中金财富期货策略周报（2024 年第 37 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：Z0015324

liushen@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

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

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：目前看商品市场仍处在“强预期、弱现实”的阶段。随着一系列政策陆续出台，市场关注的焦点转向“特朗普”交易，角度集中在通胀影响，以及贸易关税对我国经济的影响。预计特朗普上台对美国权益资产的风险偏好有不利影响，对于内盘定价的工业品影响可能有限，特朗普上台甚至会提升政策加码的预期。

股指期货：国内稳增长政策与美国大选靴子待落地，同时金九银十之后淡季临近，在一定程度上会扰动市场情绪，指数短期内维持震荡的概率较大。“政策底”已现，应淡化指数短期波动，重视结构，积极关注指数调整之后的买入机会。

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。T 加工费快速上涨，供给边际出现好转，但整体仍维持在低位，叠加国内精铜矿港口库存刷新逾 4 年新高，铜价涨幅或受限。9 月国内精铜杆、再生铜杆、铜管产能利用率环比均出现回升，节后市场消费情绪有所走弱。总的来说，当下市场的主要矛盾为政策提振带来的预期走强对比刺激政策落地情况尚不明朗，预计后市偏强震荡。

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。近期锌矿加工费有一定松动，加工费出现上调，锌精矿紧缺程度大幅好转，冶炼企业进行备库。四季度冬储加剧炼厂对于矿端资源争夺，精炼锌产量维持低位。海外欧洲炼厂利润倒挂，供应压力边际减弱，现货溢价走高反映市场对于精炼锌供应偏紧的紧张情绪。传统旺季已步入尾声，北方天气转冷后，终端开工将进一步受限，锌价承压运行。

钢材：进入到 10 月最后一周，政策预期再度走强，11 月 4-8 日全国人大常委会与政治局会议将召开，财政政策有望超预期。此外，中钢协也在上周推动钢企的充足和退出机制，钢市政策底有望进一步向基本面底转变。

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 年美豆收割已近尾声，旺盛的出口需求和巴西大豆播种进度滞后等利多因素缓解了美豆季节性供应压力，但多数机构保持对巴西大豆产量的乐观前景，天气因素也存在较大改善空间。在南美大豆出现持续性减产炒作题材前，全球大豆供给宽松程度扩大，美豆市场因上行驱动不足而维持震荡偏弱状态。国内豆粕市场因成本驱动偏弱叠加库存宽松而与美豆呈现跟涨不跟跌状态。中加菜籽贸易前景存有较大不确定性，菜粕市场仍对两国相关政策较为敏感，但季节性需求淡季的影响同样较大。东南亚棕榈油主产国利多政策频出，推动棕榈油价格强势运行，国内棕榈油完全依赖进口，成本联动是国内棕榈油价格及整个油脂板块持续走强的主要原因。由于进口利润倒挂，棕榈油进口短期内难以快速增加，国内棕榈油供给预期偏紧，刚需因素也为棕榈油价格高位运行提供支撑。豆一期货市场经过短暂止跌后重回弱势，产区现货价格偏低且成交清淡，如无利多政策提振，供需失衡将继续主导国产大豆市场低迷行情。

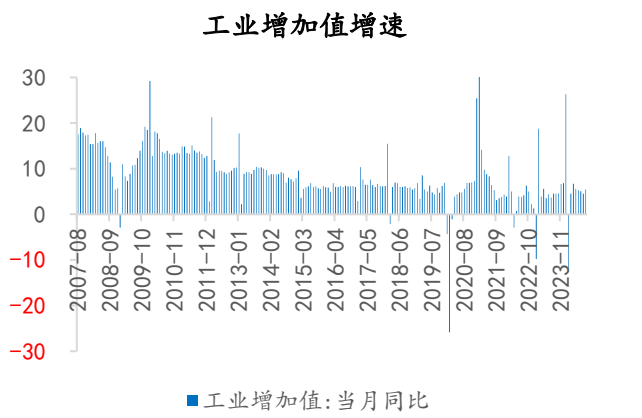
目录

周度策略：“特朗普交易”进入关键时期 ..... - 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 高频数据：国内经济增长动能上升势头有所放缓 ..... - 7 -
3 特朗普交易影响人民币汇率 ..... - 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 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 政策力度有望继续走强 ..... - 16 -
2 中钢协：加快产能治理和联合重组 ..... - 16 -
3 铁水持续回升 库存去化速度放缓 ..... - 17 -
4 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 地缘政治二极演化 ..... - 20 -
2 平衡格局转向宽松 ..... - 20 -
3 能源消费预期见顶 ..... - 20 -
4 内需尚未显著起色 ..... - 21 -
5 特朗普交易引关注 ..... - 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 原料上量天气退潮 ..... - 24 -
2 现货紧俏有价无市 ..... - 24 -
3 金九银十差强人意 ..... - 24 -
4 EUDR 法案延期执行 ..... - 24 -
5 供需双增旺季模式 ..... - 25 -
6 胶价重拾上升趋势 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：产地棕榈油利多题材发酵，国内油脂强势突破 ..... - 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 -

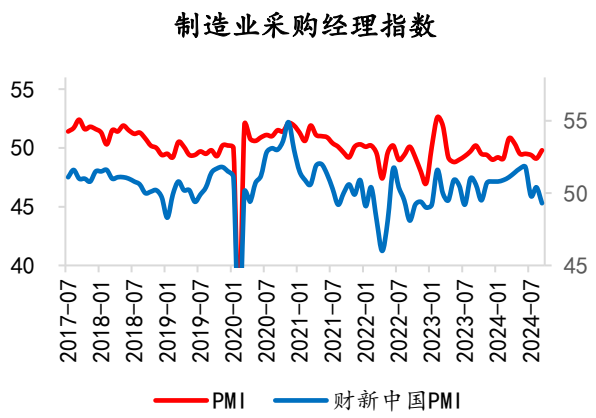
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



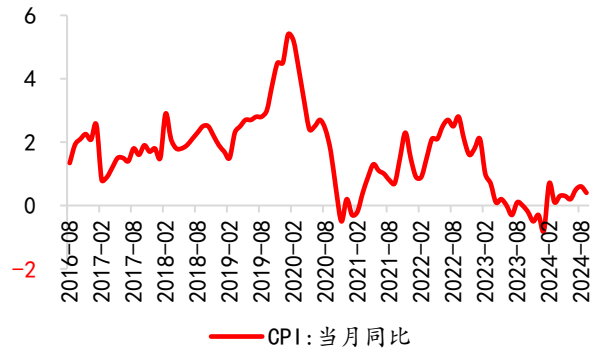
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



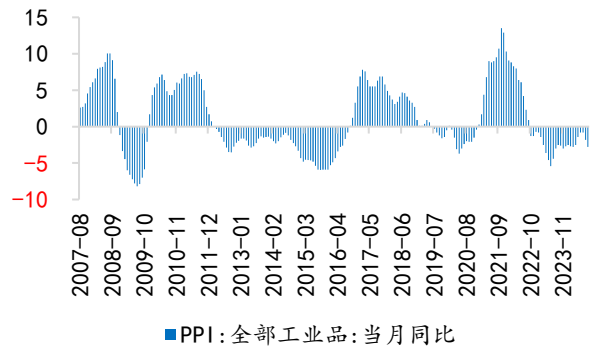
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



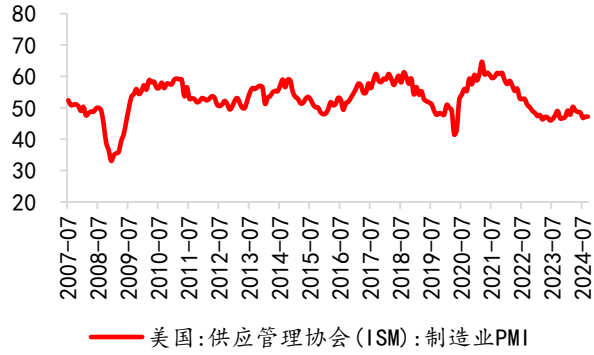
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



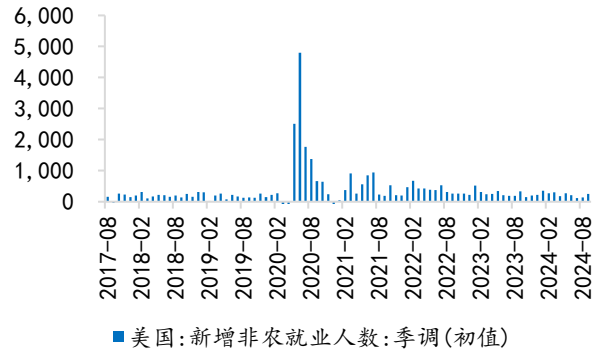
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：“特朗普交易”进入关键时期

