中金财富期货策略周报（2024 年第 34 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

yuruiguang@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：由于节前政策的大幅变化，工业品如果继续暴力上涨，尤其是出现连续涨停的话，注意多单可适当减仓，谨防节日期间外围市场可能波动的风险。

股指期货：短期指数已经大幅上涨，可保持一定多单过节，中期看，如果指数大幅调整，继续买入。

铜：矿供应仍偏紧，进口铜现货加工费进一步走低。《公平竞争审查条例》的执行可能会推迟至 2028 年，但市场观望情绪仍较浓，废铜供应仍维持偏紧格局。国内冶炼厂的减产开始逐步增多，即使在有新投开炉的背景下，但原料短缺，即使是铜阳极也出现了供给不足的情况将会愈发显著“金九银十”传统消费旺季，下游订单平稳，低位补货需求强，存在较强的节前补库意愿，但旺季新订单整体不强，高铜价对于下游备货情绪仍有所抑制。9 月以来新开工项目并不多，新房和二手房销售都环比下滑，股市也持续创新低，暗示 8 月主要经济数据继续下行，四季度的传统旺季整体仍偏弱。随着旺季到来，国内铜社会库存、保税区库存及上期所库存继续去化，铜库存依然维持在历年高位。目前价格走势仍需关注后续需求兑现情况，对近月价格产生支撑，建议以震荡盘整对待。

锌：矿冶矛盾暂无改善，加工费延续低位较 8 月基本持平，TC 费用企稳然仍未见回升，9 月复产和检修现象并存，联合减产预期或落空，锌锭产量维持低位变动有限。需求端，房地产行业开工水平维持低位，五金和镀锌行业市场也难言乐观多数镀锌企业维持半开状态。传统消费淡季来临，但近期氧化锌和压铸合金的产量反弹，相对需求表现较好。矿端紧缺及供给端收缩依旧是锌价的重要支撑。随着美联储步入降息周期，国内政策仍有发力空间，宏观与自身供给约束共振，沪锌运行重心震荡上行。

钢材：上周政策层面的重大利好消息不断传出，周二宣布下调存量房贷、降准降息、增加保障房再贷款力度，周四政治局会议强调对商品房建设要 “严控增量、优化存量、提高质量，加大白名单项目贷款投放力度。”强政策之下，黑色商品强势上涨。目前钢价仍处于历史相对低位，库存处于历史绝对低位，考虑到政策的延续性，我们预计近期市场将暂时忽视基本面，在情绪的带动下持续反弹。

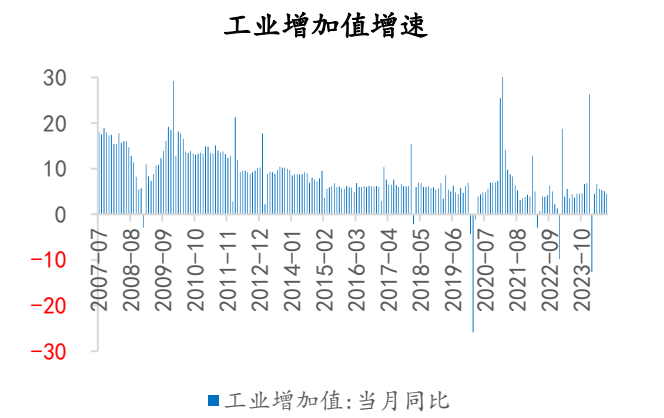
油脂油料：10 月是美豆收割高峰期，新豆集中上市形成的供给压力依然明显。巴西大豆播种期通常要持续到 12 月，进入 10 月后，旱情能否有效缓解对播种进度的影响将更加明显。马来西亚过度降雨引发的减产担忧尚未结束，减产季提前到来以及 9 月出口好于预期将缓解库存压力，为产地棕榈油价格提供内在支撑。国内棕榈油因成本依赖而追随产地棕榈油走势，并对国内油脂盘面走势有较强的引导作用。短期油脂市场看涨情绪依然偏高，技术买盘活跃，仍有惯性冲高潜力。国庆节后棕榈油逐步进入需求淡季，有望为国内油脂品种间修正价差带来机会。国内豆粕市场因高库存压力而走势较为纠结，短期仍缺少方向感。菜粕因中加贸易摩擦引发的供给担忧而较为抗跌，并有助于缓解豆粕市场库存压力。豆一期货市场本周先抑后扬探底回升，跌势有所缓解，目前新豆上市表现较弱，市场看涨信心仍显不足，节后如缺少利多政策支撑，新豆集中上市压力仍将限制豆价回升空间。

目录

周度策略：政策大超预期，工业市场情绪转向 ..... - 4 -
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 国内经济增长动能再次出现改善 ..... - 7 -
3 节后资金面将回归充裕 ..... - 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 房价止跌回稳 ..... - 15 -
全面下调存量房贷 ..... - 15 -
3 铁水持续回升 库存处于历史低位 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
油脂油料：美豆震荡攀升，国内豆类市场油强粕弱 ..... - 19 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 19 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 19 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 20 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 20 -

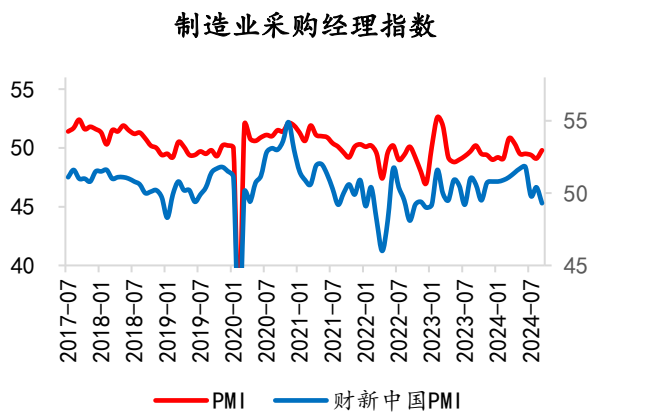
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



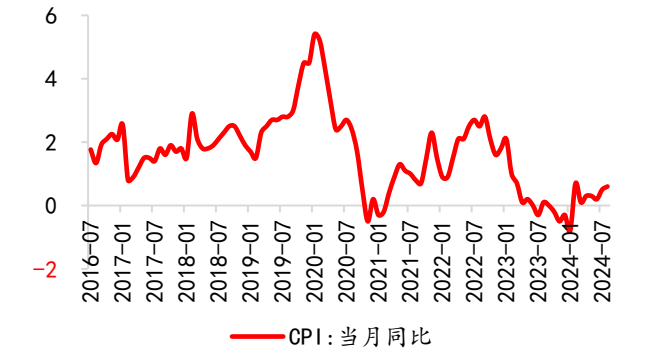
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



