中金财富期货策略周报（2024 年第 36 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：从三驾马车来看，三季度消费增速与二季度基本持平，但服务业零售额增速有所回落；固定资产投资中制造业维持较高增速，基建回落较为显著，房地产有触底企稳的迹象；出口维持韧性，三季度贸易顺差创历史新高，依然是经济增长的重要支撑。展望四季度，在一揽子政策助力下，投资和消费增速有望企稳向上，内需逐步接力外需，四季度 GDP 环比和同比增速均有望改善，同比增速将进一步向 5%靠拢，全年能够顺利完成 5%左右的经济增长目标。

股指期货：924 政策之后，信任和信心是政策的着力点。风险偏好较低的资金态度转向明显，由于政策已转向，各路资金态度转向积极只是时间问题，且市场依然预期后续潜在政策发力，对政策的“强预期”状态是当前指数的主要推动力，建议继续关注调整之后买入机会。

铜：国内节前政策刺激带来的利好情绪有所减弱，有色价格波动较大。精矿供应趋紧未变，Q4 季度铜精矿 TC/RC 加工费上调至 35 美元/吨和 3.5 美分/磅，炼厂利润修复，生产季节性或将有所提升。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%。铜价大涨后电网订单有所减弱，汽车、家电进入传统旺季，环比有一定增量，房地产需求维持低迷。总的来说，目前市场矛盾但还是在政策提振带来的预期走强和下游需求依旧偏弱，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。10 月冶炼厂产量预计继续走高，产量恢复但水平偏低，以及节后进口锌锭涌入，供应端支撑有所减弱。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。上游内矿进入季节性减产，原料供应持续偏紧，当前支撑仍存，预计锌价震荡偏强运行。

钢材：上周，住房和城乡建设部、财政部、央行等五部委联合召开新闻发布会。根据发布会内容，整体政策并未超出市场预期，甚至低于预期水平，导致黑色系商品大幅下跌。尽管自 9 月 24 日以来市场政策逐步走强，但黑色系市场基本面的好转仍需时日，强政策预期缺乏基本面支撑，走弱在所难免。然而，随着下半年财政政策的持续发力和地产政策的不断加码，基本面最差的时期或已过去。在此背景下，不宜追空。

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 年美豆收割接近尾声，新豆集中上市形成的季节性供应压力需要时间消化。巴西大豆播种虽落后，但仍有较大改善空间，权威机构继续保持对巴西大豆产量创纪录的预测，缺少减产炒作，全球大豆供过于求的程度扩大仍不利于美豆价格摆脱弱势。美豆重回 1000 美分之下运行，国内豆粕市场在成本驱动下重回弱势调整状态。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。国内豆粕库存维持高位，油厂挺粕动力不足，豆粕市场整体尚未脱离偏弱运行节奏。油脂市场受外盘影响较大，尤其是马来西亚棕榈油提前进入减产周期，供弱需强继续为棕榈油强势运行提供动力。与此同时，中东局势动荡和美国大选等不确定因素对市场的干扰也在增强。由于油脂板块累计涨幅较大，随着高位多空分歧扩大，获利回吐情绪可能增加盘面振幅。豆一期货市场维持弱势运行，产区大豆收割基本结束，新豆价格偏低且成交清淡，如无利多政策提振，供需失衡将使国产大豆市场难以摆脱目前的低迷状态。

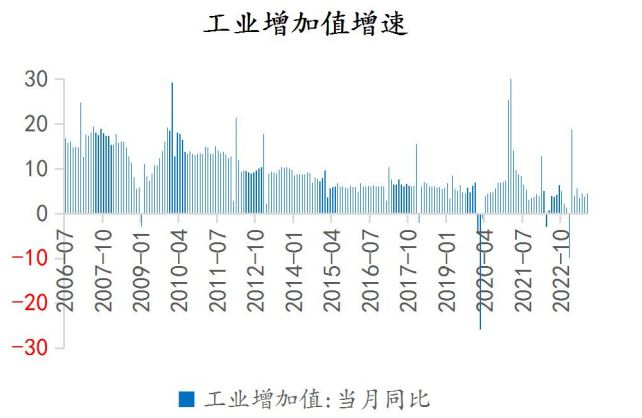
目录

周度策略：经济内生动能边际企稳 继续关注政策力度 - 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 政策加力效果开始显现 - 7 -
3 央行定调货币政策 - 8 -
4 宏观策略 - 8 -
5 股指期货市场分析 - 8 -
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 - 15 -
3 锌期货现货数据 - 15 -
钢材 - 16 -
1 地产政策力度不及预期 - 16 -
2 地产数据转折初现 - 16 -
3 铁水持续回升 库存去化 - 17 -
4 小结 - 17 -
5 钢材期货现货数据 - 18 -
原油 - 20 -
1 中东局势对抗升级 - 20 -
2 伊朗油田暂未遇袭 - 20 -
3 常规供应预计回升 - 20 -
4 需求前景一片晦暗 - 21 -
5 地缘政治二极演化 - 21 -
6 区间震荡前高后底 - 21 -
7 原油期现数据 - 22 -
天然橡胶 - 24 -
1 沪胶多空分歧加剧 - 24 -
2 天气仍是核心因素 - 24 -
3 海内外进入旺产季 - 24 -
4 去库阶段仍未结束 - 25 -
5 金九银十差强人意 - 25 -
6 胶价重拾上升趋势 - 25 -
7 橡胶期现数据 - 25 -

油脂油料：美豆失守千点关口，国内豆类市场延续油强粕弱 ..... - 28 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 28 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 29 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -

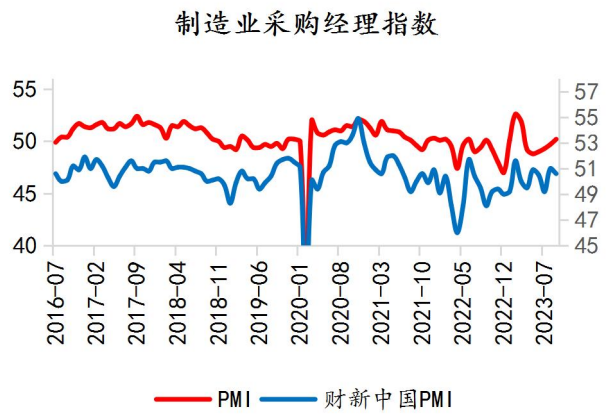
重要经济指标概况

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



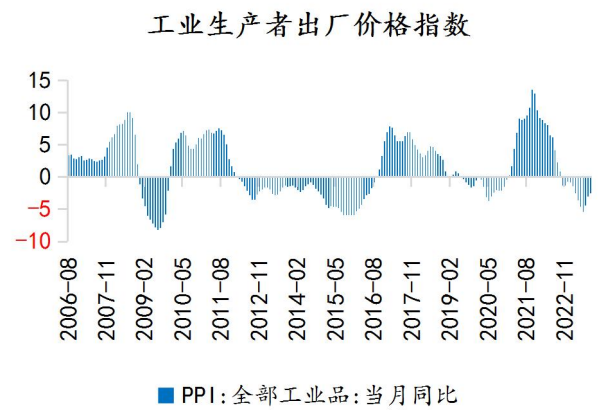
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



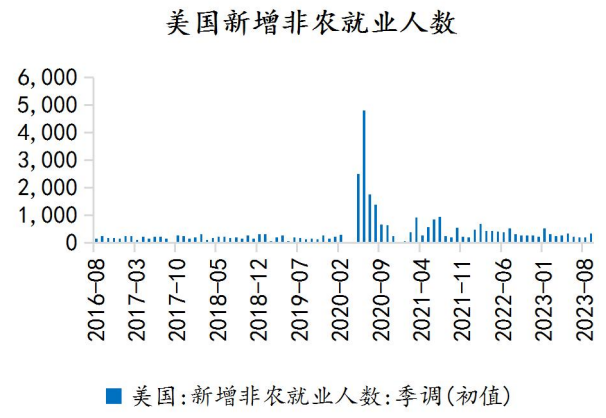
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济内生动能边际企稳 继续关注政策力度

三季度 GDP 同比增速录得 4.6%，与市场预期较为一致。供给端修复相对较快，9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.4%，比上月加快 0.9 个百分点，工业稳增长的强度继续彰显；全国服务业生产指数同比增长 5.1%，比上月加快 0.5 个百分点。总需求侧来看，内生动能有所企稳，9 月社会消费品零售总额同比增长 3.2%，较 8 月明显加快，资本开支增速边际改善。

