中金财富期货策略周报（2024 年第 41 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：在经济数据回暖，但是外需压力又有扰动的情况下，情绪端对工业品走势的影响依然较大，这导致部分工业品走势随机性较强。策略上我们依然维持区间震荡的思路，尽量避免追涨杀跌。

股指期货：市场风险偏好提振有待更加积极的政策信号或基本面持续显著改善。10 月宏观经济数据明显改善，消费和地产销售回暖，国内有效需求不足的问题有所缓解，经济基本面呈改善态势，对 A 股形成一定支撑。但上述数据在此前高频数据中已有充分体现，并且临近年末，市场注意力聚焦在明年政策定调与规模，在基调更加明朗或基本面出现明显改善前，耐心等待调整之后的买入机会。

铜：矿紧还未明显传导至冶炼，TC/RC 费用再度小幅转弱，矿端扰动影响依旧存在。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。基本面供需紧平衡预期未能兑现，但国内消费总体韧性较强，整体预计铜价将进入偏弱震荡区间。

锌：锌供应端的问题较难解决，矿加工费维持低位。年底冬储和部分冶炼厂年底计划完成，锌锭产量有所回升但不明显，供应端仍维持低位。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。

钢材：近期，钢材市场正处于政策真空期，下一重要政策节点为即将召开的中央经济工作会议和政治局经济会议。当前宏观情绪较为复杂，短期内政策预期可能有所减弱，对价格支撑力度有限。鉴于市场对政策的敏感度下降，基本面因素在价格走势中的影响力逐渐增强。

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。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，我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险。

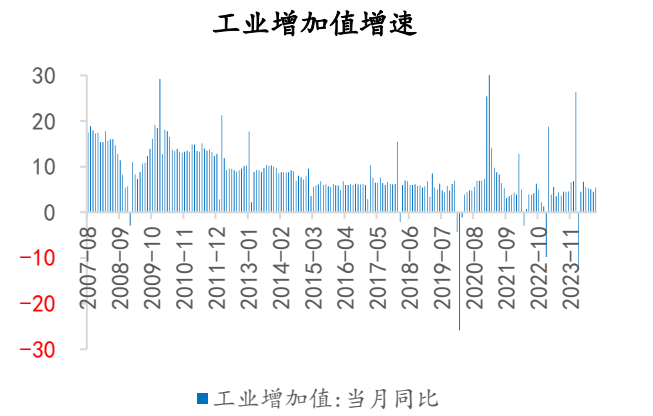
橡胶：以往经验表明，天然橡胶全年走势整体表现为两边强、中间弱的特点，投资者需顺应和利用这一规律。三季度中后期如果有绝对低位配合，01 合约往往会成为价值投资青睐的洼地，到四季度前期往往表现偏强、易涨难跌，宜耐心观望等待低位布局多单。

目录

周度策略：市场围绕预期博弈 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 关注政治局会议对 2025 年经济工作的定调 ..... - 6 -
3 迎接月末大额政府债缴款的考验 ..... - 6 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
铜 ..... - 9 -
1 影响因素 ..... - 9 -
2 结论 ..... - 9 -
3 铜期货现货数据 ..... - 10 -
锌 ..... - 11 -
1 锌：影响因素 ..... - 11 -
2 总结 ..... - 12 -
3 锌期货现货数据 ..... - 12 -
钢材 ..... - 13 -
1 政策真空期 ..... - 13 -
2 10 月地产数据好转 ..... - 13 -
3 铁水产量小幅下降 库存维持去化态势 ..... - 14 -
4 小结 ..... - 14 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 14 -
原油 ..... - 17 -
1 供应压力易增难降 ..... - 17 -
2 需求增长动能衰竭 ..... - 17 -
3 累库周期即将到来 ..... - 17 -
4 中东局势影响有限 ..... - 18 -
5 盘面交易波动大增 ..... - 18 -
6 下行风险高于上行 ..... - 18 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 21 -
1 市场转弱走势承压 ..... - 21 -
2 供应放量开始兑现 ..... - 21 -
3 明年消费或被透支 ..... - 21 -
4 青岛库存成为关键 ..... - 21 -
5 价值重估已成事实 ..... - 22 -
6 胶价重拾上升趋势 ..... - 22 -
7 橡胶期现数据 ..... - 22 -

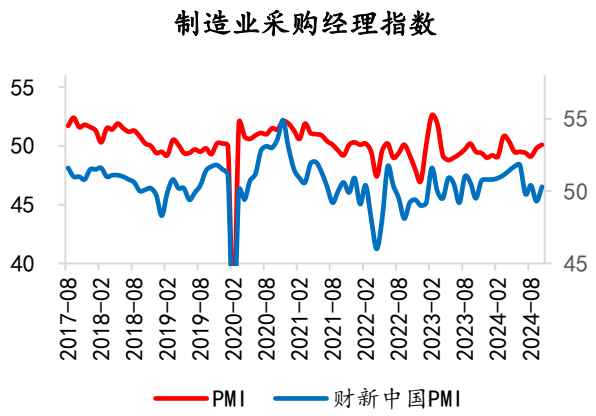
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



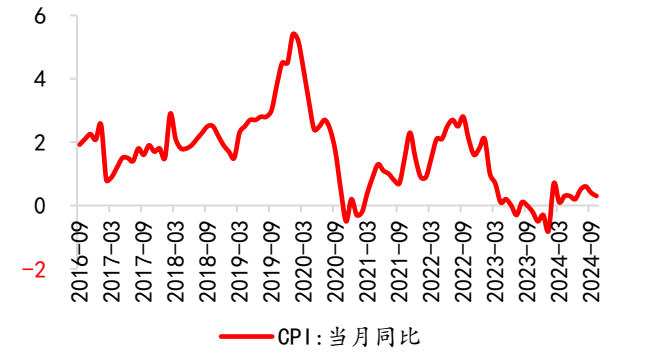
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



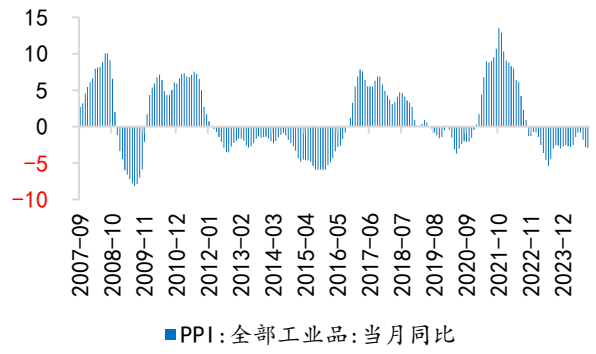
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



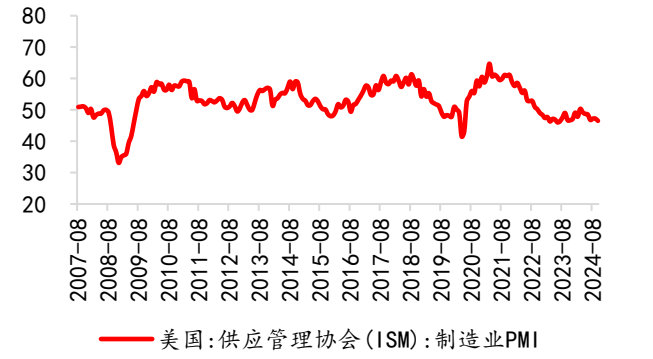
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