美国大选即将进入最为关键的时期，如果特朗普当选，市场关注的点将集中在货币（低利率）、财政（低税率）、贸易（高关税）这三个政策，要么强化其中两个并弱化另一个，要么在节奏要有优先顺序。无论如何，特朗普是否上台，以及上台后政策主张是否会发行变化，都是短期内影响资本市场的重要因素

市场对政策的预期对盘面影响较大

国庆过后，市场的大幅震荡在一定程度上出乎市场的预料，因此很多人把希望寄托在之后的国新办财政部发布会，认为这是在近期政策组合拳的最后一块也是最重要的一块拼图。虽然财政部会议上没有给出明确的数字，但财政部长对化解地方政府隐性债务和实现今年预算收支的表态还是令市场找到了亮点。之后以住建部为首的五部委对促进房地产市场平稳健康发展又给出了一系列政策指引，其中关于城中村改造和白名单扩容的两项增量政策也让市场看到了中央对于稳定房地产市场的态度和决心。

当下主要中央部委基本已经接连亮相，这一阶段的政策组合拳逐渐接近尾声，未来一段时间会进入观察期。关注前期政策的落地速度和实施效果，例如房地产政策落地对销售和房价走势的影响、国债和专项债发行和使用情况、货币金融数据的改善，以及以上因素对经济基本面的影响，例如消费、投资的影响。虽然短期内一揽子政策和定调极大改善了投资者预期和推动市场大幅反弹，但经济基本面的筑底和改善还需要一段时间。我们预计今年 4 季度和明年 1 季度，中国经济在房地产投资止跌的推动下筑底，2 季度在基建和消费改善的推动下开始实质性企稳回升。在企业盈利改善接棒上涨动力之前，维持投资者信心依然需要政策面的持续跟进和配合。

当下出台的一揽子政策不可能解决所有问题，最大的贡献在于使得目前的一系列问题变得可控，在宏观层面显著降低了不确定性。

从经济的角度看，当下经济增长的积极因素逐渐增多。但是需要注意的是，如果实现全年 5%的经济增长目标下，第四季度实际 GDP 同比增速需要达到 5.3%，环比增速也要达到 2.0%左右。若以此为标准，意味着政策在力度和持续性上仍会有所作为。

因此，即便短期不再有大规模政策出台，经济数据可能暂时没有太大改善，但改革预期可以实现提振预期的效果。对于商品市场而言，“强预期、弱现实”的态势没有明显变化。

海外，“特朗普交易”盛行

如果特朗普再次上任，美元可能面临相似的情况。先是延长减税带来的经济繁荣先推动美元走强，但为了弥补财政缺口，加征关税可能带来滞胀，进一步提高财政赤字和债务上限又会削弱美元信用，两者都会抵消美元走强的势头，联储在两难之下被迫选择降息，也会进一步导致美元走弱。美股的影响积极，美债的收益率曲线将会变得陡峭。尽管贸易政策的不可预见性可能对市场短期风险偏好造成冲击，但从 2016 年到 2020 年的情况来，2016 年和 2017 年 A 股表现不错，2018 年市场受贸易战和经济影响是熊市，2019 年市场反弹，2020 年是牛市。

特朗普上台对通胀预期影响较大。在供需缺口尚未完全消除的情况下，降息后带来的需求回升，叠加特朗普主张的加征关税、收紧移民等政策，将进一步放大供需缺口，使得美国经济面临“再

通胀风险”。我们预计在 10%/60%全面加征关税、适度/严格收紧移民政策的不同情景下，2025 年美国通胀中枢将抬升 2.3-4.1 个百分点。如果考虑尽快放松原油开采，若油价降至 50 美元/桶左右，将带动美国通胀下行 1.2 个百分点，最终对应 1.1-2.9 个百分点的通胀中枢抬升。

另外，假设特朗普驱逐非法移民 130 万/830 万人（前者参考美国在 1950 年代艾森豪威尔时期采取的历史上最大规模的驱逐行动，后者则是驱逐所有非法移民），对应美国通胀将在 2025 年上升 0.35/2.2 个百分点。

国内方面，如果特朗普上台，预计市场对政策的预期更加强烈。近期工业品的整体反弹表达了市场对宽松货币和中国政策发力下对需求端回暖的期待。短期并没有类似衰退情景的担忧，美国无论是哪个党派赢得选举，都将有进一步的经济政策支持出炉，只不过特朗普上台影响更甚，市场的乐观情绪将在相当一段时间内延续。

图表 1：美国大选：预测



资料来源：华尔街日报，中金财富期货

关注内需复苏的力度

目前看商品市场仍处在“强预期、弱现实”的阶段。随着一系列政策陆续出台，市场关注的焦点转向“特朗普”交易，角度集中在通胀影响，以及贸易关税对我国经济的影响。预计特朗普上台对美国权益资产的风险偏好有不利影响，对于内盘定价的工业品影响可能有限，特朗普上台甚至会提升政策加码的预期。

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 26 日	国常会：持续抓好一揽子增量政策的落地落实	更加注重政策和市场的互动。	稳地产力度加强
	10 月 24 日	5000 亿元互换便利（SFISF）的“弹药”就位	中金首次使用该工具进军股市	稳资本市场进入实质阶段
数据	10 月 22 日	中国“降息”，LPR 下调 25BP	为历史单次最大降幅	下调力度创历史之最，仍超出此前预期
	10 月 25 日	欧元区 10 月制造业 PMI 持续低迷	德国制造业好于预期	法国全面加速萎缩
事件	10 月 25 日	金砖国家领导人第十六次会晤喀山宣言	宣言重申秉持互尊互谅、主权平等、团结民主、开放包容、深化合作、协商一致的金砖精神	进一步强化政治安全、经贸财金、人文交流“三轮驱动

资料来源：中金财富期货研究所

2 高频数据：国内经济增长动能上升势头有所放缓

国内经济增长动能上升势头有所放缓。上周高频宏观扩散指数 A 转负，指数 B 小幅下行。从分项来看，上周投资领域景气继续上行，消费领域景气变化不大，房地产领域景气有所回落。从季节性比较来看，上周指数 B 标准化后小幅下行，上周指数表现逊于历史平均水平，指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能上升势头有所放缓。

基于高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，上证综合指数偏高，预计本周十年期国债利率将上行，上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）上周食品价格下跌，非食品价格上涨。预计 2024 年 10 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%，10 月 CPI 同比或小幅回落至 0.3%。

（2）10 月上旬国内流通领域生产资料价格大幅上涨，10 月中旬有所回落但幅度不大，显示稳增长政策发力背景下工业品价格出现企稳回升的迹象。预计 2024 年 10 月国内 PPI 环比约为 0.5%，PPI 同比回升至-2.3%。

9 月工业企业利润单月同比进一步下滑至-27.1%（8 月为-17.8%），再创 2012 年有数据以来次低（仅高于 2020 年 3 月），基数回升外，直观原因是产品出厂价格回落、营业成本上升导致利润率下降，本质原因还是需求不足。往后看，鉴于 9 月底以来一揽子增量政策相继出台，预计四季度企业盈利有望修复、但整体水平可能延续偏弱，也即 9 月企业盈利大概率触底；短期紧盯本轮财政扩张的实际力度。

3 特朗普交易影响人民币汇率

近期大类资产的宏观交易主线从降息预期切换到再通胀，美元走强打压人民币。当前，由事件驱动的人民币贬值压力已经基本释放，后续人民币汇率波动率放大时点或在 11 月初。即便极端情况发生，人民币对美元贬值有“顶”，但可能会重现“三价背离”。考虑到国内政策的重要观测时点与美国大选结果出炉时点可能重合，通过内生动力对冲外部波动的可能性较大，从而为国内风险资产提供一定安全垫，也为人民币币值稳定提供一定支撑。

宏观交易主线切换到再通胀，美元走强打压人民币。回溯来看，本轮人民币贬值最大的驱动力量来自外部。9 月下旬美元指数见底反弹，人民币对美元贬值时间点与美元指数反弹时间点重合，并且随着美元走强，非美货币比如日元、欧元均走弱。而美元走强实质上反映的是大类资产的宏观交易主线从降息预期切换到再通胀。主要大类资产中，美债、黄金、美元市场表现都较为积极。