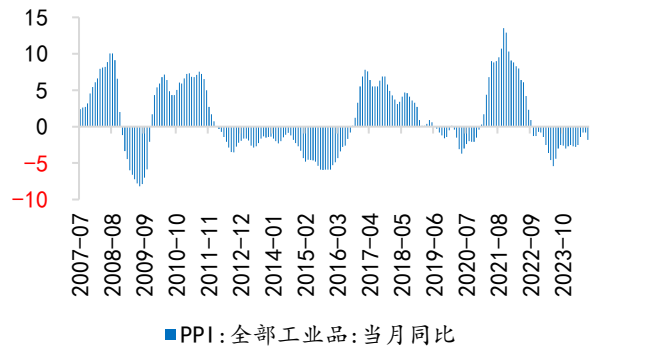
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



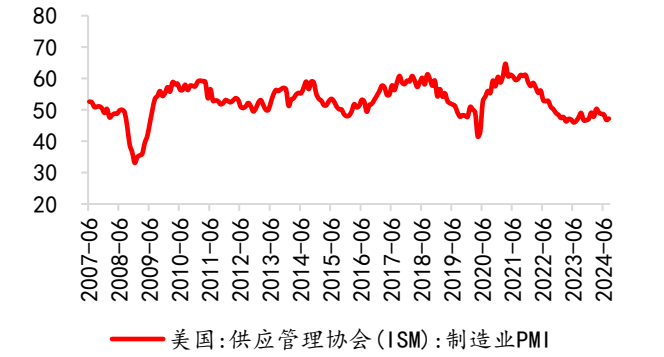
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



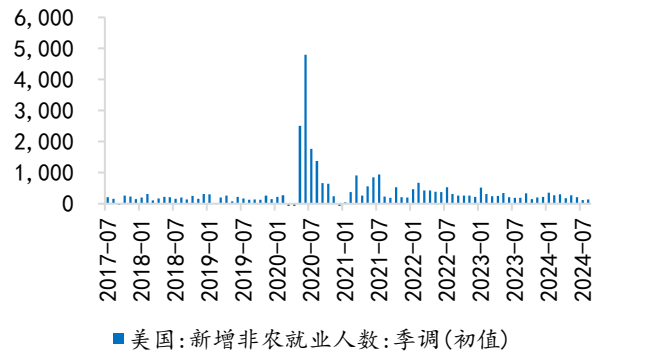
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：政策大超预期，工业市场情绪转向

9 月 26 日，中央政治局召开经济会议，分析当前经济形势，部署接下来的经济工作。会议主要讨论了关于加大财政和货币政策支持、稳定房地产市场、提振股市、支持企业发展、促进消费和民生、吸引外资、保障民生底线等的政策和措施。这组超预期政策获得了市场的高度关注，引发股票市场和商品市场大涨，市场之前的颓势一扫而空，市场进入乐观情绪主导的阶段。

政策出现巨大转向

中央政治局会议一般每月召开一次，其中每年约有 3-4 次的主要主题为讨论经济工作。一般每年 4、7、12 月会议的主要主题为研究当前经济形势，部署后续经济工作。而本次 9 月政治局会议分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作，凸显出管理者对经济和资本市场建设的高度重视。

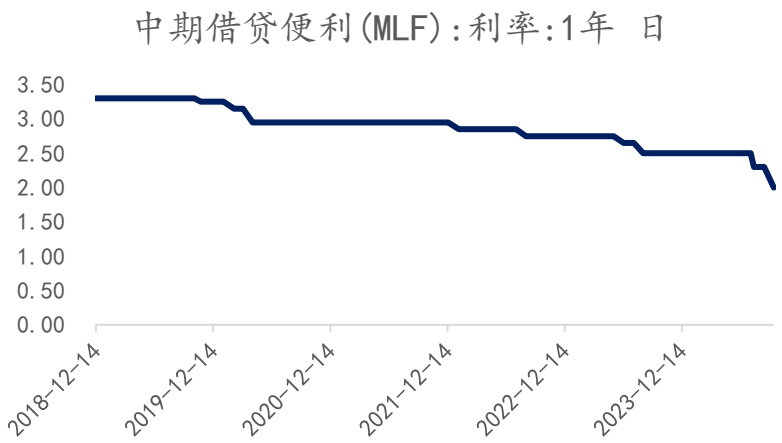
会议对当前经济形势做出研判，指出“经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，民生保障扎实有力，防范化解重点领域风险取得积极进展，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。”从数据来看，上半年，虽然经济增速达到 5%的全年预期目标，但二季度 GDP 增长放缓至 4.7%，低于市场预期，较一季度回落 0.6 个百分点。另外，受近期高温多雨、部分行业生产淡季等因素影响，8 月份制造业 PMI 降至 49.1%，景气水平有所回落，制造业 PMI 连续四个月处于荣枯线下。另外，虽 8 月出口超预期回升，但消费投资偏弱，工业生产放缓，信贷仍待改善，通胀恢复动能走弱，呈现出“生产边际放缓，需求持续走弱”格局。对此，政治局会议强调“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，并指出“要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务”。

房地产方面，会议强调“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式”。9 月 24 号，国新办新闻发布会上，央行表示将降低存量房贷利率并统一房贷最低首付比例。具体措施包括，引导商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近，预计平均降幅大约在 0.5 个百分点左右。将全国层面的二套房贷最低首付比例由 25%下调到 15%，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例。此次存量房贷利率的下调预计将惠及约 5000 万个家庭，涉及人口约 1.5 亿，预计每年可为家庭减少约 1500 亿元的利息支出。这是继去年首次下调存量房贷利率后的第二次存量房贷利率调整。

此外，人民银行将支持收购房企存量土地。在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。必要时，人民银行可提供政策支持。随着政治局定调“要促进房地产市场止跌回稳”，这或将加速房地产行业基本面探底回升。消费方面，会议强调“要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态”。后续或将通过深入挖掘内需潜力，不断增强经济新动能，稳定市场预期，增强社会信心。

此次政策出现完全的转向，且力度很大，尤其是地产方面的表述“止跌企稳”，对市场的情绪影响极大。是近期股票市场和商品市场反弹的最大推力。

图表 1：MLF 走势



资料来源：wind，中金财富期货

美联储再度降息 50 个基点预期依然较强

预计美联储仍会大幅降息 50 个基点。

结合美联储表态以及美国经济情况，基准预期是美国经济软着陆，不发生金融危机，通胀无大幅上行风险，就业市场呈现降温趋势，美联储将依据经济数据情况逐步降息，从 9 月的点阵图看，降息终点大致在 3%。

