中金财富期货策略周报（2024 年第 42 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：随着特朗普宣布将对墨西哥和加拿大征收 25%关税，并对中国提高 10%的关税，贸易战帷幕逐渐拉开。考虑到内循环尚待梳理清晰，外需又逐渐面临压力，因此后续的宏观政策值得期待。

股指期货：我们仍建议密切关注即将召开的中央经济工作会议和政治局会议在政策端的变化，这会显著影响市场的风险偏好。操作上没必要过于激进，目前指数出现单边趋势的难度较大。

铜：美元指数高位震荡，叠加制造业疲软利空铜价。进口矿长单 TC 谈判中，整体出货情绪较差，加之进口矿报价依旧低位，炼厂采购积极性不大。原料自给率偏低的炼厂已处于普遍亏损的境地，产能检修比例扩大，多数维持较大亏损，减控产状态延续。随着价格反弹，下游补货热情开始降温，显示随着淡季深入，对价格越发。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：矿端紧缺格局仍难以扭转，TC 预计维持低位，因此冶炼厂仍处亏损状态。冶炼厂产量预计维持低位，叠加 11 月下旬进口窗口关闭，供应端处于偏弱状态。四季度末本身已经进入到消费淡季，但国内近期消费表现略好于预期，虽然北方镀锌企业在采暖季会受到环保影响，不过，整体开工增幅较为明显。锌价维持近强远弱，短期矿端偏紧或仍将继续制约精炼锌产量，价格仍有支撑，向上弹性取决于产业链矛盾是否还会阶段性加剧。

钢材：进入年底，政策预期依旧是钢市的主要驱动因素。即将召开的政治局会议和中央经济会议将对市场产生重要影响。目前，市场关注的焦点集中在收储政策细则及明年财政政策的力度。需注意，目前价格已包含政策预期，一旦会议落地，市场可能面临回调的风险。。

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。

油脂油料：油脂市场经过此次快速回调，获利回吐压力得到释放，三大植物油价格回归基本面。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 12 月 10 日发布月度供需报告，各方静待库存数据为市场提供新指引。此外，印尼 12 月棕榈油出口税费调整以及明年实施的 B40 计划有望继续为棕榈油市场提供抗跌支撑，但高价对需求的抑制效应同样不容忽视。全球大豆供给压力不断攀升，港口大豆供给宽松，油厂维持高开机率，距离节日需求启动尚有时日，高库存不支持豆油价格主动回升。国内菜籽进口量大幅攀升，菜油消费以刚需为主，供强需弱推动菜油价格重心下移。整体来看，近期国内三大油脂品种在各自基本面指引下维持分化行情的概率依然较大。国内豆粕市场与美豆联动性较强，同样在南美供应压力下保持弱势震荡状态。目前南美大豆缺少减产天气威胁，国内豆粕市场难以形成上行驱动，方向型走势需要美豆提供指引。中储粮托市收购有助于大豆现货止跌，但国产大豆因缺少压榨需求而无法化解长期供应过剩压力，豆一期货市场尚未脱离弱势震荡局面。

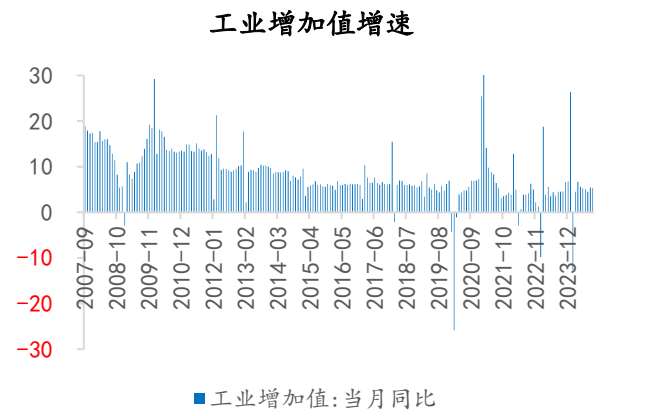
目录

周度策略：继续关注政策变化 ..... - 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 供需超预期改善，景气持续回升 ..... - 7 -
3 存单行情提前启动 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 10 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 12 -
1 锌：影响因素 ..... - 12 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 13 -
钢材 ..... - 14 -
1 政策真空期 ..... - 14 -
2 11 月二手房数据向好 ..... - 14 -
3 铁水产量下滑 库存维持去化态势 ..... - 15 -
4 小结 ..... - 15 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 延长增产一时之计 ..... - 18 -
2 需求增长动能衰竭 ..... - 18 -
3 美国对加原油征税 ..... - 18 -
4 地缘政治缓和迹象 ..... - 19 -
5 后市预期波动较大 ..... - 19 -
6 下行风险高于上行 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 旺季特征逐步兑现 ..... - 22 -
2 重点关注产区天气 ..... - 22 -
3 原料价格成本松动 ..... - 22 -
4 需求乏力导致累库 ..... - 22 -
5 合成橡胶分化走弱 ..... - 23 -
6 胶价重拾上升趋势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -

油脂油料：美豆弱势震荡，国内豆类市场油强粕弱 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 27 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

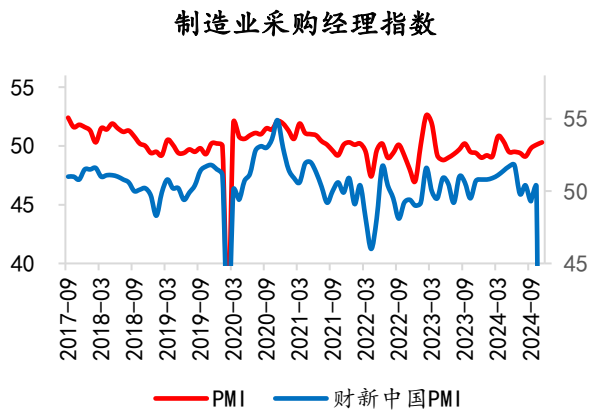
重要经济指标概况

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



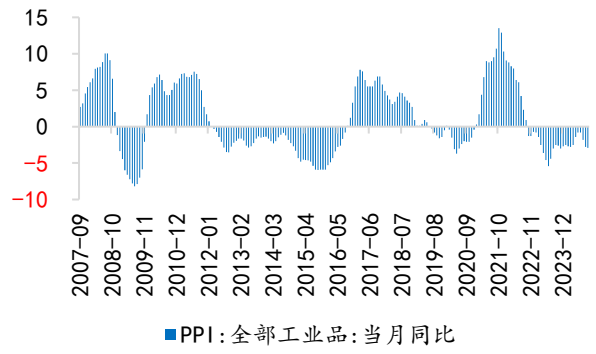
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



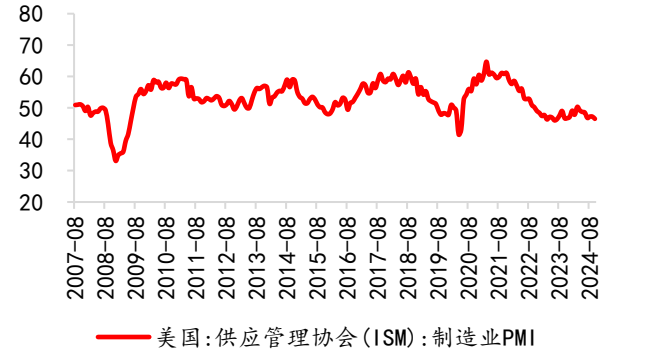
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



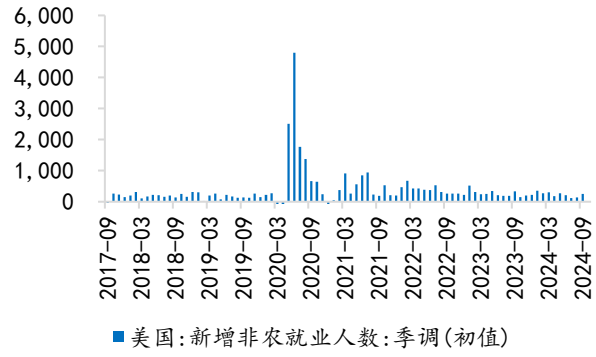
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：继续关注政策变化

我们上周强调过，目前宏观经济处在政策的真空期，数据改善的验证期，因此大部分工业品维持宽幅震荡的概率较大。从上周市场的走势看，工业品的走势与我们判断较为一致，大部分走势偏震荡。即使部分炒作供应短缺的品种，也很遭受需求端疲弱的打击，如互锌。