由事件驱动的人民币贬值压力已经基本释放。当前，美元兑人民币即期汇率大致围绕 7.13 双向波动，强美元下的人民币贬值压力已经大部分释放。从贬值预期来看，12 个月 NDF 贬值到 6.95 之后小幅回调，意味着远期贬值的风险并未进一步抬升。

从外部因素来看，美元继续走强需要更多利好支撑。比如，再通胀交易的主线持续发酵，降息预期进一步降温，这取决于 11 月初的美国大选最终结果。从当前两党选情来看，必争之地——七大摇摆州，两党选情较为焦灼，仍有一定不确定性。对于投机性头寸而言，在短短不到 10 个交易日的窗口期，可能会暂时转为观望。

4 宏观策略

目前看商品市场仍处在“强预期、弱现实”的阶段。随着一系列政策陆续出台，市场关注的焦点转向“特朗普”交易，角度集中在通胀影响，以及贸易关税对我国经济的影响。预计特朗普上台对美国权益资产的风险偏好有不利影响，对于内盘定价的工业品影响可能有限，特朗普上台甚至会提升政策加码的预期。

5 股指期货市场分析

两市延续震荡

两市震荡回升，上周沪深 300 周+0.79%，上证 50 周+0.05%，中证 500 周+3.01%，中证 1000 周+3.92%，指数震荡回升。

政策预期的分歧减小，股指震荡延展仍有反复。本轮行情已经历权重股拉升与题材股轮动并外溢至北交所，一方面表明我们前期所述决策层对经济形势与资本市场的态度转变，是推动股市回暖和提振风险偏好的关键，股市中线底部得以明确和抬高。其次，也在反映股市对政策态度的定价逐步充分，相比于托底型的刺激政策，市场期望看到更多的能够推动再通胀的政策，不然股市仅交易预期而淡化现实的行情缺乏持续展开的动力。随着来自金融、财政和地产等关键领域的工具箱已相继明确或即将明确，我们认为市场对于政策预期的分歧正在减小，现阶段股指以震荡为主并依然会有反复。

此外，国内稳增长政策与美国大选靴子待落地，同时金九银十之后淡季临近，在一定程度上会扰动市场情绪，题材轮动余热但可能减速。“政策底”已现，我们认为应淡化指数，重视结构，积极关注指数调整之后的买入机会。

市场短期震荡明显，继续关注逢调整买入机会

目前上证指数在 3150-3300 点区间已经窄幅震荡了两周时间，后续将迎来国内外宏观事件密集落地期.

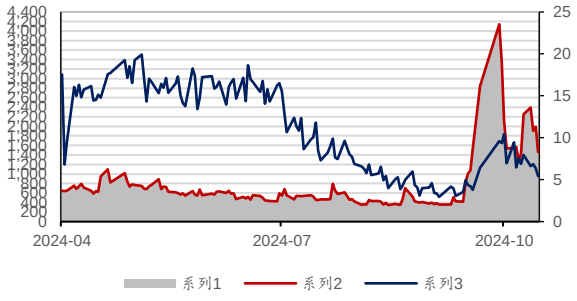
例如：10 月底 A 股三季报密集披露、10 月底政治局会议、11 月初全国人大常委会召开、11 月 5 日美国大选落地、11 月 7 日美联储议息会议结果出台。我们预计下周起 A 股波动幅度将逐步放大，如果财政政策出台超预期，不排除 11 月初 A 股向上走出震荡调整区间、并开启新一轮上涨行情的可能性。

截至 10 月 27 日，在 5359 家 A 股上市公司中，已有 1604 家公司披露 2024 年第三季度报告。总量层面而言，2024 年第三季度，上述 1604 家 A 股公司共实现营业总收入 4.16 万亿元，同比降低 0.22%，共实现归母净利润 3419.24 亿元，同比增长 11.33%。营业总收入表现与宏观经济边际趋势一致，2024 年第三季度 GDP 同比增长 4.6%，较第二季度回落 0.1pct；但归母净利润背离营业收入出现一定改善，一方面可能是样本基数偏小、误差较大所致。

另一方面，其走势与此前 6-7 月份工业企业利润增速边际回升的趋势一致，并不能说明 A 股整体业绩拐点出现。拆分工业企业利润数据来看，6-7 月份工业企业利润的小幅改善并非消费和投资等内需提振，主要原因均是“成本下降，而且成本下降幅度大于营收下滑的拖累”。成本端价格比产品端回落更快，对利润构成一定支撑，使得工业企业利润出现被动抬升，但 8-9 月份以来该趋势出现了逆转。

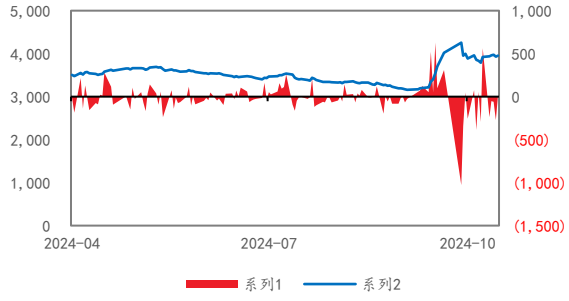
下周进入美国大选前最后一周，预计市场风险偏好，指数走势小幅震荡。策略上我们坚持逢低买入的思路，目前位置如果市场出现明显调整，仍具备较好买入价值。

图表 8：融资融券数据图



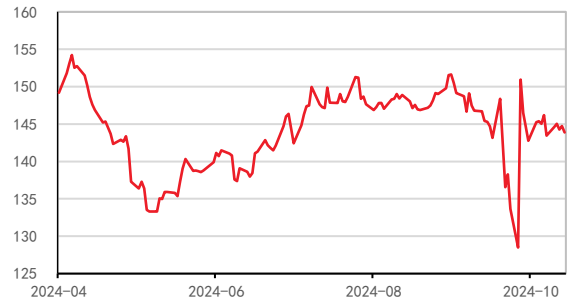
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



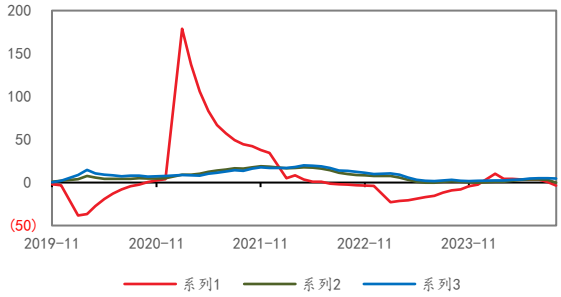
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

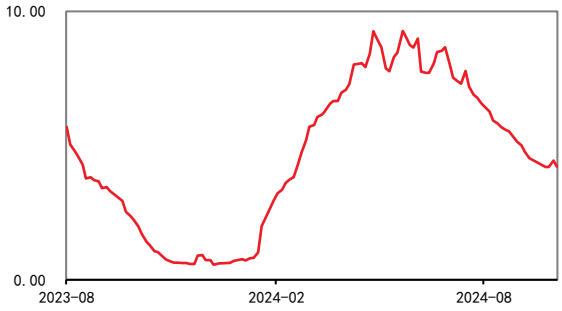
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



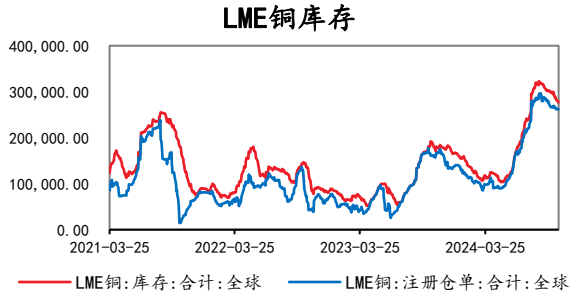
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



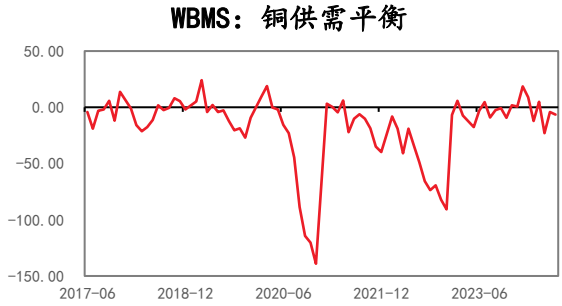
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



