中金财富期货策略周报（2024 年第 35 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：持续的价格下跌与去金融化导致最具韧性的实物工作量也出现下行，以量换价的循环接近极限是触发本轮增量政策出台，从财政的角度看，政策增量依然在出台。从高频数据看，自 9 月下旬决策层表态以来，经济活跃度逐渐实现触底回升，多条产业链的生产开工有所修复，只是强预期仍需要面对弱现实，工业品在预期和现实的拉扯下，预计走势震荡。

股指期货：当前总量政策拐点已经确定，财政政策表态相对偏积极并留有想象空间，需继续跟进政策具体部署和落地效果。短期市场震荡调整后进一步为行情向上蓄势，中期弹性风格将更偏向成长，总策略上关注调整之后买入机会。

铜：金融组合拳下，有色整体整体波动加大，重心上移。精矿供应趋紧未变，四季度废铜库存出清后国内产量有回落预期。1-10 月国内电解铜预计产量累计为 984.01 万吨，同比增加 3.22%。国内铜价走高抑制下游订单需求使精铜杆厂停产检修或销库，多数地方政府延续税收返还政策推动再生铜杆厂复产，国内房地产相关消费有所改善。持货商挺价意愿明显，现货升水依然维持较高水平，预计后期升水将进一步扩大。整体预计铜价将进入区间震荡偏强走势。

锌：四季度北方矿山生产淡季及炼厂冬储需求增加，原料端支撑增强。房地产行业开工水平在政策支撑下，市场情绪转暖。而且在旺季效应下，氧化锌和压铸合金的产量反弹。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。政策持续发布，不断推高市场情绪，节后消费难以支撑高价走势，走势波幅有所加大，保持震荡思路。

原油：此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。9 月原油市场尚且一片愁云惨雾，然而十一以后中东地缘政治陡然升级，风险情绪激增一举扭转油价颓势。展望后市，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。

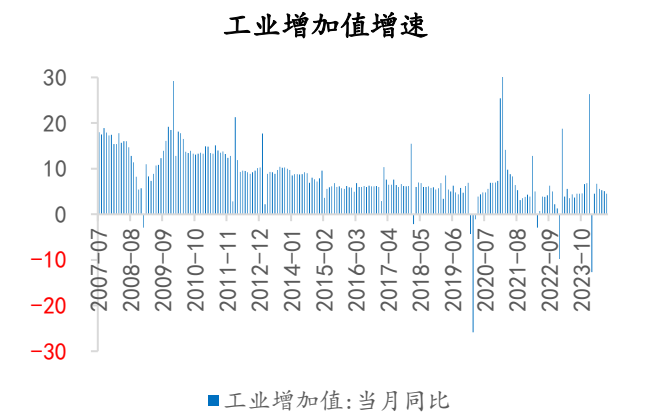
油脂油料：2024 年美豆丰产预期正在兑现，新豆集中上市形成的季节性供应压力显著增强。虽然美豆出口也进入旺季，但在南美大豆保持丰产预期下，国际买家对美豆的采购意愿一般。降雨预报改善巴西大豆种植进度延迟状态，美豆市场因缺少可持续的炒作题材而重回基本面指引。受美豆反弹受阻重回调整状态影响，国内豆粕市场看空预期再度升温，在成本驱动下承压回落。随着中加贸易摩擦这一题材逐步消化和水产养殖进入淡季，菜粕对豆粕的溢价效应减弱。短期来看，美豆缺少利多支撑与国内豆粕高库存重获市场重视，推动豆粕价格重心再度回落的概率较大。油脂市场与外盘保持较强联动，受中东局势与国际原油市场影响较大，市场对利多题材敏感，技术上保持强势运行，短期内有望延续易涨难跌状态。豆一期货市场本周大幅回落，产区大豆收割进度过半，新豆集中上市，各地价格低迷重挫市场信心，缺少价格支持政策提振，国产大豆市场仍处于积弱难返状态。

目录

周度策略：工业品进入交易“强预期、弱现实”阶段 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 如何看待近年力度最大的一次债务置换？ ..... - 6 -
3 赎回风波告一段落，资金面或回归宽松 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
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 -
原油 ..... - 15 -
1 中东地缘局势升温 ..... - 15 -
2 伊朗面临遇袭风险 ..... - 15 -
3 市场依据事实说话 ..... - 15 -
4 持仓空头转回中性 ..... - 15 -
5 中国刺激政策发力 ..... - 16 -
6 区间震荡前高后底 ..... - 16 -
7 原油期现数据 ..... - 16 -
天然橡胶 ..... - 19 -
1 沪胶长期价值重估 ..... - 19 -
2 天气炒作核心驱动 ..... - 19 -
3 未来供应弹性有限 ..... - 19 -
4 等待终端需求配合 ..... - 20 -
5 国储轮储预期仍存 ..... - 20 -
6 胶价重拾上升趋势 ..... - 20 -
7 橡胶期现数据 ..... - 20 -
油脂油料：美豆震荡回调，国内豆类市场延续油强粕弱 ..... - 23 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 23 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 23 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 24 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 24 -

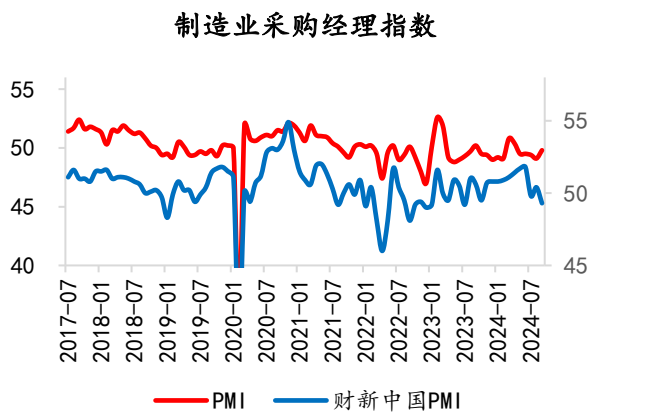
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



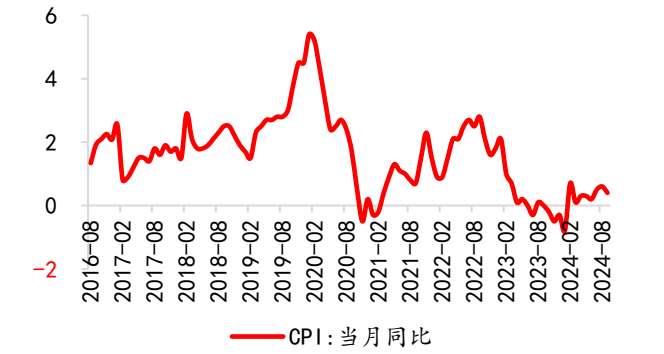
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



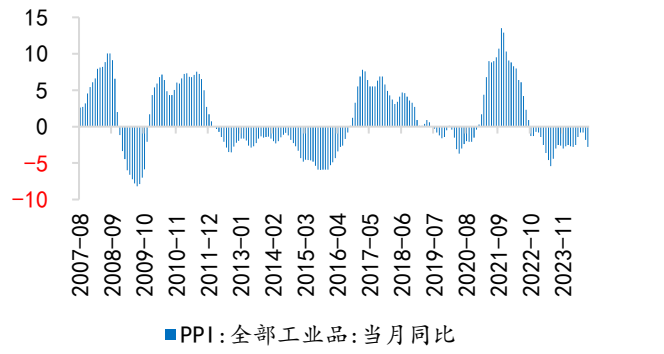
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



