中金财富期货策略周报（2024 年第 39 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：上周三大事件相继落地，由于财政政策聚焦于化债，在之前市场预期太过于充足的情况下，整体看市场风险偏好出现回落，引发股指期货在内的调整行情。对于商品市场，考虑到年底的中央经济工作会议和政治局会议都有经济议题，我们认为目前市场仍处在“强预期、弱现实”的阶段，工业品震荡的走势不变。

股指期货：反转逻辑的大框架下，这轮行情已经确定趋势向上。面对阶段性可能出现的震荡波动，仍建议保持多头思维，关注调整之后的买入机会。

铜：进口 TC 维持有所走高但依旧处于偏低位置，铜精矿供给偏紧的格局持续，废铜供应同样紧张，预计 11 月电解铜产量或进一步收紧。新能源消费领域韧性仍强，同时全国商品房成交同比环比实现“双增长”，际上数据好转对市场预期有提振。当下影响铜价的主要矛盾并不突出，价格波动收敛，等待特朗普政府未来政策带给政策带来的剧烈波动。

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。供需两弱，锌价延续高位震荡行情。

钢材：上周，受美国大选、美联储议息会议及全国人大常委会会议的影响，黑色市场波动显著增强。尽管市场对财政刺激寄予厚望，导致重大事件落地前钢矿等商品价格走强，但会议结束后，价格却出现了回落。随着这些重大事件的落地，黑色市场定价逻辑预计将从宏观驱动逐步转向基本面。鉴于存量房政策细则还未出台，逢低做多可能是当前的合理策略。

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：虽然全球大豆价格因供给宽松而处于弱势，但由于印尼和马来西亚等棕榈油主产国利多政策频出，产地棕榈油价格持续走强。目前国内棕榈油到港成本已突破万元关口，成本高企与供给紧张是盘面保持强势的重要动力，并为豆油和菜油高位运行提供额外支撑。油脂市场炒作情绪高涨，内外盘保持强势联动，如果 MPOB 月报继续释放利多效应，棕榈油将继续拓展上行空间。国内豆粕市场与美豆联动性更强，即使未来中美再度爆发贸易战，美豆享受关税豁免的概率依然较大，豆粕市场的趋势型走势仍主要受成本驱动。整体来看，在南美大豆缺少减产天气炒作并保持丰产预期的背景下，美豆市场难以扭转弱势，国内豆粕市场维持震荡偏弱行情的概率依然较大。中储粮入市收购对国产大豆市场的托底效果已经显现，豆一期货市场政策底基本探明，中美贸易前景的不确定性有助于提升国产大豆需求，如能得到产区现货配合，豆一期货市场有望继续修正此前跌幅。

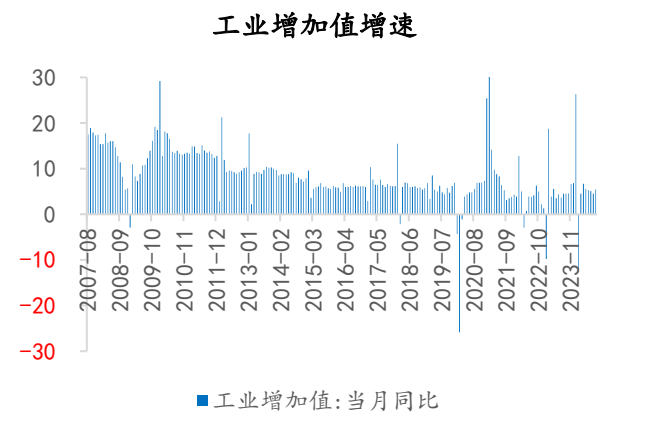
目录

周度策略：化债政策已出，关注其他政策的节奏 ..... - 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 CPI：价格结构性回稳 ..... - 8 -
3 流动性：1.45 万亿 MLF 到期 ..... - 9 -
4 宏观策略 ..... - 9 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
铜 ..... - 12 -
1 影响因素 ..... - 12 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 13 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
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。供需两弱，锌价延续高位震荡行情。 ..... - 15 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 政策持续发力 ..... - 16 -
2 特朗普赢得美国大选 ..... - 16 -
3 铁水回落 库存持续去化 ..... - 17 -
4 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 增产计划再度推迟 ..... - 20 -
2 地缘影响让位供需 ..... - 20 -
3 美油仍有扩张空间 ..... - 20 -
4 基本面随时间劣化 ..... - 20 -
5 下行风险高于上行 ..... - 21 -
6 区间震荡前高后底 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 主要产区进入旺季 ..... - 24 -
2 降雨减少供应递增 ..... - 24 -
3 青岛库存拐点将至 ..... - 24 -
4 需求尚可挑战仍存 ..... - 24 -

5 价值重估已成事实 ..... - 25 -
6 胶价重拾上升趋势 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：内外盘油脂强势共振，油强粕弱格局进一步深化 ..... - 29 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

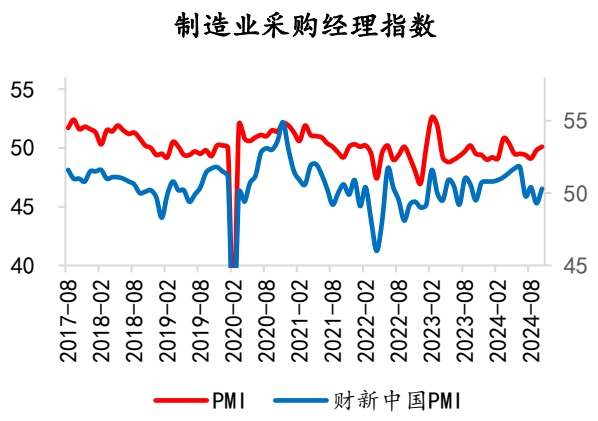
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



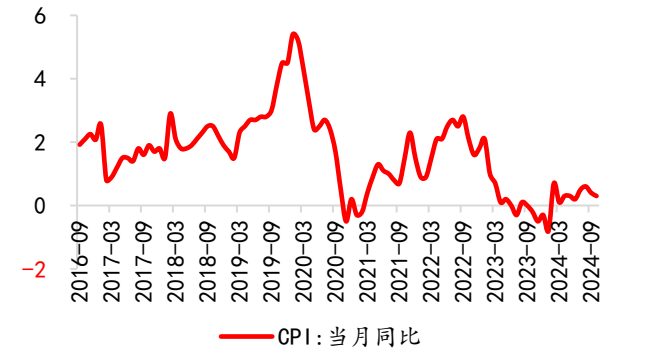
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



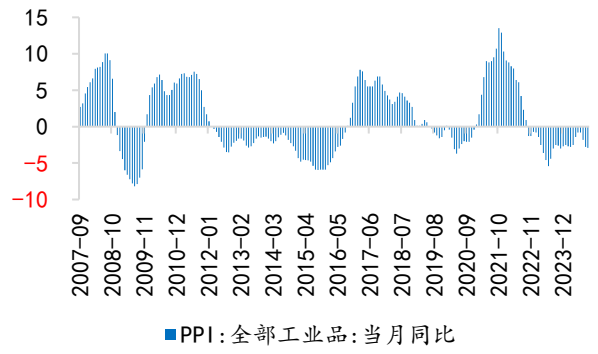
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



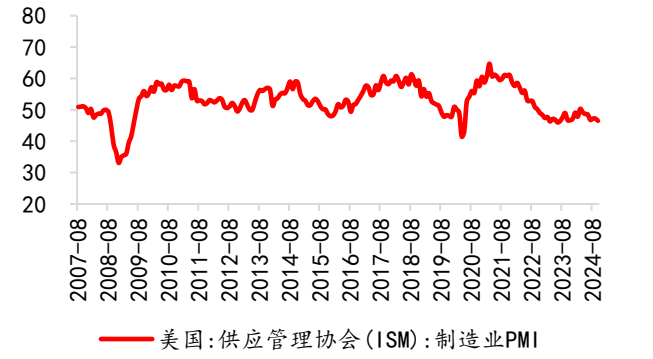
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



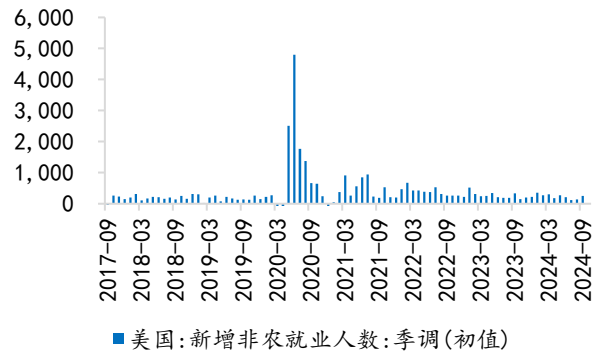
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：化债政策已出，关注其他政策的节奏

美国大选特朗普重新上台，以及全国人大对于财政支出的落地，上周三大事件尽出。从市场情绪看，国内工业品对于特朗普上台，以及财政政策力度等事件反馈较为消极。但是我们认为上周的宏观事件没有显著低于预期的地方，之前的市场节奏没有明显变化。

