

中金财富期货策略周报（2025年第2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

铜：Antofagasta 与国内某冶炼厂 2025 年 TC 长单 benchmark 落定于 21.25 美元/吨，较 2024 年长单 TC 大幅下降，市场预期 2025 年铜矿偏紧格局难以逆转。国内 TC/R 费用转弱扰动市场，炼厂利润缩水降低生产积极性，国内炼厂精炼铜供应有偏紧预期，华东、华南现货维持升水，华南现货升水幅度走扩。下游加工企业普遍停工，需求季节性回落，而冶炼厂保持正常生产，导致库存有所累积。国内预期累库将明显弱于往年，极低库存抬高了淡季价格支撑，但随着下游放假，价格回落较合理。

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。原料逐步边际改善，Q2 之后或可明显兑现；炼厂的原料制约逐步减弱，冶炼弹性恢复，精炼锌产量将有所增加。北方镀锌厂陆续进入春节假期，加之黑色价格走弱，终端需求较差，为避免成品库存过高，企业开工下滑。矿紧缺的情况进一步缓解，加工费再度反弹，供增需减下基本面面对锌价支撑不足，沪锌缺乏上行动力，预计近期以偏弱整理为主。

钢材：钢市持续呈现弱现实、强预期与海外扰动的多维博弈格局。两会前政策博弈窗口期内，稳增长预期难以证伪赋予钢价下方支撑，但终端弱需求现实与海外地缘风险扰动仍将反复抑制价格上行弹性。预计短期多空逻辑交织下，政策预期与海外变量的影响下钢价将宽幅波动。

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下一轮牛市，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。

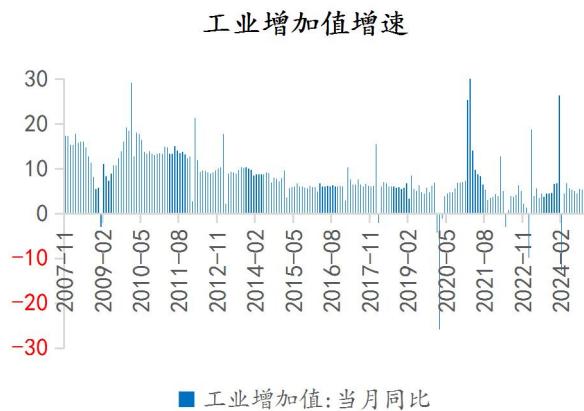
油脂油料：美国政府近期向主要贸易伙伴挥舞关税大棒，全球贸易前景恶化，大豆供应链的不稳定性为美豆价格注入政策升水。在全球大豆供给宽松格局不断深化的背景下，美豆市场虽不具备行情反转的基础，但南美大豆正处于决定最终产量的关键时段，天气的不确定性往往令市场易涨难跌，美豆出现阶段性反弹行情实属正常。尽管远期大豆供应保持宽松预期，但国内一季度进口大豆供应明显收紧已成各方共识，阶段性供应偏紧以及美豆上涨引发的成本联动是国内豆油和豆粕市场表现偏强的主要动力。随着国内市场买盘情绪进一步发酵，下游新一轮补库需求有望继续提振市场，内外盘与期现货市场形成强势联动，国内豆类市场整体保持上升通道运行，但豆油市场的强势可能对粕价反弹有压制，油强粕弱仍是当前国内豆类市场的主要特征。美豆反弹带动进口大豆成本回升，豆一期货各合约相继收复 4000 元/吨关口，保持反弹反彈节奏。内外大豆价差整体收敛，但在南美供应压力下，国产大豆中远期需求很难获得改善。豆一期货市场内在上行驱动不足，进一步回升空间仍需现货和政策加以配合。

目录

铜	- 5 -
1 影响因素	- 5 -
2 结论	- 5 -
3 铜期货现货数据	- 6 -
锌	- 7 -
1 锌：影响因素	- 7 -
2 总结	- 8 -
钢材	- 9 -
1 中美贸易升级	- 9 -
2 两会前瞻	- 10 -
3 铁水产量迅速恢复 库存同比较低	- 10 -
4 小结	- 11 -
5 钢材期货现货数据	- 11 -
原油	- 13 -
1 原油多重利空来袭	- 13 -
2 传统能源重获青睐	- 13 -
3 OPEC 产量易增难降	- 13 -
4 关税大棒再度挥舞	- 14 -
5 未来不确定性较大	- 14 -
6 下行风险高于上行	- 14 -
7 原油期现数据	- 15 -
天然橡胶	- 17 -
1 主要矛盾不算突出	- 17 -
2 供需两端缺乏驱动	- 17 -
3 下游淡季符合预期	- 17 -
4 终端表现差强人意	- 17 -
5 行情平淡多空并存	- 18 -
6 胶价重拾上升趋势	- 18 -
7 橡胶期现数据	- 18 -
油脂油料：美豆先扬后抑，国内粕强油弱	- 20 -
1 外部豆类市场分析	- 20 -
2 国内豆类市场分析	- 20 -
3 油脂油料市场展望	- 21 -
4 油脂油料市场主要数据	- 21 -

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



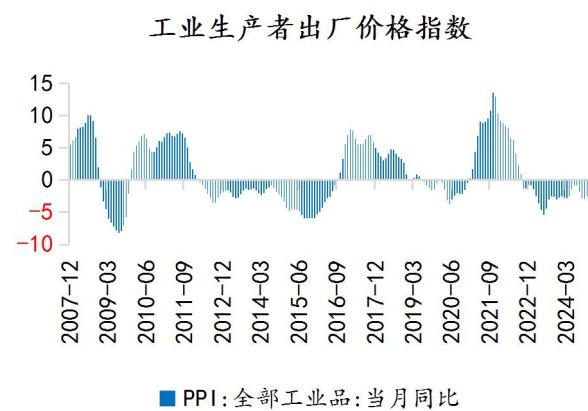
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



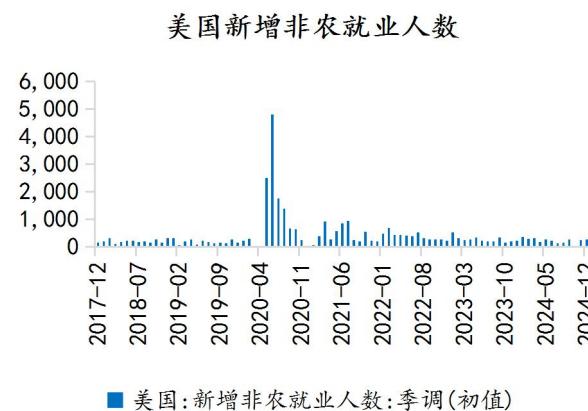
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



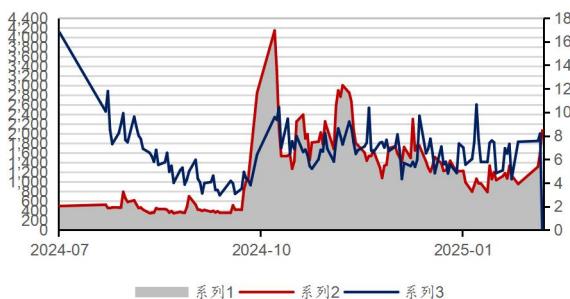
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