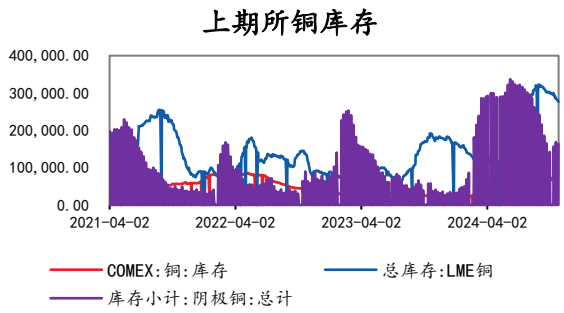
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



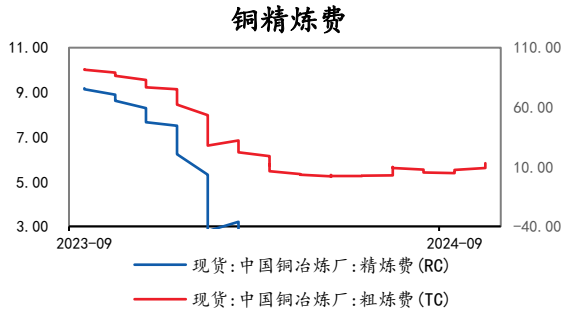
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，加剧供应端担忧

10 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。矿端收紧和终端需求疲弱挤压引发对炼厂减产担忧。国内炼厂产量超预期下降，8-9 月国内精炼锌产量整体变动不大，月度产量在 48.5 万吨左右，2024 年 1-9 月国内精炼锌产量 464.25 万吨，较去年同期减少 20.46 万吨。

1-9 月累计进口锌精矿 285.28 万吨，累计同比降低 19.23%。四季度冬储加剧炼厂对于矿端资源争夺，精炼锌产量维持低位。海外欧洲炼厂利润倒挂，供应压力边际减弱，现货溢价走高反映市场对于精炼锌供应偏紧的紧张情绪。

需求低于预期

压铸锌合金及氧化锌企业开工亦有小幅改善，受订单改善及检修企业复产的推动，不过订单增量相对平稳。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。

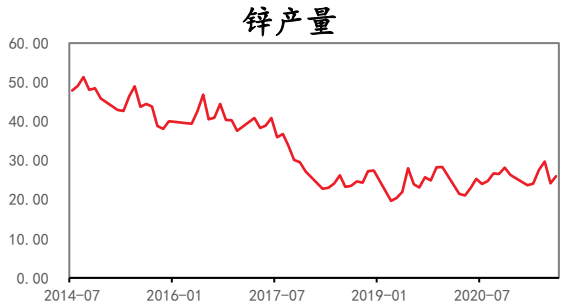
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。

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。近期锌矿加工费有一定松动，加工费出现上调，锌精矿紧缺程度大幅好转，冶炼企业进行备库。四季度冬储加剧炼厂对于矿端资源争夺，精炼锌产量维持低位。海外欧洲炼厂利润倒挂，供应压力边际减弱，现货溢价走高反映市场对于精炼锌供应偏紧的紧张情绪。传统旺季已步入尾声，北方天气转冷后，终端开工将进一步受限，锌价承压运行。

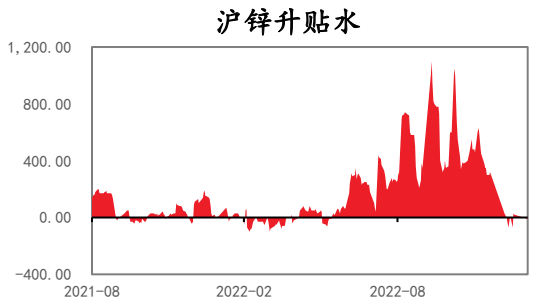
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



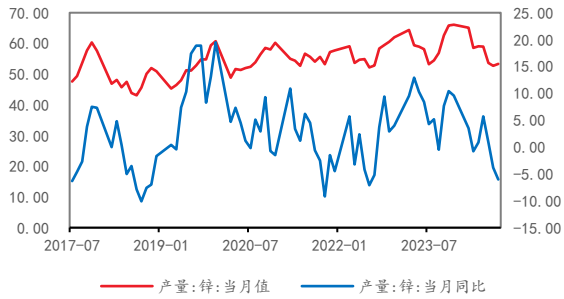
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



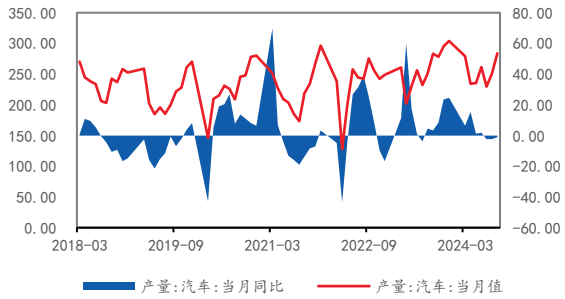
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政策力度有望继续走强

上周我们提到，10 月 17 日所召开的四部委的“介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况”的新闻发布会政策力度不及预期，导致市场情绪走弱。尽管如此，单次的政策的不及预期并不代表未来政策也将不及预期。

10 月 25 日，在世界银行发该委员会会议上，廖国强说到，他向其他国家的代表明确表示，中国财政政策的任何细节只有在定于 11 月 4 日至 11 月 8 日举行的全国人民代表大会常务委员会会议结束后才会公布。因为这是中国的财政政策需要一个法律程序。

全国人大常委会会议的召开原本应在 10 月底召开，推迟至 11 月 8 日结束，正好覆盖美国大选日，选该时间点能有效规避大选所带来的不确定性。目前美国大选特朗普胜率较高，为应对特朗普再度提高关税，市场预期 4 季度财政政策力度较大。（详情可见周报“宏观策略”部分分析）

2 中钢协：加快产能治理和联合重组

2024 年 10 月 27 日，在中国钢铁工业协会第三季度信息发布会上，中钢协副会长兼秘书长姜维指出，钢铁行业正明显进入“存量优化”阶段，呈现出高产量、高成本、高出口、低需求、低价格、低效益的“三高三低”局面。

中钢协表示，当前，联合重组和落后产能退出通道均需要政策支撑。一方面，8 月份工业和信息化部已暂停公示、公告新的钢铁产能置换项目，堵住了新增产能的入口；另一方面，还要尽快建立已有产能退出机制，创造条件引导落后产能退出，促进钢铁产量向优势产能集中。同时，坚定不移推进联合重组，坚决防止重组过程中大量无效产能甚至“僵尸产能”复活。这项工作任务艰巨，需要政府、企业和行业共同推进。中钢协已着手加快相关研究，开展专项调研，提出促进联合重组和完善退出机制的一揽子政策建议。

数据显示，前三季度全国粗钢产量 7.68 亿吨，同比下降 3.6%；钢材出口 8071 万吨，同比增长 21.2%，但出口均价同比下降 21.6%，利润空间受到挤压。重点统计钢铁企业营业收入 4.54 万亿元，同比下降 6.87%；利润总额 289.77 亿元，同比大幅下降 56.39%。在此背景下，近期国家出台了一系列促进经济回稳的政策，一定程度上提振了钢材市场预期，但行业好转最根本的问题还是需要解决供强需弱的格局。目前中国人均产钢量达 700 公斤，已处于工业化成熟期国家的消费水平，需求此时属于慢变量，进一步提升难度大，因此供给侧的出清是行业的重中之重。

中钢协最近研究提出，未来将出台行业供给端整合退出方案，无论是从“环保”入手还是“能耗”入手，目的都是优化钢铁市场的供给。对于行业后续的调控政策，我们关注财政政策对需求的提振，但更关注的是未来行业将采取何种方式出清过剩产能。

尽管当前行业效益下滑，但在政策支持和需求结构优化的背景下，钢铁行业有望保持韧性，实现由政策支撑向基本面改善的转变，推动高质量发展。

3 铁水持续回升 库存去化速度放缓

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 88.5%，环比上升 0.5 个百分点，同比下降 2.2 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 52.6%，环比上升 1.7 个百分点，同比下降 1.6 个百分点。五大品种钢材的周产量为 880.6 万吨，环比上升 0.8%，同比下降 2.8%。上周长流程产量持续回升，日均铁水产量增加 1.3 万吨至 235.8 万吨，增幅与上周持平。近期吨钢利润恢复至阶段高位，钢厂复产意愿较强，螺纹钢持续增产。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 848.1 万吨，环比下降 3.2%，同比下降 17.3%。钢厂库存为 411.2 万吨，环比上升 3.7%，同比下降 8.9%。钢材总库存环比下降 1%，降幅较上周收窄 1.8 个百分点。社会库存去化的同时，厂库持续累积。

