中金财富期货策略周报（2024 年第 40 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

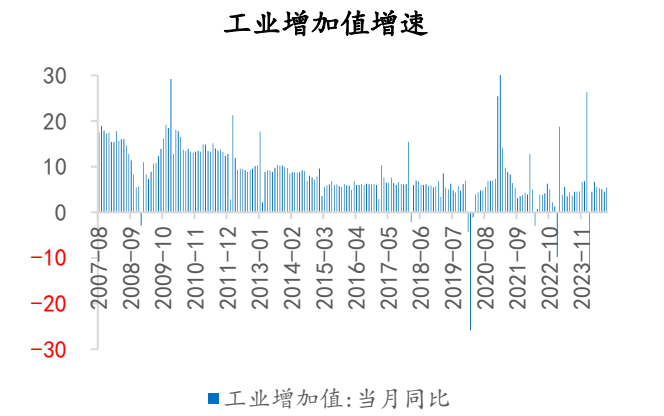
目录

油脂油料：美豆承压连跌，国内豆类市场全线回落.....错误!未定义书签。
1 外部豆类市场分析.....错误!未定义书签。
周度策略：十月经济数据解读：已产生脉冲效应 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 政策驱动经济数据回升 ..... - 7 -
3 流动性：三大扰动下，资金面边际收敛 ..... - 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 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 政策真空期 ..... - 15 -
2 10 月地产数据好转 ..... - 15 -
3 铁水产量小幅回升 库存维持去化态势 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 大选结果偏向利空 ..... - 19 -
2 需求增长动能衰竭 ..... - 19 -
3 俄乌战争即将结束？ ..... - 19 -
4 中东局势影响有限 ..... - 20 -
5 对冲交易规模大增 ..... - 20 -
6 下行风险高于上行 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 原料上量支撑犹存 ..... - 23 -
2 现货升水幅度收窄 ..... - 23 -
3 船期到港缓慢累库 ..... - 23 -
4 成本逐渐向下传导 ..... - 23 -
5 价值重估已成事实 ..... - 24 -

6 胶价重拾上升趋势 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆承压连跌，国内豆类市场全线回落 ..... - 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 -

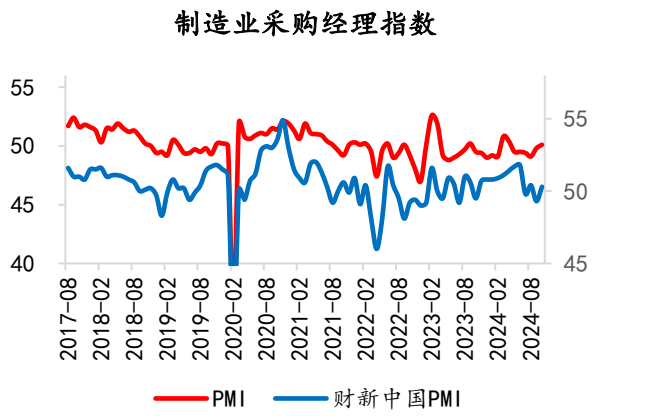
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



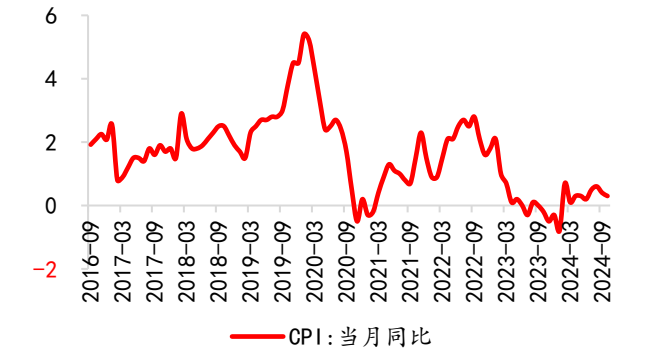
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



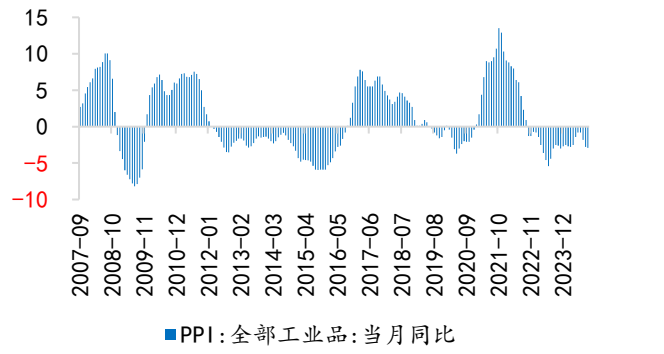
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



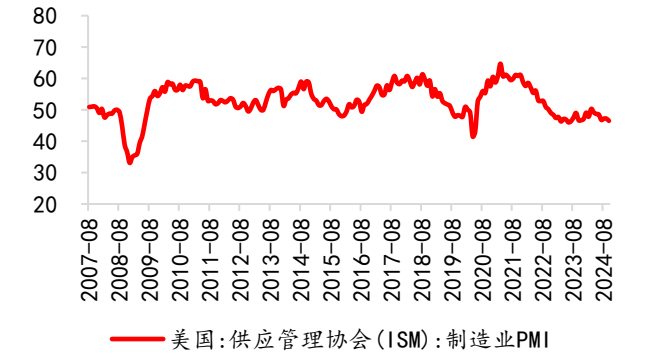
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



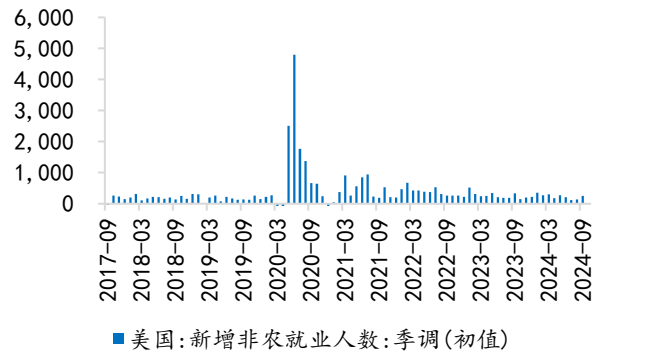
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：十月经济数据解读：已产生脉冲效应

虽然十月份部分经济数据明显好转，但是宏观面仍处在明显的胶着状态，突出的特点就是，政策传导相对直接的领域景气改善，但传导相对间接的领域景气下行。从生产端我们可以显著看到这个特征，10 月制造业生产端 PMI 逆季节性回升，出现较强的脉冲式生产，强生产也影响了 10 月经济数据的特征，这些特征是强脉冲生产的痕迹。

十月经济数据：分化

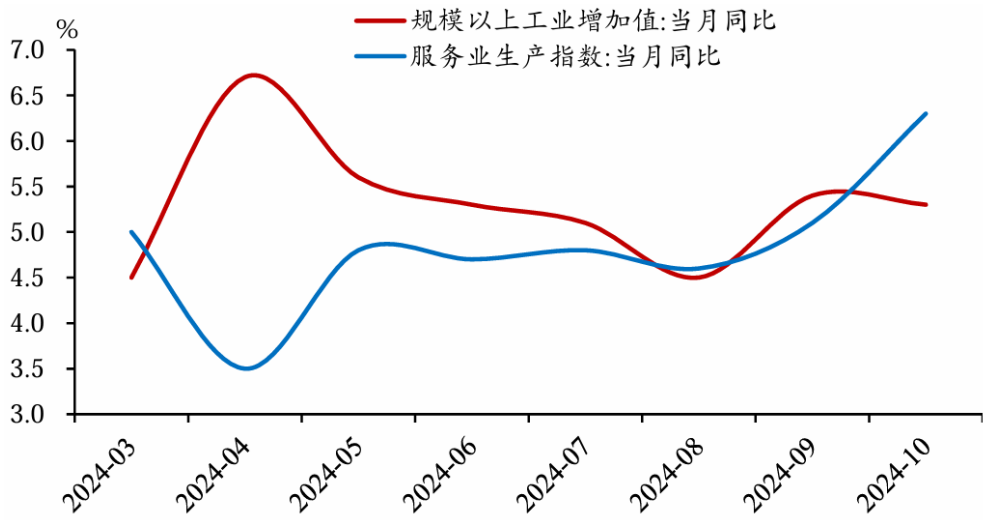
从十月份数据看，政策传导相对直接的领域景气度明显改善。

在政策的刺激下，强脉冲生产率先拉动偏上游的工业增加值。10 月全国制造业 PMI 重返枯荣线上，主要受益于逆季节性强生产的带动。强生产的格局塑造了 10 月工业增加值的特征。因为上游产业主要提供生产所需的基本原材料，所以当生产强劲时，上游产业往往会率先受益。10 月采矿业和制造业的工业增加值同比均有回升，但从回升幅度上看，偏上游的工业增加值回升幅度更大，更受益于 10 月强生产的拉动。整体上看，10 月工业增加值同比增速小幅回落，这主要是受电热气水工业增加值表现的拖累。