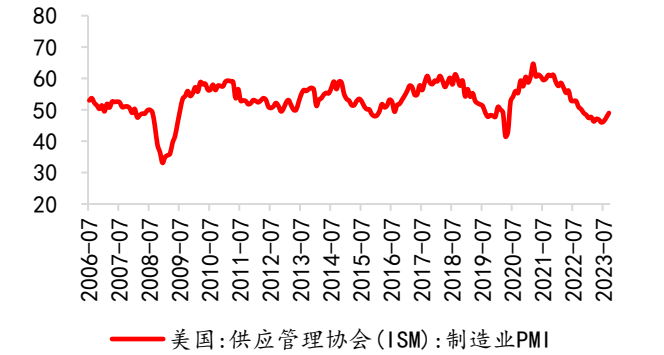
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



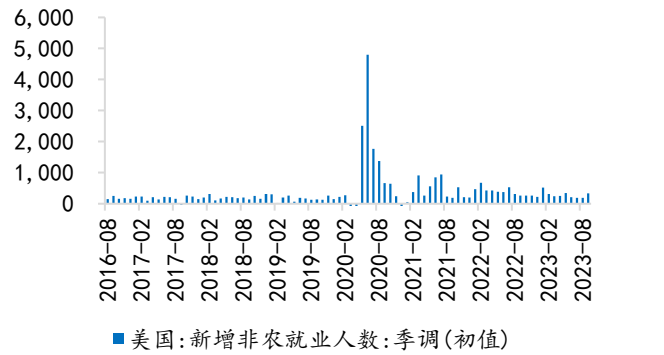
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：工业品进入交易“强预期、弱现实”阶段

随着股票市场大涨带来的带动效应消退，市场对周末的财政预期迅速升温。对于政策，由于未明确具体数额，部分投资者认为诚意不足。但是不可置疑的是，财政思路出现方向级别的转变。可能受制于政策流程等原因，本次发布会未给出具体数字，但表达了诚意，留出了预期空间，对市场的影响偏正面。

财政会议依然超预期

本次发布会给出了一些增量信息，但一方面可能受制于流程等原因，没给具体数字，另一方面，很多增量政策还在研究过程之中，仍有不确定性，但表现了诚意、留足了空间。核心的几个关注点如下：

“中国财政有足够的韧劲，通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标”，在当前财政歉收的情况下，意味着后续需要新的资金进行弥补，已经得到明确的是，“中央财政从地方政府债务结存限额中安排了 4000 亿元，补充地方政府综合财力”，这部分构成增量资金；还在研究中的是，“中央财政较大举债空间和赤字提升空间”，具体规模可能有待人大常委会公布，但“较大”被着重强调，给出了一定的预期空间和预期。此外，央行、央企国企的利润上缴等也是补充预算的可能途径。

用途上，不再是基建，主要包含四大方面：化债+银行注资+地产+民生。

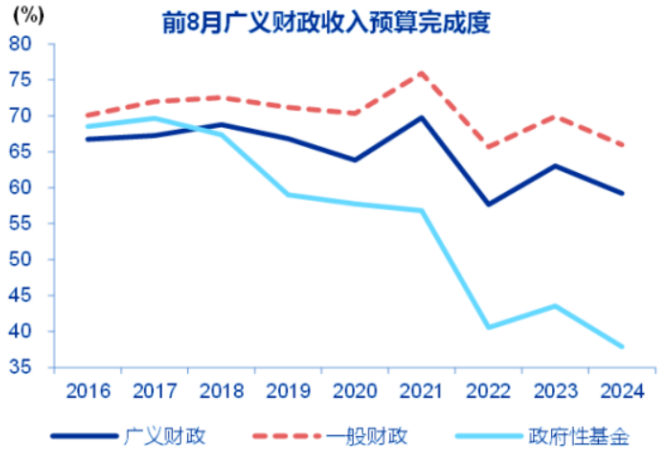
地方化债比较明确，关注后续力度，“拟一次性增加较大规模债务限额”，具体细节后续公布。地方化债的意义不仅仅是缓解债务风险，同时也有助于畅通经济循环；

银行注资也已经进入决策程序，以发行特别国债方式进行；地产的重点在于允许专项债券用于土地储备和收购存量商品房，允许保障性安居工程补助资金用于消化存量房，在一定程度上解决了专项债缺项目的问题，如果落实到位，对于稳房价具有一定意义。

民生得到大篇幅提及，主要资金可能需要依赖于“中央财政较大举债空间和赤字提升空间”，具体拉动有待后续测算；还有一个重要信息：“目前增发国债正在加快使用，超长期特别国债陆续下达使用，后三个月，各地共有 2.3 万亿元专项债资金可以安排使用。”这部分不算增量资金，但前期使用速度偏慢，2.3 万亿的规模不小，是年内支持经济企稳的主要资金来源。叠加专项债用途拓宽，可用于稳地产领域，对于稳预期、稳增长也有一定作用。

整体来看，本次发布会基本在预期之内，“较大”规模的“留白”对股债均构成一定利好，债市的解读是：方向和工具基本在预期之内，没给具体规模，但更主要在稳和民生而不是推动信用扩张，政策效果有待验证，基本面逻辑没有逆转；股市的解读是：明确了中央加杠杆的方向，给出“较大”增量的预期，年内存量待落地金额不，稳地产的细节有助于稳房价和稳预期等，对地产也是明确的利好。

图表 1：前 8 月广义财政完成度



资料来源：wind，中金财富期货

降息交易退潮

上周美国公布 CPI 和 PPI 数据，其中 9 月 CPI 同比+2.4%，较前值+2.5%有所放缓，但略微超出预期值+2.3%；环比+0.2%，持平前值，超出预期值+0.1%。核心 CPI 同比+3.3%，高于预期值和前值均为+3.2%；环比+0.3%，略高于预期+0.2%，持平前值。9 月 PPI 同比+1.8%，高于预期值 1.6%，但低于前值 1.9%；PPI 环比 0%，低于前值与预期值。整体来看 CPI 通胀略有反弹，但幅度有限，从趋势来看仍然处于下行通道中，对降息预期的影响也有限，美联储多位官员表示并不担心 9 月 CPI 数据，目前 CME 模型显示 11 月降息 25bp 的概率为 89.5%，相较于一周前变化不大。但我们认为往后看，在中东局势升级和中国政策加码的背景下，能源价格上升概率较大，短期通胀有反弹的可能性，降息预期反复概率大，降息交易或暂时告一段落。

近期，全球资本市场关于美国经济“软着陆”还是“硬着陆”的争论甚嚣尘上。不过，最新公布的银行业绩报告却指向了 一种新的可能性：美国经济可能根本不会"着陆"。

所谓不着陆，通常是指经济在高增长后没有经历预期的放缓或衰退，而是继续保持强劲的增长势头，但通胀水平也未能得到有效控制，导致美联储几乎没有降息空间的情况。股票一方面受益于强劲的经济表现，另一方面也会受到无风险利率上升的压制，整体呈现震荡走势。

事实上，美国经济类似处于一种"不着陆"状态。营收、利润皆超预期。同时，消费者支出保持稳健，信贷条件适度放宽，加上预期的通胀缓解和利率下降，都为美国经济“不着陆”提供了支撑。

工业品进入预期和现实拉扯阶段

持续的价格下跌与去金融化导致最具韧性的实物工作量也出现下行，以量换价的循环接近极限是触发本轮增量政策出台，从财政的角度看，政策增量依然在出台。从高频数据看，自 9 月下旬决策层表态以来，经济活跃度逐渐实现触底回升，多条产业链的生产开工有所修复，只是强预期仍需要面对弱现实，工业品在预期和现实的拉扯下，预计走势震荡。