工业企业利润边际改善

整体而言，今年 1-10 月工业企业盈利增速从今年前 9 个月的-3.5%继续回落至-4.3%，但单月降幅较 9 月的-27%明显收窄至-10%，量价拆分来看，利润率（季调后）较 9 月的 4.7%回升至 5.3%，而工业企业收入增速从 9 月的 0%边际回升至 0.2%，显示需求仍偏弱，且 10 月 PPI 同比从-2.8%略走阔至-2.9%，对工业企业盈利回升形成制约。从结构上看，中下游行业盈利增速有所修复、或部分受到出口增速回升的拉动，而上游行业利润降幅继续走阔。

向前看，高频数据显示 11 月以来步入生产淡季、建筑活动总体放缓，家电以旧换新的提振作用减弱；地产成交在脉冲式回升后走势分化，后续内需修复持续性可能主要取决于财政政策能否持续发力，以及地产周期能否企稳。同时，近期中国出口集装箱运价环比回升，可能受“抢出口”的影响，或在年末带动出口链企业盈利改善。

明年广义财政是否能延续扩张态势，支撑经济增长及企业盈利回升，可能取决于三大方面：1）明年新增地方专项债额度；2）明年一般公共预算赤字率。3）明年中央+地方广义财政收入、尤其是由地产驱动的地方政府收入规模。若明年地产周期进入“磨底”阶段，以土地出让收入为主的政府性基金收入对财政收入的拖累可能下降、带动支出扩张，若明年 PPI 同比降幅收窄，工业企业利润率也有望回升。

图表 1：工业企业利润：跌幅收窄



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美国滞涨的风险开始增加

美国方面，11 月综合 PMI 继续受服务业推动创近一年半以来新高。包括个人消费支出环比增速

以及世界大型企业联合会消费者信心指数在内的多个数据，显示居民部门消费在第四季度初仍在为美国经济提供动能。讯）而从 10 月扣除飞机非国防耐用品订单环比增速来看，企业部门投资短期或面临下滑压力。PCE 物价指数暗示去通胀进展似乎并不顺利。这与美联储会议纪要中显示的“多名官员认为当下适合循序渐进的降息”的表述相吻合。初步判断美联储将在 12 月份继续降息，然后在明年 1 月份选择暂停以观察货币政策和新政府变动对经济的实际影响。

特朗普 2.0 的不确定性之下，滞胀阴霾还未消散:在共和党已经锁定两院的情况下，世界将在 2025 年迎来特朗普 2.0 时代和随之而来的动荡。从市场反应来看，投资者们大多认为特朗普在关税、减税、移民等领域的举措将进一步加大通胀压力，并造成通胀预期的不稳定，短期交易也在定价通胀中枢的回升。同时，在较大的不确定面前，经济增长未必可以如预期般达成“软着陆”，经济下滑与通胀回升重新形成滞胀的风险并未远去。

导致通胀和通胀预期升高的三个因素:(1）普遍性关税造成的一次性通胀上行可能冲击居民预期，虽然美联储可能会采取“看透”战略，即货币政策不对一次性冲击做出过大反应，但普通消费者可能只会关注到涨价，不利于通胀预期的稳定。(2)大量驱逐非法移民将削弱劳动供给，当前劳动市场的缓慢弱化主要是依靠供给侧的持续增长推动，如果劳动供给出现突然的减少，那么低技能劳动缺口的闭合和薪资的缓慢降低都可能受到干扰，对应服务价格的降低也可能陷入停滞。从大滞胀时期的经验来看，劳动供给不足以及“薪资-通胀”螺旋均值得警惕。(3）特朗普提名的财政部长贝森特(Bessent)也表示将把减税作为优先事项推进，这在增加居民可支配收入的同时将增加总需求，也会助力再通胀风险。需要注意的是，尽管通胀预期在向疫情前靠拢，大选的结果表明大量选民认为当前的价格压力仍然突出;华尔街通胀（通胀同比增速）和主流通胀（通胀指数）造成的私人部门体感差异并不利于通胀预期的稳定。特朗普政府政策的具体落地时间和顺序都可能导致预期的波动。

耐心等待新政策落地

随着特朗普宣布将对墨西哥和加拿大征收 25%关税，并对中国提高 10%的关税，贸易战帷幕逐渐拉开。考虑到内循环尚待梳理清晰，外需又逐渐面临压力，因此后续的宏观政策值得期待。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	10 月 26 日	美联储纪要：多人支持“渐进”降息	官员提出暂停行动可能	上次纪要称，若数据符合预期，可能适合转向更中性政策
	11 月 26 日	中办、国办：鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等相结合的物流新模式	制定实施铁路货运市场改革方案，促进铁路货运向铁路物流转型	鼓励新经济发展
数据	11 月 26 日	1-10 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 4.3%	多数行业盈利较上月好转。	企业盈利逐渐好转
	11 月 28 日	美国 10 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%	服务价格上涨是 10 月通胀的主要推动力	PCE 数据支持了美联储接下来降息采取更为谨慎态度的立场
事件	11 月 26 日	特朗普妄言将对进口自中国商品加征 10%关税	中国驻美使馆回应：中美经贸合作本质上是互利的，没有人会在贸易战中获胜。	贸易战之下，没有赢家

资料来源：中金财富期货研究所

2 供需超预期改善，景气持续回升

11 月制造业扩张步伐有所加快，存量政策和增量政策协同发力，供需两端景气度均有所提升，整体好于市场预期。从结构上看，生产景气继续上行，强生产格局延续；新订单、采购量指数重回扩张区间，促消费政策效果持续释放。值得关注的是，建筑业景气时隔较长时间后降至景气线下，除施工淡季、房地产投资仍处下行趋势影响外，一定程度上显示财政投资的力度略显不足。短期看，企业经营情况仍处于阶段性低谷，政策效果持续释放将对景气形成明显支撑。

政策协同发力，制造业扩张步伐有所加快。

第一，存量政策和增量政策协同发力，供需两端景气度均有所提升，制造业 PMI 扩张步伐有所加快，环比走势持平于季节性。第二，制造业 PMI 各分项多数改善。第三，价格指数再度回落，主要原材料购进价格、出厂价格均处于景气线下。第四，原材料库存指数持平，产成品库存指数回升，两项库存指数均处于景气线下，企业主动去库存趋势短期或将延续。第五，供给端，生产扩张加速，采购量指数时隔半年重回扩张，强生产格局延续。第六，需求端，新订单指数时隔半年重回扩张区间，环比超季节性上行，内需边际改善，外需延续韧性，出口短期或稳健增长。第七，大企业继续保持扩张态势，中小型企业景气度改善。

服务业延续扩张，建筑业降至景气线下。

非制造业商务活动指数处于临界点，环比走势略弱于季节性。第二，服务业持续处于扩张区间，国庆假期效应消退，居民出行相关行业指数回落。第三，建筑业景气降至景气线下。第四，综合 PMI 产出指数持续，延续扩张态势。

3 存单行情提前启动

跨月资金面明显转松。从资金供需结构来看，银行体系净融出近 5 万亿元，非银杠杆处于今年以来最高位。资金面“新月末效应”再度印证。由于 MLF 续作延迟至月末、央行加入买断式回购和买卖国债等更低成本资金投放方式、财政支出加快三个因素，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，11 月末再度印证这一现象。

在资金面平稳、同业存款自律管理消息的催化之下，同业存单行情提前启动。往后看，12 月存单利率仍有进一步下行空间。首先政府债供给压力将有所回落，12 月政府债净发行约 1.1 万亿元，环比下降约 7000 亿元（同比高 1600 亿元），在当前央行明显呵护且仍有一次潜在降准 25-50bp 的情况下，12 月整体供给压力不大。其次从季节性来看，过去四年 12 月中下旬存单利率均为下行，原因在于机构超前配置，抢跑跨年之后资金面转松的机会。存单利率能下行至何处？以两个点位作为参考，一是 2020-2023 年 12 月从高点下行幅度均值在 29bp；二是 1 年存单和 7 天逆回购利差，今年以来最低达到 12bp 左右，而当前二者利差在 30bp，还有 18bp 的空间。综合来看，由于 11 月末存单行情已经提前启动，12 月存单利率预计还有 10-20bp 的下行空间，对应 1 年存单利率或下行至 1.6-1.7%。