但是，强生产未能止住地产投资的跌势，地产弱势对冲了制造业和基建的回升。基建和制造业投资增速均有改善，但制造业投资改善幅度较小，我们认为可能有两点原因，一是固定投资不完全是生产端的指标。二是当前固定投资扩建表现最强，扩建固定资产的投资规模可能相对较小。在基建和制造业投资同时出现改善之下，10 月固定投资增速依旧没有上升，其拖累部分主要在房地产的投资。我们认为，地产投资偏弱是由于房屋需求端走弱拖累其投资，这靠强生产难以解决，同时对冲了制造业和基建的小幅回升。

消费也显著受益于政策支持。社零改善靠的是额外的消费品以旧换新政策和网购促销。仅靠强生产，往往较难对需求端形成拉动。而 10 月社零出现明显改善，主要是 10 月汽车、家电和音像类同比变动拉升社零继续回升各 1 百分点。尤其是家电和音像类，其同比增速创 2011 年以来新高，不仅如此其当月社零也明显高于 2020 年-2023 年的同期水平。10 月社零之所以能成为经济数据之中的亮点，更多依靠的是额外的消费品以旧换新政策。除此之外，网购促销也有一定影响。

图表 1：工业增速降至服务业增速下方



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

如何看待这次的出口退税费率重大调整？

财政部 11 月 15 日公告，自 2024 年 12 月 1 日起取消铝材、铜材等产品出口退税。

整体看影响，铜量减价增，铝量减价减但有限。

对于铜而言，铜材净进口，量减价增。量的方面：中国为精炼铜、铜材净进口国。2023 年，中国铜材净进口 131 万吨(进口 199，出口 68)，电解铜净进口 323 万吨(进口 351，出口 28)，未锻轧铜及铜材累计净进口 455 万吨。单就铜材出口而言，占中国精炼铜表观消费(1467 万吨)的 4.6%。价的方面，取消铜材出口退税，抑制铜材出口短期会使伦铜强于沪铜，内外比值回落又会抑制精铜、废铜和铜材进口，由于我国为精铜和铜材净进口国，国内铜供需平衡将向偏紧方向演绎，最终表现为量减价增的效果。

至于对铝的影响，铝材净出口，量减价减但可能有限。量的方面，中国为电解铝净进口国，铝材净出口国，出口主要为铝板带箔等产品。2023 年，中国铝材净出口 262 万吨(出口 568，进口 306)，电解铝净进口 139 万吨(进口 154，出口 15)，轧差约 123 万吨，占中国电解铝表观消费(4291 万吨)的 2.9%。单就铝材出口而言，占中国电解铝表观消费的 13.2%。价的方面，取消铝材出口退税，抑制铝材出口短期会使伦铝强于沪铝，内外比值回落又会抑制电解铝、废铝和铝材进口，由于铝材净出口量比电解铝净进口量多 123 万吨，考虑到铝材中含有其他金属元素，加上即使取消退税，出口价格相对海外仍有优势，预计对国内铝供需平衡整体影响有限，表现为量减价减但有限的效果。

预计工业品走势仍将震荡

宏观面变化不大，从经济数据看，政策受益方向表现较好，政策尚未覆盖的方面依然较为平淡。对于工业品市场，目前并无太大变化，预计整体走势仍较为震荡。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	11 月 12 日	三部门发布楼市税收优惠新政	将现行享受 1%低税率优惠的面积标准由 90 平方米提高到 140 平方米；将各地区土地增值税预征率下限统一降低 0.5 个百分点。	稳地产力度加强
	11 月 14 日	鲍威尔：经济强劲，美联储无需急于降息	鲍威尔称，劳动力市场指标回到与美联储充分就业目标一致的更正常水平	12 月降息概率降至 50%
数据	11 月 16 日	10 月经济数据：经济企稳回升之势得以巩固	10 月社会消费品零售总额同比 4.8%，连续第二个月反弹	政策支持方面的经济数据明显回暖。
	11 月 15 日	美国 10 月零售销售环比增 0.4%	预期为 0.3%，9 月前值大幅上修至 0.8%	美联储在进一步降息时料将保持谨慎。
事件	11 月 16 日	习近平同美国总统拜登在利马举行会晤	当地时间 11 月 16 日下午，国家主席习近平在利马同美国总统拜登举行会晤	习近平指出，过去 4 年，中美关系虽然历经跌宕起伏，但也开展了对话和合作，总体实现了稳定

资料来源：中金财富期货研究所

2 政策驱动经济数据回升

随着各项存量政策的加快落实和一揽子增量政策的加力推出，10 月份主要经济指标明显回升。具体看，社零、狭义基建、制造业投资增速回升，失业率回落，房地产投资增速跌幅扩大，工业增加值增速稳定。政策驱动是部分数据和市场信心回暖的主要原因。工业供给稳定，产销率回升，短期价格改善方向较为确定。不过，日常消费、房价、实际利率等也反应了经济内生动能依然偏弱。往后看，扩内需增量政策效果有望持续释放，政策应进一步向居民端倾斜，也期待做好预期管理和供给侧管理，持续巩固价格企稳、居民收入改善的基础。

第一，10 月份以来“两新”“两重”政策加力实施，在释放消费潜力、拉动投资增长方面继续发挥了积极作用。

第二，工业供给稳定，产销率回升。10 月 PMI 公布后，市场较为担心企业信心恢复偏快导致生产端快速扩张，对价格形成压制。不过从 10 月工业增加值看，生产表现较为稳定，结构上看，下游需求较好的领域生产增速偏快。

第三，政策驱动国内需求扩大，供给平稳，价格短期改善方向较为确定。中长期看，价格中枢的回升需要供给侧结构性改革继续深化的配合。

第四，房地产销售回暖、价格趋稳，带来房企资金流有所改善，不过房地产投资增速跌幅仍扩大。

3 流动性：三大扰动下，资金面边际收敛

临近税期，叠加双十一和大额 MLF 到期，资金面边际收敛，资金利率中枢有所抬升，但幅度不。

近期陆续有省份披露新一批化债地方债的发行计划，也对市场情绪造成扰动。新一批化债地方债以特殊再融资专项债形式发行，截止 11 月 15 日，已有五省市披露近期特殊再融资专项债发行计划，共计 2244 亿元，下周（11 月 18-22 日）共计发行 1926 亿元，其中 21-22 日分别发行 584 亿元、1342 亿元，暂时还未大规模放量，关注后续是否有更多的省份披露其发行计划，供给压力可能主要在 11 月末和 12 月上旬。从期限分布上来看，此轮特殊再融资债久期明显偏长，均在 10 年以上，10 年、15 年、20 年和 30 年期限供给较为均匀，而对比 2023 年 10 月那一轮特殊再融资债发行，久期相对偏短，大多集中在 5-10 年。此轮地方债发行期限结构偏长，可能会给银行造成阶段性压力。

对资金面而言，本周（11 月 18-22 日）主要面临两大扰动，一是 18-19 日的税期缴款，不过 11 月并非缴税大月，预计资金利率上行幅度可控；二是后续公布的特殊再融资专项债发行计划，当前还未大规模放量，若后续集中披露的规模较大，或对银行资金预期造成扰动。预计资金面维持均衡略紧状态。

公开市场：逆回购到期 18014 亿元

11 月 11-15 日，央行净投放 1871 亿元，其中逆回购投放 18014 亿元，到期 843 亿元，国库现金定存到期 800 亿元，MLF 到期 14500 亿元。截至 11 月 15 日，逆回购余额 18014 亿元，较 11 月 8 日的 843 亿元大幅上升。

11 月 18-22 日，央行逆回购到期 18014 亿元。

票据市场：各期限票据利率均下行，大行净买入票据。

4 宏观策略

宏观面变化不大，从经济数据看，政策受益方向表现较好，政策尚未覆盖的方面依然较为平淡。对于工业品市场，目前并无太大变化，预计整体走势仍较为震荡。

5 股指期货市场分析

两市震荡回落

上周两市震荡回落，其中沪深 300 指数-3.29%，上证 50 指数-3.4%，中证 500 指数-4.79%，中证 1000 指数-4.63%。

从市场风格来看，上周主要风格指数均收跌，小盘成长、小盘价值跌幅靠前，而大盘价值跌幅相对较小。分行业来看，申万一级行业大多收跌，仅传媒上涨，而房地产、国防军工、非银金融、美容护理、钢铁、农林牧渔等行业跌幅相对较大。