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 893.8 万吨，环比下降 1.9%，同比下降 7.5%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 243.5 万吨，环比下降 5.6%，同比下降 17.8%。上周五大品种钢材的表需环比回落，螺纹钢的降幅明显。建筑钢材的周成交量为 12.0 万吨，环比上周增加 7.6%。

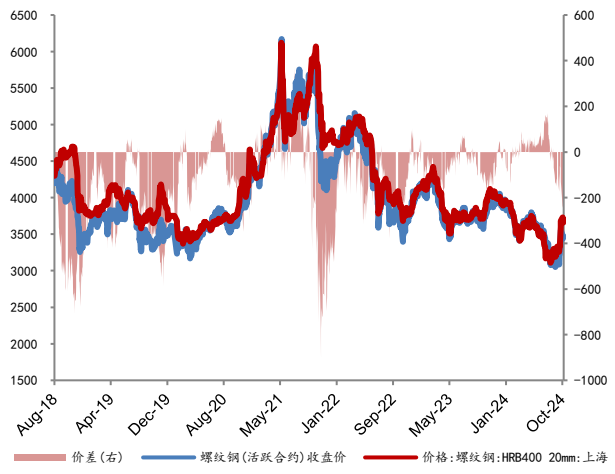
上周钢材现货价格普遍走弱，主流钢材品种的即期毛利小幅下行。247 家钢厂的盈利率降至 65.0%，环比下降 9.5 个百分点。

4 小结

进入到 10 月最后一周，政策预期再度走强，11 月 4-8 日全国人大常委会与政治局会议将召开，财政政策有望超预期。此外，中钢协也在上周推动钢企的充足和退出机制，钢市政策底有望进一步向基本面底转变。。

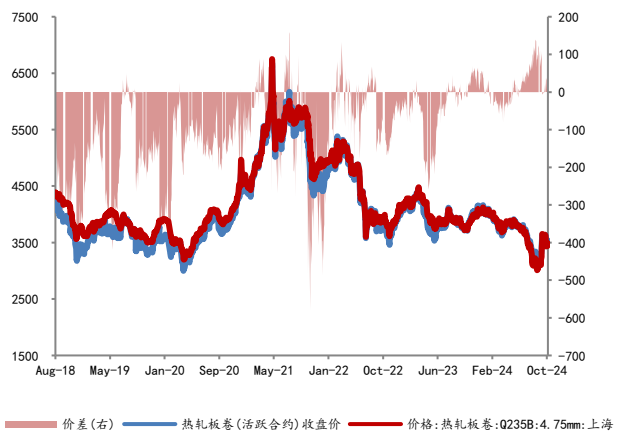
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



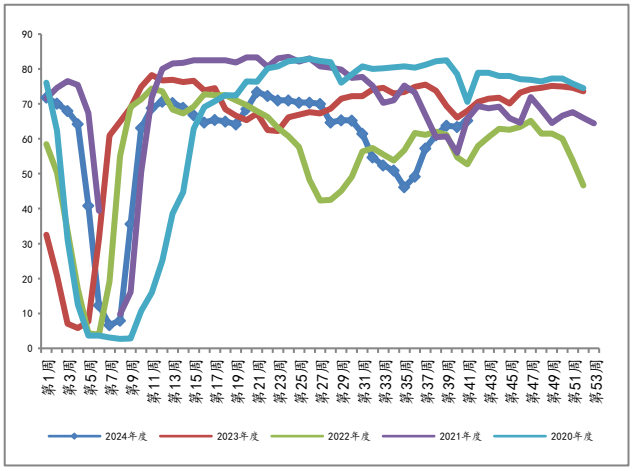
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



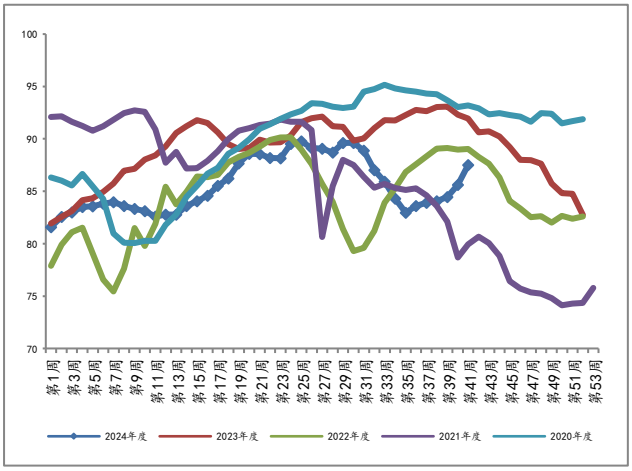
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



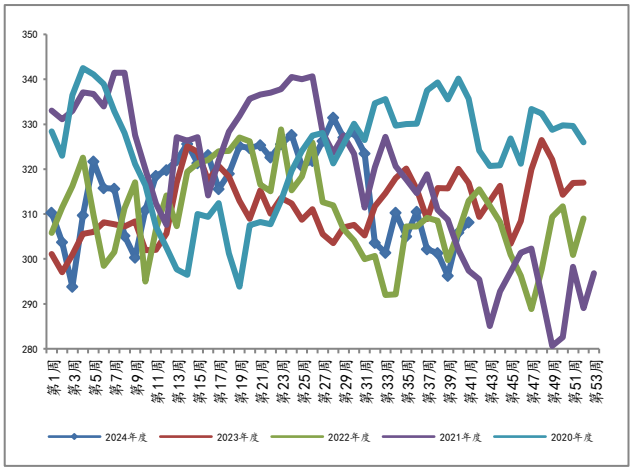
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



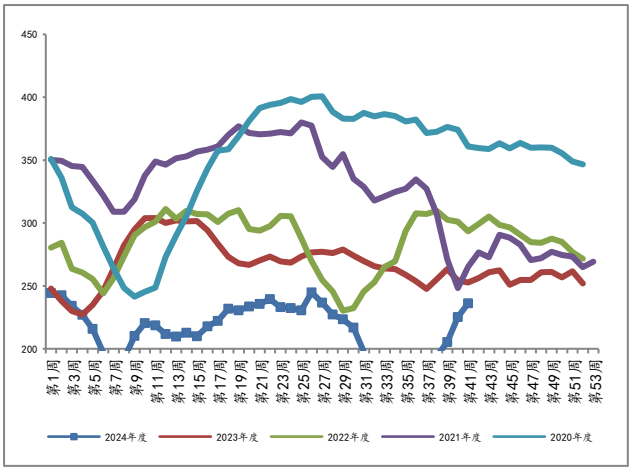
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



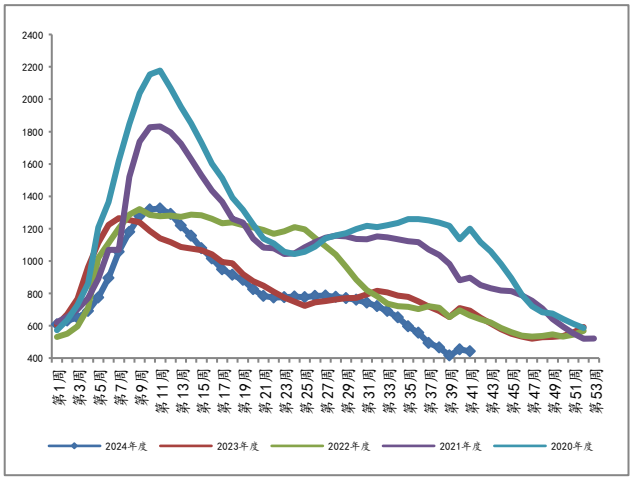
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



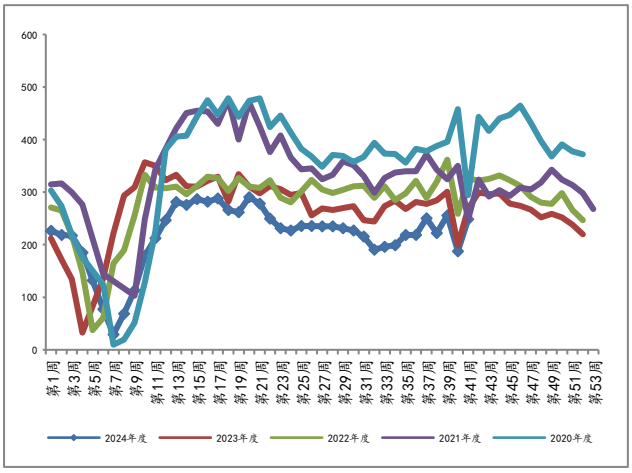
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 地缘政治二极演化

