

2024年10月8日

美联储开启降息，国内政策支持力度超预期增强

——宏观月度策略报告

分析师：

明道雨

从业资格证号：F03092124

投资咨询证号：Z0018827

电话：021-68758120

邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，由于美国经济有所放缓、通胀回落、美联储9月超预期降息50BP，美元偏弱运行。虽然短期需求整体放缓，但市场对于美国经济软着陆的预期增强，能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑；市场风险偏好大幅升温。后期继续关注经济、通胀情况以及美联储货币政策预期对市场的影响。国内宏观方面，国内经济复苏动能有所放缓，市场情绪低迷，短期国内风险偏好降温。但央行公布一系列政策，包括降准50BP；政策利率调降20bp，并引导LPR，存款利率同步调降；降低存量房贷利率，平均降幅50bp左右；以及创设证券基金保险公司互换便利工具等支持股市等资本市场。政策支持力度大超预期，短期国内股市、大宗商品以及人民币汇率大幅走强。中期关注国内地产政策刺激效果、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

供需：需求方面，当前国外需求有所放缓，海外商品需求端继续放缓对大宗商品支撑减弱，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑减弱。国内商品需求季节性回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，而且目前政策刺激有所加强、需求预期有所回暖，对市场情绪有一定的提振，中期继续关注房地产政策效果和实际需求情况。**供给方面**，海外供给方面，欧洲天然气供应增加以及需求增长仍旧偏慢，天然气价格整体偏弱；工业生产由于能源成本依旧较高、需求回升不强，工业生产持续低迷。美国需求有所放缓，但工业生产整体有所回暖。国内供给方面，有色、钢材开工率有所下降，建材、化工开工率有所上升，供给整体有所回暖；9月以来国内商品需求有所回暖，国内开工整体逐步回暖，供给整体有所回暖，但由于需求弹性弱于供给，供应整体较为充裕。

大类资产配置：股市方面，国内经济复苏偏慢，政策支持力度大幅增强，市场情绪回暖，股市短期大幅反弹；债市方面，国内经济复苏偏慢、货币宽松，国内债券价格高位偏强震荡；汇率方面，美元持续走弱，经济刺激增强、人民币资产上涨，人民币汇率短期偏强。**大宗商品板块策略方面**，美元走弱，美国经济软着陆预期增强以及中国经济刺激，商品价格震荡反弹。其中，**能源板块**，美元走弱，国内外需求放缓，但地缘风险扰动加剧，油价震荡反弹；**有色板块**，美元偏弱，美国经济软着陆预期增强以及中国经济刺激，有色震荡反弹；**贵金属板块**，美元美债短期走弱，贵金属短期震荡偏强。**黑色板块**，地产政策刺激加强，季节性需求回暖，市场情绪升温，黑色短期震荡反弹。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 宏观：美联储超预期降息，国内政策支持力度超预期增强	5
1.1. 美国通胀继续回落，通胀压力下降	5
1.2. 美国经济增长有所放缓，但韧性较强	5
1.3. 美联储超预期降息 50BP，开启降息周期	6
1.4. 国内经济复苏偏慢，政策支持力度超预期增强	7
2. 需求：欧美商品需求继续放缓，国内需求偏弱	8
2.1. 海外商品需求增长继续放缓	8
2.2. 国内商品需求有所回暖	9
2.2.1. 房地产销售和投资有所修复，但仍旧偏弱	10
2.2.2. 基建投资有所下降	11
2.2.3. 制造业投资小幅下降	11
2.3. 国内消费增速整体较低	12
2.4. 8月国内出口超预期回升，但内需偏弱	13
3. 供给：欧美供应增速有所回升，国内供给逐步回暖	14
3.1. 国外商品供应增速有所回升	14
3.2. 国内工业生产有所回升	15
3.3. 各行业开工整体逐步回暖	15
4. 2024 年 10 月大类资产及商品策略	16
4.1. 2024 年 10 月大类资产及商品板块策略	16
4.2. 2024 年 10 月具体品种策略	17

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	5
图 2 美国通胀持续回落	5
图 3 欧美经济景气情况	6
图 4 美国薪资和消费情况	6
图 5 美联储 9 月降息 50BP	7
图 6 欧央行 9 月非对称降息	7
图 7 国内股市走势	7
图 8 人民币汇率短期走强	7
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI	8
图 10 美国制造业及商品订单	8
图 11 美国房屋销售情况	9
图 12 美国房地产市场景气度	9
图 13 美国就业数据	9
图 14 美国个人商品消费支出	9
图 15 国内经济景气程度	10
图 16 经济增长驱动力	10
图 17 房地产投资及资金来源	10
图 18 房屋销售面积、销售额数据	10
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据	11
图 20 国房景气指数	11
图 21 基建投资增速数据	11
图 22 建筑业景气度及订单	11
图 23 制造业投资数据	12
图 24 目前制造业处于被动补库阶段	12
图 25 社会零售总额同比数据	13
图 26 汽车及地产相关消费数据	13
图 27 中国进出口数据：以美元计	13
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	13
图 29 美国工业生产数据	14
图 30 欧洲工业生产数据	14
图 31 欧美制造业产出数据	14
图 32 美国处于补库阶段	14
图 33 国内工业生产	15
图 34 制造业生产 PMI	15
图 35 能源产量	16
图 36 钢材水泥等建材开工率	16
图 37 化工品开工率	16

图 38 有色金属产量	16
-------------------	----

1. 宏观：美联储超预期降息，国内政策支持力度超预期增强

1.1. 美国通胀继续回落，通胀压力下降

目前美国通胀整体继续回落，美国 8 月 CPI 2.5%，预期 2.6%，前值 2.9%，较上月下降 0.4%，略低于市场预期；环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.2%，符合市场预期。核心 CPI 3.2%，预期 3.2%，前值 3.2%，较上月持平；环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.2%，略高于市场预期。美国通胀整体回落，但核心通胀略高于市场预期。一方面，欧洲各国天然气供应增加、需求增长较慢，欧洲天然气价格持续偏弱运行。另一方面，OPEC+延续减产，但全球经济增长有所放缓，需求增速放缓，且地缘风险对供应的扰动短期减弱，对原油价格支撑减弱。由于能源价格下跌，欧美能源通胀整体有所下降。但是目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平，但整体继续回落。在整体通胀 2.5%中，能源和食品通胀共计贡献 0%，下降 0.4%。核心通胀方面，房屋租金有所上升，对通胀贡献维持不变为 1.6%，服务消费贡献持平于 1.5%，二手车上升 0.1%至-0.4%。