消费和固定资产投资均明显回升

消费和固定资产投资是经济走势的重点关注项，两者均有边际回暖的迹象。

9 月社零增速回暖，以旧换新政策发力。9 月社会消费品零售总额同比+3.2%（前值+2.1%），社零读数较上个月增长 1.1 个百分点。结构上，其一，缘于消费品以旧换新政策的影响，9 月家电与通讯器材表现较好，汽车同比增速回正。主要原因是消费品以旧换新政策效果逐步显现，短期内对小额消费带动更强，有效提振手机等通讯设备等的换购需求，支撑相关品类增速走强。另一方面，9 月“金九”车市发力，叠加“中秋”及“十一”节日效应，狭义乘用车销量同比数据时隔 5 个月转正，汽车置换补贴政策效果逐步显现。其二，假期出行保持高热度，但受收入端下滑的影响，消费者外出消费的需求减弱，粮油食品和餐饮等保持较强的韧性，粮油食品表现强于餐饮。其三，房地产以旧换新政策发力有待观察，地产后周期类商品消费（家具、建筑装潢）偏弱主要受房地产市场拖累。

9 月固定资产投资增速呈现向好态势，制造业资本开支保持较强韧性。前三季度，全国固定资产投资（不含农户）378978 亿元，同比增长 3.4%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 7.7%。分领域看，基础设施投资同比增长 4.1%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.1%。根据测算，9 月当月固定资产投资同比增长 3.3%（前值 2.0%），制造业投资同比增长 9.7%（前值 8.0%），基础设施投资（统计局口径）增长 2.2%（前值 1.2%），房地产开发投资下降 9.4%（前值下降 10.2%）。

图表 1：9 月主要领域投资均有所企稳



资料来源：wind，中金财富期货

分项指标显示 9 月经济已触底回升，依据各类政策效果进一步测算，预计全年 GDP 有望 5.0%。基准情形：主要考虑两新政策见效、专项债加快发行支出提振基建，预计 2024Q4 GDP 当季同比、

全年 GDP 增速约为 4.8%；考虑 9 月 24 日货币政策后，分别上调至 5.0%、4.9%；再考虑 10 月 8 日发改委和 10 月 12 日财政政策加码，分别上调至至 5.3%、5.0%。

后续关注经济数据的改善幅度以及 2 个重要政策时点：一是 10 月下旬或 11 月上旬的人大常委会。关键在于会否增发国债弥补财政收入缺口以提振经济？增发国债是可选项非必选项，若增发国债可能规模不大，可关注会否提前下达部分明年专项债或超长期特别国债额度。二是 12 月政治局会议&中央经济工作会议，确认 2025 年的财政基调和扩张力度。2025 年中性情形赤字率可能为 3.5%-4.0%，乐观情形为 4.0%-5.0%，可能调增超长期特别国债额度，且财政资金投向有望进一步向消费、民生和地产倾斜。总体来看，2024 年重在化解风险，预计 2025 年可能会有更明显的经济增量。

海外，“特朗普交易”盛行

9 月底以来特朗普支持率持续走高，市场越来越笃定特朗普将回归白宫，特朗普交易也随之升温，比较典型的有美元升值和美债收益率上涨。

再通胀是特朗普政策最确定性的短期内核，其次才是关税。分析特朗普政策的五大要素：贸易、减税、移民、去监管和地缘政治上的相对孤立。前三者的直接影响都会使得供给相对需求更弱，这无疑会导致通胀水平的上升。而作为支持产业回流的关税，具体会实施到什么地步反而具有较大的不确定性。

短期内“特朗普交易”更像 2016Q4，但是程度更轻。美联储降息 50bp 后，通胀出现反复迹象，但是暂时没有看到明确的基本验证信号；以色列、朝鲜半岛的局势紧张，但是对于经济和市场的冲击尚不足与欧盟解体/银行危机相提并论。

明年资产的表现则取决于府院的组合。目前看如果特朗普入主白宫，存在两种可能：共和党统一府院，或者总统（共和党）+参议院（共和党）+众议院（民主党）。

统一府院：这一情形通常对风险资产和商品比较友好。可以参考一下 2017Q2 至年底的情形，但中、欧经济的弹性是重要变数。

府院分裂：这一情形下的避险情绪最浓（美债和黄金表现最好）。大类资产的整体表现会好于 2018 年，但是弱于 2019 年。

关注内需复苏的力度

从三驾马车来看，三季度消费增速与二季度基本持平，但服务业零售额增速有所回落；固定资产投资中制造业维持较高增速，基建回落较为显著，房地产有触底企稳的迹象；出口维持韧性，三季度贸易顺差创历史新高，依然是经济增长的重要支撑。展望四季度，在一揽子政策助力下，投资和消费增速有望企稳向上，内需逐步接力外需，四季度 GDP 环比和同比增速均有望改善，同比增速将进一步向 5%靠拢，全年能够顺利完成 5%左右的经济增长目标。

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 17 日	货币化安置房方式新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造	年底前将“白名单”项目信贷规模增加至 4 万亿元，将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”。	稳地产力度加强
	10 月 18 日	国常会：研究部署深入推进全国统一大市场建设的有关举措。	推进全国统一大市场建设是一项系统性改革，实质上是为企业营造更加公平有序的发展环境	促进商品、要素、资源在更大范围内畅通流动。
数据	10 月 17 日	美国 9 月零售销售环比增 0.4%超预期	上周美国首次申请失业救济人数 24.1 万人，意外下降	美国经济依然较强
	10 月 19 日	美国政府 2024 财年赤字突破 1.8 万亿美元	美国政府 2024 财年预算赤字创第三高纪录，仅次于新冠疫情期间两年	利息 1.1 万亿美元，占 GDP 之比创 1998 年来新高
事件	10 月 19 日	中国三季度 GDP 4.6%	工业增速下滑 4 个月以后首次止跌回升，固定资产投资增速回稳	宏观经济呈现边际企稳迹象

资料来源：中金财富期货研究所

2 政策加力效果开始显现

内需改善带动经济企稳回升。9 月工业增加值同比增长 5.4%，较 8 月增速 4.5%回升；9 月季调后环比增长 0.59%，较 8 月环比增速 0.32%加快。尽管出口增速回落，外需有所放缓，但内需开始改善。9 月社会消费品零售总额增长 3.2%，增速比 8 月增速 2.1%上升 1.1 个百分点。1-9 月固定资产投资累计同比增长 3.4%，持平于 1-8 月累计增速；9 月当月固定资产投资同比增长 3.4%，较 8 月 2%回升

汽车家电“以旧换新”政策促进零售增速回升。9 月家用电器和音像器材类零售同比增长 20.5%，创 2021 年 2 季度以来新高；汽车类零售同比增长 0.4%，结束连续六个月负增长。7 月 24 日，发改委和财政部发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》通知，加大力度支持汽车和家电消费以旧换新。

基建投资大幅增长，财政支出增速加快。9 月份基建投资同比增长 17.5%，创 2021 年 2 季度以来新高。粗钢、水泥、平板玻璃等建筑相关工业品产量增速均出现回升。8、9 两个月政府债券净融资累计同比多增近万亿元。10 月 12 日，财政部部长蓝佛安在发布会上公布“1-9 月份，全国一般公共预算支出 20.18 万亿元，增长 2%”。我们估计 9 月份单月一般公共预算支出同比增长 5.2%，较 8 月负增长大幅回升。财政支出力度加大给基建投资带来提振。

3 季度经济同比增速放缓，但环比增速改善。3 季度 GDP 同比增长 4.6%，较 2 季度 4.7%略微放缓；季调后环比增长 0.9%，较 2 季度 0.5%加快。3 季度名义 GDP 同比增长 4%，持平于 2 季度；

GDP 平减指数同比下降 0.5%，较 2 季度跌幅 0.7%略有收窄。

居民收入增速回升，但财产类收入下滑。3 季度，城乡居民人均可支配收入同比增长 5%，增速较 2 季度 4.5%加快。其中，工资性收入和经营性收入增速企稳回升；但财产性收入同比下跌 0.7%，增速转负。居民财产性收入下滑可能仍受房价和股市下跌拖累，9 月末股市大幅回升可能尚未体现在 3 季度住户调查数据中。

4 季度经济可能延续 9 月回升态势。9 月 26 日，政治局召开会议，要求“加大财政货币政策逆周期调节力度”、“促进房地产市场止跌回稳”、“努力提振资本市场”。9 月底以来，随着相关政策陆续发布，A 股大幅反弹、房地产市场成交量回升。9 月经济数据显示，随着近期宏观政策力度加大，经济基本面开始企稳回升。我们预计，随着宏观政策进一步宽松，4 季度经济延续回升态势，全年有望实现 5%左右的经济增长目标。

3 央行定调货币政策

10 月 18 日，央行行长潘功胜在 2024 金融街论坛年会上对货币政策即将采取的措施进行了“预告”。

潘行长表示，预计年底前视市场流动性情况，择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点；下周一（10 月 21 日）公布的贷款市场报价利率（LPR）也会下行 0.2-0.25 个百分点。

当前来看，常规政策工具空间仍充足，无论是降息还是降准均有空间。我国货币政策的基调实质上正在向“适度宽松”调整，以积极发挥逆周期调节功能，更好地助力经济回稳向好，有利于提振投资者对于经济复苏的信心。

