中金财富期货策略周报（2024 年第 38 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：美国大选中的最“摇摆州”选举情况乱象丛生，美国大选的悬念依然很大。之前市场预期特朗普大概率上台的预期，以及“特朗普交易”面临可能的风险，建议耐心等待美国大选结果，在尘埃落地前注意谨慎交易与大选相关性较强的资产。

股指期货：对于本周三大事件对市场形成扰动，在市场反转逻辑的大框架下，我们要关注的是这轮行情它走多长。面对短期的震荡波动，仍建议保持多头思维、积极应对。。

铜：海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 降至低位，矿端短期紧缺格局将难以缓解。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，但节后市场消费情绪有所走弱，铜现货价格出现小幅贴水，同时国内铜库存去库速度放缓，需求支撑边际走弱。当下市场主要矛盾为需求边际走弱对比宏观情绪面仍偏暖，后续关注产业面消费支撑，预计铜价偏强震荡。

锌：国内外矿山扰动不断，澳洲新世纪矿因火山原因减产和国内北方矿山生产淡季及炼厂冬储需求增加，原料端支撑增强。冶炼侧看，因电力问题，托克旗下两家欧洲炼厂 Balen 和 Auby 可能在 12 月或明年 1 月减停产，供应压力边际减弱。四季度进入季节性淡季，且周内北方河北、天津、山东等地环保限产不断，镀锌行业开工率大幅下滑，需求预期偏弱。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：本周是超级周，美国大选、美联储议息会议决议及全国人大常委会都将在本周进行，重大事件落地前，我们预计钢价以震荡为主。考虑到钢价定价以内盘为主，需关注人大会议财政政策相关力度，谨防强预期落空后的价格回落。

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 年美豆丰产预期完美落幕，创纪录的产量规模令美豆价格仍在四年低点徘徊。南美大豆主产国陆续进入播种季，降雨增多有助于巴西追赶种植进程，巴西种植炒作情绪明显降温，阿根廷等国家受益于天气改善，新季大豆将如期开播。南美大豆乐观的产量前景将进一步深化全球供应宽松格局。在未来半年内，如果南美大豆缺少减产天气威胁，基本实现预期产量规模，供过于求将推动美豆价格重心再下一个台阶。国内豆粕市场因进口依赖与美豆运行节奏大体一致，虽然偶尔受到进口大豆通关政策、汇率波动以及油粕比值波动等因素的干扰，但趋势型走势仍主要受成本驱动。中加菜籽贸易仍存不确定性，随着水产养殖需求进入淡季，菜粕对豆粕的溢价在持续效应减弱。整体来看，美豆因供给压力缺少上行驱动，国内豆粕市场也难以摆脱目前弱势局面。东南亚棕榈油主产国利多题材频出，市场炒作情绪升温，内外盘强势共振，推动棕榈油价格连刷新高。短期热度不减，如缺少利空因素打压，仍有惯性上行潜力。豆一期货市场受中储粮开启收购提振，价格开始温和回升，探明政策底的概率较大，但反弹的持续性仍需高蛋白大豆现货加以配合。

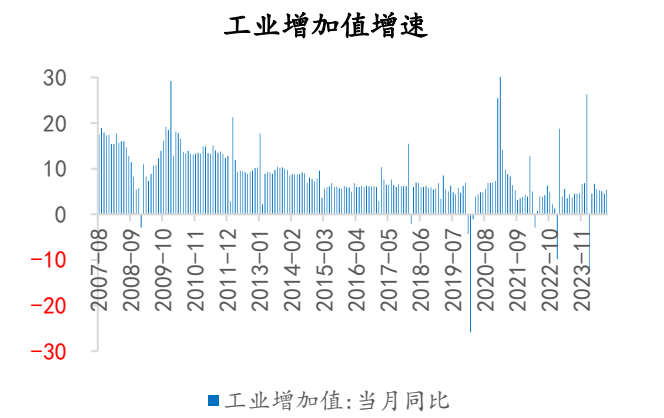
目录

周度策略：美国大选扰动仍将持续 - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 8 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 8 -
2 关注增量政策，更重在执行- - 8 -
3 央行加大投放呵护税期流动性 - 9 -
4 宏观策略 - 9 -
5 股指期货市场分析 - 10 -
铜 - 12 -
1 影响因素 - 12 -
2 结论 - 13 -
3 铜期货现货数据 - 13 -
锌 - 15 -
1 锌：影响因素 - 15 -
2 总结 - 15 -
3 锌期货现货数据 - 16 -
钢材 - 17 -
1 美国大选仍有悬念 - 17 -
2 房贷利率新规落地 - 18 -
3 铁水下行 库存去化速度放缓 - 18 -
4 小结 - 19 -
5 钢材期货现货数据 - 19 -
原油 - 21 -
1 地缘事实导向策略 - 21 -
2 全球供应趋势增长 - 21 -
3 传 OPEC 再推迟复产 - 21 -
4 能源消费预期见顶 - 22 -
5 美国大选等待揭晓 - 22 -
6 区间震荡前高后底 - 22 -
7 原油期现数据 - 23 -
天然橡胶 - 25 -
1 原料产出预期递增 - 25 -
2 进出口亦环比回升 - 25 -
3 轮胎消费保持景气 - 25 -
4 EUDR 法案延期执行 - 26 -
5 合成橡胶利润修复 - 26 -
6 胶价重拾上升趋势 - 26 -
7 橡胶期现数据 - 27 -

油脂油料：内外盘棕榈油强势领涨，油强粕弱持续强化 ..... - 30 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 30 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 31 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 31 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 32 -

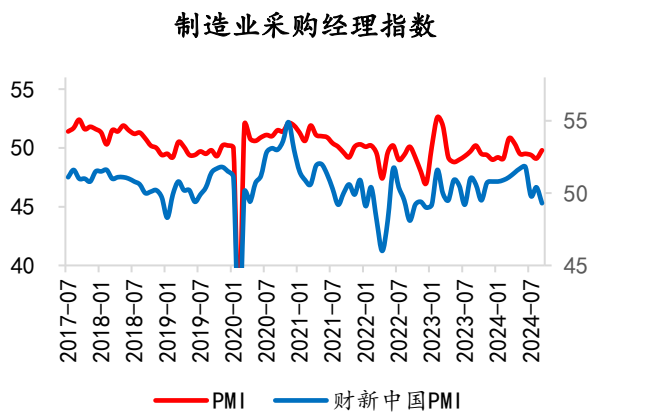
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



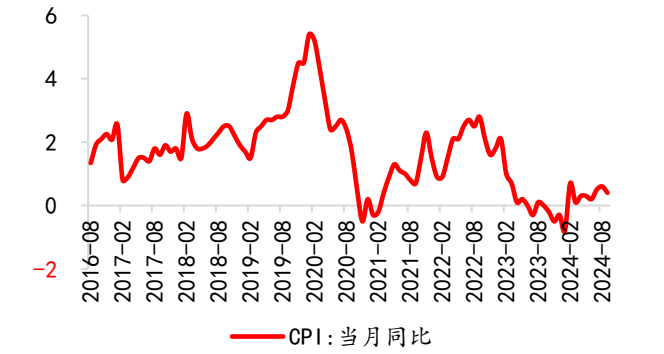
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



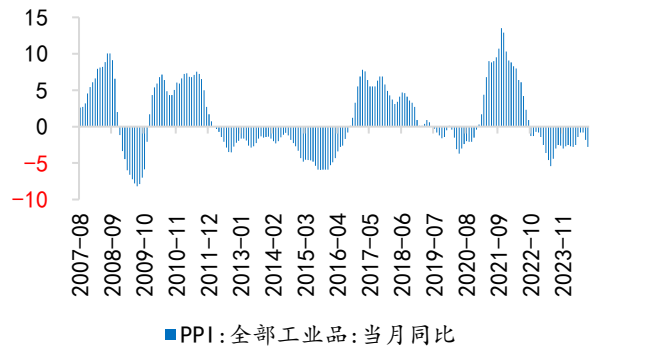
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



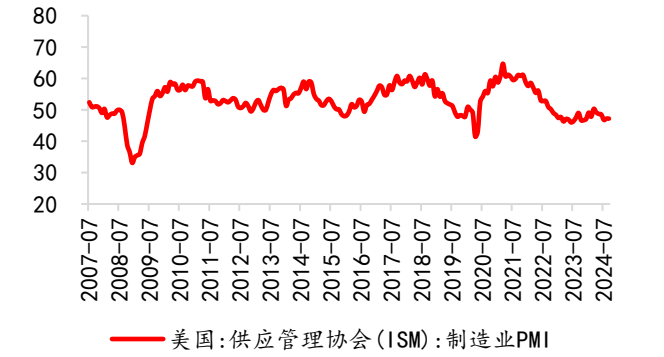
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



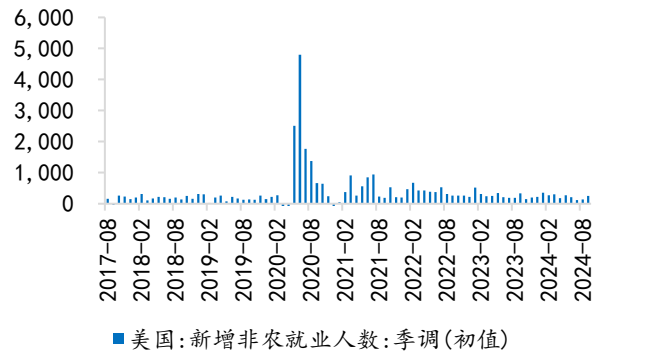
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美国大选扰动仍将持续

美国大选中的最重要“摇摆州”宾夕法尼亚州近期情况乱象丛生，美国大选的悬念依然很大。之前市场预期特朗普大概率上台的预期，以及“特朗普交易”面临剧变的风险，建议耐心等待美国大选尘埃落地。