近期 A 股市场波动较大，而历史来看，A 股在牛市中出现较大幅度波动的情况并不少见，尤其是在预期改善驱动的市场中。近期市场出现较大幅度波动主要受多方面因素影响：1）美国当选总统特朗普近期提名多个重要职位人选，部分对华强硬的鹰派人员入内阁或可能入内阁，引发

市场对中美关系走向的担忧；2）近期美元指数走强，人民币汇率面临贬值压力；3）市场对国内政策预期较高，短期内市场对国内政策出台的节奏还未完全适应，导致市场预期出现波动。而历史来看，A 股在牛市中出现较大幅度波动的情况并不少见，2015 年 1 月 8 日至 2 月 6 日，市场波动率上升，期间上证指数下跌 8.8%；2019 年 3 月 8 日至 28 日，市场波动率上升，期间上证指数下跌 3.6%。

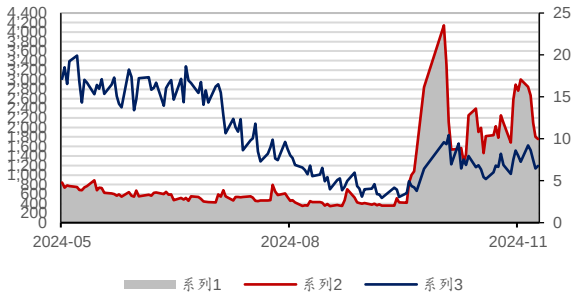
继续关注逢调整买入机会

展望后市，随着 10 月中下旬以来领涨的成长指数在技术上走弱，加之外围港股和 A50 期货拖累，A 股在本周四确认短线调整开启，进入“战术上相对谨慎”的时间，前期涨幅较大的指数、个股均有获利回吐的压力。

但是，以中线维度的“战略思维”来看，本轮行情获得的政策支持之强劲，市场情绪之高涨，新增资金之充沛，在历史上都是非常罕见的；加之主要指数在周线、月线上都呈现均线“多头排列”的走势，我们依旧对调整之后的中线走势保持乐观。

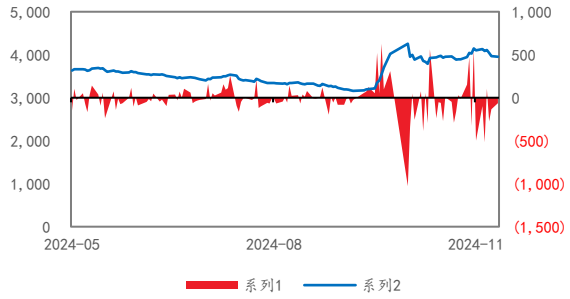
配置方面，基于目前“战术相对谨慎，战略继续乐观”的观点，建议相对重点关注受益政策的蓝筹板块重点关注。周末证监会发布上市公司市值管理指引，对低估值国企有利，目前看低估值国企逢低配置价值较大，关注蓝筹指数短期内占优的机会。

图表 8：融资融券数据图



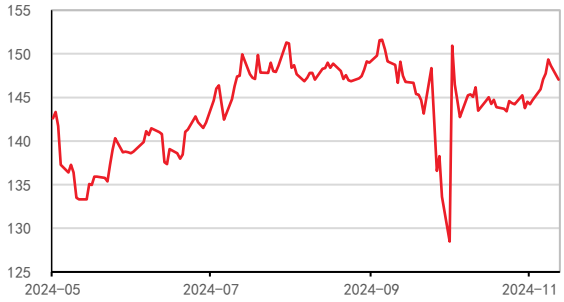
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



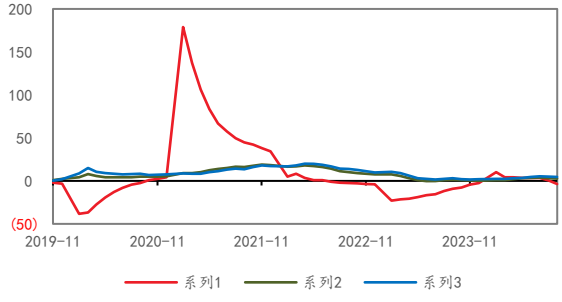
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

海外矿端扰动再起

必和必拓(BHP)已与智利 Escondida 铜矿工会初步达成薪资协议，Ero Gopper 旗下巴西 Tucumá 项目或于 7 月投产、Capstone Gopper 旗下智利 Mantoverde 矿山已达满产且 24 年或生产 2.5 万吨铜、三菱 MMC 旗下智利 Mantoverde 铜矿已经开始生产铜精矿并将于 24 年四季度全面投产且产量或达 8-9 万吨，或使国内 8 月铜精矿生产和进口量环比增加。近年来全球主要矿业资源国产出国普遍面临生产事故、品位下降、产量减少、环保政策等因素挑战，导致全球资源矿山停产等因素的威胁加大。智利 Escondida 罢工风险解除后伦丁矿业旗下的 Caserones 铜矿举行规模为 300 名工人的罢工行动，预计短期或影响该项目一半左右的产能。

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—9 月,我国商品房销售面积累计达 70284 万平方米,累计同比下降 17.1%,其中住宅销售面积为 58787 万平方米，同比下降 19.2%，房地产新开工施工面积累计为 56050.75 万平方米，同比降幅 22.2%，而房地产竣工面积累计为 36815.56 万平方米，同比跌幅扩大至 24.4%。

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

矿紧还未明显传导至冶炼，加工费 TC 低位，废铜供应有增加，四季度精铜产量增速仍有回落预期。国内随着价格连续大跌，下游逢低补货，采购明显增加。新兴产业进入年末冲刺阶段，国内库存缓慢下行。海外政策不确定性较高，国内进入消费淡季，预计短期铜价偏弱运行。

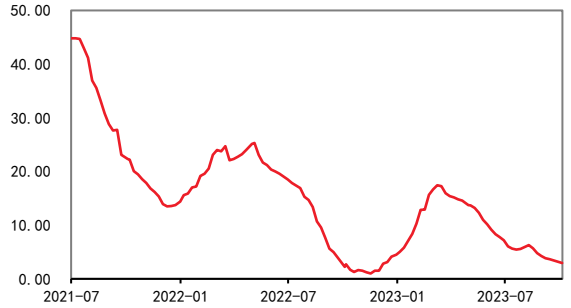
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



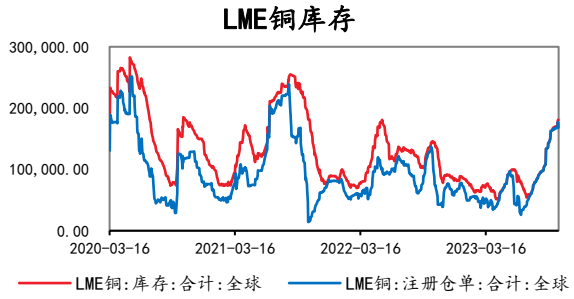
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



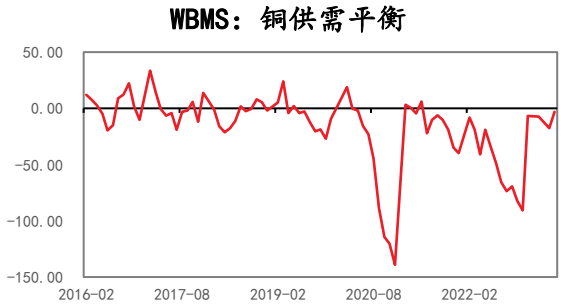
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



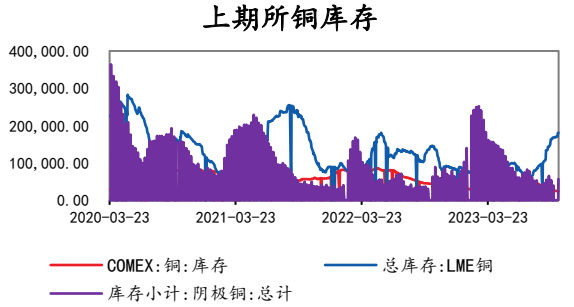
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