周一，新一期 LPR 利率即将披露。潘功胜今日已预告 LPR 利率降会继续下行。这将是今年以来 LPR 第三次下降，也是降幅最大的一次，符合此前市场预期。

10 月 LPR 报价下调后，将带动企业和居民贷款利率更大幅度下调，进而激发实体经济融资需求，促消费、扩投资，提振经济增长动能，使物价水平温和回升，而且有助于促进房地产市场止跌回稳，为顺利完成全年经济社会发展目标任务提供重要支撑。

4 宏观策略

从三驾马车来看，三季度消费增速与二季度基本持平，但服务业零售额增速有所回落；固定资产投资中制造业维持较高增速，基建回落较为显著，房地产有触底企稳的迹象；出口维持韧性，三季度贸易顺差创历史新高，依然是经济增长的重要支撑。展望四季度，在一揽子政策助力下，投资和消费增速有望企稳向上，内需逐步接力外需，四季度 GDP 环比和同比增速均有望改善，同比增速将进一步向 5%靠拢，全年能够顺利完成 5%左右的经济增长目标。

5 股指期货市场分析

两市震荡回升

两市震荡回升，上周沪深 300 周+0.98%，上证 50 周+0.06%，中证 500 周+3.09%，中证 1000 周+6.14%，指数震荡回升。

近期金融、地产、消费等利好政策密集落地，国内政策主线和海外大选成为 A 股大势和行业筛选的主要依据。2024 年 9 月 24 日，中国人民银行在国新办发布会上表示，将创设两项结构性货币政策工具，这也是人民银行第一次创新结构性货币政策工具支持资本市场。结构性货币政策工具的设立，有利于长期增量资金进入股市，也能够帮助市场主体如非银机构、上市公司进行流动性的跨期管理，更好地平抑市场波动。10 月 18 日细则落地后，对市场主线的指引逐步明朗。

继续关注逢调整买入机会

当前市场最大的因素是政策，政策思路是否反转？答案是确定的

本次稳增长政策思路的切换是十分确定的从 4 大视角能够非常明确地确认当前的政策思路:（1）9 月 24 日金融口三部委拉开了本轮稳增长政策的序幕；（2）9 月 26 日召开的政治局会议释放了明确的政策反转信号；（3）10 月 12 日，国新办新闻发布会三大亮点指向：财政持续发力且有空间、资金来源确定、化解风险决心足；（4）10 月 15 日至 16 日，习总书记在福建考察期间强调，全力抓好第四季度经济工作，努力实现全年经济社会发展目标。因此我们需要“坚定政策信心”。这带来未来的两个确定性：一是政策接下来会持续推出；二个是 2025 年经济和通胀将改善。

后续政策强不强？政策总量足，但是有节制、有节奏地释放

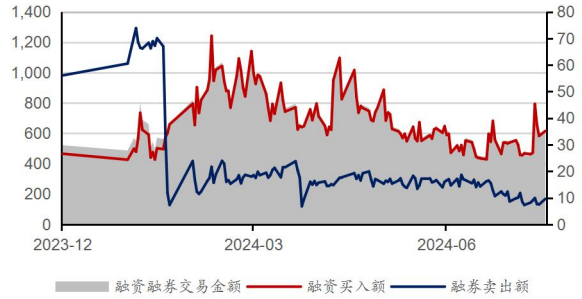
（1）政策的优先层级：先解决存量问题，再突破增量上限。

（2）政策总量足，但释放的思路是有节制、有节奏地释放。“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，意味着政策总量充足。同时，近期各部位发布会频繁召开，我们发现整个政策思路就是“加力且平滑”：既不希望一次性让市场过于激进，但同时又通过频繁发布会强调“增量政策”，充分与市场交换预期，也以此表示对市场预期的重视。因此，我们在“坚定政策信心”的同时，需要“降低政策预期”。

（3）后续的财政政策发力和以前可能会有什么不同？年内尽量达到或者接近 5%增速，是重要的政策锚点之一，所以后续政策很有可能是“见效快”是核心。

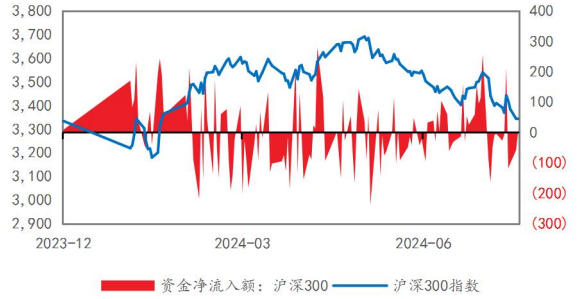
924 政策之后，信任和信心是政策的着力点。风险偏好较低的资金态度转向明显，由于政策已转向，各路资金态度转向积极只是时间问题，且市场依然预期后续潜在政策发力，对政策的“强预期”状态是当前指数的主要推动力，建议继续关注调整之后买入机会。

图表 8：融资融券数据图



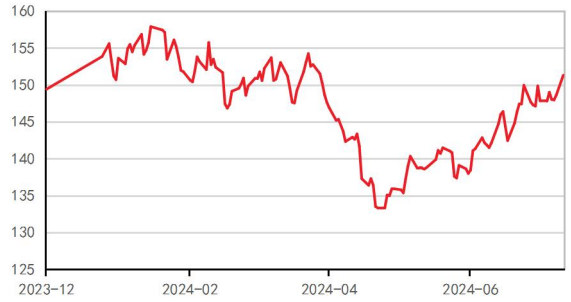
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



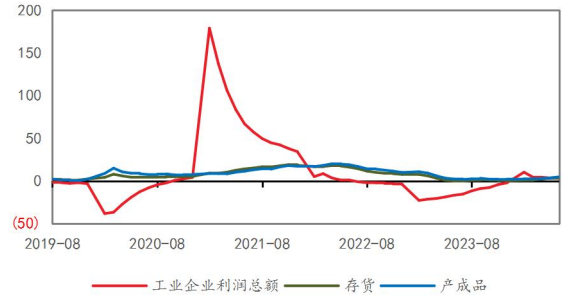
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

9 月 SMM 中国电解铜产量为 100.43 万吨，环比下降 0.92 万吨，同比下降 0.76%，且较预期的 101.56 万吨减少 1.13 万吨，主要原因包括菜大厂的延长检修以及冷料供给不足。10 月受铜精矿供给偏紧，治炼厂生产亏损较大而集中检修的影响，预计产量将继续下降。

需求复苏，但低于预期

据 SMM 消息，9 月 SMM 电线电缆样本企业开工率为 80.72%(调研企业 64 家，样本产能为 364.3 万吨），环比增长 4.19%，实现 4 个月连续增长。线缆企业开工率提升带动精铜杆产能利用率提升。

今年 1-8 月我国电网工程投资完成额 3330 亿元，同比增长 23.1%；今年 1-8 月我国电源工程投资完成额 4976 亿元，同比增长 5.1%。今年国家中西部地区的电网工程建设项目重点仍在特高压领域，中低压电网订单增速将有所减弱，由于铜缆线消费主要集中在中低压领域，整体电网投资增速对精铜消费的提振或难有明显增量，今年整体电网的发展方向将更加聚焦于特高压、储能和数字化配网等新领域，西部地区的风光大基地项目仍需要大规模电网系统的电力外输配送能力。

国家统计局数据，1—8 月份，全国房地产开发投资 69283 亿元，同比下降 10.2%，1—8 月，我国商品房销售面积累计达 60601.9 万平方米，累计同比下降 18%，房地产新开工施工面积累计为 49464.9 万平方米，同比降幅扩大至 22.5%，而房地产竣工面积累计为 33393.6 万平方米，同比涨幅扩大至 23.6%。

电网投资充分体现了其逆周期属性，为铜需求提供最基本的支撑。从新兴产业来看，新能源汽

车单月产销规模已破百万大关，而风光行业也将迎来 10 月传统抢装旺季。电源投资持续低迷，地产情况也不尽如人意，消费品依靠以旧换新政策的支持表现仍有望企稳反弹。

2 结论

国内节前政策刺激带来的利好情绪有所减弱，有色价格波动较大。精矿供应趋紧未变，Q4 季度铜精矿 TC/RC 加工费上调至 35 美元/吨和 3.5 美分/磅，炼厂利润修复，生产季节性或将有所提升。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%。铜价大涨后电网订单有所减弱，汽车、家电进入传统旺季，环比有一定增量，房地产需求维持低迷。总的来说，目前市场矛盾但还是在政策提振带来的预期走强和下游需求依旧偏弱，铜价将进入区间震荡偏强走势。

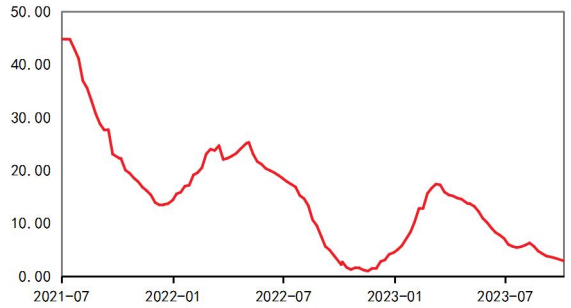
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