图 1 欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2 美国通胀持续回落



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长有所放缓，但韧性较强

美国方面，美国 9 月标普全球制造业 PMI 初值 47，预期和前值分别为 48.6 和 47.9。服务业 PMI 初值小幅下滑至 55.4，略超预期的 55.3。综合 PMI 初值为 54.4，前值 54.6。制造业和服务业景气度下降，美国经济景气略有下降。就业方面，美国 8 月非农就业人口增长 14.2 万人，预期 16 万人，前值自 11.4 万人下修至 8.9 万人。7 月失业率小幅下降至 4.2%，前值 4.3%，预期 4.2%，符合市场预期。平均时薪同比升 3.8%，预期 3.7%，前值 3.6%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值-0.1%。薪资增速有所回升。目前美国劳动力市场整体放缓且不及预期。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值为 69，前值为 67.9，7 月实际消费支出环比增长 0.4%，预期 0.3%，消费增速继续回升保持强劲，且超出市场预期。

欧洲方面，欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 44.8，预期 45.6，前值 45.8；服务业 PMI 初值为 50.5，预期 52.1，前值 52.9；综合 PMI 初值 48.9，预期 50.5，前值 51；欧元区 9 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速快速放缓。

图 3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 4 美国薪资和消费情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1. 3. 美联储超预期降息 50BP，开启降息周期

美联储方面，美联储将联邦基金利率的目标区间从 5.25% 到 5.50% 降至 4.75% 至 5.0%，降幅 50 个基点。这是美联储 2022 年 3 月启动本轮紧缩周期以来首次降息。

议息会议声明表示，美国最近的指标表明，经济活动继续在稳步扩张。就业增长有所放缓，失业率有所上升，但仍保持低位。通货膨胀在朝着委员会的 2% 目标进一步推进，但仍略高于目标。

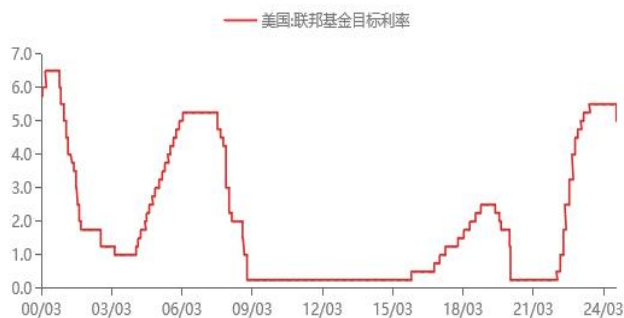
委员会力求在长期实现最大就业和 2% 的通货膨胀率。委员会对通胀可持续接近 2% 的信心有所增强，并认为在实现就业和通胀目标方面的风险大体（持续趋向）平衡。经济前景不明朗，委员会关注其双重使命面临的风险。

在考虑进一步对联邦基金利率目标范围的（任何）调整时，委员会将仔细评估未来的数据、不断变化的前景和风险平衡。此外，委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。

在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测最新信息对经济前景的影响。若出现可能阻碍实现目标的风险，委员会将准备好酌情调整货币政策立场。委员会的评估将参考广泛信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期，以及金融和国际形势变化的数据。

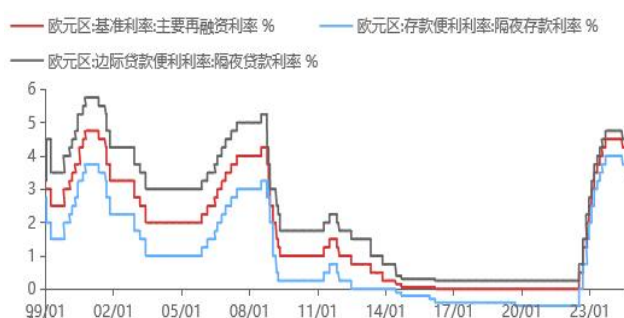
由于美联储超预期降息，短期美元指数和美国国债收益率持续下降。但是由于美国非农就业数据大幅超出市场预期，美联储降息预期减弱，美元指数和美国国债收益率反弹，全球风险偏好短期降温。

图 5 美联储 9 月降息 50BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 6 欧央行 9 月非对称降息



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.4. 国内经济复苏偏慢，政策支持力度超预期增强

经济和政策方面，国国内经济复苏动能有所放缓，贸易摩擦风险加大，市场情绪低迷，短期国内风险偏好降温。但 9 月 24 日，央行公布了一系列政策，具体包含：1、降准 50bp，根据市场流动性状况，未来仍有调降 25bp~50bp 的可能；2、政策利率调降 20bp，并引导 LPR，存款利率同步调降，保持净息差稳定；3、降低存量房贷利率，平均降幅 50bp 左右；4、首套房与二套房首付比例统一，对应二套房首付比例下调 10%。当下为 15%；5、3000 亿保障住房再贷款，支持比例从 60%提升至 100%；6、经营性物业贷款、金融 16 条政策，延期到 2026 年底；7、创设证券基金保险公司互换便利工具，可以使用他们持有的债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，其规模 5000 亿，且后续有进一步增加的可能；8、创设股票回购增持专项再贷款，规模 3000 亿，后续同样有进一步增加的可能。政策支持力度远超市场预期，短期国内风险偏好大幅升温。

汇率方面，近期人民币汇率大幅升值。主要是由于美元短期走弱，以及人民币资产大涨、人民币汇率大幅升值。

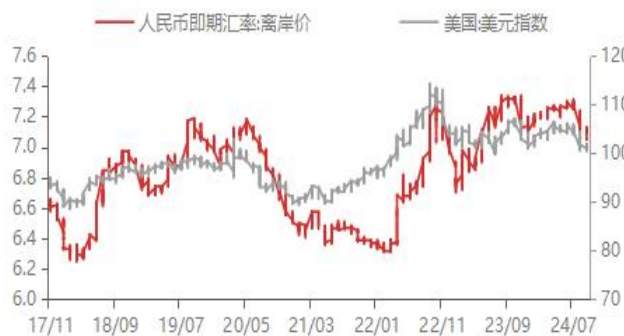
展望 2024 年 10 月，关注国内地产政策刺激效果、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