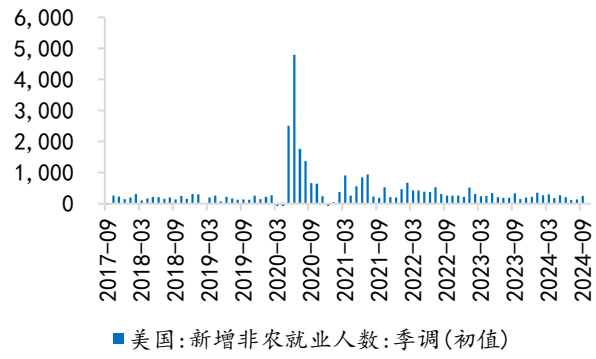
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场围绕预期博弈

10 月经济数据整体的确表现出一些回稳向好迹象，但是经济内生动能仍然偏弱，政策脉冲持续性还有待考证，10 月财政政策落地之后，政策进入真空期。目前工业品市场围绕中央经济工作会议等预期波动，走势随机性较强。

市场对政策的博弈痕迹明显

从目前的经济数据看，正如我们之前说到的：政策惠及到的方面回暖明显，因此市场对后市政策的走势充满了希望。

作为经济第一增长动力的投资，连续三个月维稳，企稳态势巩固。其中基建投资 4 月以来增速首次加快。随着超长期限国债以及地方政府专项债券的发行使用，以及发改委将提前下达 2025 年部分“两重”建设项目的清单和中央预算内投资计划，将有望加快推动项目开工建设，加快形成实物工作量，也将有助于拉动基建投资靠前发力。制造业投资连续平稳回升，支撑固定投资增长。地产投资再度走弱，但是地产的政策支持力度持续加强，房地产投资有望趋稳改善，需持续关注。

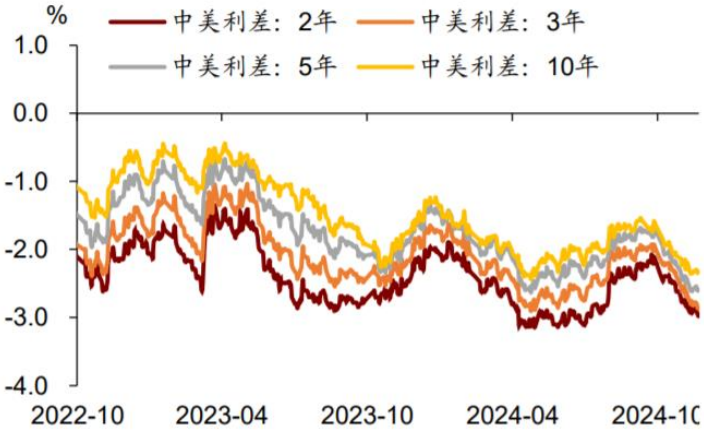
而此前表现偏弱消费数据在 10 月加速回升，“两新”政策落实推进下，“两新”政策落实推进下，对于消费的提振效果显现，叠加国庆长假以及电商促销活动等因素，促进了本月消费的明显回升。

虽然 10 月经济数据整体的确表现出一些回稳向好迹象，但是在经济内生动能仍然偏弱的背景下，政策脉冲持续性还有待考证。另外，10 月全国一般公共预算收入同比增速在税收收入同比增速转正的情况下加速上涨，土地出让情况的改善也大大提振了政府性基金收入。10 月全国广义财政支出同比增速连续两个月上涨，增速创年内新高，稳增长政策加力效果凸显。后续在地方政府化债进程推进作用下，财政收支两端将继续向上改善。政策方面，有关部门决定降低部分具有较强国际竞争力的商品的出口退税率，以求推动相关产业产能出清。

就外围环境而言，美国周度初请失业金和续请失业金人数下降显示劳动力市场仍然稳健，同时消费也相应得到支撑。10 月零售销售环比增速强于市场预期且前值被上修，结构上汽车和电子产品消费表现格外亮眼。另外，10 月 PPI 环比增速受部分服务分项影响而上涨，暗示通胀回落进程或会面临阻碍。强劲的经济数据使得美联储官员们需要对降息节奏和幅度重新进行权衡，特别是主席鲍威尔强调当前“无需仓促降息”更使市场减少了对 12 月份降息的押注。欧洲方面，会议纪要显示上次降息更多是出于对通胀意外走低的防范，但欧央行内部对通胀判断仍存较大分歧。而且从第三季度协议薪资增速加快的角度来看，对于通胀上行风险的担忧也并无道理。

因此，投资者目前关注的焦点就是国内政策力度能否加码推动经济继续回暖，以及特朗普上台是否会启动贸易争端 2.0 版本，以及对通胀的影响。市场围绕政策预期进行博弈。

图表 1：中美利差：依然走阔



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

政策上开始为特朗普加征关税进行储备

国务院新闻办公室 22 日上午举行的国务院政策例行吹风会上，有记者提问特朗普在竞选美国总统时表示，他计划对中国征收 60%关税。这将对中国出口产生多大影响？如何看待这一现象？对此，商务部国际贸易谈判代表兼副部长王受文回应，这将由进口国消费者和最终用户“买单”。

假如美国政府对中国产品加征高额关税，通常情况下，此举将导致美国国内物价上涨。考虑到中国或大幅贬值人民币汇率以维持出口，提高关税和人民币对美元贬值的双重作用下，美国消费品价格的上涨程度则取决于人民币贬值的幅度。因此，如果特朗普兑现竞选时对中国加征关税的主张，人民币汇率将面临不小的压力。维护币值稳定是我国货币政策的重要目标。从金融人民币角度看，人民币币值大幅走贬于内影响金融和资本账户稳定，于外打击人民币资产价值，阻碍人民币国际化进程；从贸易人民币角度看，贬值会导致我国对除美国外其他国家出口商品以美元计价的价格下降，可能被视作“以邻为壑”的货币政策，对其他国家的制造业发展构成压力，引发贸易端纠纷。

11 月 15 日，财政部与国家税务总局联合发布通告，正式取消了 59 项产品的出口退税政策，并对另外 229 项产品的出口退税税率进行了下调。

出口退税取消的情况下，国外产品替代效应有限，我国政府大规模取消及降低工业初级产品的出口退税，不太可能使国外形成替代性产业链。原因是此类工业初级产品投资大、能耗高、污染重、利润低。欧美国家若投产此类产品，必将遭到环保组织的强烈反对。而第三世界国家则因基础设施落后、难以形成规模经济，即便能够投产，因利润微薄，也很难维持运营。过往已有类似案例可循。我国前几年陆续取消钢铁出口退税，但并未影响我国钢铁出口。

产业链上游通胀传导效应可能显现：由于工业原材料价格的上涨对终端产品价格具有乘数效应，中国取消及下调这些工业原料产品的退税将对全球工业制造产品的价格带来不小的上涨压力。如若能带动全球工业产品价格上涨，本轮退税政策将对美国本身已较为严重的通胀起到拉动作用，进而成为美国明年实施可能的对华贸易限制政策的掣肘。

工业品仍呈现一定程度的无序波动

在经济数据回暖，但是外需压力又有扰动的情况下，情绪端对工业品走势的影响依然较大，这导致部分工业品走势随机性较强。策略上我们依然维持区间震荡的思路，尽量避免追涨杀跌。