在此基准预期之下，长视角看，美债利率下行的确定性相对较强，短端的下行确定性高于长端；美元指数：不确定性更强，欧洲央行的降息路径同时受欧洲经济和美联储货币政策的影响，但考虑到欧洲经济韧性不及美国，本轮降息周期也是由欧洲央行提前开启的，美欧利差向上压力比向下支撑更加牢固，美元指数向下空间有限，向上空间需等待观察；黄金：趋势性向好，有望同时受益于实际利率和央行购金，从实际利率看，美债利率趋于下行，7 月 PCE 同比增速为 2.5%，距离目标通胀 2%的空间已然较小，美国经济正在放缓，实际利率有下行空间，从央行购金看，在去美元化趋势下，各国央行黄金储备易上难下。

美国增长动能维持韧性，消费超预期，地产数据喜忧参半，企业投资意愿边际改善。亚特兰大联储 GDPNow 指示三季度 GDP 季比折年增速为 2.6%，略高于 9 月初的 2.5%。9 月 Markit 制造业 PMI 持续下行，但服务业 PMI 景气度较高，带动综合 PMI 上行。消费方面，8 月零售环比超预期，高频指标 RedBook 零售指数同样回升。地产方面，8 月地产新开工环比超预期反弹至 9.6%，但成屋销售环比回落至-2.5%，且 9 月初 Redfin 房屋销售量走弱。

考虑到 30 年期固定房贷利率进一步回落至 6.1%，地产投资后续有望温和修复。投资方面，Nowcast 实际设备投资上升，企业投资意愿也边际改善：CEO 资本开支预期意愿以及 NFIB 打算增加资本开支的企业比例均持续回升。

工业品注意追高的风险

由于节前政策的大幅变化，工业品如果继续暴力上涨，尤其是出现连续涨停的话，注意多单可

适当减仓，谨防节日期间外围市场可能波动的风险。

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 25 日	首付比例进一步下调	首付下调到 15%	房地产刺激政策稳步推进
	9 月 25 日	央行设置创新型工具	首创货币工具支持股票市场发展	股票市场彻底转向
数据	9 月 25 日	美国二季度实际 GDP 年化季环比终值 3%	这一数值超预期	市场对美联储降息 50 个基点的预期继续升温
	9 月 26 日	核心 PCE 物价指数 2.8%	低于初值	通胀未超预期
事件	9 月 24 日	国新办新闻发布会	三大部委出大招，多项超预期政策	政策彻底转向

资料来源：中金财富期货研究所

2 国内经济增长动能再次出现改善

上周国内经济增长动能再次出现改善。上周国信高频宏观扩散指数 A 转为正数，指数 B 明显上行。从分项来看，上周投资领域和房地产领域景气有所上行，消费领域景气有所下行。从季节性比较来看，上周指数 B 标准化后明显上行，上周指数表现优于历史平均水平，指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能再次出现改善。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率和上证综合指数均偏低，预计下周（2024 年 10 月 3 日所在周）十年期国债利率、上证综合指数均将上行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）上周食品、非食品价格均下跌。预计 2024 年 9 月 CPI 食品环比约为 1.0%，非食品环比约为零，CPI 整体环比约为 0.2%，9 月 CPI 同比或持平上月的 0.6%。

（2）9 月上旬、中旬国内流通领域生产资料价格继续下跌，显示工业品价格走势仍偏弱。预计 2024 年 9 月国内 PPI 环比约为-0.3%，PPI 同比继续回落至-2.5%。

3 节后资金面将回归充裕

降准降息落地，资金面明显转松，银行体系净融出已恢复至四万亿以上。9 月 23-27 日，银行体系净融出逐步恢复，从 2.7 万亿元回升至 4 万亿元以上。跨季仍在进行中，银行资金供给已经率先恢复，体现出市场对未来资金宽松的预期明显好转。这一方面得益于降准的落地，另一方面或是 9 月末财政支出释放资金。在银行资金预期明显好转的情况下，存单利率也跟随下行，1 年存单利率从 1.94%一度下行 7bp 至 1.87%，周五虽然受到市场情绪的影响反弹至 1.91%。不过受益于资金面宽松和降准带来的银行负债端压力缓解，存单或是这一轮债市调整中最先企稳

的品种，时点或在下周一或国庆后。

国庆假期后第一周，资金面料将维持宽松的状态。一是 10 月 8-12 日政府债净缴款规模将大幅降至 600 亿+，远低于本周的 8000 亿+，对资金面的扰动明显下降；二是降准约 10000 亿元以及财政支出的资金释放，有效补充银行中长期资金缺口。从往年规律来看，国庆后、10 月缴税前夕资金面通常处于宽松状态，预计资金利率在逆回购利率（降息后是 1.5%）上下 10bp 附近波动。

公开市场：央行净回笼 413 亿元

9 月 23-29 日，央行净回笼 413 亿元，其中逆回购投放 14611 亿元，到期 18024 亿元，MLF 投放 3000 亿元。截至 9 月 27 日，逆回购余额 14611 亿元，较 9 月 20 日的 18024 亿元有所下降。

票据市场：月末票据利率上行，大行转为净卖出

9 月 23-27 日，票据利率明显上行。9 月 27 日相对 9 月 20 日，1M、3M、6M 票据利率分别上行 19bp、11bp、6bp 至 1.69%、1.51%、0.98%。

大行转为净卖出票据。9 月 23-27 日，大行转为净卖出 273 亿元。月度来看，截止 27 日，今年 9 月累计净买入 1060 亿元（去年 9 月累计净卖出规模为 1569 亿元）。

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

两市暴力上涨

两市暴力上涨，上周沪深 300 周+15.7%，上证 50 周+15.13%，中证 500 周+15.63%，中证 1000 周+15.08%，市场彻底逆转。

本周市场大幅快速反弹，全 A 收涨 15.13%。周一 Wind 全 A 成交额为 5529 亿元，周二国新会三部门发布重磅组合拳，市场情绪积极调动，当日成交额上升至 9744 亿元，此后接连三天成交额破万亿元。周四政治局会议召开再燃市场情绪，市场参与度提升显著，投资者跑步进场，周五当日成交额达到 14,556 亿元，上交所交易系统甚至出现宕机。整体看来，本周市场在政策频出的暖风中实现了大幅快速的反弹，上证指数收复 3000 点关口。从指数情况看，创业板指、深证成指、沪深 300 收益靠前，中证红利收益靠后；从风格情况看，消费、金融地产收益靠前，周期收益靠后。本周所有行业均录得正收益，其中食品饮料、美容护理、非银金融领涨，家用电器、石油石化、公用事业涨幅较窄。