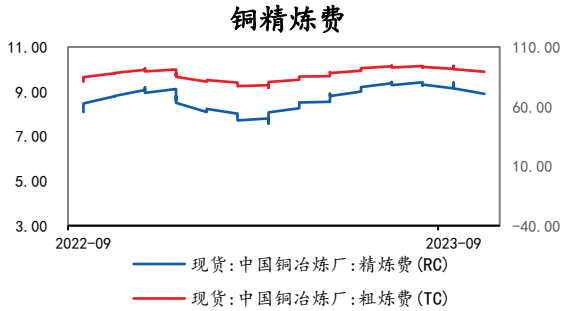
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

电网投资建设平稳，光伏电站进入年末抢装期

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。

中汽协数据显示，10 月新能源汽车产销量分别完成 146.3 万辆和 143 万辆，同比分别增长 48%和 49.6%，增速继续加快。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 46.8%。1—10 月新能源汽车产销分别完成 977.9 万辆和 975 万辆，同比分别增长 33%和 33.9%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 39.6%。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。

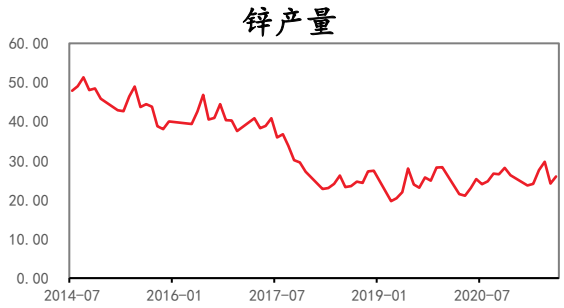
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。

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。天气转冷，部分户外施工暂停，终端旺季逐渐步 入尾声，叠加冬季北方天气预警频发，环保管控下下游开工受限。总体来看，基本面矿端矛盾延续，11 月基本面或延续缓慢去库节奏，锌价延续高位震荡行情。

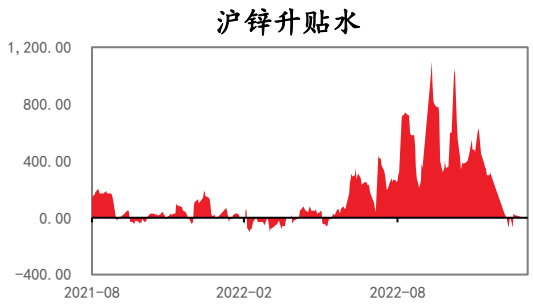
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



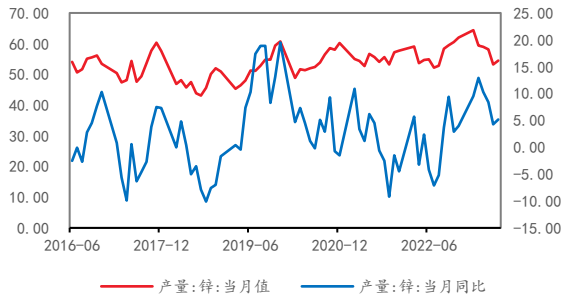
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



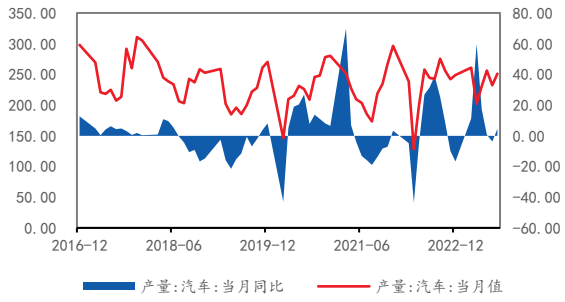
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政策真空期

9 月 24 日以来，政府密集出台了一系列房地产相关的重要政策，旨在稳定市场预期，促进房地产市场的平稳健康发展。央行、金融监管总局和证监会联合发布了降低首付比例、下调房贷利率、调整存量房贷利率等措施，将首付比例和房贷利率降至历史低位，降低了购房者的入市门槛。一线城市也纷纷放宽了购房限制：广州全面取消购房限制，上海放松非沪籍居民购房限制并优化住房信贷和税收政策，深圳调整限购政策、取消限售并优化贷款和税收政策，北京则放宽了京籍和非京籍居民的购房条件。

这些政策在短期内对市场信心起到了显著的提振作用，推动了一线城市房地产市场的快速回暖。然而，政策更多着眼于长效机制，旨在通过优化供需关系、调整市场结构，促进房地产市场的健康可持续发展。因此，短期对需求的刺激作用有限，现实需求改善幅度不大。

从市场表现来看，虽然成交量有所回升，但价格仍在下跌，说明市场尚未完全触底。成交活跃的同时，挂牌量并未减少，反而在新政后呈现震荡上升的趋势，表明买卖双方的预期博弈加剧，市场底部或已接近。

尽管当前市场预期较为悲观，但我们对未来政策仍可抱有期待。尤其是收储政策的细则尚未公布，大规模收储有望改善市场供需关系，减少住房库存压力。此外，财政政策和货币政策仍有进一步发力的空间，如央行可能通过下调基准利率等措施支持房地产市场的持续回暖。

综合来看，尽管政策进入短期真空期，市场情绪有所波动，但在政策持续推进加码的背景下，房地产市场的市场或即将到来。随着更多支持性政策的出台和落实，市场信心有望逐步恢复，需求端的改善也将逐步显现。我们认为，政策对下游需求逐步改善的趋势不变。

2 10 月地产数据好转

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 铁水产量小幅回升 库存维持去化态势

上周全国高炉产能利用率及五大品种钢材产量均有所回升。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 88.6%，环比上升 0.8 个百分点，同比上升 0.6 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 52.9%，环比上升 0.6 个百分点，同比下降 4.6 个百分点。五大品种钢材的周产量为 861.6 万吨，环比略增，同比下降 3.7%。上周长流程产量回升，日均铁水产量增加 2.0 万吨至 236 万吨，近期钢厂盈利比例维持在 50%以上，钢厂供应小幅回升。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 812.7 万吨，环比下降 0.9%，同比下降 12.0%。钢厂库存为 391.1 万吨，环比下降 1.9%，同比下降 5.5%。钢材总库存环比下降 1.2%，降幅较上周收窄 0.1 个百分点。社库与厂库同步回落，其中热卷社会库存降幅较大。

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 876.6 万吨，环比略降 0.1%，同比下降 5.4%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 230.8 万吨，环比上升 1.0%，同比下降 15.8%。上周五大品种钢材表需环比略降，螺纹钢表需的同比降幅有所收窄，淡季需求特征仍延续。建筑钢材的周成交量为 11.2 万吨，环比上周回落 9.9%。

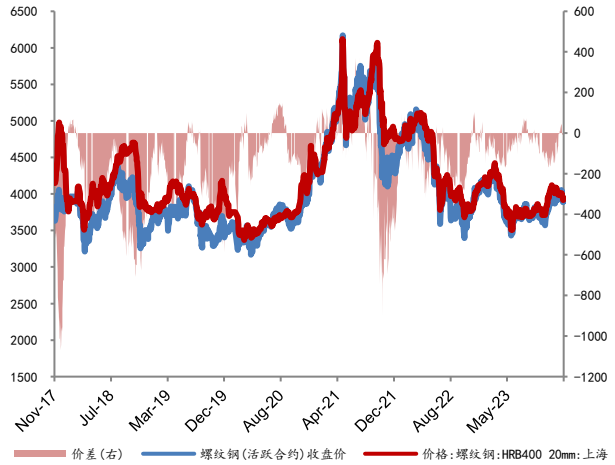
上周钢材现货价格走弱，主流钢材品种的即期毛利与上周基本持平。247 家钢厂的盈利率降至 57.6%，环比下降 2.1 个百分点。

4 小结

上周钢价明显下跌，螺纹主力合约周降幅达 5.25%，热卷主力合约周降幅为 4.42%。回顾本轮行情，始于 9 月 24 日的新政，主要由政策驱动的价格反弹推动。随着全国人大会议的结束，政策进入短期真空期，而现实需求改善幅度有限，市场对政策的预期及其对需求的提振效果逐步减弱。当前政策更多着眼于长效机制，短期对需求的刺激作用有限，但从长期来看，下游需求逐步改善的趋势不变。