如何理解化债规模

上周五的发布会介绍了财政落地的情况，但是主体是一揽子化债方案，合计有 12 万亿元，并无其他方面的安排。6 万亿元置换分三次安排。根据发布会，6 万亿元新增债务限额全部安排为专项债务限额，从而 2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元，落地节奏上，分三次安排，2024—2026 年每年 2 万亿元。5 年 0.8 万亿元/年=4 万亿元的新增专项债。发布会介绍，财政每年从新增专项债中安排 0.8 万亿元用于置换隐性债务，连续 5 年，累计 4 万亿元。棚户区改造 2 万亿元按照原合同偿还。

一揽子化债方案的影响如何看？一揽子化债方案，显著缓解地方财政压力，有利于存量财政政策效能的发挥，后续可以多大程度改善基本面，需要其他加杠杆的财政政策配合。

在一揽子化债方案支持下，留给地方政府自身的债务压力只有 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，不到原来的六分之一，显著缓解短期地方政府债务偿还和债务付息压力，增强了地方财政的可用资金，有利于基层三保和已有财政政策的落地实施，更好发挥存量财政政策的效能。债务化解是针对存量债务进行置换，从资金流的循环来看，可以缓解相关企业的运营压力和财务状况，但是从可以在多大程度上改善和提振微观主体的预期和风险偏好，还有赖于其他增量财政的配合。

后续财政如何看？从财政融资来看，短期需要统筹财力，解决财政缺口。中长期中央财政加杠杆更有想象空间。根据发布会，今年一般公共财政的缺口或由中央单位上缴专项收益、地方债务限额（4000 亿元）、盘活存量资产以及预算稳定调节基金来补充。中长期，中央政府的赤字率仍有较大空间。我们测算，如果向地方杠杆率看齐，中央财政有 10 万亿以上的赤字空间。

此次会议聚焦化债，并没有涉及到年初公共预算调整，即没有增发国债或修改赤字率目标；同时也未提及新增发行特别国债，以及没有涉及到增量消费刺激政策。我们认为这次会议不足以大幅提升当前投资者风险偏好，但是并不代表 12 月中央经济工作会议不会有增量政策，因此在增量政策预期持续存在的背景中，后续政策仍是关注的焦点。

图表 1：2023 年地方专项债付息压力较大



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美联储降息节奏放缓

美联储宣布将联邦基金目标利率下调 25 个基点至 4.50-4.75%，符合市场预期，降息幅度较 9 月份的 50 个基点有所放缓。本次决议获得全体委员的一致通过。

在声明中，描述就业市场状况的措辞从之前的“就业增长放缓(slowed)”改为“劳动力市场状况总体上有所缓和(generallyeased)”，通胀朝着美联储 2%的目标取得了“进展”，取代了之前的“进一步进展”。声明中还删去了“委员会对通胀正在回归 2%的目标已经获得了更大的信心”这一表述。声明披露之初被市场解读为鹰派，美债收益率小幅上涨，但在随后的问答环节中，当有记者提问声明中措辞的改变是否意味着为 12 月暂停加息打开大门时，鲍威尔否认了这一含义，他强调，对通胀更有信心是开启首次降息的条件，是一种前瞻性指引，而这一条件在 9 月已经达成。删除这一措辞并非为了释放任何信号，而是因为当前存在诸多不确定性，不是作出大量前瞻性指引的好时机。我们认为这一措辞改变未必反映了联储对通胀的信心减弱。

鉴于周三特朗普刚刚赢得总统大选，本次记者会上不少问题都围绕新一届政府展开，鲍威尔表示在短期内，选举不会对联储的政策决定产生影响。当被问及减税以及赤字上升的问题，鲍威尔表示当法案通过时，会将其加入经济模型考量。

经济方面，鲍威尔重申就业市场持续降温，整体状况良好，但不希望看到进一步大幅放缓。鲍威尔对于通胀的态度较为温和，他表示如果观察到长期通胀预期上升将感到担忧，但目前尚未出现这种迹象。可以看出，美联储的政策重点或将落在就业上。

后续政策路径方面，对于 12 月是否会降息，鲍威尔再次强调，每次会议都是实时的。目前仍处于降息进程中，需要根据经济数据采取行动。但他也指出，如果劳动力市场出现恶化，联储将加快采取行动。或者，当利率接近中性水平时，放慢降息速度可能是合适的。不过，美联储尚未就此做出任何决定。

考虑到当前基准利率距离中性利率仍有一定差距，预计美联储将在 12 月继续连续降息，但只要就业市场未出现显著恶化，降息幅度将维持在仅 25 个基点。到明年晚些时候，随着贸易战 2.0 开启，利率更加接近中性水平，美联储可能会放缓降息节奏，并在部分会议上暂停降息。

耐心等待美国大选扰动结束

上周三大事件相继落地，由于财政政策聚焦于化债，在之前市场预期太过于充足的情况下，整体看市场风险偏好出现回落，引发股指期货在内的调整行情。对于商品市场，考虑到年底的中央经济工作会议和政治局会议都有经济议题，我们认为目前市场仍处在“强预期、弱现实”的阶段，工业品震荡的走势不变。

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 9 日	全国人大常委会批准增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务	更加注重政策和市场的互动。	稳地产力度加强
	11 月 7 日	美联储降息 25 个基点	符合预期	美联储降息步伐如期放缓
数据	11 月 8 日	中国 10 月出口同比增长 12.7%	跃升至 27 个月来最高，贸易顺差创历史第三高	抢出口迹象明显
	10 月 7 日	CPI 同比上涨 0.3%	食品价格高位回落，加之汽油价格下行，全国 CPI 环比回落	经济数据仍待改善
事件	11 月 6 日	特朗普在竞选中获胜	共和党在参众议员大获全胜	特朗普对全球经济将造成重大影响

资料来源：中金财富期货研究所

2 CPI：价格结构性回稳

2024 年 10 月 CPI 同比 0.3%，PPI 同比-2.9%，均较上月回落 0.1 个百分点。

10 月份中国物价增速小幅回落，但结构已现好转迹象。CPI 方面，10 月份增速回落主因食品价格拉动减弱、能源价格跌幅扩大，但服务价格略有回升，尤其是居住服务价格回稳，这一定程度上受增量政策出台后需求回暖的带动。PPI 方面，10 月份环比跌幅明显收窄，上游价格先行恢复，国内定价的黑色建材价格反弹，国际定价的有色金属涨价、石化产品价格跌幅收窄。不过，PPI 生活资料及制造业中下游价格仍然较弱，一定程度上受企业以价换量“抢出口”的影响。9 月中央政治局会议顶层定调后，一系列增量政策落地见效，带动国内需求回稳，有助于物价稳定；然而，美国大选结果出炉后，外部经贸环境不确定性提升，不利于出口企业信心恢复，可能削弱对价格的带动，宏观政策亦需早做筹划。

CPI 同比增速小幅回落。10 月 CPI 同比增长 0.3%，较上月回落 0.1 个百分点；剔除食品和能源的核心 CPI 同比增长 0.2%，较上月提升 0.1 个百分点。结构上：1）食品价格支撑减弱，猪肉水产及果蔬品前期受极端天气等影响价格上涨较多，10 月份天气晴好，利于鲜活食品生产储运，价格超季节性下跌，合计影响 CPI 环比下降约 0.20 个百分点，占 CPI 总降幅七成左右。2）能源价格存在拖累。受国际油价变化影响，10 月能源价格下降 5.1%，降幅比上月扩大 1.6 个百分点。3）商品价格同比平稳，但结构存在分化，支撑在于国际金价上涨，通信工具、酒和西药价格跌幅收窄；拖累在于家用器具、衣着、中药、卷烟等价格同比跌幅扩大。4）服务价格同比回升，旅游服务受国庆期间出游需求增加带动，房地产市场恢复助力居住服务价格趋稳。

PPI 同比增速略有回落，主要受生活资料中的耐用消费品价格拖累。10 月 PPI 同比跌幅略扩大至-2.9%；不过 PPI 环比-0.1%，连续两个月降幅收窄。其中，生产资料价格环比增长 0.1%，但生活资料价格环比增速降至-0.4%，尤其是耐用消费品价格表现偏弱，或受到前期大宗商品价格调整的滞后影响。分行业看：1）内需定价的黑色建材价格反弹，对 PPI 环比拉动达 0.17 个百分点，而上月拖累 0.37 个百分点，扩大内需等一揽子增量政策出台后，相关商品预期和需求改善，带动价格回升。2）外需定价的有色金属价格上行，对 PPI 环比拉动为 0.12 个百分点，而上月略拖累 0.02 个百分点；石油化工价格降幅收窄，对 PPI 环比拖累 0.2 个百分点，较上月减弱 0.08 个百分点。3）装备制造价格表现偏弱，对 PPI 环比的拖累达到 0.17 个百分点，比上月扩大 0.09 个百分点。一方面，前期大宗商品价格较快下跌，装备制造业成本压力有所缓解；另一方面，国际经贸环境面临不确定性，企业促销“抢出口”的影响也不容忽视。4）除此之外，消费制造价格有涨有降，对 PPI 环比的拖累略收窄至 0.03 个百分点。