图 7 国内股市走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 人民币汇率短期走强



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，由于美国经济有所放缓、通胀回落、美联储9月超预期降息50BP，美元偏弱运行。虽然短期需求整体放缓，但市场对于美国经济软着陆的预期增强，能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑；市场风险偏好大幅升温。后期继续关注经济、通胀情况以及美联储货币政策预期对市场的影响。国内宏观方面，国内经济复苏动能有所放缓，市场情绪低迷，短期国内风险偏好降温。但央行公布一系列政策，包括降准50BP；政策利率调降20bp，并引导LPR，存款利率同步调降；降低存量房贷利率，平均降幅50bp左右；以及创设证券基金保险公司互换便利工具等支持股市等资本市场。政策支持力度大超预期，短期国内股市、大宗商品以及人民币汇率大幅走强。中期关注国内地产政策刺激效果、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

2. 需求：欧美商品需求继续放缓，国内需求偏弱

2.1. 海外商品需求增长继续放缓

欧美商品需求短期增长继续放缓。制造业方面，美国9月Markit制造业PMI 47%，下降1%；欧元区制造业PMI 44.8%，较上月下降0.8%；欧美制造业景气整体继续下降，商品需求继续放缓；欧美9月制造业新订单需求也小幅下降；美国补库存力度较弱，需求整体放缓。房地产方面，9月美国房贷利率处于整体大幅下降，9月美国住房市场指数为41，前值39，房地产景气度略有上升；新屋和成屋销售略有回升，但对经济的拖累作用仍存。汽车方面，由于汽车贷款利率持续较高，汽车销售持续较弱。

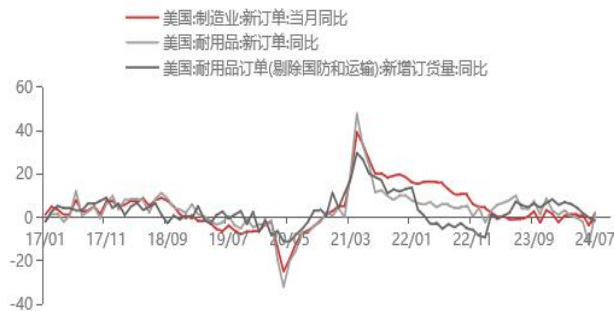
消费方面，美国8月个人消费支出同比5.2%，环比0.2%。其中，耐用品环比-0.23，同比1.49%；非耐用品环比-0.07，同比1.99%。8月零售环比0.1%，增速回落，但超预期。美国消费支出短期有所加快，其中服务消费依旧较高，商品消费短期有所加快。

图9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图10 美国制造业及商品订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 11 美国房屋销售情况



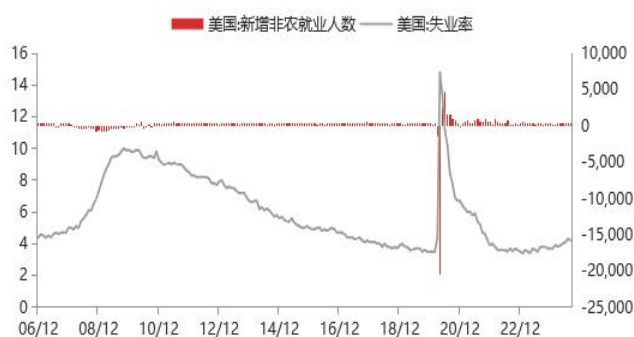
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 12 美国房地市场景气度



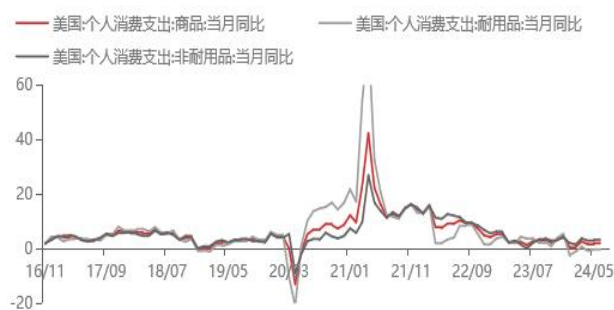
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 美国就业数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 14 美国个人商品消费支出

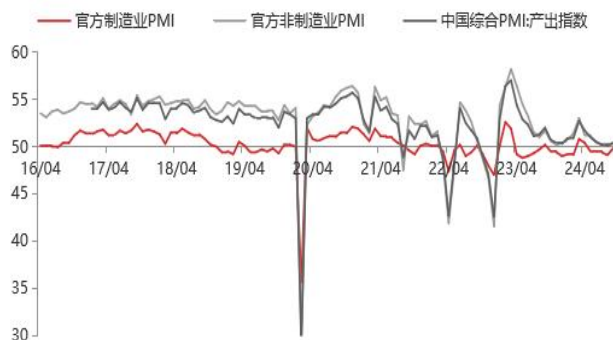


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 国内商品需求有所回暖

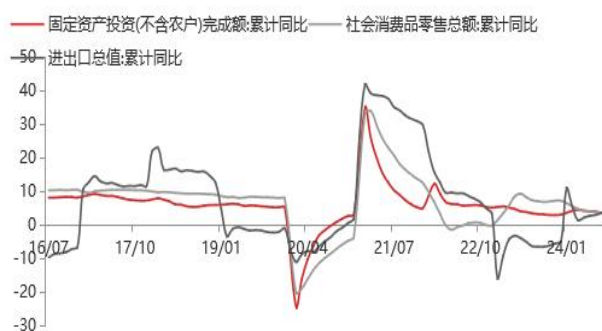
中国 9 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.8%、50%和 50.4%，分别比上月上升 0.7、下降 0.3 和上升 0.4 个百分点，我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势，复苏步伐有所加快。制造业 PMI 维持收缩，商品需求整体偏弱，但有所回暖。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-8 月固定资产投资累计同比 3.4%，较 1-7 月下降 0.2%；消费同比增长 3.4%，较 1-7 月下降 0.1 个百分点；1-7 月进出口同比 3.7%，降幅较 1-7 月上升 0.2 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，制造业增长较快，基建投资放缓，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期增长较快；消费有所放缓，对经济的拉动作用减弱。