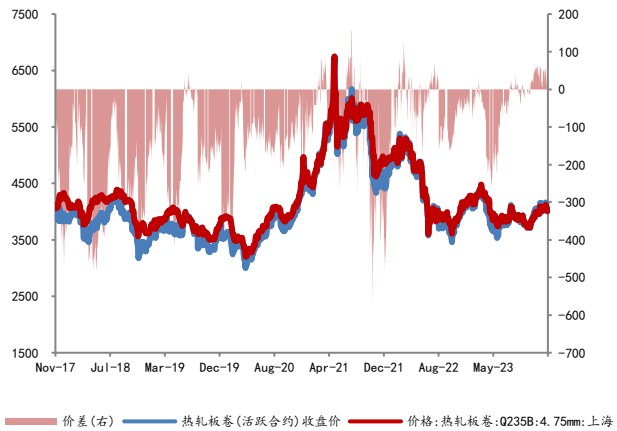
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



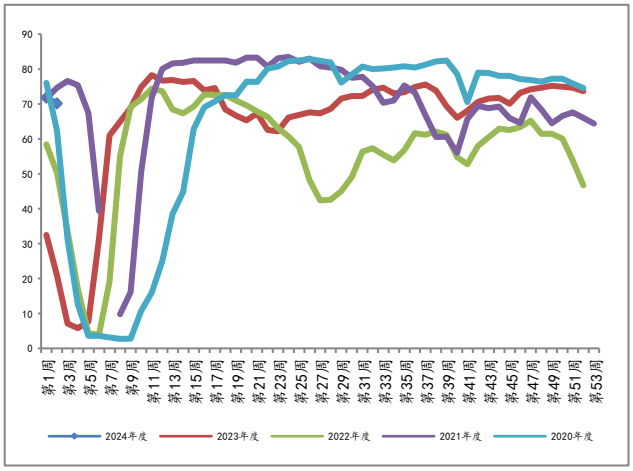
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



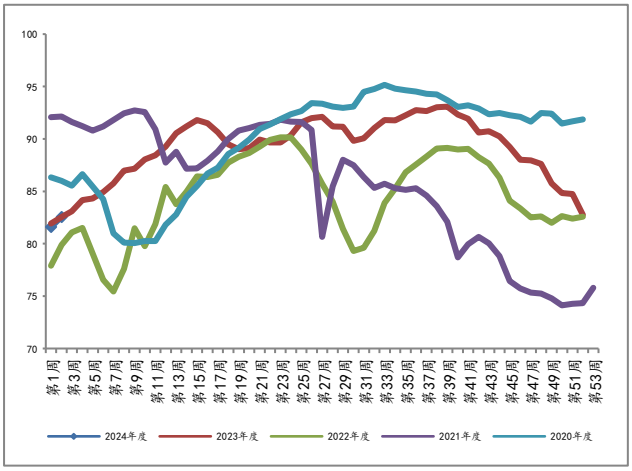
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



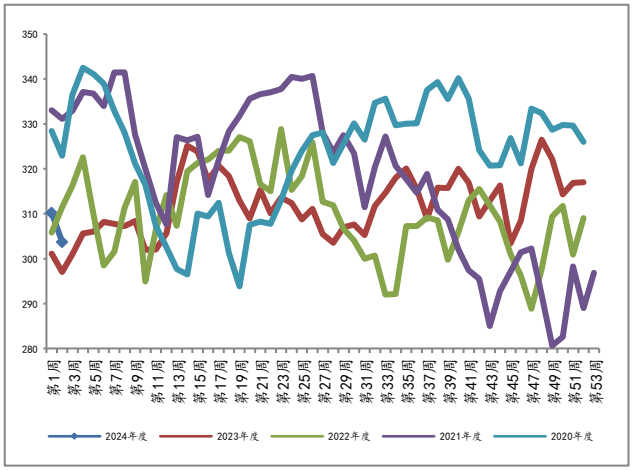
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



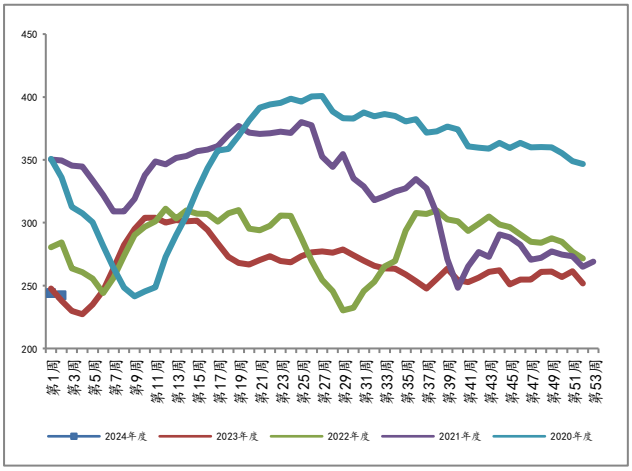
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



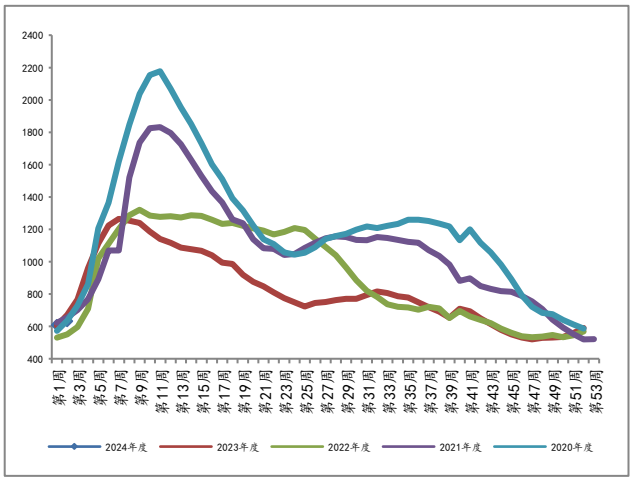
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



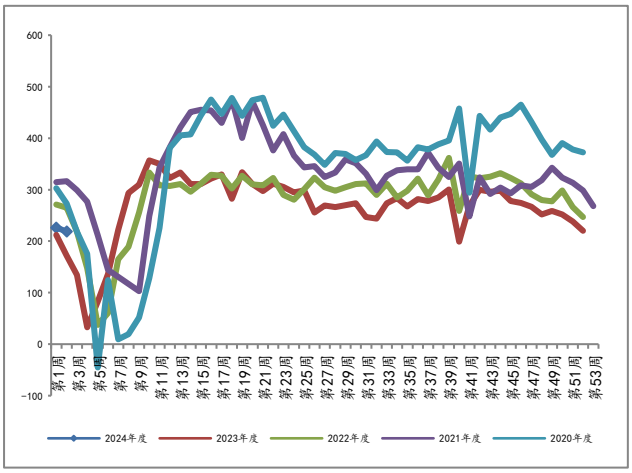
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 大选结果偏向利空

在特朗普刚刚赢得选举时，原油市场观点尚且多空拉锯，但从目前的油价表现不难看出，情景假设已经明显转向利空。待特朗普明年重新入主白宫后，外界最关注其对中国再次加征高关税的举措，将在需求层面上对全球原油市场产生影响。

参考特朗普上一任期的中美贸易战，其贸易保护主义的本质是逆全球化，导致市场总效率降低和全球经济复苏放缓，这一过程通常伴随着工业活动和居民消费的减少，从而直接损害到原油需求前景。根据国际能源署 IEA 的模型，全球经济增速每下滑 1%，可简单认为原油需求相应会减少约 100 万桶/日。

此外，按照近年来的市场风格，投资者情绪和预期在很大程度上影响短期走势，新一轮贸易战以及国际关系的恶化，很可能引发恐慌情绪和避险偏好。因此，特朗普上台的一系列不确定性，整体对原油市场构成下行压力，或将造成油价短期的剧烈波动。

2 需求增长动能衰竭

除了特朗普的政策举措外，原油自身基本面形势也加强了供强需弱的预期。

根据国际能源署 IEA 发布的年度《世界能源展望》，该机构预测，全球对所有化石燃料的需求将在十年内停止增长，其中到 2030 年，全球原油需求需要从目前的日均 1.03 亿桶降至约 8500 万桶，且可再生能源将占全球发电量的近一半，才能在 2050 年实现净零排放的目标。

不过辩证来看，正如 OPEC 作为卖方倾向于唱多，IEA 基于买方和西方环保等立场，其假设的场景亦有夸大利空之嫌，须知 2020 年疫情大流行时，在极度糟糕的情况下，原油需求最低也仅降至约 9100 万桶。尽管如此，全球原油需求已经进入淡季模式，北美市场商业累库预期较强，再加上特朗普交易，短期缺乏利好提振，油价弱势震荡下探。