市场对政策的预期对盘面影响较大

日前，根据多项最新民调数据显示，特朗普以 48%的支持率领先哈里斯，后者支持率为 46%，而在七大“战场州”上，特朗普同样以微弱的优势领先哈里斯，牢牢控制竞选的主动权。之所以大选反转，哈里斯在竞选的最关键时刻被特朗普反扑成功，很大程度上是因为特朗普打出了一张关键王牌——经济牌。虽然双方在移民、国际局势以及改革方向上有着诸多交锋，但是不管是中层选民，还是底层选民都关心候选者所提出的经济方案。

如果说特朗普仅在摇摆州有微弱的优势，那么大选的结局可能充满变数，因为目前哈里斯还有几个优势，如：女性选民、LGBT 对民主党的支持、白左、非法移民等。

因此，美国大选事实上将把悬念留在最后一刻。

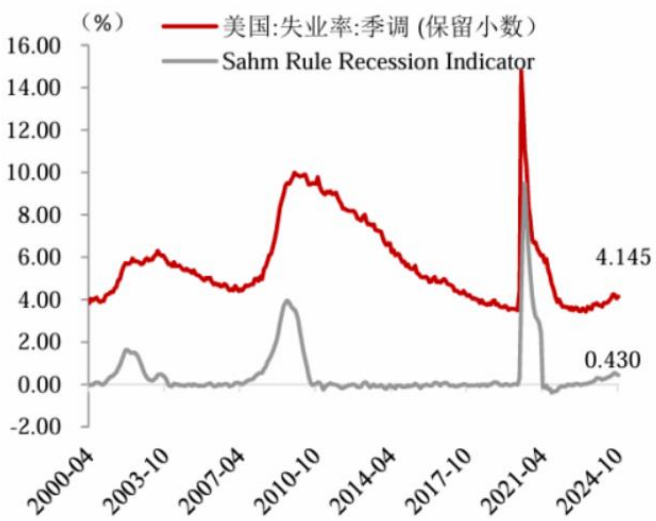
另外，需要关注的是，美国劳动力市场数据排除事件扰动的影响，数据细节亦反映出劳动力市场在逐步降温。

美国 2024 年 10 月新增非农就业 1.2 万人，预期 10 万人，前值 22.3 万人；劳动参与率意外下降 0.1pct 至 62.6%，失业率保持 4.1%。小时工资同比增速较前值回升 0.1pct 至 4.0%，环比增速回升 0.1pct 至 0.4%。

剔除飓风和罢工因素，新增就业仍显疲态。

飓风、罢工能部分解释新增就业大跌的原因，但解释力有限。10 月新增就业人数大减至 1.2 万人，远不及预期，9 月新增人数下修。新增就业的大幅下降存在突发性事件影响，但影响力有限：一是，波音约 3.3 万人罢工，拖累运输设备制造业就业减少 4.4 万人；二是，10 月 1 日的港口工人罢工于 10 月 3 日初步达成谈判，而新增就业的调查参考期是“当月 12 日所在的工资发放期（单周、双周等）”，港口罢工或多在参考期外；三是，10 月美国飓风频发，但就业调查会尽可能避免恶劣天气的影响，员工必须在整个工资发放期内不领薪不上班才会纳入失业，飓风导致的停工可能不完全体现在就业数字上。

图表 1：美国非农：失业率



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

服务业有所软化。当前较有韧性的教育医疗行业新增就业人数下滑，但仍高出疫前中枢约 1 万人；旅游旺季结束，休闲酒店业就业下降，餐厅就业为主要拖累，可能也有飓风的影响；连续 5 个月新增超 1 万人的建筑行业 10 月新增 0.8 万人，住宅建筑就业放缓。

临时工就业加速下滑。临时帮助服务行业就业下降 4.9 万人，9 月仅下降 2 万人。这一工种为客户企业提供临时工，包括搬运、包装、文职等，经济前景恶化时更易被裁员，其下降侧面说明了就业恶化。

综上可以发现，以做多美元、做空美债为代表的再通胀交易，虽然短期内仍是市场最强的逻辑。但是拐点可能在大选落地以及美联储强化明年降息的决心之后会有变化。美股依旧是资金青睐的方向，但在再通胀甚至可能是偏滞胀的担忧，美股的上涨空间是受限的。

财政落地情况将对市场造成较大影响

11 月 4 日-8 日举行的全国人大常委会，市场关注度较高，尤其是前期财政部提及的一次性新增债务额度和“不仅于此”的增量政策工具，或将在本次会议上揭晓答案。我们认为，在关注具体数字的同时，还需要对一系列财政政策背景和财政工具用途有清晰的理解，以此能够更加准确地判断本次会议对经济和影响作用。

目前市场较为普遍的预期是，11 月 4 日召开的全国人大常委会会议上批准人民币 1-2 万亿元超长期特别国债发行额度，以及进一步扩大地方政府债务化解计划约人民币 6 万亿元（时间跨度为多年）。当然，市场也预计 2025 年及以后政府债券发行额度将明显高于 2024 年预算水平。

近年来，政府的资金状况面临着来自持续通缩和前所未有的房地产下行的重大挑战。预计今年政府实际收入与预算之间的差距可能超过 2 万亿。

由于地产低迷状况未显著改变，但是财政约束也更大，此轮刺激计划的规模将大于 2022-23 年，但小于 2008-09 年、2015-16 年和 2020 年，地方政府债务置换对内需的提振作用应会小于同等规模财政支出的作用，而持续的房地产下行可能会继续对政策传导构成制约。

预计广义财政赤字指标将在 2024 年扩大 0.3 个百分点至 11.9%，2025 年再扩大 0.7 个百分点

至 12.6%。总体固定资产投资增速可能从 2024 年预期的 3.8%小幅加速至 2025 年的 4.5%

基于这个假设，2025 年官方财政赤字率目标可能从 2024 年 3.0%的 GDP 占比提高到 3.6%，并为明年设定人民币 2 万亿元的特别国债发行额度。如果美国大选结果公布后中国商品被加征关税的可能性加大，则财政扩张力度会继续加大。

耐心等待美国大选扰动结束

美国大选中的最 “摇摆州”选举情况乱象丛生，美国大选的悬念依然很大。之前市场预期特朗普大概率上台的预期，以及“特朗普交易”面临可能的风险，建议耐心等待美国大选结果，在尘埃落地前注意谨慎交易与大选相关性较强的资产。

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 28 日	央行启用公开市场买断式逆回购操作	更加注重政策和市场的互动。	稳地产力度加强
	11 月 2 日	证监会等六部门：允许外国自然人实施战略投资，放宽外国投资者的资产要求	成为上市公司控股股东有新的要求	资本市场进一步开放
数据	11 月 1 日	非农爆冷	美国 10 月非农新增就业人数骤降至 1.2 万远低于预期	失业率符合预期
	10 月 31 日	美国 10 月非农新增就业人数骤降至 1.2 万远低于预期	较 9 月继续上升 0.3 个百分点	站上荣枯线
事件	11 月 2 日	十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日至 8 日在京举行。	将介绍财政落地情况	会议对财政预期有明显影响

资料来源：中金财富期货研究所

2 关注增量政策，更重在执行-

近两周（10 月 20 日-11 月 3 日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

政策基调方面，过去两周，经济增长相关政策讨论主要围绕年内经济目标完成和 2025 年特别国债支持方向。后两个月政策的力度或仍会加码。习近平总书记在省部级领导干部学习专题研讨班提出，把各项存量政策和增量政策落实到位，打好组合拳，切实抓好后两个月的各项工作，努力实现全年经济社会发展目标任务。往年干部学习专题研讨班多在 1-2 月开班，此次在 10 月底，或体现总书记对 11-12 月政策执行非常重视。

基建与产业方面，近两周政策聚焦新能源汽车下乡、深入开展智能网联汽车准入试点、电力装备制造业数字化转型实施方案、工信部公布新材料大数据中心总体建设方案、李强总理强调进一步释放光伏等新能源发展潜力等。

近两周货币政策聚焦央行与日本银行续签双边本币互换协议、央行启用公开市场买断式逆回购操作工具。

买断式逆回购与传统的质押式逆回购有基础不同，一是固定数量、利率招标、多重价位中标，而质押式逆回购是固定利率、数量招标。二是债券的所有权发生转移，买断式逆回购是一级交易商将债券卖给央行，债券所有权转移给了央行，而质押式逆回购不涉及债券所有权的转移。三是此前逆回购操作多为短期，而买断式逆回购或更多是中长期限。后续买断式逆回购或主要作为央行投放中长期流动性的工具之一，不具备政策利率意义。

近期政策逐步加深对民生工作的重视。习近平总书记对民政工作强调，着力推进实施积极应对

人口老龄化国家战略，着力提升社会救助、社会福利、社会事务、社会治理工作水平；同时强调解决结构性就业矛盾。国务院加强生育支持，印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》。

地产政策方面，中央政策继续加码。近两周以地方需求端加力为主。云南、宁夏、辽宁沈阳等多省市继续推出取消限购、取消普宅认定标准、取消房贷利率下限、以旧换新、购房补贴、降低首付比例等多项措施。

金融监管方面，金融政策聚焦推动“一带一路”金融合作、大力发展商业保险年金、证监会等部门发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，降低投资门槛、北交所发布实施以上市公司质量为导向的保荐机构执业质量评价指引等。

贸易相关政策聚焦推动西部地区扩大开放、中国与芬兰加强产业合作、外交部宣布扩大免签国家范围等。自 2024 年 11 月 8 日起，对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行免签政策。

3 央行加大投放呵护税期流动性

中国人民银行推出买断式逆回购工具，旨在增强流动性管理能力，特别是 1 年以内的流动性跨期调节能力，以应对市场变化。

买断式逆回购工具的推出不仅有助于平滑大额中期借贷便利（MLF）到期引发的资金面波动，维护年末流动性合理充裕，还能带动全市场买断式回购业务发展，提升银行间市场的整体效率和安全性。

10 月 28 日，中国人民银行官网发布公告，宣布在公开市场操作中启用买断式逆回购工具。这是中国人民银行今年以来继临时正逆回购、国债买卖后，再次推出新工具。

据介绍，买断式逆回购操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过 1 年。公开市场买断式逆回购采用固定数量、利率招标、多重价位中标，回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。操作结果将通过中国人民银行官网相关栏目对外披露。