公开市场：央行净投放 5180 亿元。

11 月 25-29 日，央行净投放 5180 亿元，其中逆回购投放 14862 亿元，到期 18682 亿元，MLF 投放 9000 亿元。截至 11 月 29 日，逆回购余额 14862 亿元，较 11 月 22 日的 18682 亿元有所下降。11 月，央行累计开展 8000 亿元买断式逆回购操作，期限为 3 个月（91 天），全月净买入国债 2000 亿元。12 月 2-6 日，央行逆回购到期 14862 亿元。

票据市场：1M 票据利率大幅上行 65bp，大行继续卖票。

4 宏观策略

随着特朗普宣布将对墨西哥和加拿大征收 25%关税，并对中国提高 10%的关税，贸易战帷幕逐渐拉开。考虑到内循环尚待梳理清晰，外需又逐渐面临压力，因此后续的宏观政策值得期待。

5 股指期货市场分析

两市继续震荡

两市震荡回升，上周沪深 300 周+1.32%，上证 50 周+0.9%，中证 500 周+0.38%，中证 1000 周+1.77%，指数整体维持震荡态势。

股票型基金上周仓位为 86.8%，与前一周的 86.8%持平；混合型基金上周仓位为 66.3%，较前一周的 66.0%上升；偏股混合型基金上周仓位为 81.3%，较前一周的 80.9%上升。

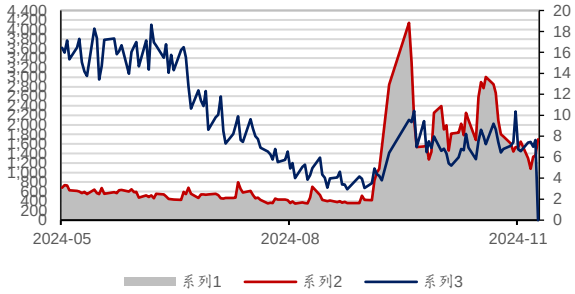
2024 年 11 月中国制造业 PMI 为 50.3%，前值 50.1%；非制造业 PMI 50.0%，前值 50.2%。新订单指数自今年 5 月份以来首次升至扩张区间，同时大小企业景气度分化有所缓和，显示一系列增量政策持续协同发力，需求进一步改善。海外方面，11 月 26 日电，美国当选总统特朗普表示，将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25%关税。此外，特朗普还宣布将对中国商品额外征收 10%的关税。受此影响本周海外避险情绪升温，对市场情绪有一定影响。

预计指数维持区间行情

由于 12 月重磅经济会议召开，成为最终要的交易方向。当前中国经济进入了五年政策周期中，政策全面走向扩张的阶段，因此对明年的经济定调可能更加积极，继续修复对中国经济的信心，也使得十二月与经济相关的风格和板块可能会表现相对较好。化债方案落地使得地方政府债务风险明显降低，近期的房地产销售和房价的积极信号使得地产风险降低。而近期经济数据仍在改善，财政支出明显扩张，M1 增速出现拐点，诸多信号预示着蓝筹风格随时可能迎来新的突破点。当前 ETF 产品在银行渠道的渗透率快速提升，有望进入渐入佳境的阶段，为市场提供增量资金。因此，12 月随时可能迎来蓝筹躁动的经典行情演绎。

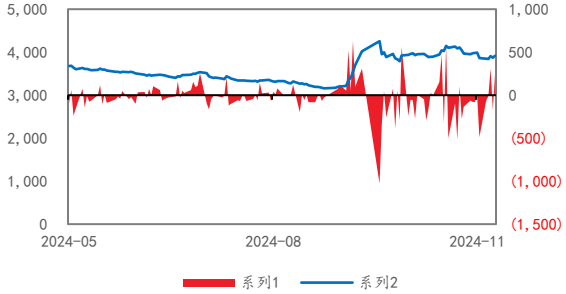
我们仍建议密切关注即将召开的中央经济工作会议和政治局会议在政策端的变化，这会显著影响市场的风险偏好。操作上没必要过于激进，目前指数出现单边趋势的难度较大。

图表 8：融资融券数据图



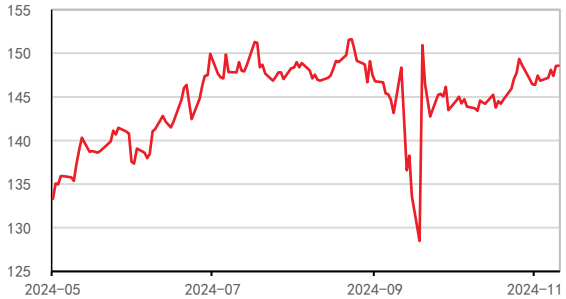
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



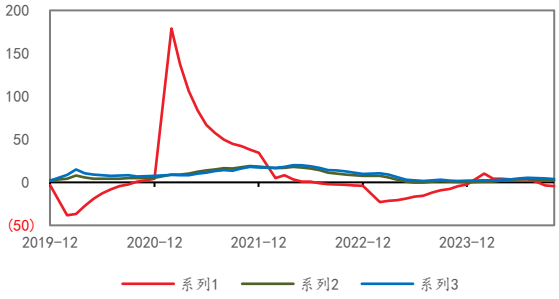
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

2024 年 3-9 月份电力、电子、家电、建筑、交通五大领域 PMI 在 46.34-57.39 内波动，其中家电、电子较好。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

美元指数高位震荡，叠加制造业疲软利空铜价。进口矿长单 TC 谈判中，整体出货情绪较差，加之进口矿报价依旧低位，炼厂采购积极性不大。原料自给率偏低的炼厂已处于普遍亏损的境地，产能检修比例扩大，多数维持较大亏损，减控产状态延续。随着价格反弹，下游补货热情开始降温，显示随着淡季深入，对价格越发。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。

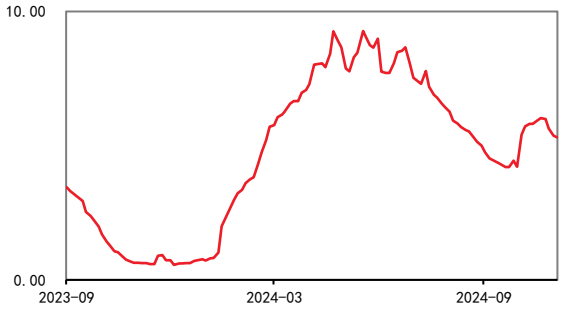
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



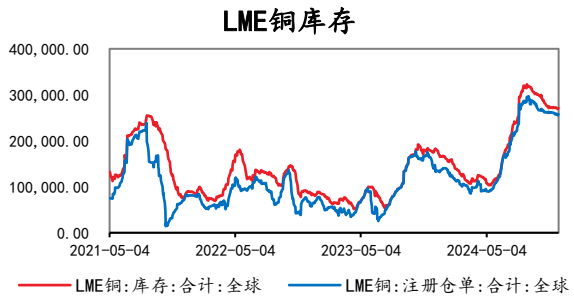
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



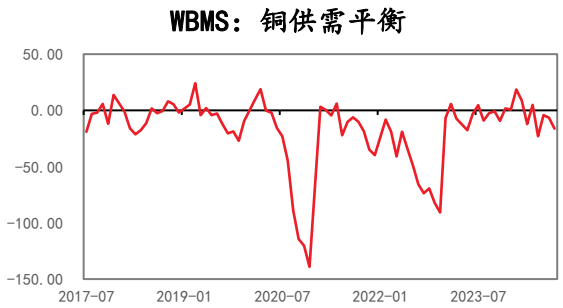
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



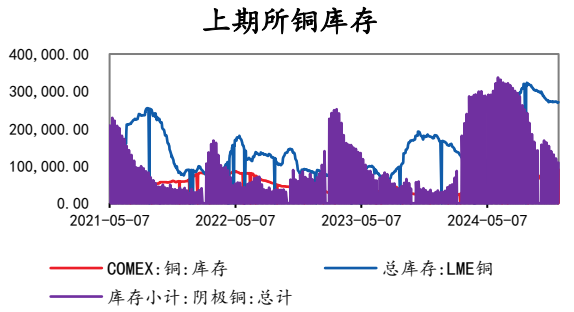
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



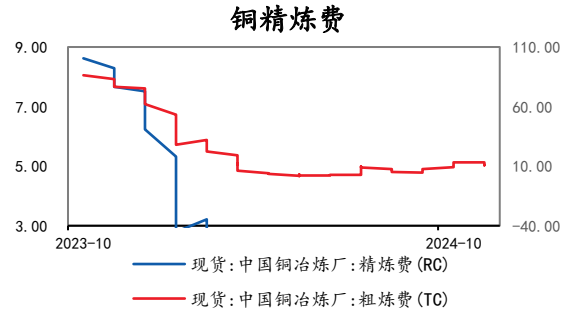
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