中东地缘政治局势不断升级，这是一个无法忽视的转变，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。

2 平衡格局转向宽松

目前为止，原油供需平衡并未出现明显劣化，但从周期性规律来看即将转向宽松。

截至最新统计，OPEC 供应量是继续减少的，9 月 OPEC 原油总产量为 2604.4 万桶/日，环比下降 2.27%，同比减少 6.16%。OEPC 原油减产的主要原因是利比亚意外断供，目前该国油田和港口已经完全恢复，明年开启渐进式增产的概率较大。美国能源信息署数据显示，截至上期，美国商业原油库存量 4.26024 亿桶，环比上期增长 547.4 万桶；美国炼油厂可运营产能利用率为 87.7%，环比下滑 4.4 个百分点。进入冬季后，尽管取暖油需求将给市场带来一定支撑，但主要原油消费国增长动能不足，加上新能源对传统能源消费替代，未来三到六个月内油价仍将承压运行。

3 能源消费预期见顶

国际能源署、美国能源信息署、OPEC 以及主流华尔街投行均下调了对 2024-2025 年全球原油需求增长的预测。其中以 IEA 的观点最具代表性：全球主要经济体能源结构正发生不可逆转变，随着清洁能源转型的推进，原油在内的传统能源需求增长显著放缓，并将在 2030 年前后达到历史峰值。

IEA 预测，到 2030 年原油需求平均增速约 260 万桶/日，并在达到历史峰值后逐渐回落，到 2050 年全球原油需求估计为 9310 万桶/日，将明显低于目前 1 亿桶/日左右的水平。长期以来，中国一直贡献原油市场需求的主要增量，但这一强力引擎现在正逐渐减速。随着新能源汽车、生物燃料和氢能等渗透率的提高，预计化石燃料在全球能源消费中的份额将从当前的约 80%逐渐下降到 35%左右。

鉴于全球原油总产量和闲置产能十分充足，而需求难以像过去数十年那样迅速增长，明年面临

的过剩情况或将进一步加剧。考虑到季节性淡季因素，在北半球冬春季期间，预计原油市场将延续总体平衡、同比偏宽松的格局，基本面并不支撑价格持续上涨。

4 内需尚未显著起色

当前，原油交易的主要逻辑在基本面和地缘政治之间来回切换，价格波动暂时降低但不确定性仍存。此外，作为全球第二大能源消费国和第一大原油净进口国，市场还比较关注中国经济数据对需求的影响。

国家统计局声明，中国今年前三季度经济运行总体平稳、稳中有进，政策效应不断显现，主要经济指标近期出现积极变化。自 9 月底一来，国家出台了一系列刺激政策，央行降准降息宽松银根，房地产行业利好频出，后续财政政策发力可期，令市场信心有所恢复，接下来跟进拉动经济增长的兑现情况。另一方面，国际形势处于百年未有之大变局，外部环境更加趋于复杂严峻。

就眼前现实而言，11 月美国大选特朗普呼声很高，警惕其贸易保护主义死灰复燃，高关税政策可能会给中国乃至全球经济施加压力。今年迄今，中国原油进口需求表现偏弱，宏观虽有企稳向好迹象，但中期内原油基本面依然承压。

5 特朗普交易引关注

除了基本面和地缘政治外，美国大选结果对未来原油市场也具有较为长远的影响。在麦当劳炸薯条事件后，美国前总统唐纳德·特朗普的支持率一路飙升，外界相信他有更大概率两度入主白宫。

于是，“特朗普交易”再次引起市场关注，其执政主张 MAGA 本质上是美国优先主义，最直接体现在对进口商品征收高昂关税，一旦胜选后该计划得以施行，无疑将再次推高美国通胀率。再加上早些时候公布的强劲非农就业数据，推动美元兑一篮子货币汇率升至 8 月以来的最高水平。目前市场普遍预期，今年美联储剩余两次会议上可能还将降息一到两次，至少降息 25 个基点，未来进一步降息的可操作空间并不大。

总而言之，特朗普的经济政策往往会导致更高的通胀和更强的美元，加上他对页岩油气开发不遗余力的支持，其胜选将对油价产生较大的下行风险，多数投资者不愿在此时对结果进行押注。

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。

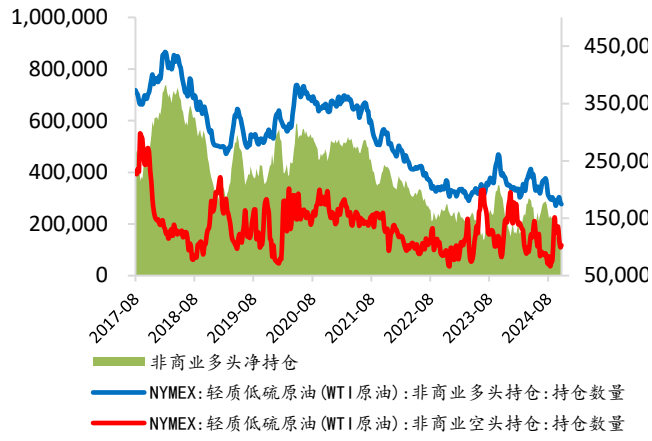
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



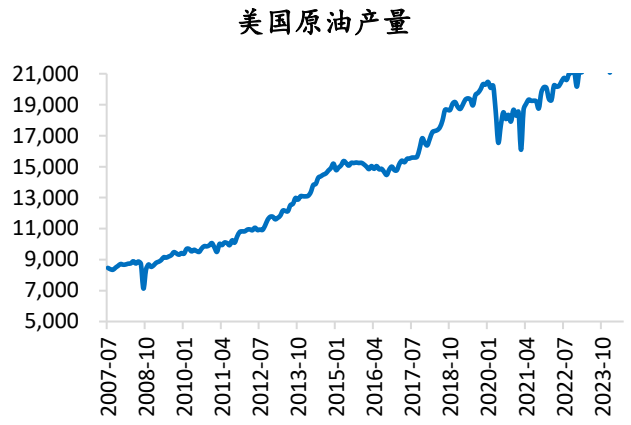
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



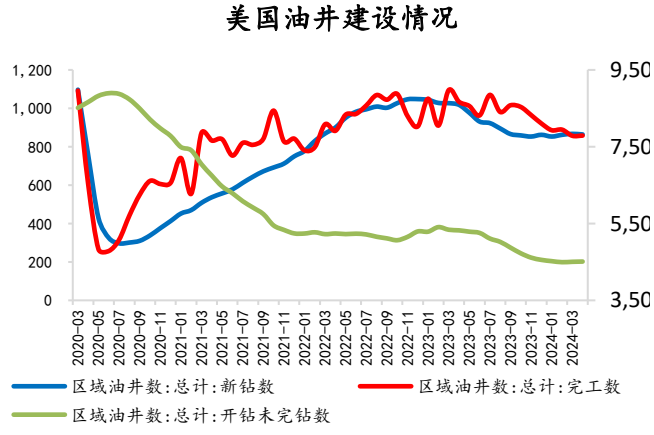
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



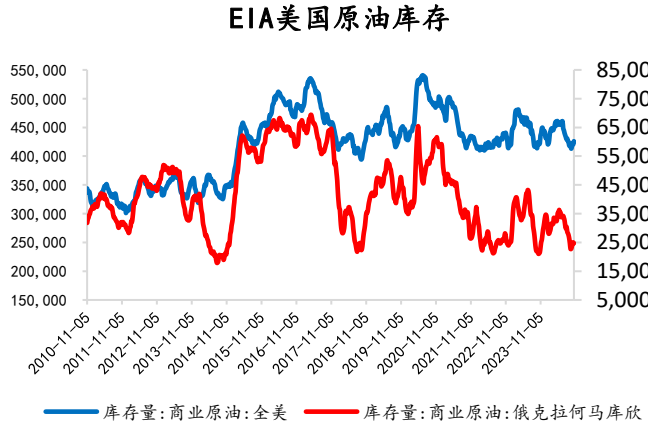
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