3 流动性：1.45 万亿 MLF 到期

央行大额资金回笼，月初资金面维持宽松。不过资金分层现象延续，R007 和 DR007 利差回升至 18-21bp，前一周曾下行至 10bp。从资金供需结构来看，银行体系净融出突破 5 万亿，非银资金需求也在持续攀升。

在监管规范银行同业存款定价的预期之下，存单收益率快速下行，后续存在两个路径的影响。一是推动银行整体负债成本下行，进而直接带动短久期利率债、存单等品种下行，已经在月初资金面宽松的助推下部分定价，后续需要关注的是这一轮整改之后，银行整体负债成本的改善情况；二是可能使得银行缺负债的状况加剧，对存单的依赖进一步提高。

往后看，资金面核心扰动仍然在政府债供给。随着人大常委会的召开，年内供给压力基本落地，如果按照上限 2 万亿规模测算，11-12 月政府债累计净发行规模或在 3 万亿元左右。而去年 11-12 月政府债净供给 2 万亿元，今年 8-9 月供给高峰是 3.3 万亿元，且年内仍有一次降准。对比来看，11-12 月供给压力或在市场可承受范围之内。

4 宏观策略

上周三大事件相继落地，由于财政政策聚焦于化债，在之前市场预期太过于充足的情况下，整体看市场风险偏好出现回落，引发股指期货在内的调整行情。对于商品市场，考虑到年底的中央经济工作会议和政治局会议都有经济议题，我们认为目前市场仍处在“强预期、弱现实”的阶段，工业品震荡的走势不变

5 股指期货市场分析

两市震荡回升

上周国内财政政策、美国大选与联储议息会议三大“靴子落地”，目前港股相对估值或处于中性水位。特朗普胜选美国大选推动美股、美债利率、美元指数齐涨，但趋势此后或难持续，“特朗普交易”短期或迎小歇脚期，海外流动性边际紧缩斜率至年底或出现阶段性缓释期。11 月联储如期降息、但暗示未来联储降息的节奏或有所放缓。考虑后续降息路径或取决于数据表现和

美国新政府决策影响，1Q25 新政府正式组建并施政前市场或难以形成明确的联储货币政策路径预期。以上因素决定市场或继续在当前估值水位震荡，港股持仓宜以稳为主，可关注公用、电信与互联网板块。

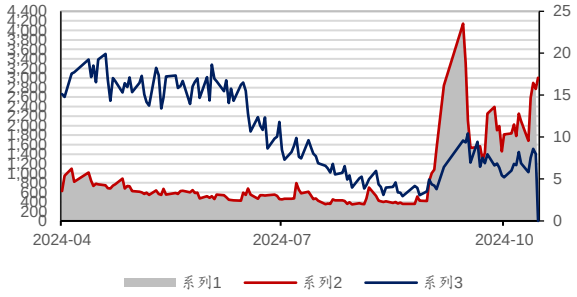
6 万亿增量财政政策公布或缓解地方政府现金流压力。11 月 8 日人大常委会办公厅举行新闻发布会，主要增量政策是新增 6 万亿元的地方专项债限额置换地方存量隐债。考虑会前市场各方对此并未形成一致预期，不排除政策或不及此前持续流入大中华资产的部分外资预期。我们认为，“924”政策组合奉缓和了投资者对地产尾部风险的担忧，也让中国 vs 其他新兴市场的 PBLF 折价自 30%收敛至 15%左右。目前港股定价仍包含一定对新旧动能转换、民企营商环境等中长期因素的考量，或处于中性水位。如若短期市场出现明显调整，则或不失为介入良机。本次会议亦提供了部分政策展望，往前看需关注 12 月相关会议中对后续财政政策的指引。

本周扰动事件较多，但继续关注逢调整买入机会

中期，特朗普上台或增加市场对关税的担忧，相对应的，后续的政策预期也更强。11 月 6 日，特朗普宣布赢得总统大选。与此同时，国会选举结果也基本出炉，“共和党全胜”的可能性在增加。相比现任的拜登民主党政府和共和党控制众议院的“分裂国会”，当前“共和党全胜”的局面大幅强化了特朗普主要政策推进的可能性。而此前特朗普曾威胁对华加征 60%的关税，引发市场对出口降速的担忧。对此我们认为，一方面加征关税的时间乃至最终关税的幅度仍有较大的不确定性，二则不同于上一轮 2018 年时，当前国内政策已明确转向宽松。即便后续外部压力增大，内部宽松也有望对冲。

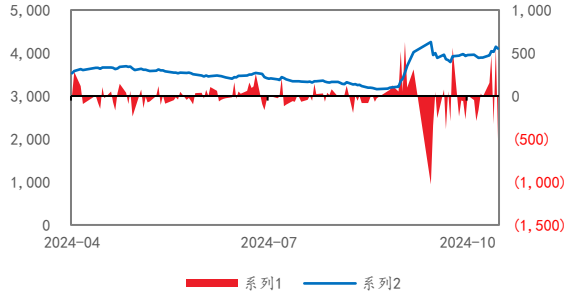
因此，反转逻辑的大框架下，我们要关注的是这轮行情走多长。面对阶段性可能出现的震荡波动，仍建议保持多头思维、积极应对。

图表 8：融资融券数据图



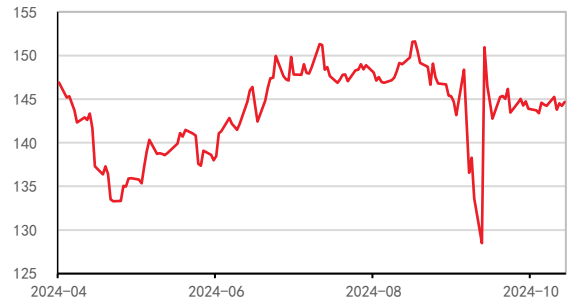
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



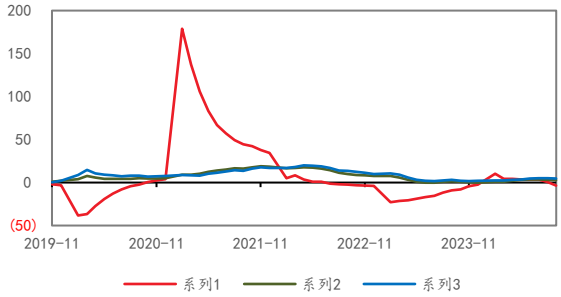
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

原材料紧缺格局下，国内产量增长有限

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。一二季度加工费下滑幅度明显，TC 自年初的 53.30 美元/千吨下滑至 6 月底的 2.60 美元/千吨，9 月以来，受内外冶炼厂突发事故影响，现货精矿供应紧张略得到缓解，加工费小幅回暖，但中长期看，铜矿供应偏紧依然对于 TC 价格的反弹形成限制作用。

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。

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

进口 TC 维持有所走高但依旧处于偏低位置，铜精矿供给偏紧的格局持续，废铜供应同样紧张，预计 11 月电解铜产量或进一步收紧。新能源消费领域韧性仍强，同时全国商品房成交同比环比实现“双增长”，际上数据好转对市场预期有提振。当下影响铜价的主要矛盾并不突出，价格波动收敛，等待特朗普政府未来政策带给政策带来的剧烈波动。

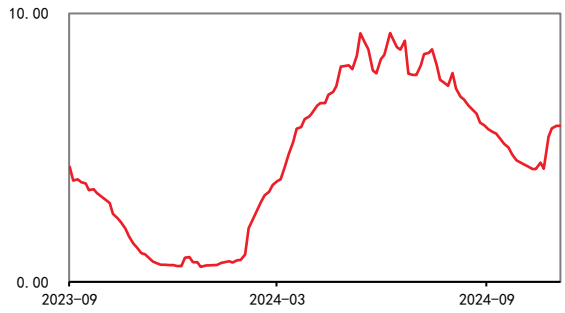
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



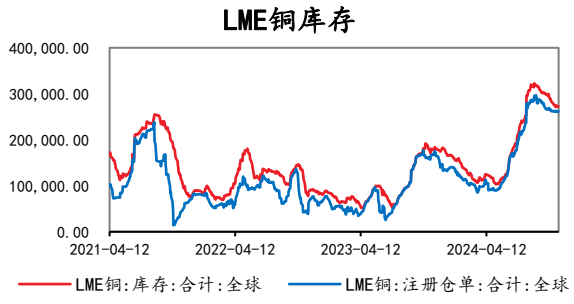
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



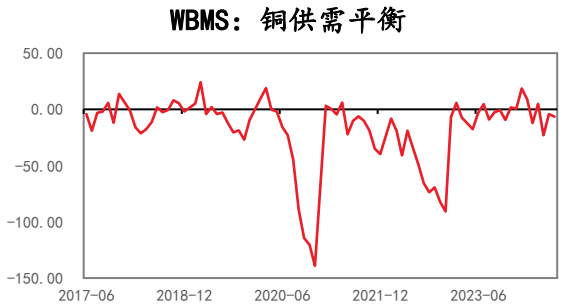
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