买断式逆回购期限不超过 1 年，进一步丰富了流动性管理工具。梳理中国人民银行现有的流动性投放工具，根据期限由短至长，主要包括 7 天期公开市场逆回购操作，1 年期的中期借贷便利（MLF），以及投放长期流动性的国债买入和降准，1 个月到 1 年的中短期流动性投放工具较为欠缺。此次中国人民银行在现有工具基础上推出买断式逆回购，预计将覆盖 3 个月、6 个月等期限，增强 1 年以内的流动性跨期调节能力，进一步提升流动性管理的精细化水平。

具体到 11 月的资金面，考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2024 年 11 月不存在明显的流动性缺口，资金利率将保持平稳。具体来说，外汇占款环比增加约 600 亿元，对流动性有正面影响；在公开市场操作上仍将维持中性偏宽态度；财政存款净减少 5800 亿元左右，会弥补流动性缺口；预计 M0 环比约增加 1800 亿元，对银行间流动性有一定的负面影响；缴准基数环比增加约 14000 亿元，法定存款准备金环比增加约 1300 亿元。

4 宏观策略

美国大选中的最“摇摆州”选举情况乱象丛生，美国大选的悬念依然很大。之前市场预期特朗普大概率上台的预期，以及“特朗普交易”面临可能的风险，建议耐心等待美国大选结果，在尘埃落地前注意谨慎交易与大选相关性较强的资产。

5 股指期货市场分析

两市继续震荡

两市震荡回升，上周沪深 300 周-1.66%，上证 50 周-1.18%，中证 500 周+0.38%，中证 1000 周-0.75%，指数整体维持震荡态势。

2024Q3 全 A 剔金融后盈利增速有所下滑。其中全 A 以及剔金融后全 A 在 2024Q3 单季度归母净利润增速分别为 5.1%、-10.1%，相较 2024Q2 分别变化 5.4、-4.4 个百分点；创业板、科创板、北证盈利降幅均呈现不同程度扩大，盈利增速分别-11.4%、- 43.9%、-29.5%，较 2024Q2 分别下降 4.4、8.8、6.9 个百分点。上市公司整体经营规模继续收缩。

2024Q3 金融风格取得业绩相对优势。2024Q3 单季度，消费、周期、成长、大金融盈利增速分别为-5.6%、-6.4%、-17.3%、23.3%，金融风格取得业绩相对优势。

被动资金连续三周净流出，全 A 成交占比明显回落，重点关注 A500 发行带来的增量效应。当前股票 ETF（即被动资金）总计 803 只，总计规模 2.76 万亿元，其中跟踪宽基指数的规模 ETF 共 245 只，规模占比 59.3%，行业与主题 ETF 共 494 只，规模占比 17.2%。边际上，上周份额增长 40.6 亿份，但由于市场回调，净值环比减少 662.6 亿元。从资金流动情况看，股票 ETF 上周资金净流入 113 亿元，连续三周流出，但流出幅度收窄。从成交占比看，上周被动资金成交仅占全 A 的 2.0%，成交占比明显低于过去一段时间中枢。行业成交集中度也明显回落，一级行业成交 CR5 仅 54.3%。近三周，ETF 的资金净流入主要集中于中证 A500ETF 的发行，上周资金净流入前十的 ETF 中有 8 只为 A500ETF。流出方面，中证 1000ETF、中证 500ETF 流出规模居前。溢折率视角看，ETF 当前成交热度仍偏高，溢折率中位数为 0.07%，溢折率高于 1%的 ETF 数量占比为 1.9%。

本周扰动事件较多，但继续关注逢调整买入机会

本周有三大事件，预计会对盘面造成明显影响。

首先是美国的大选，“特朗普交易”对 A 股市场趋势影响非常有限，直接影响是人民币近期跟随美元被动贬值至 7.11 附近，外资流入趋势有所放缓。我们认为，美国大选结果主要影响 A 股市场风格：如果特朗普胜选，预计其政策战略导向上以美国为主，政策战术上重视交易和施压，政策诉求上利益强于意识形态，也有可能通过长臂管辖和贸易制裁来对华极限施压。

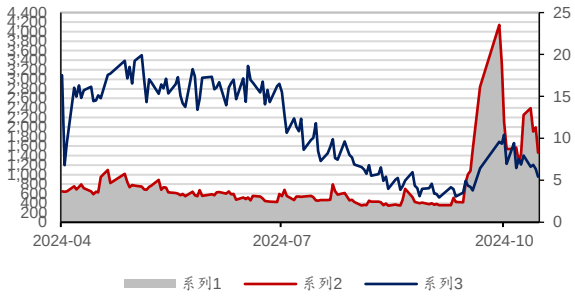
其次是人大会议对于财政的落地。此次会议将审议多项重要法案，并可能揭晓前期财政部提及的一次性新增债务额度和“不仅于此”的增量政策工具。这些政策工具的实施，将对经济产生深远影响，进而左右市场的走势。市场普遍预期，本次会议将对财政政策进行明确，为市场注入新的活力。但是政策力度如果不及预期，也将对市场走势产生很大影响。

其三是美联储议息会议。10 月新增非农就业 1.2 万人，较 9 月份初值（25.4 万）大幅下降，远低于市场预期的 10 万。10 月美国居民可支配收入增速有所回落，个人消费支出维持稳定；

9 月美国 PCE 价格指数同比回落，核心 PCE 同比与 8 月持平；10 月 ISM 制造业 PMI 回落，其中，产出、客户库存和订单库存下降最多；8 月美国标普/CS 房价指数同比增速继续回落。预计 11 月仍将降息 25 个基点。

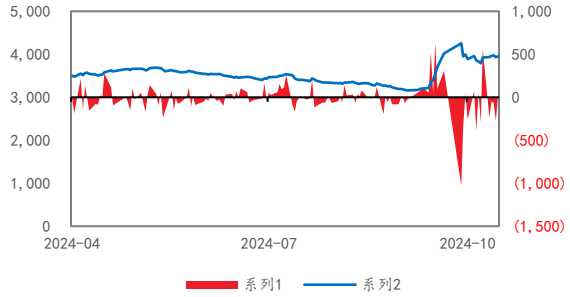
对于本周三大事件对市场形成扰动，在市场反转逻辑的大框架下，我们要关注的是这轮行情它走多长。面对短期的震荡波动，仍建议保持多头思维、积极应对。

图表 8：融资融券数据图



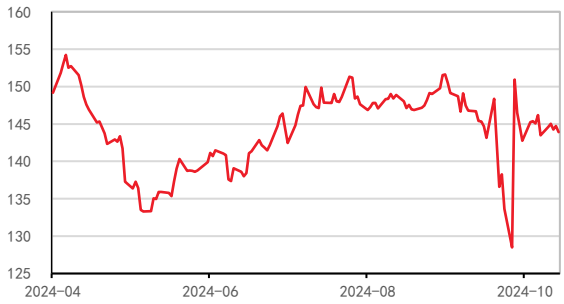
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



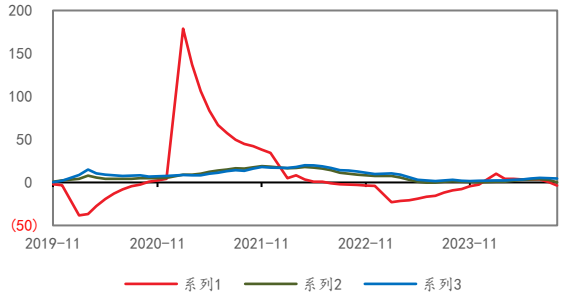
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

精铜杆企业整体生产进度表现不一，企业观望情绪浓厚，只有部分原料缺乏的企业会加大采购量，但整体订单实际上未见明显好转。企业更多维持正常生产节奏，寻找新客户，扩大增长点，市场依然由大型企业 献增量，中小企业表现偏弱。目前铜价相对稳定但仍处于较高水平，部分下游客户对高价铜保持谨慎，仅维持基本需求的采购。而且，终端需求总量有限，导致线缆企业面临供过于求的局面。

我国新能源汽车产销继续保持同比快速增长态势。中汽协数据显示，8 月国内新能源汽车产销分别完成 109.2 万辆和 110 万辆，同比分别增长 29.6%和 30%，新能源汽车新车销量达到当月汽车新车总销量的 44.8%。预计下半年新能源汽车将维持高增速，家电用铜将保持韧性，光伏用铜增量尚可，电网投资将维持低增速，房地产竣工用铜难有起色，风电增速持续偏低，新兴产业用铜增速放缓但增量仍然可观，而传统行业消费仍将成为主要拖累，整体下半年国内精铜消费增速将小幅下滑。

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

海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 降至低位，矿端短期紧缺格局将难以缓解。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，但节后市场消费情绪有所走弱，铜现货价格出现小幅贴水，同时国内铜库存去库速度放缓，需求支撑边际走弱。当下市场主要矛盾为需求边际走弱对比宏观情绪面仍偏暖，后续关注产业面消费支撑，预计铜价偏强震荡。

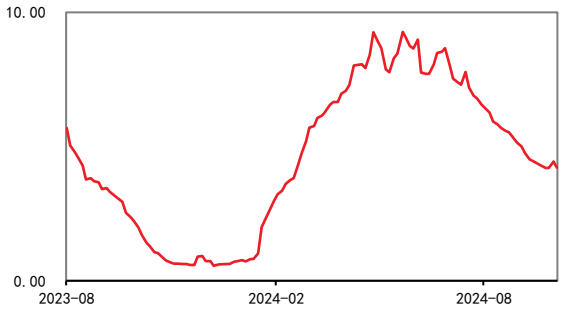
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