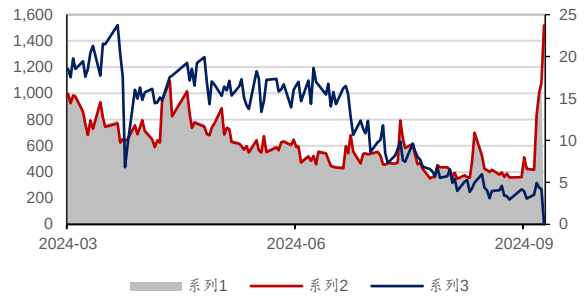
市场彻底转向

三部委重磅创新工具之后，政治局强调稳经济再度调动市场情绪。

本次政治局会议对经济工作的讨论在时间、节奏上均超预期，直面经济发展中存在的问题，努

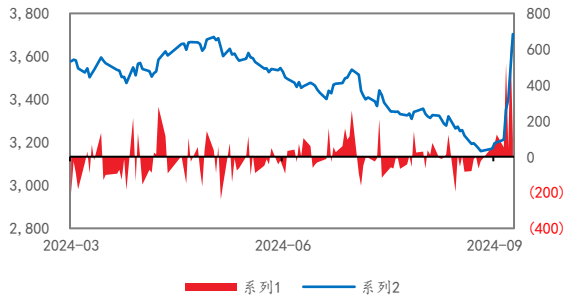
力追赶年度 5%的目标。（1）会议明确提出“落实存量、加力增量”的政策基调，前期货币政策已经落地，财政政策成为市场的重要关注点。落实存量方面，超长期特别国债与地方政府新增专项债发行或接近尾声，后续要加快资金的落实和使用。加力增量方面，此前或由于财政收入拖累、地方政府新增专项债发行偏慢，财政支出走弱，如何保证“必要的财政支出”，期待更多的增量政策。（（2）房地产、资本市场支持力度加大，结合对于促内需、稳增长的判断，或是从增加居民收入的角度出发，提出“房地产市场止跌回稳”、“努力提振资本市场”等重要呼吁，最终落脚内需，促进经济稳步增长。（3）会议对消费、民生就业、对外开放、产业支持等方面也做出重要部署。国新会政策组合拳与政治局会议释放出强烈积极稳增长信号，给市场带来重大利好，及时关注后续增量政策的出台时点和支持力度。

图表 8：融资融券数据图



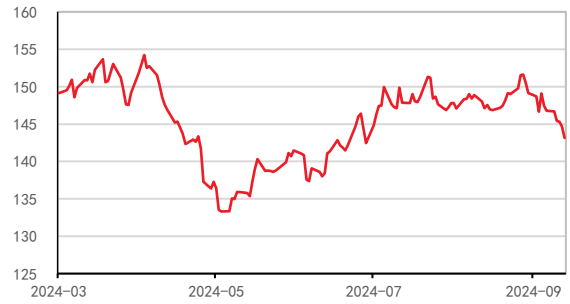
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



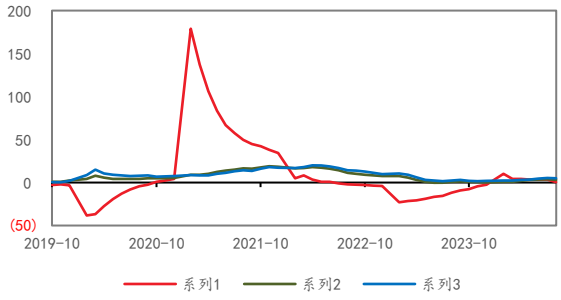
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

1-8 月新建商品房销售面积同比下降 18%，前值降 18.6%。新建商品房销售额同比下降 23.6%，前值降 25.9%；1-8 月房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12%，前值 12.1%。房屋新开工

面积同比下降 22.5%，前值降 23.2%；房屋竣工面积同比下降 23.6%，前值降 21.8%。1-8 月份，房地产开发企业到位资金同比下降 20.2%，前值降 21.3%。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

矿供应仍偏紧，进口铜现货加工费进一步走低。《公平竞争审查条例》的执行可能会推迟至 2028 年，但市场观望情绪仍较浓，废铜供应仍维持偏紧格局。国内冶炼厂的减产开始逐步增多，即使在有新投开炉的背景下，但原料短缺，即使是铜阳极也出现了供给不足的情况将会愈发显著“金九银十”传统消费旺季，下游订单平稳，低位补货需求强，存在较强的节前补库意愿，但旺季新订单整体不强，高铜价对于下游备货情绪仍有所抑制。9 月以来新开工项目并不多，新房和二手房销售都环比下滑，股市也持续创新低，暗示 8 月主要经济数据继续下行，四季度的传统旺季整体仍偏弱。随着旺季到来，国内铜社会库存、保税区库存及上期所库存继续去化，铜库存依然维持在历年高位。目前价格走势仍需关注后续需求兑现情况，对近月价格产生支撑，建议以震荡盘整对待。

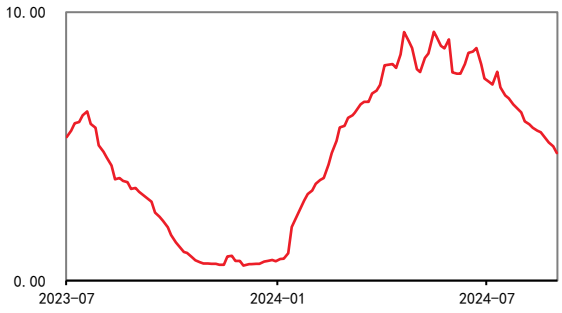
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



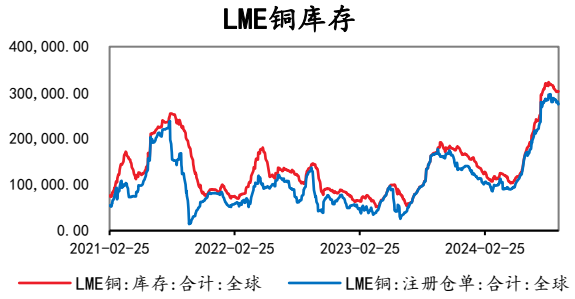
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