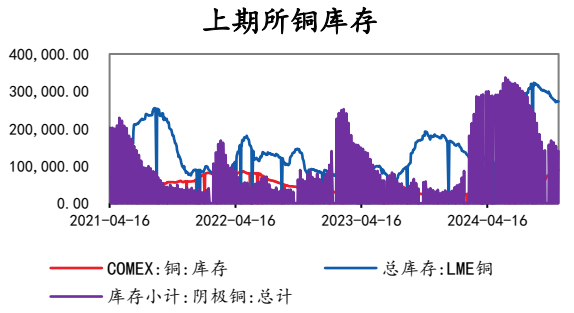
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



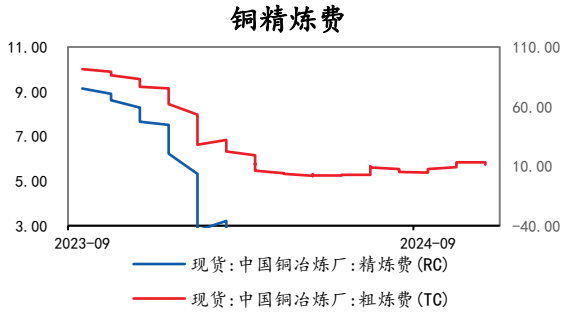
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

1-9 月中国汽车产量累计同比增长 2.3%，新能源车增长 33.8%达 844 万辆，全年产量可望达到 1200 万辆但是海外需求持续下滑，9 月美国轿车销量累计下降 5.6%，欧洲汽车注册量累计增长 1%。欧盟对中国电动车征收为期五年的反补贴税正式通过实施。四季度是国内消费旺季，补贴力度加大带动国内换新需求明显增加可部分抵消出口减弱，预计四季度国内汽车产量表现仍较好，但海外汽车产量可能持续偏弱。

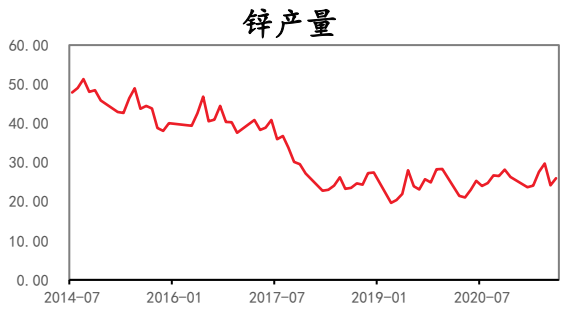
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。

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。供需两弱，锌价延续高位震荡行情。

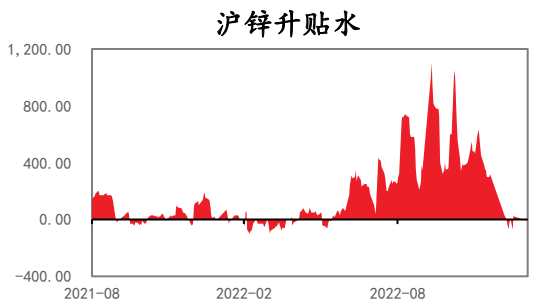
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



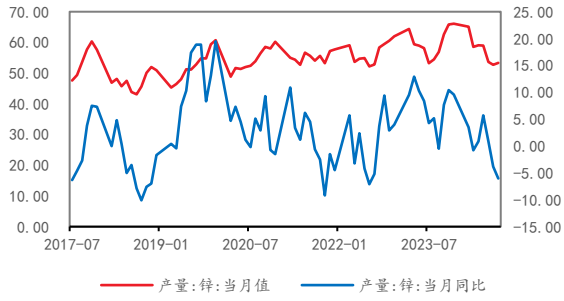
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



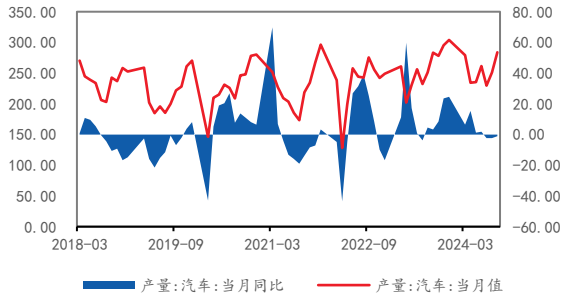
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政策持续发力

11 月 8 日，全国人大常委会办公厅召开新闻发布会，宣布通过了一项关于增加地方政府债务限额并置换隐性债务的决议。该决议批准了国务院的提案，决定增加 6 万亿元的地方政府债务限额，用于置换存量隐性债务，以帮助地方政府减轻债务压力并支持经济发展。此项政策的实施计划为期三年，计划自 2024 年开始，每年安排 2 万亿元，直至 2026 年完成。

财政部部长蓝佛安表示，预计到 2028 年，地方政府需化解的隐性债务将大幅下降，从 14.3 万亿元降至 2.3 万亿元，债务压力得到显著缓解。许宏才也补充指出，除了 6 万亿元的增量措施外，另有 4 万亿元的存量措施，将分五年安排，每年从新增专项债券中安排 8000 亿元用于化解隐性债务。两项措施合计，地方政府将获得 10 万亿元的债务化解资源。

尽管 10 万亿元的化债额度低于市场先前预期的 12 万亿元财政刺激金额，但这一政策依然对经济构成重大利好。市场此前对财政刺激的预期过于夸张，甚至有将金额预期从 10 万亿提升至 16 万亿的说法，导致消息公布后市场出现一定的负面反应。我们认为，尽管当前市场普遍认为人大常委会的会议未能完全符合预期，但这一政策依然是重大的利好。

目前的 10 万亿元化债金额，主要用于债务置换，不仅为地方政府提供了充足的债务化解资金，还为进一步推动地方经济转型升级和改善民生提供了有力的财政支持。蓝部长还表示，“中央财政仍有较大的举债空间和赤字提升空间”，“下一步的财政政策将加大逆周期调节力度”，并指出，财政部正在与相关部门配合研究细化政策，以推动专项债券支持回收闲置土地、增加土地储备及收购存量商品房用于保障性住房建设。这些表明，财政和地产刺激政策仍具有较大的空间，并将再未来继续发力。

2 特朗普赢得美国大选

北京时间 11 月 6 日，美国共和党总统候选人特朗普宣布赢得总统选举，成为美国第 47 任总统。特朗普的政策立场以振兴美国制造业为核心，主要特征包括：对外加征关税、对内减税、驱逐移民、放松监管、加强能源生产等。

特朗普的政策观点以振兴美国制造业和实现再工业化为核心，特别强调通过关税和外交手段来保护和促进本国经济。他主张对外加征关税，将其作为谈判筹码，迫使他国让步。他提出可能对所有进口商品征收 10%-20%的关税，虽然全面关税需要国会批准，实施难度较大，但他更可能采取针对性的关税措施，减少对特定国家的进口依赖，提升关税税率。特朗普曾声称要对中国商品征收高达 60%的关税，旨在削弱中国在全球供应链中的地位，促使制造业回流美国。

在外交方面，特朗普推崇孤立主义，主张减少美国在国际事务中的介入，强调“美国优先”。他计划向欧洲、日韩、加拿大、墨西哥等盟友施压，重新评估北约的目标和任务，减少对外援助，增加美国自身的军费开支。他还表示要从乌克兰等地区撤出资源，认为美国不应过度参与他国事务。这种外交策略旨在专注国内利益，将更多资源投入美国经济发展和制造业振兴。

总体而言，特朗普的关税和外交政策相辅相成，利用贸易保护主义和外交压力，实现美国经济

的再平衡，推动制造业回流，促进就业增长。

然而，这些政策可能导致国际贸易摩擦加剧，增加美国国内成本和通胀压力，对全球经济产生负面影响。提高关税会推高进口商品的成本，特别是生活用品的成本，这些成本通常会转嫁给消费者，导致商品价格上涨增加美国国内成本和通胀压力。特朗普的贸易保护主义政策可能引发贸易摩擦，导致全球贸易量下降。同时，对华高关税将直接影响中国的出口行业，制造业订单减少可能导致对原材料和中间品的需求下降。但从反身性来说，为应对外部压力，中国可能加大逆周期调节力度，推出更大力度的消费及投资等刺激措施，增加国内总需求，进而利好国内定价商品。

3 铁水回落 库存持续去化

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 87.9%，环比下降了 0.5 个百分点，同比下降了 1.4 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 52.3%，环比下降了 0.6 个百分点，同比下降了 2.9 个百分点。五大品种钢材的周产量为 861.5 万吨，环比下降了 0.7%，同比下降了 1.4%。上周长流程产量继续回落，日均铁水产量下降了 1.4 万吨至 234 万吨，近期钢厂盈利比例略有下降，且由于淡季需求偏弱，部分钢厂停产限产，导致钢材产量下降。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 819.9 万吨，环比下降了 1.0%，同比下降了 13.6%。钢厂库存为 398.9 万吨，环比下降了 2.0%，同比下降了 4.9%。钢材总库存环比下降了 1.3%，降幅较上周收窄了 0.6 个百分点。社库与厂库同步回落，其中热卷社会库存的降幅依然明显。