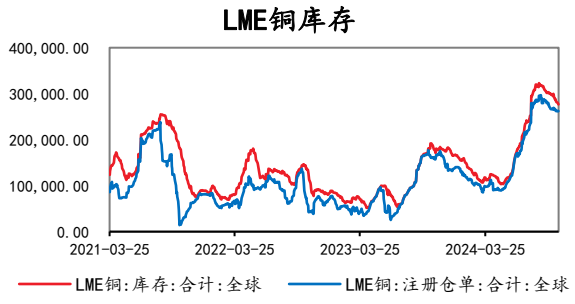
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



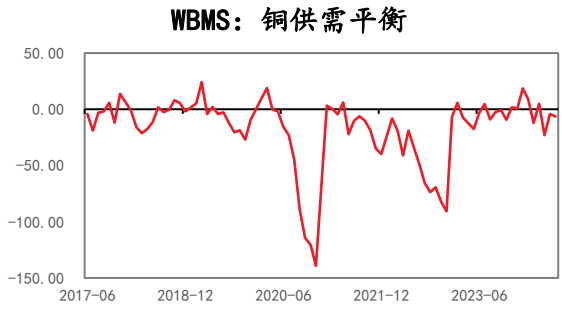
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



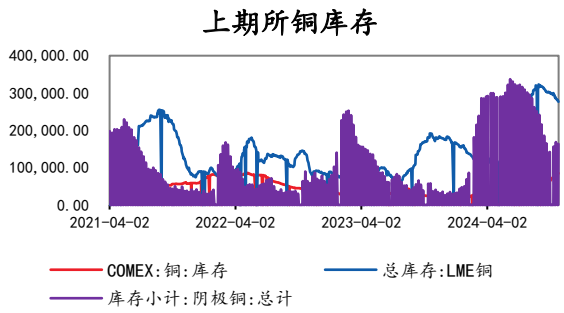
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



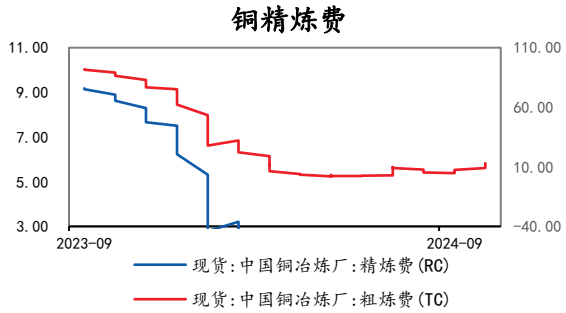
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

11 月国内外锌精矿加工费分别报 1500 元/金属吨和-40 美元/干吨，均值分别环比增加 50 元/金属吨和持平，TC 上调难度较大，难以带动炼厂利润好转。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。

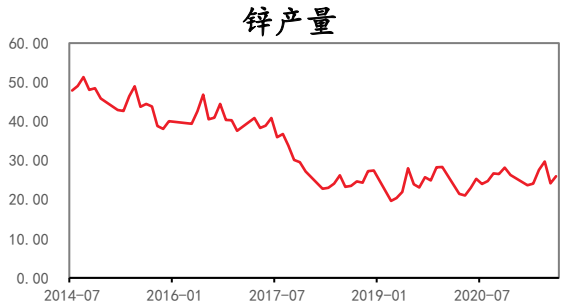
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。

2 总结

国内外矿山扰动不断，澳洲新世纪矿因火山原因减产和国内北方矿山生产淡季及炼厂冬储需求增加，原料端支撑增强。冶炼侧看，因电力问题，托克旗下两家欧洲炼厂 Balen 和 Auby 可能在 12 月或明年 1 月减停产，供应压力边际减弱。四季度进入季节性淡季，且周内北方河北、天津、山东等地环保限产不断，镀锌行业开工率大幅下滑，需求预期偏弱。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。

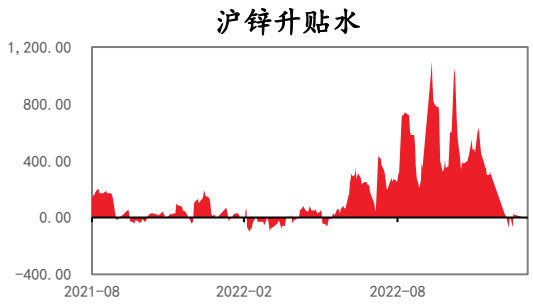
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



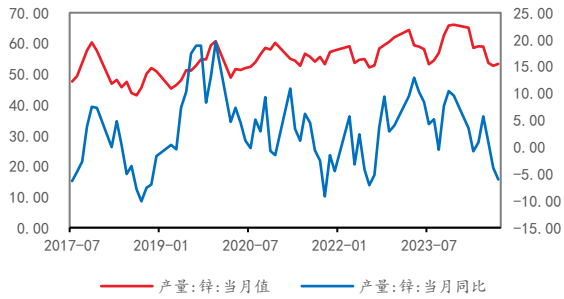
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



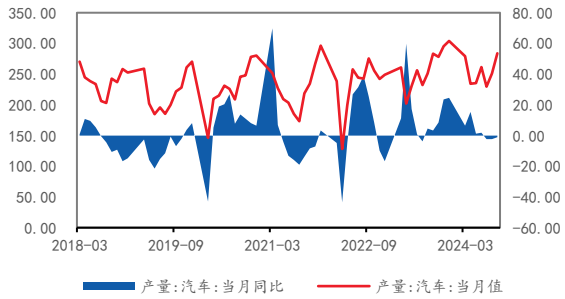
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美国大选仍有悬念

近期，关于美国大选的讨论中，国内网友们普遍预测特朗普有较大胜算。例如，以美股交易为主的券商富途证券的投票数据显示，3.3 万名网友认为特朗普胜率为 84%（截至 11 月 3 日）。特朗普的政策主张中，包括提高进口关税，特别是对中国商品的关税大幅提升预期。如果特朗普当选，我国可能会进一步加大内需刺激政策的力度。但特朗普真能赢得大选吗？

美国总统选举并非通过普选，而是采用选举人团制度进行。每个州根据人口分配一定数量的选举人票，总共 538 张。例如，加州作为人口最多的州，拥有 54 张选举人票，德克萨斯州则有 40 张。大多数州采用赢者通吃的原则，即在一个州中获得最多选票的候选人将获得该州所有的选举人票。例如，若候选人 A 在加州获得 50.1%的选票，他将获得该州的所有 54 张选举人票。

当一位候选人获得至少 270 张选举人票时，他将当选总统。如果出现 269 对 269 的平票情况，则由众议院投票决定总统，每个州有一个投票权，获得 26 个州的候选人将成为总统。如仍平票，则继续投票直至产生胜者。

各州通常有明显的政治倾向，分为“蓝州”（支持民主党）和“红州”（支持共和党）。真正决定大选结果的是摇摆州，这些州在不同选举中支持不同政党，其选票往往不确定，因此其结果对大选产生重大影响。在 2024 年的大选中，初步状态显示哈里斯稳拿 226 票，而特朗普稳拿 219 票，接下来的摇摆州将成为关键。

在 2020 年大选中，拜登获得 306 票，特朗普获得 232 票。以下是七大摇摆州的情况：

1. 乔治亚：0.23%（差距 11,779 票）—— 16 张选举人票（拜登赢得）
2. 亚利桑那：0.31%（差距 10,457 票）——11 张选举人票（拜登赢得）
3. 威斯康星：0.63%（差距 20,682 票）——10 张选举人票（拜登赢得）
4. 宾夕法尼亚：1.16%（差距 80,555 票）——20 张选举人票（拜登赢得）
5. 北卡罗来纳：1.35%（差距 74,483 票）——15 张选举人票（特朗普赢得）
6. 内华达：2.39%（差距 33,596 票）——6 张选举人票（拜登赢得）
7. 密歇根：2.78%（差距 154,188 票）——16 张选举人票（拜登赢得）

将所有七个州的差距票相加，总计为 38.6 万张选票。如果特朗普在乔治亚、亚利桑那和威斯康星这三个州的 42,918 票中获益，选票将持平；若再加上内华达的 33,596 票，特朗普则会胜出。换言之，特朗普输给拜登的选票仅为 76,514 张，平分到四个州，每州平均仅需 19,128 票。相较于 1.5 亿的选民，操控大选的难度显得相对较小。

目前，美国大选的操控空间包括但不限于：

1. 虚假邮寄选票。
2. 选民参与率（部分选民可能认为胜券在握，未去投票，或因其他原因错过投票）。

3. 选举人“背叛”选民（例如，共和党选举人投民主党候选人）。

4. 非法销毁选票。

在大选结果出炉之前，美国大选的博弈将持续进行，因此提前设定大选结果没有实际意义，提前做好应对方案更为重要。

2 房贷利率新规落地

近期，中国六大商业银行发布公告，从 2024 年 11 月 1 日起，开始对商业性个人住房贷款利率实行新的定价机制。这一政策的实施旨在提升存量房贷利率的调整灵活性，使得购房者能够更有效地应对利率变动带来的影响。

根据公告，所有符合条件的存量房贷借款人将能够将贷款利率统一调整至 LPR（贷款市场报价利率）减去 30 个基点。这一措施适用于过去未享受优惠利率的借款人。以往，房贷利率的计算通常由两个部分构成：一个是基于 5 年期以上 LPR 的利率，另一个是加点部分。此次新规下，调整将集中在加点部分，使得未享受优惠的借款人能以统一的标准进行调整。

此外，借款人可选择新的重定价周期，选项包括每 3 个月、每 6 个月或每 12 个月进行重定价。这一变化意味着，购房者不再局限于每年一次的重定价机会，而是能够在更短的周期内享受到市场利率的变动。需要注意的是，每位借款人在贷款存续期内仅有一次调整重定价周期的机会。

为符合新规，借款人需满足一定条件，主要包括其房贷加点值必须高于全国新发放房贷利率平均加点值加 30 个基点。最新数据显示，上季度全国新发放个人住房贷款的平均利率为 3.33%，而 5 年期以上 LPR 为 3.85%。这意味着，借款人可以向银行申请调整其加点值，达到更低的利率水平。