2024 年 1-10 月国产锌精矿产量 313.4 万吨，同比下滑 0.2%。由于国内普遍面临原矿品位下降的问题，加上北方矿山多有季节性减停产情况，且安全环保检查较为频繁，所以今年国内锌矿产出节奏偏慢。

精炼锌产量持续受制约，期锌近强远弱结构暂未改

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，1-10 月中国精炼锌产量累计为 516.5 万吨，同比减少 5.26%。产量的下滑主要集中在三季度后，这与加工费及炼厂利润的走势是一致的。锌矿紧缺是今年锌产业链最突出的矛盾，目前仍在持续，且在中短期内无显著改善的预期。

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。

镀锌开工率回升

镀锌企业开工率提高 4.25%至 63.60%，镀锌企业订单有所好转，大型企业开工较好，部分企业可达满负荷生产，铁塔订单稍有回落，交运订单仍处于高峰期，部分企业担心后续出口问题，增加开工“抢”出口。

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。

北京、上海两地同日宣布，将于 12 月 1 日起，取消普通住房和非普通住房标准。 对个人销售住房涉及的增值税、个人购买住房涉及的契税，按照国家有关规定执行。个人将购买不足 2 年

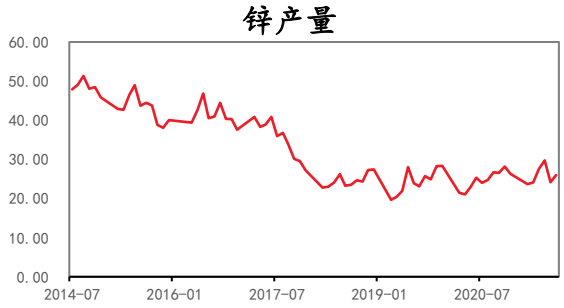
的住房对外销售的，按照 5%的征收率全额缴纳增值税。国内以旧换新政策持续，汽车及家电板块维持较高景气度，此外镀锌板出口延续良好态势，风光保持正增速。

2 总结

矿端紧缺格局仍难以扭转，TC 预计维持低位，因此冶炼厂仍处亏损状态。冶炼厂产量预计维持低位，叠加 11 月下旬进口窗口关闭，供应端处于偏弱状态。四季度末本身已经进入到消费淡季，但国内近期消费表现略好于预期，虽然北方镀锌企业在采暖季会受到环保影响，不过，整体开工增幅较为明显。锌价维持近强远弱，短期矿端偏紧或仍将继续制约精炼锌产量，价格仍有支撑，向上弹性取决于产业链矛盾是否还会阶段性加剧。

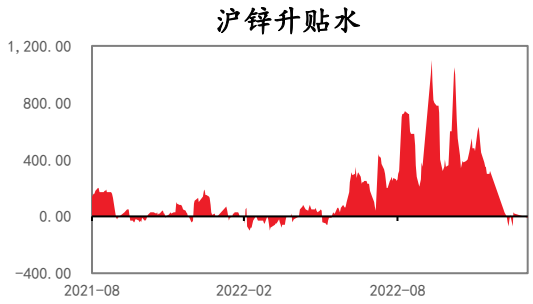
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



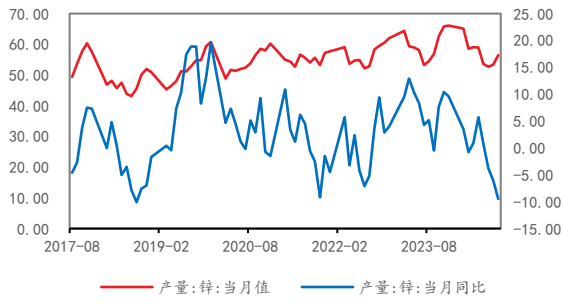
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



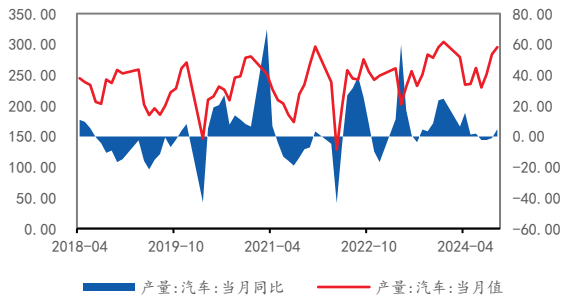
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。本月将召开中央经济工作会议及政治局经济会议，政策预期将迎来兑现，收储政策细则及明年财政政策力度是关注的重点。

2 11 月二手房数据向好

根据中国房地产指数系统百城价格指数对全国 100 个城市的调查数据，2024 年 11 月房地产市场呈现出不同区域的结构性变化。整体来看，二手住宅市场延续了下跌态势，但降幅有所收窄；而新建住宅市场则显现出小幅的结构性上涨。住房租赁市场持续处于淡季，需求相对低迷，租金环比略有下降。

具体而言，11 月百城二手住宅平均价格为 14278 元/平方米，环比下跌 0.57%，跌幅较 10 月收窄 0.03 个百分点；同比下跌 7.29%。新建住宅方面，百城新建住宅平均价格为 16592 元/平方米，环比上涨 0.36%，同比上涨 2.40%。新房市场受优质改善项目入市的推动，价格呈现结构性上涨。

在二手住宅市场中，11 月环比下跌的城市数量为 96 个，较 10 月有所减少。深圳、成都、乌鲁木齐和东营四城的二手房价格环比止跌转涨，打破了连续 7 个月全跌的局面，释放出积极的市场信号。一线城市的二手房价格环比跌幅较小，深圳结束了连续 18 个月的下跌局面，成交量和市场情绪明显回升；北京、上海和广州的价格跌幅也进一步收窄。

在新建住宅市场方面，11 月一线和二线城市的新房价格环比分别上涨 0.69%和 0.33%。特别是

上海和宁波的部分高价改善项目入市，推动了新房价格的结构性上涨。三四线城市的新房价格环比下跌幅度较小，仅为 0.04%。

租赁市场方面，11 月全国 50 个城市住宅平均租金为 35.6 元/平方米/月，环比下跌 0.66%，同比下跌 3.18%。由于需求处于低位，租金在重点城市普遍小幅下跌，整体租赁市场继续保持在淡季状态。

成交方面，受政策利好刺激，重点城市的新房和二手房市场出现活跃迹象。11 月 30 个重点城市的新房销售面积环比增长 12.4%，同比增长 20.6%；20 个重点城市的二手房成交套数环比增长 11.7%，同比增长 26.3%。特别是深圳的新房和二手房成交量同比均翻倍增长。

在政策方面，中央和地方政府继续释放利好信号，进一步推动市场回稳。中央层面，财政部、税务总局、住建部联合发布优化税收政策，进一步降低契税和土地增值税负担。地方方面，多个城市出台购房补贴、提高贷款额度、放宽首付比例等政策，进一步激活市场需求。

总的来看，虽然二手住宅市场仍面临一定压力，但随着政策的不断加码和市场的逐步回稳，房地产市场的负面预期已有所缓解。未来，随着政策的持续发力，市场有望继续稳定回升。

3 铁水产量下滑 库存维持去化态势

上周全国高炉及电炉产能利用率回落。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 87.8%，环比下降了 0.7 个百分点，同比上升了 0.2 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 52.6%，环比下降了 0.1 个百分点，同比下降了 7.5 个百分点。五大品种钢材的周产量为 861.5 万吨，环比下降了 0.9%，同比下降了 6.5%。上周长流程产量回落，日均铁水产量下降了 2.0 万吨至 233.7 万吨。近期钢厂盈利比例持续下行，淡季效应逐步显现，钢材产量也同步回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 788.1 万吨，环比下降了 1.2%，同比下降了 11.2%。钢厂库存为 385.4 万吨，环比下降了 1.6%，同比下降了 8.5%。钢材总库存环比下降了 1.3%，降幅较上周扩大了 0.2 个百分点。板材消费呈现出韧性特征，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 877.5 万吨，环比下降了 0.7%，同比下降了 4.8%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 225.4 万吨，环比下降了 3.8%，同比下降了 10.6%。上周五大品种钢材的表需转弱，淡季效应逐步显现，建筑钢材需求回落。建筑钢材的周成交量为 11.4 万吨，环比上周下降了 2.0%。