图 15 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 经济增长驱动力



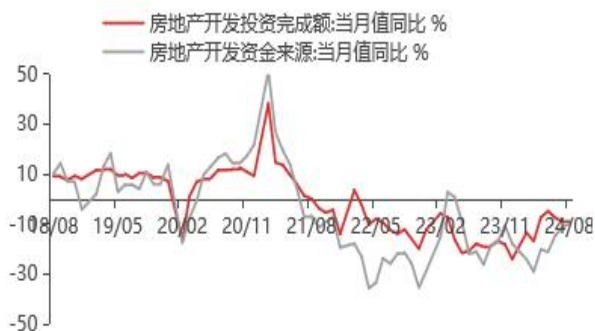
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.1. 房地产销售和投資有所修复，但仍旧偏弱

8月商品房销售面积同比增长-12.6%，降幅较前值扩大1.1%，商品房销售额同比增长-17.1%，降幅较前值扩大1.3%，房地产销售整体仍旧偏弱。房地产开发资金来源方面，8月当月同比增长-9.7%，降幅收窄1.5%，资金来源压力仍旧较大；房地产开发投资同比增长-8.5%，降幅较前值缩窄0.5个百分点，房地产投资仍旧较弱。8月房地产新开工面积同比增长-17.2%，降幅较前值收窄2.3%；施工面积同比下降-8.9%，降幅较前值收窄11.6%；竣工面积同比增长-36.5%，降幅较前值扩大14.2%；施工端仍旧较弱。目前房地产销售仍旧偏弱，房地产资金来源压力仍旧相对较大，房地产投资修复继续较慢；房地产施工和竣工随着房地产链条的整体放缓而继续维持低位。

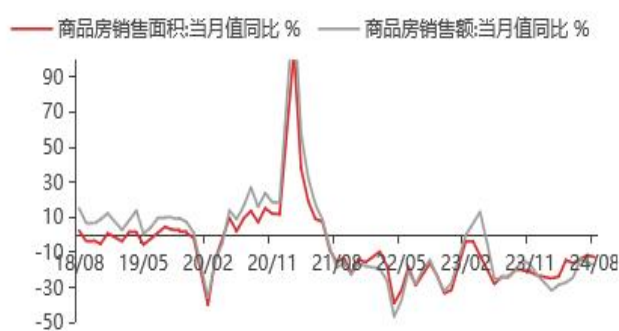
9月24日，央行将降低存量房贷利率，平均降幅50bp左右；首套房与二套房首付比例统一，同为15%；3000亿保障住房再贷款，支持比例从60%提升至100%；经营性物业贷款、金融16条政策，延期到2026年底。地产政策持续放松，刺激力度进一步加强，后续关注地产刺激政策效果。

图 17 房地产投资及资金来源



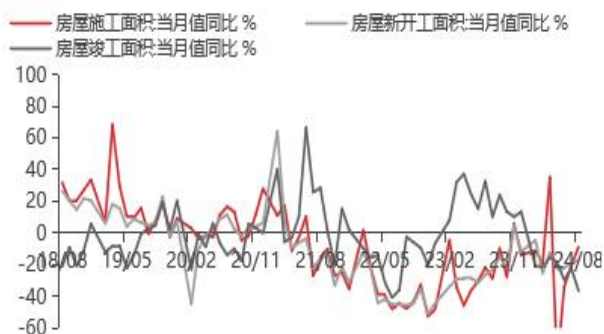
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据



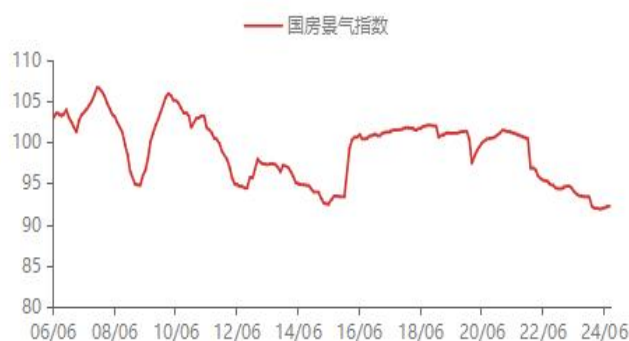
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 房屋新开工、施工、竣工数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 20 国房景气指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.2. 基建投资有所下降

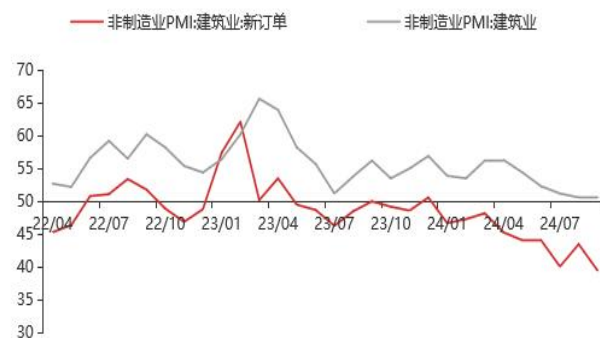
8月基建投资（含电力）6.2%，前值10.8%，较前值下降4.6%，基建投资增速大幅下降。一方面基建需求季节性放缓；另一方面虽专项债发行加快，但传统基建资金仍旧紧张，基建投资增长有所放缓。9月建筑业PMI 50.7%，前值50.6%，上升0.1%，景气度略有上升；建筑业新订单39.5%，前值43.5%，较上月下降4%，短期订单有所下降；需求端短期整体继续放缓。政策方面，今年下半年财政支出的重点领域在于设备更新和消费品以旧换新，相关领域财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况以及10月增量财政政策情况。

图 21 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 22 建筑业景气度及订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

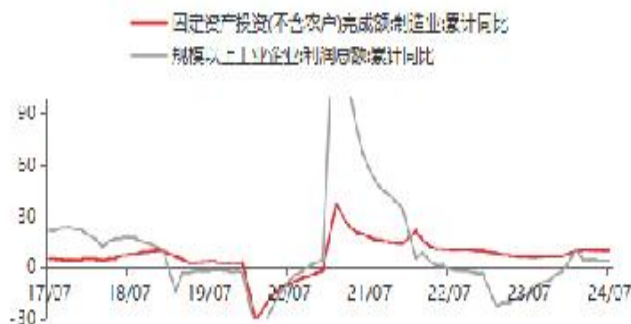
2.2.3. 制造业投资小幅下降

国内制造业投资保持较高速度增长，8月制造业投资同比8.0%，前值3.3%，较前值下降0.3%，整体小幅回落。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速，对制造业投资有较强的支撑。其中，存货投资方面，8月工业企业产成品存货同比5.1%，较上月下降