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 877.6 万吨，环比下降了 1.6%，同比下降了 5.3%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 228.6 万吨，环比下降了 5.0%，同比下降了 17.8%。上周五大品种钢材的表需环比走弱，螺纹钢的同比降幅维持，淡季需求特征延续。建筑钢材的周成交量为 12.4 万吨，环比上周增加了 6.3%。

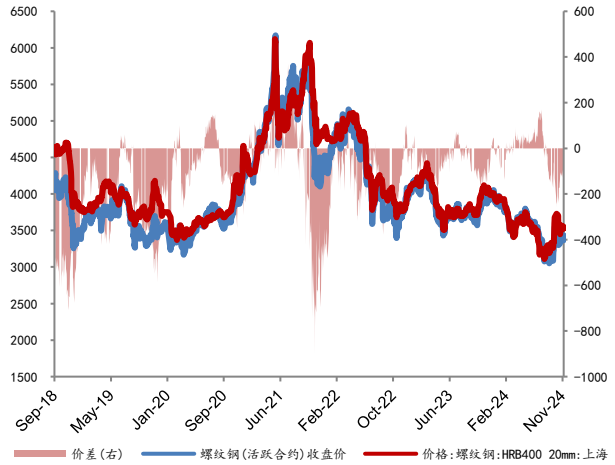
上周钢材现货价格平稳，主流钢材品种的即期毛利略有下降。247 家钢厂的盈利率降至 59.7%，环比下降了 1.3 个百分点。

4 小结

上周，受美国大选、美联储议息会议及全国人大常委会会议的影响，黑色市场波动显著增强。尽管市场对财政刺激寄予厚望，导致重大事件落地前钢矿等商品价格走强，但会议结束后，价格却出现了回落。随着这些重大事件的落地，黑色市场定价逻辑预计将从宏观驱动逐步转向基本面。鉴于存量房政策细则还未出台，逢低做多可能是当前的合理策略。

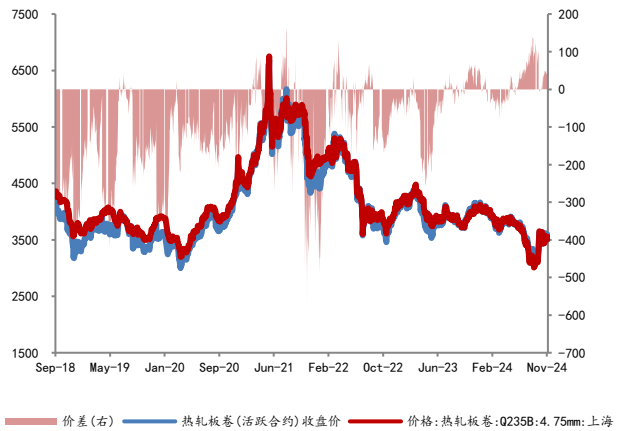
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



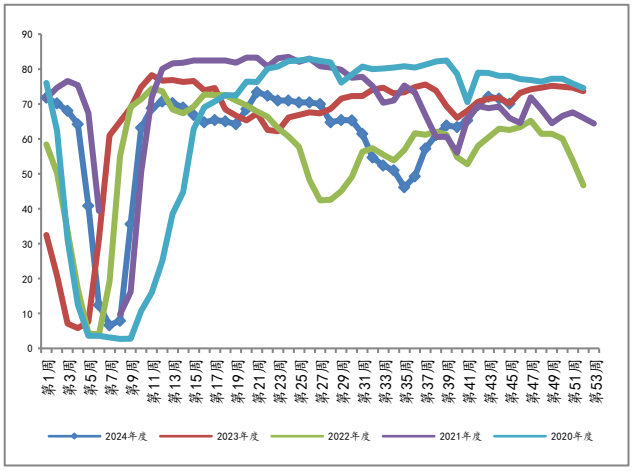
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



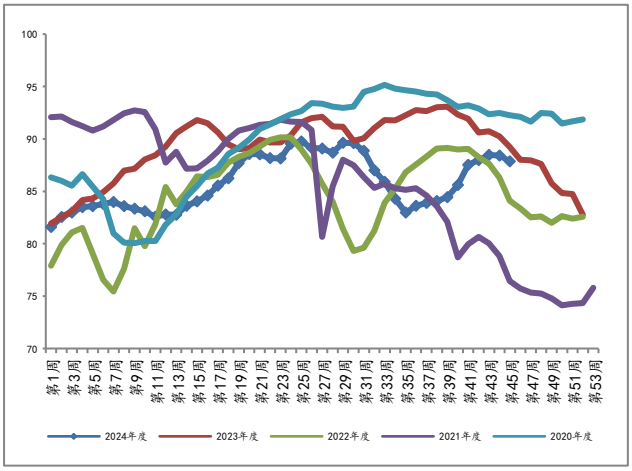
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



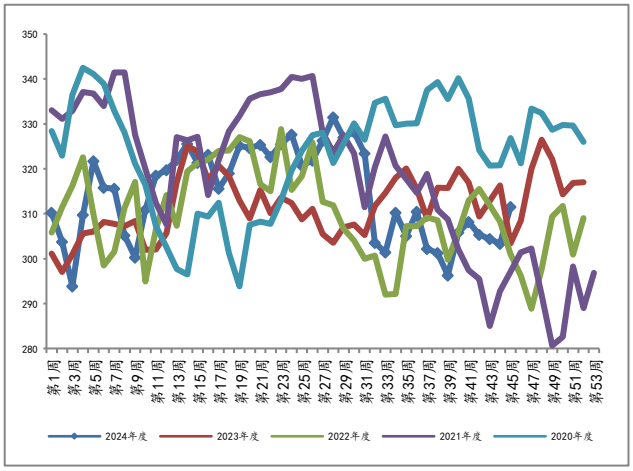
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



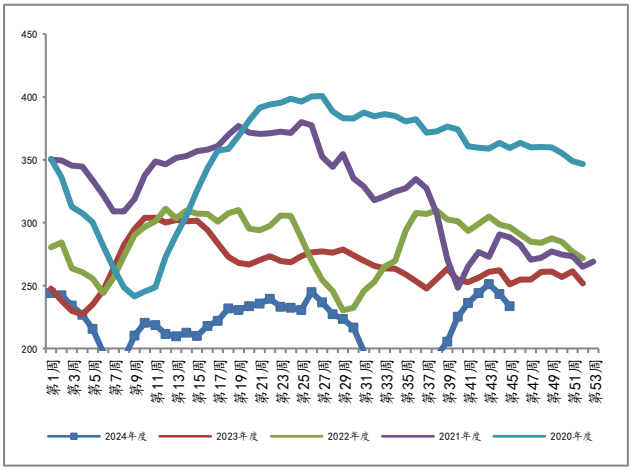
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



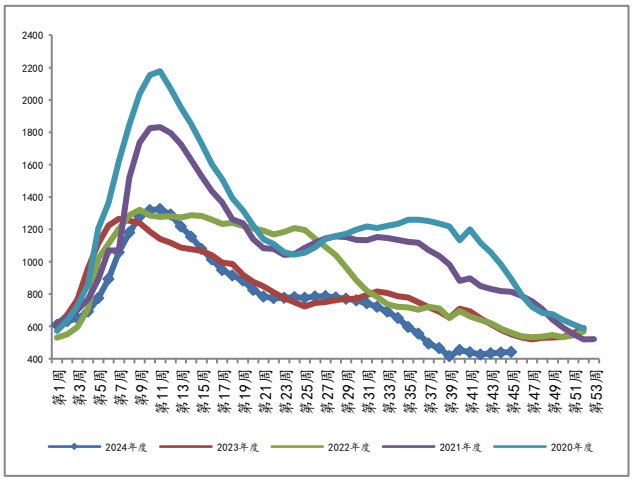
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



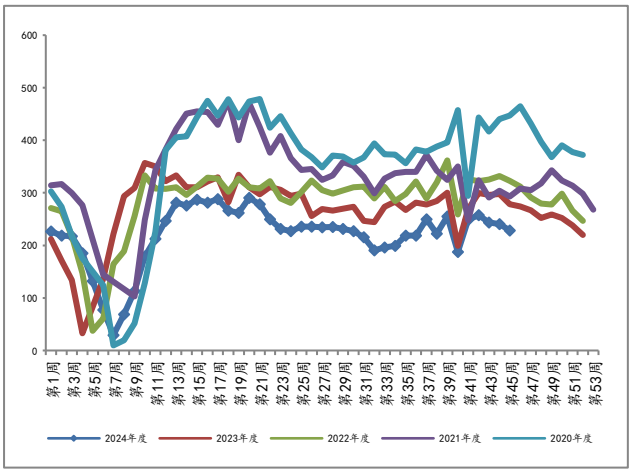
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 增产计划再度推迟

