中金财富期货策略周报（2024 年第 33 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：8 月经济数据呈现生产降速与需求偏弱的特点。而从高频数据看，生产低位波动，基建边际平稳，住宅成交走弱，土地出让回落，消费结构分化，出口延续回落，进口小幅回落。目前的宏观面需要较大的政策才能改善，我们维持工业品反弹幅度有限的判断。

股指期货：短期内市场大盘权重表现偏弱，部分热点人气股也大幅调整，行业板块普遍缺乏持续性机会，亏钱效应延续。活跃度进一步弱化的下行格局尚未有效扭转，在力度相对较大的增量政策落地前，仍需以左侧思维看待，保持谨慎

铜：美联储议息会议临近，宏观数据对市场情绪的扰动增加、不确定性增加。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。8 月电铜产量为 101.35 万吨，略高于市场预期，在原料偏紧、检修以及个别炼厂因事故停产的背景下，产量依然维持在 100 万附近。临近中秋假期，多数企业存在节前备货预期，库存预计仍维持去化表现。当下市场的主要矛盾点为制造业复苏放缓与阶段性供需改善，但阶段性改善能否成为行情反转的起点仍需关注后续需求兑现情况，建议以震荡盘整对待。

锌：海外遭遇极端天气扰动，山出产整体增幅有限。国内受环保督察影响，多数矿因为安全资质等问题长期存在减停产风险，已运营矿山难以兑现新增量。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，预计减少 40-50 万吨。需求端，铁塔和光伏订单有所见好，但黑色仍无好转迹象，开工或难回升。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，近期消费情况较弱，“金九银十”的预期暂未实现，消费好转仍需政策发力支持。

钢材：上周螺纹主力合约跌破 3000 大关后迅速反弹，反弹行情持续有一周。临近中秋及国庆假期，囤货需求较高，表需走强，总库存持续去化，整体已处于极低位置。目前钢厂复工复产意愿依旧不强，供需关系停止恶化，临近国庆政策有望持续发力。

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：随着 2024 年美豆收割大幕开启，美豆天气窗口期即将关闭，美豆增产预期将逐步兑现。在美豆价格回落至四年低点后，抄底买盘进场提振美豆出口需求，与巴西天气隐忧一起缓解了美豆丰产压力，为美豆市场带来阶段性反弹行情。国内豆粕市场与美豆保持成本联动，进口加拿大菜籽供给担忧在提振菜粕市场走强的同时，也为豆粕市场带来部分溢价，但国内豆粕市场供需矛盾尚未化解，反弹之路仍需克服诸多阻力。从近端来看，在高库存影响下，现货上行空间依然受限，豆粕期货近月合约继续向现货靠拢的概率较大；从远端来看，可以适当押注南美天气，择机开始布局与南美大豆相对应的远月多单。油脂市场多空交织，在商品市场整体止跌回升的背景下跟涨较谨慎，呈现反复震荡状态，菜油炒作热度不减，有望继续保持抗跌状态。下周美联储货币政策备受关注，市场情绪快速切换会增加盘面波动。豆一期货市场本周震荡回落，东北主产区新豆即将收割上市，市场对新豆开秤价格预测普遍偏低，供给压力下豆一期货市场维持弱势震荡的概率依然偏大。

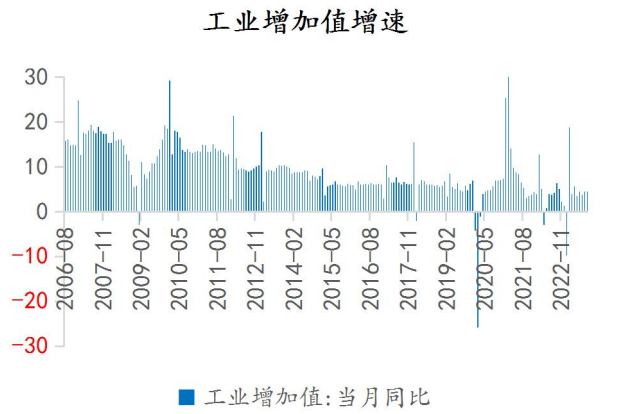
目录

周度策略：宏观面变化不大 情绪主导工业品价格波动 ..... - 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 投资、消费均偏弱 ..... - 7 -
3 政府债支撑社融，票据融资支撑信贷 ..... - 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 铁水小幅回升 库存处于历史低位 ..... - 17 -
4 小结 ..... - 18 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 18 -
原油 ..... - 21 -
1 机构观点全面转空 ..... - 21 -
2 推迟增产难改跌势 ..... - 21 -
3 市场预期缺乏信心 ..... - 21 -
4 下方成本支撑增强 ..... - 22 -
5 净多持仓录得新低 ..... - 22 -
6 区间震荡前高后底 ..... - 22 -
7 原油期现数据 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 25 -
1 全球供需重新平衡 ..... - 25 -
2 基本面多因素共振 ..... - 25 -
3 台风天气题材炒作 ..... - 25 -
4 拉尼娜周期性影响 ..... - 25 -
5 产业周期到达拐点 ..... - 26 -
6 胶价重拾上升趋势 ..... - 26 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -

油脂油料：美豆收复千点关口，国内豆类市场震荡回升 ..... - 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 -

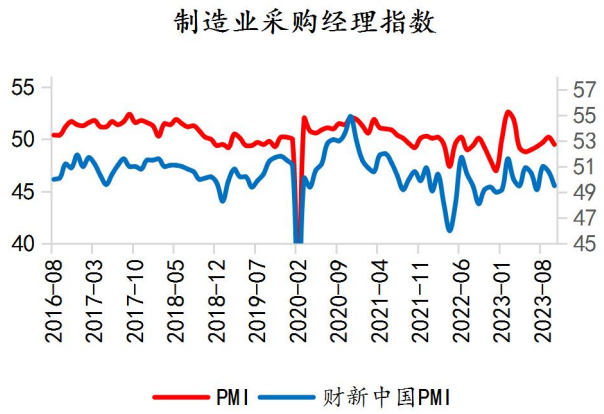
重要经济指标概况

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



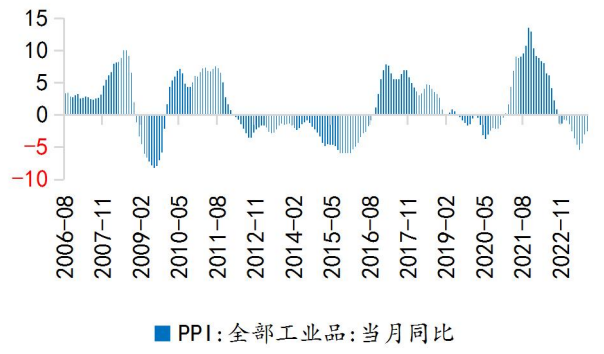
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



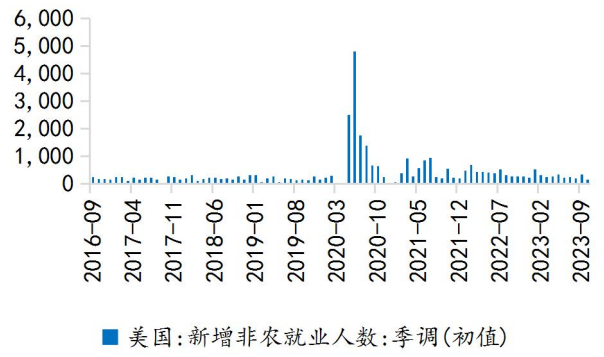
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：宏观面变化不大 情绪主导工业品价格波动

8 月中旬以来，工业品步入宽幅震荡的行情。出现这种行情的核心原因在于，宏观端改善有限，因此对工业品的向上驱动不足；但是不容质疑的是，目前工业品所处的位置较低，因此对盘面也有明显的支撑。尤其是近期美国在就业和 CPI 数据方面的中庸数据，一定程度上降低了市场对于美国经济数据衰退的预期，这意味工业品的反弹提供了助力。但是整体看，市场端变化不大，工业品难形成明显趋势。