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	10 月 10 日	李强:研究储备一批稳经济、促发展政策举措	根据经济形势变化适时推出	增强宏观政策取向一致性
	10 月 9 日	发改委：明年继续发行超长期特别国债	加力支持“两重”建设。	把扩内需增量政策重点更多放在惠民生、促消费上
数据	10 月 11 日	我国 9 月 CPI 同比录得 0.4%	较上月放缓，环比持平上月。	通胀整体依然较弱
	10 月 11 日	美国 9 月 CPI 同比增 2.4%	是三年半最低	但超预期
事件	10 月 12 日	财政部举行发布会	对多项工作进行托底，诚意十足	稳增长政策将继续出台

资料来源：中金财富期货研究所

2 如何看待近年力度最大的一次债务置换？

2024 年 10 月 12 日，国新办举行新闻发布会，财政部有关领导介绍了“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。发布会透露拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。因此，如何理解“近年力度最大的一次债务置换”成为市场关注重点。

自 2015 年新《预算法》实施至今，国内曾组织过 6 次较大规模的地方债置换工作，分别为 2015 年至 2018 年以置换债券置换一类债、2019 年试点以置换债券置换隐性债务、2020 年至 2023 年 3 次特殊再融资债置换隐性债务、2024 年特殊新增地方债补充政府性基金预算财力。其中，2015 年至 2018 年以置换债券置换一类债的实施规模最大，最终落地规模达 12.2 万亿元。

从增量地方债的潜在发行规模看，“力度最大”可能是相较 1-2 万亿元而言，而非相较 12.2 万亿元而言。参考媒体报道，2018 年，继《地方政府债务统计监测工作方案》、《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等文件陆续下发后，财政部首次全面摸清地方政府隐性债务底数及相应的资产。考虑到 2024 年 10 月披露的拟发行增量地方债置换 2018 年及之后认定的隐性债务，而非 2015 年债务置换时所对应的 2013 年摸排认定的“一类债”，因此相比 2015 年-2018 年 12.2 万亿元的置换规模，“力度最大”可能是相较“2023 年，财政部利用地方政府债券结存限额，支持隐性债务置换及政府拖欠企业账款清理约 1-2 万亿元”而言。

通过降准、定向发行等政策支持，预计短期内地方债供给放量对债券市场的影响可控。参考 2015 年债务置换操作，2014 年 9 月 21 日国发[2014]43 号文提出，以 2013 年政府性债务审计结果为基础，对地方政府性债务存量进行甄别，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换。自 2015 年至 2018 年，全国累计发行置换债券置换存量政府

债务约 12.2 万亿元。其中，2015 年财政部向地方下达置换债券额度 3.2 万亿元，考虑到当年地方债净融资规模由上年 3008 亿元攀升至 36637 亿元，因此财政及金融管理部门指导各地采用定向承销方式发行了超 20%的置换债券，同时央行累计降准 250BP（不含定向降准 50BP）、降息 125BP，最终有力降低了地方政府的付息负担，通过“抵顶减收”为地方腾出资金支持重点项目建设创造了条件。

3 赎回风波告一段落，资金面或回归宽松

国庆假期后第一周（10 月 9-12 日），资金面并未如市场预期立即转松，资金利率在上半周一度上行，周四开始，资金面边际转松前半周资金面为何超预期收敛，从以下几个方面探寻蛛丝马迹：一是银行体系净融出在回升，这说明并非是银行供给减少导致资金收敛。二是在资金面收敛的过程中，非银可拆借的资金上行幅度更大；三是非银资金融入需求也在大幅提升。由此可见，此次资金面收敛的核心原因在于非银的资金需求提高，而银行资金相对充裕。背后原因可能是 9 月末债市急调，部分非银机构遭遇赎回冲击，流动性趋紧。随着周四债市全面回暖，叠加股市热度降温，机构现金流压力相应缓解，资金利率也随之回落。往后来看，我们认为这一轮赎回风波或已告一段落，不会造成非银资金成本进一步上行。

后续资金面的压力可能还在于潜在的政府债供给。10 月 12 日，财政部举办发布会，总结会上释放的债券增发信号，大体为 4000 亿元的地方债限额结存+特别国债+额外置换债+潜在的赤字提升，后三者的规模尚未公布，不过新增供给方向均在市场预期之内，因而在 10 月下旬人大常委会揭晓其他财政增量。

4 宏观策略

持续的价格下跌与去金融化导致最具韧性的实物工作量也出现下行，以量换价的循环接近极限是触发本轮增量政策出台，从财政的角度看，政策增量依然在出台。从高频数据看，自 9 月下旬决策层表态以来，经济活跃度逐渐实现触底回升，多条产业链的生产开工有所修复，只是强预期仍需要面对弱现实，工业品在预期和现实的拉扯下，预计走势震荡。

5 股指期货市场分析

两市冲高回落

两市暴力上涨，上周沪深 300 周-3.25%，上证 50 周-2.72%，中证 500 周-4.74%，中证 1000 周-5.12%，指数冲高回落。

节后第一周 A 股经历巨幅震荡，本周上证指数跌 3.56%，沪深 300 跌 3.25%，中证 500 跌 4.74%，创业板指跌 3.41%，恒生指数跌 6.53%，全 A 日均交易额 25495 亿，环比上周有大幅度上升，924 以来 A 股的这轮快速上涨本质是对中国资产极度悲观估值压缩到极限所产生一场报复性的修复，是基于双底之后的反转交易。

基于当前，是否有必要与 1999 年 519 三段论长市行情或者与 14-15 年大牛市进行类比。虽然本轮上证综指底部上涨超过 20%，但随着过程中的剧烈波动，可以明确的是：当前已经摆脱了“熊市思维”，但是否进入共识性的“牛市思维”仍有争议的。进一步，我们认为短期复制 519

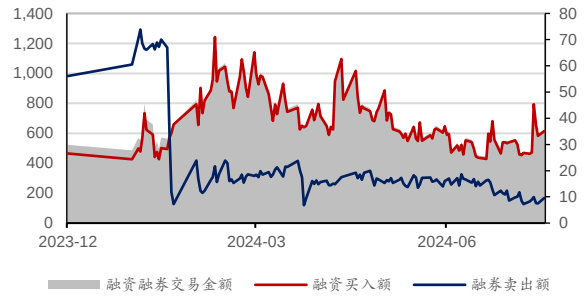
行情 5-6 月 2 个月大盘指数暴涨 60%是不现实的，能否复制全段 519 行情（1999 年 5 月-01 年 6 月）三段论则需要跟踪观察的，而盲目类比 14-15 年是不合理的。

关注调整之后机会

10/12 财政部发布会介绍四项已进入决策程序的逆周期调节政策：一是将较大规模增加债务额度支持地方化债，为近年支持化债力度最大的一项措施；二是支持地产止跌回稳，允许专项债用于土地储备、用于收购存量商品房用作保障性住房等；三是发行特别国债用于补充国有大行核心一级资本；四是加大对学生等重点群体的保障力度，提升整体消费能力；另外表示，仍有其他政策工具正在研究中，并提出中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间；具体资金数量安排将经过法定程序后向社会公开。货币政策方面，一是央行 5000 亿元“证券基金保险公司互换便利”落地实施，一级交易商中仅有的 2 家券商中信、中金已上报方案；二是国有六大行等宣布于 10 月 25 日批量落实存量房贷利率调整；二是央行和财政部就央行国债买卖建立联合工作组，进一步加强流动性管理。资本市场方面，10 月 9 日两大券商的重组预案正式落地，据 2024 年中报数据计算，合并后新公司总资产、归母净资产均位列上市券商第一；10/10 上交所召集 8 家券商举行座谈会，宣讲并购重组最新政策精神并听取相关意见建议。