3 俄乌战争即将结束？

特朗普在野及竞选期间曾多次表示，将尽快结束俄乌战争，关于战后俄罗斯原油出口前景尚存争议。就目前来看，俄乌问题并未导致原油供应出现大规模中断，但西方制裁令贸易流向发生转变。

剔除疫情和战争影响，以 2019 年为例，俄罗斯原油出口总量的 58%流向欧盟 27 国，余下有 34%出口至亚洲，其中中国占到 21%，而印度仅不足 1%。截至 2024 上半年，俄罗斯 93%的原油出口依赖中国、印度和土耳其等少数买家，其中印度直接进口占比飙升至 48%，中国购买量亦增至 34%。俄罗斯原油贸易流自西向东的改变，造成了运输路线变长和运费增加，炼厂原油加工结构改变，在途油品库存数量显著增加等问题。更复杂的是，原油实物市场上受制裁与不受制裁的货源并存，导致交易透明度下降和分歧加剧。

无论特朗普能否或者将以何种方式结束俄乌战争，我们认为俄罗斯都将不再被视为可靠的原油

输出国，价格发现机制因此变得更加难以预测，不过粗略来看整体仍是趋于结构性过剩的。

4 中东局势影响有限

特朗普对国务卿的任命表明，下一届美国政府的中东政策大概率相当不友好，但目前来看，原油市场暂时还不会交易地缘政治矛盾激化的预期。

自 2022 年以来，国际原油市场先后遭遇了多次地缘风险冲击，俄乌战争最高将 Brent 原油价格推升达 139 美元/桶，巴以冲突也一度造成了 20 美元的波动幅度。然而关于后市我们认为，尽管中东局势大方向趋于升级，但原油市场赋予地缘政治的风险溢价相对较少，且持续被挤出。

从过往历次行情的预期修正来看，主要是三大原因令原油交易者对地缘政治逐渐脱敏。首先，迄今为止全球原油供应受到的实际减损不显著，甚至利比亚的不可抗力短期影响都要更大；其次，无论遭到何种严格制裁，俄罗斯、伊朗、委内瑞拉等国原油出口并未中断；最后，OPEC 保有巨大的闲置产能，足以应对高强度风险事件的冲击。

综上，原油市场因结构性紧张而失衡的可能性不大，对供应安全的担忧不再占据主导地位，市场更多关注需求增速放缓和库存累增压力。

5 对冲交易规模大增

当前原油估值处于偏中性水平，鉴于未来市场的波动性可能较高，国际原油期货和期权交易量大增，表明机构投资者正在对冲不确定性。根据洲际交易所（ICE）数据，10 月原油期货和期权交易的总量为 6844 万桶，推升至历史最高，甚至超过了 2020 年 3 月油价暴跌时创下的月度纪录。

交易者对于 2025 年原油基本面整体持悲观态度，一方面主要产油国供应回归是大势所趋，另一方面贸易战令需求前景变得更加黯淡，市场一致预期明年一季度会出现明显过剩。然而，特朗普 2.0 时代的美国或重启极限施压的中东政策，容易造成地缘局势进一步升温，刺激情绪短期推涨油价。

主流机构认为，2024 年 Brent 原油平均价格可能为 76 美元/桶，这与当前区间上沿较为接近；如果 OPEC+开启增产计划，不排除跌至 65 美元以下；假如发生重大风险事件，也可能反弹至 80 美元以上。因此，原油生产商等机构交易者通过衍生品工具锁定成本利润，以保护其经营免受市场大幅波动的影响，而投机交易者中性位置宜谨慎观望。

6 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。

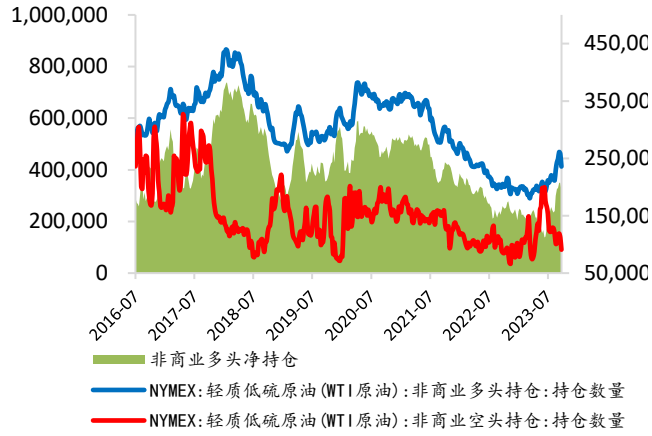
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



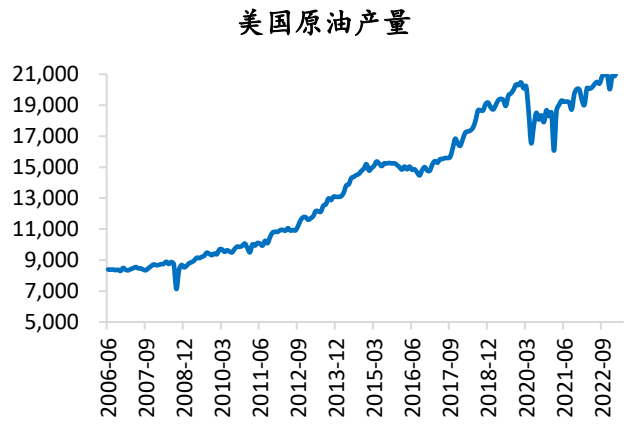
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



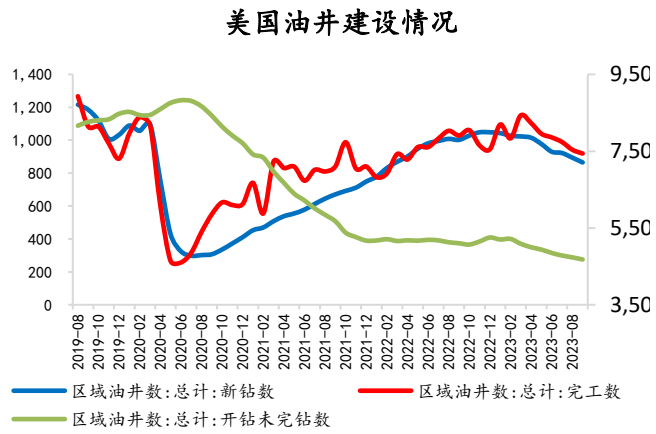
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



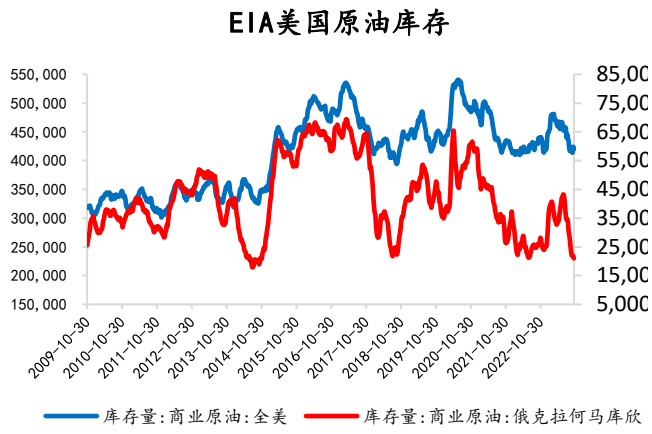
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



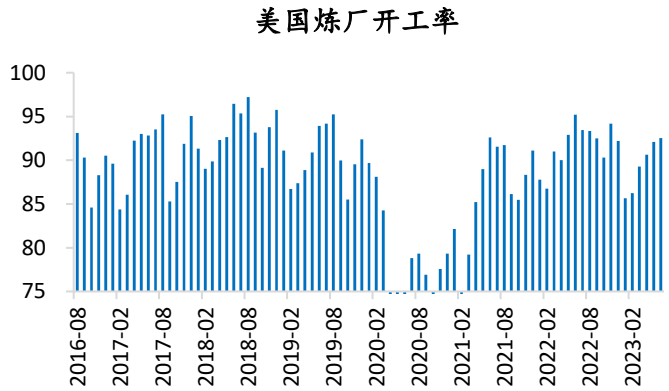
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