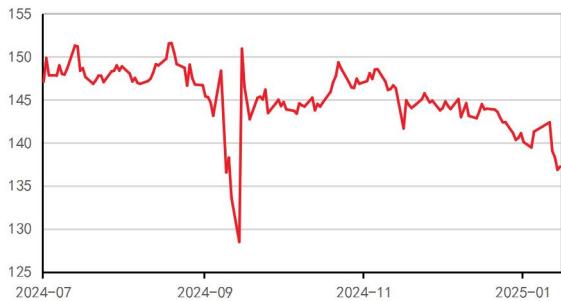
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 7：融资融券数据图



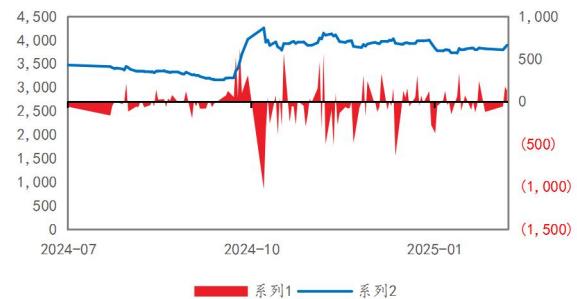
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：恒生AH溢价指数



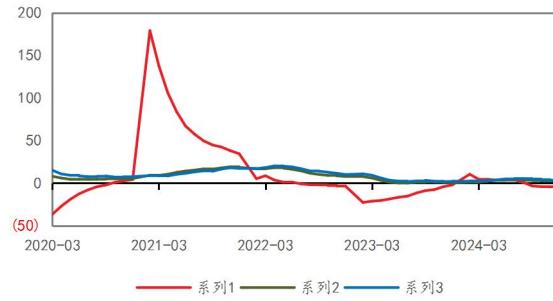
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 8：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：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 Antofagasta 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，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

下游进入休假模式，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贡献增量，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

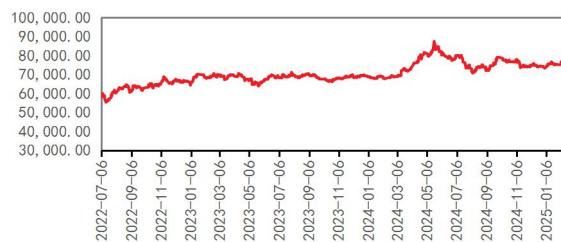
Antofagasta 与国内某冶炼厂 2025 年 TC 长单 benchmark 落定于 21.25 美元/吨，较 2024 年长单 TC 大幅下降，市场预期 2025 年铜矿偏紧格局难以逆转。国内 TC/R 费用转弱扰动市场，炼

厂利润缩水降低生产积极性，国内炼厂精炼铜供应有偏紧预期，华东、华南现货维持升水，华南现货升水幅度走扩。下游加工企业普遍停工，需求季节性回落，而冶炼厂保持正常生产，导致库存有所累积。国内预期累库将明显弱于往年，极低库存抬高了淡季价格支撑，但随着下游放假，价格回落较合理。

3 铜期货现货数据

图表 11: 长江有色铜价

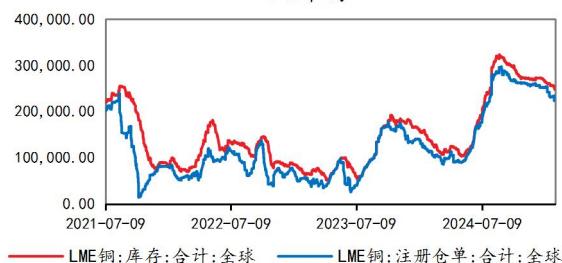
长江有色市场铜: 平均价



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 13: LME 铜库存

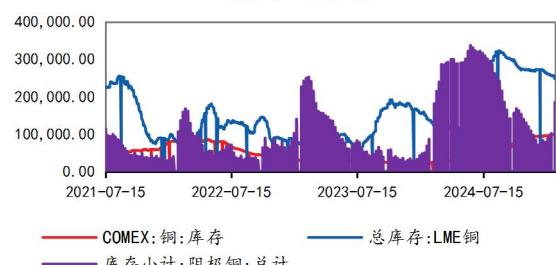
LME铜库存



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

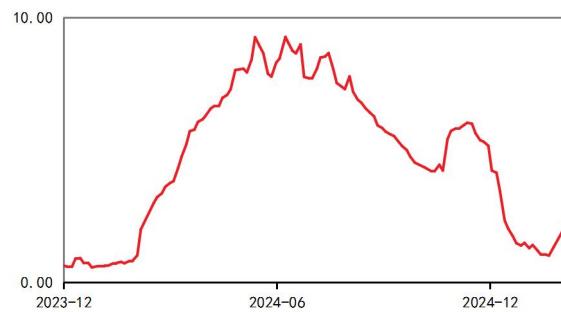
图表 15: 上海期货交易所铜库存

上期所铜库存



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

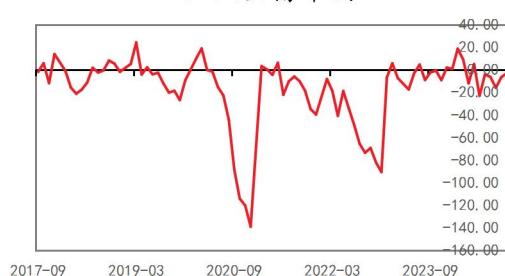
图表 12: 上海保税区铜库存



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 14: WBMS 供需平衡

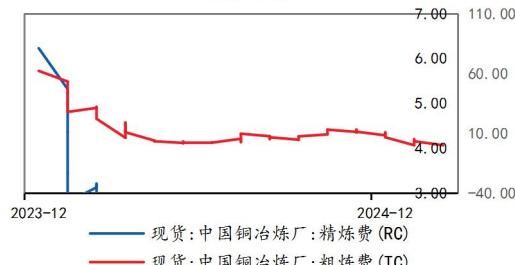
WBMS: 铜供需平衡



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 16: 铜精炼费

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，1-12 月累计产量 619.15 万吨，累计同比减少 6.51%。

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。

镀锌开工率偏低

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。原料逐步边际改善，Q2之后或可明显兑现；炼厂的原料制约逐步减弱，冶炼弹性恢复，精炼锌产量将有所增加。北方镀锌厂陆续进入春节假期，加之黑色价格走弱，终端需求较差，为避免成品库存过高，企业开工下滑。矿紧缺的情况进一步缓解，加工费再度反弹，供增需减下基本面面对锌价支撑不足，沪锌缺乏上行动力，预计近期以偏弱整理为主。

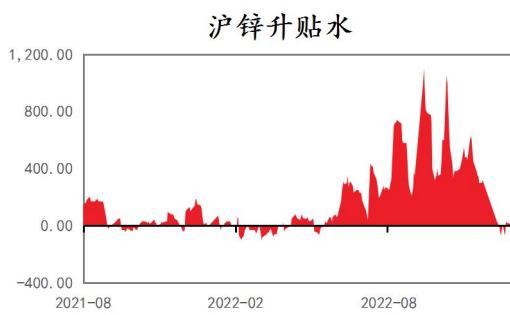
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



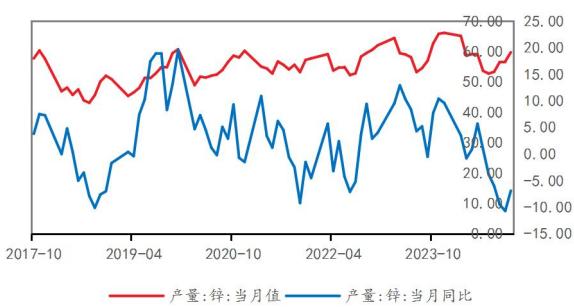
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 18：锌升贴水