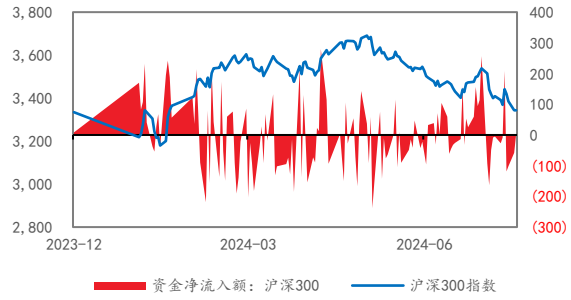
综合来看，当前总量政策拐点已经确定，财政政策表态相对偏积极并留有想象空间，需继续跟进政策具体部署和落地效果。短期市场震荡调整后进一步为行情向上蓄势，中期弹性风格将更偏向成长，总策略上关注调整之后买入机会。

图表 8：融资融券数据图



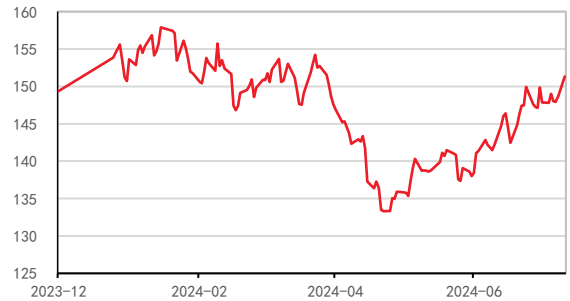
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



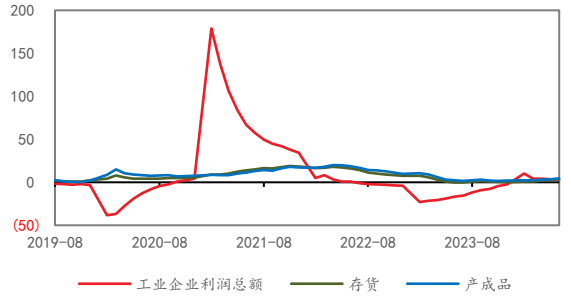
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

我国精铜累计产量达 896.4 万吨，同比增长 5.6%。9 月份全国主要冶炼厂产能利用率维持 80.2%。由于大冶有色突发火灾导致生产中断，预计影响年内产量或多达 10 万吨，而随着国内废铜库存的逐渐出清，冷料和废料紧缺导致部分冶炼厂缺少供应来源，难以维继较高的产能利用率，预计 10 月产量将继续降至 97 万吨左右。

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。

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，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

金融组合拳下，有色整体整体波动加大，重心上移。精矿供应趋紧未变，四季度废铜库存出清后国内产量有回落预期。1-10 月国内电解铜预计产量累计为 984.01 万吨，同比增加 3.22%。国内铜价走高抑制下游订单需求使精铜杆厂停产检修或销库，多数地方政府延续税收返还政策推动再生铜杆厂复产，国内房地产相关消费有所改善。持货商挺价意愿明显，现货升水依然维持较高水平，预计后期升水将进一步扩大。整体预计铜价将进入区间震荡偏强走势。

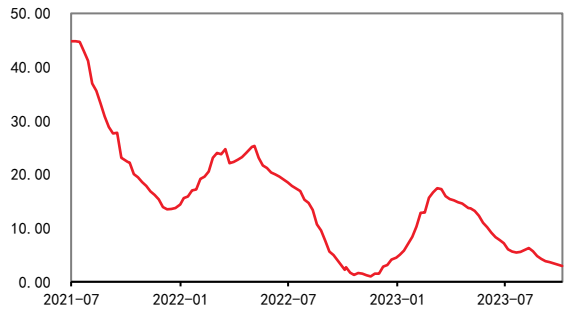
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



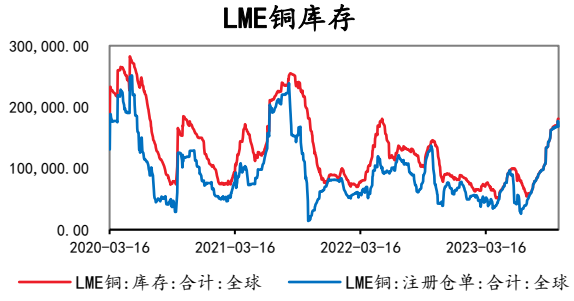
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



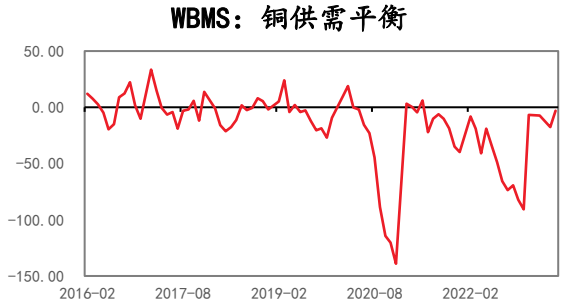
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



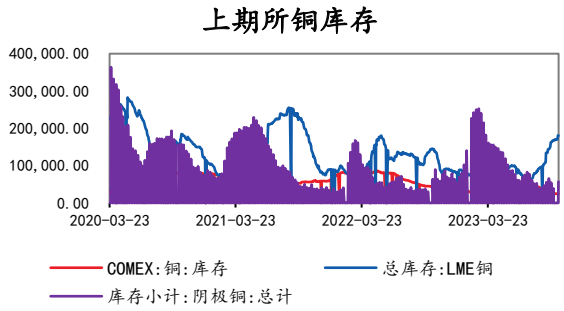
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



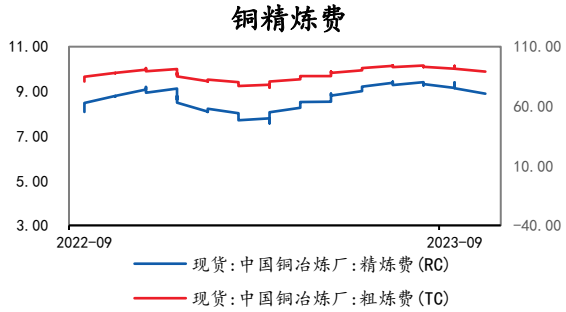
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。整体来看，政策持续加码，地产政策优化，基建及地产均有修复预期，“银十”消费改善有望体现。

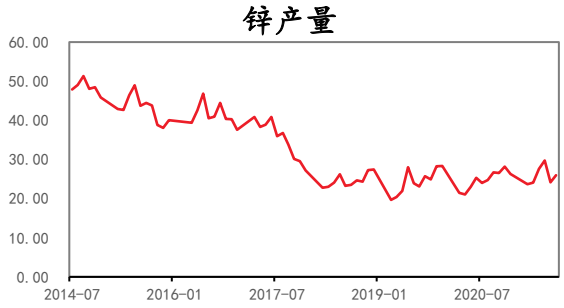
2 总结

四季度北方矿山生产淡季及炼厂冬储需求增加，原料端支撑增强。房地产行业开工水平在政策

支撑下，市场情绪转暖。而且在旺季效应下，氧化锌和压铸合金的产量反弹。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。政策持续发布，不断推高市场情绪，节后消费难以支撑高价走势，走势波幅有所加大，保持震荡思路。