关注出口数据的变化

8 月份的出口数据依然较强，但是细究会发现趋势性仍需密切关注。

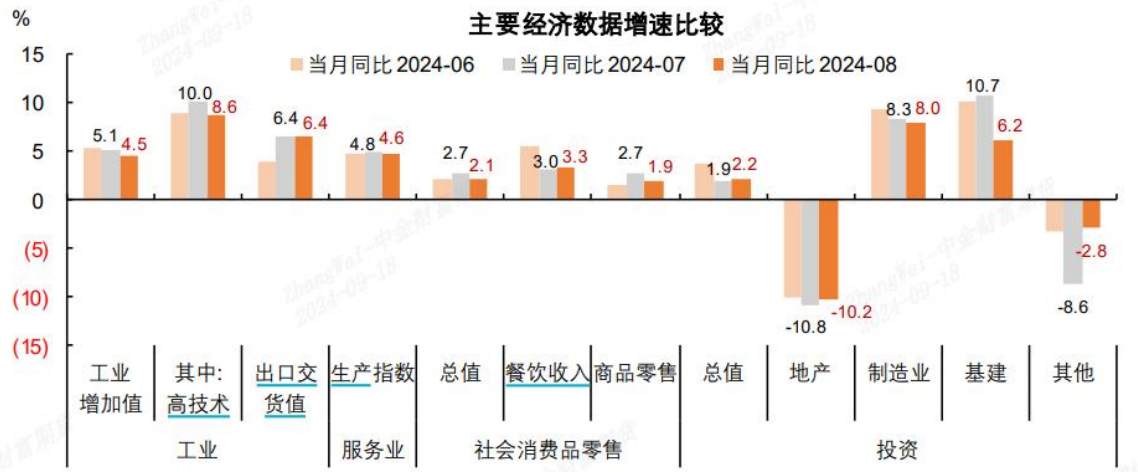
按美元计，2024 年 1-8 月份我国货物贸易进出口总额同比增长 3.7%，其中出口同比增长 4.6%，进口同比增长 2.5%，贸易顺差扩大至 6085 亿美元。8 月单月，出口同比涨幅扩大 1.7 个百分点至 8.7%，进口同比涨幅收敛 6.7 个百分点至 0.5%，贸易顺差扩大至 910.2 亿美元。当前海外需求仍有一定韧性，加之部分贸易商在欧美传统消费前加快备货，8 月出口增速回升，由于低基数效应消退，以及国内在极端天气影响下开工率下降，进口增速超预期走低。

后续海外需求疲态可能逐渐显现，且贸易摩擦增多，加之出口基数升高，出口增速或仍将呈回落态势，而大选前或有部分抢出口行为，以及欧美传统消费旺季临近，短期对出口增速将有一定支撑。国内扩内需政策加快落地及极端天气影响消退，进口增速短期有望得到支撑，但由于基数升高，进口总体走势或将延续低位。

出口端的韧性逐渐会出现数据变化。中期看，产业转型驱动的出口强劲也会面临外部阻力，加之外需转弱、天气扰动消退、出口基数走高，9 月后出口增速或趋于回落。产业转型带来的制造业价格竞争优势是出口的底层逻辑，但也在招致部分国家的“反倾销”等制裁措施。加之美国景气边际下行、补库进程或近结束、出口基数走高，9 月后出口增速或趋回落。从领先指标看，9 月港口外贸货物吞吐量回升的速度已放缓，8 月加工贸易进口也大幅走弱，将对 9 月出口构成拖累。

8 月进口增速低于预期，结构上机电产品、大宗商品进口增速均明显回落。8 月进口（同比回落 6.7pct 至 0.5%，受到机电产品及大宗商品进口的双重拖累。集成电路、自动数据处理设备、汽车及零配件均有所回落。此外大宗工业品进口亦回落明显。铁矿石、铜、原油同比明显下滑，反映国内投资转弱的对应影响。

图表 1：主要经济数据变化



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美联储降息 50 个基点预期大幅升温

近期美国公布的偏中性数据，大大降低了市场对于衰退的担忧。

美国 8 月新增非农就业人数 14.2 万人明显低于预期，7 月和 6 月的新增非农数据分别被下修至 8.9 万人和 11.8 万人，已连续四个月出现下修，修正规模共计 23.6 万人。此外，三个月移动平均新增就业人数已降至 11.6 万人，2024 二季度以来下行趋势更加连贯清晰。

结构方面，贡献就业主力仍然是服务业，新增 10.8 万人，主要由教育医疗业、休闲酒店业贡献，本月分别新增 4.7 万人和 4.6 万人，专业和商业服务新增就业已明显走弱，前两月就业人数负增，本期新增仅 0.8 万人。

8 月工时总量增速较前值持平，而平均时薪同比增速由前值 3.63%上升至 3.83%，使得整体劳动报酬增长幅度较前值 4.81%回升至 5%。尽管本月时薪增速略高于预期，但稍早公布的 JOLTS 数据显示 7 月职位空缺数大幅下降至 767.3 万人，领先指标职位空缺率/失业率加速下行，随着就业缺口逐渐关闭，预计薪资增速仍将趋势下行。

本期非农和家庭调查数据给出的信号分化，对于看多/看空经济来说，都不能算是很强力的论据。我们认为仅就高位持续走低的新增非农，足够证明就业市场确实在回落，并有可能是在加速回落，在趋势上没有侥幸。失业率在跳升后企稳，小幅缓和短期大幅恶化担忧。

美国劳工部公布 8 月 CPI 数据。CPI 同比 2.5%，持平预期，前值 2.9%；环比 0.2%，持平预期，前值 0.2%。核心 CPI 同比 3.2%，持平预期，前值 3.2%；环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.2%。核心 CPI 环比略有反弹，居住分项环比回升是主要贡献项。CPI 公布后，9 月降息概率边际回撤，降息 50bp 概率降至 15%。

CME 数据显示，截至 9 月 16 日，9 月首次降息 50BP 的概率，由 9 月 6 日的 30%升至 69%。我们认为，近期美国就业市场（至少从数据来看）边际走弱的压力较大，通胀也在顺利回落，市场可能较为关注美联储降息太慢、经济在未来超预期走弱的风险。如果美联储首次降息 25BP，市场可能认为美联储降息“不够”，所以未来几次会议可能更快、更大幅度降息；如果首次降息 50BP，市场可能认为美联储承认降息过晚，并在未来几次会议仍可能考虑执行 50BP 甚至更大幅度的降息。这可能意味着，无论美联储首次降息 25BP 还是 50BP，市场可能都会预期美联储

在年内较快降息，“降息交易”可能在首次降息后仍会延续一段时间。

宏观面变化不大 情绪端仍有扰动

8 月经济数据呈现生产降速与需求偏弱的特点。而从高频数据看，生产低位波动，基建边际平稳，住宅成交走弱，土地出让回落，消费结构分化，出口延续回落，进口小幅回落。目前的宏观面需要较大的政策才能改善，我们维持工业品反弹幅度有限的判断。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	9 月 15 日	中国央行：着手推出一些增量政策举措	进一步降低企业融资和居民信贷成本	稳增长继续增长
	9 月 14 日	国家金融监管总局：鼓励适当降低汽车贷款首付比例	合理确定汽车贷款期限	鼓励消费政策频出
数据	9 月 16 日	8 月社会消费品零售总额同比增长 2.1%	较 7 月下降 0.6pct	消费仍较为低迷
	9 月 16 日	1-8 月固定资产投资同比增长 3.4%	较前值回落 0.2pct	制造业投资增长 9.1%
事件	9 月 13 日	美国贸易代表办公室公布，确定大幅上调部分对华产品关税	9 月 27 日起，电动汽车税率升至 100%，太阳能电池税率升至 50%	进一步关注贸易走势

资料来源：中金财富期货研究所

2 投资、消费均偏弱

极端天气叠加需求偏弱，工业增加值同比连续下行。1-8 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，较 1-7 月增速回落 0.1 个百分点，连续四个月下滑。8 月单月全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，增速较 7 月回落 1 个百分点，一定程度上继续受到高温天气的影响，另一方面也因为下游需求偏弱。41 个大类行业中有 32 个行业增加值保持同比增长，比上月少 1 个行业；619 种产品中有 339 种产品产量同比增长，较上月减少了 28 个产品。超长期特别国债加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，货币政策支持力度不减，加之金九银十开工旺季来临，企业生产有望企稳回升。

广义、狭义基建投资增速均走低，水利投资保持高增长。1-8 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 3.4%，增速较 1-7 月回落 0.2 个百分点。狭义基建投资同比增长 4.4%，增速下滑 0.5 个百分点，而其中水利管理业投资同比涨幅扩大 3.7 个百分点至 32.6%。8 月单月，狭义基建投资同比增长 1.2%，增速较 7 月走低约 4.5 个百分点。从高频数据看，9 月初石油沥青装置开工率仍在低位。未来随着超长期特别国债、地方政府专项债等财政政策加快落地，极端天气影响逐步减弱，加之基数走低，后续基建投资增速有望温和回升。

房地产投资同比降幅收敛，大多指标降幅呈边际收窄态势。1-8 月，全国房地产开发投资同比下降 10.2%，降幅较 1-7 月持平。8 月单月，房地产开发投资同比下降 10.2%，较 7 月同比降幅收敛 0.62 个百分点，除房屋竣工面积外，房屋施工面积、房屋新开工面积降幅均收敛，商品房销售面积和销售额同比降幅均也有所收敛。总的来看，在一系列政策措施作用下，一些指标呈现了边际收窄，但房地产市场仍处于调整过程中。后续随着商品房库存不断去化，房价逐步企稳，房地产开发投资增速有望逐渐回升，但年内或仍保持较低水平。