此次新政策的落地，标志着金融机构对存量房贷利率调整的自主权有了进一步的放开，旨在缓解借款人由于新发放房贷利率下调所产生的焦虑。同时，该政策有助于刺激购房需求，支持房地产市场的稳定。整体而言，此次变更反映了金融政策在适应经济环境变化方面的积极探索。

3 铁水下行 库存去化速度放缓

上周全国高炉产能利用率及五大品种钢材产量均有所回落。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 88.4%，环比下降 0.1 个百分点，同比下降 1.8 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 52.9%，环比上升 0.3 个百分点，同比下降 2.6 个百分点。五大品种钢材的周产量为 867.3 万吨，环比下降 1.5%，同比下降 4.8%。长流程产量小幅回落，日均铁水产量下降 0.3 万吨至 235.4 万吨，近期钢厂盈利比例略有下降，钢材产量多数由增转降。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 828.0 万吨，环比下降 2.4%，同比下降 16.2%。钢厂库存为 407.0 万吨，环比下降 1.0%，同比下降 6.2%。钢材总库存环比下降 1.9%，降幅较上周扩大 0.9 个百分点，社会库存与厂库同步回落，其中热卷社会库存降幅明显。

根据产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 891.7 万吨，环比下降 0.2%，同比下降 7.7%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 240.7 万吨，环比下降 1.2%，同比下降 19.2%。上周五大品种钢材表需环比略降，螺纹钢同比降幅扩大，建筑钢材的周成交量为 11.7 万吨，环

比上周下降 2.9%。

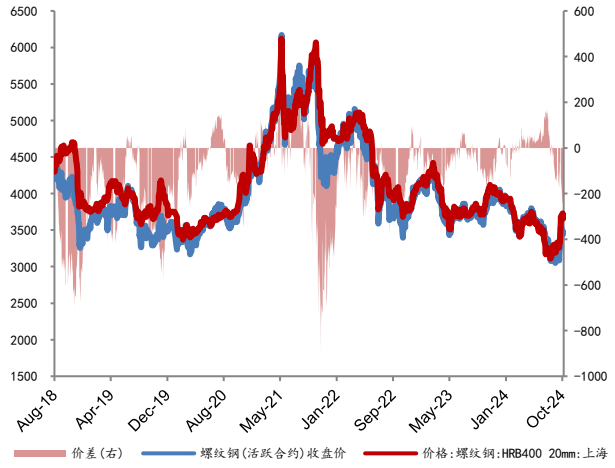
上周钢材现货价格略有上涨，主流钢材品种的即期毛利改善。247 家钢厂的盈利率降至 61.1%，环比下降 3.9 个百分点。。

4 小结

本周是超级周，美国大选、美联储议息会议决议及全国人大常委会都将在本周进行，重大事件落地前，我们预计钢价以震荡为主。考虑到钢价定价以内盘为主，需关注人大会议财政政策相关力度，谨防强预期落空后的价格回落。

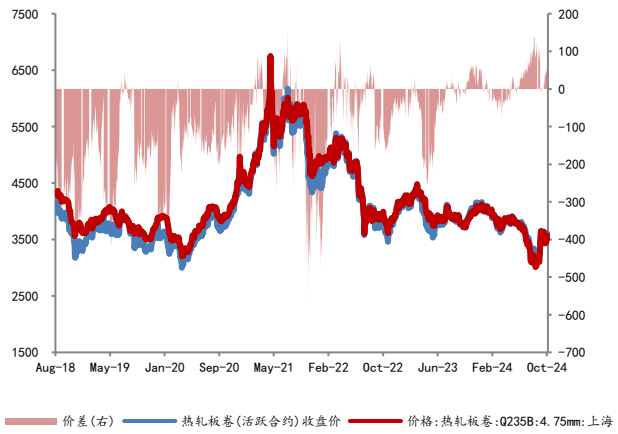
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



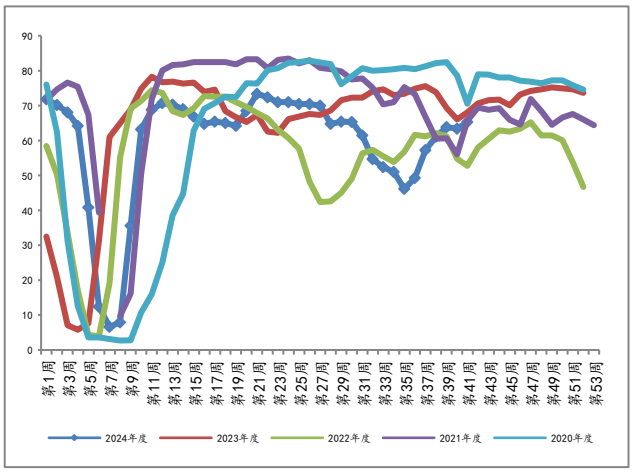
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



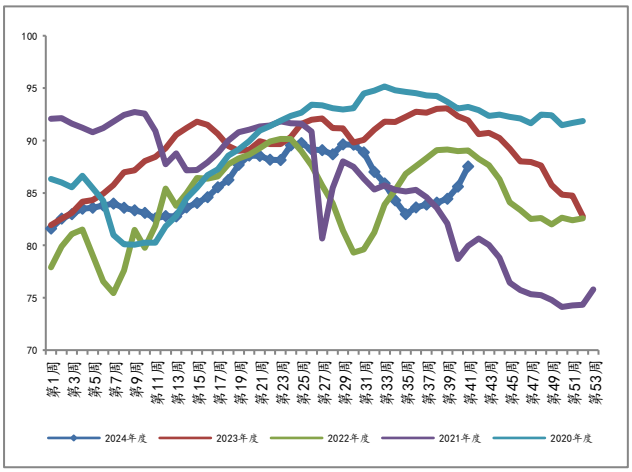
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



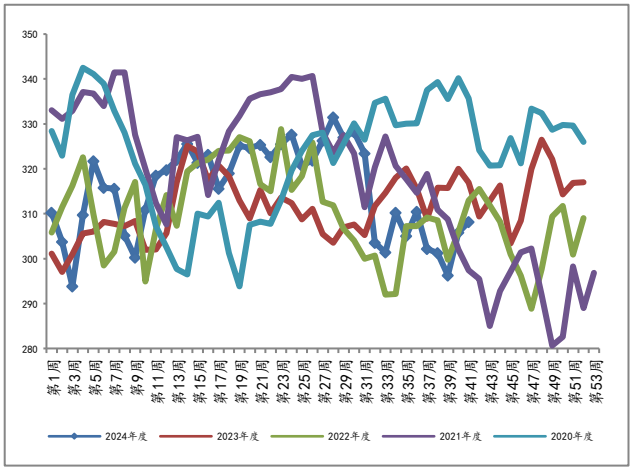
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



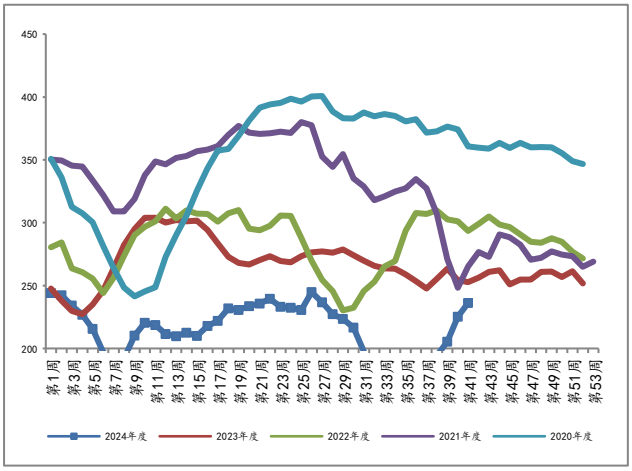
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



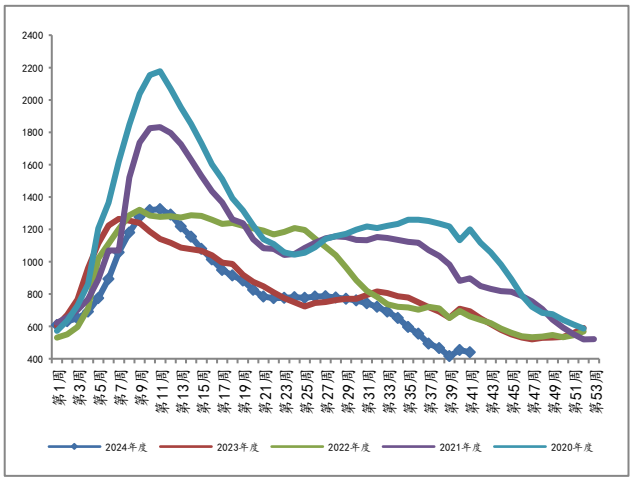
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



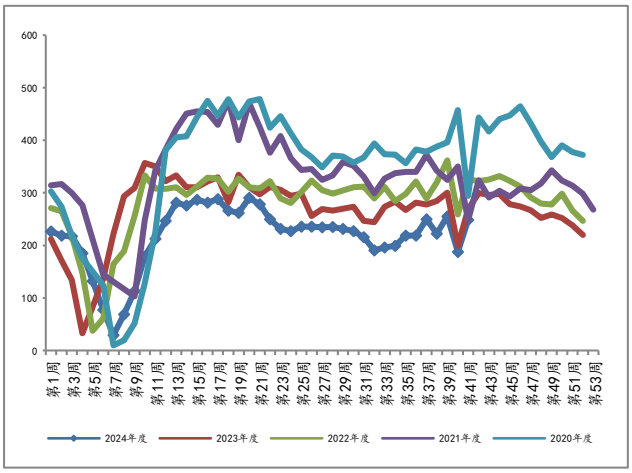
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 地缘事实导向策略

目前原油基本面变化不大，主要变量是地缘政治因素，特别是伊朗和以色列开始直接对抗，可能会对市场产生重大影响。中东冲突你来我往的报复性升级，带来的风险情绪提振了原油多头信心，令空头不敢在此时轻易押注。另据外媒援引知情人士称，美国方面明确表示，不支持以色列打击伊朗核设施或石油设施，无论在袭击性质还是目标地点上，都应避免局势过度升级和影响全球经济。在中东局势和美国大选等重大事态进一步明朗之前，投资者对未来可能出现的剧烈波动持谨慎态度。