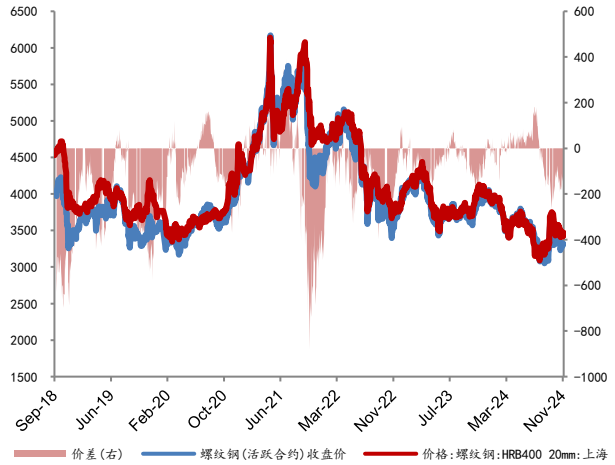
上周钢材现货价格偏强运行，主流钢材品种的即期毛利小幅回落。247 家钢厂的盈利率降至 52.0%，环比下降了 2.6 个百分点。

4 小结

进入年底，政策预期依旧是钢市的主要驱动因素。即将召开的政治局会议和中央经济会议将对市场产生重要影响。目前，市场关注的焦点集中在收储政策细则及明年财政政策的力度。需注意，目前价格已包含政策预期，一旦会议落地，市场可能面临回调的风险。。

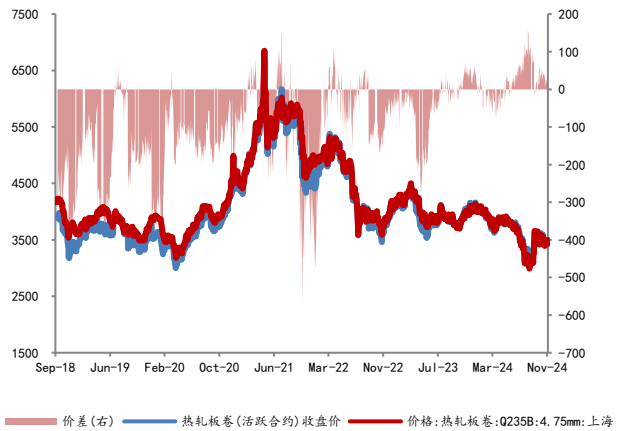
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



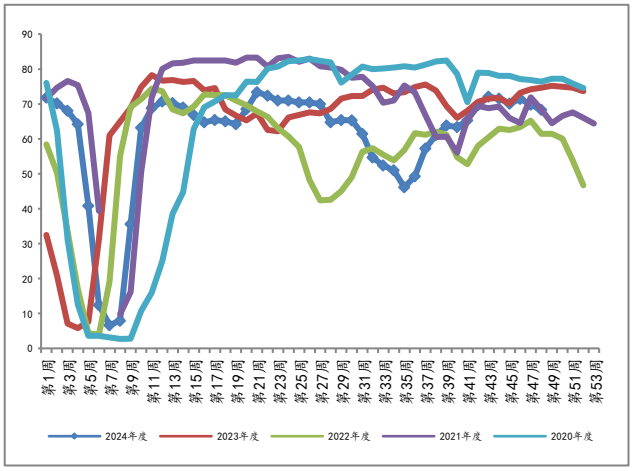
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



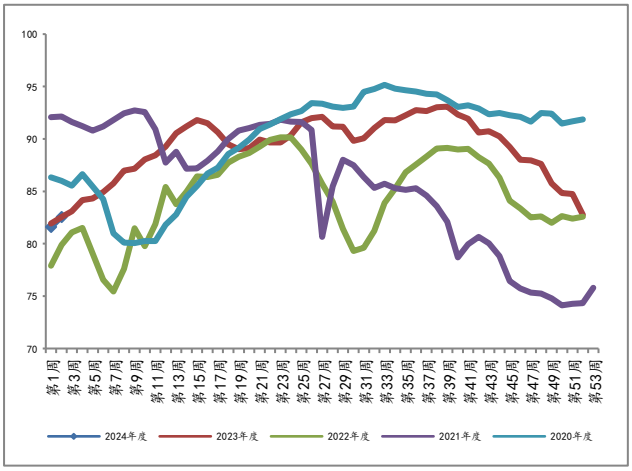
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



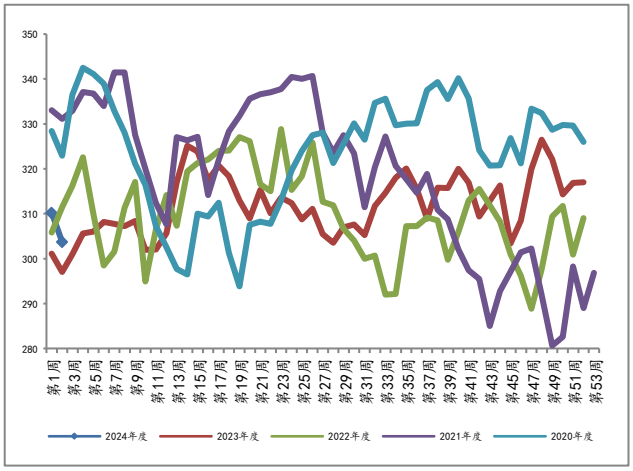
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



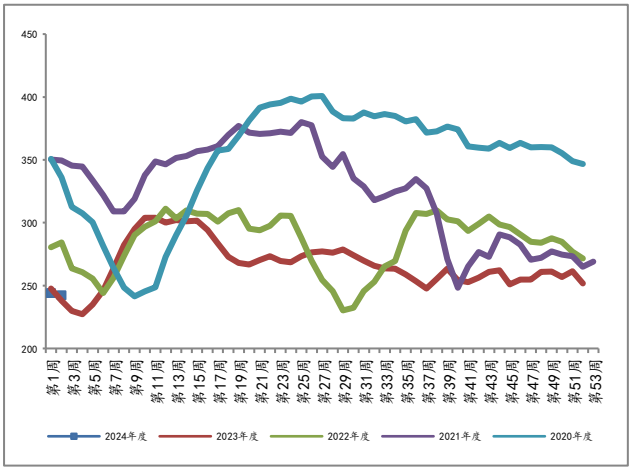
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



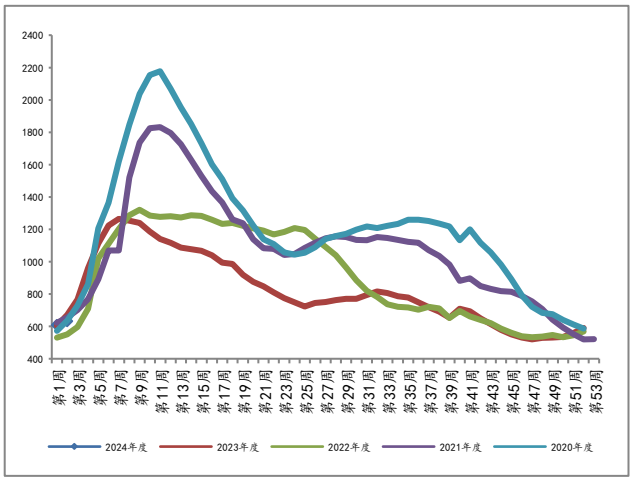
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



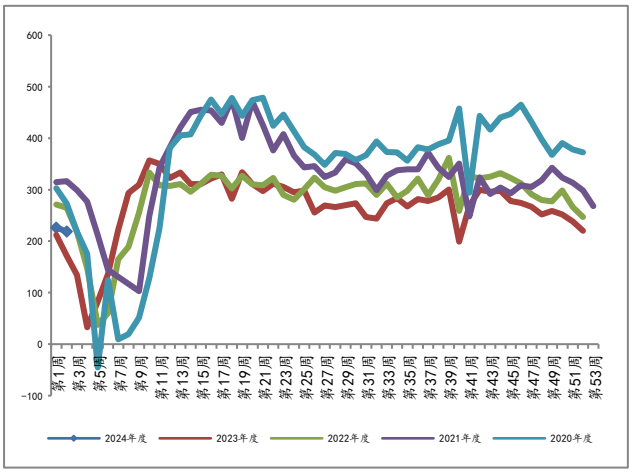
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 延长增产一时之计

据悉，OPEC+考虑在下一次部长级会议上决定，从明年 1 月开始仍维持当前的原油产量政策，主要理由是出于对油价下跌的担忧，该组织再次推迟恢复增产计划。受 OPEC+可能继续延长减产的消息支撑，油价在 70 美元上的抗跌性增强，但并未从根本上改变市场供需平衡的预期，因而反弹是不可持续的。