0.1%，制造业仍处于被动补库阶段。资本开支投资方面，1-8月工业企业利润增速同比增长0.5%，较上月下降3.1%，企业业绩整体修复放缓，对未来资本开支意愿的影响逐步减弱。

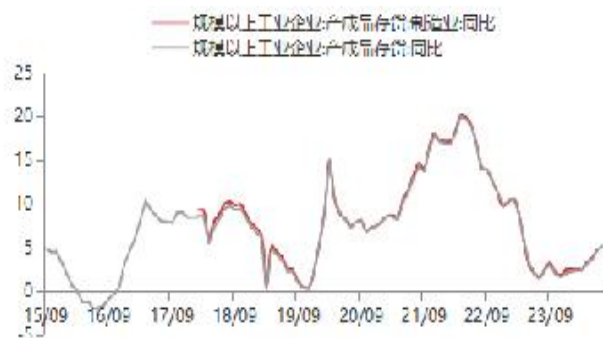
未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及国家设备更新“以旧换新”政策持续落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；但是，目前国外需求增速整体有所放缓，国内外补库力度有所减弱，短期制造业投资动力有所减弱，制造业投资短期有所放缓。

图 23 制造业投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 目前制造业处于被动补库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.3. 国内消费增速整体较低

8月份，社会消费品零售总额同比增长2.1%，预期2.5%，前值2.7%，较前值下降0.6个百分点，低于市场预期。一是由于一二线城市消费整体疲弱；二是由于汽车消费增速放缓拖累。

其中饮料类消费同比增长7.9%，体育娱乐消费同比增长3.2%，通讯器材类消费同比增长14.8%；消费增速均高于平均增速。但是建筑及装潢类材料等与地产相关消费仍旧是拖累，其中，建筑及装潢材料类消费同比增长-6.7%。

政策方面，7月25日，国家发展改革委、财政部正式发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》。明确由国家发展改革委牵头安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，政策逐步落地显效。

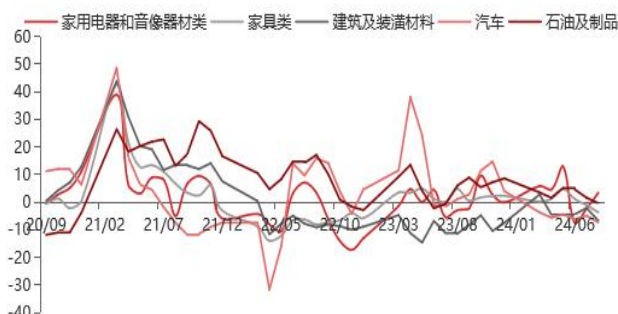
目前来看，消费复苏方向不变，但短期有所放缓；随着国内消费刺激政策逐步落地显效，国内消费将继续恢复。但是，需关注中长期收入增速放缓和消费倾向降低两个因素对消费的压制作用。

图 25 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 26 汽车及地产相关消费数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2. 4. 8 月国内出口超预期回升，但内需偏弱

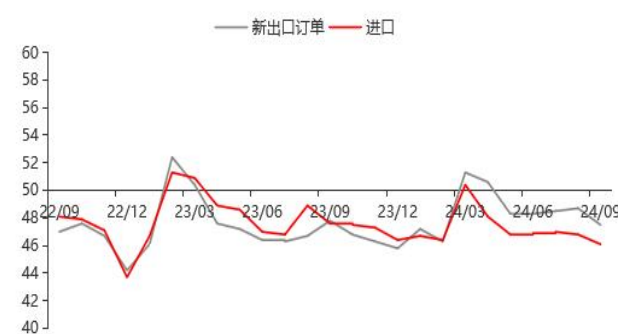
中国 2024 年 8 月进出口总额（以美元计）5262.73 亿美元，同比 5.2%，前值为 7.1%，下降 1.9%。其中，出口 3086.47 亿美元，同比上升 8.7%，预期上升 6.6%，前值上升 7%，上升 1.7%，超预期上升；进口 2176.26 亿美元，同比上升 0.5%，预期上升 2.5%，前值上升 7.2%，下降 6.7%；贸易顺差 910.2 亿美元，预期 811 亿美元，前值 846.5 亿美元。进出口订单方面，9 月新出口订单 47.5%，较上月下降 1.2%；进口订单 46.1%，较上月下降 0.7%，进出口订单增速整体大幅回落。目前商品外需整体有所放缓、内需偏弱的局势导致国内顺差结构有所恶化。未来随着欧美经济放缓，以及低基数效应逐步降低，国内出口将有所放缓，但是对东盟及一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口仍有一定的支撑。而进口由于专项债发行加速、制造业投资保持高位，投资需求预期有一定的支撑，商品需求有一定的支撑，预计进口增速有望延续回升，短期净出口对经济的拉动仍有一定的支撑。

图 27 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 28 中国制造业 PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，外需方面，海外经济整体继续放缓，欧美制造业景气及需求整体有所下降，商品消费整体继续放缓；外需短期有所放缓，外需对大宗商品需求支撑减弱。内需方面，当前制造业投资需求高位小幅回落，基建需求有所放缓；房地产市场修复仍旧偏慢，投资需求整体有所放缓；但商品需求季节性逐步回暖；短期对螺纹热卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格有一定的支撑。对商品价格影响方面，当前国外需求

有所放缓，海外商品需求端继续放缓对大宗商品支撑减弱，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑减弱。国内商品需求季节性回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，而且目前政策刺激有所加强、需求预期有所回暖，对市场情绪有一定的提振，中期继续关注房地产政策效果和实际需求情况。