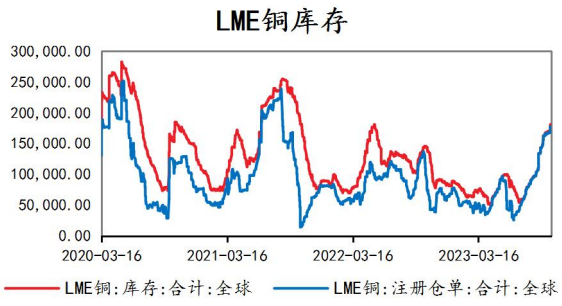
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



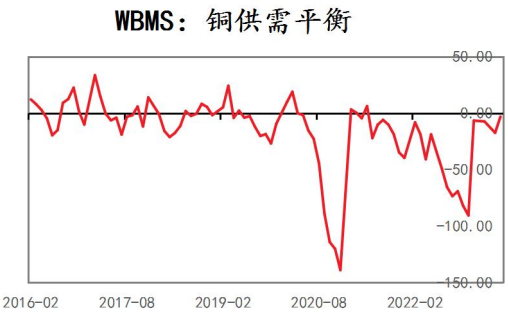
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



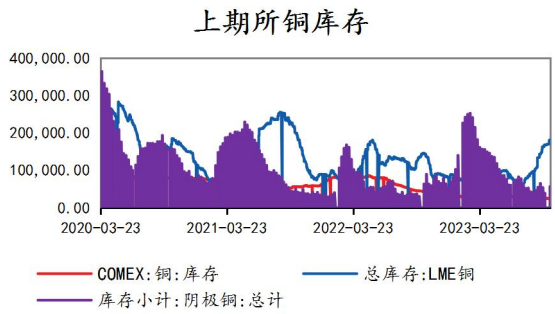
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



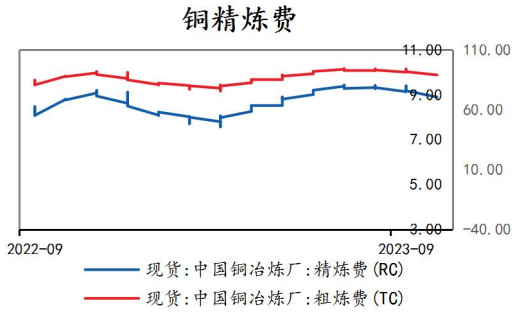
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，

进口方面，1-8 月中国精炼锌净进口量约 25.63 万吨，累计同比增 28.7%。6 月以 来比价表现较好，根据窗口推算四季度进口量预计维持高位，月均在 3-4 万吨左 右；国内冶炼减产也支持进口货物流入。

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。

据中汽协，9 月份，我国汽车产销量分别达 279.6 万辆和 280.9 万辆，环比分别增 12.2%和 14.5%，同比分别下降 1.9%和 1.7%，同比降幅收窄。财政局下拨专项资金用于支持老旧汽车报废更新。多地出台地方补贴政策。汽车以旧换新进展良好，车企纷纷推出置换购车补贴以鼓励汽车消费。2024 新能源下乡活动等政策刺激下，汽车表现仍可期。

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。10 月冶炼厂产量预计继续走高，产量恢复但水平偏低，以及节后进口锌锭涌入，供应端支撑有所减弱。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。上游内矿进入季节性减产，原料供应持续偏紧，当前支撑仍存，预计锌价震荡偏强运行。

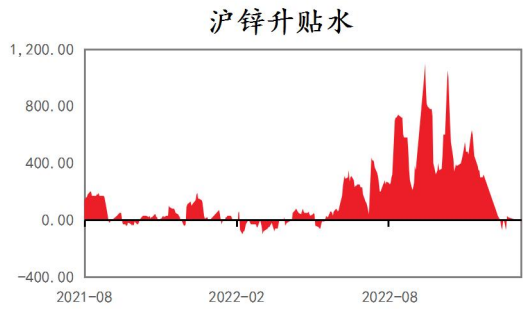
3 锌期货现货数据

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 地产政策力度不及预期

2024 年 10 月 17 日，住房和城乡建设部、财政部、自然资源部、央行、金融监管总局五部委联合召开了“介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况”的新闻发布会。会议内容可总结为“四个取消、四个降低、两个增加”。

- 取消：取消限购、限售、限价，以及普通住宅和非普通住宅标准。
- 降低：降低住房公积金贷款利率、首付比例、存量贷款利率，以及“卖旧买新”换购住房的税费负担。
- 增加：通过货币化安置房方式，新增实施 100 万套城中村和危旧房改造。
- 此外，会议还提到，年底前将“白名单”项目的信贷规模增加至 4 万亿元。

整体而言，本次发布会并未超出市场预期，更多是针对 9 月 24 日及 9 月 26 日人民银行和政治局会议政策的具体落实。对此，市场普遍认为该发布会不及预期，黑色系商品市场大幅下跌。

本轮政策从需求端发力，除了基本解除原有限制政策外，还通过扩大城中村改造货币化安置的空间，拉动市场销售，这是本次会议的最大亮点。具体来看，城中村改造是在 2023 年提出的，此前需改造的城中村总量为 170 万套，全国需改造的危旧房规模为 50 万套，合计 220 万套。

本次发布会提出通过货币化安置，新增 100 万套城中村和危旧房改造。相比 2015-2017 年平均每年 600 万套的棚改规模，以及 2008-2014 年间每年约 200 万套的改造规模，100 万套的体量相对较小。考虑到这些房屋分散在 35 个中大型城市，整体规模并不大。按每套房 100 平方米、均价 1 万元计算，现金补偿规模约为 1 万亿元。此外，近年来货币化安置以房票为主，对房价的刺激作用有限。

同时，会议还提到：“年底前，将‘白名单’项目的信贷规模增加到 4 万亿元。城市房地产融资协调机制要将所有符合条件的房地产项目纳入‘白名单’，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。”

目前，人民银行对开发商的贷款余额约为 13.7 万亿元，新增 4 万亿元对应的增量约为 30%，虽不算巨大，但也不可忽视。至少，这些资金用于“保交楼”已绰绰有余。

整体来看，地产政策反映出高层更倾向于托底房地产市场，尚未达到大力刺激的程度。但鉴于当前政策均来自顶层设计，跨部门协作紧密，且具有连贯性，本轮政策的不及预期并不代表未来政策也将不及预期。我们认为，后续地产政策仍有较大空间。

2 地产数据转折初现

- 1-9 月，新建商品房销售面积为 7.0 亿平方米，同比下降 17.1%，降幅较 1-8 月收窄 0.9 个百分点，9 月单月商品房销售面积为 1.0 亿平方米，同比下降 11.0%，降幅较 8 月收窄 1.6 个百分点。

- 1-9 月，新建商品房销售额为 6.9 万亿元，同比下降 22.7%，降幅较 1-8 月收窄 0.9 个百分点，9 月单月商品房销售额为 0.9 万亿元，同比下降 16.3%，降幅较 8 月收窄 0.9 个百分点。
- 1-9 月房地产开发投资额同比下降 10.1%；房屋新开工面积同比下降 22.2%，连续 7 个月降幅收窄。
- 1-9 月，全国房屋新开工面积为 5.6 亿平方米，同比下降 22.2%，降幅较 1-8 月收窄 0.3 个百分点；9 月单月，全国房屋新开工面积约为 6586 万平方米，同比下降 19.9%。其中，住宅新开工面积为 4.1 亿平方米，同比下降 22.4%，降幅较 1-8 月收窄 0.6 个百分点。
- 1-9 月，全国房屋施工面积为 71.6 亿平方米，同比下降 12.2%。其中，住宅施工面积为 50.1 亿平方米，同比下降 12.7%。
- 1-9 月，全国房屋竣工面积为 3.7 亿平方米，同比下降 24.4%。其中，住宅竣工面积为 2.7 亿平方米，同比下降 23.9%。

整体而言，地产仍处于下行周期，但 9 月销售数据与新开工面积跌幅都有收窄的迹象，特别是销售面积累积同比已连续 4 个月收窄，销售额更是连续 5 个月收窄。我们认为随着政策的持续加码，后续地产数据与市场信心有望走向正循环。

3 铁水持续回升 库存去化

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 88.0%，环比上升 0.5 个百分点，同比上升 2.6 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 49.0%，环比上升 1.9 个百分点，同比下降 4.3 个百分点。五大品种钢材的周产量为 873.42 万吨，环比上升 1.1%，同比下降 3.1%。上周长流程产量持续回升，日均铁水产量增加 1.3 万吨至 234.4 万吨，增幅较上周收窄。近期吨钢利润修复至阶段高位，钢厂复产意愿较强，螺纹钢的增产明显。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 876.1 万吨，环比下降 4.2%，同比下降 18.5%。钢厂库存为 396.5 万吨，环比上升 0.3%，同比下降 14.2%。钢材总库存环比下降 2.9%，降幅较上周扩大 1.8 个百分点。社会库存去化的同时，厂库出现累积。