近数年来，市场多次炒作地缘政治引发原油供应中断风险，然而实际上全球能源体系受到的影响比预想要小得多。尽管中东局势仍有较大不确定性，但可以从俄乌问题上认清原油贸易流向的本质。在俄乌战争爆发以及欧盟对俄罗斯制裁生效后，历史上很少购买俄罗斯原油的印度信实集团，从俄罗斯进口猛增至约占其需求量的四成。客观情况是，全球原油日均动态平衡数量就在 1 亿桶/日左右，供给和消费绝不会凭空出现和消失，有的只是贸易渠道的改变。

因此，不能基于颠覆性事件发生的假设去指导交易行为，国际主流投行机构均已采取事实导向性策略。原油市场交易者达成的默契是，除非供需发生实质性改变，否则大方向上保持观望状态。

2 全球供应趋势增长

鉴于以色列未能打击伊朗石油设施，中东地缘局势阶段性降温，市场现在转而关注基本面供应过剩的问题。

首先，OPEC+持有非常庞大的闲置产能，为了维护 OPEC+组织团结和调控政策框架延续，明年沙特让步放开渐进式增产的概率不低。另一方面，在美国、加拿大和巴西等非传统产油国的推动下，国际能源署 IEA 预计 2024-2025 年非 OPEC+原油产量将增长 150 万桶/日。美国能源信息署 EIA 数据显示，美国本土原油产量再次刷新 1350 万桶/日的历史高点，同时其商业原油库存也开始进入季节性累库周期。

尽管市场不时担忧潜在的供应中断，但原油风险溢价已经被极大挤出，主流投资机构认为明年一季度国际油价或平均低至 65-70 美元/桶左右。

3 传 OPEC 再推迟复产

目前原油市场消息纷飞，据传 OPEC+可能将增产计划再次推迟，受此提振 Brent 原油价格站稳 70 美元以上。

此前迫于油价下跌压力，OPEC+将首批恢复的 18 万桶/日产能从 10 月推迟到 12 月，现在出于对需求疲软以及非 OPEC+供应增加的考量，消息人士透露该组织可能会将原定于 12 月的增产计划继续递延一个月或更长时间，这一决定最早可能在下周宣布。以往交易经验表明，在国际油价降至 70 美元附近，但跌势可控的前提下，OPEC+通常更倾向于稳定市场；当熊市无法避免

时，沙特才有动机发动价格战来争夺市场份额。

我们认为，未来三到六个月的时间内，原油走势震荡下行是一个波动中渐进的过程，明年一季度油价重心大概率更低，但当前继续顺畅下跌的可能性并不大。

4 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。

5 美国大选等待揭晓

中东地缘冲突阶段性降温后，现在美国大选成为市场最瞩目的焦点。

随着 11 月 5 日大选结果临近，以特朗普为代表的共和党和民主党由竞选逐渐演变为斗争，让投资者普遍担心美国和国际社会动荡的风险。从民调支持率来看，目前关键摇摆州选情尚且胶着，在美国大选尚未尘埃落定之前，市场不确定性将会大幅增加。如果特朗普再度入主白宫，美国将会对华甚至对欧洲盟友设置史无前例的贸易壁垒；进一步，无论谁当选美国总统，都容易造成美国社会价值观的撕裂。

美联储上一轮加息周期的滞后效应犹存，宏观经济尚未摆脱衰退陷阱，大选波折可能会挫伤投资者信心。从历史经验来看，由于政策前景不明朗，金融市场往往会降低风险偏好，黄金价格创新高就是例证，相反原油等大宗商品大概率承压下行。

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。

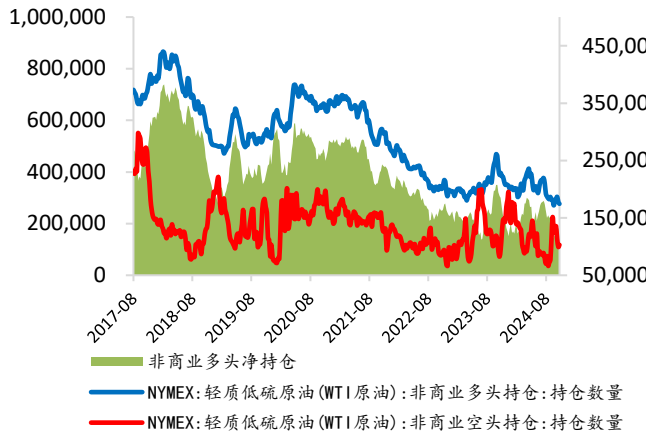
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



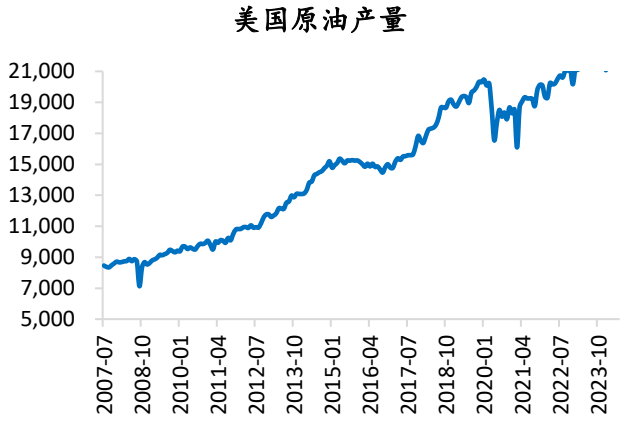
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



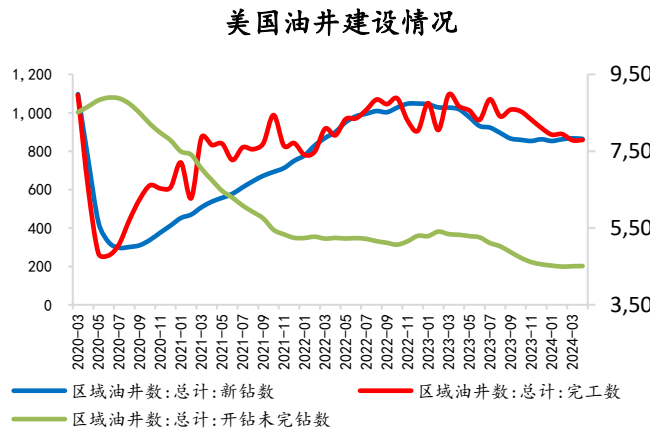
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



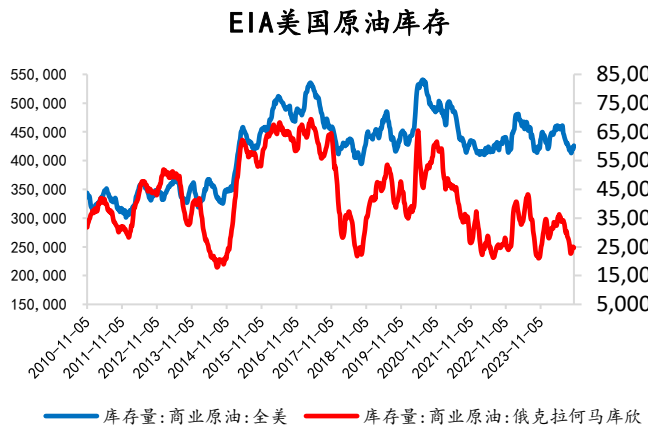
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



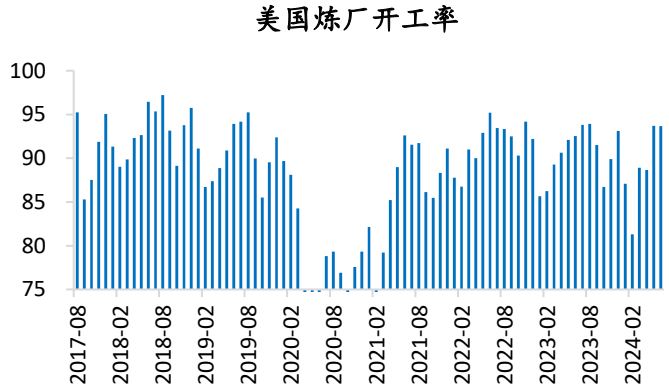
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



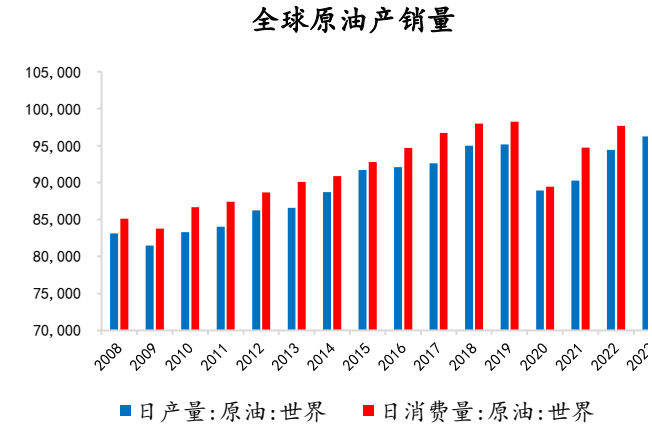
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 原料产出预期递增

海内外主产区进入割胶旺季，近期天气好转并有望正常化，新胶供应预期可能会有明显增加。10 月东南亚地区传统雨季结束，根据天气预报，未来产区降雨继续转弱，较常年同期并无异常，自本轮开割季以来，持续抑制原料释放的天气因素正在逐步消退。国内云南西双版纳地区天气正常，胶水迅速上量供应充裕，收购价格虽有松动但仍丰厚，胶农割胶积极性高涨。海南地区台风过后至今天气良好，割胶已经恢复至季节性正常水平，原料日产量在 4000-5000 吨，不过高价令加工厂抢购行为有所降温。泰国产区方面，当前该国东北部自北向南转入高产，但南部主产区仍有一定的降雨天气扰动。随着割胶工作顺利开展，预计 10 月全球天然橡胶产量在 145 万吨左右，鉴于 9 月产量基数较低，环比增幅或高于 4%。