制造业投资增速继续放缓，新动能起到支撑作用。1-8 月，制造业投资增长 9.1%，增速较 1-7 月放缓 0.2 个百分点，13 个主要行业中，有 5 个行业增速较 1-7 月回升，另外 8 个行业增速下滑，1 个行业增速持平，高技术产业投资同比增长 10.2%，增速较前值回落 0.2 个百分点。8 月单月，制造业投资增长 7.95%，增速较 7 月回落 0.37 个百分点。预计后续外需波动可能对国内制造业投资带来一些扰动，叠加去年同期基数升高，后续制造业投资增长或延续放缓态势，但仍将保持高增长态势，继续支撑国内投资。

社消增速超预期回落，政策带动下部分品类增速上升。1-8 月，社消总额同比增长 3.4%，增速较 1-7 月下滑 0.1 个百分点，8 月单月，社消总额同比增长 3.3%，增速较 7 月回落 0.3 个百分点。其中，限额以上单位 16 个商品类别中 8 类零售额同比保持正增长，较 7 月份增加了 1 类，受基数升高、价格下降等的影响，汽车、石油及制品类零售同比增速走低，受以旧换新政策影响，通讯器材消费热度延续，家用电器和音像器材类同比增速转正。后续随着政策补贴落地，有望进一步挖掘国内消费潜力，社消增速有望回升。

3 政府债支撑社融，票据融资支撑信贷

社融增速小幅回落，新增人民币贷款延续同比少增。从社融存量看，8 月末，社融存量同比增长 8.1%，增速较 7 月末回落 0.1 个百分点。从社融增量看，8 月社会融资规模增量为 30298 亿元，高于市场预期，较上年同期少增 981 亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加 10441 亿元，由上月下降转为上涨，但同比仍少增 2971 亿元，连续 10 个月同比少增。后续随着扩内需政策发挥效应、央行继续实施支持性货币政策，国内社融增速有望逐渐回升。

直接融资占比同比升高，表外融资同比多增。从社融结构看，直接融资对社融增量形成重要支撑，8 月新增直接融资 17953 亿元，占比约为 59.3%，较去年同期升高 9.4 个百分点。其中，政府债券融资同比多增较多，企业债券、非金融企业境内股票融资同比少增。其中，新增政府债券融资 16130 亿元，同比多增 4371 亿元，8 月地方政府债券发行明显加快；企业债券净融资 1692 亿元，同比少增 1096 亿元，8 月产业债发行较为火热，但环比下降，城投债发行依然受限。表外融资同比多增，其中信托贷款同比多增，其余两项同比少增。

居民、企业贷款同比均少增，票据融资冲量意愿仍强。1-8 月，人民币贷款增加 14.43 万亿元，8 月单月，企（事）业单位贷款增加 8400 亿元，其中，短期贷款减少 1900 亿元，同比多减 1499 亿元，中长期贷款增加 4900 亿元，同比少增 1544 亿元，连续 6 个月同比少增，极端天气和外需波动下企业预期依然偏弱，但企业信贷结构持续优化，票据融资新增 5451 亿元，同比多增 1979 亿元，连续 6 个月同比多增，票据融资仍是信贷的主要支撑项。后续随着货币政策继续加大力度调控，叠加财政政策效应逐步显现，企业融资需求有望改善。8 月住户贷款增加 1900 元，同比少增 2022 亿元，其中，短期贷款增加 716 亿元，同比少增 1604 亿元，连续 7 个月同

比少增，居民消费信贷需求依然偏弱；中长期贷款增加 1200 亿元，同比少增 402 亿元，目前商品房成交情况依然平淡。后续随着家电、汽车等政府补贴政策落地，消费品以旧换新支持政策效应不断显现，加之存量商品房持续去库，居民信贷有望企稳回升。

M1、M2 剪刀差仍在扩大，人民币存款同比多增。8 月，人民币存款增加 22200 亿元，同比多增 9600 亿元，主要是受到财政存款和非银金融机构存款同比多增较多的支撑。其中，非金融企业存款增加 3500 亿元，同比少增 5390 亿元，住户存款增加 7100 亿元，同比少增 777 亿元，财政性存款增加 5587 亿元，同比多增 5675 亿元，主要与地方债券、国债发行加快有关，非银行业金融机构存款增加 6300 亿元，同比大幅增加 13622 亿元，体现出居民、企业存款搬家的现象。8 月末，M2 同比增长 6.3%，增速较上月末持平，较上年同期低 4.3 个百分点，M1 同比下降 7.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.7 和 9.5 个百分点。M1 与 M2 剪刀差为 13.6 个百分点，较上月继续扩大，一方面与经济活力下降、企业和居民预期偏弱有关，另一方面也与暂停手工补息等技术性调整有关。后续 M2 增速或继续保持稳定，M1 增速短期或保持低位运行，但中期有望逐步回升。

4 宏观策略

8 月经济数据呈现生产降速与需求偏弱的特点。而从高频数据看，生产低位波动，基建边际平稳，住宅成交走弱，土地出让回落，消费结构分化，出口延续回落，进口小幅回落。目前的宏观面需要较大的政策才能改善，我们维持工业品反弹幅度有限的判断。

5 股指期货市场分析

指数延续回落

上周指数震荡回升，主要指数创调整新低后反弹。从股指期货看，沪深 300 周-2.23%，上证 50 周-2.55%，中证 500 周-1.91%，中证 1000 周-2.11%。

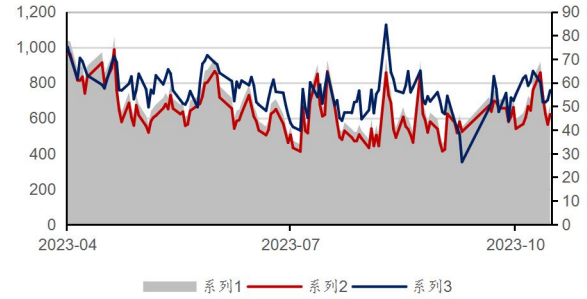
经济数据依然较弱

三大宏观经济数据方面，8 月表现均边际下行且不及万得一致预期值。2）社融脉冲小幅回落，新增人民币贷款少增收窄，M2 持平。3）通胀数据方面，8 月 CPI 同比回升，PPI 同比降幅走阔。4）进出口数据方面，8 月出口增速回落，进口回升。5）交运高频指标方面，地铁客运量指数回落，货运流量指数回升。6）工业生产腾落指数回升，山东地炼、甲醇、轮胎、唐山高炉、涤纶长丝回升，纯碱回落。7）国内政策跟踪：国家主席习近平主持召开全面推动黄河流域生态保护和高质量发展座谈会；十四届全国人大常委会第十一次会议在京举行；国新办新闻发布会上，全国人大常委会会议表决通过关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定。。

关注市场情绪变化

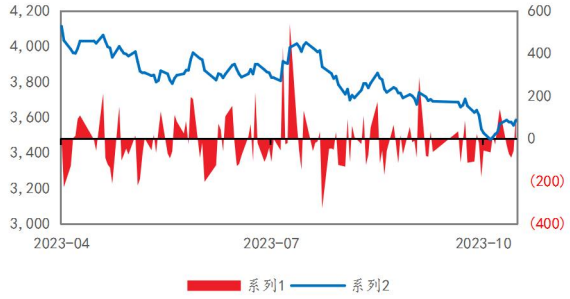
上周（9 月 9 日-9 月 13 日）A 股市场成交活跃度延续低迷，两市成交明显回落至 5193 亿元，较前一周减少 675 亿元，市场情绪再度降至冰点。短期内市场大盘权重表现偏弱，部分热点人气股也大幅调整，行业板块普遍缺乏持续性机会，亏钱效应延续。活跃度进一步弱化的下行格局尚未有效扭转，在力度相对较大的增量政策落地前，仍需以左侧思维看待，保持谨慎。

图表 8：融资融券数据图



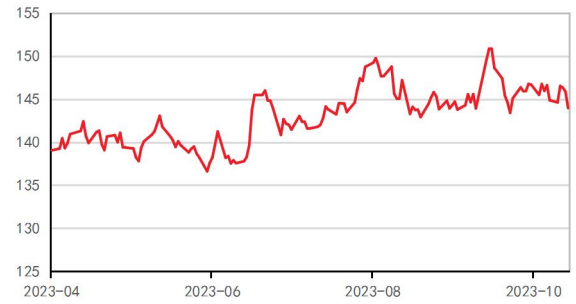
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



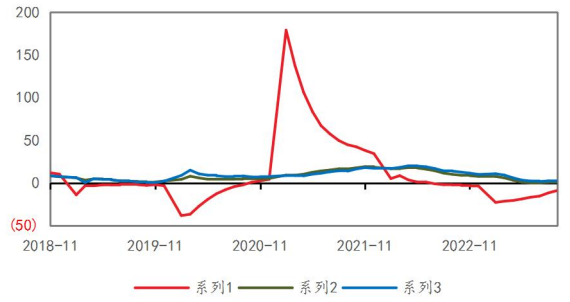
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