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 911.0 万吨，环比上升 2.0%，同比下降 5.8%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 257.8 万吨，环比上升 3.8%，同比下降 14.0%。上周五大品种钢材的表需继续走强，螺纹钢的增幅明显。建筑钢材的周成交量为 11.2 万吨，环比下降 15.6%。

上周钢材现货价格普遍走弱，主流钢材品种的即期毛利小幅下行。247 家钢厂的盈利率增至 74.5%，环比上升 3.0 个百分点。

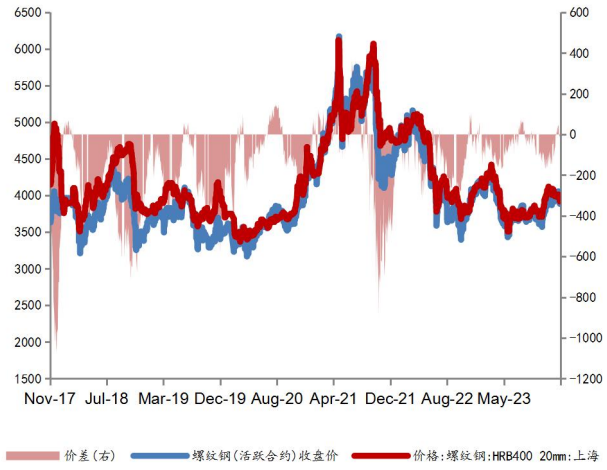
4 小结

上周，住房和城乡建设部、财政部、央行等五部委联合召开新闻发布会。根据发布会内容，整体政策并未超出市场预期，甚至低于预期水平，导致黑色系商品大幅下跌。尽管自 9 月 24 日以来市场政策逐步走强，但黑色系市场基本面的好转仍需时日，强政策预期缺乏基本面支撑，

走弱在所难免。然而，随着下半年财政政策的持续发力和地产政策的不断加码，基本面最差的时期或已过去。在此背景下，不宜追空。

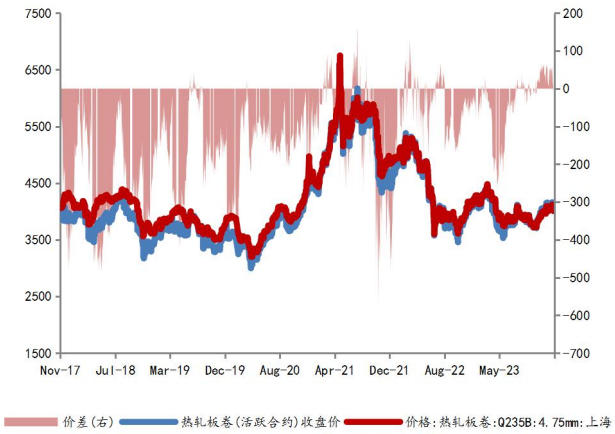
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



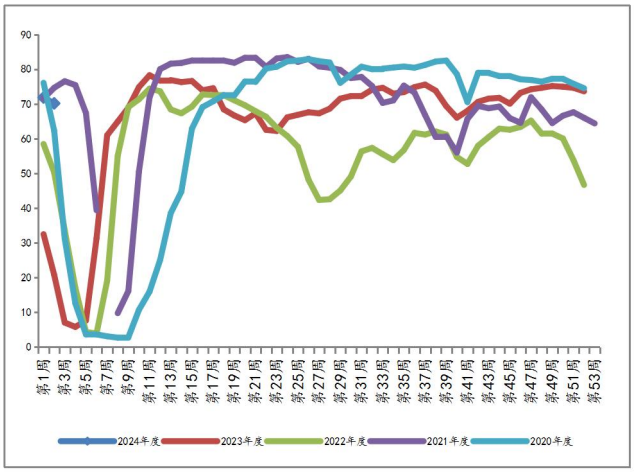
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



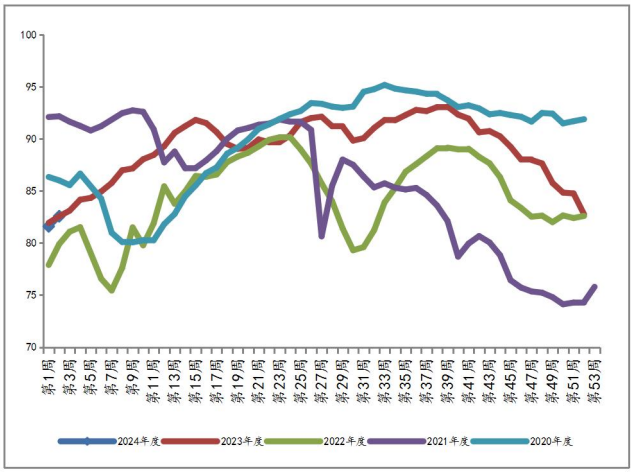
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



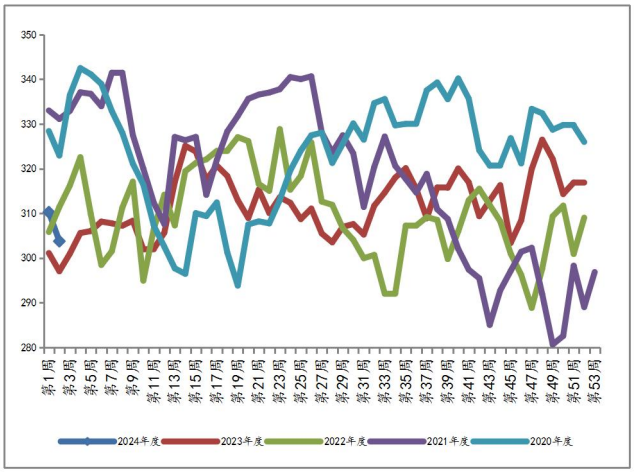
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



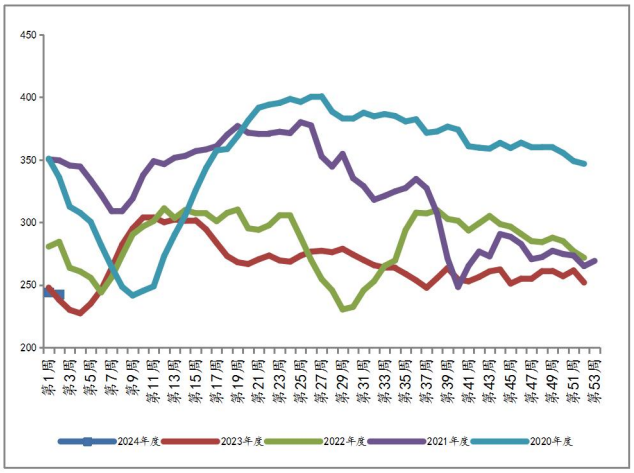
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



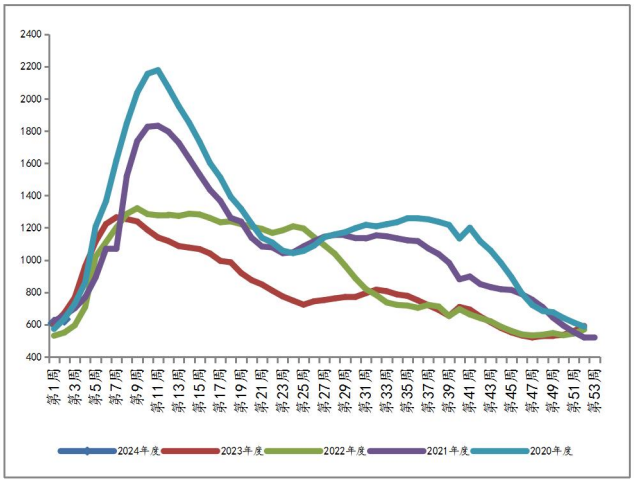
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



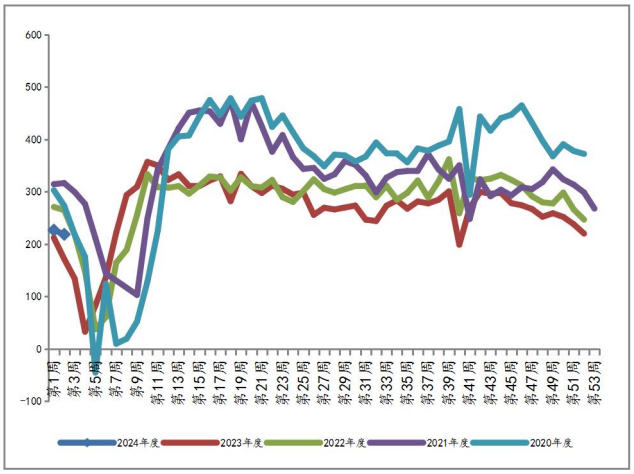
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 中东局势对抗升级