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 20 日	发改委：中国有充足政策空间和丰富政策储备,继续加大“两新”政策支持力度	部门正与各方面共同发力，努力实现全年经济增长预期目标	中国有充足政策空间和丰富政策储备。
	11 月 20 日	证监会主席吴清：资本市场长期向好的底层逻辑将会更加稳固	证监会将坚持趋利避害，突出公平规范发展	资本市场稳定政策进一步加强
数据	11 月 19 日	10 月税收收入同比增长 1.8%，年内首次正增长。	全国税收收入 150782 亿元，同比下降 4.5%；非税收入 34199 亿元，同比增长 15.3%。	税收回暖印证经济回升
	11 月 18 日	10 月中国社会消费品零售同比增长 4.8%	社零消费和地方基建有力对冲了地产的下滑。	消费有进一步回升动力
事件	11 月 20 日	中美两国元首周六在利马举行会晤	两国元首重申双方就中美关系指导原则达成的七点共识	这次会晤坦诚深入，是建设性的，愿继续保持沟通联系

资料来源：中金财富期货研究所

2 关注政治局会议对 2025 年经济工作的定调

过去三年部署来年经济工作的政治局会议召开时间分别是 2021 年 12 月 6 日，2022 年 12 月 6 日和 2023 年 12 月 8 日，分别提出“稳字当头、稳中求进，宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。”、“稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合”、“稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”。

考虑到 9 月政治局会议已经分析研究了当前经济形势和经济工作，会议强调了“要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出”，预计 12 月政治局会议或在 9 月会议的基础上，结合 9 月和 10 月经济数据的表现，针对“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，出台更有针对性和更加给力的政策组合拳。考虑到“据财政部透露，已将 6 万亿元地方政府债务限额下达各地，部分省份已经启动发行工作”，以及截至 11 月 22 日 12 时，全国已有 13 地公告拟发行再融资专项债券置换存量隐性债务，已披露发行规模达 8534.11 亿元，预计固定资产投资或仍将是 2025 年稳增长的重要方式，预计年底前为平稳资金拆借市场利率，以及保障政府债顺利发行，不排除或仍有降准空间。

3 迎接月末大额政府债缴款的考验

税期资金面维持宽松，而本周（11 月 25-29 日）面临跨月，同时政府债发行开始起变化，供给压力真正显现，月末+大额政府债缴款的组合会使得资金面转紧吗？我们认为资金利率大幅上

行的概率偏低。11 月 25-29 日，政府债净缴款 7333 亿元，是今年以来的次高（仅低于 9 月最后一周的 9000 亿+）。9 月末面临跨季和 9000 亿+的政府债净缴款，资金面反而明显转松，这主要是由于 9 月末降准降息利好的落地。由此可见，只要资金供给力度足够，政府债净缴款也并非必然带来资金面收紧。

此外，月末对于资金面也并非绝对的利空。通常而言，临近月末，银行出于监管指标的考虑往往缩减融出规模导致资金边际收敛。不过，这一现象在近几个月有明显好转，包含跨季在内的 7-10 月最后一周的资金利率均趋于下行，甚至比月中上旬更加宽松。这一反常现象的背后可能有三个原因，一是 MLF 续作的延迟；二是央行公开市场投放工具的多元化；三是 9 月开始财政支出明显加快。

总的来看，本周（11 月 25-29 日）面临月末和 7000 亿+大额政府债缴款的组合，资金面大幅收紧的概率也偏小。主要是月末财政支出释放+MLF 续作将继续确定性的补充中长期资金，同时还有可能的降准、买断式回购和买卖国债等投放工具，如果呵护力度足够，资金面可能继续维持均衡偏宽松的状态。。

4 宏观策略

在经济数据回暖，但是外需方面预期的压力又有扰动的情况下，情绪端对工业品走势的影响依然较大，这导致部分工业品走势随机性较强。策略上我们依然维持区间震荡的思路，尽量避免追涨杀跌。

5 股指期货市场分析

两市震荡回落

两市震荡回落，上周沪深 300 周-2.6%，上证 50 周-2.62%，中证 500 周-2.94%，中证 1000 周-1.55%，指数整体维持震荡态势。

股债收益率下行，投资性价比较高。截至 2024 年 11 月 20 日，沪深 300 股息率为 2.95%，10 年国债收益率为 2.09%，股债收益率为-0.86%，周环比下降 0.08pct。股债收益率低于 24 年以来均值 0.06pct，仍处于 2012 年以来相对低点，这也意味着当前 A 股市场依然具备较高的投资性价比。

两融余额小幅增加，融资买入额占比下降。上周（11.14-11.20）两融余额均值约 1.84 万亿元，较上上周均值增加 0.65%；融资买入额占全 A 成交额比例小幅下降，上周融资买入额占全 A 成交额比例均值为 10.19%，较上上周降低 1.61pct。

市场交易活跃度整体回落，中证 500 成交额环比降幅最大。换手率方面，上周（11.14-11.20）各主要指数换手率普遍下行。其中，Wind 双创换手率环比下降最多为 1.79pct；成交额方面，上周各主要指数成交额普降，中证 500 成交额环比降幅最大为 33.92%，其次是 Wind 双创成交额减少 31.35%。

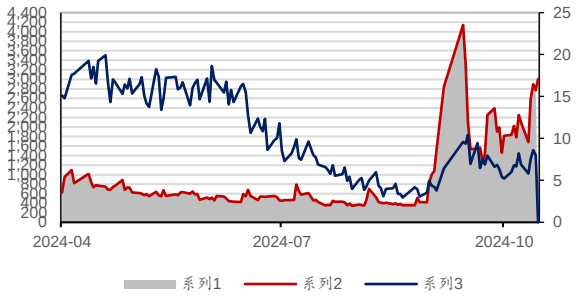
本周扰动事件较多，但继续关注逢调整买入机会

市场注意力聚焦中央经济工作会议政策定调，在政策基调出现更加积极的信号或基本面持续明

显改善之前，预计市场风险偏好提振仍需等待。风格上看，成长和前期领涨板块仍然存在调整压力，但调整后仍是中期最主要机会主线。前期滞涨以及有景气或潜在政策催化支持的景气消费品如汽车、家电、医药、农牧有资金配置的可能。

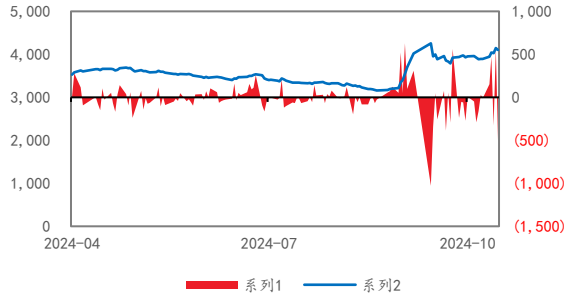
市场风险偏好提振有待更加积极的政策信号或基本面持续显著改善。10 月宏观经济数据明显改善，消费和地产销售回暖，国内有效需求不足的问题有所缓解，经济基本面呈改善态势，对 A 股形成一定支撑。但上述数据在此前高频数据中已有充分体现，并且临近年末，市场注意力聚焦在明年政策定调与规模，在基调更加明朗或基本面出现明显改善前，预计 A 股风险偏好提振仍需等待。

图表 8：融资融券数据图



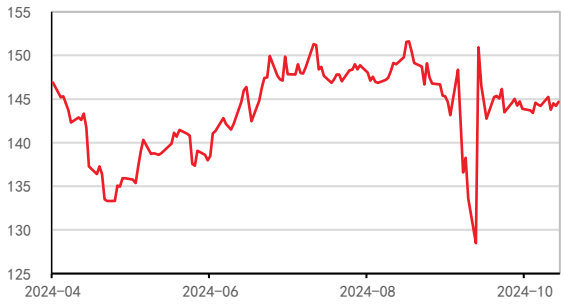
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