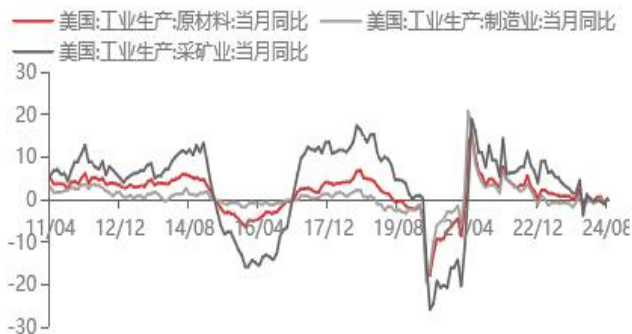
3. 供给：欧美供应增速有所回升，国内供给逐步回暖

3.1. 国外商品供应增速有所回升

工业生产方面，8月美国原材料、采矿业、制造业生产有所回暖，产能利用率上升；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于需求偏弱而继续下降。8月欧美需求有所放缓，但工业生产整体略有改善。美国商品需求有所放缓，美国原材料和制造业补库动力不强，整体利空商品价格。

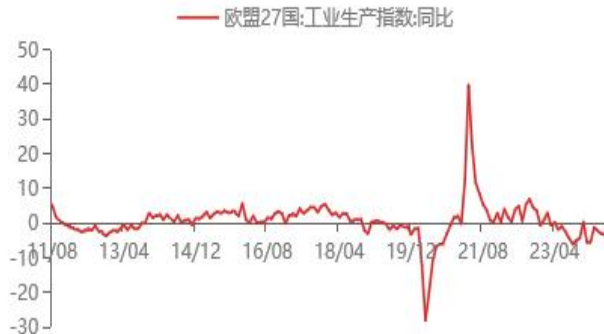
行业方面，能源方面，随着欧洲天然气供应渠道的增加，以及需求回升较慢，天然气价格偏弱运行。原油方面，OPEC+延续减产，全球经济增长有所放缓，且地缘风险对供应端的扰动减弱，对原油价格支撑减弱。

图 29 美国工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 欧洲工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 31 欧美制造业产出数据

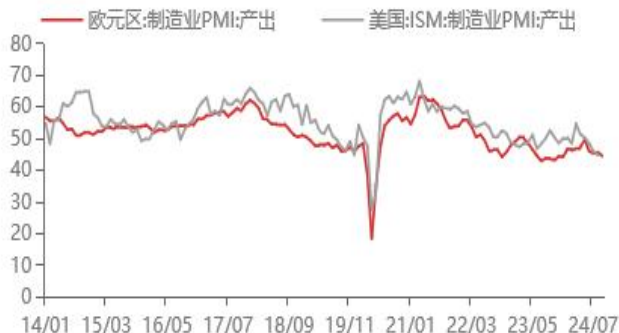


图 32 美国处于补库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 国内工业生产有所回升

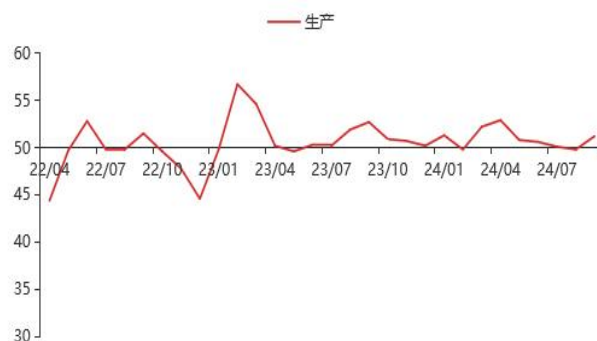
工业生产方面,8月份,全国规模以上工业增加值同比增长4.5%,预期4.8%,前值5.1%,较前值下降0.6个百分点,不及市场预期;主要由于内外需求放缓,工业企业开工率有所下降,工业生产增速整体有所回落。分三大门类看,8月份,采矿业增加值同比增长3.7%,制造业增长4.3%,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.8%。由于季节性需求放缓,煤炭等采矿业生产有所上下降;制造业由于国外需求放缓,制造业等工业生产有所放缓,汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业同比录得4.5%和11.3%的增长,整体有所放缓。随着国内外经济整体复苏放缓,工业生产增速整体有所下降。9月份,制造业生产PMI 51.2%,较前值49.8%上升1.4%,制造业生产有所回升;9月随着国内需求的放缓,国内工厂开工率整体有所上升,目前国内生产整体有所加快。

图 33 国内工业生产



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 34 制造业生产 PMI

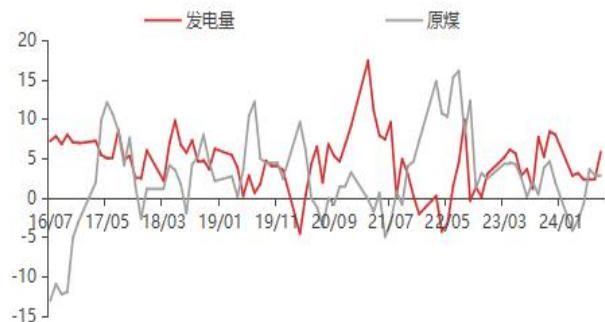


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体逐步回暖

能源方面,8月原煤产量同比2.8%,较上月持平;发电量同比5.8%,较上月上升3.3%。建材方面,8月钢材产量同比-6.5%,降幅扩大2.5%;水泥-11.9%,降幅扩大1.7%;沥青-18.2%,降幅收窄0.5%。9月全国高炉开工率继续下降、沥青开工率有所上升,供应整体有所下降。化工方面,8月液化石油气2.4%,下降2.2%;塑料制品6.2%,上升10.8%;9月PTA、甲醇、尿素、聚酯开工率有所上升,PE以及纯碱等开工率有所下降。有色方面,8月十种有色金属同比4%,下降4.2%;铜材-0.2%,下降1.5%。有色产量增速有所下降。国内供给方面,9月有色、钢材开工率有所下降,建材、化工开工率有所上升,供给整体有所回暖。