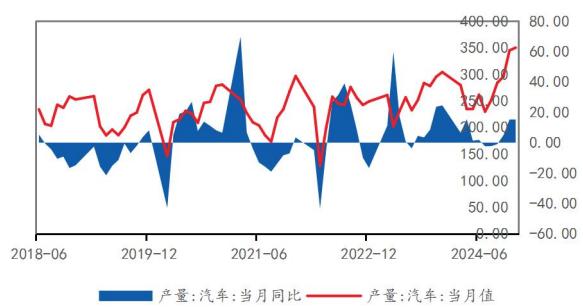
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：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 中美贸易升级

2025年2月1日，美国前总统特朗普签署行政令，宣布对约5500亿美元中国输美商品加征10%关税，涵盖半导体、新能源车、机械装备等核心领域；同日，中国商务部发布反制清单，对美国大豆、玉米、天然气及高端化工产品加征对等关税。

特朗普是否会将关税税率推高至20%、30%甚至40%，本质上取决于其如何权衡“政治套利空间”与“经济反噬阈值”的边际效益。基于其行为模式与当前局势，可将推演框架分解为三重逻辑链：特朗普政治利益、美国经济反噬和中国反制措施。

特朗普政治利益来看，2025年作为其任期的开局年，关税工具提升10%-20%，能巩固基本盘“对华强硬”形象，又不实质性冲击美国通胀（据彼得森研究所测算，10%→20%关税仅推高CPI约0.3%），属于低风险，高政治收益手段。但如果进入到中期选举阶段，为面对选举压力，特朗普可能对关键产业（新能源、半导体）启动更高的关税（10%→30%左右），制造“中国威胁”叙事以动员选民。但需满足两个前提：①美国核心CPI稳定在2.5%以下（当前为3.1%）；②中国反制未导致农业州抗议浪潮失控（如大豆价格跌幅≤15%）。而更高的关税，我们认为可能性较小。进一步上升40%以上的关税将彻底摧毁中美贸易缓冲带（2024年中美贸易额仍达6600亿美元），引发美股崩盘（标普500或暴跌20%+）、供应链断裂（苹果等企业中国营收占比超18%），这种“经济核选项”仅可能在台海等极端地缘危机下被迫启动。

美国经济反噬来看，特朗普的关税天花板由美国四大利益集团的承受力决定：

1. 消费者：通胀容忍红线

历史数据显示，美国消费者对关税的敏感拐点为CPI同比4.5%（当前3.1%）。若关税推升CPI至4%以上，特朗普支持率将每上升1个百分点损失0.8个百分点的边际效应。

2. 跨国企业：产业链重置成本

据波士顿咨询测算，将产能从中国转移至墨西哥的综合成本约增加12%-18%。若关税税率超过企业转移成本阈值（约25%），将触发大规模产业链外迁，但需3-5年周期完成，难以在特朗普任期内兑现为政治资本。

3. 农业州：价格弹性陷阱

中国对美大豆进口量已从2017年的3200万吨降至2024年的900万吨，反制关税的边际伤害递减。但若大豆价格跌破种植成本线，仍可能引发中西部州集体反水。

4. 能源集团：LNG出口博弈

美国LNG出口25%流向中国，40%关税将导致禁止进口美国LNG，页岩气厂商将被迫折价转销欧洲（价差约3美元/百万英热单位），直接侵蚀其利润率。

中国反制措施来看，中国应对关税升级的策略已从“被动防御”向“精准打击”。核心手段包括农业州狙击战，大豆、玉米等农产品关税直指美国中西部“铁票区”。技术脱钩对冲：对美光刻胶、溅射靶材等半导体材料加税，与国产替代进程形成政策共振。中国在半导体材料领域的自给率已从2018年的12%提升至2025年的37%，反制关税实质是为本土企业创造“保护

性竞争窗口”。**能源定价权博弈**：对美国液化天然气(LNG)加税，推动中国买家转向卡塔尔、俄罗斯等多元供应方。

特朗普的关税牌本质是一场“胆小鬼博弈”——其威力不在于税率本身，而在于通过制造持续的政策不确定性，扭曲企业投资决策、放大市场波动、消耗对手战略耐心。而中国的反制则传递出清晰信号：**拒绝用短期经济利益兑换长期战略妥协**。对全球资本市场而言，最大的风险并非贸易额萎缩，而是中美从“有限摩擦”滑向“体系性脱钩”的不可逆阈值正在逼近。

2 两会前瞻

面对内部需求疲软、青年失业率高企、外部关税冲击升级的多重压力，2025年两会将成为中国经济政策从“危机应对”转向“系统重构”的关键转折点。政策制定者需在稳增长与防风险、短期纾困与长期转型之间寻找动态平衡，既要避免传统刺激手段的路径依赖，又要为“新质生产力”培育开辟制度空间。从财政发力、货币调节、产业突围到房地产纾困，一套兼顾短期托底与长期破局的政策组合正在酝酿。

财政扩张的力度与结构将体现“精准滴灌”思维。为对冲外需萎缩，赤字率可能从3%提升至3.5%-3.8%，对应新增赤字规模约4.5万亿元，但资金投放严格锚定“新质生产力”导向。专项债额度或扩容至4.2万亿元，重点支持“东数西算”数据中心、城市更新中的地下管网改造、新能源充电桩网络等兼具短期投资拉动与长期结构升级的领域。

消费刺激政策告别粗放补贴模式，转向“供给创造需求”的创新路径。新能源汽车“以旧换新2.0”可能将补贴从1万元提至1.8万元，同步取消购车资质限制；家电依旧换新的补贴力度、补贴范围和补贴额度将进一步上升，并常态化。

房地产政策将在“防风险”与“去依赖”间艰难平衡。短期纾困聚焦流动性救援：设立3000亿元专项基金，通过债转股置换房企高息美元债，优先保障“保交楼”项目资金注入。需求端松绑限购政策，除一线城市核心区外全面取消购房资格限制，二套房首付比例从40%降至30%，三四线城市试点购房契税全额补贴。中期重构指向“市场+保障”双轨制，保障房建设目标从200万套提至300万套，创新“共有产权房异地置换”机制；土地财政替代路径上，试点城市将国企利润的30%划入地方财政，并扩大基础设施REITs至商业物业领域。长期破局依赖房地产税试点扩围至30个城市，采用“阶梯税率+免征面积”设计，同步推动国企收购存量商业地产改造长租公寓，建立“租金收益率锚定资产价值”的新估值体系。

3 铁水产量迅速恢复 库存同比较低

上周全国高炉产能利用率增加，电炉产能利用率回落。国内247家钢厂高炉产能利用率为85.8%，环比增长了1.1个百分点，同比上升了2.2个百分点；91家电炉产能利用率为26.3%，环比下降了8.5个百分点，同比下降了18.1%。五大品种钢材的周产量为808.6万吨，环比增长了0.2%，同比下降了1.0%。上周长流程产量回升，日均铁水产量增加了3.0万吨，达到了228.5万吨。春节后需求预期逐步转暖，同时钢厂利润率改善，钢材产量有所回升。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为1147.4万吨，环比增长了7.2%，同比下降了9.4%。钢厂库存为523.7万吨，环比增长了4.7%，同比增长了2.3%。钢材总库存出现季节性