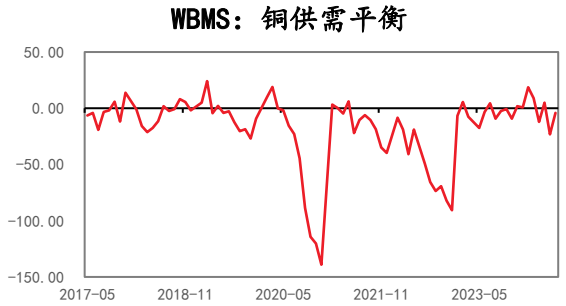
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



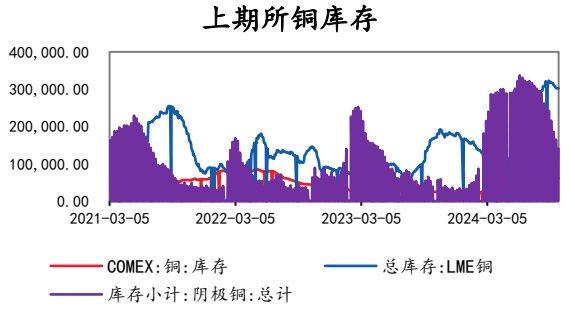
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



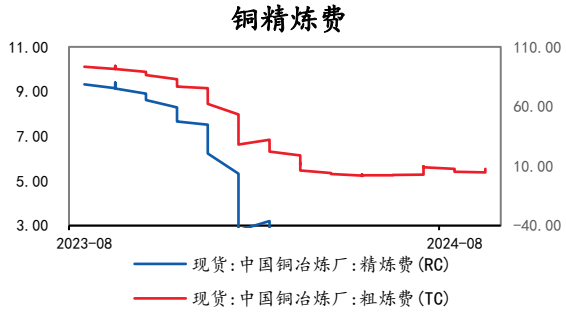
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

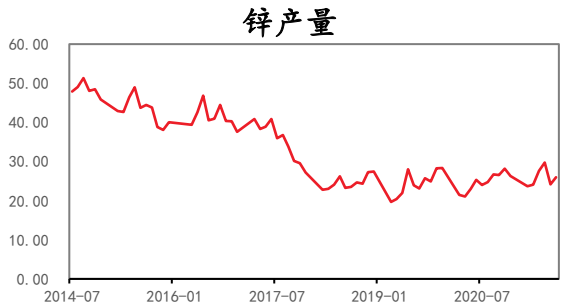
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重；基建方面万亿特别国债要求 6 月底之前开工，或将对锌价形成一定的支撑；家电虽受地产板块拖累，但整体表现相对突出，产量维持高位；汽车板块表现相对较好，依旧是锌消费比较亮眼的一块。整体来看，随着出口国内政策不断落地，消费好转预期较强，对锌价形成一定支撑。

2 总结

矿冶矛盾暂无改善，加工费延续低位较 8 月基本持平，TC 费用企稳然仍未见回升，9 月复产和检修现象并存，联合减产预期或落空，锌锭产量维持低位变动有限。需求端，房地产行业开工水平维持低位，五金和镀锌行业市场也难言乐观多数镀锌企业维持半开状态。传统消费淡季来临，但近期氧化锌和压铸合金的产量反弹，相对需求表现较好。矿端紧缺及供给端收缩依旧是锌价的重要支撑。随着美联储步入降息周期，国内政策仍有发力空间，宏观与自身供给约束共振，沪锌运行重心震荡上行。

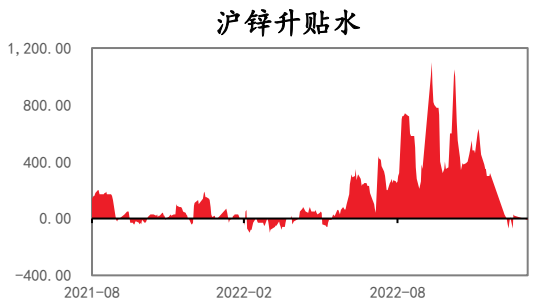
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



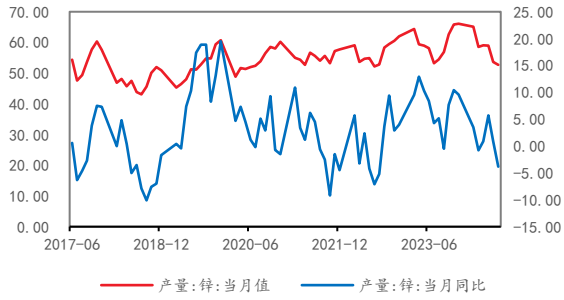
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



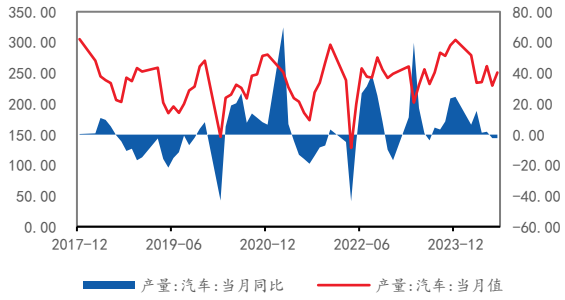
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 房价止跌回稳

9 月 26 日，中共中央召开政治局会议，会议中罕见的部署了经济工作。通常情况下，政治局会议仅在 4、7 和 12 月讨论经济话题，本次会议讨论经济话题， 说明中央对当前的经济发展情况高度重视，从政策的力度也能看出中央稳增长、稳地产的决心。

会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。

具体而言，“要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。”

会议提到长期国债和特别国债，可以预见在未来国债和特别国债的发行会进一步加快。国债的发行一方面能帮助地方政府化债，缓解地方财政压力，另一方面也能对基建的起到提振作用，对冲地产刚需的缺口。

会议中所提到关于地产最重要的是，“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。”从 2021 年算起，房地产行业下行已有 3 年有余，房价已跌回 2016 年水平，对居民的资产负债表产生了极大的伤害，也是当前消费不足，经济增长压力大的重要原因之一。房地产市场“止跌回稳”有助于修复居民资产负债表，提振居民对未来收入的预期，提振消费，提振内需。