图 35 能源产量



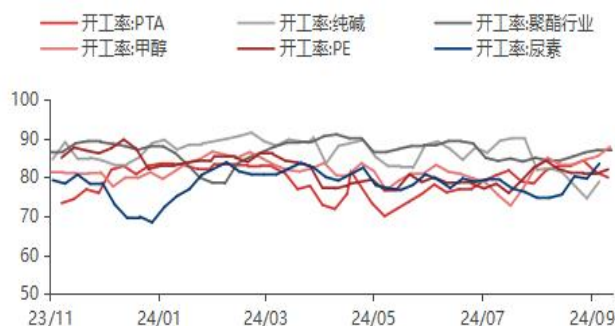
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 37 化工品开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 38 有色金属产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外供给方面，欧洲天然气供应增加以及需求增长仍旧偏慢，天然气价格整体偏弱；工业生产由于能源成本依旧较高、需求回升不强，工业生产持续低迷。美国需求有所放缓，但工业生产整体有所回暖。国内供给方面，有色、钢材开工率有所下降，建材、化工开工率有所上升，供给整体有所回暖；9月以来国内商品需求有所回暖，国内开工整体逐步回暖，供给整体有所回暖，但由于需求弹性弱于供给，供应整体较为充裕。对商品价格影响方面，能源方面，欧洲能源危机缓解、需求回升较慢，天然气价格低位震荡；原油方面，OPEC+延续减产，但需求放缓、地缘风险扰动减弱，原油价格震荡运行。有色，美元短期走弱，且美国经济软着陆预期增强，有色整体震荡反弹。建筑材料，短期需求季节性放缓，且钢铁、水泥等开工率有所下降，供需短期偏弱，价格短期震荡。化工，开工率有所回升，生产有所加快，需求回复较慢，整体维持震荡。

4. 2024 年 10 月大类资产及商品策略

4.1. 2024 年 10 月大类资产及商品板块策略

由于美国经济有所放缓，通胀继续回落，美联储开启降息周期。超预期降息 50BP，美元短期走弱。国内经济复苏偏慢，三大需求整体有所放缓，实际需求短期偏弱。国内货币、财政、地产政策支持力度有待加强，关注前期政策落地情况以及新增政策出台情况。

因此，股市方面，国内经济复苏偏慢，政策支持力度大幅增强，市场情绪回暖，股市短期大幅反弹；债市方面，国内经济复苏偏慢、货币宽松，国内债券价格高位偏强震荡；汇率方面，美元持续走弱，经济刺激增强、人民币资产上涨，人民币汇率短期偏强。大宗商品板块策略方面，美元走弱，美国经济软着陆预期增强以及中国经济刺激，商品价格震荡反弹。其中，能源板块，美元走弱，国内外需求放缓，但地缘风险扰动加剧，油价震荡反弹；有色板块，美元偏弱，美国经济软着陆预期增强以及中国经济刺激，有色震荡反弹；贵金属板块，美元美债短期走弱，贵金属短期震荡偏强。黑色板块，地产政策刺激加强，季节性需求回暖，市场情绪升温，黑色短期震荡反弹。

4. 2. 2024 年 10 月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	政策强预期下，钢价延续反弹	1. 宏观政策密集出台，且 10 月仍有进一步加码可能。 2. 10 月份仍为钢材需求旺季，需求有一定边际改善空间。 3. 螺纹钢库存低位，热卷开启去库。	政策力度低于预期，钢材需求继续大幅下滑	单边策略：螺纹、热卷建议以反弹思路对待
铁矿石	下游低库存，深度负反馈概率较低	1. 外矿供应平稳，四季度之后预计增量有限 2. 钢厂利润恢复，铁水产量仍有回升孔径 3. 四季度铁矿将延续去库	铁水产量短期快速下降，钢材需求持续走弱	单边：铁矿石逢低买入 套利：关注 1-5 跨期正套
焦煤/焦炭	关注终端需求的表现，谨慎追多。	1. 供应方面，国产煤产量维稳，进口煤方面虽然蒙煤通关量有所回落，但是随着澳煤进口窗口的打开，澳煤的进口量环比有所增加，整体供应端充足。 2. 需求方面，根据钢联最新数据，上周 247 家钢厂日均铁水产量为 223.83 万吨，周环比增加 0.45，增幅有明显的下降，铁水产量仍处于历史同期偏低位置，	上行风险：供应量缩减，安监力度加严，需求大幅增加，宏观利多 下行风险：供	观望

		叠加节前补库尾声，旺季过半，下游补库需求下降及旺季供需错配的想象空间减小。	应大幅增加，需求增幅不及预期，宏观情绪消退	
原油	油价仍偏空，但短期流畅下跌结束，旺季需求短期支撑，8月或弱势震荡	1. 海外需求不及预期，中国需求恢复有限，需求担忧逐渐验证且已计价部分，后续转强幅度有限，长期仍偏空看待。 2. OPEC+或维持现有减产退出政策，过剩担忧持续。 3. 降息预期短期过强，后续变动或影响风险资产价格。	地缘政治事件再度影响供应安全，降息情况再度延后	SC 空单止盈，短期观望
PTA	终端开工走弱备货偏慢，装置回归供应压力增加，价格区间下沿运行	1. PTA 装置开工逐渐回升，装置供应增加 2. 终端开工季节性走低，进料节奏放缓，库存小幅累积 3. 原油价格拖累，中枢整体下行	下游需求大幅走弱，原油/PX 价格出现大幅波动	建议 TA01 区间累购
乙二醇	港口库存持续去化，短期能化走低可适度进场做多	1. 显性库存继续去化，港口发货情况良好，工厂库存持续走低。 2. 终端开工有所走弱，短期备货节奏略有放缓，但远期产能出清节奏持续，多配价值仍然存在	产能存量装置短期大面积回归，下游需求长期走弱	EG01/05 买看涨期权
甲醇	震荡偏弱	1. 9月到来供需进入同增且相对稳定区间，进口到港	进口，MTO 装	2501 合约择机短

		的节奏紧密影响港口库存的变动。 2. 10月供需两旺，国内外新增产能投放推迟，进口预计下调，港口库存压力或将得到缓解，内地10月下游宝丰烯烃有投产计划，后续需继续跟踪。 3. 宏观风险偏好回升，基本面存在供应收缩，环比改善，单边价格预计企稳或有修复。	置。宏观、原油、地缘政治，政策风险等。	多，关注15正套
聚烯烃	震荡偏弱	1. 原油价格短期受降息和减产利好提振，中东局势不稳，油价反弹。中长期受需求和炼化利润偏低影响，价格偏空。 2. 10月装置检修较少，需求绩效修复空间有限，叠加投产在即，基本面承压。 3. 成本估计偏高，成本利润有回落风险。 4. 随着PE投产开始，进入产能集中投放企，LP价差或有走弱。	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治，政策等	区间操作为主，关注01LP价差走弱。
铜	仍存在上行的动力	1. 宏观方面，美联储在9月中旬开启降息通道后，9月下旬国内利好政策频出，带动市场预期出现好转 2. 供应端，矿端短缺情况不断缓解、炒作概率相对较低，加工费维持在4.68美元/吨的低位，部分炼厂存在检修扰动、但影响相对较小，进口窗口持续打开、电解铜持续流入国内市场，精炼铜整体供应情况稳定 3. 需求端，由于废铜杆开工率偏低、精废价差较小，原废铜需求转移至精铜杆，带动电解铜需求维持旺盛，叠加国庆节备货需求，电解铜社会库存维持大幅去库	宏观利多出尽后的反转回落	期价或宽幅震荡，维持阶段性做多，在政策出台临近尾声时出场。