累积，环比增长了 6.4%，增幅较前一周收窄了 2.4 个百分点。厂库与社会库存春节后持续回升，增幅有所放缓，季节性累库接近尾声。

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 707.8 万吨，环比增长了 44.6%，同比增长了 10.9%。本周五大品种钢材的表需较前一周有所改善，但仍处于偏低水平，下游需求尚未完全恢复。

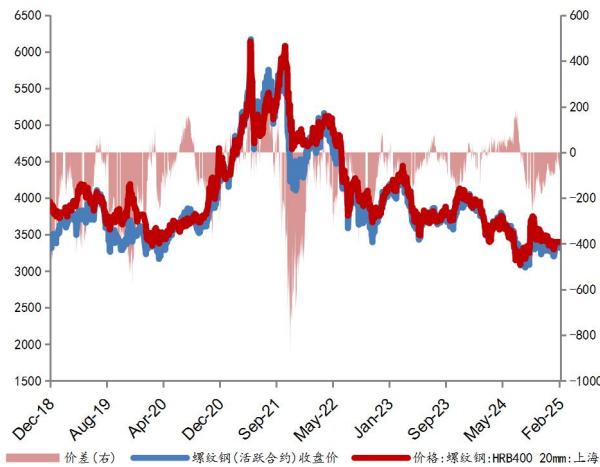
上周钢材现货价格变动不大，主流钢材品种的即期毛利与节前基本持平。247 家钢厂的盈利率为 51.5%，环比增长了 2.6 个百分点。

4 小结

钢市持续呈现弱现实、强预期与海外扰动的多维博弈格局。两会前政策博弈窗口期内，稳增长预期难以证伪赋予钢价下方支撑，但终端弱需求现实与海外地缘风险扰动仍将反复抑制价格上行弹性。预计短期多空逻辑交织下，政策预期与海外变量的影响下钢价将宽幅波动。

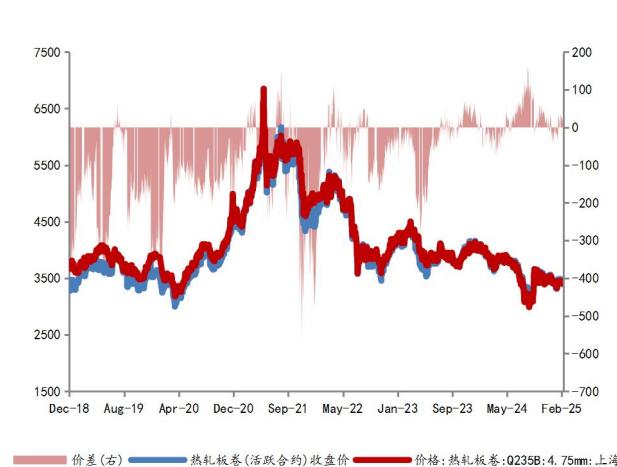
5 钢材期货现货数据

图表 21: 螺纹期现货价差



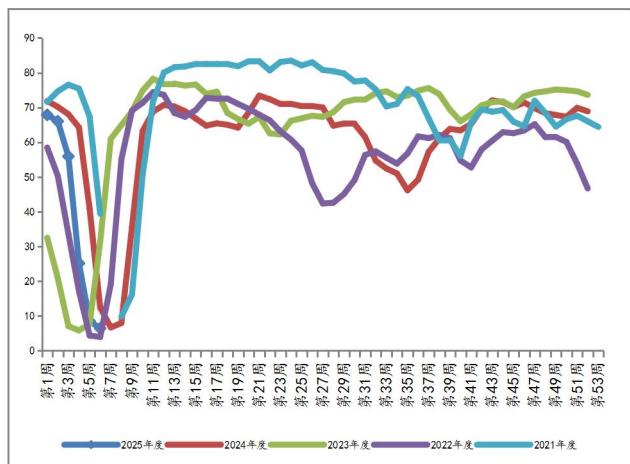
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22: 热卷期现货价差



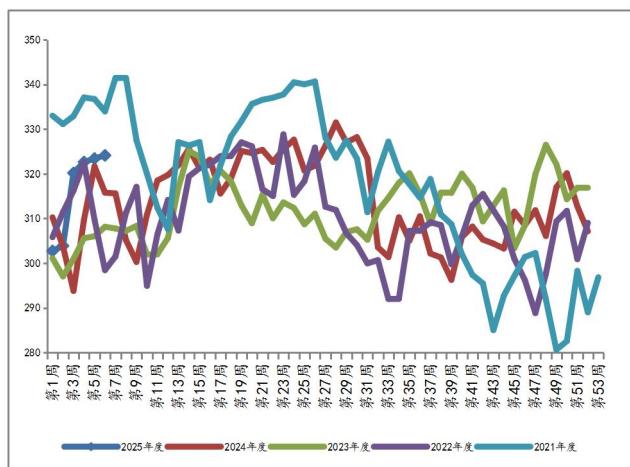
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23: 85家独立电弧炉钢厂: 开工率: 中国 (周)



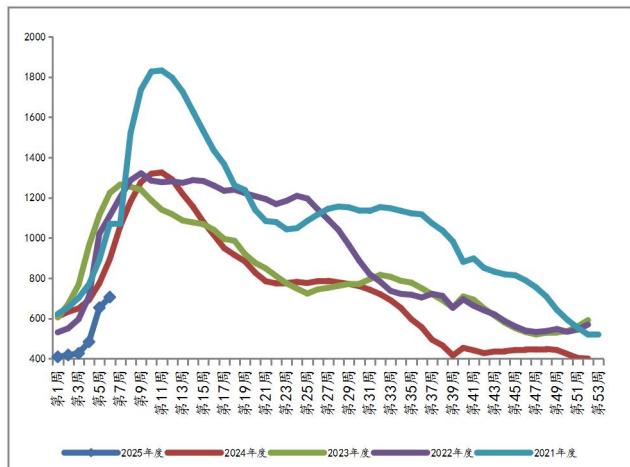
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 25: 螺纹钢: 建筑钢材钢铁企业: 实际产量 (周)



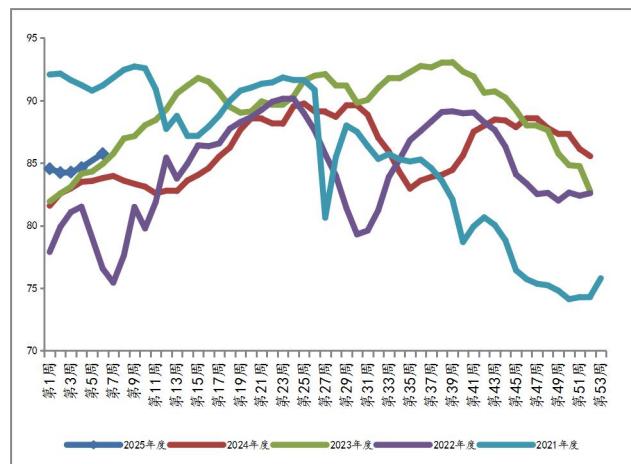
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 27: 螺纹钢: 总库存: 中国 (周)