四季度正值全球天然橡胶生产旺季，国内外主产区迎来原料快速上量阶段，市场关键因素在于天气是否良好，产量能否顺利释放。假设一切正常，今年较高的原料收购价格刺激胶农割胶积极性，原料产出将呈现明显增长，货源批量流入国内冲击现货市场，自上而下修复产业链成本利润关系。然而，泰国、印尼等传统产胶国树龄结构老化，加上后续气候或仍有异常扰动，也不排除今年旺季不旺的可能性。但考虑到行业产能周期见顶，今年割胶高峰期总产量较往年均值水平增长有限。

从往年供需平衡规律来看，正常随着供应端季节性释放，在需求端缺乏额外增量的情况下，四季度后期供需矛盾容易加剧，国内或逐步转入累库阶段，但考虑到社会库存处于近年低位水平，胶价向下调整空间有限，短期维持相对高位整理运行。

2 进出口亦环比回升

今年前三季度天气整体不利，全球天然橡胶季节性上量一再推迟，但随着东南亚主产区雨季进入尾声，割胶作业逐步顺利展开，当地原料价格较前期高位明显回落。

2024 年前三季度，泰国天然橡胶（不含混合、复合胶）出口量合计为 216.9 万吨，比上年同期增加 9%；其中，出口至中国的天然橡胶数量为 71.3 万吨，同比下降 7%。中国进口用于内销的橡胶以混合胶为主，同期泰国出口混合橡胶 90.1 万吨，同比大幅下降 31%，出口到中国的货源占绝大部分。综合来看，泰国前三季度大类橡胶出口共计 307 万吨，同比下降 7%；出口中国总计 159 万吨，同比大幅下降 23%。

进入 10 月下旬以后，东南亚主产区降雨天气变少，泰国自东北部向南部降雨逐渐减少，且较往年同期无显著增多。在天气因素影响减弱后，预计天然橡胶产量和对华出口量将呈递增趋势。

3 轮胎消费保持景气

天然橡胶市场逐渐进入供需两旺格局，一方面是主产区原料季节性放量，另一方面得益于全球轮胎制造业良好的韧性。

米其林先前发布的数据现实，自 2024 年初以来，全球乘用车轮胎需求增长超 3%；全钢胎需求

方面，欧洲和北美销量仍延续明显下滑。美国轮胎制造商协会预测，2024 年轮胎总出货量估计将达到 3.374 亿条，较去年增加 1.6%；其中，乘用车、轻型卡车及卡车轮胎的原始设备（配套市场）出货量将分别+1.2%、+5.5%和-3.5%，而替换市场出货量将分别+0.9%、+4.7%和+8.9%，总量增加约 540 万条。由于中国制造和出口的半钢轮胎性价比极高，欧美消费者换胎频率大幅提升，尽管在经济复苏迟滞背景下，全球轮胎行业仍可维持高景气度。

国内方面，随着天然橡胶价格恢复稳定，以及轮胎企业上调产品价格，轮胎生产利润略有修复，刚需有继续补货行为，支撑天然橡胶直接需求。

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 合成橡胶利润修复

丁二烯橡胶方面，近期国际原油走势疲软，原料丁二烯内外盘价格持续下跌，令合成橡胶期货表现弱势。

长期以来，丁二烯的强劲表现为丁二烯橡胶提供有力的成本支撑，然而丁二烯只是乙烯一体化装置的副产品，炼化企业并不会把非主营产品的盈亏平衡放在首位，当乙烯工业面临利润不佳的困境时，为保证资金周转率，生产企业倾向于抛售丁二烯以回收现金流。由于原油化工下游整体需求不佳，9 月生产企业大量销售丁二烯导致价格走低。后市虽然丁二烯货源仍不宽裕，但部分停车装置将陆续重启，国内产量存在提升预期，同时有船货到港补充，供应端预计逐渐走向宽松。

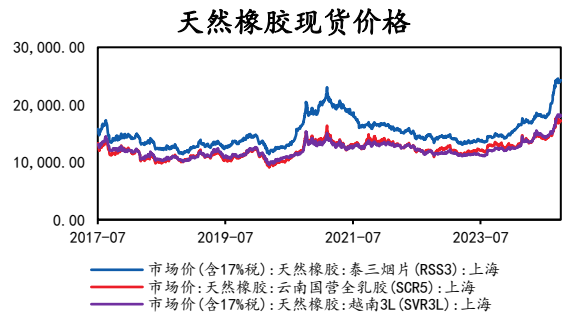
由此丁二烯橡胶理论生产利润得到修复，近期高顺顺丁橡胶产能利用率环比回升，而下游需求承接的增量有限，令丁二烯橡胶价格相应走低，完成原料成本端到供需平衡的传导，预计短期盘面仍将处于震荡调整中。

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。

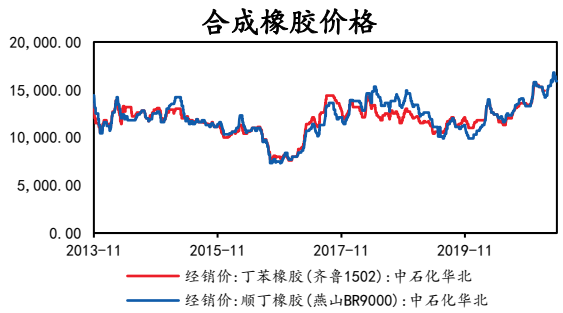
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



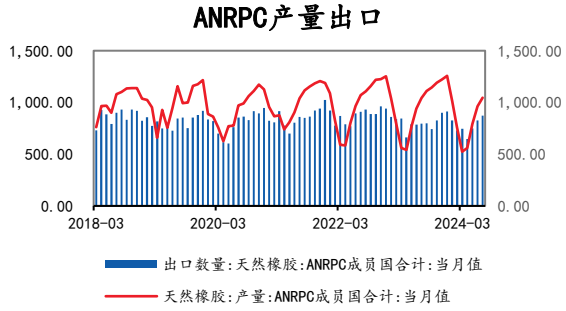
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



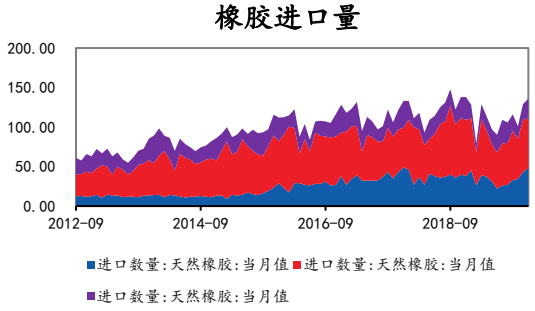
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



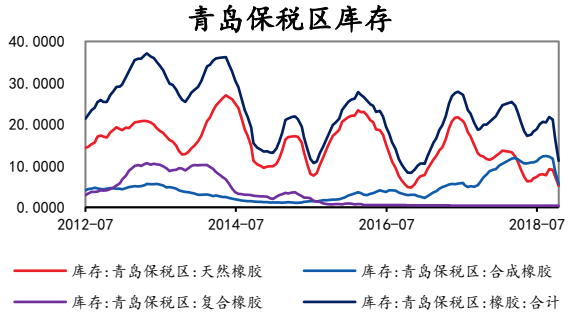
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



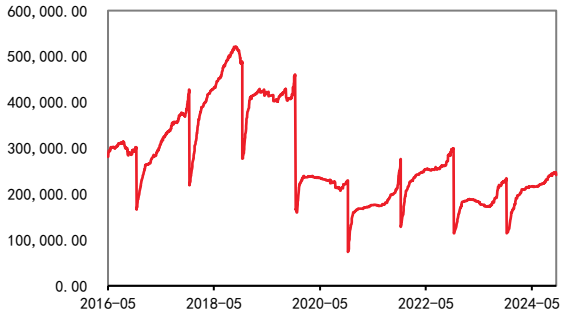
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



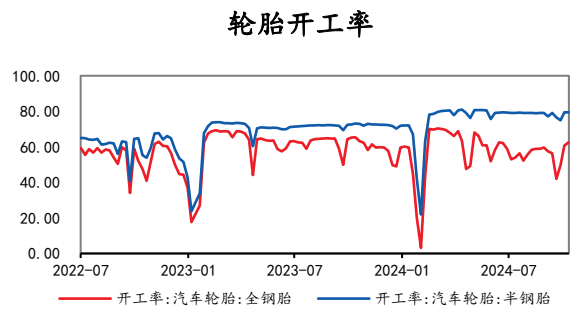
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



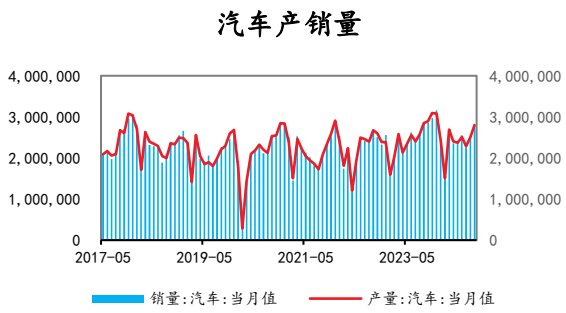
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：内外盘棕榈油强势领涨，油强粕弱持续强化

1 外部豆类市场分析

美豆收割近尾声，创纪录产量基本实现

美国农业部本周公布的作物生长报告显示，截至 10 月 27 日当周，美豆收割率达到 89%，低于市场预期的 91%，但仍为 2010 年以来最快收割速度。美豆收割已近尾声，2024 年美豆增产预期基本兑现。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。美豆 1 月合约自 8 月中旬从 973.5 美分触底回升，在反弹至 1090 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。