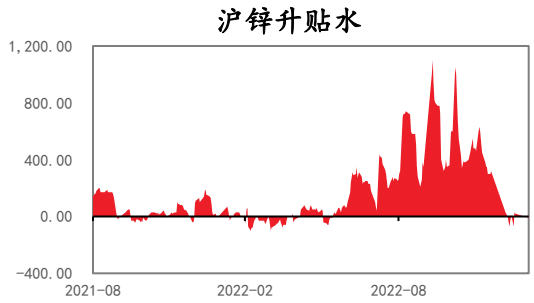
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



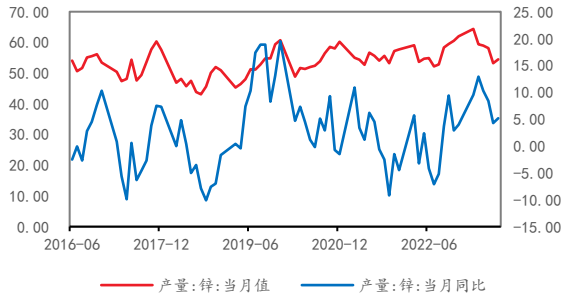
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



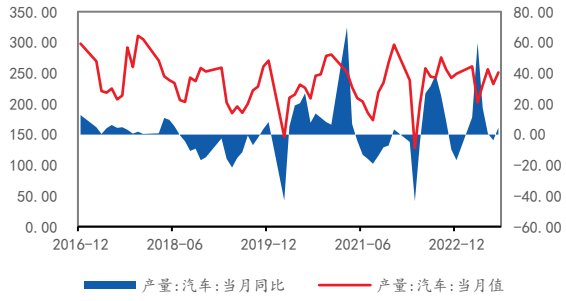
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

原油

1 中东地缘局势升温

十一国内休市期间，国际原油走势意外强力冲高，Brent 基准价格从 70 美元附近反弹上攻 80 美元大关，录得近一年来最大单周涨幅。

近数周以来，以色列先后击杀反抗势力多名首脑，策动通讯设备爆炸袭击，并最终悍然对黎巴嫩发动战争，随后伊朗向以色列发射大规模导弹打击，势必会引来后续进一步报复。自 2023 年阿克萨洪水事件以来，中东地区的冲突已经持续长达一年，充分说明了美国对以色列的约束能力，以及对抵抗之弧的威慑能力均明显不足，中东局势正逐渐滑向全面失控。

覆巢之下无完卵，伊朗开始下场意味着该国原油相关设施，乃至全球原油供应体系将不再安全。这是一个无法忽视的惊人转变，原油供应中断的风险动摇了此前供应过剩的预期，CTA 已经从空头切换到中性，应首要关注国际局势演变。

2 伊朗面临遇袭风险

受地缘政治紧张刺激，国际原油价格收复 10 美元失地，而后进入对事态发展的焦灼等待。

回顾本轮中东地区的系列冲突，主要围绕美国支持的以色列和伊朗为首的抵抗之弧，以回合制的形式展开。在伊朗以导弹履行了报复的誓言后，现在又轮到了以色列出招，是否反击伊朗，以何种方式反击，最重要的是会不会直接打击石油相关设施，成为了市场关注的焦点。

在俄乌战争之后，随着非美元结算的原油贸易体系发展成熟，伊朗原油产量和出口量得以迅速增长，根据油轮追踪推测，目前该国供应水平几乎恢复到受制裁前的状态。自沙特油田遇袭以后，中东地缘冲突从未直接波及到原油产区，狼来了效应造成市场逐渐脱敏，可一旦中东局势全面升级，伊朗的石油产量很可能会真实地受到影响。

3 市场依据事实说话

目前原油市场最大的变数就是中东局势，更具体来讲是以色列对伊朗原油设施的威胁程度，全世界都在翘首以待。

据外媒援引美国官员称，以色列正在考虑袭击伊朗的军事和情报基础设施、防空阵地以及能源设施，数日来在缩小并最终确定其目标。美国民主党当局并不希望冲突升级，但显然难以约束以色列的行径，因此不能排除伊朗油田遭受打击的可能。这一重大风险事件是否会发生，将会是决定原油走势的核心因素。一方面，如果全球原油供应体系维持稳定，到明年一季度出现明显过剩几乎没有悬念；另一方面，伊朗原油产业一旦遭受任何损失，都会令市场预期发生 180 度转向。

经过近年来的洗礼，原油市场参与者已经不会轻易听信风声，而是以实际情况作为交易立场，因此我们理性建议当前位置宜观望而非豪赌。

4 持仓空头转回中性

在伊朗对以色列发动导弹袭击后，地缘政治风险升温引发原油强劲行情，投资基金对国际油价的看涨押注创下 2018 年以来最大涨幅。根据洲际交易所发布的周报，对冲基金、交易所交易基金和其他投机者持有的净多头头寸在上周增加了 1.39 亿桶当量。值得注意的是，这些数字基于欧盟的规定，与反映美国报告要求的备受关注的头寸数据有所不同。就在两周之前，交易者对原油空头的押注累积创下记录，然而随着时间推移，以色列对伊朗能源设施进行报复性打击的概率上升，当前市场就像押骰子一样焦灼等待答案揭晓。国际油价的上涨表明，交易者正重新对地缘风险进行计价，但反弹后的踟蹰也透露出谨慎观望是主流心态。

5 中国刺激政策发力

中国释放了本轮迄今最大力度的刺激政策，为实现今年约 5%的 GDP 增长目标表明决心，有力提振了国内金融市场信心。交易者对股票和大宗商品风险偏好迅速升温，同时人民币汇率亦大幅走强，令 SC 原油期货表现明显强于国际原油市场。

回顾此前数月国内成品油市场持续低迷，大类资产缩水和对未来预期悲观，成为压制油价的主要利空因素。本次释放的刺激政策有助于改善国内投资欠佳的信心，虽然经济衰退风险尚未解除，仍需谨慎观察需求改善程度，但市场情绪的好转有效遏止了油价下跌趋势。客观来看，原油市场基本面处于季节性由强转弱的阶段，但期货市场相对实物市场分歧加剧，尤其是在库存水平不高的情况下，CTA 显然有过度做空之嫌。本次普涨行情中原油虽不是热点品种，但多空博弈发生了一定改变，油价在 70 美元区间的支撑增强。

6 区间震荡前高后底

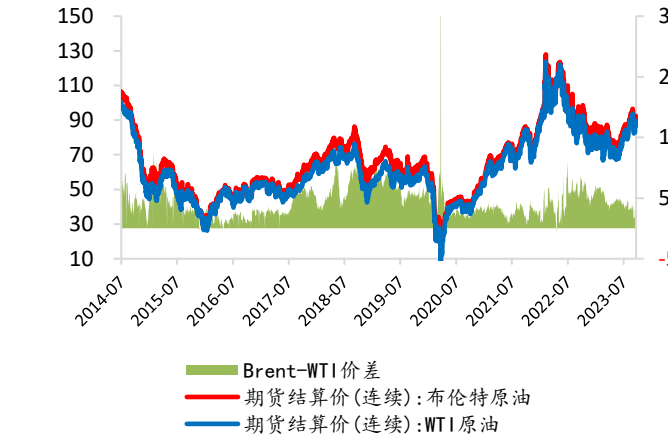
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