近月以来，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，外界担忧此举会引来后续的报复行动。

回顾本轮中东地区的系列冲突，自 2023 年阿克萨洪水事件以来，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。到目前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。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。

2 伊朗油田暂未遇袭

当下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。

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。

好消息是在美国的斡旋下，到目前为止以色列表现还算相对克制。据外媒援引消息，以色列对美方透露，计划仅对伊朗的军事设施进行打击，而非此前传闻的石油甚至核设施。这种相对有限的报复行动，降低了大规模战争爆发的风险，不太可能对能源安全构成重大威胁，中东局势阶段性有所降温。

3 常规供应预计回升

无论伊朗事态如何发展，预计今年年底至明年初，沙特领导 OPEC 大概率将恢复更多的原油供给，而任何区域性断供都会给该组织留出更大的增产空间。下一次 OPEC+部长级会议在 12 月初举行，阿联酋、伊拉克等成员国主张增产，加上哈萨克斯坦、尼日利亚难以约束，都使得限产计划再次风雨飘摇。

非 OPEC+产油国方面，美国、加拿大、巴西原油产量高位攀升，尤其是美国高达 1300 万桶/日以上的产量已经超过了历史上任何一个产油国，且由于钻井效率提高等技术进步，本轮页岩油高产期可能会持续到 2026 年。另外，利比亚国家石油公司(NOC)宣布，该国原油产量已恢复至两派矛盾激化前的水平，达到 125 万桶/日，在伊朗面临供应风险的同时，这一消息缓解了一部分对中断的担忧。

综上，如果原油供应端维持稳定地渐进式放宽，到明年一季度出现显著过剩几乎没有悬念。

4 需求前景一片晦暗

OPEC 在最新一期月报中，连续第三个月下调了对今明两年全球原油需求的预测，该组织已经意识到或将进入一段艰难时期，市场对未来供需走弱的基本看法难改。OPEC 报告数据显示，预计 2024 年全球原油需求增长 193 万桶/日，2025 年需求增长 164 万桶/日，理由是亚洲等地区消费增速不及预期。即便如此，OPEC 预估值下修后仍比其他主流机构乐观的多，国际能源署（IEA）预计 2024 年全球原油需求增长仅有 90 万桶/日。

从全球第一大原油消费国来看，美国能源需求未来半年左右或将难有起色。产业层面上，随着气温下降，三季度北美出行旺季已经结束，汽油需求表现平淡，美国炼厂裂解利润持续回落。预计四季度美国汽油消费季节性下滑，油品需求整体都将边际减弱，炼厂利润将被压缩在低位，美国原油需求偏弱将对油价带来下行压力。宏观层面上，美联储已经开启降息周期，然而控通胀前提下进一步刺激经济增长的难度较大，非农就业情况也面临较大不确定性，市场对美国经济和消费增长持担忧情绪。

5 地缘政治二极演化

中东地缘政治局势陡然升级，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。接下来应首要关注国际局势演变，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，尽管激进多头押注地缘风险推高油价，但全球原油总供应量和闲置产能如此充裕，在需求增长放缓的趋势下，未来长期必然面临过剩压力；但另一方面，美国难以有效约束以色列的行径，假设在极端情景下，伊朗原油设施一旦遭受任何损失，都会令市场预期发生 180 度转向。

关于原油供应端的黑天鹅事件，我们认为，无论俄乌开战时的高度溢价，还是过去数月的习惯性无视，都是有失偏颇的态度。而当前 75 美元左右的原油价格，能够较为公允地反映出地缘政治风险的合理估值，市场充分但不过分地看待供应体系安全问题。这使得投资者心态更加谨慎，短期内原油供需平衡持观望态度，未来走势仍存在诸多不确定性。

6 区间震荡前高后底

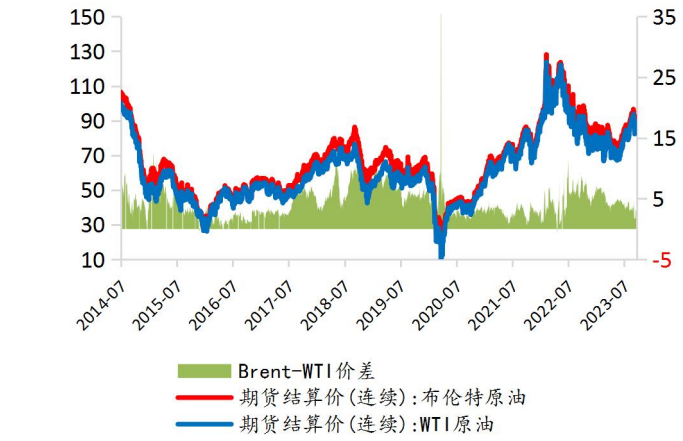
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

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。

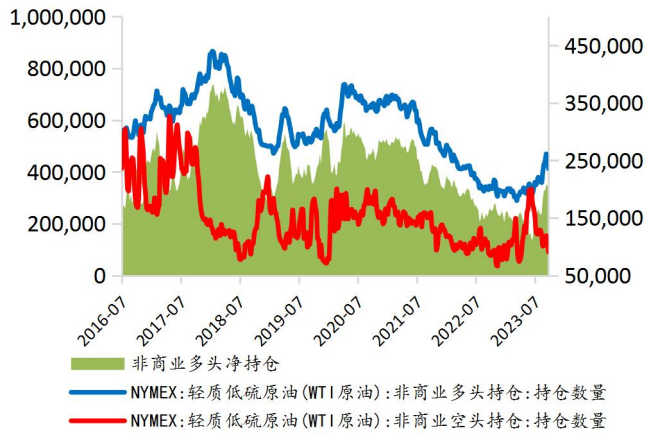
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



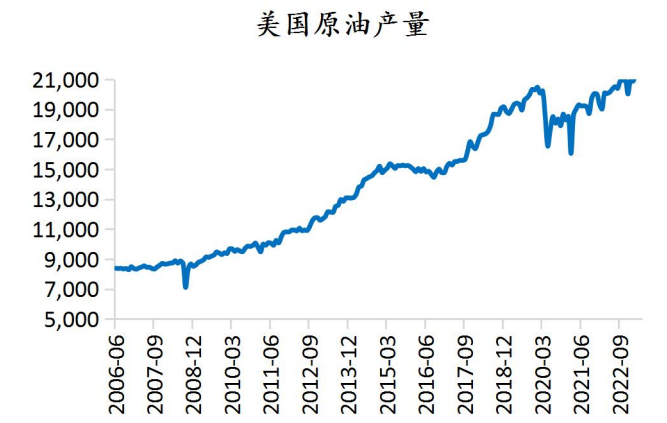
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



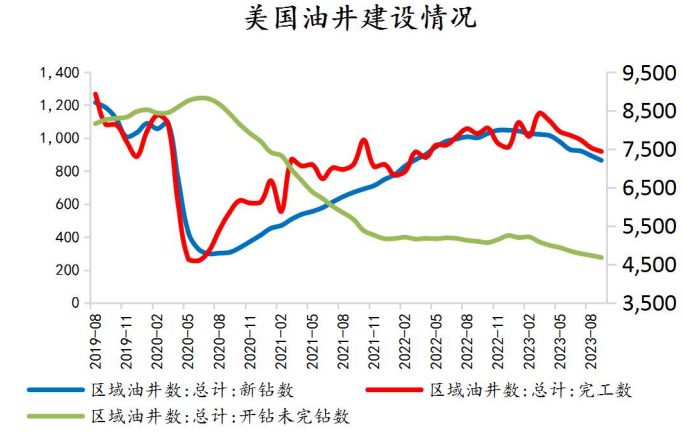
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



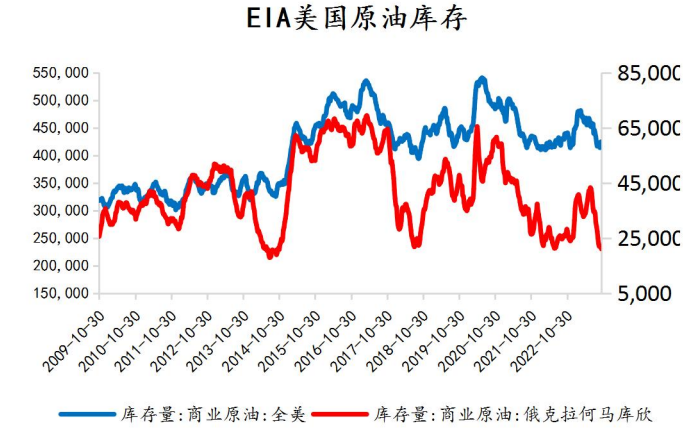
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