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%。8 月产量在原料紧张、检修、事故等影响下也仍高于市场预期，硫酸价格上涨仍是高产量的强助力，不出现大幅亏损都不会有减产意愿，9 月供应压力随着检修结束会更大。

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%。汽车领域政策支持力度进一步加大，鼓励报废老旧燃油车及新能源车并购买新车，新能源市 场繁荣同时进一步刺激充电桩需求增长，家电端以旧换新政策 依旧持续。目前处于金九银十初期，下游消费略有起色，去库速度加快。

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

美联储议息会议临近，宏观数据对市场情绪的扰动增加、不确定性增加。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。8 月电铜产量为 101.35 万吨，略高于市场预期，在原料偏紧、检修以及个别炼厂因事故停产的背景下，产量依然维持在 100 万附近。临近中秋假期，多数企业存在节前备货预期，库存预计仍维持去化表现。当下市场的主要矛盾点为制造业复苏放缓与阶段性供需改善，但阶段性改善能否成为行情反转的起点仍需关注后续需求兑现情况，建议以震荡盘整对待。

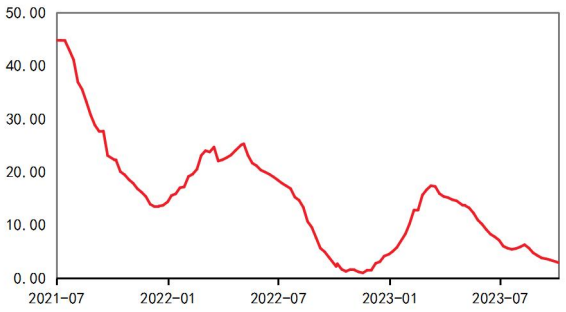
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



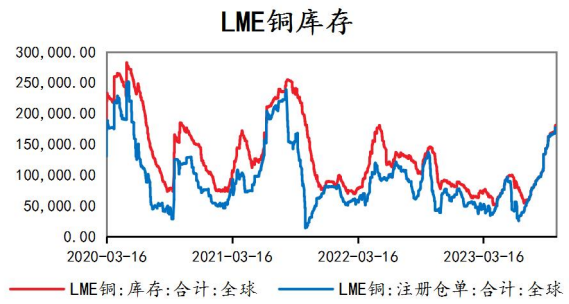
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



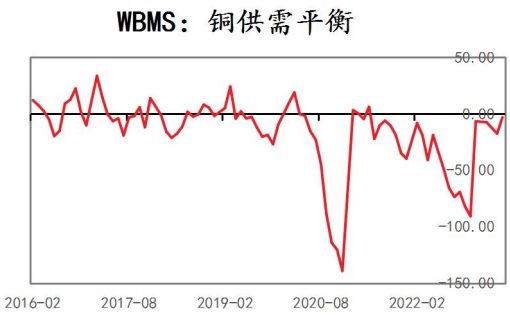
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



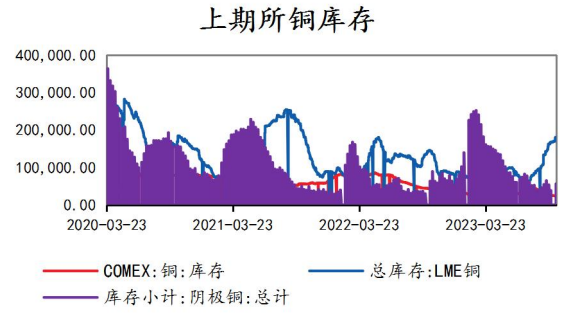
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



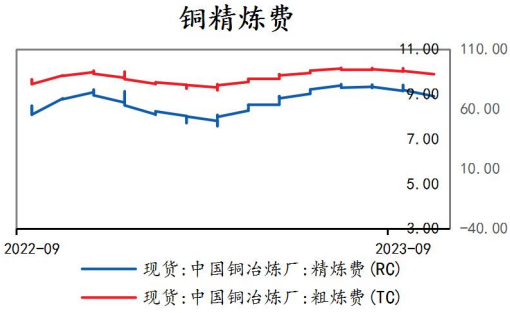
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

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

海外遭遇极端天气扰动，山出产整体增幅有限。国内受环保督察影响，多数矿因为安全资质等问题长期存在减停产风险，已运营矿山难以兑现新增量。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，预计减少 40-50 万吨。需求端，铁塔和光伏订单有所见好，但黑色仍无好转迹象，开工或难回升。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，近期消费情况较弱，“金九银十”的预期暂未实现，消费好转仍需政策发力支持。

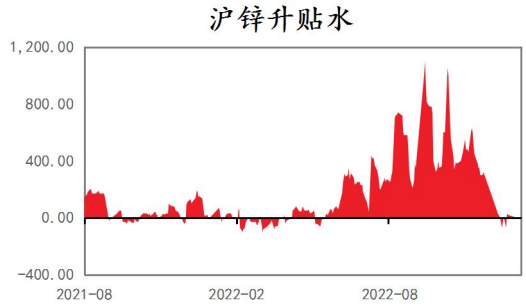
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 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，8 月 CPI 同比 2.5%，较 7 月进一步回落。同时，8 月非农报告好坏不一，失业率下降，“萨姆规则”的衰退信号再次被打断，然而，就业增长远不及预期，前值也被大幅下修，表明劳动力市场仍未走出泥潭。

伴随着美国通胀的回落，消费者的短期通胀预期降至 2020 年 12 月以来新低，美国 9 月消费者信心指数初值创四个月新高。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%，再提升至 65%。

市场对美国经济衰退的担忧减弱，带动美元资产价格修复。过去一个月里，英伟达股价从低点最高反弹了 36%，比特币最高反弹了 28%，原油最高反弹了 12%，Comex 铜最高反弹了 6%，Comex 黄金最高反弹了 8.9%。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 8 月粗钢产量 7792 万吨，同比降 10.4%，日均产量 251.4 万吨，环比降 9.8%，1-7 月粗钢产量 69141 万吨，同比降 3.3%，8 月粗钢产量继续下降。

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最低 1.4%，刷新 2015 年地点，截至上周也仅回升到 6.1%。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 1-8 月粗钢产量 6.14 亿吨，同比下降 3.3%，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 铁水小幅回升 库存处于历史低位

上周全国高炉产能利用率和电炉产能利用率回升，五大品种钢材产量略降。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 83.9%，环比上升了 0.3 个百分点，同比下降了 8.7 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 44.0%，环比上升了 1.8 个百分点，同比下降了 11.7 个百分点。五大品种钢材的周产量为 800.8 万吨，环比下降了 0.1%，同比下降了 11.4%。上周长流程产量连续第二周回升，日均铁水产量增加了 0.8 万吨至 223.4 万吨。前期钢厂减产后吨钢利润有所恢复，钢厂复产增多，螺纹钢增产明显，热卷产量则有所回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1026.1 万吨，环比下降了 6.8%，同比下降了

10.6%。钢厂库存为 392.6 万吨，环比下降了 3.7%，同比下降了 9.0%。钢材总库存持续回落，环比下降 6.0%，降幅较上周扩大了 2.6 个百分点。社库与厂库加速回落，螺纹钢库存大幅去化。

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 891.3 万吨，环比上升了 4.3%，同比下降了 5.3%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 249.9 万吨，环比上升了 14.3%，同比下降了 10%。上周五大品种钢材的表需显著改善，呈现出旺季特征，螺纹钢与热卷需求均有所回升。进入九月后，供需矛盾进一步缓和。建筑钢材的周成交量为 12.5 万吨，环比增长了 26.1%。

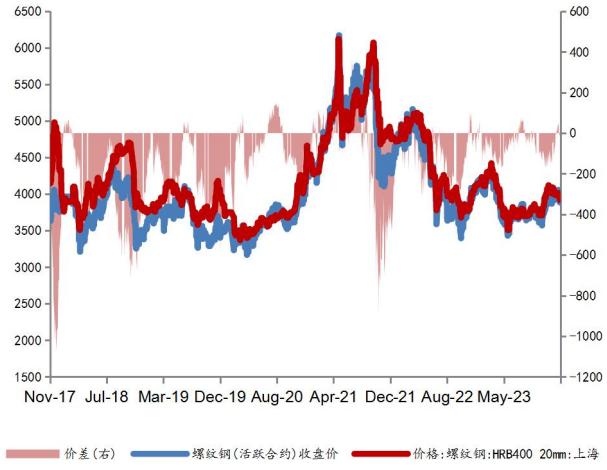
上周钢材现货价格走强，主流钢材品种的即期毛利继续改善。247 家钢厂的盈利率增至 6.1%，环比上升了 1.7 个百分点。

4 小结

上周螺纹主力合约跌破 3000 大关后迅速反弹，反弹行情持续有一周。临近中秋及国庆假期，囤货需求较高，表需走强，总库存持续去化，整体已处于极低位置。目前钢厂复工复产意愿依旧不强，供需关系停止恶化，临近国庆政策有望持续发力。