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。

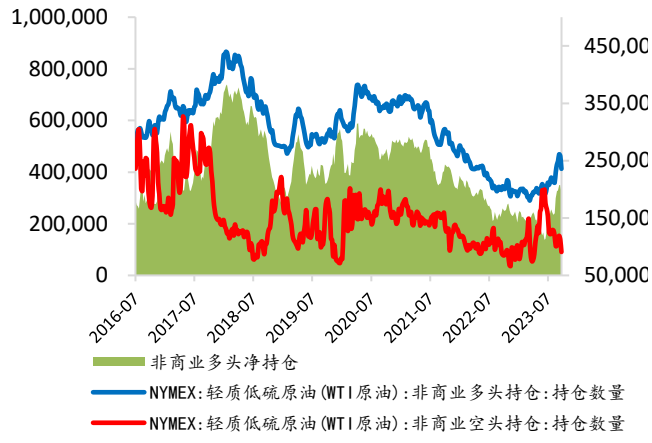
7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



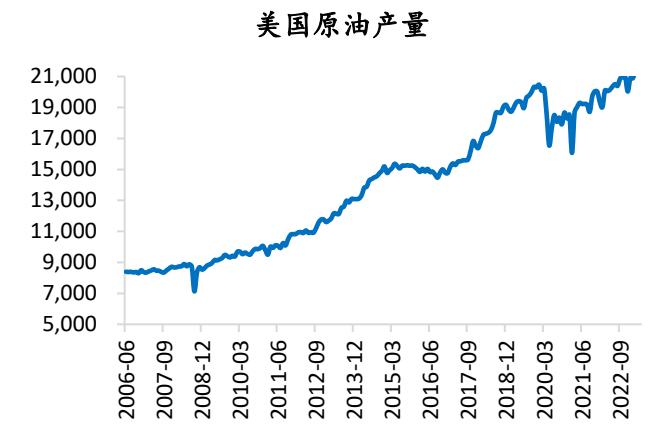
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：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 24：美国原油产量



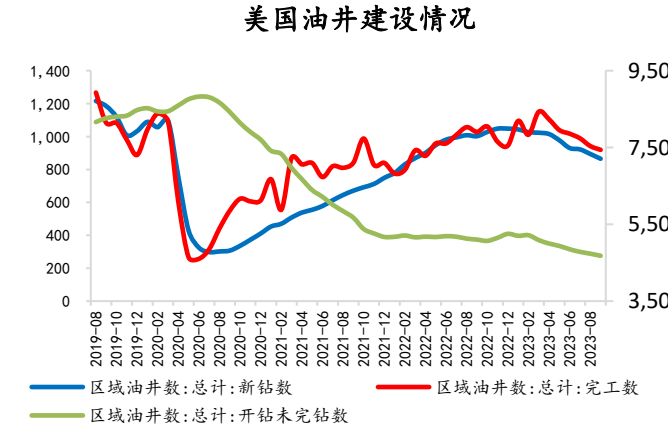
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



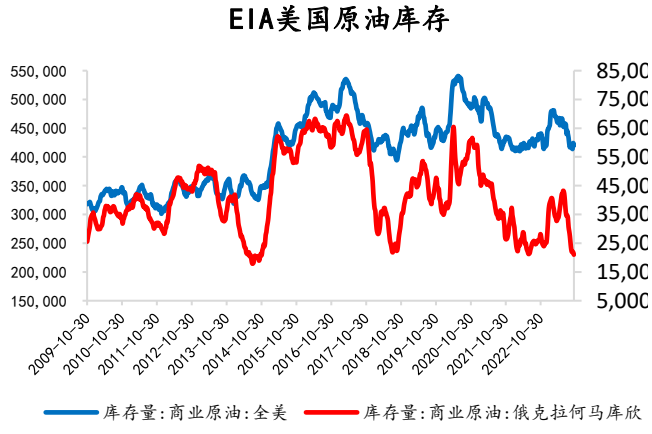
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



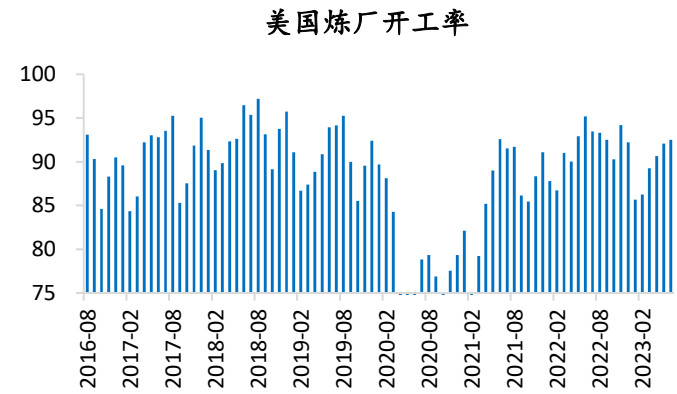
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



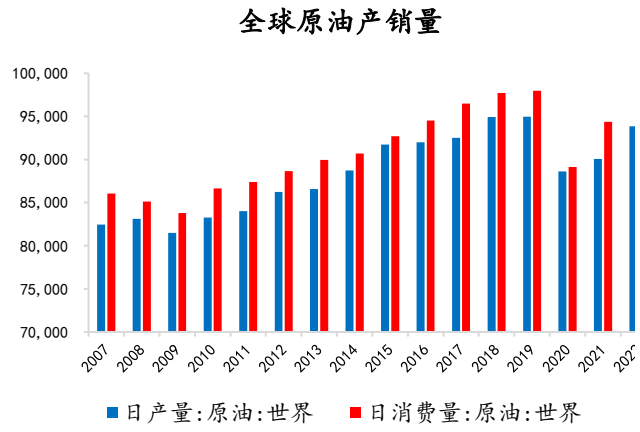
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：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 29：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 沪胶长期价值重估

日前，天然橡胶价格创下近七年以来新高，持续强劲上行一度触及涨停，后冲高回落又发生跌停。天然橡胶市场进入天气炒作的估值重构阶段，基本面主要是上游因素利好驱动，而产业下游暂未有明显配合，因此对于当前是否被高估已经出现分歧。

天然橡胶走势受基本面供需关系，宏观经济政策和金融属性等多重因素的综合作用，应在把握主要交易逻辑的同时，辩证看待多空条件的此消彼长。

基本面上，国内外产区供应整体仍符合季节性递增规律，但上量进度远不及预期；下游汽车轮胎产业逐渐走出开工淡季，但金九银十产销旺季不旺。宏观面上，美联储将联邦基金利率下调 50 个基点，由此开启本轮降息周期，利好橡胶在内的大宗商品。政策面上，中国出台大规模强效刺激政策，提振了金融市场对风险资产的偏好情绪。

诚然，目前市场上充斥着短期性的投机炒作，若后期没有新的天气题材，去库节奏将放缓并进入累库阶段，胶价面临冲高回落的风险。但参考 2016 年末至 2017 年初的泰国洪水行情来看，未来进入割胶旺季后，天气仍将是影响价格走势的核心因素。更长期来看，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 天气炒作核心驱动

回顾本轮天然橡胶行情，最直观来看，在实际需求并未显著改善的情况下，胶价大幅上涨主要由上游供应端驱动，绝大部分可归因于气候异常，海内外主产区极端天气导致原料供应受限。

自 2023-2024 割胶年度以来，全球气候经历从厄尔尼诺到拉尼娜现象的周期性转变，从而导致多个天然橡胶主产区灾害多发。今年国内外产区先后经历了高温干旱，随后雨季降雨极其频繁，上半年开割时间被推迟，6-8 月上量进程不及预期，然后台风摩羯将天气炒作情绪推向极致。由于全年割胶时间推迟减少，加上极端天气仍可能时有发生，在供应弹性有限的情况下，旺季亦难弥补前期减产造成的损失。