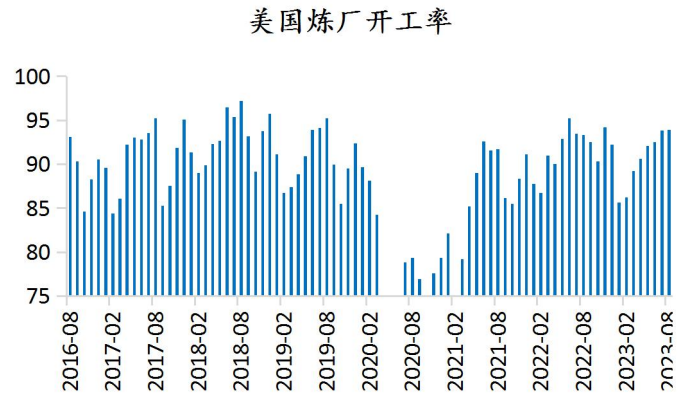
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



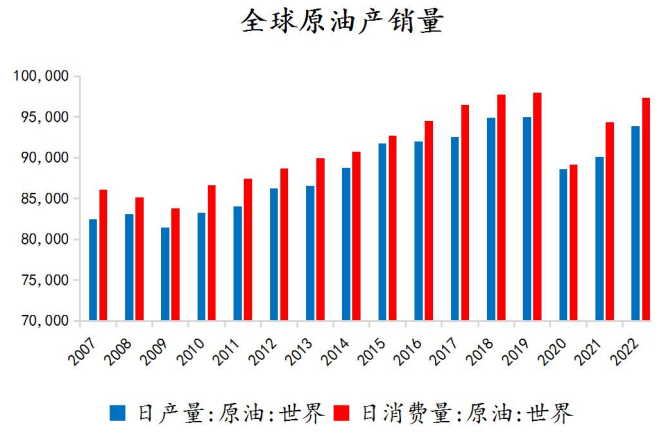
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 沪胶多空分歧加剧

天然橡胶价格止涨回落，多空分歧进一步加剧，多头炒作天气题材的预期，空头基于需求证伪的现实。

近期，泰国南部和云南版纳主产区仍有阴雨天气，但随着雨季过去降水量有所减少，今年全球天然橡胶减产成为业界共识，但这一利好因素已经被充分计价。接下来要看增产期向高产期过渡是否顺利，11 月东南亚原料上量叠加云南产出达峰，是一年中供应兑现最集中的时期，如果天气正常将会对胶价构成打压。

另一方面，今年金九银十汽车轮胎消费同比往年一般，橡胶价格高企反过来抑制轮胎企业利润，即便降息和地产等刺激政策出台，短时间内也难以对实体经济产生立竿见影的提振效果。因此，我们认为天然橡胶价格或已阶段性见顶，虽不排除后期旺产季出现极端天气，但至少目前存在一定回调整理的需要，多单宜获利了结转离场观望。

2 天气仍是核心因素

今年天然橡胶价格显著上涨，已经创下近五年以来新高，原因是基本面供需关系，经济刺激政策和金融属性等多重因素的综合作用，其中首要是天气因素影响。

最直观来看，在实际需求并未显著改善的情况下，天然橡胶价格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。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。

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。诚然，目前市场上充斥着短期性的投机炒作，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。

3 海内外进入旺产季

天然橡胶上游具有明显的农产品季节性特征，通常每年 10 月全球天然橡胶主产区将陆续转入旺产季，随着近期天气好转，题材炒作消退后胶价明显回调。

雨季过后降雨等天气扰动减轻，割胶作业迅速恢复，胶水产出季节性提升。据了解，云南版纳地区景洪市胶林顺利进入高产期，今年天然橡胶价格回暖令胶农割胶积极性高涨，旺季增产增收的预期较强。前期降雨充足也有利于橡胶树高产，如果后续风调雨顺，则市场风险情绪将转弱。同时，随着期现市场橡胶价格上涨，泰国加工厂利润修复后排产好转，预计出口量将呈放大趋势，预计国内现货市场供应量也将随进口出现回升。

四季度海内外天然橡胶产出将保持季节性攀升态势，不过全球天然橡胶产能周期已经达峰，供

应增长空间有限，往年过剩的景象或难再现。

4 去库阶段仍未结束

上游新胶产出随时间推移季节性增加，但 2024 年度全球总供应将呈现减产，目前现货端仍有较强的成本支撑。从库存变化趋势来看，超长的持续去库周期，是纵贯今年大部分时间的利多主线之一。截至 2024 年十一节后，中国天然橡胶社会库存总量为 114.2 万吨，较节前下降 0.55 万吨或 0.5%；其中深色胶库存为 66.3 万吨，环比下降 0.34%。

不过和高价形成鲜明对比的是，现货市场交投氛围一般，下游企业难以承受成本，厂商采购意愿消极，实盘成交多有价无市。另一方面，橡胶价格高企会刺激旺产季大量新增供应，前期过多的雨水虽然阻碍割胶，但土壤保水增墒令高产可期。因此，胶价高位要想站稳，不仅依靠金融属性和题材炒作，主要还得有供需平衡收紧的配合。

5 金九银十差强人意

天然橡胶价格逐渐回归理性，要想长期维持在高位，不能只有炒作情绪，还需下游及终端的配合。

国内轮胎企业产能利用率近期表现尚可，统计数据显示，十一节后全钢胎样本企业开工率为 42.31%，环比持稳但同比下滑 22%；半钢胎样本企业开工率为 78.77%，同环比均小幅上涨。由于成品库存积压严重，全钢胎企业假期多安排检修，节后复工复产进度一般，预计后期产能利用率提升有限。中汽协统计显示，9 月中国汽车市场产销量分别达 279.6 万辆和 280.9 万辆，环比分别增长 12.2%和 14.5%，同比分别下降 1.9%和 1.7%；1-9 月，中国汽车产销量达 2147 万辆和 2157.1 万辆，比去年同期分别增长 1.9%和 2.4%。

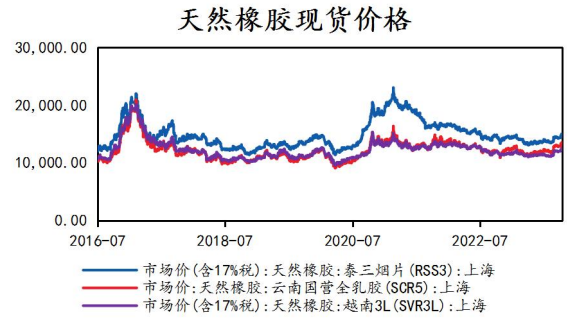
综上可见，今年金九银十终端消费交出一份及格的答卷，近段时期天然橡胶供需均较为稳定，预计短时间内胶价高位整理运行。

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



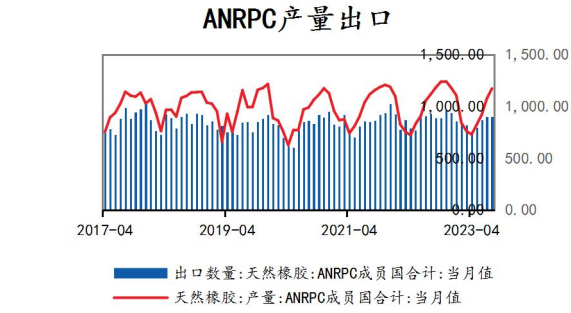
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



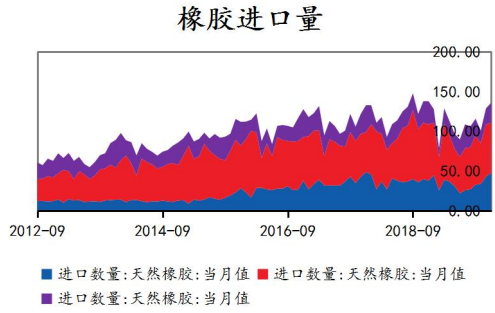
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



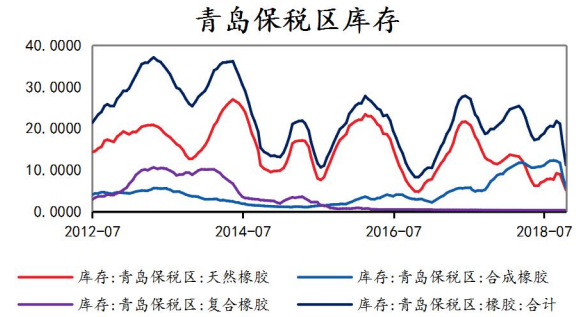
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



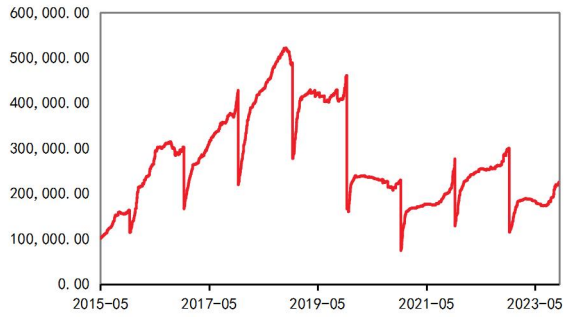
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