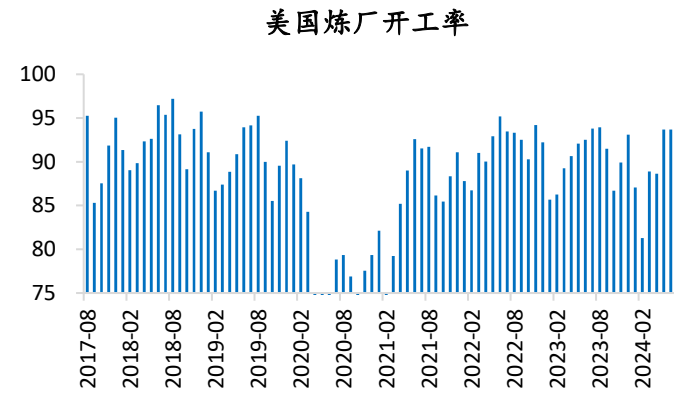
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



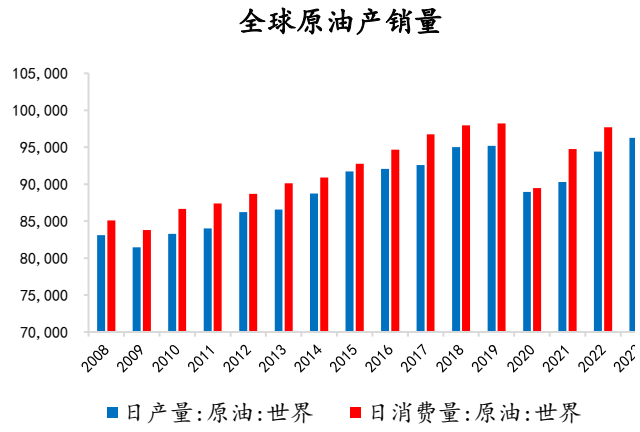
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 原料上量天气退潮

此前，受供应短缺和原料成本驱动，天然橡胶期货表现异常强势，创下 2017 年 3 月以来新高。和彼时类似，本轮胶价大涨主要由上游供应端驱动，尤其是天气题材炒作所致。现在，业界和市场对今年全球天然橡胶减产形成共识，这一利多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，参考天气预报和往年规律，10 月开始海内外天然橡胶主产区天气好转，降雨情况明显减少，且土壤得到保水增墒，有利于原料胶水的释放。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，不过受全球气候周期影响，仍不排除旺季不旺的可能性。

2 现货紧俏有价无市

尽管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。截至近期统计，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。

3 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，不能只有看涨情绪烘托，还需下游及终端的实际支持。

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。

4 EUDR 法案延期执行

近期以来，天然橡胶基本面没有显著变化，但消息面上，欧盟委员会提案将 EUDR 法案推迟 12 个月实施，对短期市场情绪造成一定的向下扰动。

从 EUDR 法案对天然橡胶市场的影响来看，欧盟轮胎制造业对橡胶的消耗，加上出口欧盟轮胎所需的橡胶，粗略估计占比约在 11%-20%，这将导致生产非 EUDR 橡胶原料供应减少，确实间接性利多一部分天然橡胶价格。现在由于 EUDR 法案实施悬而未决，轮胎企业选择观望执行进程，对 EUDR 橡胶的采购意愿开始出现分化。

然而，EUDR 本质是打破原有的供应链结构，增加国际贸易成本，但未实质性创造需求，全球供需平衡表并没有因此发生改变，交易逻辑还是在于产业周期反转上。

5 供需双增旺季模式

目前，天然橡胶产业链进入供需双增的旺季模式，胶价阶段性顶部或已显现，但此时难有大幅下跌的基础。

据了解，今年天然橡胶价格理想，令胶农割胶积极性高涨，如果后续天气风调雨顺，旺季增产增收的预期较强。不过，全球天然橡胶产能周期已经达峰，供应增长空间有限，原料成本支撑下天然橡胶价格仍可保持相对高位。

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。

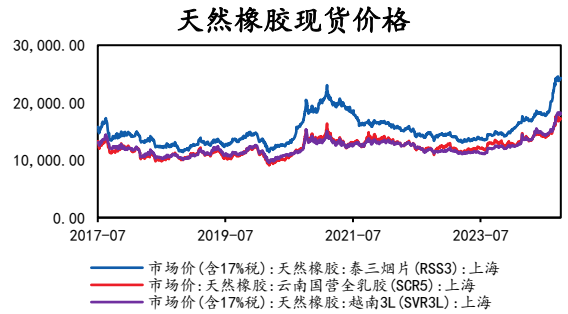
我们认为，虽不排除后期旺产季出现极端天气，但至少目前沪胶走势存在一定震荡整理的需要，多单逢高宜获利了结转离场观望。

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。

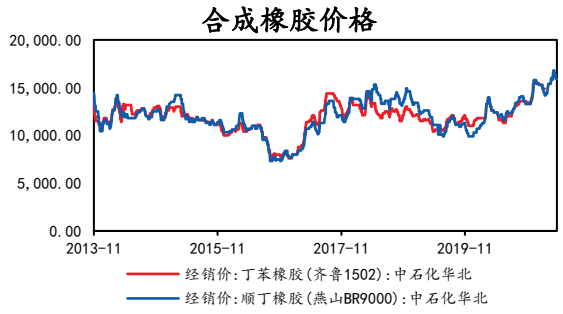
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



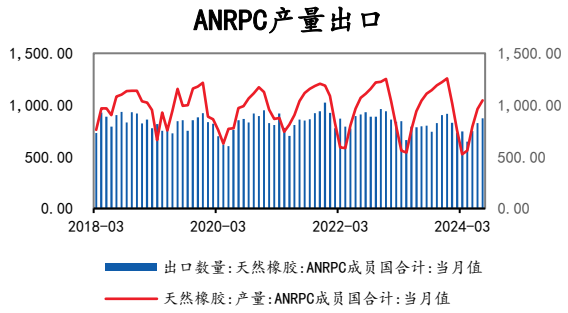
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



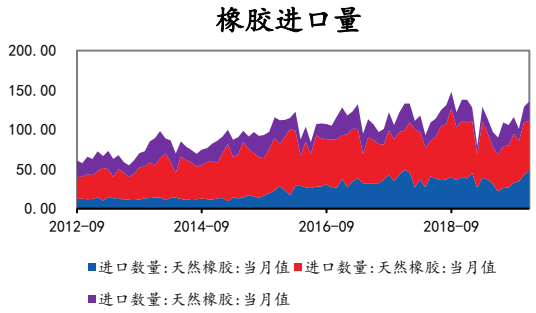
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



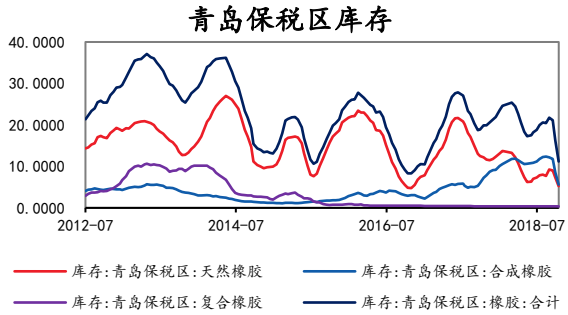
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



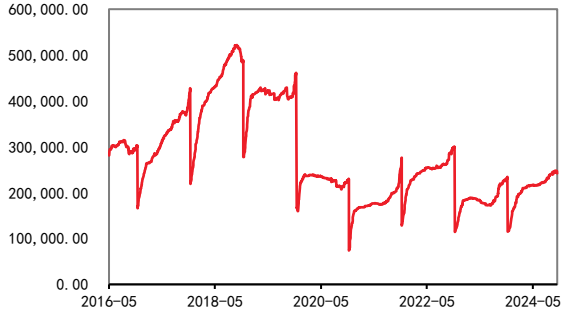
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



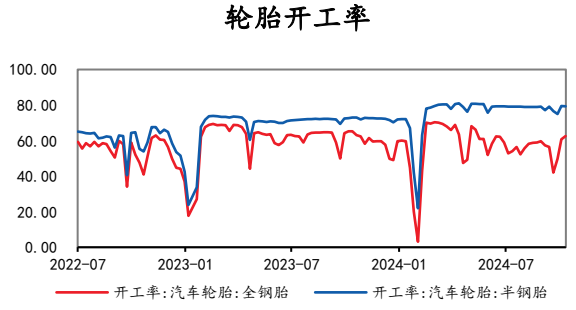
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