现在，业界和市场对本年度天然橡胶原料及成品整体减产的预期已无争议，由此造成了胶价重心抬升的既定事实。

3 未来供应弹性有限

天然橡胶市场焦点集中于上游，带动产业链延续被动去库，短期超涨挤出后仍维持高位。理论上，胶价大幅上涨将刺激胶农割胶活动，但从橡胶树种植周期来看，2015 年后鲜少有新种植面积，这意味着数年内都缺乏新增产能投放。自 2023 年开始，泰国南部主产区已进入持续减产阶段，印度尼西亚也面临橡胶树老龄化的问题，马来西亚目前天然橡胶产量不及峰值水平的五分之一。从割胶面积的变化来看，三大产胶国产量释放接近极限，即使排除天气因素扰动，未来趋势性减产已成定局。

4 等待终端需求配合

抛开市场情绪的直上急下，单就基本面现状而言，天然橡胶供需关系并未发生显著变化。原料价格高企抑制中下游承接意愿，需求端延续外强内弱的特征，长期过剩有所缓解但尚未转向紧缺。

供应端天气和减产题材炒作过后，需要有需求端利好配合才能稳定胶价。原料紧缺造成价格持续攀升，但产业链上下游利润倒挂严重，厂商对高价原料成本抵触情绪严重，利润微薄压抑采购积极性。不过，全球轮胎行业仍表现出强劲的韧性，后续刺激政策落实将有助于提升经济复苏预期，或将带动工业生产、交通运输等领域恢复增长，从而增加对橡胶等原材料的需求。

5 国储轮储预期仍存

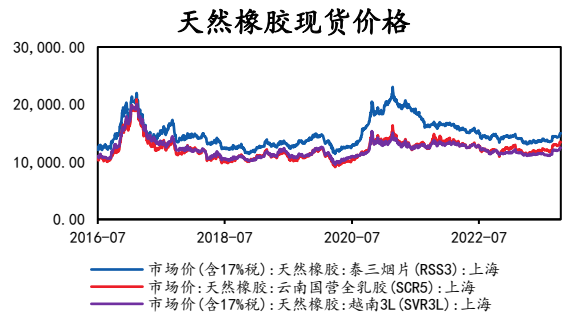
不利天气造成的影响尚未恢复，天然橡胶原料和成品货少价高，叠加海外减产令进口持续同比下滑，国内橡胶库存持续降至近年偏低水平。此时，9 月国储橡胶抛储已经结束，不但利空出尽甚至好于预期。由于现货市场货源偏紧，本次抛储中老全乳胶竞拍参与积极性较高，实际成交活跃价格较高。自 2023 下半年开始，国储抛售老胶共 27.8 万吨，期间收储新胶仅有 6 万吨，目前老胶库存估计仅有 23 万吨左右。鉴于天然橡胶是高度依赖进口的战略物资，未来国储或有再次收储的预期。

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。

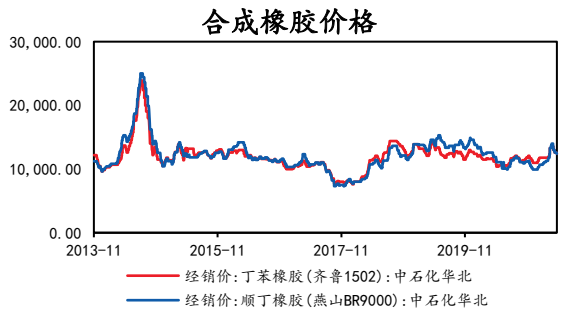
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



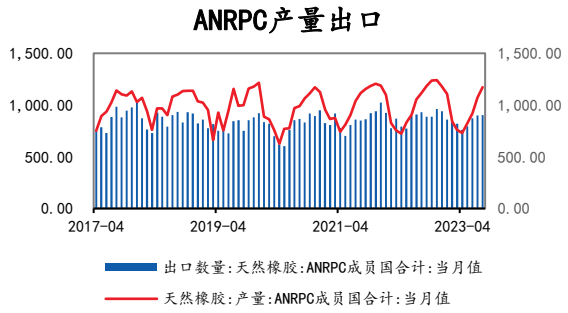
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：合成橡胶价格



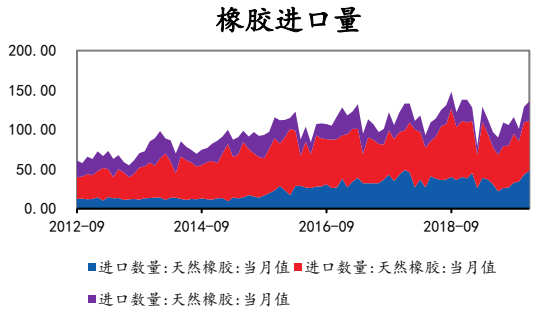
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：ANRPC 产量出口



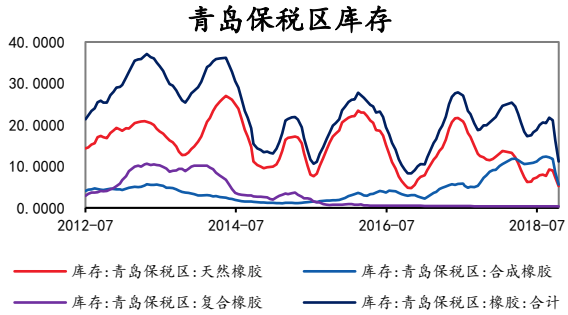
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：橡胶进口量



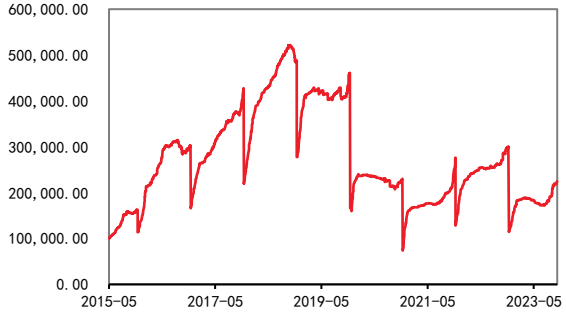
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：青岛保税区库存



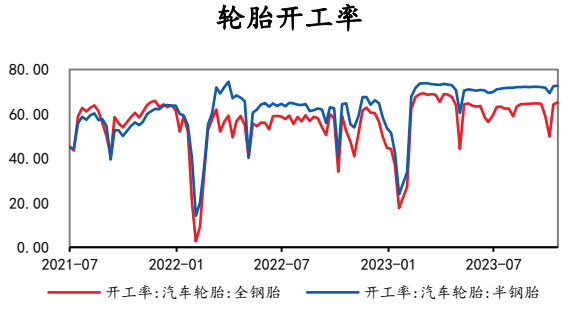
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：上期所注册仓单



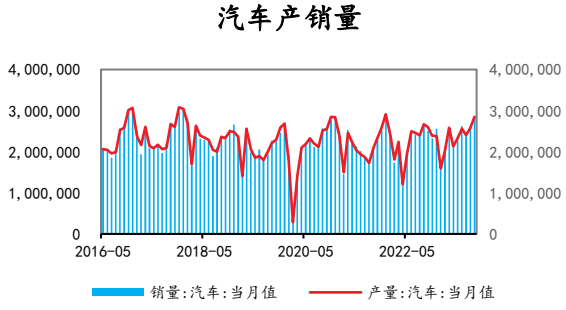
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：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：美豆震荡回调，国内豆类市场延续油强粕弱