我们预计会议之后，后续的利好政策还会继续跟进，政策将会是未来市场的主要关注点。

全面下调存量房贷

9 月 24 日，央行、金管局、证监会三部委最高层领导召开《金融支持经济高质量发展有关情况》。会议中宣布将下调存量房贷利息，同时降准降息。

1. 将引导商业银行将存量房贷利率降至新发放利率附近，平均降幅在 0.5 个百分点。
2. 统一房贷最低首付比例，套房贷款首付比例从 25%下调至 15%。
3. 降低存款准备金率与政策利率，带动利率下行，下降 0.5 百分点，提供长期流动性 1 万亿元。
4. 7 天逆回购利率从 1.7%下调到 1.5%，这也意味着后面 lpr 大概率会普降 20BP，当然这个需要等下个月 LPR 报价

5. 3000 亿元保障性住房再贷款，央行支持从 60%提高至 100%。

降低房贷利率是市场关注重点。全国个人住房贷款余额在 2022 年达到顶峰 38.8 万亿，此后开始下降了，2023 年末个人住房贷款余额 38.17 万亿元，较于 2022 年减少 6000 亿，2024 年第二季度余额为 37.79 万亿较 23 年末下降 3800 亿。

住房贷款的下降既有购房数量放缓的原因，但最主要还是居民提前还款。截至 7 月末，全部存量房贷加权平均利率约为 4.06%，部分地区甚至高达 6%。考虑到当前 5 年期 LPR 仅为 3.85%，那么提前还款是当前最好的理财。当存款都用于提前还款，那么全国消费与总需求必然会受到影响。与之相反，按 37.8 万亿来计算，每下调 1%的利息，则能为居民节约 3779 亿元的利息开支。

根据央行测算，房贷利率调整后，将较调整前的 4.06%降幅约 0.5 个百分点，惠及 5000 万户家庭、1.5 亿人口，平均每年减少家庭利息支出约 1500 亿元。这部分利息将提升居民消费意愿，也有助于稳定购房者预期，提振信心。

考虑到 3.56%的贷款利率较当前市场房贷利率仍较高，且随着存款利率和准备金率的进一步下调，存量房贷利率与新按揭贷款利率的利差还会拉大，我们预计提前还贷的趋势还会延续。

此外，房地产作为大类的资产，需求的不足不仅是因为利息较高，更是因为居民缺乏信心。而信心是最为重要的，信心来自于哪里呢？要么是收入预期，要么是房价预期。要打破地产的下行螺旋，我们认为还需跟进一步改善居民对收入及房价的预期。

3 铁水持续回升 库存处于历史低位

上周全国高炉产能利用率、电炉产能利用率及五大品种钢材产量均有所上行。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 84.5%，环比上升 0.4 个百分点，同比下降 8.6 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 47.0%，环比上升 1.5 个百分点，同比下降 7.8 个百分点。五大品种钢材的周产量为 823.1 万吨，环比上升 1.9%，同比下降 11.5%。上周长流程产量连续第四周回升，日均铁水产量增加 1.0 万吨至 224.9 万吨，增幅略有扩大，前期吨钢利润的恢复促进了钢厂复产，螺纹钢增产明显，而热卷产量继续回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 912.0 万吨，环比下降 7.2%，同比下降 15.5%。钢厂库存为 379.9 万吨，环比下降 4.9%，同比下降 12.0%。钢材总库存持续去化，环比下降 6.5%，降幅较上周扩大 4.0 个百分点。社库大幅下行，厂库由增转降，螺纹钢库存降幅明显。

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 913.4 万吨，环比上升 8.2%，同比下降 5.7%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 255.5 万吨，环比上升 14.9%，同比下降 15.0%。上周五大品种钢材的表需走强，旺季需求有所释放，央行等部门的刺激政策有效改善了市场预期。建筑钢材的周成交量为 14.8 万吨，环比增加 29.7%。

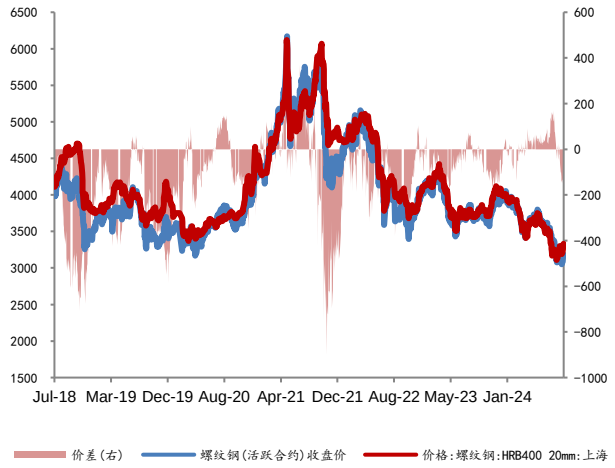
上周钢材现货价格走强，主流钢材品种的即期毛利继续改善。247 家钢厂的盈利率增至 18.6%，环比上升 8.7 个百分点。

4 小结

上周政策层面的重大利好消息不断传出，周二宣布下调存量房贷、降准降息、增加保障房再贷款力度，周四政治局会议强调对商品房建设要“严控增量、优化存量、提高质量，加大白名单项目贷款投放力度。”强政策之下，黑色商品强势上涨。目前钢价仍处于历史相对低位，库存处于历史绝对低位，考虑到政策的延续性，我们预计近期市场将暂时忽视基本面，在情绪的带动下持续反弹。

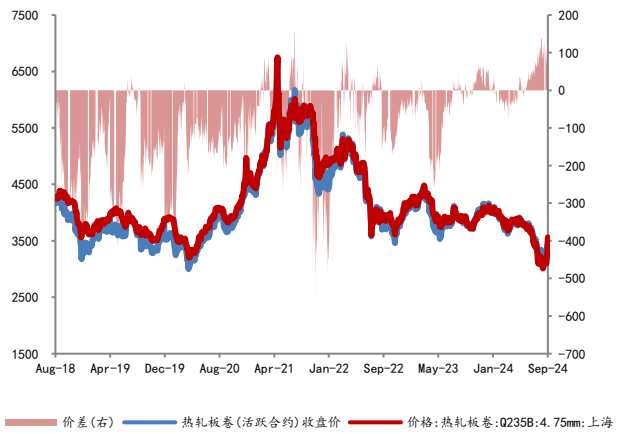
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



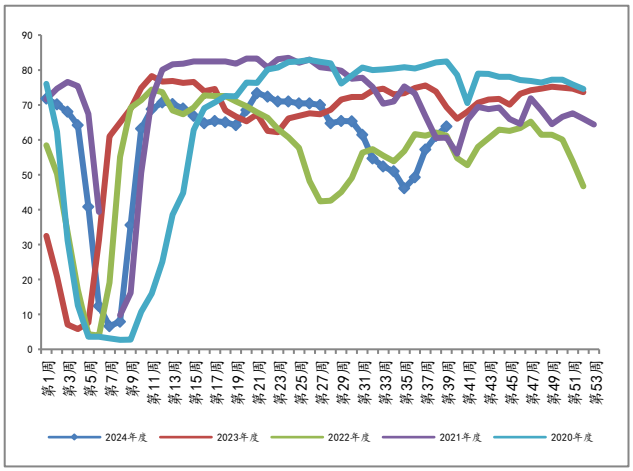
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