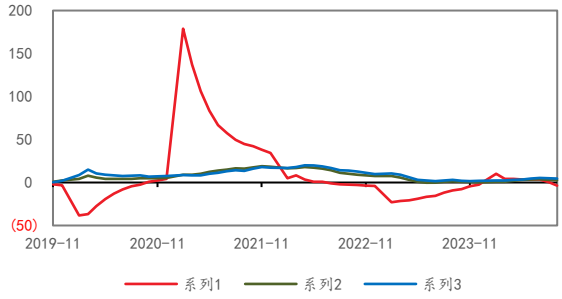
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

今年 10 月我国精铜产量高达 99.6 万吨，同比+0.2%，环比-0.9%，今年 1-10 月我国精铜累计产量达 996 万吨，同比增长 5.1%。10 月份全国主要冶炼厂产能利用率维持 79.6%。10 月精铜减产不及预期，主要国内冶炼厂零星检修对产能利用率影响偏弱，随着国内废铜政策的逐步明朗，再生铜杆加工企业积极复产，精废价差逐渐走扩，10 月国内废铜供应逐步上升，原计划冶炼厂因废料和冷料短缺造成的减产预期基本没有兑现，预计 11 月产量将维持在 100 万左右的高位。

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：2024 年 1-10 月商品房销售面积累计值同比下降 15.8%。1-10 月全国房地产新开工面积累计同比为减少 22.60%。

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，TC/RC 费用再度小幅转弱，矿端扰动影响依旧存在。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。基本面供需紧平衡预期未能 兑现，但国内消费总体韧性较强，整体预计铜价将进入偏弱震荡区间。

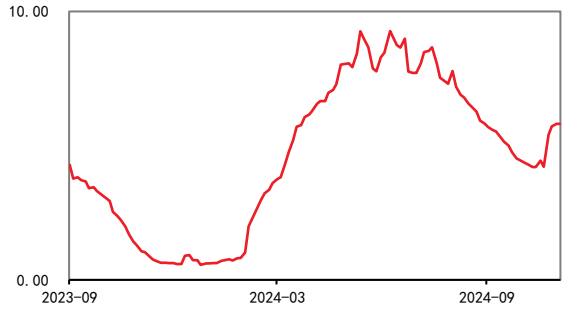
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



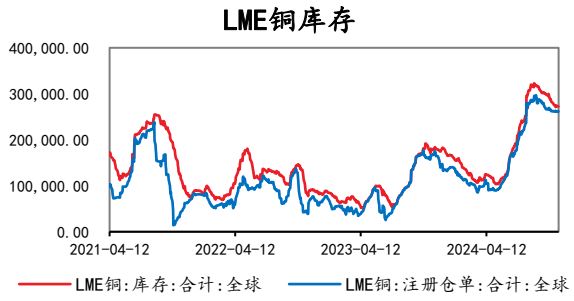
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



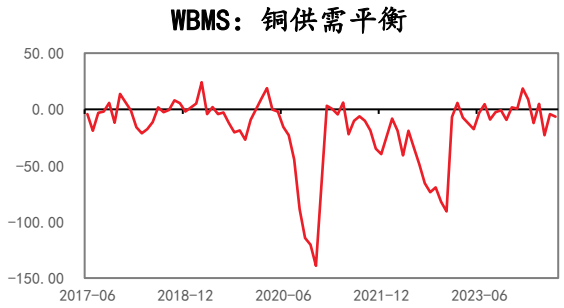
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



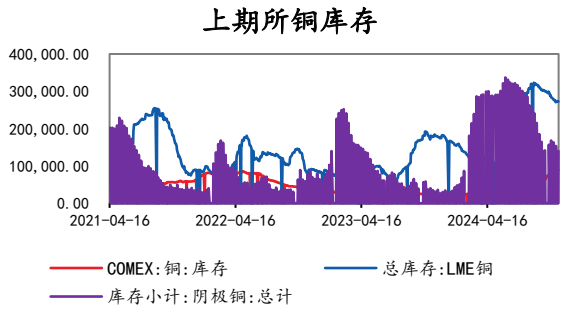
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



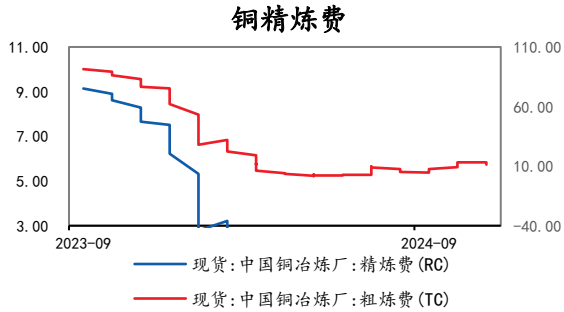
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

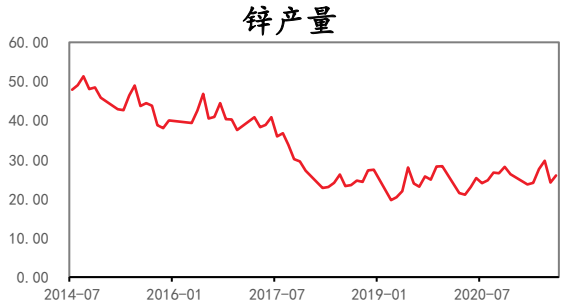
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。

2 总结

锌供应端的问题较难解决，矿加工费维持低位。年底冬储和部分冶炼厂年底计划完成，锌锭产量有所回升但不明显，供应端仍维持低位。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。

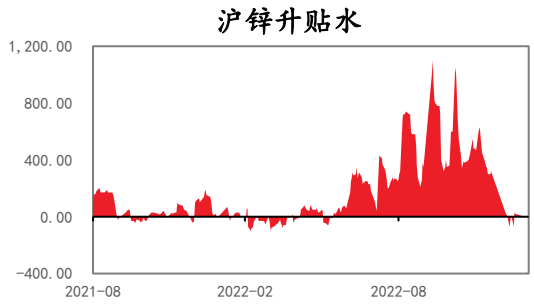
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



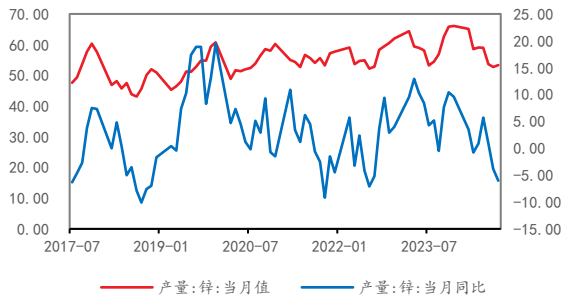
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



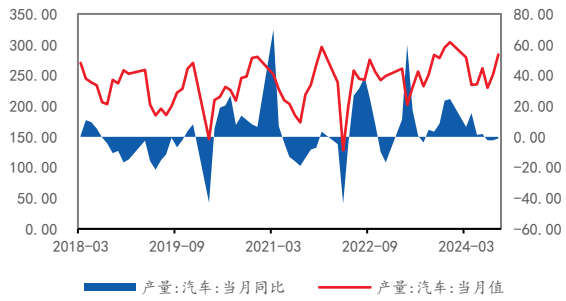
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 铁水产量小幅下降 库存维持去化态势