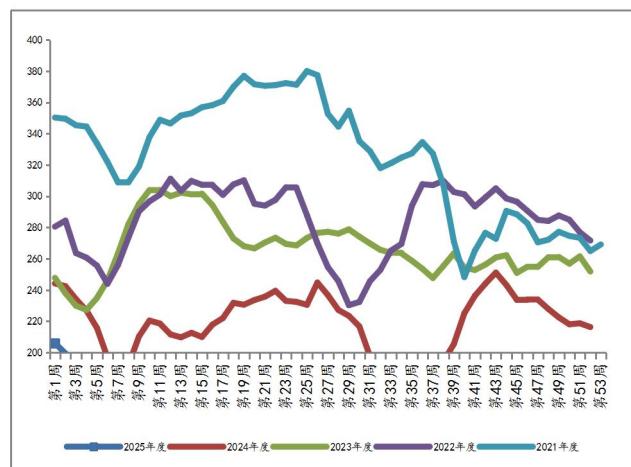
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 24: 247家钢铁企业: 高炉产能利用率: 中国 (周)



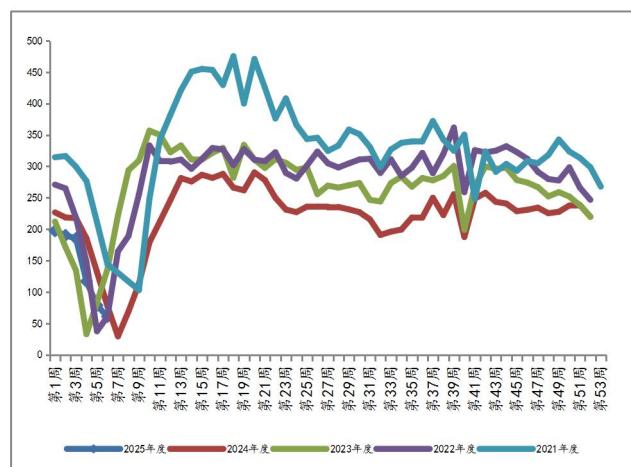
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 26: 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: 消费量 (周)



资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

原油

1 原油多重利空来袭

从基本面来看，近期美国中东部地区气温从最低点回升，寒潮对原油的利多效应逐步减弱，叠加美国原油库存重新开始累积，对油价反弹构成压制。美国能源信息署 EIA 数据显示，截至 1 月 31 日当周，美国商业原油库存大幅增加 866.4 万桶至 4.24 亿桶，周度增幅达 2.09%，但库欣地区原油库存仍处于低运营水平。

特朗普上台后，宣布美国进入能源紧急状态，鼓励页岩油气钻探，扩充战略石油储备，停止对电动汽车的支持等。当期，美国本土原油产量增加 23.8 万桶/日至 1347.8 万桶/日，战略石油储备增加 25.0 万桶至 3.951 亿桶。不过，鉴于美国页岩油企业成本利润劣化，以及新项目落地时间较长，预计今年美国原油产量很难实现高增速。特朗普还表示计划大规模干预全球原油市场，对加拿大和墨西哥原油加征关税仅延缓一个月，未来还很有可能再度逼迫 OPEC 增产。

当前原油市场不确定性极大，机构正在撤出对油价走向的押注，特朗普系列行径对市场人气造成明显打击。

2 传统能源重获青睐

1 月 20 日新上任的美国总统特朗普宣布签署一系列行政令，其中能源政策主要包括撤销拜登政府的绿色新政，加大传统油气资源开采，取消电动车优惠政策以扶助美国传统汽车工业等。

毫无疑问，特朗普是传统能源的坚定支持者，其能源政策高度符合外界预期。特朗普的第一个任期内，美国原油产量超过沙特和俄罗斯，并且在表观上实现能源独立，目前已经连续七年保持全球最大产油国地位。俄乌战争爆发后，西方对俄罗斯能源出口实施严格制裁，欧洲转而购买美国油气数量大增，特朗普强调将利用丰富的资源禀赋进一步推动出口。2024 年美国原油及油品出口量合计达到 991 万桶/日，较上年增加 42 万桶/日，创下历史新高。

实际上，特朗普能在何种程度上推动增产存在疑问，但美国页岩油行业在 2025 年将大概率保持扩张惯性，从而令国际油价反弹承压。

3 OPEC 产量易增难降

美国能源信息署 (EIA) 认为，预计 OPEC+ 成员国以及非 OPEC+ 产油国的原油产量在今明两年都会增长，从而令供需过剩的情况到 2026 年前整体仍将加剧。

此前迫于油价下跌压力，OPEC+ 不得不多次推迟增产计划，部长级会议已将 220 万桶/日的自愿减产推迟到一季度末，其余减产份额延长至 2026 年底。自 2023 年重启以来，OPEC+ 持续进行减产以维持油价，然而未来该组织操作的空间将越来越有限。近年来高油价刺激下，非 OPEC+ 原油产量迅速增加，以美国、加拿大、巴西和挪威为主的新兴产油国预计将在 2025 年增加大约 150 万桶/日的等效原油供应。相应地，OPEC+ 以量换价使其市场份额逐年下滑，组织内部部分歧和挑战与日俱增。

EIA判断OPEC+最终将会恢复增产，据此预计2026年全球原油市场过剩敞口将达到80万桶/日，是该机构预测的2025年30万桶/日过剩规模的两倍之多。

4 关税大棒再度挥舞

特朗普开始再度挥舞大棒，美国将向北美自贸区伙伴加拿大和墨西哥加征关税，引发原油市场对未来供应不确定性的紧张情绪，令国际油价产生波动。

根据特朗普签署的政令，3月4日起美国对来自加拿大和墨西哥的进口商品征收25%关税，其中对加拿大原油征收10%关税。EIA数据显示，美国从加拿大和墨西哥两国进口原油数量分别在400和50万桶/日左右，大约占美国炼厂加工量的四分之一。美国对原油加征关税，可能会给本土炼厂原料供应带来比制裁委内瑞拉更大的冲击，甚至对特朗普降低能源价格这一关键目标产生反作用。不过另一方面，加拿大和墨西哥的备用炼化能力有限，并缺乏替代出口渠道，因此关税对原油市场的影响将变得更为复杂。

5 未来不确定性较大

尽管特朗普暂时将对加拿大和墨西哥加征关税推迟一个月，但仍然对北美原油炼化行业乃至国际原油市场构成较大不确定性，业界正在紧密评估若关税最终生效其影响究竟如何。

从美国炼油企业的角度来看，自特朗普上一任期制裁委内瑞拉之后，美国炼厂尤其是中西部地区的大型炼厂，转而依赖从加拿大进口的重质原油，并长期从这种折价的重油中获益。以能源巨头ValeroEnergy的观点为例，如果最终25%的关税生效，从而限制外部市场的原料供应，全行业可能被迫削减原油加工量高达10%左右。

不过，鉴于页岩油革命已经十年，美国炼厂多进行装置改造以适应轻质原油加工，用美国本土出产的页岩油代替加拿大进口重油的方案具有一定可行性。抛开额外产生的成本由谁承担的问题，如果美国炼油企业因关税重压而转向页岩油，北美原油定价基准WTI原油期货价格反而面临大幅上行风险。

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未来油价估值重心，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