OPEC+官方确认再次推迟增产，暂时支撑了渐生颓势的原油市场。经 OPEC 及其盟友临时磋商，该组织已同意将原定于 12 月生效的原油增产计划继续递延一个月执行，主要是出于对需求的担忧和供需失衡的顾虑。近数月来，OPEC 在其短期能源市场展望中持续调低需求预期，最新一期月报中将 2024 年亚洲原油需求增长预测下修至 120 万桶/日，然而面对消费疲弱的现状，尤其是中国原油进口下滑，达到这一数字也变得希望渺茫。不过，渐进式复产仍将是 OPEC+未来的主线，首次增产数量定为 18 万桶/日，这只是计划逐步退出的 220 万桶/日的一部分，更是减产总量 586 万桶/日的一小部分。OPEC+目前仍以稳定油价方针为主，将于 12 月 1 日举行下一次部长级会议，决定 2025 年的政策方向。

2 地缘影响让位供需

国际原油市场主要受供应过剩和地缘政治的双重影响，在摇摆中呈震荡下行趋势。在遭受以色列空袭后，伊朗有可能再次进行还击，但外界普遍认为双方会保持克制，更多具有象征意义而非全面开战，暂时不会导致原油供应出现实质性中断，削弱了地缘政治对油价的支撑。另一方面，欧美石油巨头公布的数据显示，行业整体供应水平正在创下历史新高。2024 年三季度，埃克森美孚石油和天然气产量同比增加 24%，雪佛龙增长 7%，荷兰壳牌和 BP 公司分别增加 4%和 2%。如果 OPEC+未来难以维持现有的减产规模，供需失衡预期将对油价构成较大的下行压力，Brent 原油考验 70 美元上方支撑，除非中东局势突发重大事件。

3 美油仍有扩张空间

作为现阶段全球第一大产油国，在 2024 年迄今的大部分时间里，美国原油产量基本维持在 1300 万桶/日的历史最高水平上。影响美国原油供应的主要因素包括：资本支出、活跃钻机、成本利润，其中上游投资和勘探活动很大程度上受到能源政策的影响。

随着美国大选落下帷幕，美国前总统、共和党候选人特朗普宣布在选举中获胜，令特朗普交易的预期得到兑现。众所周知，特朗普在上一任期不遗余力地支持传统能源，颁发许可鼓励油气钻探活动，刺激页岩油产量增长。然而，专业能源机构 Rystad Energy 的一项调查显示，页岩油企业专注于盈利能力和股东回报，而不再一味地追求扩张。回顾从小布什时期至今 20 年来，美国能源产业政策几经改弦更张，但页岩油产量增长主要由技术革命引发，碳中和以及新能源替代对欧美传统能源暂未造成明显冲击。鉴于页岩油仍有一定增产惯性，预计 2025 年美国原油产量或将突破 1350 万桶/日，对全球供需平衡构成较大的过剩压力。

4 基本面随时间劣化

特朗普胜选之后的大类资产表现来看，相比美股大涨以及黄金、铜价大跌，原油反而没有明确的指向性。选举结果暂时扰动了市场，但新政策落地仍需要时间，就基本面而言，近期 EIA 报告表明原油供需正沿着季节性规律的轨迹变化。EIA 高频数据显示，截至 11 月 1 日当周，美国

商业原油库存增加 214.9 万桶至 4.28 亿桶，库欣交割地原油库存环比增加 50 万桶至 2590 万桶，战略石油储备（SPR）库存增加 139.2 万桶至 3.872 亿桶。成品油方面，汽油和馏分油库存分别增加 40 万桶和 290 万桶，对应表观需求中汽油和柴油的明显下滑。

短期来看，当前原油市场供需矛盾不大，但随时间推移将逐渐转向累库。抛开美国大选和地缘政治的不确定性，未来数月供应增加、需求走弱、炼厂利润在其间挣扎，使得基本面导向的原油市场向上空间有限。

5 下行风险高于上行

在中东地缘局势降温后，原油供应端预期恢复稳定，华尔街主流投行下调明年油价估值重心。高盛预测，2025 年国际基准 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶，油价主要运行区间有可能处于 70-85 美元区间。

这一预测也代表了大多数投资机构观点，随着俄乌和中东地缘政治的长期演变，市场已经逐渐打消对原油供应中断的担忧，转而关注即将到来的供应过剩。迄今为止发生的冲突并未影响到原油行业设施，而且沙特等产油大国的闲置产能极高，因此地缘政治被赋予的溢价有限。不过，问题一日未解决，风险都将持续存在，无法排除偶发事件的不可控风险。

总体而言，我们认为机构观点具有参考价值，虽然预测仍不免于过高或者过低，但我们倾向于中期原油价格的下行风险超过上行风险。

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。

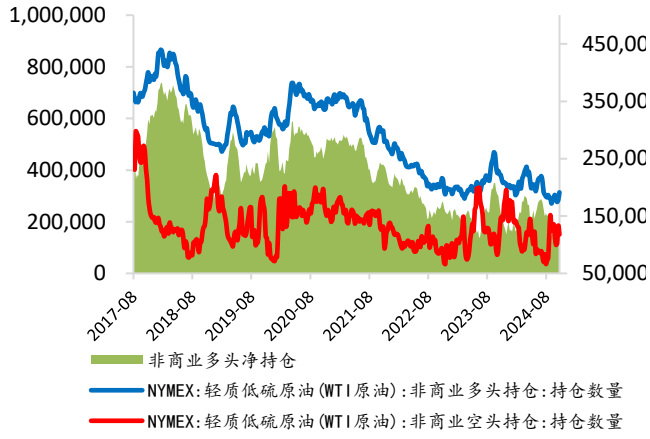
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



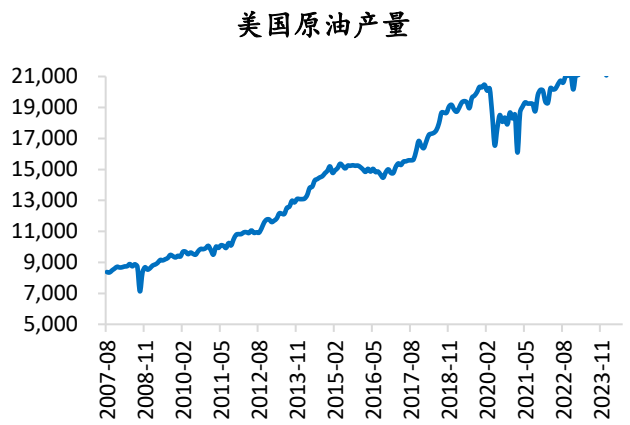
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



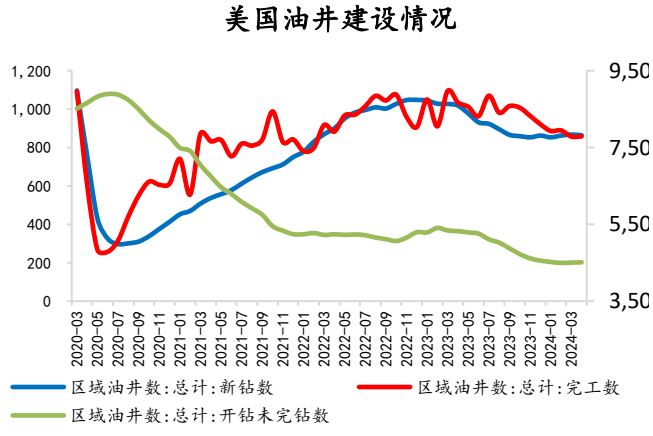
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



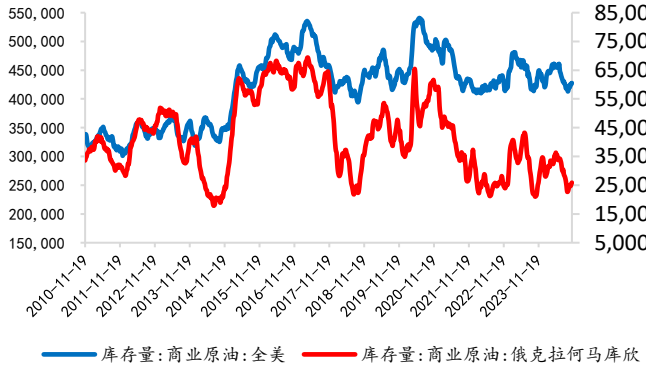
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



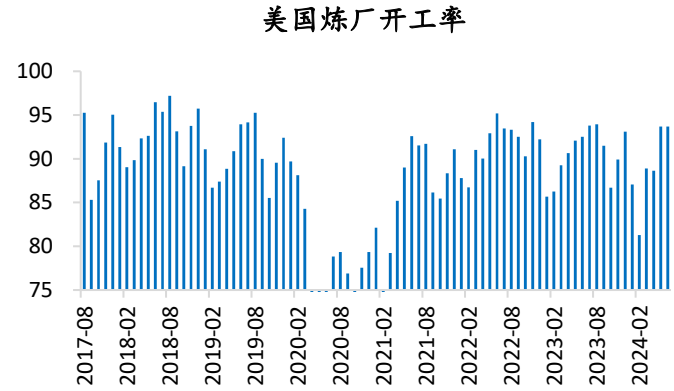
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