上周全国高炉及电炉产能利用率略有下降。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 88.5%，环比下降了 0.1 个百分点，同比上升了 0.6 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 52.7%，环比下降了 0.2 个百分点，同比下降了 7.1 个百分点。五大品种钢材的周产量为 869.3 万吨，环比上升了 0.9%，同比下降了 4.5%。上周长流程产量略降，日均铁水产量下降了 0.3 万吨至 235.8 万吨。近期钢厂盈利比例维持在 50%以上，钢厂供应小幅回升，板材增幅较为明显。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 798 万吨，环比下降了 1.8%，同比下降了 11.0%。钢厂库存为 391.4 万吨，环比上升了 0.1%，同比下降了 5.2%。钢材总库存环比下降了 1.2%，降幅与前一周持平，社会库存回落的同时，厂库出现累积，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 883.6 万吨，环比上升了 0.8%，同比下降了 5.7%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 234.2 万吨，环比上升了 1.5%，同比下降了 12.2%。上周五大品种钢材的表需环比有所改善，螺纹钢需求的同比降幅持续收窄。建筑钢材的周成交量为 11.6 万吨，环比上周增加了 3.8%。

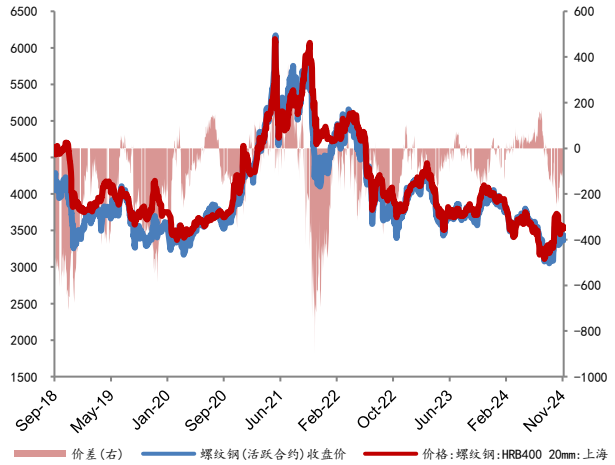
上周钢材现货价格震荡运行，主流钢材品种的即期毛利小幅回落。247 家钢厂的盈利率降至 54.5%，环比下降了 3.1 个百分点。

4 小结

近期，钢材市场正处于政策真空期，下一重要政策节点为即将召开的中央经济工作会议和政治局经济会议。当前宏观情绪较为复杂，短期内政策预期可能有所减弱，对价格支撑力度有限。鉴于市场对政策的敏感度下降，基本面因素在价格走势中的影响力逐渐增强。

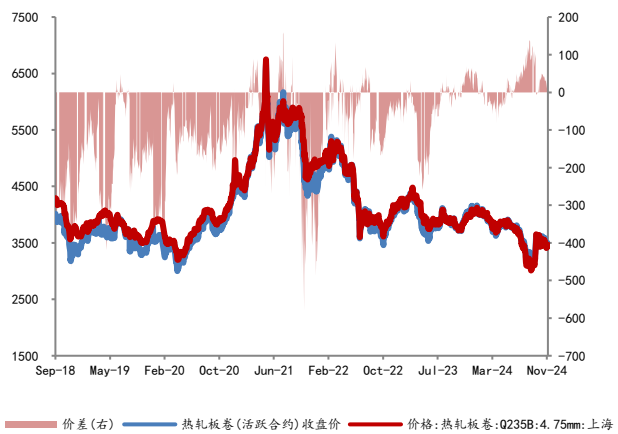
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



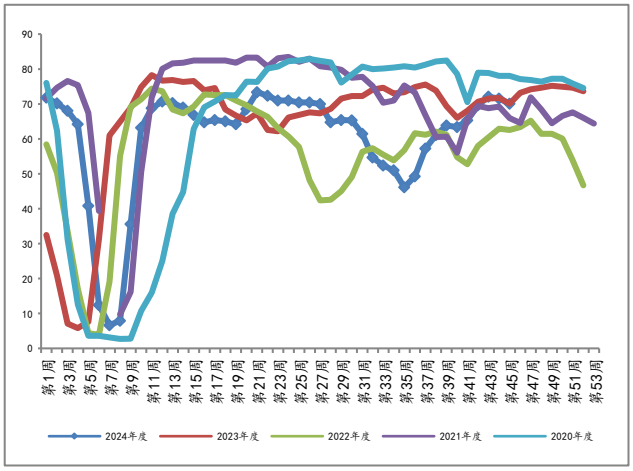
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



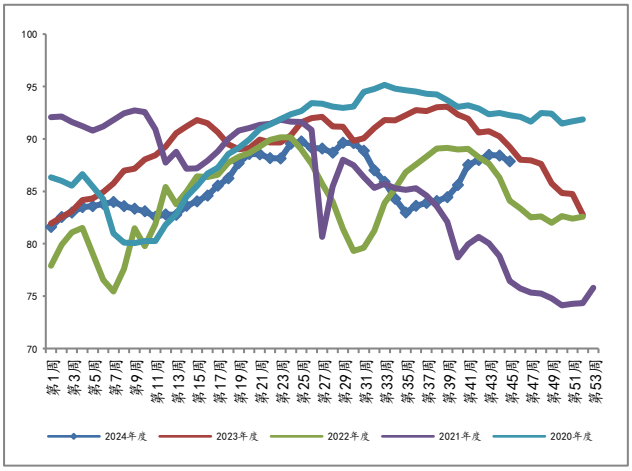
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



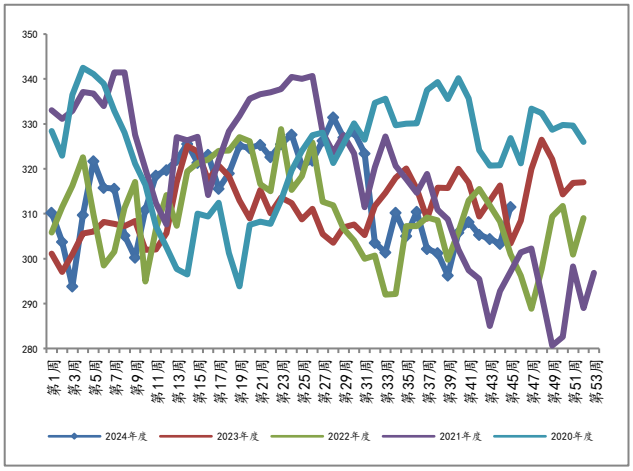
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



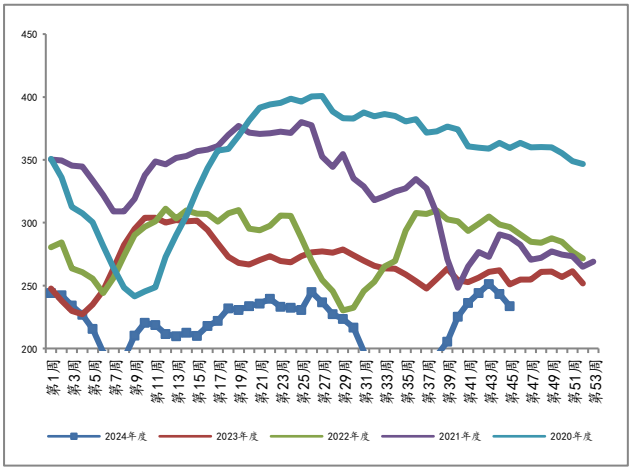
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