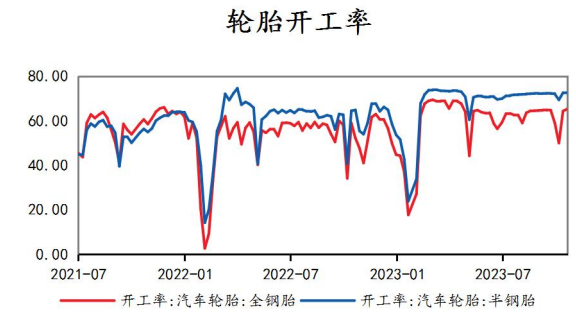
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



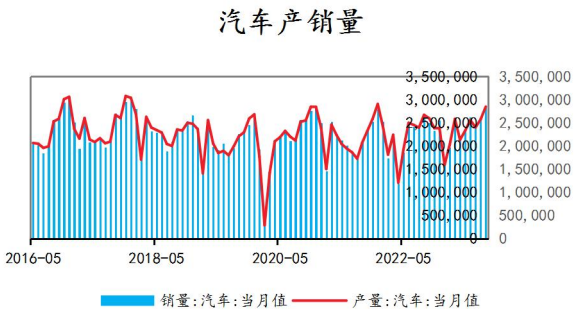
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆失守千点关口，国内豆类市场延续油强粕弱

1 外部豆类市场分析

美豆收割进度加快，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 13 日当周，美豆收割率为 67%，高于市场预期的 64%和去年同期的 57%以及五年均值的 51%。新豆集中上市形成的季节性供给压力持续显现。2024 年美豆丰产已成定局，美国农业部在 10 月供需报告中预计 2024 年美国大豆产量为 1.247 亿吨，同比增加 1143 万吨。增产压力是近期美豆价格重回 1000 美分之下运行的内在原因。

巴西大豆播种进度偏慢，近期降雨预报有望缓解种植压力

农业咨询机构 AgRural 近日表示，截至 10 月 10 日，巴西大豆种植率为 8.2%，远低于去年同期的 17%，为 2020/2021 年度以来同期最慢。巴西大豆播种窗口期较长，近日出现的降雨有助于改善种植条件。目前各机构仍对巴西大豆产量预估值保持创纪录的乐观预期。其中巴西国家作物机构 Conab 本周首次对新年度大豆作出预估，该机构预计巴西大豆产量将达到 1.6605 亿吨，同比增加 12.7%。美国农业部在 10 月供需报告中维持巴西大豆 1.69 亿吨产量的预估，显示当前巴西大豆种植进度偏慢可能引发的减产担忧并未获得权威机构的认可。

马来西亚棕榈油减产季提前到来，提振棕榈油价格抗跌

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，10 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比减少 7.6%。每年 11 月至次年二月通常是马来西亚棕榈油季节性减产阶段，从目前棕榈油产量数据看，马来西亚棕榈油减产周期可能提前到来。三家船运调查机构预估 10 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口环比增长 14%-27.1%，其中对印度出口增幅明显。10 月上半月出口增加、产量下滑为马来西亚棕榈油走强提供内在支撑。

2 国内豆类市场分析

中国 9 月进口大豆 1137.1 万吨，同比增幅近 60%

国家海关总署发布的数据显示，中国 9 月份大豆进口量达到 1137 万吨，接近上月创下的纪录水平 1214 万吨，较上年同期的约 715 万吨增加了 59%，为历年同期最高进口量。1-9 月累计进口量为 8184.9 万吨，同比增加 8.1%。近几个月美豆价格因增产压力而大幅下跌，中国进口商抓住国际大豆价格偏低的机会积极采购。与此同时，市场担忧 11 月美国大选后，中美贸易局势可能影响大豆进口,提前扩大采购量也是 9 月份大豆进口量出现超预期增长的重要原因之一。

豆粕保持去库节奏，绝对库存量依然偏高

中国粮油商务网监测数据显示，上周国内豆粕库存量为 108.5 万吨，周度减少 5.3 万吨。国内豆粕库存延续去库节奏，但受国内进口大豆库存宽松影响，当前油厂周度大豆压榨量在 210 万吨左右，豆粕库存量虽较年内高点下降，但仍较历年同期大幅偏高。船期监测显示，四季度中国进口大豆买船减少，预计 10-12 月进口大豆到港量分别为 700 万吨、850 万吨和 880 万吨，预计 2024 年中国累计进口大豆量将超过 1.亿吨。受三季度进口大豆数量激增影响，目前国内大豆库存远超去年，预计四季度油厂大豆供给较去年更为宽松。

内外盘油脂保持强势联动，国内油强粕弱格局持续强化

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 219.3 万吨，周度下

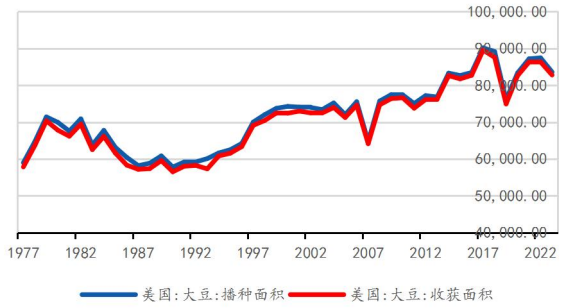
降 7.72 万吨，其中豆油和棕榈油库存降幅超过菜油库存的回升。产地棕榈油高位运行，对国内棕榈油的成本提振效应较强，是近期国内油脂市场整体抗跌的主要动力。进口大豆价格因多个主产国增产而保持弱势，豆油市场在供给压力下主动上涨动力不足，与棕榈油的贴水程度持续扩大。与此同时，美豆的下跌压力集中在豆粕市场释放，也为豆油抗跌带来支撑。国内豆类市场油粕比值已接近 2.8 高位，在当前市场环境下，油强粕弱格局有望继续深化。

3 油脂油料市场展望

2024 年美豆收割接近尾声，新豆集中上市形成的季节性供应压力需要时间消化。巴西大豆播种虽落后，但仍有较大改善空间，权威机构继续保持对巴西大豆产量创纪录的预测，缺少减产炒作，全球大豆供过于求的程度扩大仍不利于美豆价格摆脱弱势。美豆重回 1000 美分之下运行，国内豆粕市场在成本驱动下重回弱势调整状态。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。国内豆粕库存维持高位，油厂挺粕动力不足，豆粕市场整体尚未脱离偏弱运行节奏。油脂市场受外盘影响较大，尤其是马来西亚棕榈油提前进入减产周期，供弱需强继续为棕榈油强势运行提供动力。与此同时，中东局势动荡和美国大选等不确定因素对市场的干扰也在增强。由于油脂板块累计涨幅较大，随着高位多空分歧扩大，获利回吐情绪可能增加盘面振幅。豆一期货市场维持弱势运行，产区大豆收割基本结束，新豆价格偏低且成交清淡，如无利多政策提振，供需失衡将使国产大豆市场难以摆脱目前的低迷状态。

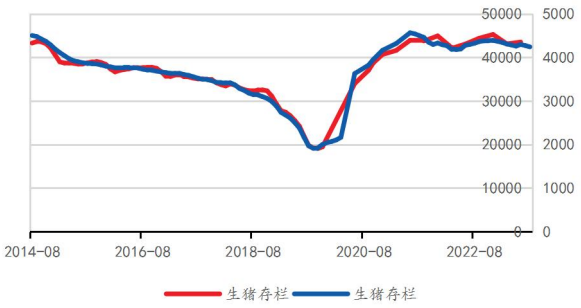
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



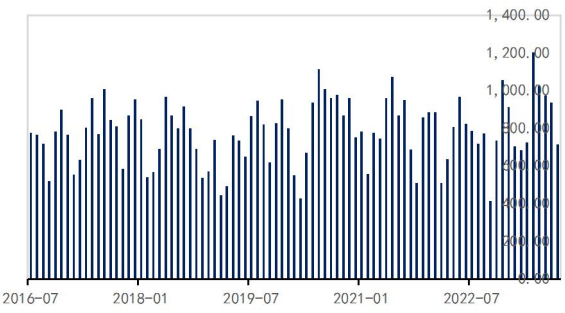
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



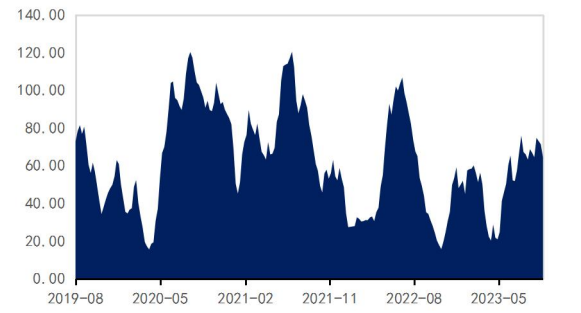
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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