1 外部豆类市场分析

美豆收割过四成，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 10 月 6 日当周，美豆收割率为 47%，高于市场预期的 44%，远远领先于五年均值水平的 34%，新豆集中上市形成的季节性供给压力持续显现。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，在反弹至 1070 美分附近后再度转弱，增产仍是限制美豆反弹高度的主要阻力。

巴西大豆播种延迟，预计下周将出现降雨

受前期持续干旱影响，巴西大豆播种受阻。咨询机构 AgRural 表示，截至 10 月 3 日，巴西大豆种植率为 4.5%，低于去年同期的 10%。天气预报显示，期待已久的季风降雨预计将于 10 月中旬在巴西展开，有助于改善巴西大豆播种延迟的不利开局。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。巴西旱情如能有效缓解，该国大豆播种进度有望加快推进。美国农业部在 9 月供需报告中维持巴西大豆产量 1.69 亿吨创纪录规模的预测。随着市场关注点逐渐从美国转向南美，巴西和阿根廷大豆产区的天气状况将日益受到市场关注。

马来西亚国内消费不佳，9 月末棕榈油库存升至八个月高位

马来西亚棕榈油局（MPOB）于 10 月 10 日公布月度供需报告，报告显示马来西亚 9 月棕榈油产量为 1821933 吨，环比减少 3.80%；9 月棕榈油进口为 5482 吨，环比减少 45.01%；9 月棕榈油出口为 1542805 吨，环比增长 0.93%；9 月棕榈油库存量为 2013837 吨，环比增长 6.93%，为八个月来的最高水平，明显高于报告前市场预期值。马来西亚国内消费下降是导致 9 月该国棕榈油库存显著升高的主要原因。

2 国内豆类市场分析

豆粕去库进度加快，绝对库存量依然偏高

中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2024 年第 40 周末，国内豆粕库存量为 113.8 万吨，较上周的 135.7 万吨减少 21.9 万吨，环比下降 16.13%。其中：沿海库存量为 97.8 万吨，较上周的 114.4 万吨减少 16.6 万吨，环比下降 14.52%。监测数据显示，9 月份国内主要油厂大豆压榨量为 914 万吨，较 8 月份增加 22 万吨，较去年同期增加 68 万吨。节前油厂停机以及下游需求端积极补库令国内豆粕去库节奏加快，但目前超过 100 万吨的库存量仍处于常年偏高水平。受国庆假日期间油厂开机率下降以及后续进口大豆到港量减少、大豆库存压力减小等原因，预计 10 月份油厂大豆压榨量在 750 万吨左右，仍高于去年同期的 710 万吨和过去三年均值的 730 万吨。从需求端看，9 月份受双节效应提振，国内生猪出栏量明显攀升。节后受生猪存栏阶段性回落影响，预计 10 月份生猪饲料需求稳中偏降，从而拖累豆粕去库速度。

内外盘保持强势联动，国内三大油脂交替领涨

国庆假日期间，受中东冲突外溢影响，国际原油市场强势上涨，生物燃料需求炒作升温，带动 CBOT 和马来西亚棕榈油市场不断扩大升幅。成本联动与市场预期的变化是导致节后国内油脂市场强势反弹的主要原因。虽然遭遇高位回吐压力，油脂品种多冲高回落，但整体表现较为表现抗跌，价格重心较节前继续提高。三大油脂中，棕榈油期货涨势最为强劲，在消化完 MPOB 月报的利空影响后，买盘人气再度回升，在国际原油市场大幅反弹的带动下迅速重回上行轨道。菜

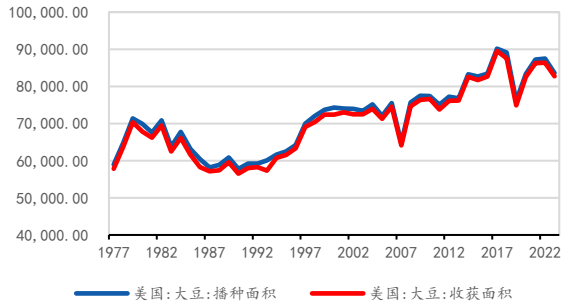
油市场因中加贸易摩擦可能影响菜籽进口，供给担忧挥之不去，保持易涨难跌的运行状态。豆油市场走势相对被动，但油脂品种间的需求替代效应也限制了豆油价格的回调空间。随着进口利润转差，四季度棕榈油进口买船减少，船期监测显示，10-12 月我国棕榈油到港量预计分别为 20 万吨、30 万吨和 30 万吨。10 月初国内棕榈油库存 53 万吨，同比下降 35 万吨，在后续进口到港较少的情况下，预计 10-11 月国内棕榈油库存继续维持低位，价格震荡偏强，而且短期内棕榈油价格走势强于豆油。

3 油脂油料市场展望

2024 年美豆丰产预期正在兑现，新豆集中上市形成的季节性供应压力显著增强。虽然美豆出口也进入旺季，但在南美大豆保持丰产预期下，国际买家对美豆的采购意愿一般。降雨预报改善巴西大豆种植进度延迟状态，美豆市场因缺少可持续的炒作题材而重回基本面指引。受美豆反弹受阻重回调整状态影响，国内豆粕市场看空预期再度升温，在成本驱动下承压回落。随着中加贸易摩擦这一题材逐步消化和水产养殖进入淡季，菜粕对豆粕的溢价效应减弱。短期来看，美豆缺少利多支撑与国内豆粕高库存重获市场重视，推动豆粕价格重心再度回落的概率较大。油脂市场与外盘保持较强联动，受中东局势与国际原油市场影响较大，市场对利多题材敏感，技术上保持强势运行，短期内有望延续易涨难跌状态。豆一期货市场本周大幅回落，产区大豆收割进度过半，新豆集中上市，各地价格低迷重挫市场信心，缺少价格支持政策提振，国产大豆市场仍处于积弱难返状态。

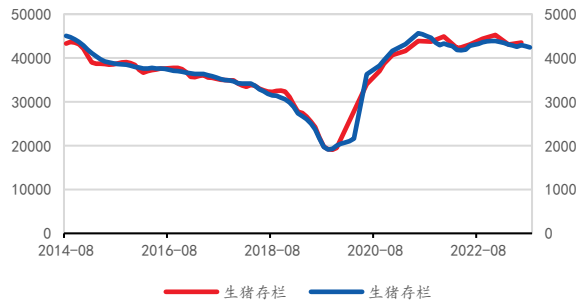
4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



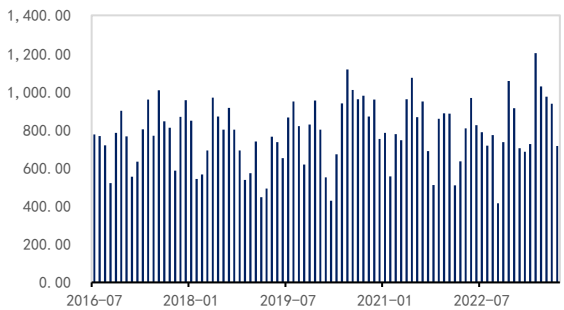
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：国内生猪存栏量



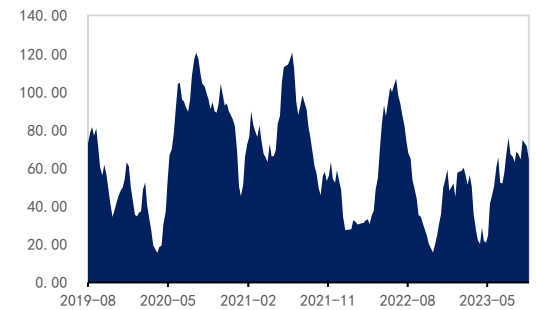
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：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 40：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