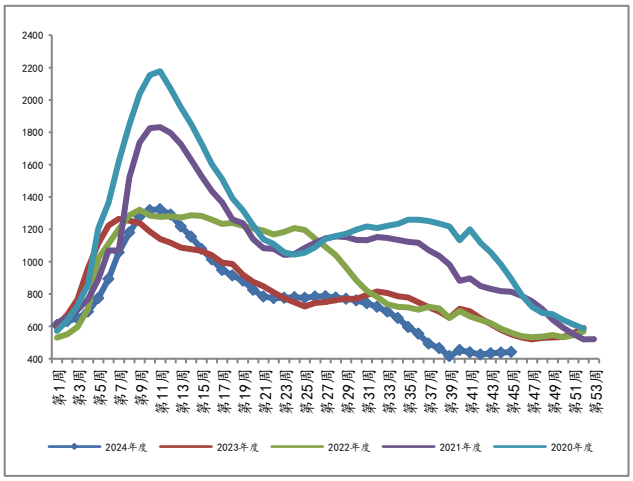
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



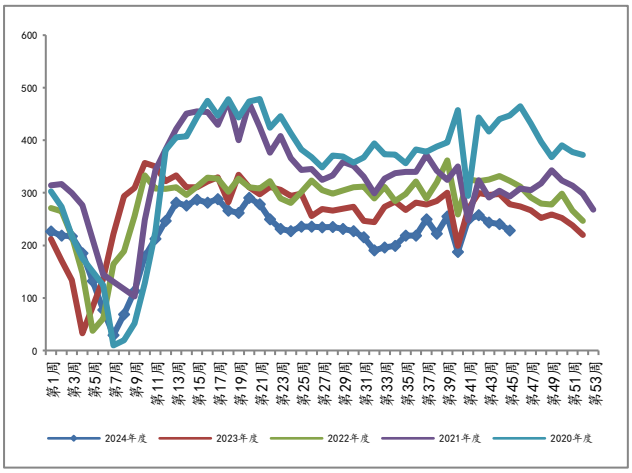
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 供应压力易增难降

国际油价再次出现明显下跌，尽管主要石油输出国推迟增产，却仍难以抵消供需失衡的风险。

鉴于国际局势不确定，全球经济增长乏力，以及美联储降息节奏波折等，一系列利空因素导致原油需求预期不断下降，迫使 OPEC+一再推迟量提升计划至今。最近一次会议上，以沙特为首的八个 OPEC+成员国决定，将原定于 11 月到期的 18 万桶/日自愿减产延长至 12 月底，此举安抚了市场对供应过剩的担忧，为油价在 70 美元附近提供了有效支撑。

然而从最新统计数据来看，实际供应水平仍在持续上升，10 月 OPEC 及其盟友平均原油产量为 4034 万桶/日，环比 9 月增加 21.5 万桶/日，主要是利比亚结束不可抗力恢复生产，伊拉克、哈萨克斯坦产量长期超出配额。另外，美国页岩油产量稳定维持在 1300 万桶/日，这是供应压力不断加大最主要的原因。

市场关注 OPEC+的下一步行动，即是否将于明年 1 月开始部署增产，但目前低迷的市场环境令这一决策面临挑战。

2 需求增长动能衰竭

解读 EIA、IEA 和 OPEC 三大能源机构发布的 11 月报告，EIA 和 IEA 均对原油需求增长前景持悲观看法，OPEC 则连续第四个月下调预期。抛开买卖双方的立场问题，以及碳中和等较大争议，我们认为未来全球原油需求缺乏超预期增长驱动。

众所周知，OECD 发达经济体较早完成工业化并开始工业空心化，在过去的 20 年间原油需求已经达峰，其消费基数较大但边际增量不明显。近年来，全球原油需求增长基本依赖中国，但随着新能源汽车渗透率的迅速提高，预计 2024 年以后汽柴油表需或转入持续下行，令原油进口需求难以持续增长。至于中国以外的非 OECD 国家，能源消费体量相对有限，印度进口俄罗斯原油激增系倒卖为主。

以上三者加总，对应的每年全球原油需求增量估计仅有 100 多万桶/日，OPEC+和美国的实际及潜在供应增量足以覆盖，并有安全冗余应对突发事件，令市场对明年一季度原油供应过剩产生一致性预期。

3 累库周期即将到来

受不确定性因素影响，近期原油市场表现比较抗跌，但库存开始逐渐进入季节性累库阶段，预计后续油价仍将承压震荡运行。

美国能源信息署 EIA 数据显示，截至 11 月 15 日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量增长 194.5 万桶至 8.19482 亿桶，美国商业原油库存增长 54.5 万桶至 4.30292 亿桶，美国汽油库存增长 205.4 万桶至 2.08927 亿桶，包括柴油和取暖油在内的馏分油库存下降 11.4 万桶至 1.14301 亿桶。

中长期来看，由于供应水平易增难降，而能源需求预期较为悲观，明年原油市场缺乏充分的利好驱动，面临供需失衡和累库压力的主要矛盾。尽管不能排除俄乌战争升级带来的风险溢价可能会超出此前预期，但原油基本面平衡状况随时间持续劣化，油价重心降低将是大势所趋，普通的多头行情将很难占据主导。

4 中东局势影响有限

在前期的下跌消化利空因素后，近日一些突发事件配合油价修复性反弹，主要是俄乌局势再度紧张。

在特朗普就任美国总统之前，拜登政府授权乌克兰使用远程导弹对俄罗斯进行有限打击，俄罗斯宣布修改核威慑条款作为回应。据外媒报道，随后乌克兰使用美国陆军战术导弹系统袭击了位于布良斯克地区的俄罗斯军火库。俄罗斯总统普京签署命令，批准更新后的《俄罗斯联邦核威慑国家基本政策》于当日生效。俄乌地缘局势急转直下，令俄罗斯境内原油相关设施遇袭概率增大，给特朗普履行结束战争的竞选承诺制造了更大麻烦。不过，近两年来西方制裁已经迫使俄罗斯原油贸易流重塑，就目前的市场格局来看仍有很大的安全冗余。

当前原油市场呈震荡偏弱态势，风险事件偶发令下跌趋势并不顺畅，但 2025 年原油基本面过剩预期高度一致，中长期定价逻辑对短期不确定性因素并不敏感。

5 盘面交易波动大增

投资者对于 2025 年原油基本面整体持悲观态度，特朗普 2.0 时代可能会让全球经济前景变得更加黯淡，业界一致预期明年一季度会出现明显过剩。此外，按照近年来的市场风格，交易情绪会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，很可能引发恐慌抛盘和避险偏好。因此，特朗普上台将给宏观注入一系列不确定性，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。

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总量升至历史最高，甚至超过了 2020 年 3 月油价暴跌时创下的月度纪录。

主流机构认为，2024 年 Brent 原油平均价格可能为 76 美元/桶，这与当前位置较为接近；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。

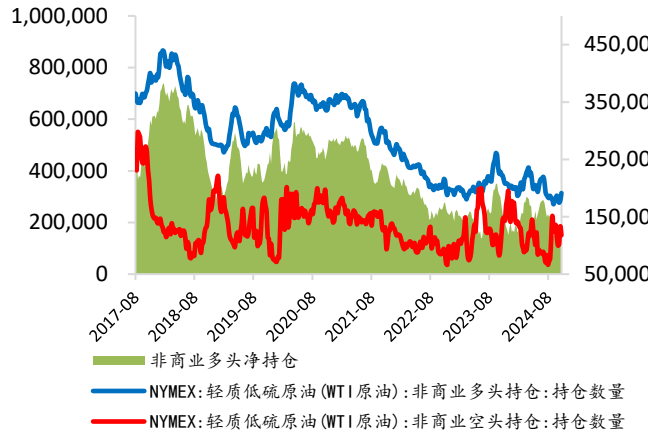
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