2025 年 OPEC+产量大概率将开始回归，同时美国、加拿大、巴西等国产量也在增加，供应过剩是压制油价的关键因素。需求方面暂未有核心利好驱动，全球经济增长疲软对原油需求构成打压，10 月中国原油进口量同比降低 9%，连续六个月录得下滑，在经济刺激政策作用下，预计后期进口将有所回升，但需要时间验证。中长期来看，原油市场将呈供强需弱格局，远期油价震荡偏弱运行。

2 需求增长动能衰竭

2024 年四季度中期来看，全球原油需求出现明显的放缓迹，预计 2025 年将面临更为严重的过剩压力，令油价重心进一步走低。

国际能源署 IEA 预测,近年来主要经济体迅速推进新能源转型,令全球原油需求增长缺乏驱动，并将在 2030 年以前达到历史峰值。美国是全球第一大原油消费国，10 月全美汽油消费量降至 904 万桶/日，不及去年同期水平，估计 11 月将进一步降至 888 万桶/日。中国是全球第二大原油消费国和最大进口国，11 月国内原油需求同比下降 8.7%，连续第六个月录得同比下滑。在经济和需求自然减速的背景下，特朗普的加征关税等贸易保护主义行径推波助澜，很可能导致前景更加劣化。

据高盛模型测算，假若美国对进口外国商品每加征 10%的关税，全球 GDP 和原油需求增速将会下降 1%左右。因此，未来原油市场将面临主要下行风险，投资者降低对油价反弹空间的预期。

3 美国对加原油征税

据悉，除了中国首当其冲以外，美国当选总统特朗普还计划对加拿大和墨西哥征收 25%进口关税，特别是原油未能从中豁免，该政策短期可能会抬高 WTI 原油价格，但中长期损害工业和消费。

美国能源信息署数据显示，加拿大和墨西哥是美国进口原油的主要来源国，2024 年以来美国平均每天从两国进口约 520 万桶原油及油品，占美国炼油厂加工成汽油和取暖油等燃料来源的四分之一左右，中超过 400 万桶来自加拿大。实际上，加拿大长期以来是美国中西部炼厂的重要供应链，业界此前普遍预期特朗普的贸易保护主义将对原油进口网开一面。

全面加征高关税政策将会推高进口成本，减少原油及油品的可获得供应，甚至引发报复性关税。美国石油协会等行业组织警告称，打破北美跨境能源贸易将不可避免地抬高油价，特别是最依赖加拿大原油的美国中西部地区油价或将飙升。

4 地缘政治缓和迹象

近日，国际局势和地缘政治出现重大缓和迹象，令原油、集运欧线等品种风险溢价挤出。

据外媒援引以色列公共广播公司称，以色列已经在原则上同意美国提出的黎以停火协议草案，以总理内塔尼亚胡目前正在研究如何向公众公布该草案。关于该草案的大致条件为，美国向以色列保证，如果黎巴嫩珍珠党违反停火协议，以方将被允许单方面采取行动。此外，伊朗外交部发言人表示，伊朗将于近期与法国、德国和英国就伊核问题等举行会谈，中东地缘矛盾有全面软化迹象。另一方面，美国当选总统特朗普任命的下一任国家安全顾问沃尔茨表示，拜登政府和特朗普过渡团队已就俄乌冲突和其他重大国家安全问题进行密切合作，强调特朗普政府非常担心俄乌局势升级，并希望通过谈判来结束战争。

当前位置上油价无疑表现较为抗跌，但市场担忧情绪消散后，供应过剩的基本面预期或重新成为原油走弱的催化剂。

5 后市预期波动较大

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。

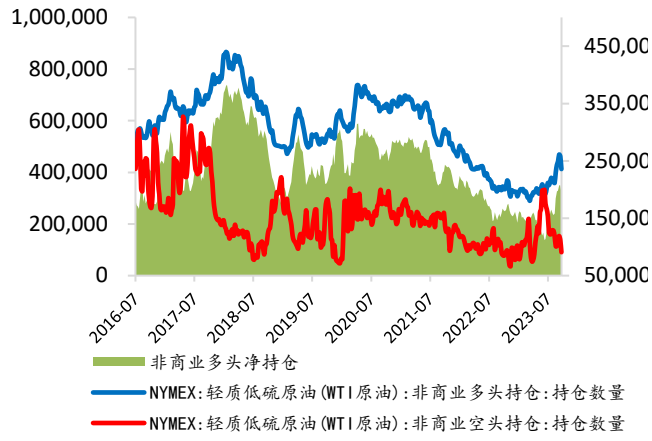
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



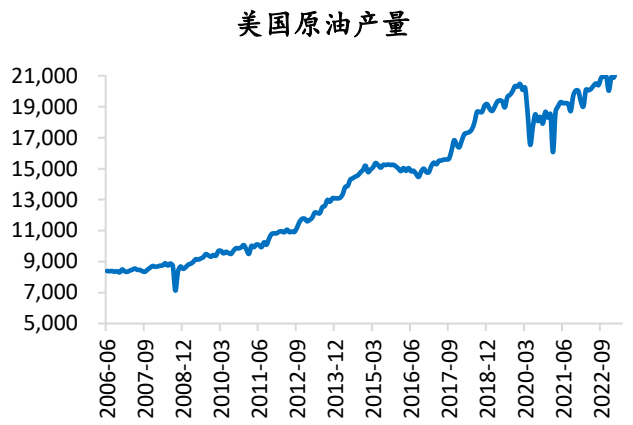
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



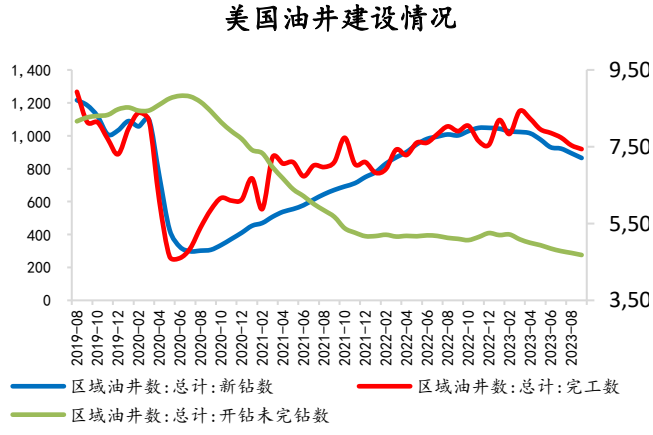
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



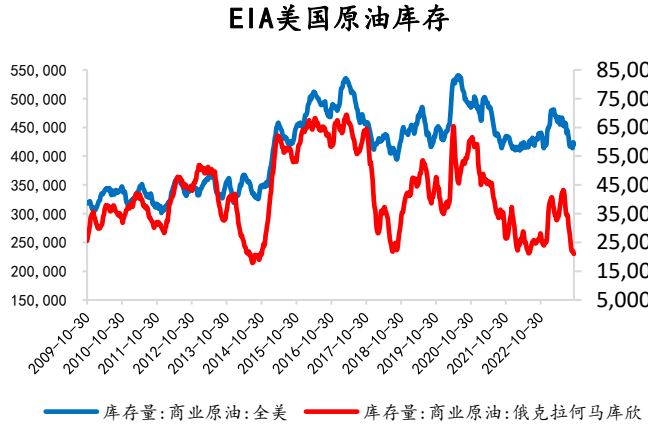
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



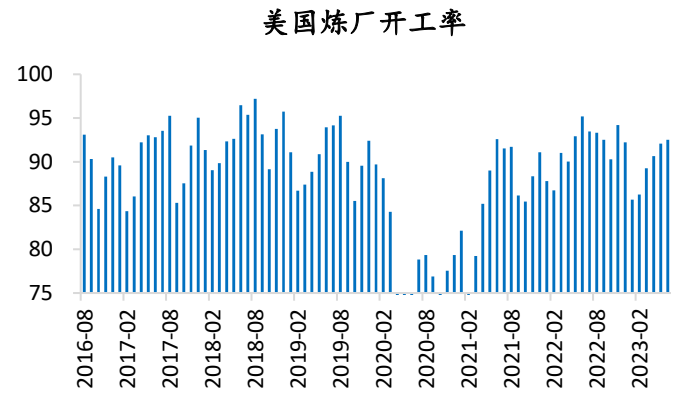
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