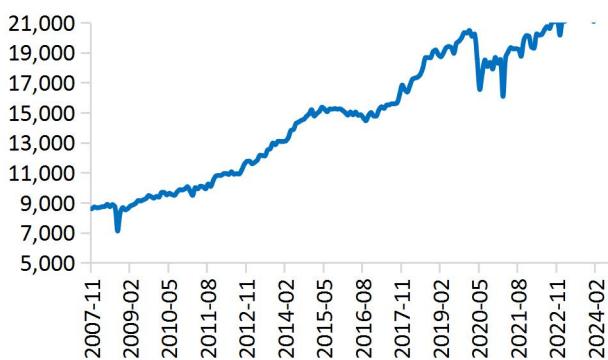
图表 29：国际原油期货价格



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

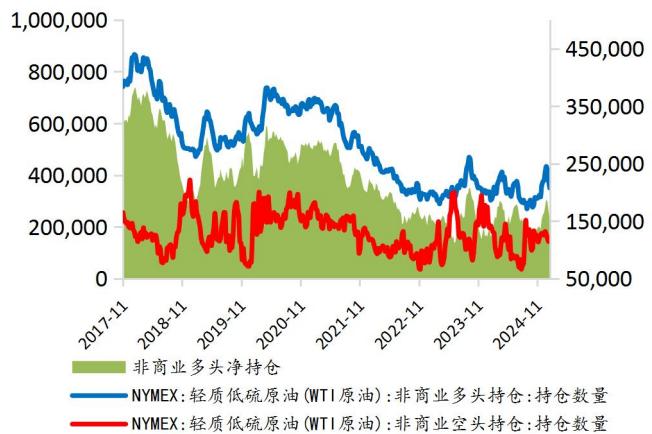
图表 31：美国原油产量

美国原油产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

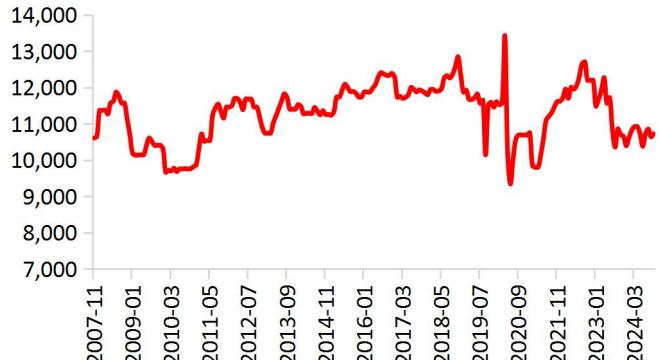
图表 30：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

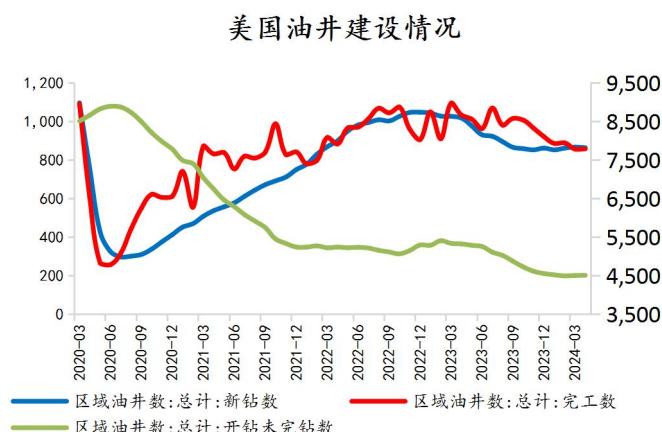
图表 32：沙特原油产量

沙特原油产量



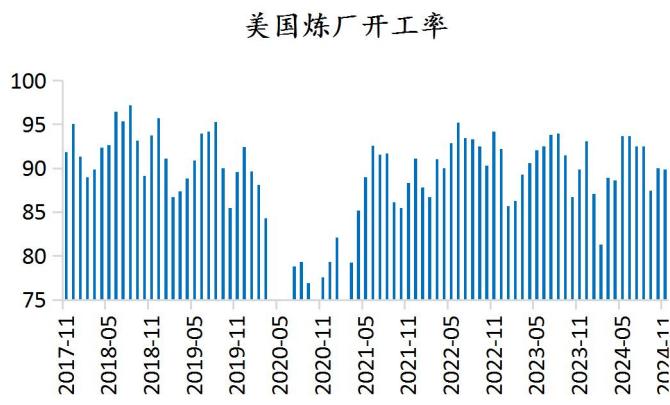
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：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：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

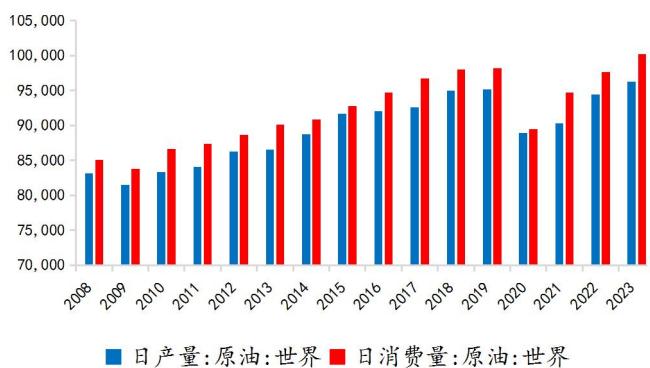
图表 34：EIA 原油库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：世界原油供需平衡

全球原油产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 主要矛盾不算突出

春节期间，外盘天然橡胶市场行情维持震荡走势，原料和现货端偏紧支撑仍存。泰国主产区方面，1月中旬受寒潮影响，泰国东北部和北部地区大幅降温，平均气温显著低于五年同期水平。原本通常于2月开始减产，由于低温出现提前停割预期，进而促进原料收购价格止跌回升。另一方面，下游需求表现尚可，逢前期胶价大幅调整，轮胎企业完成节前备货，近期处于陆续提货阶段，青岛地区仓库出库率明显增加，库存积累速度放缓。从期限结构来看，近远月价差结构逐渐拉平，亦表明现货供应是偏紧的，市场供需矛盾不大。但要明确，现阶段基本面和季节性规律，令期货盘面缺乏持续大幅上涨驱动。

2 供需两端缺乏驱动

供需层面分析，天然橡胶市场多空参半，整体缺乏方向性驱动因素。

上游来看，春节假期间，泰国旺季尾声产地原料价格表现偏强，2月中下旬逐渐进入减产期，原料抗跌在成本端对胶价有坚实的托底支撑。中游来看，这段时期内青岛船货到港不集中，区内区外库存难以迅速增加，缓解了四季度以来的累库压力。下游来看，时值传统淡季，节后陆续返市但刚需回温缓慢，实盘交投存在一定压力，需关注终端消费复苏及厂商复工的买盘承接力度。

整体来讲，天然橡胶延续节前的区间震荡逻辑，节后关注供需两淡格局的匹配情况，一季度胶价或仍将考验下方支撑，企稳依然需要时间，以及宏观和大宗商品共振等条件配合。

3 下游淡季符合预期

天然橡胶主要下游来看，春节前后是一年中第一个需求低点，第二个在7-8月的盛夏时节，今年淡季表现基本符合预期。

据隆众调研，2025年春节期间，国内全钢轮胎样本企业平均计划放假12.29天，比去年同期增加0.66天；半钢轮胎样本企业平均计划放假10.13天左右，比去年同期增加1.91天。由于轮胎企业放假，春节前一周半钢胎开工率低至19.84%，全钢胎开工率仅有13.14%。虽然东南亚主产区天然橡胶产量已经季节性回落，但船期进口增量滞后到港，叠加需求端订单薄弱买气冷清，因此春节期间中国天然橡胶社会库存、青岛地区库存、尤其是深色胶库存均有明显累增，对沪胶期货盘面造成一定压制。随着下游轮胎等厂商陆续复工，节假日造成的短期利空有望出尽，但宏观经济和外部环境存在不确定性，预计暂维持区间震荡状态。