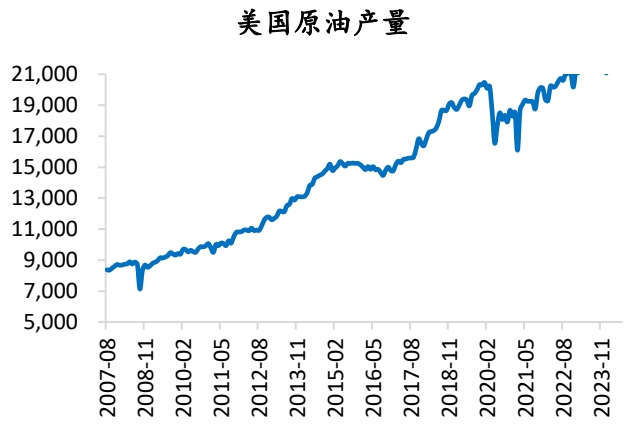
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



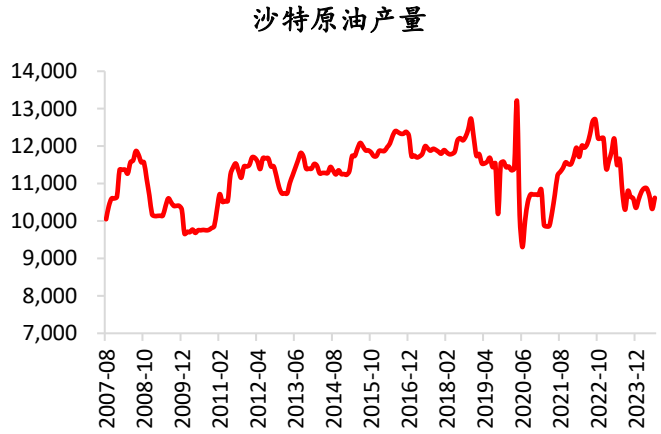
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



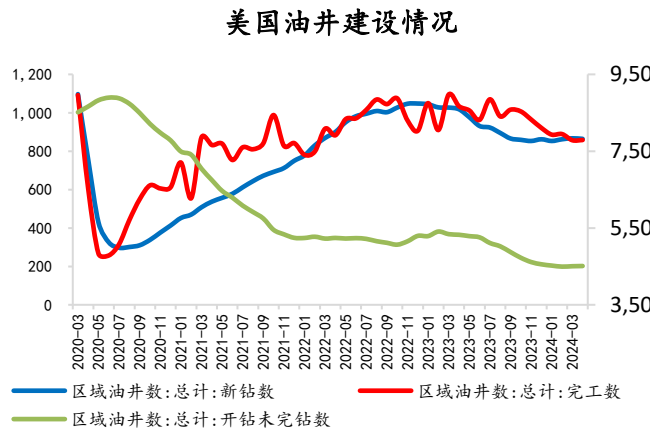
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



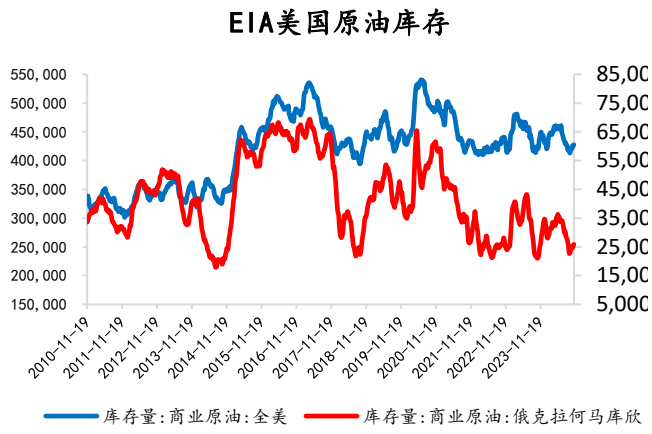
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



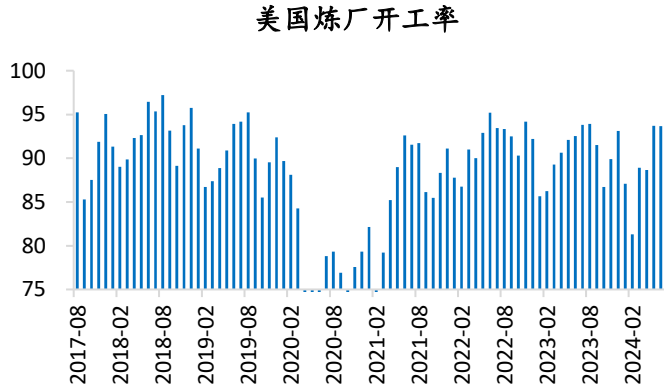
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



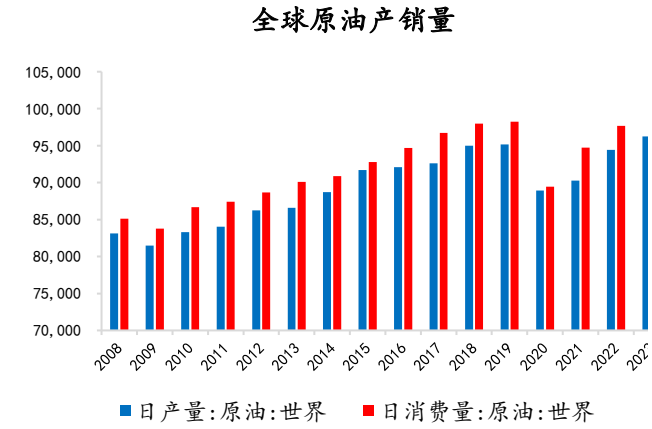
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 市场转弱走势承压

天然橡胶市场前期利好边际减弱，胶价反弹乏力后再次回落。东南亚主产区进入割胶旺季，但实际供应上量相对有限，原料价格暂可维持稳定。随着气温和胶水干含下降，11 月底开始云南产区逐渐减产，海南产区年底前也将停割，整体原料产出季节性下滑。进口胶报盘下调，贸易商移仓换月，国内现货市场交投氛围一般。近期连续数周，青岛地区橡胶库存呈小幅累库状态，其中以一般贸易库累库为主，保税区仓库轻微去库，后期混合胶船货陆续到港，而轮胎企业维持正常的按需采购，青岛橡胶总库存将延续累库趋势。天然橡胶上中游支撑犹存，但场内实盘成交略显清淡，胶价高位承压下行，业界看空情绪逐渐浓厚。

2 供应放量开始兑现

ANRPC 最新发布的月度报告显示：10 月全球天然橡胶产量估计为 136.6 万吨，同比减少 2.1%，环比增加 1.3%；2024 年前 10 个月累计产量比上年同期增长 2.8%至 1127.4 万吨。10 月全球天然橡胶消费量估计为 113.8 万吨，同比下降 8.5%，环比增加 1.2%；2024 年前 10 个月累计消费量比上年同期下滑 4.2%至 1210.7 万吨。

中国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，同比增加 4.6%；1-10 月中国橡胶进口量共计 578.7 万吨，较 2023 年同期下降 11.6%。