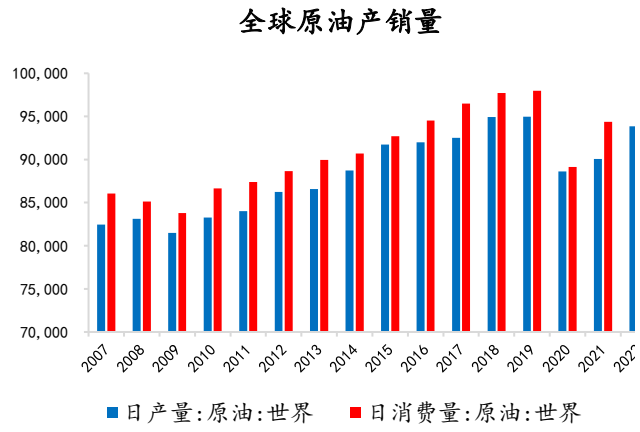
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 旺季特征逐步兑现

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。

2 重点关注产区天气

四季度天然橡胶产量回补略超预期，令胶价重心从高位回落，但不影响长周期重心抬升的逻辑。前期由于海内外产区受异常天气影响，叠加市场题材炒作，引发胶价大幅上涨行情。进入传统高产期，天气基本恢复正常，原料价格随供应上量逐步转弱。

今年泰国主产区尚未出现类似去年年底的洪涝灾害，前期漫长雨季有利于土壤保水增墒，原料价格高会刺激大量新增供应，由此或导致先前的减产预期在一定程度上落空。国内云南、海南产区正常从割胶旺季过渡到减产停割期，在物候时令上先行一步，证明供应季节性增加的压力仍然存在。未来两三个月重点关注泰国南部地区天气，预计原料成本松动下胶价延续震荡运行，底部支撑坚实但向上缺乏驱动，当前位置上持中性看法。

3 原料价格成本松动

泰国方面，割胶旺季自东北部、北部向南部产区逐渐展开，前期原料二盘商超卖，当前积极补货交货，加工厂原料库存维持在 2-3 个月。据了解远月出货积极，多为国内套利买盘加仓，国际市场刚需补货力度犹在。不过根据天气预报，泰国南部仍有降雨预期，部分区域由于雨水过多引发病害，对原料胶水收购价格有一定支撑。

国内方面，云南地区天气有利于割胶作业正常进行，多数胶林预计在 11 月底停割，胶水产出减量明显，当地加工厂原料库存维持在两个月左右，进口原料多来自老挝。海南地区近期降雨对割胶造成扰动，且新鲜胶水的干胶含量随着气温下降。

整体来看，目前原料流通季节性增长受限，但胶水价格回落趋势形成，市场开始交易供应上量和青岛累库预期，不出重大意外 RU 或难突破前高。

4 需求乏力导致累库

11 月以来东南亚天气整体改善，泰国主产区原料顺畅上量，此时要看国内需求端是否存在实质

性改善的预期，能否承接供应的季节性增量。

下游方面，从轮胎企业经营活动来看，随着气温下降进入季节性淡季，近期轮胎产量出现明显走弱。截至 11 月中旬，国内全钢胎样本企业产能利用率为 58.25%，环比-0.61 个百分点；半钢胎样本企业产能利用率为 79.73%，环比-0.19 个百分点。总体来看，半钢胎延续高景气度运行态势，目前雪地胎生产进入收尾期，模具调换导致部分企业安排临时检修，全钢胎企业则根据自身出货情况适当调整排产，拖拽整体产能利用率小幅下滑。

终端方面，10 月中国汽车市场销量 305.29 万辆，同比增长 7.02%；商用车销量 29.8 万辆，同比下降 18.28%；重卡销量 6.64 万辆，同比下降 18.22%。尽管消费端仍有支撑，但由于前期备货需求前置，而预期无法给出额外增量，使得橡胶产业链原料和成品库存均呈环比累库趋势。

5 合成橡胶分化走弱

关于天然橡胶与合成橡胶走势上的差异，如果说产区天气题材是 RU/NR 的核心驱动，那么原料成本端就是 BR 的主导因素。11 月橡胶品种内部强弱分化的原因在于，丁二烯橡胶因为主要原料丁二烯供应充裕，且天然橡胶替代性支撑有限，使得 BR 估值持续下行。

国内供应来看，2024 年以来丁二烯新装置投产一再推迟，但随着 11 月初年内第一套丁二烯装置开车并正常运行，按照计划国内将有多套丁二烯装置投产或重启。预计 2025-2026 年成为下一个集中投产高潮，中国丁二烯产能将分别新增 86 和 83 万吨，年均增速超过 10%以上，总产能最终达到 838.7 万吨。

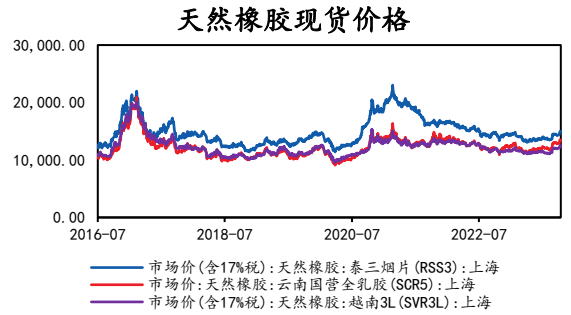
因此，在未来丁二烯静态供需趋于宽松的大背景下，丁二烯橡胶价格整体将承压下行，与进入产能出清周期的天然橡胶价差逐渐拉大，但其间不排除意外事件导致丁二烯价格短期内剧烈波动。

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



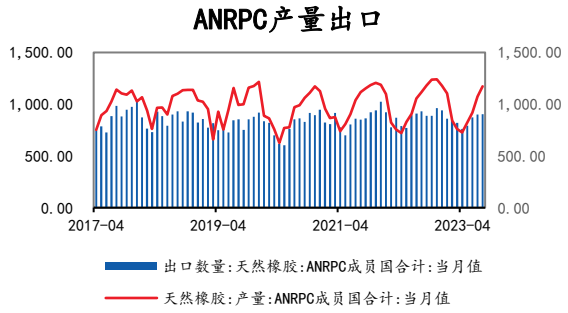
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



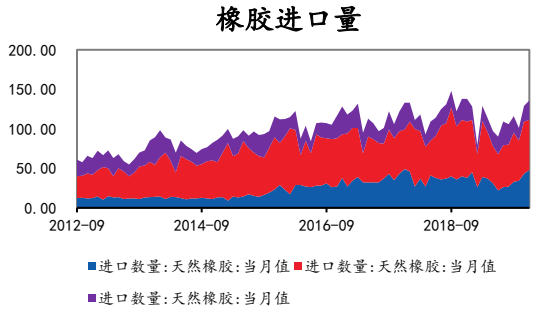
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



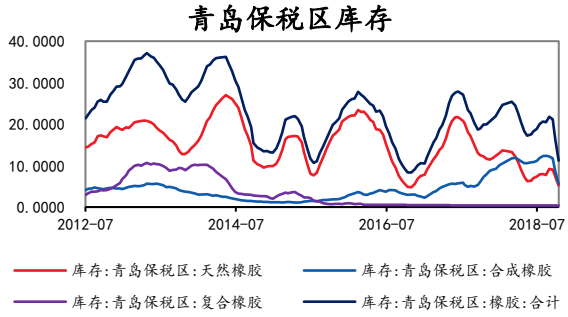
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



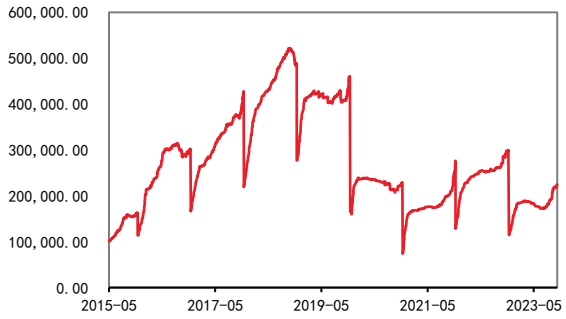
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



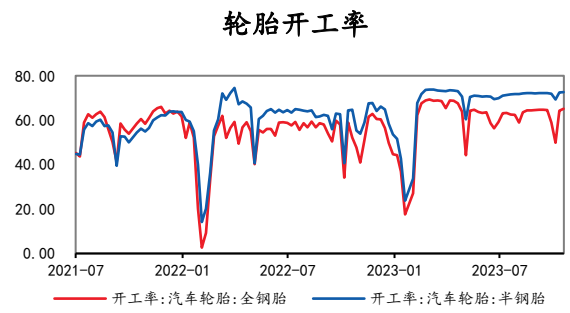
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