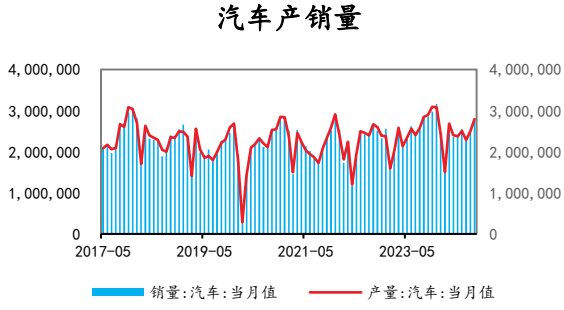
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：产地棕榈油利多题材发酵，国内油脂强势突破

1 外部豆类市场分析

巴西大豆播种延迟，缓解美豆收割压力

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 10 月 20 日当周，美豆收割率为 81%，为 2010 年以来最快的收割速度，去年同期和五年均值分别为 72%和 67%。2024 年美豆丰产预期基本兑现，但巴西大豆播种进度显著落后，美豆收割压力对价格的弱势影响得以缓解。巴西国家商品供应公司（Conab）公布的周度作物进展报告显示，截至 10 月 20 日当周，巴西大豆播种进度为 17.6%，低于去年同期的 28.4%。天气预报显示，10 月下旬巴西中西部和南部地区将再次提升干旱风险。尽管目前主流分析机构仍保持对巴西大豆增产的预期，但天气的不确定性无疑会增加巴西大豆实现预期产量的难度。

产地棕榈油减产周期提前到来，为棕榈油价格走强提供内在支撑

印尼和马来西亚是全球最重要的两个棕榈油生产国，两国棕榈油年产量约占全球总产量的 90%，产地棕榈油供需数据的变化对全球棕榈油市场乃至全球油脂市场都有举足轻重的影响力。每年 4 月-10 月通常为产地棕榈油的生产旺季，但机构统计数据显示，2024 年的减产季节可能提前出现。根据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）的统计数据，10 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比减少 6.31%。三家检验机构发布的高频数据显示，马来西亚 10 月 1-20 日棕榈油出口量环比增加 8.7%-15.1%。印尼棕榈油产量变化大体如此。据印尼棕榈油协会（GAPKI）统计，1-8 月印尼棕榈油产量同比下滑 5%。从 11 月起产地棕榈油将进入传统减产季，由于 10 月马来西亚与印尼棕榈油库存并不宽裕，产地棕榈油减产周期提前到来，为棕榈油价格保持强势运行提供重要支撑。

马来西亚棕榈油政策频出，助涨效应持续发力

按照马来西亚政府部门的规定，该国 11 月初棕榈油出口税率将提升 2 个百分点，即由现在的 8%提升到 10%。从当前棕榈油市场供应偏紧的现状看，马来西亚此次税率调整的成本负担在很大程度上将转嫁给进口国，进而推升进口国棕榈油价格。此外，马来西亚种植及商品部长近日表示，该国将不再因为种植油棕榈而增加森林砍伐面积，而是将工作重心放在提升现有棕榈油的产量上。此番表态对棕榈油价格同样有助涨作用。

印尼重申 B40 实施时间，棕榈油需求前景保持乐观

近日，印尼农业部官员表示，该国计划从 2025 年 1 月起把生柴掺混率从 B35 上调至 B40，即在生柴中强制要求棕榈油基燃料的混合比例必须达到 40%。印尼实施 B40 政策，预计可为印尼每年带来 200 余万吨的棕榈油消费增量。印尼官员同时表示，该国将努力在未来实施 B50 计划。在产量低迷的情况下，印尼棕榈油出口规模将被压缩，进一步加剧国际棕榈油市场供需失衡的现状，提升了市场对棕榈油价格高位运行的预期。

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。

豆粕库存止降回升，豆粕价格横盘震荡

中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内豆粕库存量为 111.8 万吨，周度增加 3.3 万吨。进口大豆供给宽松，油厂开工率快速提高，饲料消费增长乏力，豆粕去库节奏放缓。从目前跟踪的船期看，四季度进口大豆到港量预计低于三季度，但受三季度进口大豆数量激增影响，目前国内进口大豆库存远超去年，预计四季度油厂大豆供给较去年更为宽松。国内供给压力是近期国内豆粕市场相较美豆表现偏弱的原因之一，而油脂强势反弹也为豆粕市场回升增加阻力，国内豆类市场粕弱油强格局更加突出。

产地棕榈油强势突破，国内棕榈油持续领涨

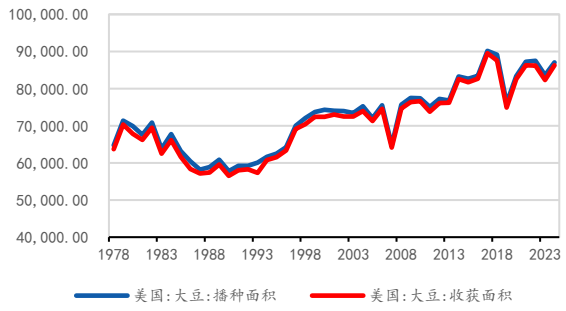
中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 224.03 万吨，周度增加 2.18 万吨。其中豆油和菜油库存增加，棕榈油库存小幅下降。尽管国内油脂供应充足，消费表现一般，但近期马来西亚棕榈油因多重利多题材刺激强势大涨，成本联动为国内棕榈油跟涨带来提振，而油脂间的需求替代性也在推动豆油和菜油价格震荡上行。棕榈油快速上涨，不断拉大与豆油的价差，与菜油的价差也收敛至 300 元/吨之内，消费替代效应在不断提升豆油和菜油的性价比。

3 油脂油料市场展望

2024 年美豆收割已近尾声，旺盛的出口需求和巴西大豆播种进度滞后等利多因素缓解了美豆季节性供应压力，但多数机构保持对巴西大豆产量的乐观前景，天气因素也存在较大改善空间。在南美大豆出现持续性减产炒作题材前，全球大豆供给宽松程度扩大，美豆市场因上行驱动不足而维持震荡偏弱状态。国内豆粕市场因成本驱动偏弱叠加库存宽松而与美豆呈现跟涨不跟跌状态。中加菜籽贸易前景存有较大不确定性，菜粕市场仍对两国相关政策较为敏感，但季节性需求淡季的影响同样较大。东南亚棕榈油主产国利多政策频出，推动棕榈油价格强势运行，国内棕榈油完全依赖进口，成本联动是国内棕榈油价格及整个油脂板块持续走强的主要原因。由于进口利润倒挂，棕榈油进口短期内难以快速增加，国内棕榈油供给预期偏紧，刚需因素也为棕榈油价格高位运行提供支撑。豆一期货市场经过短暂止跌后重回弱势，产区现货价格偏低且成交清淡，如无利多政策提振，供需失衡将继续主导国产大豆市场低迷行情。

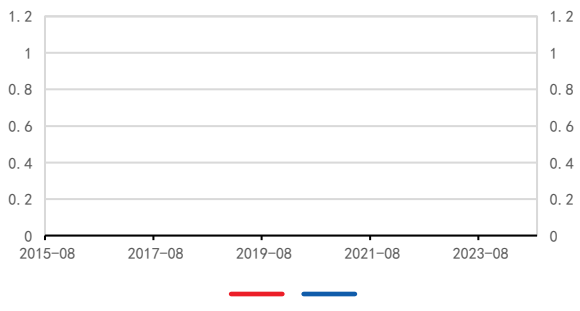
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



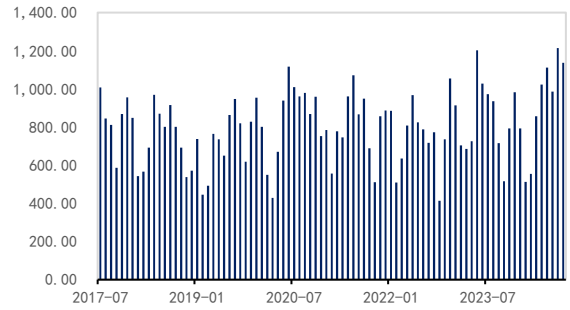
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



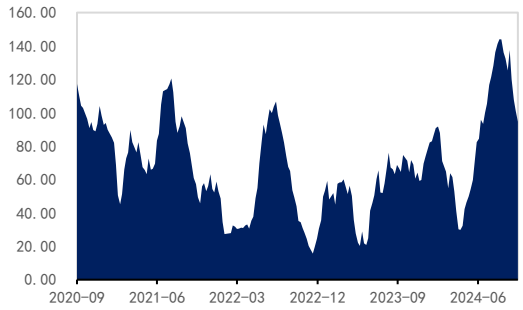
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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