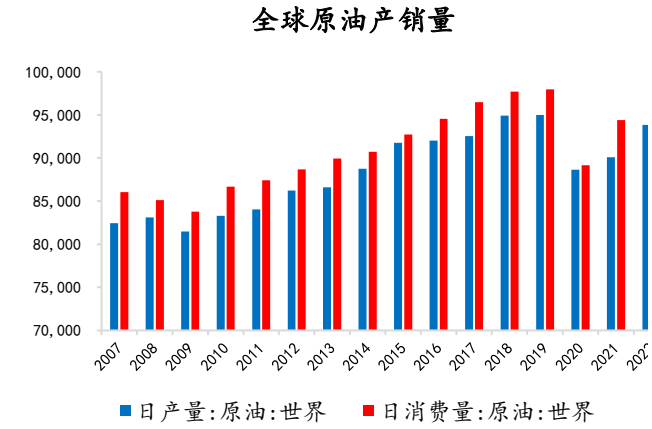
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 原料上量支撑犹存

全球天然橡胶主产区多处于割胶旺季，胶价高位有助于胶农割胶积极性，但天公不作美的现象仍有发生。由于断续的降雨天气影响，海内外原料上量节奏不畅，泰国南部、云南版纳和海南等地区短期割胶作业受到影响，加上国内产区 12 月即将逐渐减产停割，原料胶水价格再度企稳。

目前，天然橡胶供应端相对占主导，且多空因素并存。利空条件是：东南亚雨季整体收尾，在高价的刺激下，供应增长的预期仍然较强；利多条件是：极端天气风险虽已弱化，但今年大面积割胶开展时间显著减少。整体来看，全球割胶面积增长逐步放缓，产量季节性递增但周期性衰减，全年度供需偏紧的局面难以改变，上游对胶价仍具有坚实支撑。

2 现货升水幅度收窄

橡胶市场交易者重新审视基本面，开始交易旺季泰国供应上量的预期，现货端偏紧的矛盾将得到有效缓和，令期现 Back 结构拉涨的动能衰减。

回顾自今年开割以来，产区极端天气造成前期明显减产，加上 EUDR 法案炒作的影响，国内持续去库存，现货维持偏紧局面。每年 11 月至次年 1 月是全球天然橡胶生产高峰期，随着东南亚地区天气逐渐恢复正常，且产能仍处于历史高位，高价有利于原料产出释放。此外，EUDR 法案的推迟或导致上中游此前囤积的原料释放，厂商为出口欧洲备货造成的分流减弱，从近期现货升水幅度大幅缩窄，反映出供应紧张问题的缓解。

接下来重点是海外原料上量能否顺利，如果旺产季预期兑现，沪胶远月合约有一定下行空间，不过鉴于库存水平同比偏低，仍可提供有效支撑。

3 船期到港缓慢累库

近期橡胶基本面变化不大，上游成本支撑尚存，但随着东南亚主产区季节性上量，天然橡胶进出口回升，反映为青岛地区小幅累库，使得国内供应端压力增加。

海关总署公布的数据显示，2024 年 10 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 65.9 万吨，较上年同期的 63 万吨增加 4.6%;1-10 月中国橡胶进口量总计 578.7 万吨,较上年同期的 654.4 万吨下降 11.6%。截至 11 月上旬，中国天然橡胶社会库存 111.3 万吨，环比下降 0.41 万吨或 0.4%；其中，深色胶库存 62.4 万吨，浅色胶库存 48.9 万吨。

在缓慢累库的同时，近期需求端开始放缓，原料成本高企导致买盘意愿受到抑制，现货成交多以刚需采购为主，整体成交氛围偏清淡。尽管大周期上天然橡胶不再是空配品种，但后期若无天气题材，胶价高位上涨缺乏驱动。

4 成本逐渐向下传导

自 9 月以来，由于主要原料天然橡胶价格持续攀升，导致轮胎企业生产成本大幅提升，随着沪胶走势再度反弹，应关注下游负反馈效应。

随着原料成本沿产业链传导，国内轮胎行业迎来一波涨价潮，主流企业宣布全钢胎价格上调 2%-5%，半钢胎也相应有所涨价。按照目前的橡胶价格推算，全钢胎生产成本较上半年增加逾 10%，半钢胎成本也增长了 7%。中国轮胎行业原料库存通常维持在一个月左右，轮胎产品的涨价一般会滞后橡胶一段时间。尽管产品提价后仍无法完全覆盖成本增加，不过毛利空间有望得到改善，厂商对天然橡胶补库需求企稳。

预计未来胶价大概率呈高位震荡走势，如果后续天气正常产区放量加速，很难继续快速大幅上涨。

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。

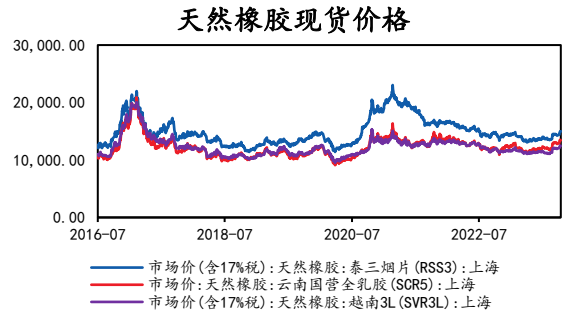
从往年供需平衡规律来看，正常随着供应端季节性释放，在需求端缺乏额外增量的情况下，四季度后期供需矛盾容易加剧，国内或逐步转入累库阶段，但考虑到社会库存处于近年低位水平，胶价向下调整空间有限，短期维持相对高位整理运行。

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



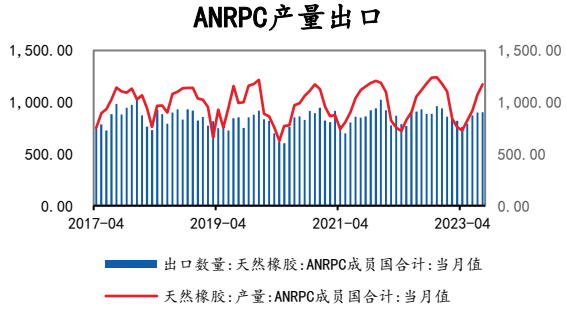
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



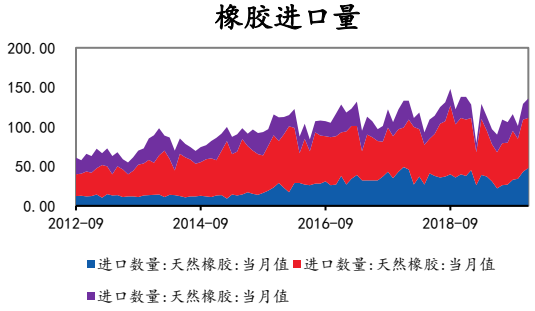
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



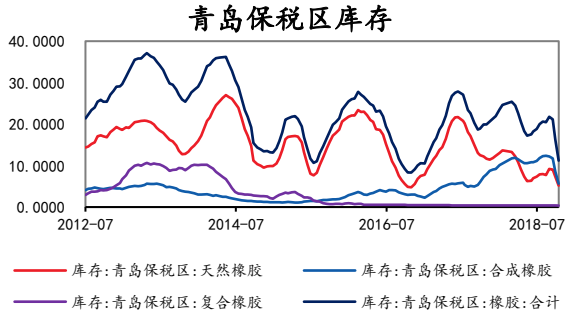
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



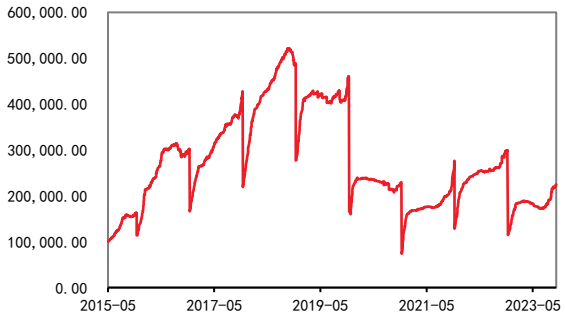
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



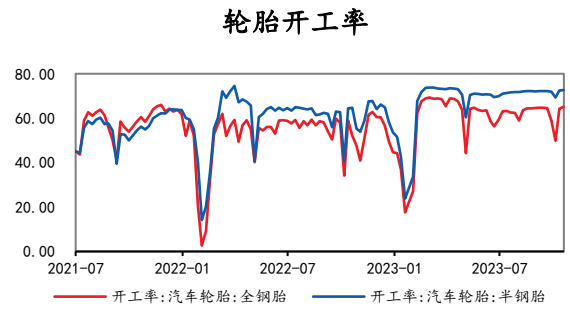
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