综合以上滞后统计数据，结合季节性趋势，我们认为本年度天然橡胶生产和进口放量拐点已经到来，供应压力兑现只是时间问题，如无极端恶劣天气反弹空间有限。

3 明年消费或被透支

随着上游产区旺季上量逐渐开始兑现，接下来下游能否承接供应增量将十分重要。

直接下游需求方面，近期国内轮胎企业排产情况表现不一：部分全钢胎工厂安排检修，刚刚好转的出货节奏再次放缓，企业多根据自身库存情况灵活控产；半钢胎企业开工相对稳定，雪地胎排产逐步收尾，四季胎部分规格缺口尚存，整体维持高景气高负荷状态。

终端消费市场方面，今年金九银十国内汽车市场表现差强人意，其中 10 月重卡销售环比增加 9%至 6.3 万辆，到年底前仍存在旺季翘尾效应。不过，业界担心销量数据过度依赖政策红利，对明年订单造成大幅提前透支。

我们认为，天然橡胶需求端预期能否持续改善，仍需要大类消费实质性回暖，短期现货供不应求的状态松动，胶价预计震荡偏弱为主。

4 青岛库存成为关键

目前天然橡胶市场整体暂且维持中性，而青岛地区库存是支撑盘面的关键因素，目前已经连续数周出现小幅回升，关注是否将由此进入迟来的季节性累库周期。

截至 11 月中旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量 42.35 万吨，环比上期增加 0.76 万吨或 1.83%；其中，保税区库存 5.59 万吨，下降 0.88%；一般贸易库存 36.76 万吨，增加 2.25%。未来几个月青岛库存能否继续累增，取决于东南亚尤其泰国南部主产区天气情况，目前正值旺产期开始，高价原料刺激割胶积极性，新胶产出上量预期升温。因此直到 1 月之前，供应上量是已经被计价的预期，而泰国降雨洪涝等才是最大的潜在炒作题材。

长期来看，在天然橡胶产业周期再平衡进程中，整体应以偏多头思路看待，但中期供需边际趋于宽松，下一个阶段性高点或出现在 12 月-1 月。

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。

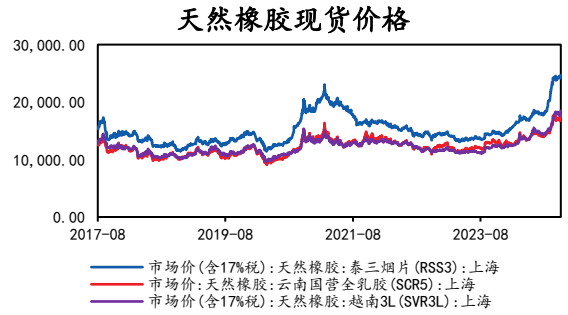
从往年供需平衡规律来看，正常随着供应端季节性释放，在需求端缺乏额外增量的情况下，四季度后期供需矛盾容易加剧，国内或逐步转入累库阶段，但考虑到社会库存处于近年低位水平，胶价向下调整空间有限，短期维持相对高位整理运行。

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。

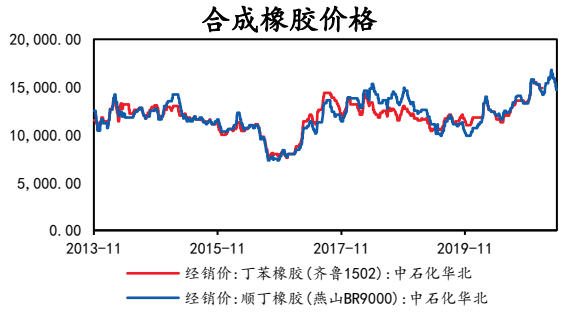
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



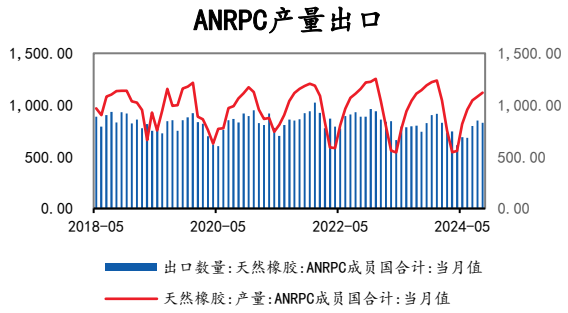
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



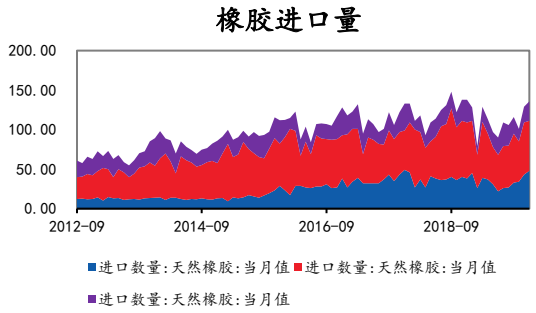
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



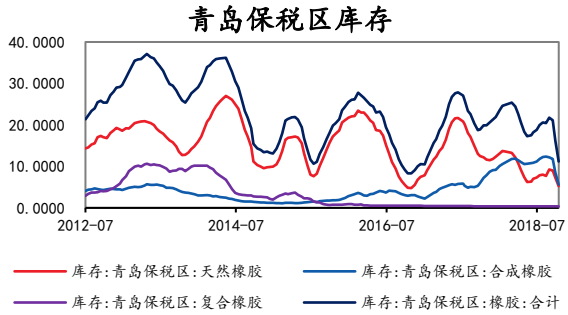
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



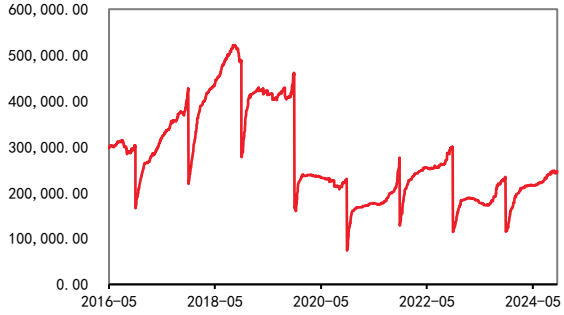
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



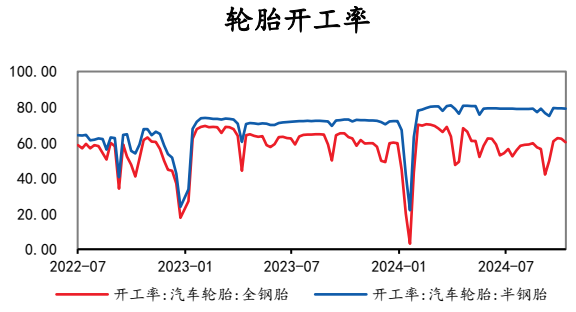
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



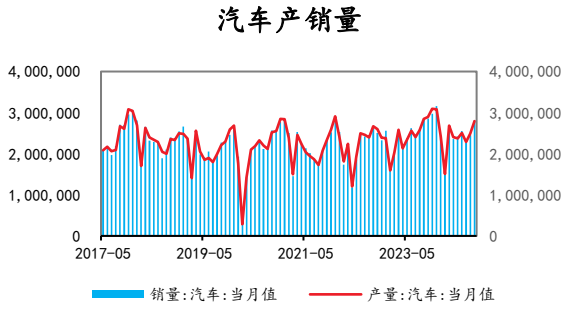
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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