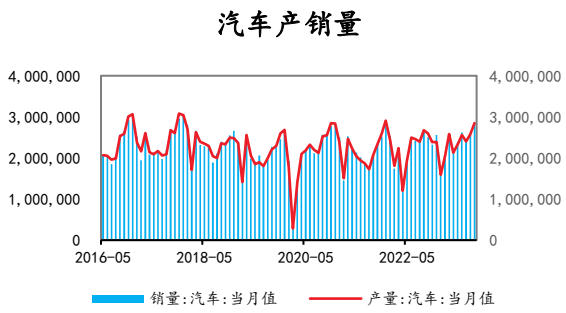
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆弱势震荡，国内豆类市场油强粕弱

1 外部豆类市场分析

南美良好天气提振产量前景，美豆反弹乏力

随着美豆完成收割，市场的关注重点已转向南美。农业咨询公司 AgRural 称，截至 11 月 21 日，巴西大豆播种率已达到 86%，高于去年同期的 74%。巴西国家商品供应公司（Conab）公布的数据显示，截至 11 月 24 日，巴西大豆种植率为 83.3%，较去年同期高 8.3 个百分点。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，近期的降雨有助于阿根廷农民加快播种，目前该国大豆种植率已达到 35.8%。南美天气条件较好，主产国大豆开局正常提振产量前景。受南美大豆供应压力影响，美豆基准合约再度回落至 1000 美分下方弱势震荡，逼近前期技术低点。如果缺少减产天气提振，美豆破位的概率依然较大。

产地棕榈油出口和产量双降，低位买盘较为活跃

受产地棕榈油出口下降、CBOT 豆油大幅下跌以及获利盘减持影响，上周马来西亚棕榈油期货跌幅超过 8%，创下 2023 年 4 月以来最大单周跌幅，全球植物油市场纷纷出现高位急跌行情。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）表示，马来西亚 11 月 1-25 日棕榈油产量环比下降 3.24%。船运调查机构发布的数据显示，马来西亚 11 月 1-25 日棕榈油出口环比下降 8.2%-9.2%。马来西亚棕榈油相对于其他植物油的溢价幅度扩大，是导致马来西亚棕榈油出口下降的内在原因。另外，受产地多雨天气影响，棕榈油季节性减产不会推高库存，包括印尼从明年初起强制执行 B40 政策等题材，对棕榈油市场仍具有利多支撑。本周马盘棕榈油触底回升，回吐压力释放后重回反弹节奏。

2 国内豆类市场分析

油脂品种走势分化，回归各自供需基本面

在本轮棕榈油发动的反弹行情中，豆油和菜油因需求替代也出现较大涨幅，但基本处于跟涨状态。随着棕榈油市场出现高位急跌，豆油和菜油市场则由原来的被动跟涨迅速转入主动下跌。2024 年美豆产量达到历史次高，新季南美大豆产量预计再破新纪录，中国 1-10 月累计进口大豆 8994 万吨，同比增加 11.2%，2024 年全年进口大豆总量突破 1 亿吨已无悬念。充足的大豆是豆油供给保持宽松的可靠保障，豆油市场冲高回落不可避免。与此同时，自 9 月 3 日中国对自加拿大进口的油菜籽发起反倾销调查以来，中加贸易摩擦一度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 1-10 月中国共进口菜籽 507.44 万吨，同比增加 18.81%。菜籽进口量大幅攀升，直接推高国内菜油供给压力。随着近期中加贸易关系出现和缓迹象，菜油市场快释放前期溢价，在油脂板块中呈现领跌状态。产地棕榈油供弱需强以及国内近月棕榈油买船到港偏少，供应端收紧预期犹在，棕榈油期货价格重心连续企稳回升进入反弹节奏。

国内豆粕保持去库节奏，北方部分油厂进口大豆供应紧张

据业内调研机构统计，上周全国主要油厂进口大豆库存下降至 511.05 万吨，周度减少 19.55 万吨，同比去年同期增加 22.92 万吨，进口大豆到港量下降是主要原因。据船期预报推算，12 月份国内油厂大豆到港预估 131.5 船，共计约 854.75 万吨，后期需要关注国内工厂的到船节奏和通关政策影响。上周国内油厂开机情况维持中等水平，油厂大豆实际压榨量为 197.44 万吨，开机率为 56%。豆粕库存为 77.04 万吨，周度减少 0.82 万吨，同比去年增加 5.44 万吨，保持去库节奏，但下降幅度趋缓，主要由于北方部分地区受通关政策的影响，工厂停机致使开机率

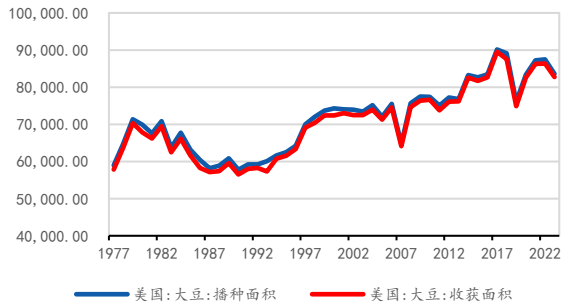
有所下降，且提货同上一周基本维持，所以豆粕库存去库的趋势有所放缓。短期油厂压榨量仍处于中等水平，而近期下游饲料养殖企业消费的增量一般，尤其是受南美大豆产量前景保持乐观导致美豆反弹乏力影响，市场观望情绪升温，豆粕现货成交缩量，后期豆粕去库节奏有望保持温和状态。

3 油脂油料市场展望

油脂市场经过此次快速回调，获利回吐压力得到释放，三大植物油价格回归基本面。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 12 月 10 日发布月度供需报告，各方静待库存数据为市场提供新指引。此外，印尼 12 月棕榈油出口税费调整以及明年实施的 B40 计划有望继续为棕榈油市场提供抗跌支撑，但高价对需求的抑制效应同样不容忽视。全球大豆供给压力不断攀升，港口大豆供给宽松，油厂维持高开机率，距离节日需求启动尚有时日，高库存不支持豆油价格主动回升。国内菜籽进口量大幅攀升，菜油消费以刚需为主，供强需弱推动菜油价格重心下移。整体来看，近期国内三大油脂品种在各自基本面指引下维持分化行情的概率依然较大。国内豆粕市场与美豆联动性较强，同样在南美供应压力下保持弱势震荡状态。目前南美大豆缺少减产天气威胁，国内豆粕市场难以形成上行驱动，方向型走势需要美豆提供指引。中储粮托市收购有助于大豆现货止跌，但国产大豆因缺少压榨需求而无法化解长期供应过剩压力，豆一期货市场尚未脱离弱势震荡局面。

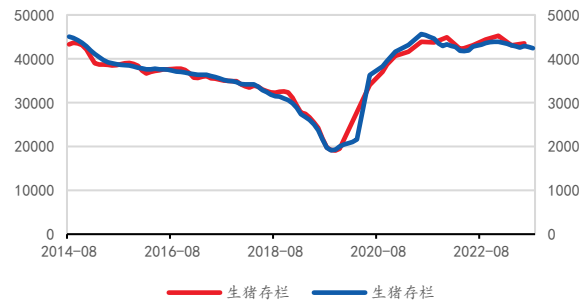
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



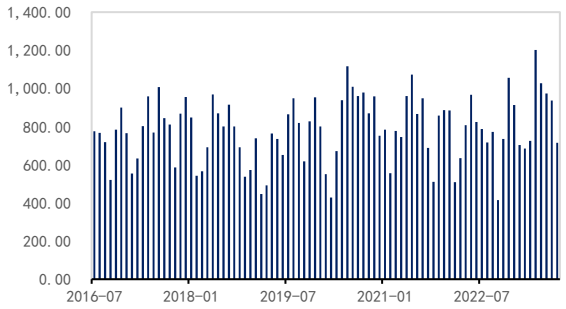
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



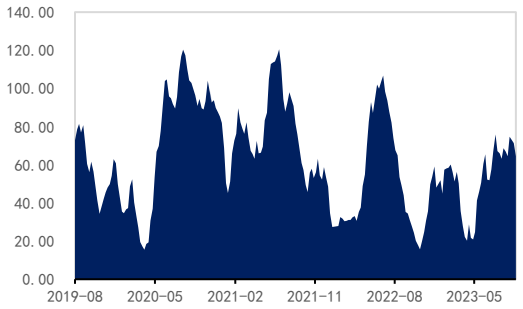
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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