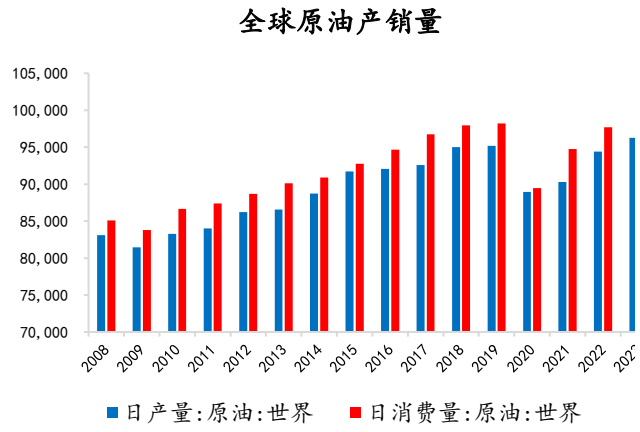
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 主要产区进入旺季

天然橡胶价格保持高位震荡，市场对割胶旺季供应回升预期增强，令估值存在一定分歧。

按照以往经验，11 月通常是一年中海内外天然橡胶总产量最高的时期，因为 10 月以后泰国南部主产区逐渐上量，而中国云南版纳地区将在 12 月全面停割。从时间节点来看，未来 3 个月东南亚产区将进入割胶旺季，国产全乳胶供应逐渐收缩，供应端主要依赖进口货源为主。

目前东南亚降雨情况整体减少，割胶作业开始大面积展开，虽然日前新一轮台风来袭，但对于主要产胶国影响有限。无论国内外期货市场，还是泰国主产区现货报价来看，目前各品类天然橡胶价格整体出现较大回落，天气好转令原料成本支撑松动，是造成橡胶走势调整的直接原因。

2 降雨减少供应递增

今年前三季度天气整体不利，天然橡胶季节性上量一再推迟，预计全球总供应将录得减产结果。

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%。

10 月下旬以后，南亚主产区雨季进入尾声，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，割胶作业逐步顺利展开，预计天然橡胶产量和对华出口量将呈递增趋势。

3 青岛库存拐点将至

由于今年全球主要产胶国出口明显缩减，导致国内进口量出现显著下滑，青岛地区显性库存超长期延续去化趋势，对胶价形成强劲支撑。海关数据显示，2024 年前三季度，中国天然橡胶进口量累计 512.8 万吨，同比大幅下降 13.22%。

不过，上游原料放量已经是时间问题，成本支撑松动令现货边际止涨回调，而下游维持刚需采购，实盘高价货源成交乏力。在此情形下，近期青岛港口出现小幅累库。截至 10 月下旬，青岛地区天然橡胶库存为 27.89 万吨，较上期增加 0.68 万吨；其中保税区库存 5.89 万吨，一般贸易库存 22 万吨，均录得环比回升。

我们仍坚持认为，天然橡胶周期已经转向供求偏紧，大方向以偏多头思路看待。然而由于天气情况好转，供应端保持增长节奏，未来预计将迎来新一轮产量释放，或将对期现价格施加压力。

4 需求尚可挑战仍存

我们之所以认为，天然橡胶市场处于供需两旺格局，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。

轮胎行业来看，近期全钢胎成品库存持续去化，带动开工回升情况较好，或因双十一消费刺激物流运输需求好转，而半钢胎在出口订单支持下维持产销高景气度。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。

不过，9 月以来中国轮胎出口数据观察到较大下滑，特朗普当选后外部环境面临考验，不排除最大的增长来源—出口需求走弱，进一步制约橡胶实盘成交。此外，欧洲理事会同意欧盟委员会的提议，将《欧盟零毁林法案》（EUDR）的实施推迟一年，贸易商失去抢购相关货源的动力，产胶国出口将再度向中国分流，内需或难以消化这部分增量，最终使青岛地区转入累库状态。

5 价值重估已成事实

总结来看，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。然而更长期来看，传统三大产胶国步入减产周期，橡胶树龄结构老化程度加剧，未来供应偏紧的状况预计将持续存在。

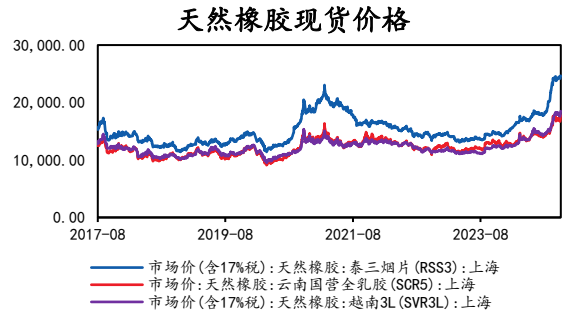
从往年供需平衡规律来看，正常随着供应端季节性释放，在需求端缺乏额外增量的情况下，四季度后期供需矛盾容易加剧，国内或逐步转入累库阶段，但考虑到社会库存处于近年低位水平，胶价向下调整空间有限，短期维持相对高位整理运行。

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。

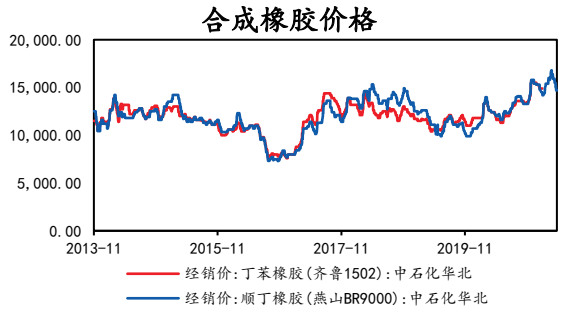
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



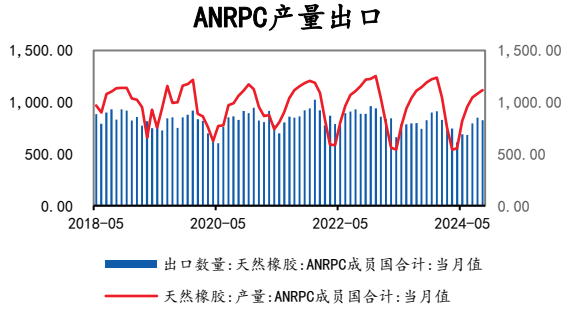
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



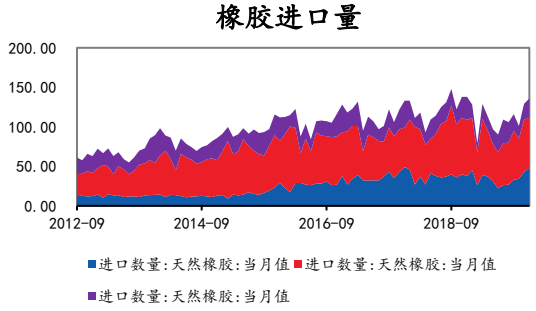
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



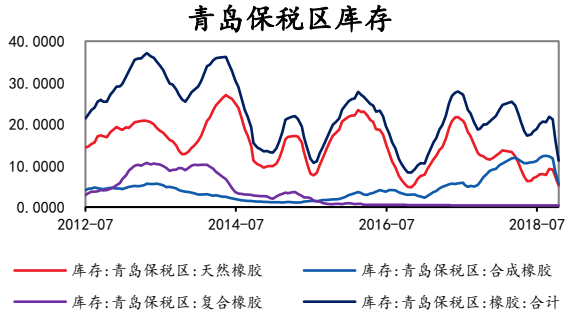
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



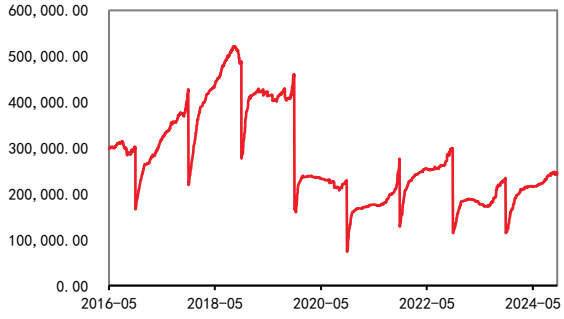
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



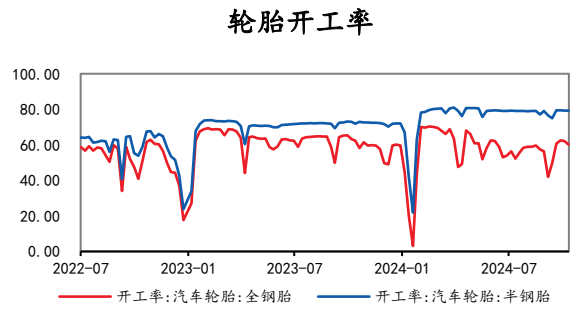
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