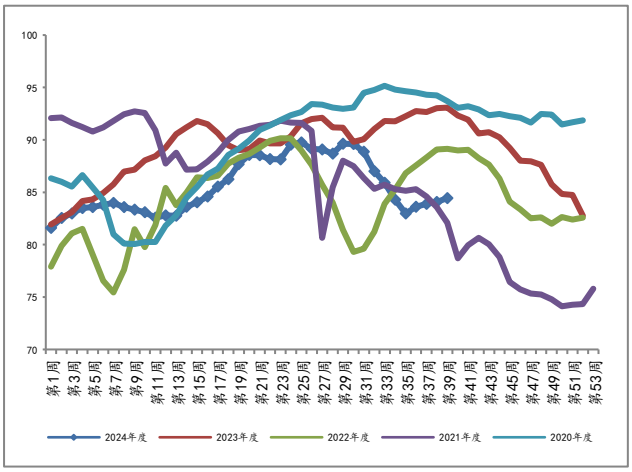
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



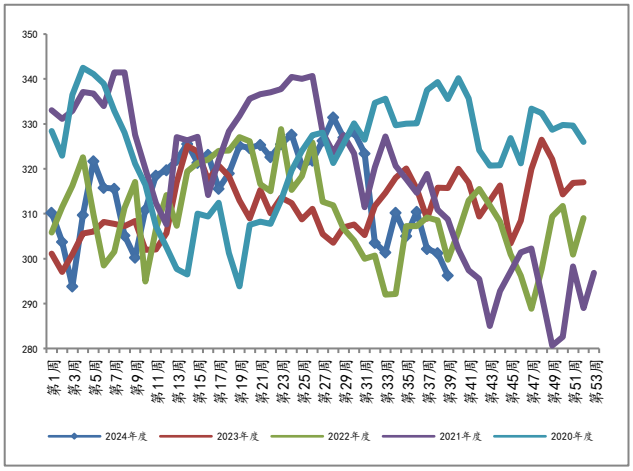
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



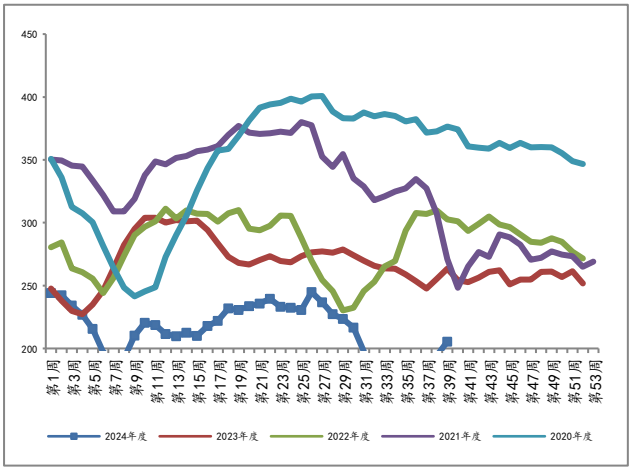
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



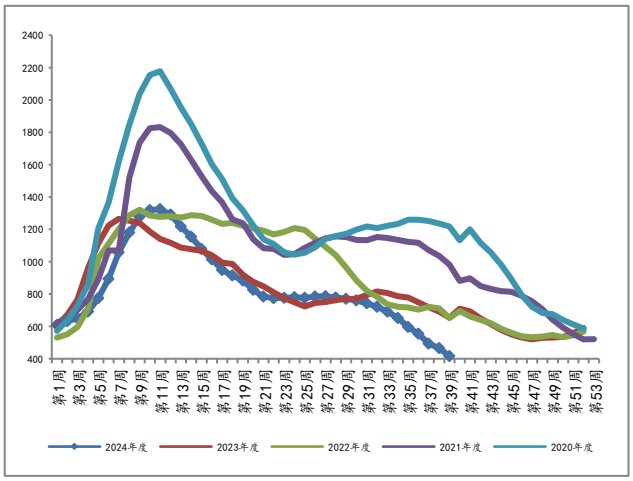
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



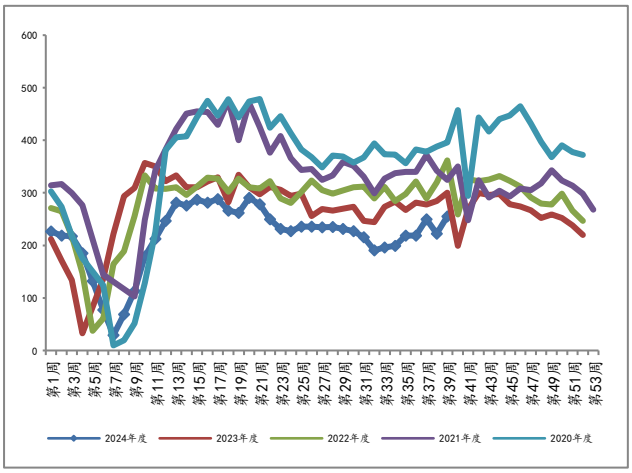
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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

油脂油料：美豆震荡攀升，国内豆类市场油强粕弱

1 外部豆类市场分析

美豆进入收割季，丰产预期逐步兑现

美国农业部本周公布的作物生长报告显示，截至 9 月 22 日当周，美国大豆优良率为 64%，高于市场预期的 63%；当周美豆收割率为 13%，符合市场预期，去年同期为 10%，五年均值为 8%。美豆进入收割季，天气因素对美豆产量的影响趋于结束，美豆丰产预期进入兑现阶段。美国农业部在 9 月供需报告中预计 2024 年美国大豆产量为 1.2481 亿吨，同比增加 1147 万吨。美豆 11 月合约自 8 月 16 日从 955 美分触底回升，虽然收复 1000 美分关口，但增产仍是限制美豆回升幅度的主要阻力。