4 终端表现差强人意

尽管下游逐渐进入传统淡季，但金九银十的旺季翘尾效应仍在，需求终端托底天然橡胶市场表现。

2024年12月，全国乘用车市场统计零售量达263.5万辆，比上年同期大幅增长12.0%，环比

上月增长 8.7%; 2024 年中国乘用车累计零售总量录得 2289.4 万辆, 相较上年实现了 5.5% 的增长率。2024 年 12 月, 全国重型卡车市场实际终端销售 6.94 万辆 (基于交强险实际销售的统计口径), 环比上月销量增长 22%, 而同比增幅显著扩大至 93%; 2024 年中国重卡市场实际销售总量达到 60.24 万辆, 比上年整体下降了 2%。

2025 年下游汽车轮胎海外出口或面临挑战, 但随着刺激政策发力, 内需市场前景广阔, 天然橡胶需求端仍有一定增量预期。

5 行情平淡多空并存

天然橡胶基本面多空并存, 短期内盘面保持震荡企稳态势, 春节前后行情相对平淡。

泰国南部主产区割胶旺季将持续到 2 月初, 拉尼娜强度和天气影响减弱, 高价刺激下供应充足, 但全年供需偏紧格局下, 上游原料价格坚挺抗跌。橡胶下游行业春节期间开工低迷, 山东地区轮胎企业安排放假, 企业产成品库存多高于往年同期, 需求端已经转入季节性淡季。中国天然橡胶进口量预期增加, 青岛主港天然橡胶总库存和国内社会库存延续累库节奏, 库存压力将贯穿春节前后时期。

展望后市, 政策面预期偏乐观但需求兑现尚待时日, 而现实供需层面短期难有显著改善, 利空因素积聚今年后胶价下行压力较大。

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



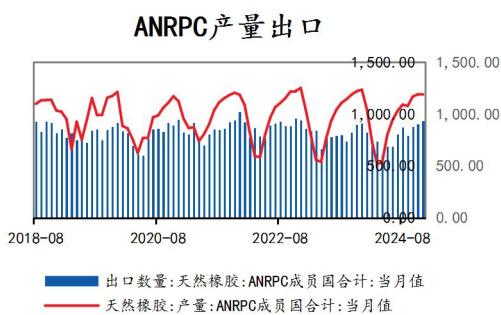
图表 37: 合成橡胶价格



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

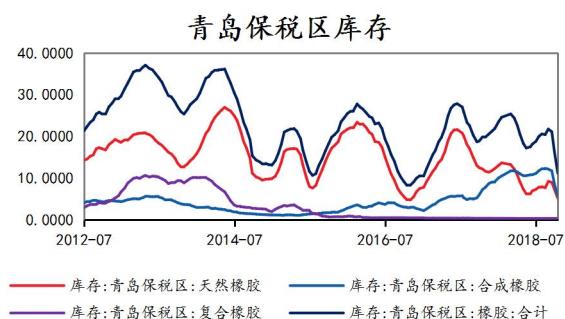
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 38: ANRPC 产量出口



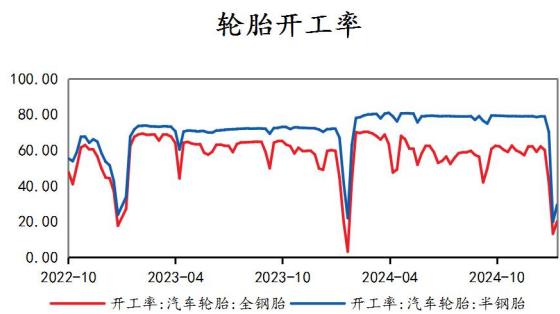
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 青岛保税区库存



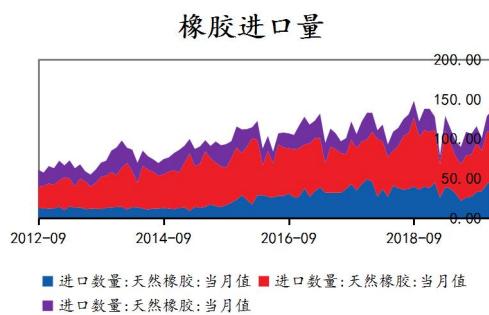
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 轮胎开工率



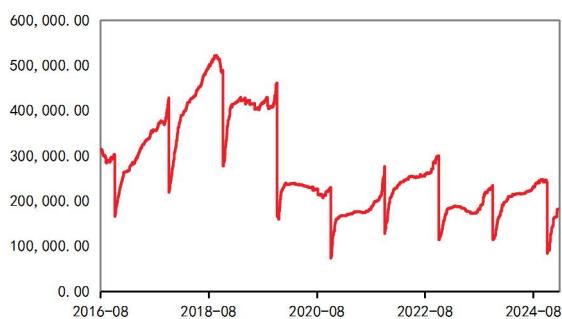
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: 橡胶进口量



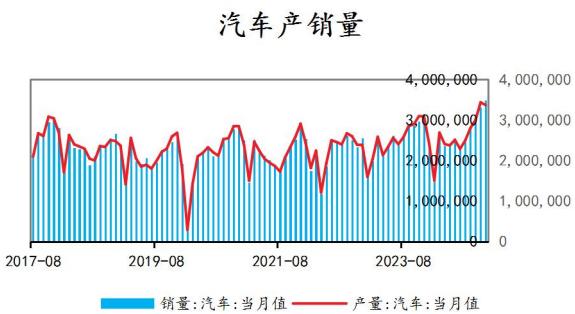
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 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: 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：美豆先扬后抑，国内粕强油弱

1 外部豆类市场分析

南美大豆主产国旱涝不均，天气利多效应仍在持续

当前正值南美大豆生长关键期，包括阿根廷干旱和巴西降雨过多继续为豆价带来支撑。巴西国家商品供应公司(Conab)表示，截至2月2日，巴西大豆收割率为8%，低于去年同期的14%。巴西大豆上市时间推迟，有利于美豆出口。一些机构开始下调对巴西大豆产量的评估。咨询机构AgRural在1月27日下调巴西大豆50万吨至1.71亿吨；咨询机构StoneX在2月3日将巴西大豆产量预测值由此前的1.714亿吨下调到1.7089亿吨。在阿根廷，由于天气炎热干燥，布宜诺斯艾利斯谷物交易所给出的大豆优良比例为20%，低于去年同期的29%。虽然天气预报显示未来一段时间阿根廷干燥地区降雨机会增加，但不会带来太大转机。在南美大豆产量评估尚未稳定前，天气因素仍对豆价有较强利多效应。

美国农业部月报在即，南美主产国大豆产量可能有增有降

美国农业部定于2月11日公布月度供需报告，结合当前南美大豆生产形势，报告前分析师平均预期美国农业部将把巴西大豆产量由上月预估的1.69亿吨调高至1.6964亿吨，将阿根廷大豆产量预估从上月的5100万吨下调至4950万吨。整体来看，南美主产国大豆总产量变化不大，尤其是巴西大豆保持丰产预期，可有效对冲掉阿根廷大豆可能的减产，从而降低天气因素对全球豆价的影响。