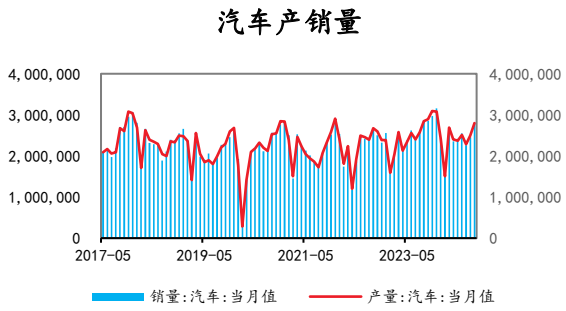
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：内外盘油脂强势共振，油强粕弱格局进一步深化

1 外部豆类市场分析

美豆收割过九成，产量再创新纪录

美国农业部发布的作物生长报告显示，截至 11 月 3 日当周，美豆收割率为 94%，去年同期和五年均值分别为 89%和 85%。当前美豆收割已近尾声，2024 年美豆产量再创新纪录。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。11 月供需报告将于 11 月 8 日公布，市场密切关注美国农业部结合美豆实际测产情况对美豆产量作出的最新评估。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，目前仍在 1000 美分附近震荡整理，供给宽松是限制美豆市场反弹空间的主要阻力。

巴西大豆播种率超过去年，阿根廷大豆播种逐步展开

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。巴西大豆播种工作在 10 月 26 日至 11 月 1 日期间再次取得显著进展，全国播种进度快于去年同期和五年同期均值水平。根据 SAFRAS & Mercado 进行的一项调查，截至 11 月 1 日，巴西 2024/25 年度大豆预计总面积的 52.9%已经播种，即 4740.1 万公顷预期面积中有 2506.9 万公顷已被耕种。此前一周的种植率为 36.1%，而去年同期时的种植率为 47.4%，五年同期平均水平为 46.5%。气象图显示，11 月 9 日至 15 日期间，预计巴西北部和东北部地区以及马托格罗索州，戈亚斯州和米纳斯吉拉斯州部分地区将有强降雨，不利于这些地区的播种工作。在其他种植区，适量的降雨有利于播种快速推进。近几周的充沛降雨改善阿根廷大豆种植区土壤墒情，阿根廷大豆作物开局顺利，布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）表示，截至 10 月 30 日，阿根廷大豆播种进度约占计划种植的 1900 万公顷为 3%。美国农业部预计的阿根廷大豆产量为 5100 万吨，处于该国正常天气条件下的合理产量水平。南美大豆产量在全球总产量中占比超过一半，南美大豆丰产前景将奠定明年上半年以前全球大豆供应宽松格局。

产量降、出口增，马来西亚 10 月底棕榈油库存预计下降

受益于印度需求回升，三家船运调查机构发布的数据显示，10 月份马来西亚棕榈油出口环比增幅在 11.4%-21.1%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，10 月份马来西亚棕榈油产量环比减少 7.3%。马来西亚棕榈油局（MPOB）定于 11 月 11 日公布月度供需报告，报告前一项调查显示，由于产量下降和出口增加，预计到 10 月马来西亚的棕榈油库存将下降至 192 万吨，比上个月减少 4.64%。除此之外，产地棕榈油进入减产周期，印尼明年年初启动 B40 计划以及调高棕榈油参考价以及出口税等消息也为棕榈油价格高位运行提供支撑。

2 国内豆类市场分析

10 月进口大豆量同比大增，进口植物油同比下滑

国家海关总署公布的数据显示，中国 10 月进口大豆 808.7 万吨，同比增长 56%，创下四年来同期最高值。1-10 月累计进口大豆 8994 万吨，同比增加 11.2%。国际大豆价格跌至近四年低点，进口成本大幅下降以及国内压榨利润回升是企业增加大豆进口的主要原因。此外，为减少未来中美贸易前景的不确定性，国内进口企业在美国总统大选前纷纷增加大豆采购量。海关总署公布的数据显示，中国 10 月进口食用植物油 57.2 万吨，较去年同期进口的 94.5 万吨下降 39.5%；1-10 月累计食用植物油进口 596.3 万吨，同比降 25.9%。全球植物油价格显著上升，尤其是国

际棕榈油价格持续上涨，成本提高削弱中国进口商采购意愿，进口买船明显下降，预计年底前植物油进口降速局面很难扭转。

产地棕榈油强势突破，成本联动刺激国内棕榈油跟涨

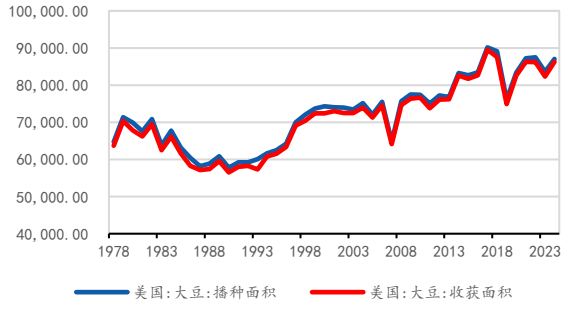
中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 220.45 万吨，周度下降 3.68 万吨。其中豆油库存同比增加 17.72%，菜油库存同比下降 2.39%，棕榈油库存同比下降 47.2%。国内棕榈油库存明显偏低，在国内刚需提振下，棕榈油价格表现强势。目前产地棕榈油利多题材仍在发酵，国内棕榈油在成本驱动下维持跟涨状态。据测算，11 月 7 日马来西亚棕榈油的进口成本已达到 10569 元/吨，创下 2022 年 7 月以来新高，进口利润为负 559.7 元/吨。进口成本高企，进口利润持续倒挂，终端刚需采购，后续买船偏少，库存重建难度较大，内外盘棕榈油强势联动以及资金炒作情绪市场仍处强势。美国新政府上台后将增加中美贸易战的概率，进口大豆供给受限担忧也为豆油市场走强提供新动力，菜油期货因国内菜籽供应充足而处于跟涨状态。

3 油脂油料市场展望

虽然全球大豆价格因供给宽松而处于弱势，但由于印尼和马来西亚等棕榈油主产国利多政策频出，产地棕榈油价格持续走强。目前国内棕榈油到港成本已突破万元关口，成本高企与供给紧张是盘面保持强势的重要动力，并为豆油和菜油高位运行提供额外支撑。油脂市场炒作情绪高涨，内外盘保持强势联动，如果 MPOB 月报继续释放利多效应，棕榈油将继续拓展上行空间。国内豆粕市场与美豆联动性更强，即使未来中美再度爆发贸易战，美豆享受关税豁免的概率依然较大，豆粕市场的趋势型走势仍主要受成本驱动。整体来看，在南美大豆缺少减产天气炒作并保持丰产预期的背景下，美豆市场难以扭转弱势，国内豆粕市场维持震荡偏弱行情的概率依然较大。中储粮入市收购对国产大豆市场的托底效果已经显现，豆一期货市场政策底基本探明，中美贸易前景的不确定性有助于提升国产大豆需求，如能得到产区现货配合，豆一期货市场有望继续修正此前跌幅。

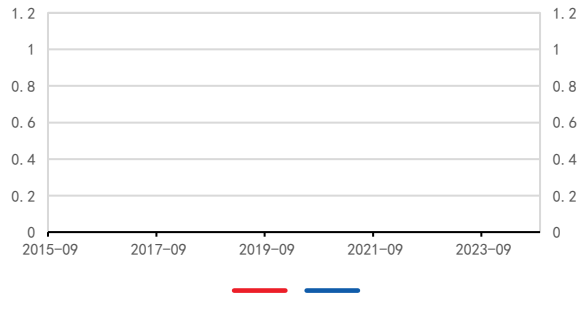
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



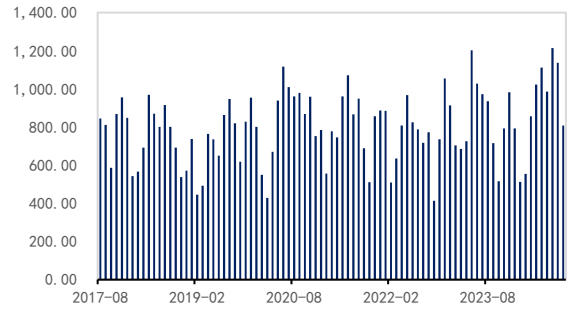
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



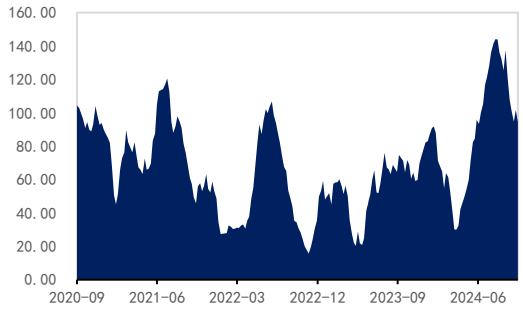
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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