巴西大豆开局不利，缓解美豆增产压力

进入 9 月中旬，巴西大豆播种工作陆续展开。受此前长时间干旱阻碍田间工作，2024 年巴西大豆播种进度偏慢。行业分析机构 AgRural 表示，截至 9 月 19 日，巴西大豆种植率为 0.9%，低于上年同期的 1.9%。虽然目前还不是影响巴西大豆产量的关键时段，但持续的旱情将延迟巴西大豆播种时间和早熟大豆上市的时间，为巴西实现创纪录产量目标增加阻力，也为美豆增产压力带来缓冲。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。如果有效降雨及时出现，完全有机会扭转巴西大豆开局的不利局面。近日有天气模型显示，10 月初巴西将迎来急需的降雨。随着巴西各地进入播种窗口期，巴西产区天气将更受关注。

马来西亚产区降雨过多，减产担忧提振棕榈油市场走强

马来西亚气象部门近日表示，季风季节预计将于 9 月 23 日开始，并将持续到 11 月初。受风暴和洪水影响，马来西亚棕榈油减产担忧迅速升温。新题材成为市场的焦点，缓解了印度上调食用油进口关税和取消进口订单对棕榈油市场的弱势影响。另据船运检验机构 AmSpec Agri 和 ITS 估计，马来西亚 9 月 1-20 日棕榈油出口环比增幅分别为 6.8%-10.1%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，9 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比下降 7.01%。马来西亚棕榈油出口增长和产量下降有助于缓解库存压力，为棕榈油价格走强提供内在支撑。

2 国内豆类市场分析

豆粕库存止降回升，供应压力令粕价跟涨动力不足

中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内豆粕库存为 148.2 万吨，周度增加 6.3 万吨。国内豆粕去库节奏再度放缓，近端供应压力显现，现货市场反弹乏力令期货市场跟随美豆的上涨动力不足，市场呈现外强内弱特征。从船期跟踪来看，预计 9 月进口大豆到港量为 850 万吨左右，10 月到港量也在 800 万吨上下，国内进口大豆供给仍较为宽松。从季节性角度看，四季度是国内豆粕去库周期，但由于进口大豆库存偏高和油厂开工率居高不下，预计豆粕去库周期会较常年偏慢，从而限制豆粕价格跟涨幅度。

油脂市场利多题材频出，三大油脂期货交替领涨

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 218.02 万吨，周度增加 1.68 万吨，其中豆油库存增幅超过棕榈油库存降幅。尽管油脂库存保持宽松局面，但在诸多利好题材加持下，国内油脂板块仍保持震荡上行的运行节奏。本轮油脂市场反弹行情自 8 月中旬美豆止跌后正式启动，随后在 9 月初中加贸易摩擦升级，供给担忧刺激菜油强势领涨，马来西亚过度降雨令油脂市场的领涨接力棒迅速转移至棕榈油，菜油和棕榈油相继突破，带领

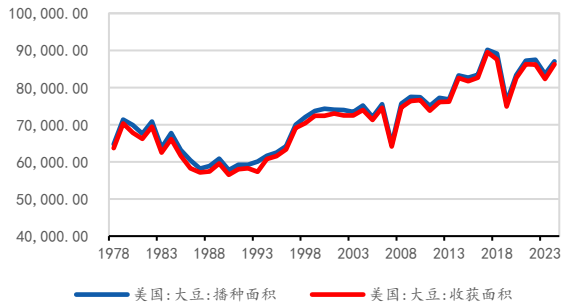
油脂板块加速反弹。9 月 24 日中国政府出台经济刺激政策后，在商品市场强势反弹背景下，油脂板块买盘情绪高涨，继续扩大涨幅。整体来看，当前国内外油脂市场内外盘保持强势联动，仍对利多题材较为敏感。

3 油脂油料市场展望

10 月是美豆收割高峰期，新豆集中上市形成的供给压力依然明显。巴西大豆播种期通常要持续到 12 月，进入 10 月后，旱情能否有效缓解对播种进度的影响将更加明显。马来西亚过度降雨引发的减产担忧尚未结束，减产季提前到来以及 9 月出口好于预期将缓解库存压力，为产地棕榈油价格提供内在支撑。国内棕榈油因成本依赖而追随产地棕榈油走势，并对国内油脂盘面走势有较强的引导作用。短期油脂市场看涨情绪依然偏高，技术买盘活跃，仍有惯性冲高潜力。国庆节后棕榈油逐步进入需求淡季，有望为国内油脂品种间修正价差带来机会。国内豆粕市场因高库存压力而走势较为纠结，短期仍缺少方向感。菜粕因中加贸易摩擦引发的供给担忧而较为抗跌，并有助于缓解豆粕市场库存压力。豆一期货市场本周先抑后扬探底回升，跌势有所缓解，目前新豆上市表现较弱，市场看涨信心仍显不足，节后如缺少利多政策支撑，新豆集中上市压力将限制豆价回升空间。

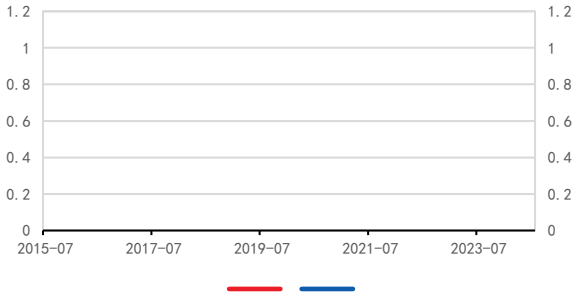
4 油脂油料市场主要数据

图表 30：美国大豆种植收获面积



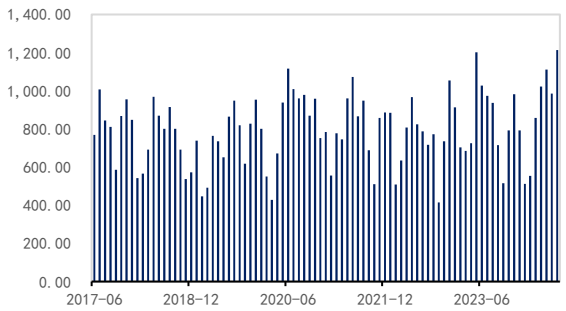
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：国内生猪存栏量



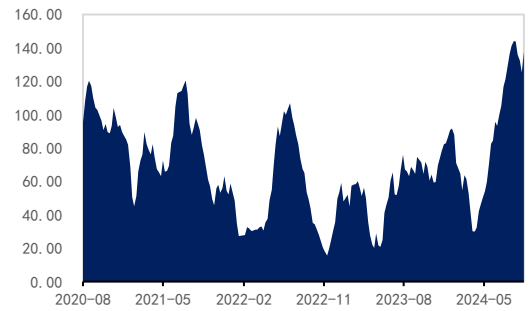
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：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 33：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