美豆周度出口销售符合预期

美国农业部公布的出口销售报告显示，截止1月30日当周，美国当前市场年度大豆出口销售净增38.77万吨，位于预估区间30-110万吨的低端，较之前一周减少11%，较前四周均值减少40%。其中，对中国大陆出口销售净增20.87万吨。当周，美国大豆出口装船119.34万吨。较之前一周增加62%，较前四周均值增加3%。其中，对中国大陆出口装船34.79万吨。美国当前市场年度大豆新销售40.7万吨。

产地棕榈油处于减产周期，预计马来西亚1月底棕榈油库存继续下降

在MPOB公布月报前，路透调查显示，分析师平均预计马来西亚2025年1月末棕榈油库存为164.98万吨，较2024年12月下降3.45%；当月产量预计为132.3万吨，较12月下降11%；出口量预计为114.52万吨，较12月下降14.64%。马来西亚棕榈油处于减产周期，供需双降，低库存为价格抗跌带来支撑。南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据显示，2025年2月1-5日马来西亚棕榈油单产增加2.11%，出油率减少0.59%，产量减少0.99%。

2 国内豆类市场分析

成本驱动叠加现货供应紧张担忧情绪升温，国内豆粕市场期现联动大幅反弹

美豆强势反弹带动进口大豆成本快速升高，据统计，2月7日美国大豆进口成本价为3903元/吨，较春节前上涨近200元/吨。与此同时，中国加强对巴西5家公司的大豆进口检验措施，市场预期2-3月进口大豆月均到港量在500万吨左右，低于国内正常需求量，有望加快豆粕去库节奏。春节期间美豆上涨改善节后国内市场情绪，节后生产端开机恢复缓慢，豆粕库存持续下降。饲企和贸易商等下游补库需求旺盛，油厂顺势大幅提高豆粕报价。现货端的强势表现以及看涨情绪高涨是节后国内豆粕期货市场显著反弹的主要动力。

2024年中国进口植物油大幅下降

国家海关总署公布的数据显示，2024年中国累计进口四大成品油脂的总量为691万吨，比2023年的985万吨下降294万吨，降幅在30%左右。其中，棕榈油和葵花油降幅较大。2024年中国进口棕榈油总量约366万吨，比2023年的561万吨下降195万吨，降幅34.8%。分国别来看，2024年中国自印度尼西亚进口棕榈油约244万吨，占比67%；自马来西亚进口棕榈油约121万吨，占比33%。

内外盘油脂强势共振，节后国内油脂全面上涨

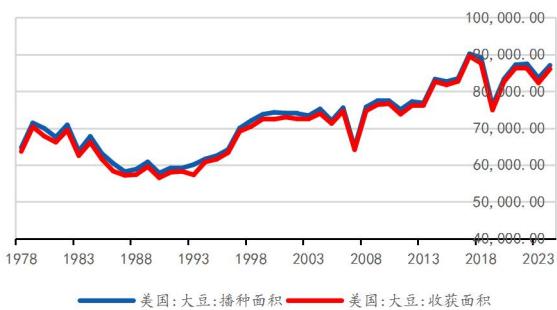
春节期间，国际油脂油料市场整体表现偏强，其中马来西亚棕榈油和美国豆油市场出现不同程度上涨，为春节后国内油脂市场回暖提供外部支撑。从基本面上看，2025年年初以来，国内大豆、豆油库存持续下降，市场预计2-3月进口总量在1000万吨左右，低于去年同期的1066万吨。节后下游补库需求活跃，豆油库存将继续回落，为国内豆油价格走强提供重要支撑。由于进口价格持续倒挂，国内棕榈油买船偏低，供给紧张状态短时间难以缓解，预计2-3月棕榈油（含硬脂）进口到港总量在50万吨左右。叠加产地棕榈油减产以及印尼生柴题材，推动棕榈油价格震荡攀升。自2024年11月份以来，我国进口俄罗斯等国菜油增多，菜油库存持续回升，预计2-3月菜油月均到港量在20万吨左右，一季度国内菜油供给相对充裕，菜油市场呈现被动跟涨局面。

3 油脂油料市场展望

美国政府近期向主要贸易伙伴挥舞关税大棒，全球贸易前景恶化，大豆供应链的不稳定性为美豆价格注入政策升水。在全球大豆供给宽松格局不断深化的背景下，美豆市场虽不具备行情反转的基础，但南美大豆正处于决定最终产量的关键时段，天气的不确定性往往令市场易涨难跌，美豆出现阶段性反弹行情实属正常。尽管远期大豆供应保持宽松预期，但国内一季度进口大豆供应明显收紧已成各方共识，阶段性供应偏紧以及美豆上涨引发的成本联动是国内豆油和豆粕市场表现偏强的主要动力。随着国内市场买盘情绪进一步发酵，下游新一轮补库需求有望继续提振市场，内外盘与期现货市场形成强势联动，国内豆类市场整体保持上升通道运行，但豆油市场的强势可能对粕价反弹有压制，油强粕弱仍是当前国内豆类市场的主要特征。美豆反弹带动进口大豆成本回升，豆一期货各合约相继收复4000元/吨关口，保持反弹反彈节奏。内外大豆价差整体收敛，但在南美供应压力下，国产大豆中远期需求很难获得改善。豆一期货市场内在上行驱动不足，进一步回升空间仍需现货和政策加以配合。

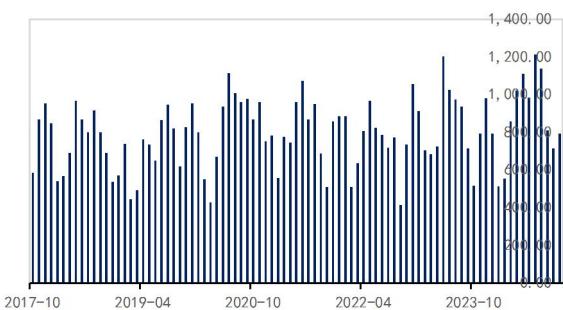
4 油脂油料市场主要数据

图表 44：美国大豆种植收获面积



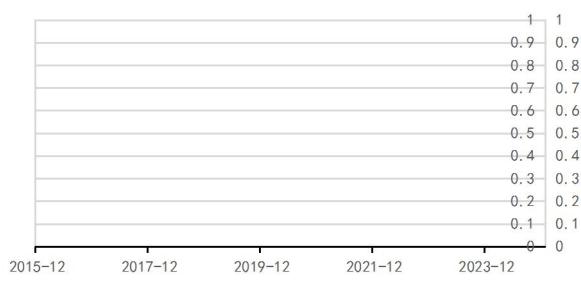
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：大豆进口数量



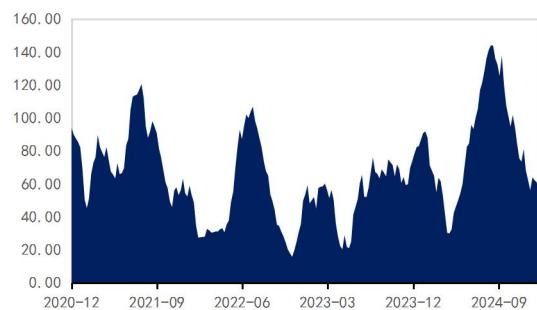
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：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：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.ciccwmpf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元