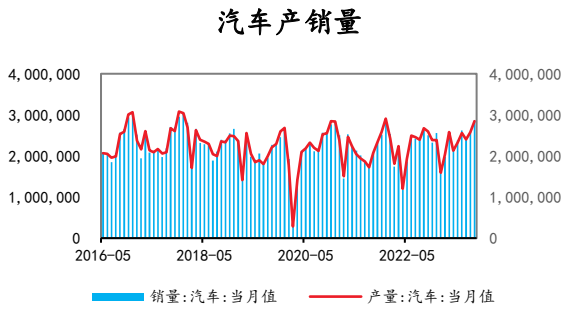
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆承压连跌，国内豆类市场全线回落

1 外部豆类市场分析

美国农业部调低美豆产量预估值，南美大豆保持丰产预期

美国农业部发布的作物生长报告显示，截至 11 月 10 日当周，美豆收割率为 96%，快于去年同期的 94%和五年均值 91%。美国农业部在 11 月供需报告中预计，2024 年美豆产量为 44.61 亿蒲式耳，平均单产为 51.7 蒲式耳/英亩，10 月份预计的美豆产量和单产分别为 45.82 亿蒲式耳和 53.1 蒲式耳/英亩。尽管美国农业部意外调低美豆产量，但美豆产量仍为历史次高水平。巴西国家作物机构 Conab 近日表示，巴西大豆产量预计达到 1.6614 亿吨，高于高机构此前预估的 1.6605 亿吨。目前巴西大豆播种率已超过七成，高于去年同期水平。布宜诺斯艾利斯谷物交易所周四称，上周阿根廷大豆播种进展极为顺利，大豆播种率达到 20.1%。南美天气利于大豆播种，产量前景保持乐观。全球大豆供给保持宽松预期，美豆市场上行驱动力不足。

产量降、出口增，马来西亚 10 月底棕榈油库存降幅超预期

马来西亚棕榈油局（MPOB）于 11 月 11 日公布月度供需报告。报告显示，继 9 月环比减产下降 3.8%后，10 月份马来西亚棕榈油产量环比再降 1.32%至 180 万吨，产量连降意味着本年度马来西亚棕榈油季节性增产周期提前结束。MPOB 预计 10 月底马来西亚棕榈油库存环比下降 6.32%至 188 万吨，出口增长 11.07%至 173 万吨。本月报告中库存降幅和出口增幅均高于市场预期，与此同时，马来西亚棕榈油降库周期也可能提前启动。供需基本面上的利多因素为马来西亚棕榈油市场强势运行提供重要支撑。

印尼即将启动 B40 计划，预计增加 300 万吨棕榈油消费

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。近日，印尼农业部长重申该国计划从 2025 年 1 月开始启动 40%的生物柴油强制掺混计划，并称未来该国将努力实施 B50 计划。印尼棕榈油协会（GAPKI）也表示，该国将于明年初实施的 B40 计划预计将额外增加 300 万吨棕榈油消费。产地棕榈油供弱需求，市场看涨情绪不断受到提振，推动棕榈油价格快速升至两年多高点。

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。

豆油和菜油供给宽松，高位跟涨动力下降

受国内进口大豆大幅增加及油厂维持高开工率影响，国内豆油供应始终保持宽松状态，豆油库存保持自 5 月以来的累库状态。在外部大豆供应保持宽松预期下，国内豆油市场并不存在供应

紧张预期。与此同时，中加贸易摩擦引发市场对菜籽进口可能受阻的担忧，部分进口企业加快采购加拿大菜籽并运回国内。2024 年 1—9 月中国共进口菜籽 423 万吨，目前国内进口油菜籽库存总量超过 70 万吨，两者均处于宽松局面。在本轮棕榈油发动的反弹行情中，豆油和菜油也出现较大涨幅，但基本处于被动跟涨状态。随着高价反噬需求导致棕榈油市场炒作动力减弱，豆油和菜油市场率先回归基本面，在油脂板块中由原来的被动跟涨转入主动回调。

进口大豆成本大幅下降，粕价承压下挫

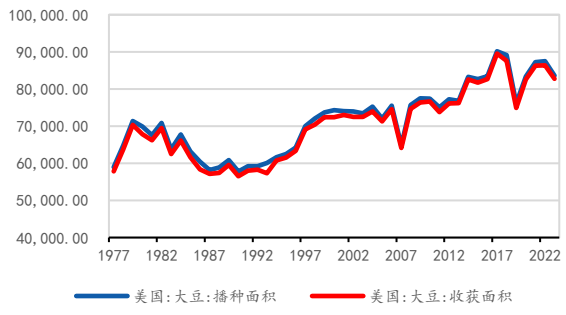
美国农业部月报意外下调 2024 年美豆产量，一度推动美豆震荡回升，但随着南美大豆播种进度加快以及市场担心未来美国生物燃料行业的政策将损及美国国内大豆需求，美豆承压大幅回落，重回 1000 美分之下，直逼 8 月中旬创下的技术低点。受美豆下跌影响，国内进口大豆到港成本迅速跟跌。据统计，截至 11 月 15 日，1 月交货的美湾大豆到港成本为 3643 元/吨，5 月交货的巴西大豆到港成本为 3429 元/吨。国内豆粕供给严重依赖进口，进口大豆成本快速下降是国内粕价大幅回落的内在原因。与此同时，美豆下跌引发看空预期升温，油厂大幅调低豆粕价格，期现弱势共振，国内豆粕期货市场显著下跌，快速跌破前期震荡区间的低端，技术上直奔 8 月中旬创下的低点，呈现全面下跌状态。

3 油脂油料市场展望

美豆收割结束，实现历史次高产量。美国生物燃料需求前景转差，美豆供应过剩压力再度增强。巴西和阿根廷大豆开局正常，创纪录的产量预期将使全球大豆供应更为宽松。在未来数月内，如果南美大豆缺少减产天气威胁基本实现预期增产，全球大豆因供需失衡，价格重心将再度下移。国内豆粕市场因成本依赖，与美豆市场运行节奏基本一致，来自国内需求端的影响有限，粕价将维持被动跟跌状态。马来西亚 11 月上旬棕榈油出口环比降幅在 14.6%-17.1%，高价对棕榈油出口需求的抑制效应开始显现。因市场担心美国生物燃料政策生变，CBOT 豆油承压大幅下挫。中加有关部门就双边贸易摩擦展开磋商，菜油期货迅速释放因此前贸易不确定性引发的价格升水，由前期的被动跟涨转入主动下跌。油脂市场整体炒作情绪降温，市场转入调整节奏的概率显著增强。中储粮入市收购有助于市场形成政策底，但市场底仍需供需基本面确认。目前产区部分企业满库停收引发市场担忧，国产大豆因缺少压榨需求而无法化解长期供应过剩压力，叠加美豆回落拖累进口大豆成本下滑，豆一期货市场技术破位，重回弱势状态。

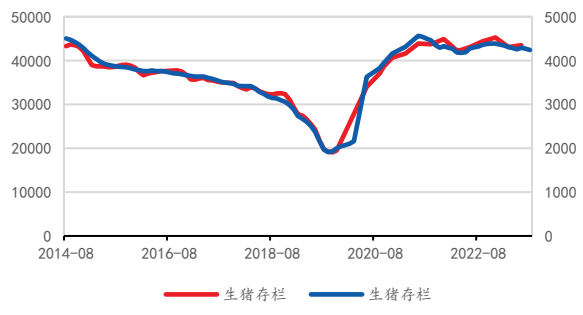
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



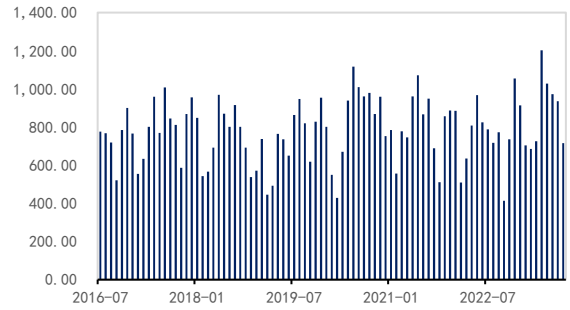
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



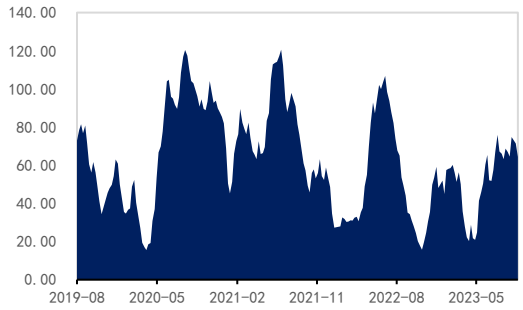
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元