		走势。 4. 总体而言，当前国内宏观政策出台尚未结束、预计国庆节后仍会有政策陆续出台，市场情绪仍然偏多，而铜基本面对价格存在支撑，铜价仍存在上行的动力；但要警惕政策出台后带来的利多出尽及铜价的回落。		
铝	供应端过剩 担忧仍存，后续铝价高度有限	1. 国内电解铝供应端短期持稳运行，但市场担忧四季度供应端仍有增量，多头信心不足。 2. 需求逐步转好，国内铝社会库存进入去库周期。 3. 在宏观良性与需求预期向好的情况下，铝价或整体呈现重心上移的情况，但考虑到四季度云南减产预期下降以及部分新增产能投产，市场对供应端过剩担忧仍存，预计后续铝价高度有限。	供给压力，需求旺季	多单止盈
氧化铝	基本面依旧 坚挺，对价格有所支撑	1. 国内铝土矿供应短缺尚未得到根本缓解、外部铝土矿资源的补充也在季节性减少。 2. 当前下游旺季补库需求推动流通现货进一步紧缺，短期对氧化铝期货价格形成支撑，但远月矿石投产复产预期导致上方空间有限，预计期价高位震荡为主。	矿端受限问，复产进度不及预期	观望
锌	下游消费预期或未实现， 锌价维持高位运行态势	1. 冶炼厂减产不及预期，下游开工维持弱势，采买以逢低补库为主，国内库存去库放缓。近端供应仍然偏紧，国内社会库存低位，月间结构仍然偏强运行。 2. 美联储大幅降息带来的市场情绪持续消化，然而基本面看下游消费预期或未实现，沪锌上冲动力不足，维持高位运行态势。	加工费持续下降，需求弱化	多单止盈

锡	重心逐渐上移	1. 宏观方面，受国内各类利好政策出台的影响，市场情绪维持偏多，且国庆节后仍有政策出台，多头情绪或延续至节后。 2. 供应端，矿端紧张逐渐在进口量、加工费上体现，炼厂开工率暂未下滑；进口窗口打开、社会库存去化速度放缓，整体供应端虽有扰动、但尚未形成供给缺口。 3. 需求端，电子焊料消费仍具韧性，光伏开工情况有所企稳、关注后续边际变化，锡化工开工率反弹、或带来部分需求增量。 4. 总体来看，市场情绪偏多、锡供需关系维持紧平衡，矿端紧张或支撑期价重心逐渐上移，但要留意宏观利多出尽后锡价的共振回落。	宏观利多出尽、缅甸佤邦与刚果（近）宣布复产	充分回落后中短线做多
金/银	美国通胀普遍降温，贵金属保持逢回调做多	1. 美联储将政策利率下调 50 个基点，开启了积极的货币宽松周期，在投资者寻求对冲地缘政治不确定性的大背景下，黄金的避险需求显著上升。受之影响，美元指数在震荡中逐步下滑，而黄金则是不断刷新历史新高纪录。 2. 黄金多头需要等待一些近期的盘整或适度的回调，然后再为最近确立的上升趋势的延续做准备。	美联储降息预期，中东俄乌地缘政治	回调做多
股指	震荡反弹	1. 美联储超预期降息，提振全球风险偏好。 2. 经济复苏偏慢，但货币政策超预期宽松，地产政策支持力度加强。	稳增长政策不及预期，流动性收紧超预期	谨慎做多

		3. 人民币汇率大幅升值，资金重新大幅流入。 4. 继续关注国内政策落地、增量政策及资金流入情况。	期，地缘关系 恶化超预期。	
蛋白粕	震荡偏强	1. 现阶段油厂大豆和豆粕胀库仍未缓解，且预计国内9月进口大豆到港 800 万吨以上，供应充足，现货然较难有实质性改善。 2. 9 月美豆进入收割周期，高单产再计价空间有限，而回归出口销售定价周期面临中国采购缺口现实，预计 CBOT 大豆盘中基金净空持仓调仓并带动美豆震荡反弹得概率偏大，国内豆粕受成本驱动或同样出现震荡上涨行情。	关注 9 月 USDA 美豆单 产数据，及后 期收割、运输 情况	区间操作
油脂	区间震荡	1. 国际油脂整体供应宽松格局不变，油料主导的豆菜油来自成本端的扰动或增加。 2. 9 月随着油料价格反弹且在豆油去库趋势下，预计油脂震荡空间抬升后能够获得支撑。棕榈油价格受能源及政策面消费扰动增加，但相比豆菜油的性价比优势较差，预期突破上行空间概率不高。	印度节日备货 采购；印尼生 柴政策预期消 息；中东地缘 政治及能源价 格波动	区间操作
生猪	震荡偏强	1. 9 月生猪处于中秋及国庆备货周期，出栏量和体重预期同比均有明显增加，猪肉供应充足将限制猪肉上涨空间。 2. 目前需求表现同比偏差，市场看涨预期减弱，大肥猪提前出栏供应增加导致现货提前回调。 3. 预期 9 月猪肉或价格大体能够保持稳定，远期市场	9 月关注二育 补栏节奏及中 秋消费状况	区间操作

		预期相对一致，期货端预期区间震荡为主。		
玉米	宽幅震荡	1. 9 月玉米震荡下行，新粮陆续上市，且减产不及预期，导致新粮价低开低走，新陈粮同步供应市场，压力较大；下游需求支撑不足，深加工企业门前到车辆大，接连落价。 2. 短期看，市场悲观情绪蔓延，基本面供需宽松价格仍未出现止跌迹象，长期看玉米目前呈现远月升水结构，目前 2501 合约价格已跌至低点，若后期出现政策增储预期及需求反弹等迹象，不排除在消息影响下的小幅反弹可能。	产区天气情况；新粮上量情况	观望

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn