

中金财富期货策略周报（2025 年第 1 期）

研究员：

周度投资视点

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘坤

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

宏观策略：随着美国劳动力市场数据超预期，预计美联储降息预期仍会降温。后续宏观面关注的焦点是特朗普上台后的政策，以及国内的财政政策。我们认为目前工业品不具备走单边趋势的能力，建议区间思路对待。

股指期货：目前行情类似 23 上半年的“杠铃策略”：一边是政策态度转向，对未来预期改善，风偏上行，成交额持续高位，导致主题行情占优、高换手的科技方向活跃；另一边是政策生效需要时间，政策出台节奏和力度也会根据经济现状“边走边看”，“弱现实”或将持续一段时间。预计指数区间震荡，观望为宜。

铜：矿山品味下滑以及矿产开采的干扰，全球铜矿新项目或扩建项目较少，17 家头部矿企最新的 2025 年产量指引，预计明年铜矿供给增速仅 2.2%，铜精矿供需仍将较为紧张。随着国内新建和扩建精炼项目的陆续投放以及精铜进口量的逐步恢复，叠加再生铜的自由进出，供应边际宽松或缓解冶炼厂减产压力。下游进入年底模式，价格窄幅波动，现货成交清淡。现货缺乏明显矛盾，宏观面关注特朗普政策预期，铜价重心震荡小幅回落。

锌：在矿端紧缺问题逐步缓解的情形下，前期制约锌供应的条件开始放松。11 月国内精炼锌产量超预期增加，12 月产量预计继续保持高位。需求企业开工相对平稳，但实际新增订单有限，不过春节前夕，库存持续去化，来到近年来季节性相对低点。宏观氛围及基本面因素均偏空，沪锌缺乏上行动力，预计近期以偏弱整理为主。

钢材：上周新办新闻发布会，传递出 2025 年财政政策将加大对消费和地产的支持，市场情绪因此受到提振。目前距离春节仅剩两周，现实需求不佳，下游冬储不积极，短期市场受情绪提振，但需注意可持续性。

原油：全球原油供需格局正在从之前的偏紧平衡转向过剩甚至严重过剩，国际油价重心将在这一过程中逐渐震荡下移。主流机构预测 2025 年 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶左右，一季度不排除低至 65-70 美元/桶。整体而言，我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险，当前原油价格处于偏中性估值水平，但今年不确定性因素较多，未来油价的波动率不容小觑。

橡胶：我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启新一轮牛市，现在这一大级别走势的拐点已经悄然到来。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，国内青岛地区库存节奏亦十分罕见，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。虽然距离 2011 年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实，今后不宜再作为空配品种看待。

油脂油料：随着南美大豆陆续进入生长关键期，美豆市场的关注点将继续向南美天气集中。因此，下周阿根廷产区降雨兑现程度将对美豆市场走向产生重要影响。由于目前巴西大豆生长状态整体正常，巴西大幅增产预期有助于对冲阿根廷局部减产对市场的影响，进而削弱天气炒作力度。美国洛杉矶突发大火，引发市场对美西港口对华出口大豆受阻的担忧，对国内豆粕市场的调整节奏造成干扰。由于美豆对华出口占比已经降到不足 20%且美豆还可以选择南部港口发运，此次突发事件造成的影响主要是在心理层面，基本不会对美豆对华出口造成实质性影响。国内油脂市场市场受外部政策影响较大，随着国内春节备货陆续结束，需求端对油脂价格的支撑作用减弱，在技术抛压下，油脂市场整体向下调整的概率依然较大。当前国产大豆供给充裕，需求低迷，购销渠道单一，国产大豆大量入库存储导致供应压力后移。南美大豆保持丰产预期，进口大豆成本回落，压榨补贴预期未兑现，国产大豆市场看涨信心不足。豆一期货市场仍处低位震荡状态，缺少现货配合，反弹高度仍然受限。

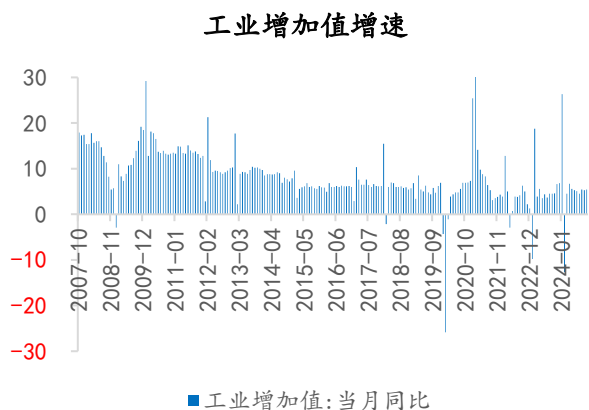
目录

周度策略：市场焦点仍在政策力度.....	- 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 国内经济增长动能延续季节性放缓	- 7 -
3 流动性跟踪：资金面的关键时刻.....	- 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 -
钢材.....	- 14 -
1 国新办新闻发布会提振市场情绪	- 14 -
2 国际形势不确定性增强.....	- 14 -
3 铁水产量下降 库存加速累积.....	- 15 -
4 小结	- 16 -
5 钢材期货现货数据	- 16 -
原油.....	- 18 -
1 2025 原油前景黯淡	- 18 -
2 寒潮短期推高油价	- 18 -
3 OPEC 减产仍可维系	- 18 -
4 对俄制裁再度加码.....	- 19 -
5 投行机构普遍唱衰	- 19 -
6 下行风险高于上行	- 19 -
7 原油期现数据	- 19 -
天然橡胶.....	- 22 -
1 大局平衡季节走弱	- 22 -
2 放量预期正在兑现	- 22 -
3 青岛地区库存累增	- 22 -
4 轮胎开工边际下滑	- 22 -
5 BR 成本端转向宽松	- 23 -
6 胶价重拾上升趋势	- 23 -
7 橡胶期现数据	- 23 -
油脂油料：阿根廷中期降雨预报令美豆反弹受阻，国内粕价大幅回调.....	- 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 3：中国居民消费价格指数



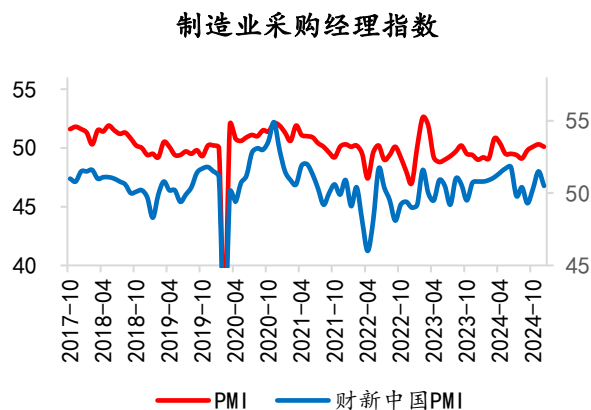
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



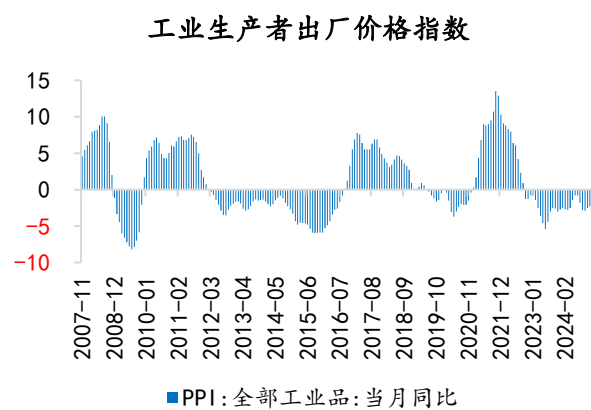
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



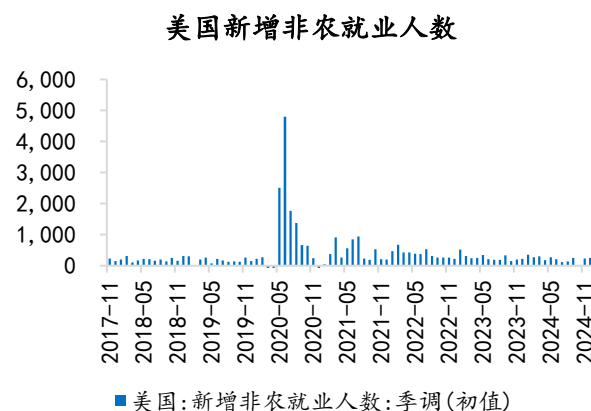
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：市场焦点仍在政策力度

近期工业品市场走势陷入较为明显的震荡行情，除了春节这个传统的季节性因素影响之外，包括宏观方面变化不大，以及政策端较为沉寂也有关系。我们认为，随着特朗普的再度就任，宏观消息面的扰动有望增加。考虑到短期工业品市场走势随机性较强，建议以区间思路对待。

PPI 反弹仍待政策发力

12 月 CPI 同比增速为 0.1%（前值 0.2%），环比增速为 0%（前值-0.6%），基本符合预期。从结构上看，12 月食品烟酒类价格同比持平，其他七大类价格五类涨，两类降。其中，其他用品及服务、衣着价格分别上涨 4.9%和 1.2%，教育文化娱乐、医疗保健价格均上涨 0.9%，居住价格上涨 0.1%；交通通信、生活用品及服务价格分别下降 2.2%和 0.7%。

12 月 PPI 同比增速为-2.3%（前值-2.5%），环比增速为-0.1%（前值 0.1%），虽然符合市场预期，但是同比增速依然较弱。

加大“两新”力度是价格端回升的重要原因。近日，中央财政已预下达 2025 年消费品以旧换新资金 810 亿元，支持各地做好政策持续实施的衔接工作。据商务部市场运行和消费促进司司长李刚在国务院政策例行吹风会上表示，2024 年全年汽车报废更新超过 290 万辆，置换更新超过 370 万辆，带动汽车销售额 9200 多亿元，超过 3600 万名消费者购买了八大类家电产品 5600 多万台，带动销售额 2400 亿元。家装厨卫“焕新”带动销售相关产品近 6000 万件，销售额约 1200 亿元，电动自行车以旧换新超过 138 万辆，带动新车销售超过 37 亿元。

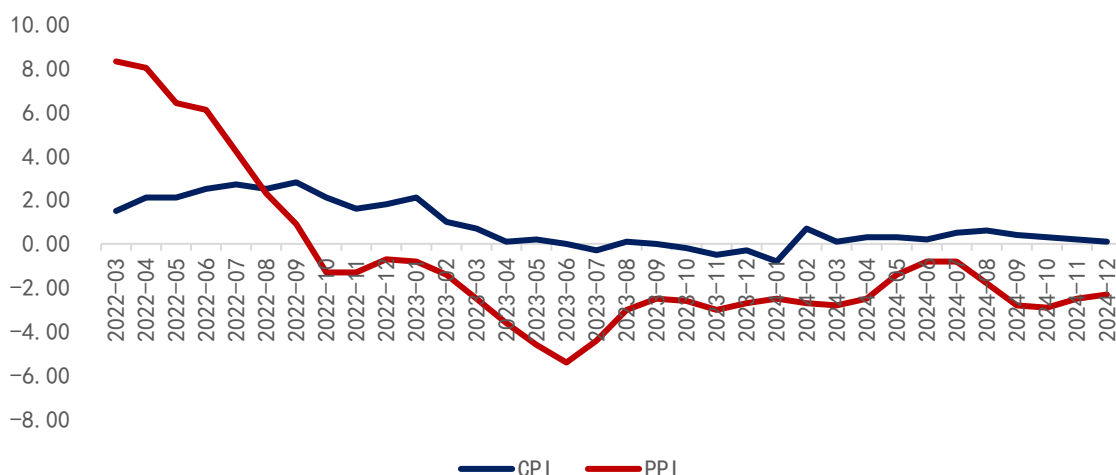
目前居民部门的消费需求仍处于修复的关键节点，随着增量逆周期政策发力和消费需求的渐次改善，预计 2025 年 CPI 大概率小幅回升，CPI 的走势也体现了政策对于总需求，乃至经济增长的重要意义。。

PPI 方面，我们认为 PPI 同比转正概率较低。当前由行业协会层面主导的产能优化升级对 PPI 的拉动作用可能相对有限，如果仅依赖于市场自然出清可能速度相对缓慢。目前的政策组合更多指向提振信心，对终端需求和供需缺口弥合的实质性改善仍需观察，特别是具有针对性的增量地产、消费等总需求侧政策陆续出台，才有可能进一步判定 PPI 的持续性反弹信号。

目前市场关注的焦点仍在于政策，上周五的财政部国新办发布会，财政部副部长廖岷表示，请大家放心，2025 年财政政策方向清晰明确，非常积极。

周一到周二，国新办还有两场部委发布会，周一上午 10 点，海关谈进出口情况；周二下午 3 点，央行说金融。

图表 1: CPI 和 PPI



资料来源: wind 资讯, 中金财富期货

1 月是否降息仍是外围热点

12 月非农报告强劲，市场再现紧缩交易。

新增非农就业大超预期。新增非农就业 25.6 万，预期 16.5 万；新增非农私人就业 22.3 万，预期 14 万；过去两个月合计小幅下修 0.8 万。新增就业主要集中在五个行业：1) 教育和保健服务、政府部门一直是就业增长的核心支柱；2) 零售、休闲酒店的就业增长与美国零售销售情况基本对应，预计 12 月美国零售销售或维持偏强态势；3) 服务业 PMI 上行超预期，专业和商业服务新增就业回升。在罢工因素的影响消退后，制造业新增就业转负。

失业率超预期下行，从 4.23% 降至 4.08%，好于预期的 4.2%；劳动参与率 62.5%，与前值和预期一致。从年龄群体来看，各年龄段的就业增长均有明显改善，失业率均有下行，16-19 岁青年、20 岁以上男性、20 岁以上女性群体分别带动失业率下降约 0.05、0.08、0.05 个百分点。从失业原因来看，企业裁员下降带动失业率下行约 0.1 个百分点，再次进入劳动力市场群体找到工作带动失业率下行 0.09 个百分点，是拉动失业率下行的主因，这与同期初请和续请失业金人数的下降相印证，也体现就业市场需求依然偏强。

目前来看，美国经济软着陆概率较大，甚至存在不着陆的可能。基于美联储去年 12 月 SEP 和当下市场预期（核心 PCE 同比约 2.5%、失业率约 4.3%），根据货币政策规则的估计，今年美联储降息次数应为 2 次。不过鉴于特朗普政策的推进节奏和力度依然不明，今年降息前景和节奏仍存较大的不确定性。因此 1 月是否降息仍是近期的热点之一。

观察特朗普上台之后的表现

随着美国劳动力市场数据超预期，预计美联储降息预期仍会降温。后续宏观面关注的焦点是特朗普上台后的政策，以及国内的财政政策。我们认为目前工业品不具备走单边趋势的能力，建议区间思路对待。

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	1 月 10 日	中国财政部副部长廖岷：请大家放心，2025 年财政政策方向清晰明确，非常积极	2025 年的 2 万亿元置换债券已启动了相关的发行工作。更加积极的财政政策可期	关注财政政策的变化
	1 月 11 日	中国人民银行阶段性暂停公开市场买债	央行宣布暂停国债买入，有助于缓解资产荒，平衡国债市场供求关系	当前债市对于货币宽松有抢跑之嫌
数据	1 月 10 日	12 月 CPI 同比上涨 0.1%，PPI 环比转跌	CPI 比上年上涨 0.2%，工业生产者出厂价格和购进价格均下降 2.2%	PPI 回升仍需时日
	1 月 10 日	央行将在香港发行 600 亿元央票，规模为 2018 年以来最大，显示了对维稳汇率的决心	在当前时点发行离岸人民币央行票据、加大离岸市场高等级人民币债券供给力度	央行对维稳汇率的决心很大
事件	1 月 9 日	拜登政府卸任前持续颁布“遏华”新规	比如政策限制美国公司出口强大图形处理器（GPU）的数量	贸易战之下，没有赢家

资料来源：中金财富期货研究所

2 国内经济增长动能延续季节性放缓

国内经济增长动能延续季节性放缓。上周高频数据看：

生产平稳，上周（1.6-1.10）主要钢材品种库存较上周上升，全国主要钢企高炉开工率较上周下降，螺纹钢全国主要钢厂开工率较上周下降；秦皇岛港煤炭库存较上周上升；纯碱、石油沥青装置、苯乙烯开工率较上周上升，PTA、涤纶长丝、聚酯切片开工率较上周下降；全钢胎汽车轮胎开工率较上周上升，半钢胎汽车轮胎开工率较上周上升。总体看，本周生产整体平稳运行。

上周（1.6-1.10）30 大中城市商品房成交面积下降；无氧铜杆价格上升，热轧板卷、螺纹钢、玻璃期货、高线、水泥、冷轧板卷、沥青期货价格下降；全国电影票房较上周上升，义乌小商品价格指数下降；进出口相关指数中，波罗的海干散货指数、CICFI 综合指数、SCFI 综合指数、宁波出口集装箱运价指数下降，CCFI 综合指数上升。

通胀观察：上周（1.6-1.10）农产品批发价格 200 指数环周上升 0.26%至 122.3 点，猪肉平均批发价上升 1.54%至 22.7 元/公斤，7 种重点监测水果平均批发价下降 0.51%至 7.1 元/每公斤，28 种重点监测蔬菜平均批发价上升 0.21%至 5.2 元/公斤；布伦特原油现货价格较上周上升 3.66%至 78.2 美元/桶，WTI 原油期货价格较上周上升 1.81%至 73.8 美元/桶，IPE 英国天然气期货结算价环周下降 5.62%至 115.8 便士/色姆，LME 铜现货价较上周上升 2.12%至 8916.5 美元/吨，LME 铝现货价较上周下降 0.56%至 2500.2 美元/吨。

（1）上周食品、非食品价格均上涨。预计 2025 年 1 月 CPI 食品环比约为 3.5%，非食品环比约为 0.5%，CPI 整体环比约为 1.1%，1 月 CPI 同比或明显上升至 0.9%。

(2) 12 月上旬国内流通领域生产资料价格企稳回升，但中旬、下旬持续下跌。预计 2025 年 1 月国内 PPI 环比约为零，PPI 同比回升至-2.1%。

3 流动性跟踪：资金面的关键时刻

资金收敛，银行融出低位。

资金面先松后紧，上周一至周四呈现小幅上行的趋势，但基本维持宽松状态，周五开始较大幅度收敛。资金收敛过程中存在两个特征：一是资金分层现象反而有所缓解，同时交易所资金价格也略低于银行间；二是银行体系净融出持续下滑。这都反映当前资金面的关键问题是银行资金并不充裕，和前一周资金面的状态一致。

持续偏低的银行融出是资金面的隐忧，尤其是本周（1 月 13-17 日）将迎来资金面的关键时刻，大额 MLF 到期+居民取现需求+税期累计带来约 3.5 万亿以上的资金缺口。在银行资金并不充裕的情况下，央行对冲方式变得格外关键。面对大税期和春节，过去几年央行资金投放方式主要是逆回购、MLF 和降准等。投放偏少的年份，典型如 2021 年，一度引发高至 6%+ 的隔夜。

因而，接下来的资金面关键期，重点关注两个变化。一是央行资金投放规模以及银行资金供给量变化，从往年情况来看，对冲力度比较大的年份，税期资金投放在 1.5 万亿以上，春节前在 2 万亿以上。如果本周（1 月 13-17 日）央行投放仍然偏少，银行融出一直没有恢复（持续在 4 万亿以下），则需高度警惕资金面可能继续收敛；二是杠杆率的变化，经历过 1 月上旬的资金面收敛，杠杆率已经在持续下滑，截止 1 月 10 日，银行间债市杠杆率在 107.5% 附近，从 24 年 10 月以来多在 108% 以上，机构提前降杠杆也提供了安全垫。

4 宏观策略

随着美国劳动力市场数据超预期，预计美联储降息预期仍会降温。后续宏观面关注的焦点是特朗普上台后的政策，以及国内的财政政策。我们认为目前工业品不具备走单边趋势的能力，建议区间思路对待。

5 股指期货市场分析

两市继续震荡

指数震荡偏弱。近期发改委、财政部宣布部分举措，整体上符合预期，但消费品“以旧换新”规模、赤字率提升幅度等还需等待 3 月两会上公布，对市场提振有限。此外海外风险持续累积，一是特朗普继续实施逆全球化，市场对出口和经济冲击担忧持续发酵。二是美联储 12 月会议纪要显示美联储官员对降息分歧加剧，转向鹰派路径概率大幅提升，对美股及全球资本市场形成偏好抑制。因此，整体上在经济基本面显著改善或国内政策加码对冲前，预计市场延续震荡态势不变。

如何看待近期外部风险变化？外部风险持续累积，可能对风险偏好形成一定抑制。一方面，特朗普继续表态逆全球化举措，临近上台市场担忧其政策举措对全球出口和经济增长冲击持续发酵。另一方面，美联储 12 月会议纪要显示美联储官员对降息分歧加剧，转向鹰派路径概率大幅提升，12 月美国非农数据大超市场预期也为放缓降息提供更多支撑，对美股形成扰动同

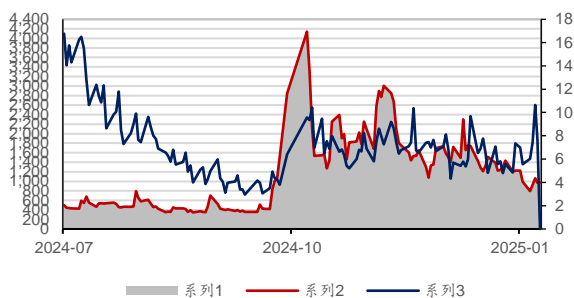
时对全球市场形成偏好抑制。

耐心等待指数调整结束

近期受到“春节效应”和“业绩预告披露效应”影响，市场出现了一定调整。基于学习效应，既然杀跌的原因是因为业绩预告披露可能会不及预期，而担心业绩预告披露的投资者会在业绩披露前离开这个市场，那么等到真正业绩披露期的时候，可能抛压已经不大。那么从1月中旬开始，指数如果再度大幅回落，可能存在较好的中线机会。

政策驱动与主题轮动把握信创和消费阶段大波动。市场正处于“强预期，弱现实”的赛点 2.0 第二阶段，类似 23 上半年的“杠铃策略”：一边是政策态度转向，对未来预期改善，风偏上行，成交额持续高位，导致主题行情占优、高换手的科技方向活跃；另一边是政策生效需要时间，政策出台节奏和力度也会根据经济现状“边走边看”，“弱现实”或将持续一段时间，垄断红利不时会有所表现。惠民生、促消费后续政策加力也值得期待。

图表 8：融资融券数据图



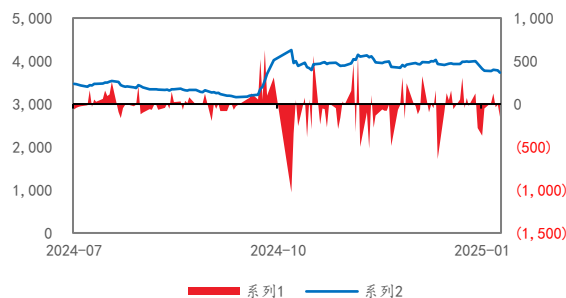
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



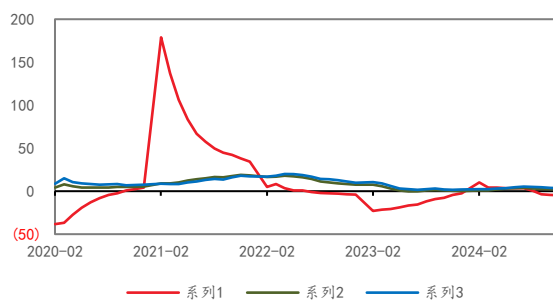
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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

近年来全球铜矿扰动频发，对有效供给形成约束。近年来，全球铜矿供给扰动率约为原定产量目标的 5%，背后反映出的是近年来前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。一系列因素将在中长期内影响矿业开采，对有效供给形成约束。2024 年以来智利、赞比亚等地区的干旱、电力紧缺、罢工等铜矿干扰事件频发，铜矿短缺问题进一步发酵。

供应端趋于宽松

江西铜业等中国铜企业与 Antofagastat 敲定 2025 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 21,25 美元/吨与 2.125 美分/磅。2025 年铜精矿长单加工费较 2024 年的 80 美元/吨与 8.0 美分/磅大幅下降，显示明年铜矿仍将处于紧缺状态。而铜冶炼加工费长单价格的大幅下滑。将进一步压缩国内铜冶炼厂利润，铜冶炼厂减产及矿端紧缺向电解铜传导的可能性也将增加。

据 SMM，11 月国内电解铜产量环比增加 0.94 万吨到 100.51 万吨，且较预期上升 2.42 万吨，预计 12 月国内电解铜产量环比大幅增加 3.17 万吨，丰因此前检修产能陆续复产，前期投产的冶炼厂加快投产速度，此外部分冶炼厂为追赶年度生产计划在 12 月也增加了产量，令 12 月预期产量大幅增加。10-11 月国内电解铜进口窗口总体维持打开状态，进口货源流入较多，且下游需求尚可，多数预计流入市场而非入库，另外据 SMM 了解，12 月来自南美及日韩的货源较多，12 月进口铜整体到货量较多。潜在风险仍存，警惕精废价差扩大后，废铜供应持续增加，对铜产业供应端产生的冲击；

需求复苏，但低于预期

下游进入年底模式，价格窄幅波动，现货成交清淡。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下游消费主体线缆需求季节性减弱，可能存在一定的工厂库存，后期仍有累库预期，关注炼厂发货节奏。

国家统计局发布数据显示，1-10 月份全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%（按可比口径计算）；其中，住宅投资 65644 亿元，下降 10.4%。1-10 月份房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。其中，住宅施工面积 504493 万平方米，下降 12.9%。房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%。其中，住宅新开工面积 44569 万平方米，下降 22.7%。房屋竣工面积 41995 万平方米，下降 23.9%。其中，住宅竣工面积 30702 万平方米，下降 23.4%。

2 结论

矿山品味下滑以及矿产开采的干扰，全球铜矿新项目或扩建项目较少，17 家头部矿企最新的 2025 年产量指引，预计明年铜矿供给增速仅 2.2%，铜精矿供需仍将较为紧张。随着国内新建

和扩建精炼项目的陆续投放以及精铜进口量的逐步恢复，叠加再生铜的自由进出，供应边际宽松或缓解冶炼厂减产压力。下游进入年底模式，价格窄幅波动，现货成交清淡。现货缺乏明显矛盾，宏观面关注特朗普政策预期，铜价重心震荡小幅回落

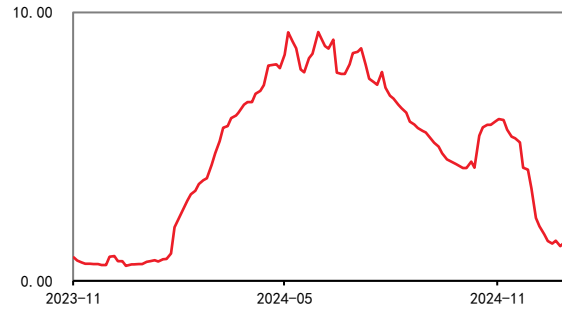
3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



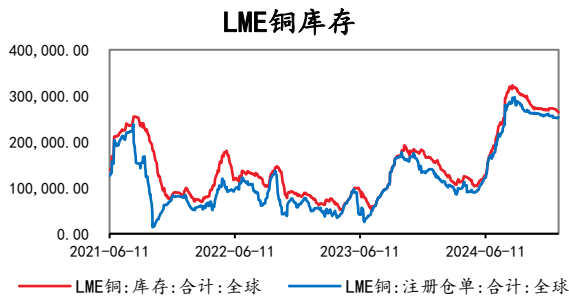
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



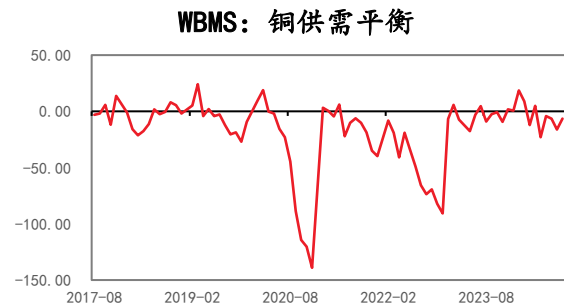
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



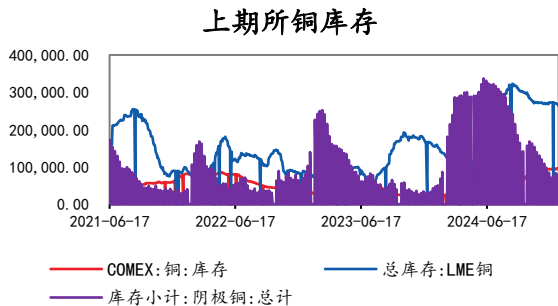
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



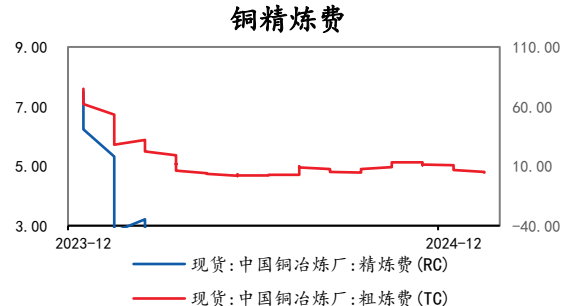
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

冶炼产量在矿端紧缺的影响下呈现萎缩状态

在今年 8 月的行业会议上，冶炼厂由于原料短缺和生产利润倒挂的原因，14 家冶炼企业（合计产能达 417 万吨，占全国原生锌冶炼总产能的 70%）计划联合减产，但实际减产效果不佳，阻力主要来自于中大型炼厂。根据 SMM 数据，2024 年 11 月锌锭产量 50.98 万吨，同比变动-12.0%，环比变动 0.3%，1-11 月共产锌锭 567.48 万吨，累计同比变动-5.9%。预计 12 月锌锭产量为 51.7 万吨，2024 年累计锌锭产量 619.2 万吨，累计同比下滑 6.5%。

根据海关数据，2024 年 11 月锌锭净进口 3.47 万吨，同比变动-32.5%，环比变动-39.8%，1-11 月累计净进口锌锭 40.04 万吨，累计同比变动 13.6%。综合来看，2024 年 11 月国内锌锭供需差为短缺-0.63 万吨，1-11 月国内锌锭累计供需差为过剩 5.72 万吨。

镀锌开工率回升

临近年底企业订单小幅走弱，镀锌、氧化锌行业开工率分别下降 3.76 和 3.52 个百分点，叠加前期下游已经补库，导致近期的采购比较谨慎。

2024 年 1-10 月，新开工、施工及竣工面积同比均下行，新开工面积累计同比-22.6%，施工面积累计同比-12.4%，竣工面积累计同比-23.9%。房地产投资完成额同比不断下行，竣工贡献负增长，房地产行业用锌量预计会持续下行。锌的建筑需求主要体现在施工端墙体的骨架、屋顶使用镀锌钢材，消防水管、通风管道用镀锌管道，楼层板及施工浇筑平面用镀锌板块。竣工端则是门窗、护栏和卫浴等对镀锌板卷和锌合金的需求。进入 2024 年，随着房地产竣工端同比增速转负，房地产行业需求全方位下滑。

中汽协数据显示，11 月汽车产销分别完成 343.7 万辆和 331.6 万辆，环比分别增长 14.7%和 8.6%，同比分别增长 11.1%和 11.7%，月度产销创历史新高。1-11 月汽车产销分别完成 2790.3 万辆和 2794 万辆，同比分别增长 2.9%和 3.7%，汽车产量增速较 1-10 月扩大 1.1%，销量增速

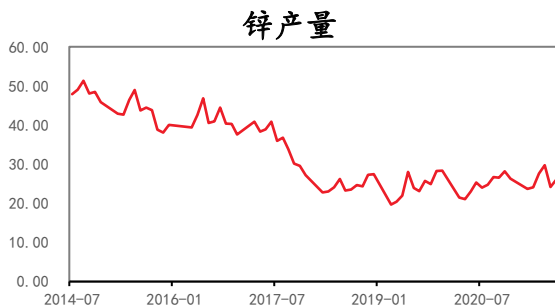
扩大 1 个百分点。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.3%。四季度是国内消费旺季，补贴力度加大带动国内换新需求明显增加可部分抵消出口减弱，预计四季度国内汽车产量表现仍较好，但海外汽车产量可能持续偏弱。

2 总结

在矿端紧缺问题逐步缓解的情形下，前期制约锌供应的条件开始放松。11 月国内精炼锌产量超预期增加，12 月产量预计继续保持高位。需求企业开工相对平稳，但实际新增订单有限，不过春节前夕，库存持续去化，来到近年来季节性相对低点。宏观氛围及基本面因素均偏空，沪锌缺乏上行动力，预计近期以偏弱整理为主。

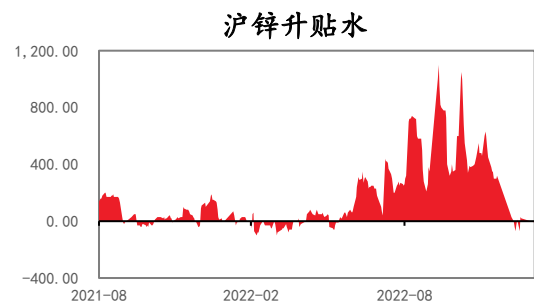
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



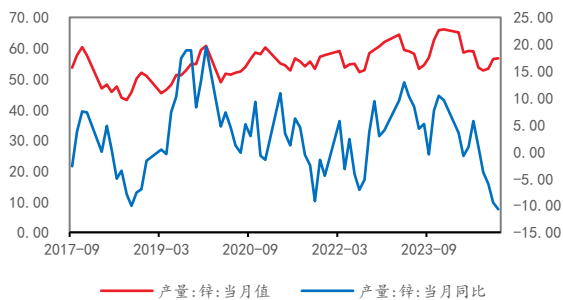
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：沪锌升贴水



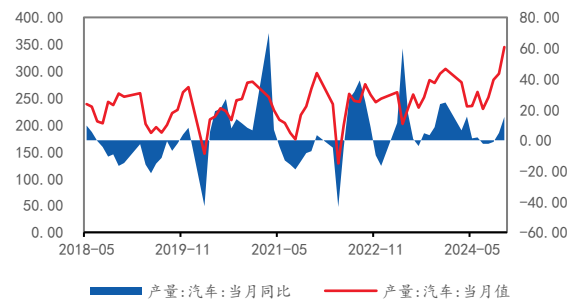
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 国新办新闻发布会提振市场情绪

2025 年 1 月 10 日，国务院新闻办公室举行了主题为“中国经济高质量发展成效”的系列新闻发布会，重点介绍了财政领域的高质量发展成效以及 2025 年的财政政策安排。

财政部副部长廖岷首先回顾了 2024 年财政运行的总体情况，并从收入、支出和政策效果三个方面进行了总结。2024 年下半年，在一系列增量政策落地后，财政收入增速由负转正，9 月至 11 月持续向好，全年财政收入实现收支平衡。政策方面，2024 年财政政策在促进消费、扩大投资、保障民生和支持新动能培育方面取得显著成效。特别是通过超长期特别国债支持“两重”项目建设，加大汽车和家电以旧换新补贴力度，直接推动了消费需求的增长。同时，针对地方政府债务问题，财政部推出了力度空前的债务置换计划，全年安排 12 万亿元政策资金，既缓解了地方债务压力，也增强了地方发展的动能。

在展望 2025 年财政政策时，廖岷表示，财政部将按照中央经济工作会议的部署，实施更加积极有力的财政政策，重点从“力度、效率和时机”三个维度打好政策“组合拳”。

1. **提高赤字率，增强逆周期调节能力：**2025 年将适度提高财政赤字率，扩大债务规模，包括发行超长期特别国债和地方政府专项债券，以进一步增强财政对经济稳定的支持力度。
2. **优化支出结构，注重惠民生和促消费：**财政支出将继续向民生领域倾斜，特别是提高城乡居民养老金和医保补助标准，同时大力支持教育、科技、乡村振兴和绿色低碳发展。
3. **加快政策落地，提前释放政策效应：**财政部将主动靠前发力，加快预算资金的下达和债券的发行进度，以尽早形成实际投资和消费拉动。
4. **深化财税体制改革：**在继续推进专项债管理机制优化的同时，财政部将加强对政府债务的全流程监管，严防新增隐性债务，确保债务管理的规范性和可持续性。

针对房地产市场，财政部在 2024 年通过税收优惠、专项债支持和金融工具的创新，有效缓解了房地产企业的流动性压力，并提振了市场信心。例如，通过降低契税和土地增值税预征率、取消普通住宅和非普通住宅的划分，进一步减轻了购房者和房地产企业的税负。在 2025 年，财政部计划扩大专项债的使用范围，支持地方收购存量商品房用作保障性住房，同时加大对土地储备的专项债支持力度，以改善土地供求关系并提升房地产市场活力。

财政部还明确提出，2025 年扩大内需将是财政政策的核心任务。消费方面，财政部将继续优化以旧换新补贴政策，扩大补贴覆盖范围，并支持养老服务业、文化旅游等新兴消费产业的发展。投资方面，政府将增加中央预算内投资规模，重点投向基础设施补短板、新兴产业培育和绿色低碳发展领域，通过政府投资带动社会资本的投入，为内需增长注入持续动力。

本次新闻发布会传递出 2025 年财政政策将更加强调精准性、持续性和系统性的信号。在内外经济环境挑战加剧的背景下，财政政策将继续通过提振消费、扩大有效投资、支持房地产市场回稳以及加强民生保障，推动经济高质量发展。

2 国际形势不确定性增强

近期发布的美国 12 月非农就业报告再度超出市场预期，新增就业人数达到 25.6 万人，远高于预期的 16.5 万人，同时失业率降至 4.1%，创下新低。尽管平均时薪同比增速为 3.9%，略低于预期，但环比增速符合市场预期，显示美国劳动力市场韧性依旧强劲。在如此强劲的就业数据支撑下，美联储的降息预期再度被推迟，加息甚至重新成为下半年货币政策的潜在讨论点。然而，这一背景下，特朗普即将于 1 月 20 日就任美国总统，其政策的不确定性尤其在中美贸易领域，将为国际经济形势增添更多变数。

首先，非农数据显著超预期，尤其是新增就业人数创下 9 个月来的最大增幅，表明美国经济仍具较强内生动力。这种动能的持续或为美联储进一步调整货币政策提供支撑，但政策路径的不确定性正在增加。一方面，美联储在过去一年累计降息 100 个基点，试图缓和经济下行风险，但就业市场的超预期表现和失业率的再度下降，令市场对降息节奏产生了怀疑。特别是在当前薪资粘性较强的背景下，消费动能依旧保持高位，美联储可能不得不推迟降息，甚至考虑下半年重新转向加息，以应对可能再度抬头的通胀压力。

其次，特朗普即将再次就任总统，其政策方向充满不确定性，尤其是在贸易和税收领域可能带来新的扰动。作为推动中美贸易冲突的关键人物，特朗普在 2018 年开始对中国大规模征收关税，如今重新执政后，可能继续采取贸易保护主义政策。市场普遍关注特朗普是否会延续现行的关税政策，甚至可能出台更具攻击性的措施以“保护美国制造业”。中美经贸关系的不确定性不仅影响全球供应链的稳定，也可能加剧中美两国之间的经济脱钩风险，对全球贸易秩序带来深远影响。与此同时，美国国内政策如对外资审查的加强、技术领域的限制措施等，也可能进一步加剧国际经济环境的不确定性。

特朗普政府的政策倾向，叠加美联储潜在的政策转向加剧了国际形势的不确定性，对我国外部环境构成较大压力。

3 铁水产量下降 库存加速累积

上周全国高炉产能利用率及电炉产能利用率略有下降。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 84.2%，环比下降 0.3 个百分点，同比上升 1.6 个百分点；91 家电炉产能利用率为 51.3%，环比下降 1.1 个百分点，同比下降 8.7%。五大品种钢材的周产量为 808.4 万吨，环比下降了 2.6%，同比下降了 7.0%。上周长流程产量继续回落，日均铁水产量下降了 0.8 万吨至 224.3 万吨。在需求淡季的延续下，钢厂停产限产增多，螺纹钢的产量明显下滑。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 781.2 万吨，环比增加了 1.9%，同比下降了 18.7%。钢厂库存为 351.2 万吨，环比增加了 0.6%，同比下降了 18.8%。钢材总库存增幅扩大，环比增长了 1.5%，增幅较前一周扩大了 0.9 个百分点。厂库与社会库存均有所回升，螺纹钢的厂库和热卷的社会库存增幅明显。

根据产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 791.8 万吨，环比下降了 3.8%，同比下降了 5.8%。其中，螺纹钢的周表观消费为 190.1 万吨，环比下降了 3.7%，同比下降了 13.1%。上周五大品种钢材的表需普遍走弱，节前消费下行趋势延续。建筑钢材的周成交量为 8.5 万吨，环比下降了 17.9%。

上周钢材现货价格偏弱运行，主流钢材品种的即期毛利小幅回落。247 家钢厂的盈利率为 50.6%，

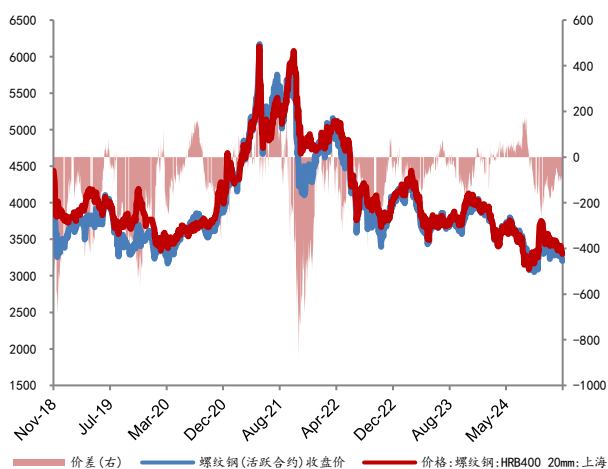
环比增加了 2.5 个百分点。

4 小结

上周新办新闻发布会，传递出 2025 年财政政策将加大对消费和地产的支持，市场情绪因此受到提振。目前距离春节仅剩两周，现实需求不佳，下游冬储不积极，短期市场受情绪提振，但需注意可持续性。

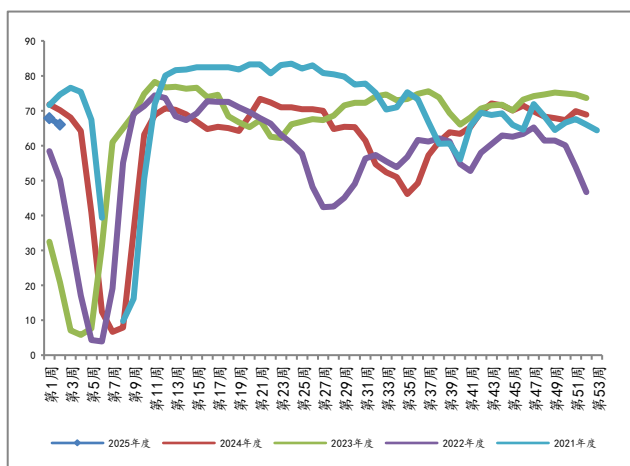
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



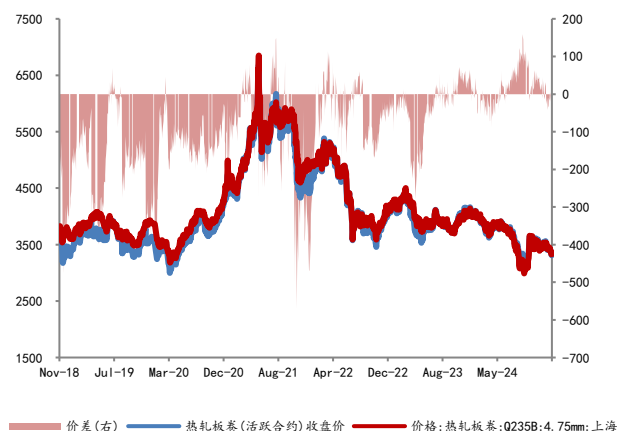
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



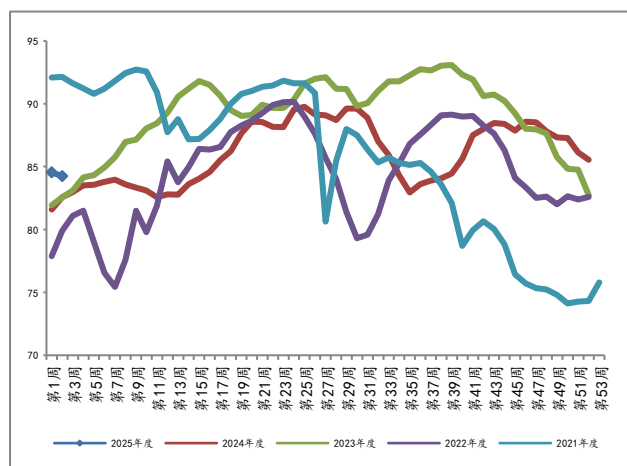
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



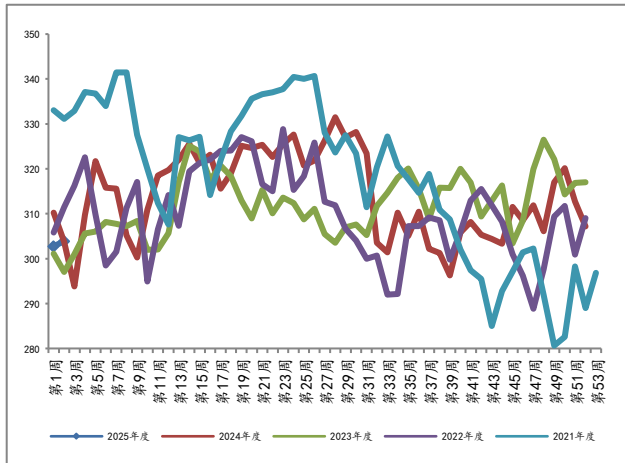
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



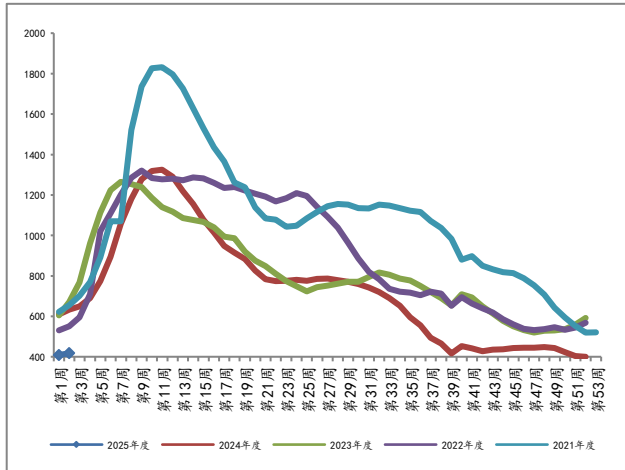
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



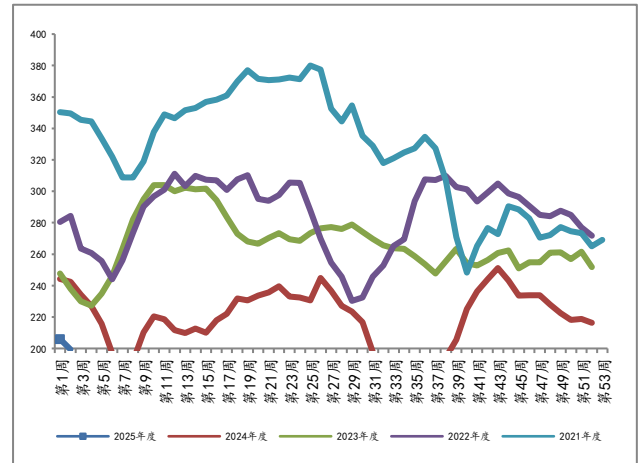
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



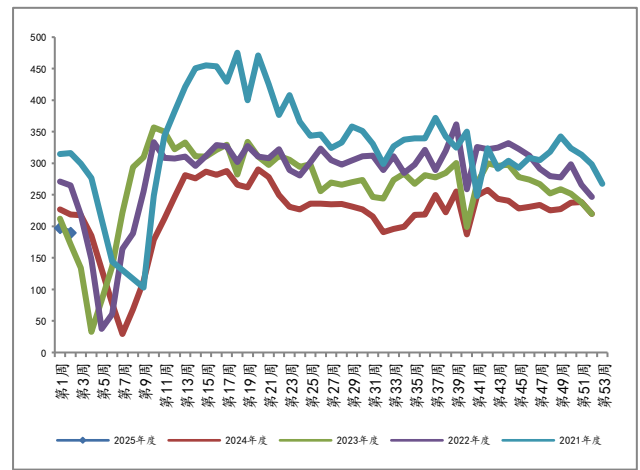
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 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 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 2025 原油前景黯淡

全球原油市场从供需平衡转向宽松，在出现过剩的一致性预期下，机构普遍适当下调油价预测。中石油经济技术研究院的结论是，2025 年原油市场供需将相对宽松，且中国原油消费量将达到峰值，基于此预计全年国际油价大概在 65-75 美元/桶区间。标普全球大宗商品的原油市场分析预测，2025 年一季度，全球原油累库速度将达到 100 万桶/日的水平，极大增大国际油价下行压力，预计全年油价将维持在 68-75 美元/桶附近。一方面难以发生超预期减产，另一方面需求降速将成为常态，原油供需过剩的担忧将令油价持续承压。

2 寒潮短期推高油价

近期，国际原油市场出现明显反弹，主要是北美遭遇严寒天气所致。据悉，极地涡旋正在向南席卷美国东部，1 月或将创下十年来美国最冷的月度记录，局部地区平均气温将低于 20 华氏度，往南至墨西哥湾沿岸都将出现冰冻天气。回顾近年历史表现，寒潮侵袭对美国油气产业可造成较强的阶段性冲击，上游钻井生产和下游炼厂开工通常都会受到影响。正常随着寒潮消退，原油炼化企业将迅速复工，但由于美国大部地区电力系统普遍陈旧，寒潮一旦对电网基础设施造成损坏，容易导致当地工业生产瘫痪数周，给原油及成品油供应带来不确定性，2021 年行情具有一定参考价值。

美国寒潮对能源市场的影响仍在观察中，根据气象预测，寒潮大概将持续到整个 1 月，并从 2 月逐渐开始消退，严寒天气或将在 1 月中旬前后达到峰值水平。随着美国和欧洲部分地区进入严冬季节，在未来数周刺激取暖油和天然气需求，极端天气可能会对原油价格提供额外的利多支撑。2025 年北半球冬春季，天气预计将比往年更冷，目前欧洲天然气储存量略高于 70%，远低于去年同期 85% 和五年均值 76%，说明天然气储存量比预期更快的速度下降。

目前市场交易寒潮预期推高油价，但即使影响程度较为严重，天气也仍属于季节性且偏短期因素，无法改变原油市场过剩的大趋势。近期供暖需求凸显，取暖油出现边际去库，原油期货月差再次拉开，表明现货供需短期走强。不过油价阶段性反弹后，部分获利多头了结离场，未来不确定性因素仍然较多，中长期上涨驱动较为薄弱。

3 OPEC 减产仍可维系

第三方调查显示，经过两个月的增长后，OPEC 原油整体供应水平在 2024 年 12 月出现回落，主要因为该组织两大稳定增产的成员阿拉伯和伊朗产量意外滑坡。12 月 OPEC 原油产量合计 2646 万桶/日，环比 11 月下滑 5 万桶/日，其中产量降幅最大的是阿拉伯和伊朗，分别减少了 9 和 7 万桶/日，尼日利亚等国增产则部分抵消了这一效果。另一方面，美国能源信息署（EIA）发布的高频数据显示，近期美国原油产量仍维持在 1357.3 万桶/日的历史高位，活跃钻井平台数量下降速度放缓，加上二叠纪盆地钻井效率提升，令美国原油生产和出口能力增强，再次和 OPEC 争夺市场份额和定价权。短期来看，过剩预期的利空阶段性出尽，然而非 OPEC+ 产量上升和全球需求放缓仍令市场担忧，从而限制了油价上涨空间。

4 对俄制裁再度加码

OPEC 的主要盟友方面，俄罗斯和哈萨克斯坦之前承诺，将在 2025 年进一步减产以弥补此前的超额生产。据业内人士透露，2024 年 12 月俄罗斯原油产量降至 897 万桶/日，较此前数月明显减少，低于 OPEC+ 规定的产量目标约 7000 万桶/日。俄罗斯曾表示，受冬季严寒天气条件限制，该国将主要在 2025 年 3-9 月期间进行补偿性减产。外部来看，欧美一直在加大对俄罗斯原油出口的制裁力度，希望减少其能源销售收入。鉴于印度等国对俄罗斯原油进行中转倒卖，美国、欧盟和英国宣布了一系列针对影子船队的新制裁措施，即以运输俄罗斯原油及油品的油轮作为目标。由于俄罗斯没有太多的原油库存容量来储存现货，此举或迫使其在今年晚些时候主动控产，叠加 OPEC 一季度减产执行率有保证，令全球原油供应压力有所缓解。

5 投行机构普遍唱衰

除了实盘交投外，主流金融投资机构亦普遍不看好明年原油市场表现。

高盛预计，2025 年 Brent 原油均价将保持在 76 美元/桶左右。惠誉评级认为，2025 年油价将从 2024 年 80 美元/桶降至 70 美元/桶。摩根大通预计，2025 年 Brent 原油将降至 73 美元/桶，WTI 原油将降至 64 美元/桶。美国银行预计，2025 年 Brent 和 WTI 原油均价分别仅为 65 和 61 美元/桶。花旗尤为悲观，称油价将在 2025 年中期逐渐下降至 60 美元/桶，并在 2026 年保持这一水平。尽管华尔街投行对 2025 年国际原油价格的预测存在一定分歧，但大致区间围绕 65-75 美元/桶附近。

市场公认的逻辑是，即将出现的供需过剩敞口驱动油价下跌，主要下行风险包括 OPEC+ 增产和特朗普贸易战，主要上行风险仍来自中东地缘局势。整体来看，2025 年原油市场或将呈震荡下行趋势，油价总体预期偏向悲观。

6 下行风险高于上行

2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，我们的基本观点是：全球原油供需格局正在从之前的偏紧平衡转向过剩甚至严重过剩，国际油价重心将在这一过程中逐渐震荡下移。

鉴于全球原油总供应量和闲置产能十分充裕，而能源消费难以像过去数十年那样保持旺盛，大部分业者倾向于对 2025 年原油市场整体持悲观态度。无论沙特主导 OPEC+ 继续延长减产，抑或是逐步恢复更多供给，美国为主的非 OPEC+ 供应增长已经能够满足持续放缓的需求增速，使得明年面临的过剩情况将进一步加剧。尽管市场不时担忧潜在的供应中断，激进多头押注中东局势升级，但地缘政治风险溢价已经被极大挤出，而任何区域性断供都会给 OPEC+ 留出更大的增产空间。

以 Brent 基准原油为例，相较 2024 年国际油价 72-85 美元/桶的主要运行区间，华尔街主流投行下调明年油价估值重心，预测 2025 年 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶左右，一季度不排除低至 65-70 美元/桶。总体而言，我们认为这一预测具有参考价值，虽然估值仍不免于过高或者过低，但我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险。

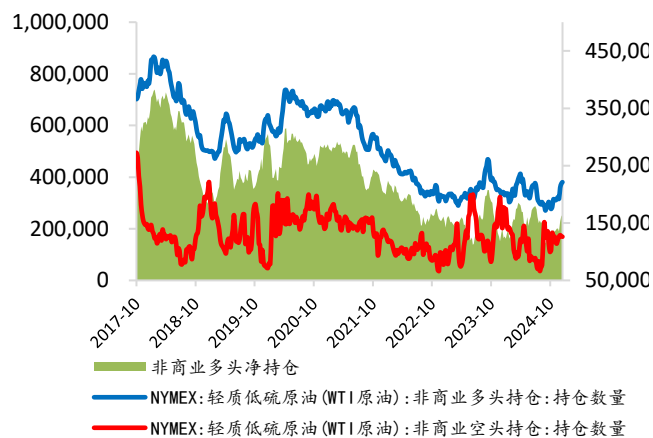
7 原油期现数据

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



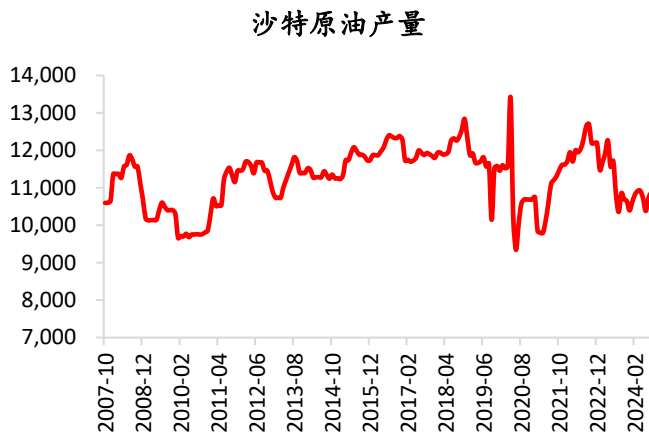
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



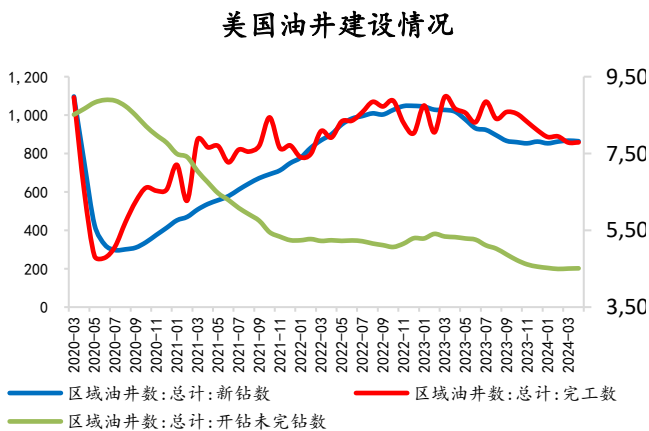
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



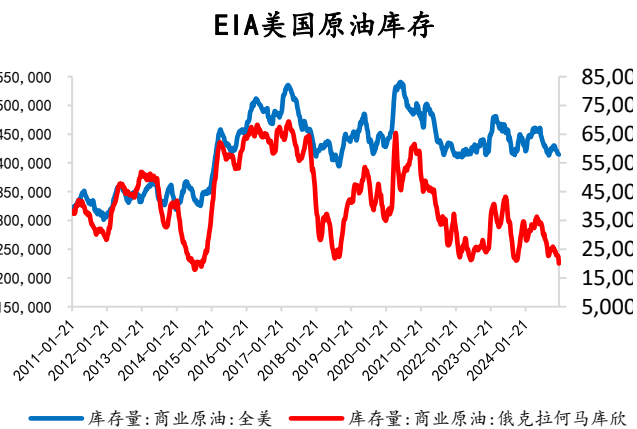
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



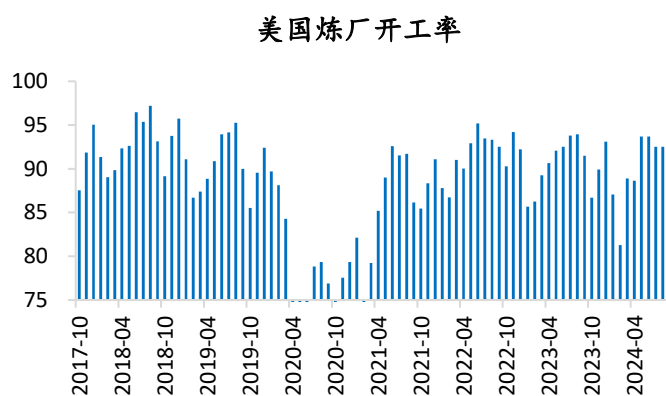
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



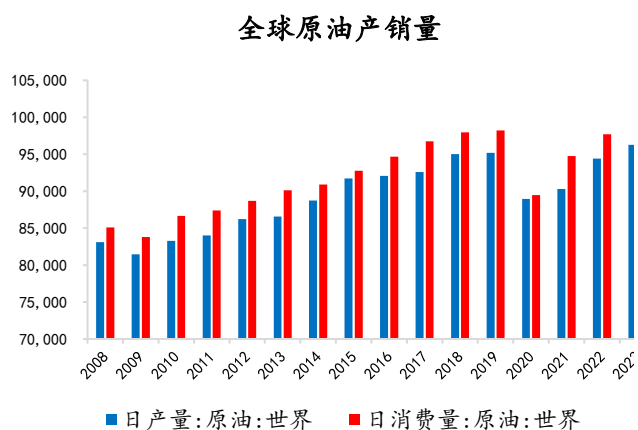
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 大局平衡季节走弱

ANRPC 最新发布的月度报告预测，11 月全球天然橡胶产量估计同比减少 1.1%至 141.7 万吨，环比上月增加 3.7%，前 11 个月产量估计增加 2.3%至 1269.1 万吨；11 月全球天然橡胶消费量估计同比增长 2.5%至 127.5 万吨，环比上月下降 1.4%，前 11 个月估计减少 2.8%至 1353.7 万吨。全年来看，2024 年全球天然橡胶产量预计增加 4.5%至 1453.9 万吨；其中，泰国-0.4%、印尼+12.3%、中国+4.1%、印度+6%、越南-2%、马来西亚+0.6%、其他国家+11.6%。2024 年全球天然橡胶消费量预计增加 1.4%至 1538 万吨；其中，中国+3.1%、印度+3%、泰国+1.1%、印尼-18.9%、马来西亚-17.2%、越南+0.5%、斯里兰卡增 41.3%、其他国家+1.5%。

近期东南亚主产区表现正常，天气题材炒作基本证伪，本轮割胶旺季预期得到兑现。随着北半球冬季来临，各产区将从北向南逐步过渡至低产或停割期，整体遵循季节性规律。下游轮胎企业生产活动未有明显变化，对原料橡胶补货谨慎小幅去库，但轮胎成品库存持续积累。在供需两端均无超预期因素的情况下，沪胶将走出震荡转弱的传统季节性表现。

2 放量预期正在兑现

目前泰国南部主产区进入旺产季，在原料仍然相对高价的刺激下，供应季节性递增的预期不断升温。

海关数据显示，2024 年 1-11 月，泰国全品类橡胶出口总量为 382.3 万吨，比上年同期下降 4.4%；其中对中国的出口量为 202.3 万吨，同比大幅下降 18%。具体来看，当期泰国天然橡胶（包括标准胶、乳胶和烟片胶，不含复合胶、混合胶）出口量合计 259.5 万吨，同比增长 3%；出口至中国的天然橡胶数量为 82.7 万吨，同比下降 17%。至于国内市场主流胶种混合橡胶，去年的进出口情况尤其不乐观，当期进口泰混数量仅有 119.6 万吨，同比大幅下降 19%。

统计数据具有滞后性，东南亚主产区正处于割胶旺季，随着上游产量季节性增长，国内天然橡胶货源陆续到港，叠加国储全乳胶流入一般贸易仓库，主要港口青岛天然橡胶库存累库节奏加快。

3 青岛地区库存累增

随着进口船货陆续到港，叠加国储抛储货源逐步移库，青岛地区橡胶库存累库节奏加快，且未来仍有持续累库预期，现货流通量增加令胶价承压弱势运行。卓创统计显示，截至 2024 年底，青岛地区天然橡胶样本仓库库存 33.73 万吨，环比上月显著增加 4.32 万吨或 14.69%；其中，保税区内库存 5.89 万吨，增加 0.7 万吨或 13.49%；一般贸易库存 27.84 万吨，增加 3.62 万吨或 14.95%。接下来 1 月仍是泰国南部高产期，而国内即将进入春节假期，下游需求进一步转淡，预计港口库存累库趋势将会延续，利空沪胶中短期走势。

4 轮胎开工边际下滑

下游轮胎企业生产利润仍然不佳，尤其全钢胎普遍处于亏损状态，厂商对原料天然橡胶的采购谨慎，买涨不买跌心态抑制现货交投。

12 月全钢轮胎样本企业平均开工率 60.09%，环比上月降低 0.34 个百分点；半钢轮胎样本企业平均开工率 78.72%，环比基本持平。12 月进入国内汽车轮胎行业的传统消费淡季，虽然有节前储备库存的需求支撑，但整体开工水平不及上月，且由于前期透支令新订单不及前期，对应的排产负荷出现下滑。

此外从成本端角度看，轮胎主要原材料天然橡胶和合成橡胶具有一定的替代关系，由于前期人民币混合胶对丁苯、顺丁橡胶价差走阔显著，轮胎企业调整配方比例，对天然和合成橡胶用量此消彼长。整体而言，春节将至多数橡胶轮胎及制品工厂有放假计划，提前备货完成后橡胶需求将逐步转淡，叠加上中游库存的季节性攀升，预计沪胶重心大幅回调后延续偏弱震荡走势。

5 BR 成本端转向宽松

合成橡胶方面，不同于天然橡胶种植业周期，丁二烯橡胶走势锚定主要原料丁二烯运行。

近年来中国丁二烯产能持续扩张，按照企业项目建设计划，预计 2025-2026 年丁二烯行业将迎来产能集中投放高潮，市场环境向宽松乃至过剩演变。与此同时，全球主要丁二烯消费国增产态势较为清晰，正在向自给自足的方向发展。具体到合成橡胶，由于 2025 年开始上游原料端加速放量，这意味着未来丁二烯橡胶的成本支撑逐渐松动，长期价格重心存在下移预期。

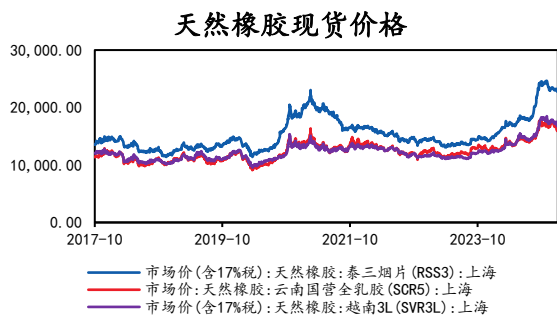
不过由于其自身供应弹性较大，企业逢利润不佳时会主动控产，故成本定价逻辑对于丁二烯橡胶品种依旧有效。此外，关于天然-合成橡胶价差关系，由于前者历史性的周期反转上行，轮胎企业已经显著提高后者配方占比，BR 相对 RU 和 NR 的替代性跟涨或时有出现。

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。2024 年迄今，天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。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，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 2025 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。

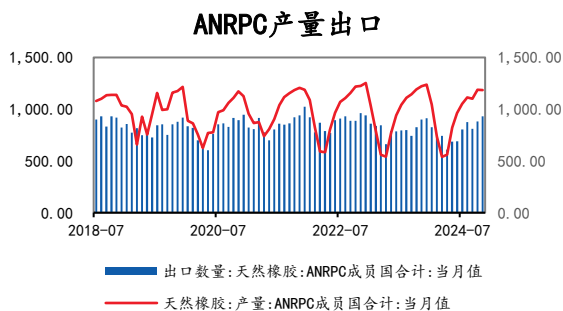
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



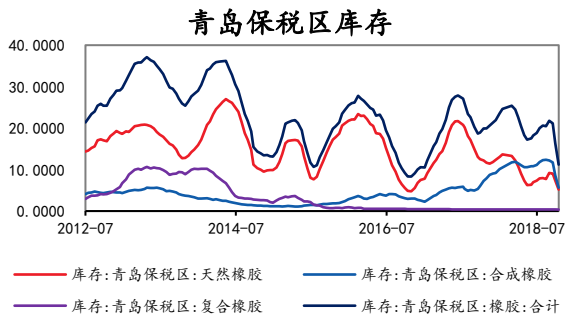
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



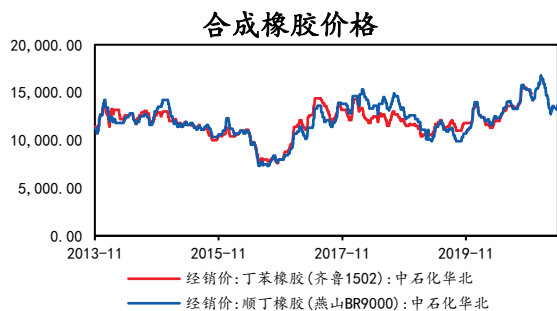
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



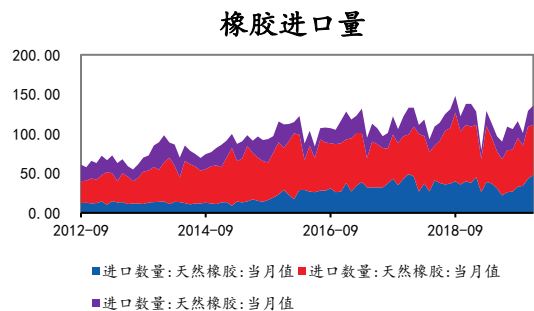
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



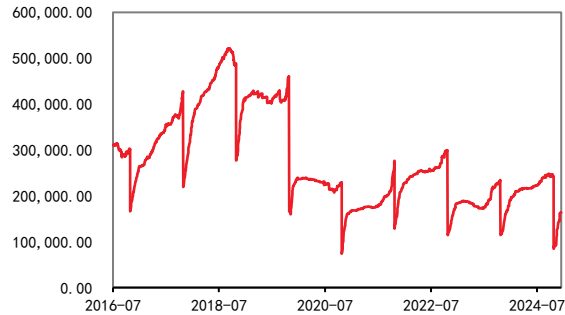
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



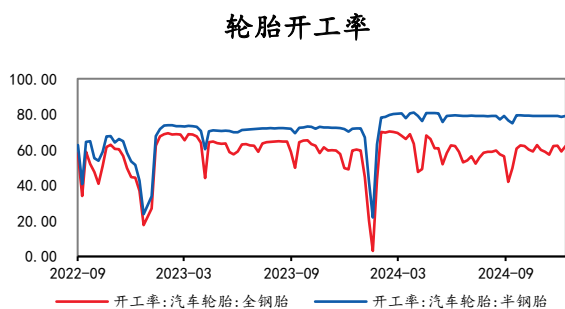
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



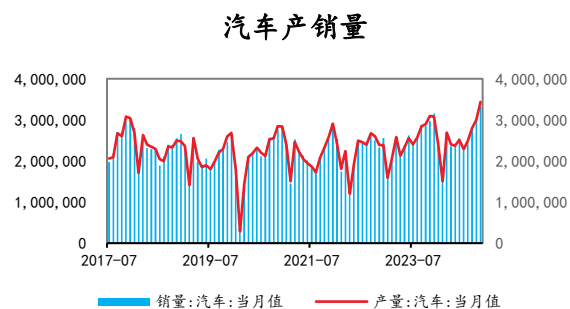
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：阿根廷中期降雨预报令美豆反弹受阻，国内粕价大幅回调

1 外部豆类市场分析

阿根廷大豆播种过九成，干旱天气有望得到缓解

布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）表示，截至 2025 年 1 月 2 日，阿根廷 2024/25 年大豆播种进度为 92.7%，一周前为 84.6%；大豆作物评级优良的比例为 53%，一周前为 58%，去年同期为 50%。阿根廷大豆作物区自 12 月中下旬遭遇炎热干燥天气侵袭，一度引发市场对阿根廷大豆减产的担忧。本周，据商品气象集团预测，阿根廷农作物种植区的高温 and 干旱将于下周达到峰值，然后在未来 11-15 天内降雨将缓解旱情。随着阿根廷降雨预报的出现，美豆涨势受阻，CBOT3 月大豆期货合约再度失守 1000 美分关口。整体来看，由于全球最大的大豆生产国巴西保持增产预期，阿根廷大豆即使局部出现减产也无法动摇全球大豆供需宽松的大格局。

马来西亚西亚棕榈油供需双降，市场维持震荡偏弱状态

马来西亚西亚棕榈油协会(MPOA)的数据显示，2024 年 12 月 1-31 日，马来西亚西亚棕榈油产量估计为 149 万吨，环比减少 8.33%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，12 月 1-31 日马来西亚西亚棕榈油产量环比减少 11.87%。船货检验机构 ITS 和 AmSpeciAgri 发布的数据显示，12 月 1-31 日棕榈油产品出口环比降幅在 2.5%-7.8%。由于国际棕榈油价格长时间较其他植物油升水，高价对需求的抑制效应是马来西亚西亚 12 月棕榈油出口下降的主要原因。印度是国际棕榈油最大的需求主体，据统计，印度 12 月棕榈油进口量环比减少 40%至 50.3 万吨，为 9 个月以来最低水平。马来西亚西亚棕榈油局（MPOB）周五公布 12 月官方供需数据。数据显示，12 月马来西亚毛棕榈油产量为 148.7 万吨，环比减少 8.3%，符合市场预期；出口 134.2 万吨，环比减少 10%，此前机构预估出口环比减 7%，实际出口稍低预期 4 万吨；12 月库存 170.9 万吨，环比减少 6.9%，此前机构预估库存 176 万吨；12 月表观需求估算为 31 万吨，稍高于预期。整体来看，12 月 MPOB 官方供需数据相比预期中性偏多。1 月产地预计降雨仍多，加上节假日较多，马来西亚棕榈油库存仍趋下降。马来西亚西亚棕榈油市场呈现供需双降状态，低库存对棕榈油价格有支撑作用。

印尼为 B40 计划设置过渡期，政策效果打折扣

2024 年全球棕榈油价格大幅上涨，印尼政府的 B40 计划功不可没。进入 2025 年，B40 计划未能如期启动，一度引发棕榈油价格剧烈回调。为安抚市场情绪，印尼政府表示，将为 B40 政策全面落地设置 45 天左右的过渡期，最晚 2025 年 2 月开始实施。2025 年印尼占比 50%以上的非公共部门生柴消费不在种植园基金补贴机制的范围内。由于价格昂贵，这部分生柴需求预计显著减少。印尼 B40 政策每三个月评估一次，未来政策能否顺利实施仍存在不确定性。印尼 B40 计划未能如期实施，该国政府公信力下降，资金炒作情绪明显受挫。如今的过度方案将导致印尼对棕榈油的新增消费低于此前预期，市场对产地棕榈油供需失衡的担忧情绪下降。棕榈油市场卖压增加，价格重心下滑，调整节奏进一步深化。

2 国内豆类市场分析

外部利多炒作题材减弱，油脂价格整体回落

中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 204.60 万吨，周度下降 7.57 万吨，其中豆油和棕榈油库存降幅超过菜油库存增幅。本周国内三大油脂期货市场

受多重利空因素影响，整体走势偏弱。加拿大政局变化，引发市场对中加关系改善的预期，菜油期货遭遇抛压大幅回吐此前政策升水。印尼政府针对棕榈油的调控政策频出，远期印尼棕榈油消费将低于此前预期，棕榈油市场承压大幅回调。本周随着阿根廷中期天气有望出现降雨改善目前干燥局面，南美大豆重回丰产预期，豆油市场在供给压力下维持震荡下滑局面。整体来看，外部油脂市场利空题材增多，削弱了国内节前需求端备货对油价的支撑。此外，国内三大油脂期货市场技术上的调整状态也会吸引技术卖盘，从而导致油脂价格回升困难。

大豆周度压榨量下滑，豆粕库存显著下降

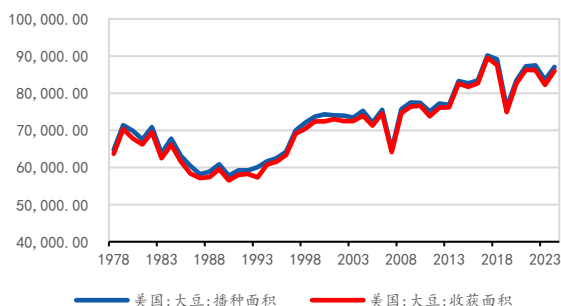
中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内豆粕库存量为 67.9 万吨，周度减少 4.7 万吨；当周进口压榨菜粕库存量为 5.2 万吨，周度减少 1.1 万吨。受元旦后部分油厂大豆到港节奏放慢受影响，上周国内油厂开机率整体下降。据钢联统计，大豆周度实际压榨量 172.79 万吨，开机率为 48.57%；较预估低 16.34 万吨。随着通关恢复正常以及春节前油厂消化大豆库存，近两周国内工厂压榨水平或将回升。从需求端看，2025 年饲料企业春节备货节奏后移，上周仅有部分地区有零星备货迹象，豆粕表观消费并未明显转好。压榨量下降是导致豆粕库存快速下降的主要原因。随着春节临近，本周下游备货情绪有所提升，各地成交及提货情况均不错，预计节前豆粕库存维持去库状态。

3 油脂油料市场展望

随着南美大豆陆续进入生长关键期，美豆市场的关注点将继续向南美天气集中。因此，下周阿根廷产区降雨兑现程度将对美豆市场走向产生重要影响。由于目前巴西大豆生长状态整体正常，巴西大幅增产预期有助于对冲阿根廷局部减产对市场的影响，进而削弱天气炒作力度。美国洛杉矶突发大火，引发市场对美西港口对华出口大豆受阻的担忧，对国内豆粕市场的调整节奏造成干扰。由于美豆对华出口占比已经降到不足 20%且美豆还可以选择南部港口发运，此次突发事件造成的影响主要是在心理层面，基本不会对美豆对华出口造成实质性影响。国内油脂市场市场受外部政策影响较大，随着国内春节备货陆续结束，需求端对油脂价格的支撑作用减弱，在技术抛压下，油脂市场整体向下调整的概率依然较大。当前国产大豆供给充裕，需求低迷，购销渠道单一，国产大豆大量入库存储导致供应压力后移。南美大豆保持丰产预期，进口大豆成本回落，压榨补贴预期未兑现，国产大豆市场看涨信心不足。豆一期货市场仍处低位震荡状态，缺少现货配合，反弹高度仍然受限。

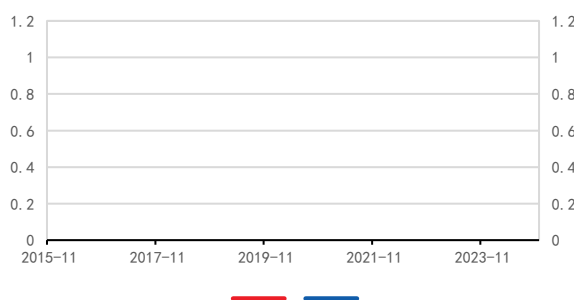
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



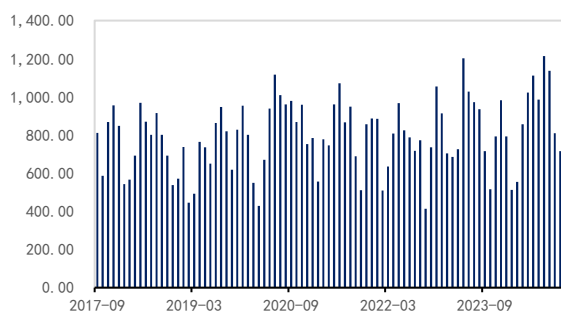
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



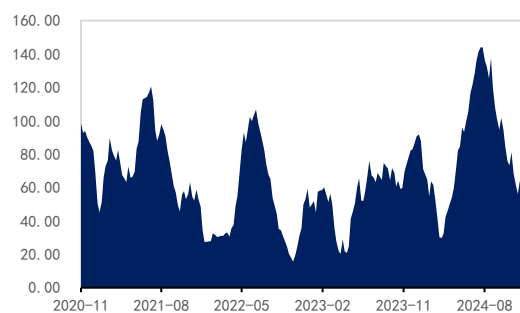
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