南美天气条件改善，大豆产量前景保持乐观

从 10 月中旬开始，巴西大豆种植区陆续迎来降雨，土壤墒情改善，巴西大豆播种快速推进。巴西国家商品供应公司（CONAB）称，截至 10 月 20 日，巴西大豆播种进度为 17.6%，一周前 9.1%，去年同期为 28.4%。尽管播种有延迟，但 CONAB 在 10 月 15 日首次预计 2024/25 年度巴西大豆产量为创纪录的 1.66 亿吨，同比提高 12.7%；种植面积估计为 4430 万公顷，同比提高 2.8%。在阿根廷，大豆播种即将展开。咨询机构 Datagro 预测 2024/25 年度南美大豆种植面积和产量将双双创下历史新高。初步估计表明，巴西、阿根廷、乌拉圭、巴拉圭以及玻利维亚的播种面积将达到 7140 万公顷，比 2023/24 年度的历史纪录高出 4%。大豆产量预计为 2.38 亿吨，比 2023/24 年度的 2.168 亿吨增加 10%。平均单产预计为每公顷 3,329 公斤，比上年提高 5%。Datagro 表示，生产成本下降是鼓励种植大豆的一个因素，农药和化肥价格下降对玉米种植的刺激有限，因为国际玉米跌幅超过大豆。南美大豆对于全球供应至关重要，如果南美大豆实现预期产量，全球大豆供应宽松格局将进一步深化。

供给担忧加剧，10 月份产地棕榈油价格大幅飙升

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。印尼棕榈油协会（GAPKI）上周称，2024 年 8 月底棕榈油库存降至 245 万吨，低于 7 月的 251.3 万吨，这也是 2019 年 3 月以来的最低值。2024 年 9 月印尼棕榈油出口量降至 179 万吨，低于 8 月份的 238 万吨和去年同期的 228 万吨。出口下降与 2023 至 2024 年厄尔尼诺现象的影响有关，该现象影响了鲜果串产量，导致国内产量下降。2024 年 1-8 月，印尼棕榈油产量从 2023 年同期的 3629 万吨下降到 3452 万吨。此外，印尼还计划在 2025 年实施 B40 生物柴油掺混项目，进一步收紧了供应预期。目前印尼实施 B35，如果提高到 B40，将会导致每年从出口市场转移额外的 150 万到 170 万吨棕榈油，从而加剧供应紧张压力。

在马来西亚，2024 年棕榈油出口相对强劲，1 月至 9 月期间出口量为 1230 万吨，高于 2023 年同期的 1088 万吨。但是根据马来西亚棕榈油局(MPOB)的数据，棕榈油库存正在收紧，2024 年 9 月库存为 106 万吨，比一年前的 137 万吨减少约 23 个百分点。马来西亚令吉贬值也给价格带来了额外的上行压力。截至 10 月 30 日，本月迄今令吉兑美元汇率下跌 6.2%，增加了外国买家对令吉报价的棕榈油的需求。

油世界预计 2024/25 年度全球植物油供需紧张，价格看涨

据外媒报道，油世界执行董事在基辅举行的第 22 届国际油脂会议上表示，由于需求强劲，加上产量和库存减少，全球植物油供应已经开始出现短缺。2024/25 年度全球 17 种主要油脂供应量可能同比仅仅增长 160 万吨，相比之下，2023/24 年度同比增长 880 万吨。食用油消费者和生产商必须为 2024/25 年度价格上涨做准备，主要因为全球植物油需求仍在稳步增长。2003/04

年度全球植物油需求增加了 410 万吨，2013/14 年度增加了 710 万吨，2023/24 年度增加了 590 万吨。未来几年全球废食用油（UCO）和其他原材料供应将增长不足，这将使生物燃料生产对棕榈油、豆油、菜籽油和葵花籽油的依赖程度保持在较高水平。预计 2024/25 年度全球 17 种油脂库存将达到 2.656 亿吨，其中棕榈油占 31.5%、豆油占 24.9%、菜籽油占 11.6%、葵花籽油占 8.5%。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕去库节奏放缓，现货震荡回落

受美豆价格跌至四年低点以及担忧美国大选后中美关系生变，三季度中国进口商明显加快大豆采购节奏。中国 9 月份大豆进口量达到 1137 万吨，接近 8 月创下的纪录水平 1214 万吨，较上年同期的 715 万吨增加了 59%，进口量达到历年同期最高。国内大豆压榨利润较佳支持油厂维持高开机率，近期豆粕产出大于需求，豆粕降库节奏放缓。中国粮油商务监测数据显示，截止 10 月 25 日，国内豆粕库存量为 112.6 万吨，周度增加 0.8 万吨。豆粕库存仍在 100 万吨之上，处于历年同期偏高水平。10 月份国内豆粕现货市场呈现价格波幅收窄、价格走势偏弱的特点。以张家港豆粕报价为例，从 10 月初的 3010 元/吨降至月底的 2940 元/吨。

进口大豆到港问题受关注，对豆粕市场影响较为有限

本周初，市场有消息显示，天津港口海关卸船严格导致临港的 3 家企业存在断豆危机，同时日照、连云港部分 11 月中旬以后到港的进口豆还未获得商检局的批证，预计大豆到达工厂用于压榨的时间很可能将延后最少 15 天。市场炒作短期供应偏紧，并国内豆粕期货带来短暂抗跌行情，但国内豆粕库存维持高位，远期供应压力令市场炒作持续性不足，豆粕期货很快重回美豆主导的行情中来。

产地棕榈油强势突破，国内棕榈油连刷新高

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 224.13 万吨，周度增加 0.1 万吨。其中棕榈油库存总量为 49.4 万吨，周度下降 1.6 万吨。尽管国内油脂整体库存充足，消费表现一般，但近期外盘棕榈油不断向上突破，油脂间的需求替代性也在推动豆油和菜油价格震荡跟涨。产地棕榈油利多题材仍在发酵，国内棕榈油供应紧张备受关注。中国 9 月份进口棕榈油 22 万吨，同比减少 58.5%；1—9 月累计进口棕榈油 206 万吨，同比下滑 33.3%。目前进口成本高企且进口利润持续倒挂，终端刚需采购，后续买船偏少，库存重建难度较大，内外盘棕榈油的成本联动和供给担忧以及资金炒作情绪将令盘面易涨难跌，豆油和菜油期货受棕榈油市场强势带动处于跟涨状态。

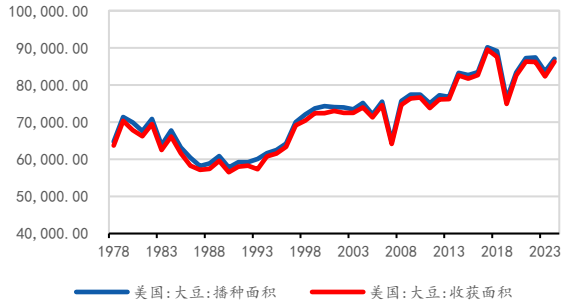
3 油脂油料市场展望

2024 年美豆丰产预期完美落幕，创纪录的产量规模令美豆价格仍在四年低点徘徊。南美大豆主产国陆续进入播种季，降雨增多有助于巴西追赶种植进程，巴西种植炒作情绪明显降温，阿根廷等国家受益于天气改善，新季大豆将如期开播。南美大豆乐观的产量前景将进一步深化全球供应宽松格局。在未来半年内，如果南美大豆缺少减产天气威胁，基本实现预期产量规模，供过于求将推动美豆价格重心再下一个台阶。国内豆粕市场因进口依赖与美豆运行节奏大体一致，虽然偶尔受到进口大豆通关政策、汇率波动以及油粕比值波动等因素的干扰，但趋势型走势仍主要受成本驱动。中加菜籽贸易仍存不确定性，随着水产养殖需求进入淡季，菜粕对豆粕的溢价在持续效应减弱。整体来看，美豆因供给压力缺少上行驱动，国内豆粕市场也难以摆脱目前弱势局面。东南亚棕榈油主产国利多题材频出，市场炒作情绪升温，内外盘强势共振，推动棕榈油价格连刷新高。棕榈油存在长期上涨动力，产地油棕老龄化问题导致产量增长前景不佳，

印尼生物柴油政策的加持使棕榈油基本面趋于紧张。短期炒作热度不减，如缺少利空因素打压，仍有惯性上行潜力。豆一期货市场受中储粮开启收购提振，价格开始温和回升，探明政策底的概率较大，但反弹的持续性仍需高蛋白大豆现货加以配合。

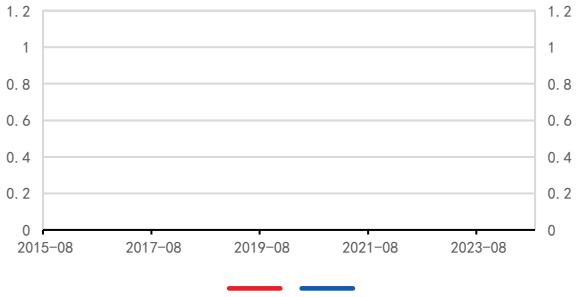
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



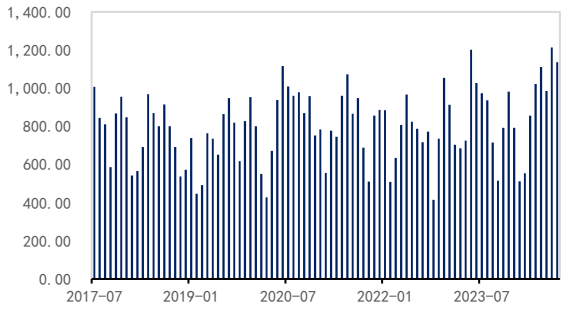
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



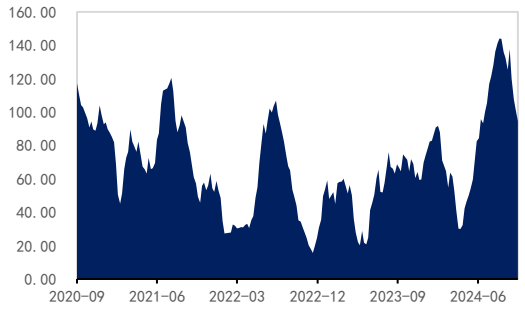
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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