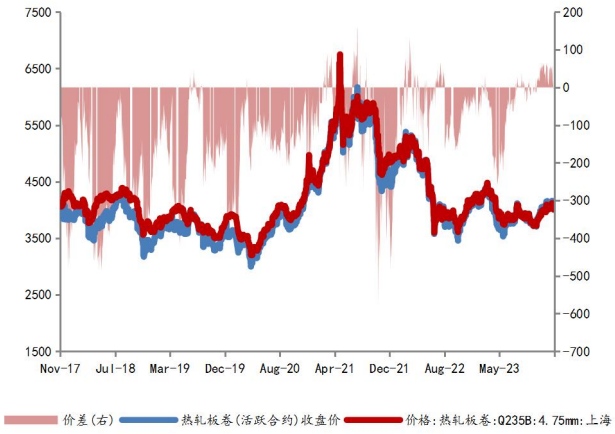
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



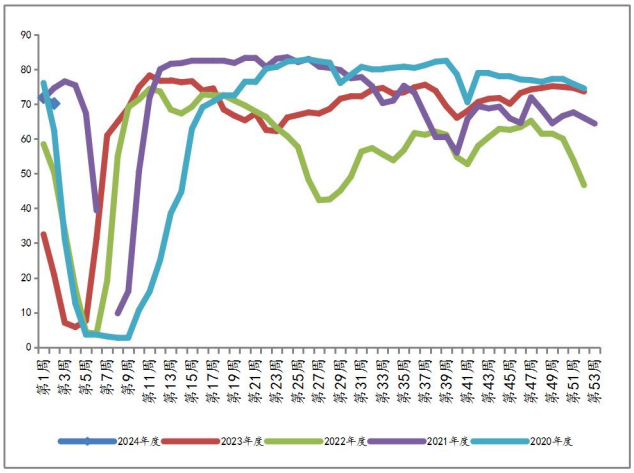
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



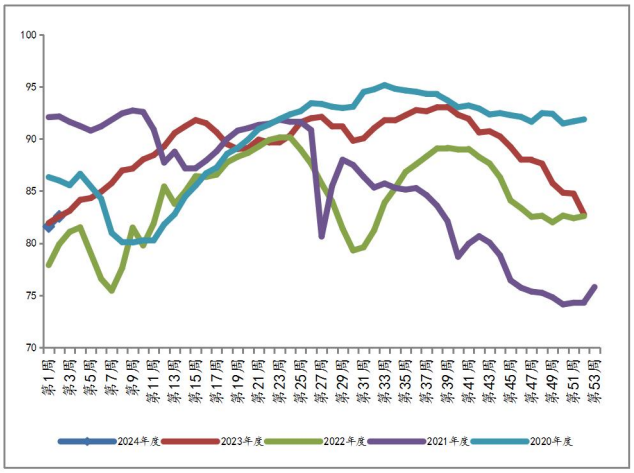
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



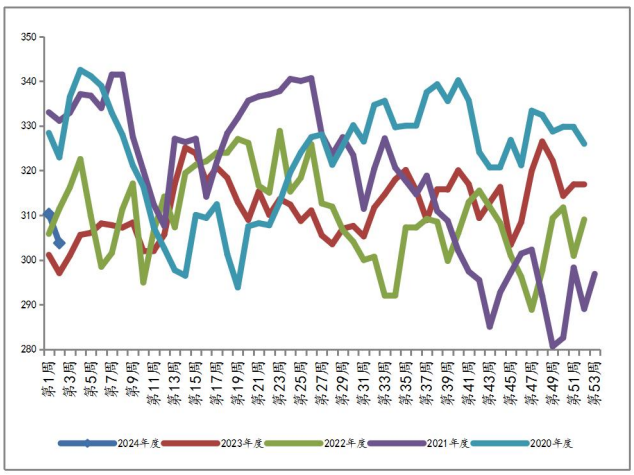
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



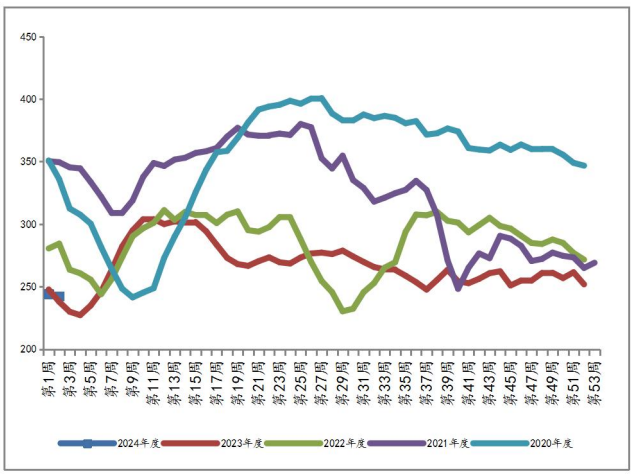
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



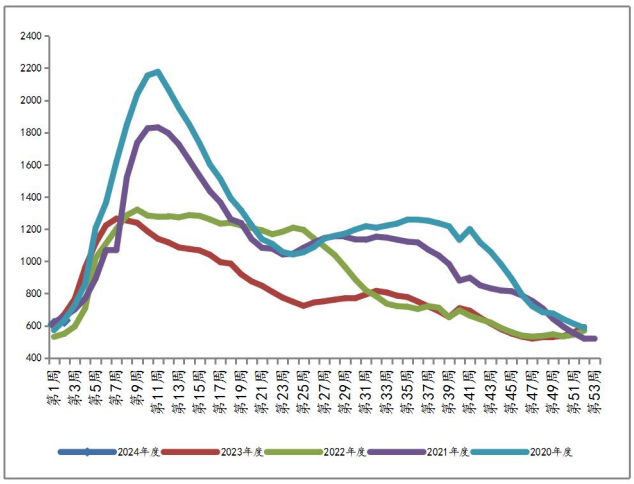
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



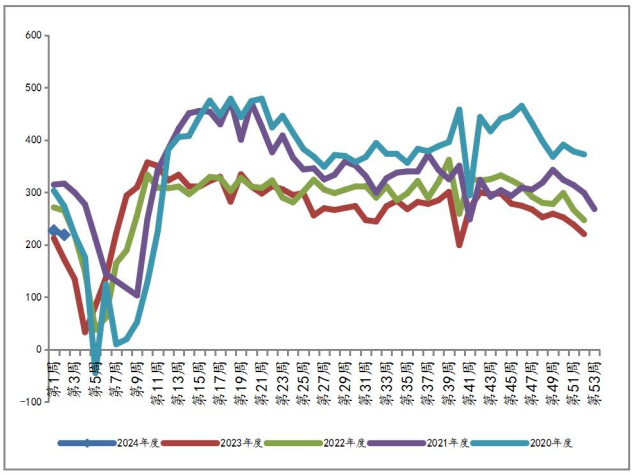
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 机构观点全面转空

当前市场相当不看好油价走势，包括高盛、大摩等投行观点都由多转空，能源机构也对基本面持悲观态度。

OPEC 最新发布的月度报告中，预测 2024 年全球原油需求量将增加 203 万桶/日，低于上期的 211 万桶/日；并将 2025 年全球原油需求增速预估值从 178 万桶/日下调至 174 万桶/日。尽管 OPEC 下调了今明两年原油市场需求，但业界普遍质疑预期仍过于乐观，OPEC 给出的数字几乎是美国能源信息署（EIA）和国际能源署（IEA）的两倍左右。在需求出现明显走弱迹象的同时，原油供应端回升的可能性正在增强。OPEC+将增产计划推迟到 12 月，但并未从根本上改变产能回归的大趋势。

高盛将 2025 年 Brent 基准原油价格预测区间下修至 70-85 美元，我们认为在这一位置上仍面临较大的下行风险。

2 推迟增产难改跌势

OPEC+试图稳定原油市场，但该组织的预期管理无疑成为败笔，投资者用脚投票的结果仍然是油价大跌。

OPEC 召开临时会议后宣布，参与自愿减产的 8 个成员国同意，将原计划 10 月开始增产延长两个月至 2024 年 11 月底。现阶段 OPEC+总体减产规模理论上达 586 万桶/日，由 200+166+220 三部分构成，其中计划退出的是 220 万桶/日的自愿减产部分。OPEC+自 2023 年底自愿减产 220 万桶/日，在今年 3、6、9 月的会议上，有关这部分的决议从延长转向退出，每次会后对油价的提振力度逐渐递减。

市场如此不看好 OPEC+政策是有理由的：一方面，2024 下半年以来，全球核心经济体宏观尤其制造业数据每况愈下，原油需求表现持续弱于预期；另一方面，在年底至一季度原油传统淡季期间，供应回归将额外给供需平衡带来非常大的过剩压力。反映到交易层面上，风险偏好情绪大幅回落，资金增加对原油等大宗商品的空头押注，油价颓势短期难以扭转。

3 市场预期缺乏信心

OPEC+举行临时会议决定，将自愿减产再次延长两个月至 11 月末，但减产规模和闲置产能已经到达上限，加上非 OPEC+产量持续增长，未来原油供应水平回升是大势所趋。今年三季度传统旺季，美国乃至全球油品消费不及预期，加重对需求前景的担忧。在此情形下，如果从 12 月淡季开始逐月增产，明年一季度供需平衡大概率将转向过剩。

综上，原油基本面预期相当悲观，而且随时间推移愈发转弱，加上宏观层面压力难以化解，预计中长期延续重心震荡下移走势。当然，短期原油期货处于超卖状态，存在修复反弹的需要，但中长期市场信心不足，一个佐证是不愿意为地缘支付风险溢价，因此很难摆脱走弱局面。

4 下方成本支撑增强

国际原油市场踩踏式暴跌，Brent 基准价格争夺 70 美元/桶，WTI 价格考验 65 美元/桶。值得注意的是，这一位置已经到达部分美国小型页岩油气公司的盈亏平衡点（breakeven point）。

根据 2023 年西方石油公司（OXY）披露的原油、天然气凝析液（NGL）和天然气三者间产量结构、实现价格和单桶油气生产成本关系，NGL 在 20 美元/桶左右，天然气在 2 美元/百万英热单位（约合 12 美元/桶）左右，原油、NGL 和天然气产量当量占比大约为 2:1:1，单桶油气开采成本为 35 美元/桶，由此可以粗略计算出 WTI 原油在 55 美元/桶左右可以实现盈亏平衡。

实际上早在 2020 年前后，得益于技术进步，美国页岩油平均生产成本一度降至 36 美元/桶左右，头部企业最低至 29 美元/桶。然而过去三年美国高通胀环境下，造成劳动力和物流运输等运营成本大幅上升，达到盈亏平衡所需要的油价水平反而更高了。考虑到页岩油行业集中度相对较低，对于规模效益更小的生产商而言，这一数字还要再加 10 美元/桶左右。

我们认为，当前市场的超卖现象有过度情绪化之嫌，油价继续下跌获得的支撑将会增强。

5 净多持仓录得新低

国际原油价格大跌背后，除了对基本面过剩预期的交易，现在更多是金融资金做空的结果。

随着市场对美国和亚洲地区原油需求担忧加剧，基于量化算法的对冲基金大量抛售近月原油期货合约，负面情绪共振引发多头踩踏和油价暴跌。根据 ICE Futures Europe 和 CFTC 数据，衡量对冲基金对原油价格看涨程度的重要指标—非商业净多头持仓，已经降至 2011 年有统计以来的最低水平。目前，多种迹象显示原油需求前景延续疲弱，对于供应过剩的预期愈发浓厚，乃至 OPEC+将自愿减产措施延长至 11 月底的决定也未能提振油价走势。

目前华尔街机构普遍认为，到 2024 年底原油市场将从供应偏紧过渡到供需平衡，到 2025 年将出现严重过剩，届时油价在 60-70 美元运行或成为常态。

6 区间震荡前高后底

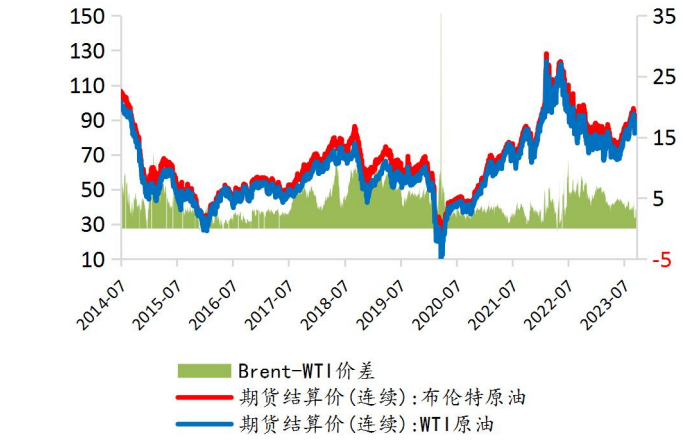
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

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

除此之外，原油市场不确定性因素还包括中东地缘政治、美国总统大选、美联储降息路径以及飓风季等，未来仍将面临诸多变数和扰动，整体上令交易者压低了对盘面上涨空间的预期。

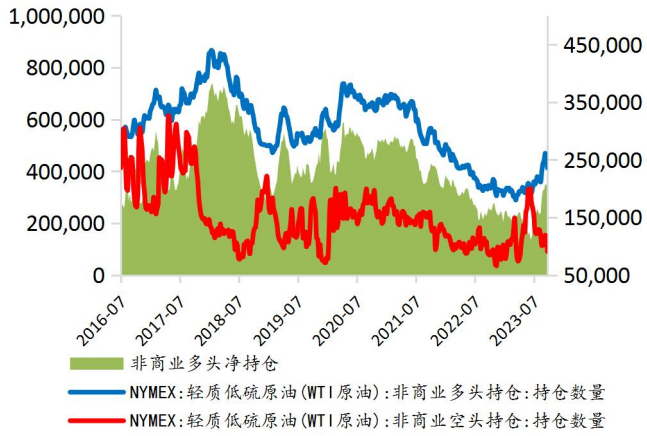
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



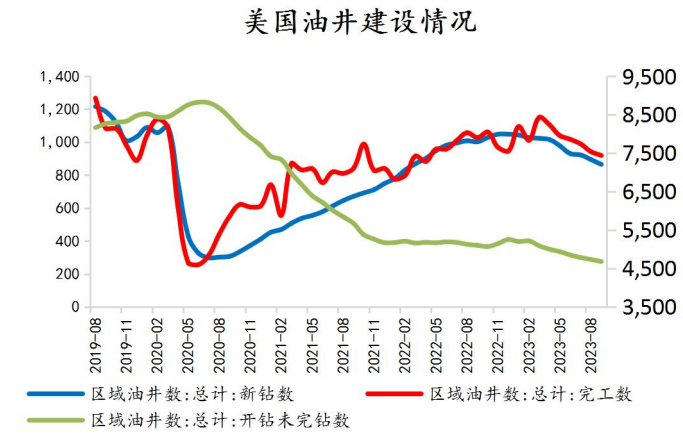
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



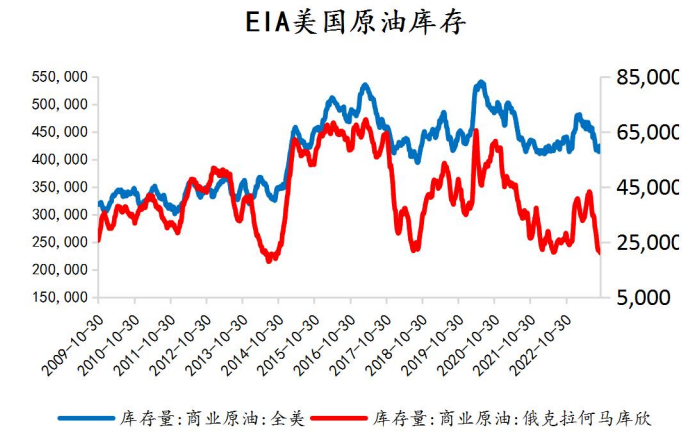
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



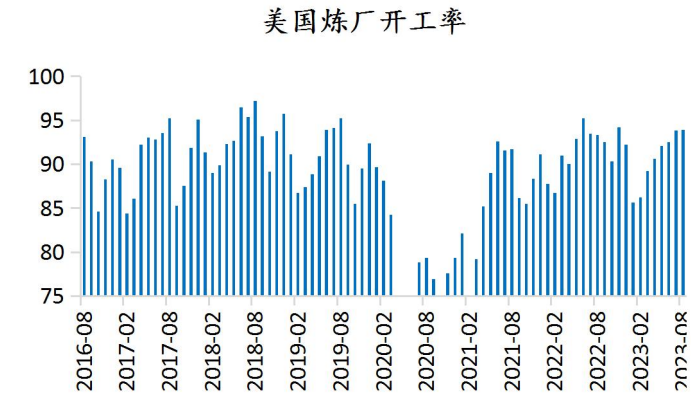
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



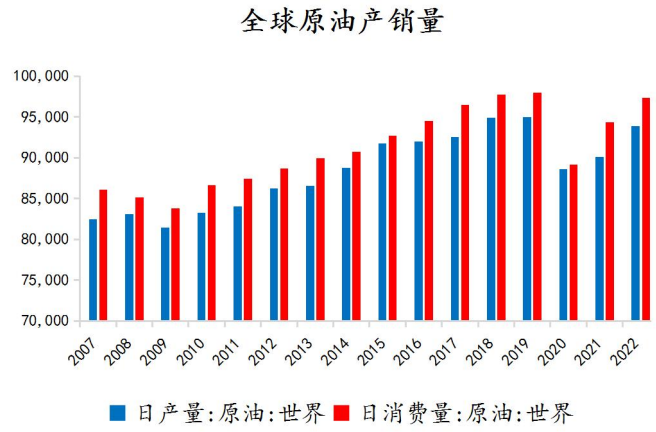
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 全球供需重新平衡

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 基本面多因素共振

由于天气炒作和基本面改善，天然橡胶走势受利多因素驱动，短期或继续保持偏强态势。

上游供应端仍是目前胶价最大的利多因素，超强台风摩羯直接登陆海南产区，并且给云南部分地区带来降雨，同时泰国多个府发生洪涝灾害，导致割胶作业和物流运输环节受限。恶劣天气打破了海内外产区季节性上量的预期，令进口橡胶到港量也出现滑坡，国内港口长期维持去库趋势，现货短缺溢价的状况难以缓解。下游方面，金九银十消费旺季车企优惠加码，以旧换新政策为 9 月汽车市场启动创造了条件，根据工信部公布的新车上市名录，多家车企新车型与换代车型将于近期发售，将刺激汽车销量增长预期。

基本面多因素共振下，沪胶后市持谨慎乐观态度，防范追高风险。

3 台风天气题材炒作

现阶段天然橡胶行情由供应端主导，而天气是上游重要的影响因素。

日前，超强台风“摩羯”先后登陆我国海南、广东和越南北部等地区，实际造成的破坏力超出预期，气象灾害将对割胶工作造成较大阻碍。从台风路径来看，此次受灾地区多为天然橡胶产地，大量降雨令割胶作业短期无法开展，若橡胶树出现倒伏对供应端扰动可能会更久。按照以往经验，因暴雨减少的割胶量一两周即可恢复，而胶林一旦遭受永久性破坏至少 7 年才能弥补。不过客观来讲，海南产区天然橡胶产量仅占全球的 2%左右，且原料很多用作制浓乳，并不是 RU 交割品国产全乳胶的主产地。初步估计，本次台风最终对天然橡胶产量的影响相对有限，但需要警惕后期泰国南部主产区发生极端天气的风险。

4 拉尼娜周期性影响

通常来讲，泰国南部主产区天然橡胶旺产季主要集中在凉季，即每年 11 月到次年 2 月，期间

天气因素对供应端的影响至关重要。

按照全球气候变化的周期性规律，2023-2024 年冬春季厄尔尼诺事件结束后，拉尼娜现象可能在今年晚些时候接踵而至。拉尼娜现象发生的时间点主要集中在秋冬季，对东南亚产区的影响整体表现为降雨量异常增多。更严重的是，拉尼娜容易引发台风、洪水等极端天气，迫使割胶作业暂停，造成产量阶段性下滑。进一步，天气题材刺激市场炒作情绪，助推胶价快速上涨。

不过，总结以往拉尼娜年份（例如 2017 年）不难发现，泰国产区在拉尼娜发生的次年产量其实是回升的。这是因为，橡胶树原产于亚马逊热带雨林，具有非常耐涝的习性，连续降雨和洪涝灾害虽然减少了即期可割胶天数，但不容易造成橡胶林的大面积损毁。拉尼娜带来的降水补充了前期厄尔尼诺导致的干旱，有利于土壤蓄水保墒，物候修复叠加高价炒作，反而刺激了后续产量释放节奏。

5 产业周期到达拐点

拉尼娜给东南亚天然橡胶主产区带来降雨增加，持久的雨季严重影响割胶进程，原料供应偏少叠加补货需求提高，成本端收购价格维持坚挺。假如后期产区天气好转物候修复，存有高价刺激原料释放的可能，不过行业正处于周期性拐点，可以确定的是新开割面积见底，未来供应增加有限，前期产量损失很难通过割胶积极性来弥补，这也解释了本轮超长的去库节奏。

截至 9 月初，中国天然橡胶社会库存总量为 120.7 万吨，环比微幅增加 0.24 万吨或 0.2%；其中，深色胶社会库存 71.5 万吨，较上期下降 0.05%；浅色胶社会库存 49.2 万吨，较上期增加 0.6%。此外，回顾 2023 下半年，有关部门进行了多次的抛储和收储操作，今年业界对此仍抱有较强的预期。

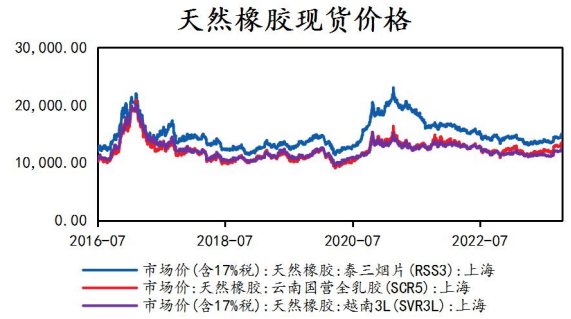
更长远来看，一旦产能过剩格局确认扭转，供应端受产能刚性约束下，橡胶主要趋势将转入上行通道。

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



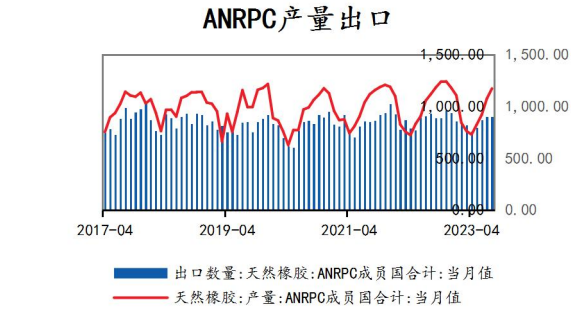
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



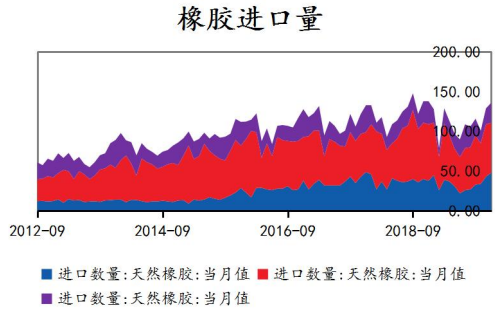
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



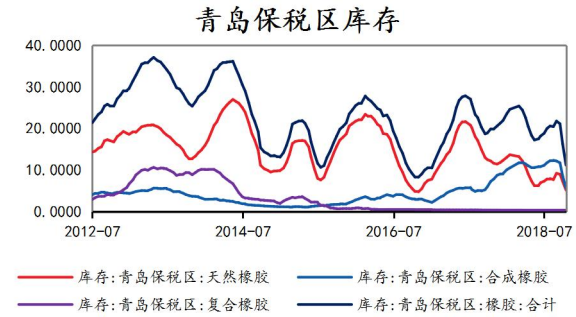
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



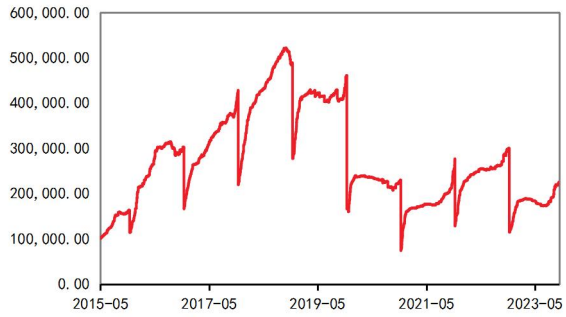
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



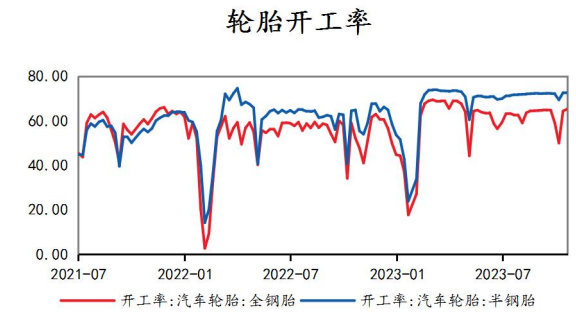
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



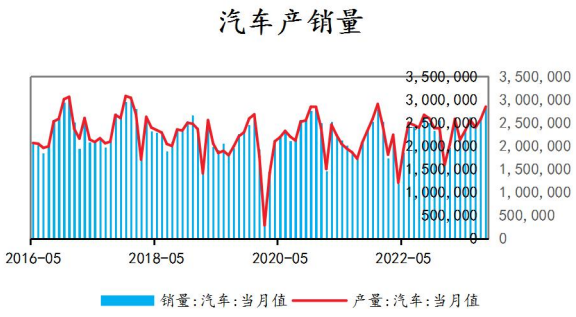
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆收复千点关口，国内豆类市场震荡回升

1 外部豆类市场分析

美国农业部月报落地，主要指标基本维持不变

9 月 12 日美国农业部公布月度供需报告。本次报告中美豆单产维持上月预期值不变，仍为 53.2 蒲式耳/英亩；产量和库存略低于预期，预期产量和库存分别为 45.86 亿蒲式耳、5.5 亿蒲式耳，较上月预估值分别下调 0.03、0.1 亿蒲式耳。在本次报告中，美国农业部将 2023/2024 年度阿根廷大豆产量从上月预估的 4900 万吨下调至 4810 万吨。新年度巴西和阿根廷大豆产量维持不变，分别为 1.69 亿吨和 5100 万吨，全球远期大豆供给保持宽松预期。

美豆即将进入收割季，产量前景保持乐观

美国农业部本周公布的作物生长报告显示，截至 9 月 8 日当周，美国大豆优良率为 65%，高于市场预期的 63%；当周美豆结荚率为 97%，落叶率为 25%，五年均值分别为 96%和 21%。从目前美豆生长指标看，9 月下旬美豆即可展开收割。虽然 8 月下旬以来美豆部分产区出现旱情，但整体可控，未对美豆生长造成实质性破坏。包括美国农业部在内的多家机构预计 2024 年美国大豆将取得大丰收，供给压力仍是限制美豆反弹高度的关键所在。

巴西旱情引关注，新季播种可能推迟

巴西大豆产区经过三个月强制休耕期后，即将于 9 月中下旬进入播种季。近日，卫星图像遥感公司 EarthDaily Agro 发布报告称，巴西几乎所有州的土壤墒情下降、气温偏高以及降雨量低于过去 15 年的平均水平。预测模型显示，9 月 5 日至 15 日期间，巴西降雨量将比平均水平低 60%至 80%，这将加大作物的缺水压力以及发生火灾的风险。巴西中西部大部分地区、东南部以及南部部分地区正在受到高温烘烤。种种迹象显示，巴西早播大豆种植将推迟，直至出现降雨改善土壤墒情为止。巴西大豆的种植时间跨度较长，通常从 9 月下旬持续到 12 月中旬。虽然目前还不是影响巴西大豆种植的关键时段，但持续得不到缓解的旱情将增加巴西大豆播种推迟和早熟大豆上市的时间。美国农业部预计新年度巴西大豆产量将达到 1.69 亿吨的创纪录高位，未来能否实现这一预测值仍取决于巴西天气的配合程度，但目前的旱情增加了巴西大豆实现丰产目标的难度，甚至可能成为扭转豆类市场低迷行情的主要变量。

MPOB 月报数据符合市场预期，印度进口棕榈油大幅下降

马来西亚棕榈油局（MPOB）于 9 月 10 日公布月报，报告显示，马来西亚 8 月底棕榈油库存为 188 万吨，较 7 月底增加 7.34%；马来西亚 8 月毛棕榈油产量为 189 万吨，较 7 月增加 2.87%；马来西亚 8 月棕榈油出口为 153 万吨，较 7 月减少 9.74%。其中库存数据略高于报告前市场预测的 186 万吨，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。由于 8 月份印度棕榈油进口量环比下降逾四分之一，近日有关印度将提高棕榈油进口关税的消息在市场广泛传播。作为棕榈油第一大进口方，印度如果提高进口关税，对马来西亚棕榈油出口的打击不容小觑。调研机构发布的高频数据显示，9 月 1-10 日马来西亚棕榈油出口环比降幅在 4.61%-5.2%，缺少出口提振，马来西亚棕榈油市场上行动力不足，维持震荡盘整状态。

2 国内豆类市场分析

8 月进口大豆量激增，国内豆粕库存保持高位

国家海关总署发布的数据显示，8 月中国大豆进口量达到创纪录的 1214 万吨，同比大增 29%；1-8 月累计进口量为 7047.8 万吨，同比增加 2.8%。8 月大豆进口量远超此前市场预估水平，一

举扭转了前 7 个月大豆累计进口量同比下滑局面，进一步深化国内进口大豆供应宽松状态。大豆进口成本大幅下降以及国内养殖利润改善是企业扩大进口的主要原因。受原料端供给宽松影响，企业开工率始终保持高位。国内豆粕库存季节性回落的趋势逐渐显现，但进口大豆库存高企，豆粕库存降速有望慢于常年。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内豆粕库存总量为 137.7 万吨，周度减少 2.0 万吨，仍然显著高于历史同期平均水平。尽管中国对加拿大菜籽展开反倾销调查可能影响菜粕供给，但国内豆粕供给宽松，高库存需要时间消化，豆粕市场上行驱动力不足，表现明显弱于菜粕。

油脂走势分化，菜油炒作热度不减

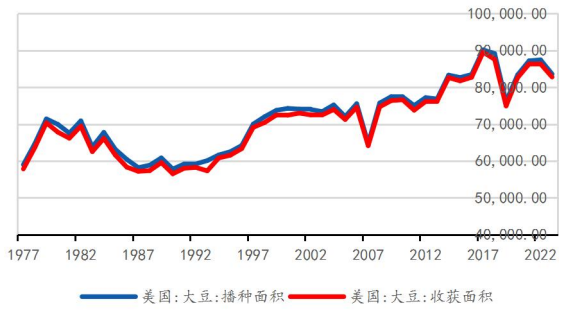
中国粮油商务网监测数据显示，截至 2024 年第 36 周末，中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 219.98 万吨，周度下降 6.87 万吨，其中豆油、棕榈油和菜油分别下降 1.42 万吨、3.92 万吨和 1.53 万吨。随着中秋备货进入尾声，终需求表现恢复常态。因中加贸易矛盾有升级迹象，菜油仍获油厂挺价，价格较豆油和棕榈油表现偏强。目前国内菜籽和菜油库存充足，四季度菜籽基本完成采购，在高开机水平下，国内下半年菜油库存充足。中储粮以及地方持续轮换陈菜油，后续中加关系走向仍是菜油市场关注的重点。国内大部分地区豆油供应保持宽松，油厂压榨开机率维持高位。近日豆油和棕榈油价差关系有所修复，豆油消费替代性下降，工厂豆油现货成交量减少，而棕榈油报价下调提高贸易商采购积极性，随着进口利润改善，新增买船增多。受产地棕榈油震荡盘整影响，国内棕榈油市场冲高动能不足。

3 油脂油料市场展望

随着 2024 年美豆收割大幕开启，美豆天气窗口期即将关闭，美豆增产预期将逐步兑现。在美豆价格回落至四年低点后，抄底买盘进场提振美豆出口需求，与巴西天气隐忧一起缓解了美豆丰产压力，为美豆市场带来阶段性反弹行情。国内豆粕市场与美豆保持成本联动，进口加拿大菜籽供给担忧在提振菜粕市场走强的同时，也为豆粕市场带来部分溢价，但国内豆粕市场供需矛盾尚未化解，反弹之路仍需克服诸多阻力。从近端来看，在高库存影响下，现货上行空间依然受限，豆粕期货近月合约继续向现货靠拢的概率较大；从远端来看，可以适当押注南美天气，择机开始布局与南美大豆相对应的远月多单。油脂市场多空交织，在商品市场整体止跌回升的背景下跟涨较谨慎，呈现反复震荡状态，菜油炒作热度不减，有望继续保持抗跌状态。下周美联储货币政策备受关注，市场情绪快速切换会增加盘面波动。豆一期货市场本周震荡回落，东北主产区新豆即将收割上市，市场对新豆开秤价格预测普遍偏低，供给压力下豆一期货市场维持弱势震荡的概率依然偏大。

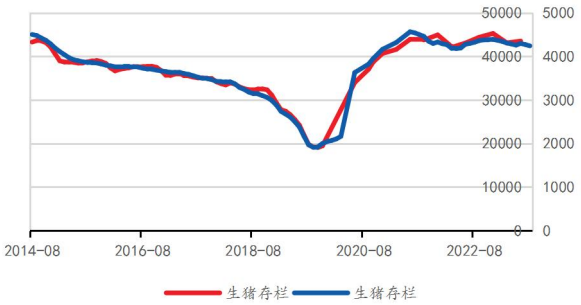
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



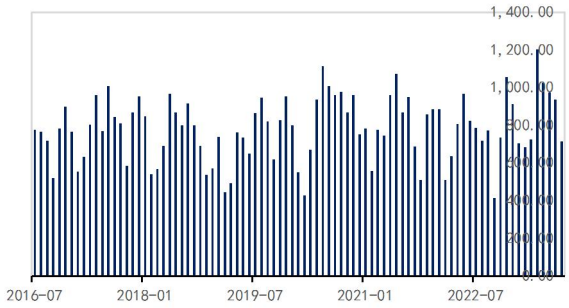
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



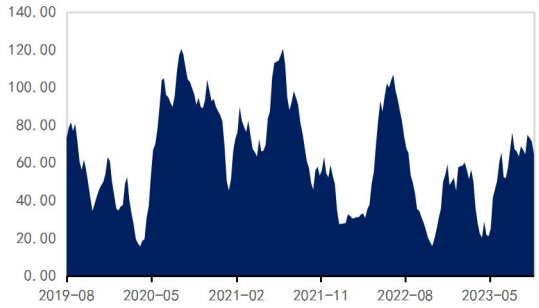
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元