

## 中金财富期货策略周报（2025年第3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：**目前工业品处在宏观数据和供需关系的相对真空期，但是却处在特朗普上台和关税政策的密集期，因此价格波动主要由情绪所引起。对于部分炒高的工业品，可关注逢高卖出保值机会。

**股指期货：**AI科技使得A股科技股获得较大涨幅，上周美债利率上行风险增加，公募仓位和私募情绪均有回落迹象，科技风格或阶段性承压。不过，Deep Seek正在强化制度自信，相关产业政策在途。即便科技股出现阶段性调整，也难以扭转长期β的上行趋势。整体看，我们认为指数上行态势不变，科技类代表的中证500和中证1000仍是阶段内占优。

**铜：**矿端的紧张状况延续，第一量子2025年铜产量指引仍未见巴拿马项目踪影，加工费持续低位。不过考虑到美国铜供需结构中，进口占比较大，而且该部分量国内难以补充，加征关税意味着国内铜进口成本的大幅抬升，该部分成本将最终转嫁给终端消费者，从而推升国内通胀。受关税影响，2月以来COMEX铜涨幅已经接近10%。短期关税或透支部分铜价上涨空间，需警惕关税明朗后铜价回调压力。

**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。国内外锌矿加工费涨幅明显，炼厂的原料制约逐步减弱，国内冶炼厂2月产量预计环比将下降5万吨左右，冶炼厂原料库存增加至28天以上，因此冶炼厂原料到3月均基本有保证，炼厂采购意愿较低。三地仓库陆续到货，而随着下游开工的陆续恢复，整体库存累库幅度放缓，库存增加尚不明显。矿端稳步趋向宽松使得后续冶炼产量增加的趋势不变，预计锌价上行空间有限。

**钢材：**数据显示，终端需求复苏较为缓慢，虽然整体库存水平偏低，但仍在逐步上升。目前钢价的估值处于较低水平，但成本压力仍对价格产生一定影响。鉴于节后需求恢复进度较慢，以及3月即将召开的两会对市场情绪可能带来一定影响，因此短期内钢价不宜过于悲观，市场或将在一定的政策预期支撑下维持震荡走势。

**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：**当前正值南美大豆生长关键时段，机构对阿根廷和巴西大豆的产量评估存有分歧，后期天气的不确定性仍是美豆市场的主要抗跌支撑。预计美豆仍会围绕南美天气展开震荡，在南美大豆整体保持丰产预期的大格局下，天气炒作的强度将受到削弱。国内2-3月进口大豆到港量收紧预期犹存，叠加海关加强进口转基因大豆加工工艺和使用管理等政策影响，市场对大豆供给担忧有望继续为豆粕现货市场带来支撑。豆粕期货远月合约在受到现货提振的同时，也会受到南美供应压力的制约，市场选择向上突破仍需美豆加以配合。产地棕榈油市场表现仍是影响国内棕榈油市场的关键，随着印尼对B40政策设置的过渡期逐渐临近，产地棕榈油维持抗跌运行的概率依然较大。整体来看，国内三大油脂在各地基本面影响下，分化行情有望持续。海关加强进口大豆核查有利于改善国产大豆需求，豆一期货止跌回升，各合约快速收复4000元/吨关口。由于国产食用大豆供应过剩，豆一期货反弹的持续性仍需现货和政策密切配合。

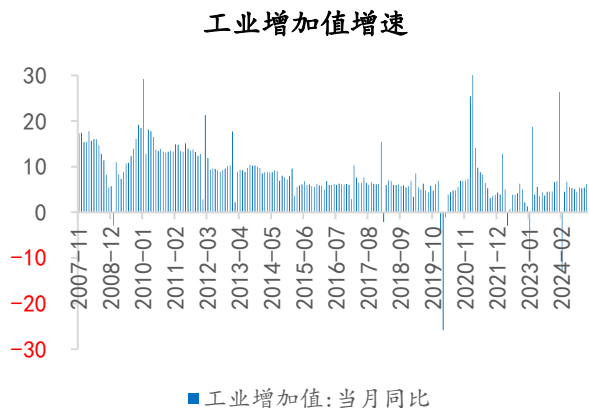
## 目录

周度策略：关税成为工业品的主要扰动因素.....	- 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 节后经济：地产回暖，出口稳健.....	- 7 -
3 社融结构有改善 .....	- 8 -
4 宏观策略.....	- 8 -
5 股指期货市场分析 .....	- 8 -
铜.....	- 11 -
1 影响因素 .....	- 11 -
2 结论.....	- 12 -
3 铜期货现货数据 .....	- 12 -
锌.....	- 13 -
1 锌：影响因素 .....	- 13 -
2 总结.....	- 14 -
钢材.....	- 15 -
1 中美贸易升级 .....	- 15 -
2 两会前瞻.....	- 16 -
3 铁水产量恢复速度放缓 库存不降反升 .....	- 16 -
4 小结 .....	- 17 -
5 钢材期货现货数据 .....	- 17 -
原油.....	- 19 -
1 让页岩油再次伟大？ .....	- 19 -
2 美欲迫使沙特增产 .....	- 19 -
3 伊朗再遇制裁危机.....	- 19 -
4 施压联储敦促降息.....	- 20 -
5 合则两利斗则俱伤 .....	- 20 -
6 下行风险高于上行 .....	- 20 -
7 原油期现数据 .....	- 21 -
天然橡胶.....	- 23 -
1 多空并存震荡弱稳.....	- 23 -
2 年度供需大局已定 .....	- 23 -
3 进口到港库存累增 .....	- 23 -
4 天气预测利于增产 .....	- 23 -
3 下游淡季符合预期.....	- 24 -
6 胶价重拾上升大势 .....	- 24 -
7 橡胶期现数据 .....	- 24 -
1 外部豆类市场分析.....	- 26 -
2 国内豆类市场分析.....	- 26 -

3 油脂油料市场展望.....	- 27 -
4 油脂油料市场主要数据 .....	- 27 -

## 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



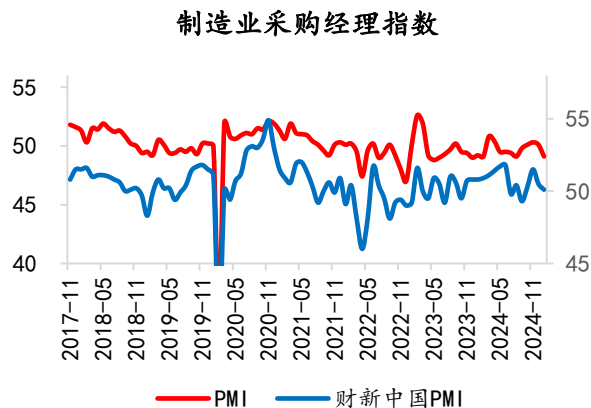
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



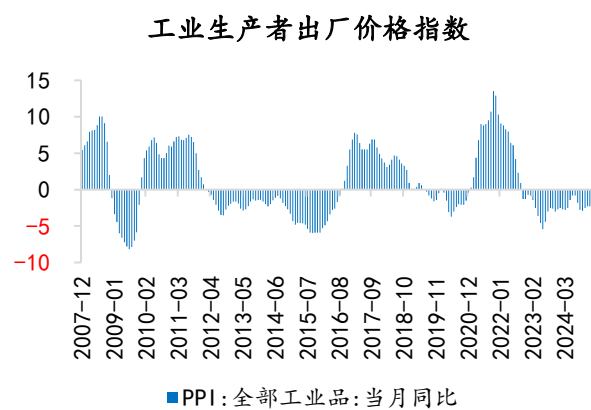
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



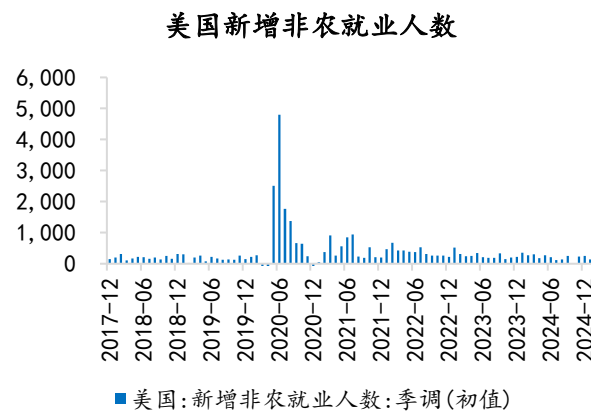
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：关税成为工业品的主要扰动因素

春节后的商品市场分化依然十分明显，其中外围定价的贵金属，有色等品种表现较强，如铜；但是内盘定价的地产链几乎呈现单边下行的态势，如玻璃。从影响因素看，目前实体企业开工仍处在季节性淡季，需求上看并没有明显的变化，工业品的这种走势差距主要由情绪造成的。

### 节后复工节奏跟踪

春节消费高峰过后，经济活动数据进入“空窗期”，而复工节奏如何、地产销售是否回暖是期货市场关注焦点。正月十五的元宵节通常也是企业“开工潮”的重要观察点，本文从人流量、货运量、开工率、原材料出货量等多个维度、观察节后生产进度。分析表明，目前基建复工偏“后置”、而外贸相关物流运输及制造业生产均较快回升，一线地产成交较具韧性。

人员返回方面，根据交通部数据，农历对齐后、节后 8 天的客运人流量同比增速（16.6%）较节前 2 周均值（8.8%）走高，或部分受去年极端雨雪冰冻天气带来的低基数提振，其他可比维度均显示节后人员返工速度偏滞后。具体看，1）节后 8 天（正月初七至正月十四，下同）的百度迁徙指数同比录得 13.6%，较节前一周增速 20.1%略有放缓；2）对比 2019 年同期客运量、节后 8 天增速亦从节前两周的 14.2%回落至 13.8%；3）节后一周的地铁客运量约为节前一周均值的 7 成，对比去年节后一周已回升至节前一周均值的约 85%。

物流方面，节后铁路及高速货运物流量较去年春节同期增长 3-4%，且节后回升斜率快于去年，可能受较强外需拉动，对应航班货运量中国际运输班次恢复亦快于国内。农历对齐后，节前 3 周的高速公路/铁路货运量同比分别录得同比 3%/2.9%，节后一周均值同比回升至 3.3%/3.8%，节后一周的恢复斜率亦快于去年同期。货运需求或受到外贸影响，或显示 1 季度出口回升仍有支撑。

基建复工“后置”，制造业分化。百年建筑网调研数据显示节后第一周，全国施工企业开复工率/劳务到位率较去年农历同期下降 5.6 /3.7 个百分点。水泥、电缆、沥青、PE 管等开工率同比亦偏弱，显示基建复工节奏或偏滞后。然而，考虑到 1 月专项债/政金债发行进度亦快于往年，后续复工进度有望加速。

制造业企业开复工节奏呈现分化——汽车等行业节前景气度较强，但节后复工进度相对较慢，或受到部分需求前置的影响；高炉开工率在春节前后均保持同比高位，螺纹钢、铝型材、服装鞋帽行业在节前开工率明显弱于去年同期，而节后一周较快回升、开工率较去年同期高 1.6/19.3/14 个百分点。

整体看，当前经济还处在明显的季节性淡季区间，后续总需求的回升力度仍有一定不确定性，因此当前工业品的分化主要由情绪主导。

### 关税对工业品走势产生明显影响

本轮美国对我国加征关税 10%，好于市场预期，未来政策不确定性仍高。关税是特朗普政府的手段，而非目的，最终取决于中美博弈结果。近日美国与加拿大、墨西哥加强沟通交流后，加拿大与墨西哥表示做出让步，美国暂停对墨西哥、加拿大商品加征关税，将其实施时间推迟到 2025 年 3 月 4 日，这亦体现了关税在国际博弈中的作用，不排除中美经过沟通后，亦存在暂停



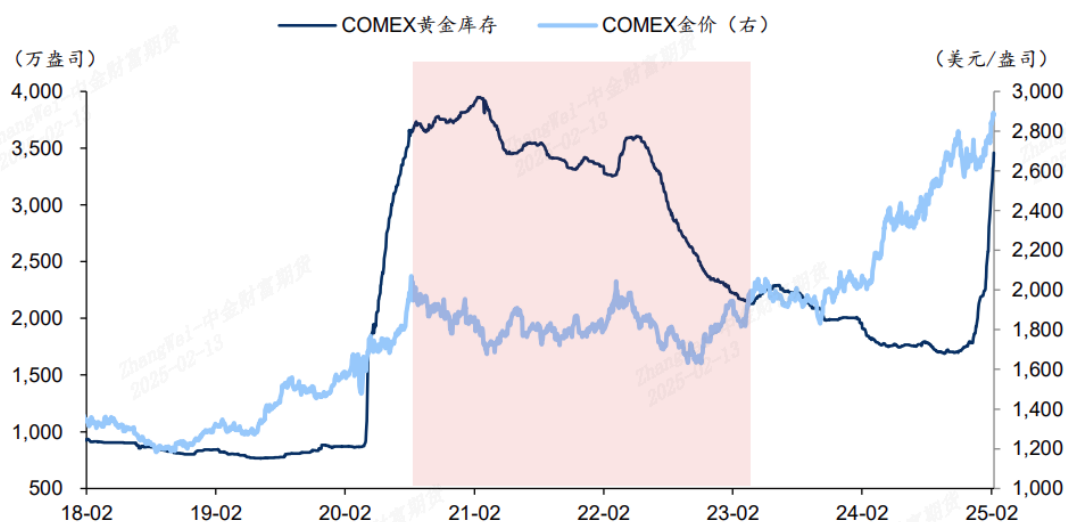
加征关税的可能。从悲观预期出发，考虑特朗普政府近期强调取消我国最惠国待遇以及特朗普第一任期表现来看，未来美国对我国加征平均关税税率不会低于 10%。

本轮美国对我国加征 10% 关税、对加拿大和墨西哥加征 25% 关税，测算大概导致我国出口增速下降 1.125-1.415 个百分点，从而拖累 GDP 同比出口增速回落 0.21-0.27 个百分点。其中，美国对我国加征 10% 关税，或直接影响我国出口增速下降 1.08-1.37 个百分点，拖累我国 GDP 同比增速 0.21-0.26 个百分点；美国对加拿大和墨西哥加征 25% 关税，或间接影响我国出口增速下降 0.045 个百分点，拖累我国 GDP 同比增速 0.0086 个百分点。

特朗普的关税威胁对黄金和铜等品种产生明显影响，特征就是美国期货市场的黄金和铜价格显著高于伦敦市场。

短期金价上涨的直接原因或在于关税担忧导致 COMEX 黄金期货较伦敦金现产生较大溢价，逼仓+跨市场套利行为催生大量购金需求。市场出于美国对进口贵金属加征关税的担忧，COMEX 黄金相对伦敦金现溢价一度增长至近 70 美元/盎司，套利需求导致大量黄金由伦敦运往纽约。伦敦金银市场协会 2025 年 1 月库存量下降了 151 吨，而 COMEX 黄金库存量年初至今增长近 400 吨，较 2024 年 10 月低点增长超 1 倍。

图表 1：当前黄金库存情况类似于 2020 年



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

2020 年新冠疫情期间，黄金生产与运输受到影响，COMEX 黄金库存量较低，近月合约交割需求激增，交易者担心无法履行交割义务，大量购买实物黄金转移至交易所仓库，推升金价，库存增加规模与速度与本轮相当。后期随着物流和生产的恢复，以及交割需求回落，COMEX 黄金库存逐步释放并流向其他市场，库存减少超 600 吨，期间金价整体偏弱。后续关注 COMEX 黄金的累库速度，若斜率变小，可能对应短期金价高点。

### 耐心等待新政策落地

目前工业品处在宏观数据和供需关系的相对真空期，但是却处在特朗普上台和关税政策的密集期，因此价格波动主要由情绪所引起。对于部分炒高的工业品，可关注逢高卖出保值机会。

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	2 月 14 日	央行：择机调整优化政策力度和节奏，促进物价合理回升	密切关注海外主要央行货币政策变化，防范资金空转，增强外汇市场韧性	稳增长政策继续释放
	2 月 13 日	特朗普宣布将对美贸易伙伴征收对等关税	媒体称对等关税可能 4 月 1 日生效	关税成为当前宏观的主要扰动因素
数据	2 月 10 日	1 月 CPI 同比上涨 0.5%,PPI 同比下降 2.3%	受春节因素影响，全国 CPI 涨幅扩大，扣除食品和能源价格的核心 CPI 连续第四个月回升	PPI 显示需求依然较弱
	2 月 12 日	美国 1 月 PPI 同比增幅为近两年新高	美国 1 月 PPI 同比上涨 3.5%，高于前值和预期值的 3.3%	个人消费支出价格指数（PCE）相关的分项数据涨势温和
事件	2 月 10 日	特朗普对所有钢、铝进口加征 25%的关税	欧盟祭出“胡萝卜加大棒”套餐：包括增购美国天然气、降低汽车关税等善意举措	贸易战之下，没有赢家

资料来源：中金财富期货研究所

2 节后经济：地产回暖，出口稳健

国内政策：研究提振消费。本周中央层面，国务院召开全体会议，研究提振消费有关工作等，提出要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题。金融财税方面，央行在 2024 年第四季度中国货币政策执行报告指出，要畅通货币政策传导机制，更好把握存量与增量的关系，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率。

返城复工：复工进度慢于近年。百度迁徙指数显示，2025 年春节节前返乡强度高于近年同期，节后返城强度仍弱于去年同期；聚焦 100 余个务工城市来看，节后返城强度与近年相近；第三方（百年建筑）建筑工地调研数据显示，截至 2 月 13 日（正月十六），样本工地开复工率、劳务到位率均低于近年同期。

生产&基建：整体强度有所回升，但仍处季节性低位。节后，高炉开工率走平，化工链 PTA 开工率边际回落、涤纶长丝开工率回升。基建方面，沥青开工率继续回升；节后螺纹钢库存、开工率仍在低位，铜价持续上涨；节后水泥价格持续回落，库容比回升、发运率持续下滑；开年以来玻璃价格基本走平，开工率仍在低位。

地产：新房成交、二手房成交同比保持增长。本周 30 城新房成交面积同比增长，其中一、二、三线均增长。本周 9 城二手房成交面积同比增加，其中北京、深圳增加明显。

出行：二线出行较为活跃，航空出行有所回落。市内交通方面，节后二线城市地铁客运量继续同比增长，一线城市弱于去年同期；航班方面，节后航班执行数、执飞率下降，但仍处于高位。

消费：春节期间汽车批发数量同比下降。春节期间乘用车批发、零售数量同比均下降；累计数量表现不及去年。

### 3 社融结构有改善

从社融存量看，2025 年 1 月，社融存量同比增长 8%，增速持平于 2024 年末。从社融增量看，1 月社会融资规模增量为 70600 亿元，高于市场预期，较上年同期多增 5866 亿元，连续两个月同比多增。对实体经济发放的人民币贷款增加 52200 亿元，同比多增 3799 亿元，结束连续 14 个月的同比少增。1 月，社融增量延续同比增长态势，结构上有所改善，在企业信贷快速增长带动下，新增人民币贷款显著回升，同时政府债券继续对社融形成支撑。央行 2024 年第四季度货币政策表示，将综合运用多种货币政策工具，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。我国货币政策有望延续适度宽松的基调，并且还将强化逆周期调节，着力提振居民消费，政策助力下社融有望保持稳中有升态势。

政府债券仍是直接融资支撑项，表外融资同比少增。从社融结构看，2025 年 1 月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重约为 73.94%，占比较 2024 年 12 月升高 44.5 个百分点，但较去年同期小幅下降 0.83 个百分点。新增直接融资 11860 亿元，占比仅为 16.8%，较 2024 年 12 月下滑 46 个百分点，但较去年同期升高 4.92 个百分点，同比多增 4171 亿元。

企业信贷明显改善，居民信贷或受春节扰动。2025 年 1 月，企（事）业单位贷款增加 4.78 万亿元，其中，短期贷款增加 1.74 万亿元，同比多增 2800 亿元，或主要受企业支付采购款以及发放年终用款的需求的影响；中长期贷款增加 3.46 万亿元，同比多增 1500 亿元，一方面或因为特殊再融资债券发行减速，化债的拖累有所减轻，另一方面“两重”项目开工推进加快，推动企业中长贷改善，但企业信贷改善的持续性仍有待进一步确认；票据融资减少 5149 亿元，但同比增加 4584 亿元，或因为去年同期基数偏低。1 月居民贷款增加 4438 亿元，同比少增 5363 亿元，其中短期贷款减少 497 亿元，同比多减 4025 亿元，或主要因为去年春节时点相对偏晚，导致基数相对较高，而且从今年春节消费数据来看，春节居民消费并不弱。后续“两新”政策还将扩围加量，涵盖家电数码、汽车等多个领域的消费补贴政策将进一步释放居民消费潜力，居民短期贷款需求有望继续改善；1 月居民中长期贷款增加 4935 亿元，但同比减少 1337 亿元，这可能也受到春节时点的扰动，从高频数据看，今年春节假期楼市成交平稳，整体延续节前止跌回稳态势，中指研究院数据显示，春节假日期间 28 个代表城市新房日均成交面积较上年春节假期增长 8%。央行 2024 年第四季度货币政策表示，将加大存量商品房和存量土地盘活力度，推动房地产市场止跌回稳，后续房地产供需两端政策效应有望持续释放，推动地产市场逐步回暖。

### 4 宏观策略

目前工业品处在宏观数据和供需关系的相对真空期，但是却处在特朗普上台和关税政策的密集期，因此价格波动主要由情绪所引起。对于部分炒高的工业品，可关注逢高卖出保值机会。

### 5 股指期货市场分析



## 两市继续上行

两市震荡回升，上周沪深 300 周+1.19%，上证 50 周+2.02%，中证 500 周+1.95%，中证 1000 周+1.87%，指数维持震荡上涨态势。

上周恒生科技、恒生指数涨幅超 7%，继续领跑全球股指；A 股科技成长板块延续走强，传媒、计算机、通信周涨幅分别达：+9.5%、+7.8%、+3.0%。资金面，上周 A 股两市日均成交额进一步放量，其中 TMT 板块成交额占比明显提升；融资资金和 ETF 资金出现分歧，2 月以来融资资金净买入 772 亿元，股票型 ETF 资金则净赎回 492 亿元。

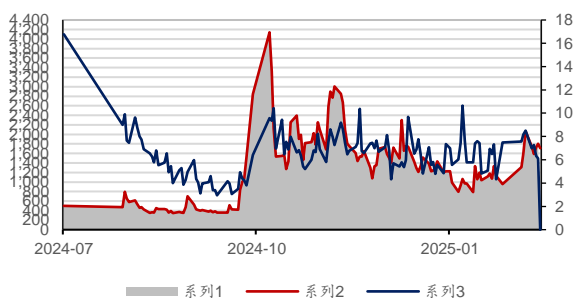
“春季行情”正当时，AI+引发整个科技股估值回升。当前 Deep Seek 行情与 2023 年初 ChatGPT 行情类似，但基于市场的学习效应，本轮行情演绎更为迅速，云计算、IDC、AI 算力、AI 应用等各子版块普涨，TMT 板块成交拥挤度也超过了 2023 年初 ChatGPT 行情水平。后市看，TMT 短期微观交易结构拥挤或放大行情波动性，但中长期科技仍是配置主线，“人工智能+”政策红利叠加各领域 AI 应用商业化提速，本轮 AI+投资有望从此前的海外映射向国内 AI 产业链景气度转变。因此整体看，科技类代表的中证 500 和中证 1000 仍是阶段内占优。

## 中国资产重估进行时 继续做多

近期以恒生科技为代表的中国资产走出价值重估行情，市场关注其持续性。中长期角度看，中国资产或仍有较大重估空间，依据是：1) 估值水位上，MSCI 中国指数的前向风险溢价仍高于 2006-2010 年均值，存在修复空间。2) 以 PB-ROE 视角国际比较，目前恒指与沪深 300 在全球主要权益指数中仍略显低估；以 MSCI 中国指数衡量，中国资产目前相较于其他新兴市场仍有约-7%的折价。3) 结构上，A/港两市的中国资产龙头中，地产链、红利、出口链和制造业整体仍具备性价比；TMT、内需消费和医药整体估值相对合理，但目前仍有不少细分环节龙头企业较海外龙头具备性价比。

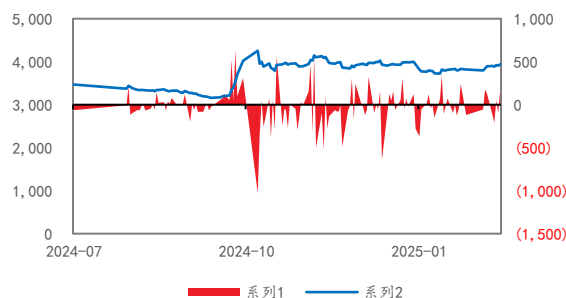
AI 科技使得 A 股科技股获得较大涨幅，上周美债利率上行风险增加，公募仓位和私募情绪均有回落迹象，科技风格或阶段性承压。不过，Deep Seek 正在强化制度自信，相关产业政策在途。即便科技股出现阶段性调整，也难以扭转长期β的上行趋势。整体看，我们认为指数上行态势不变，科技类代表的中证 500 和中证 1000 仍是阶段内占优。

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



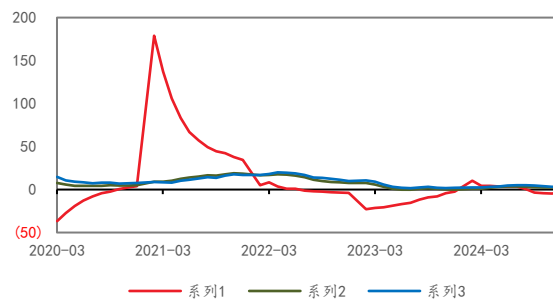
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。国内冶炼厂在假期期间未有大规模采购活动，刚需货物需求主流交易船期在二季度，干净矿价格接近 0 并略有下跌，冶炼厂对负数价格持谨慎态度。市场上成交信息稀少，年后炼厂采购脚步逐渐加快，贸易商报价谨慎，成交价格预期在 0 附近。

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

精铜杆企业生产不佳，受假期影响，市场内部分企业选择停工度过，在节后也并未在法定假期结束后复产，生产活跃度不足；而部分中大型铜杆企业虽然在假期依然维持着生产安排，但多数实际开工、产能利用率均有所下调。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。

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

矿端的紧张状况延续，第一量子 2025 年铜产量指引仍未见巴拿马项目踪影，加工费持续低位。不过考虑到美国铜供需结构中，进口占比较大，而且该部分量国内难以补充，加征关税意味着国内铜进口成本的大幅抬升，该部分成本将最终转嫁给终端消费者，从而推升国内通胀。受关税影响，2 月以来 COMEX 铜涨幅已经接近 10%。短期关税或透支部分铜价上涨空间，需警惕关税明朗后铜价回调压力。

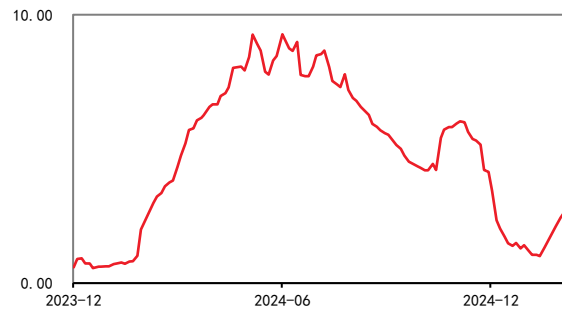
## 3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



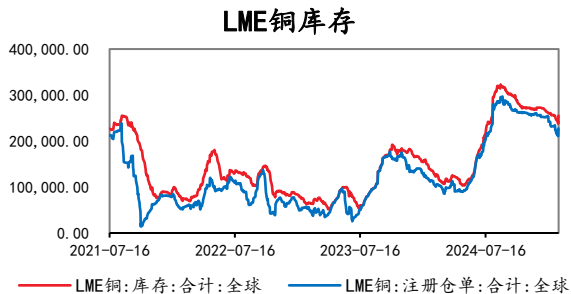
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



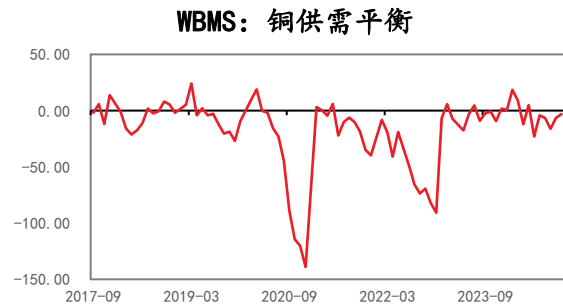
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



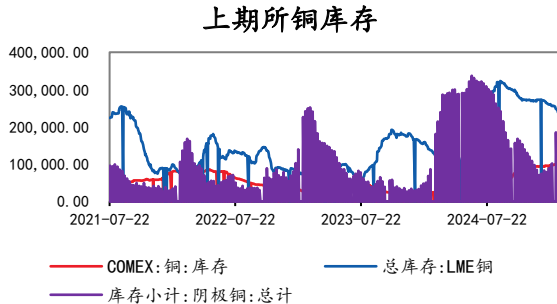
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



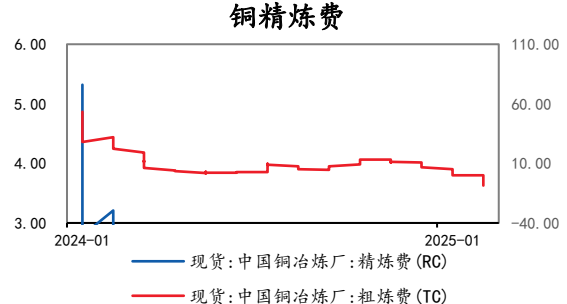
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，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。国内外锌矿加工费涨幅明显，炼厂的原料制约逐步减弱，国内冶炼厂 2 月产量预计环比将下降 5 万吨左右，冶炼厂原料库存增加至 28 天以上，因此冶炼厂原料到 3 月均基本有保证，炼厂采购意愿较低。三地仓库陆续到货，而随着下游开工的陆续恢复，整体库存累库幅度放缓，库存增加尚不明显。矿端稳步趋向宽松使得后续冶炼产量增加的趋势不变，预计锌价上行空间有限。

## 3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



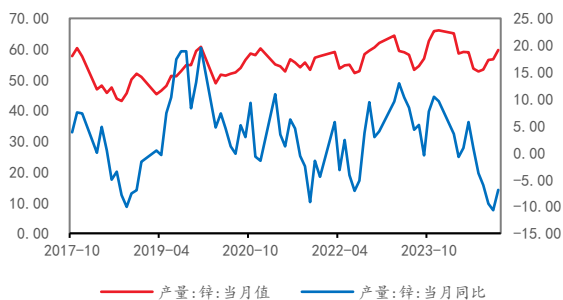
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：沪锌升贴水



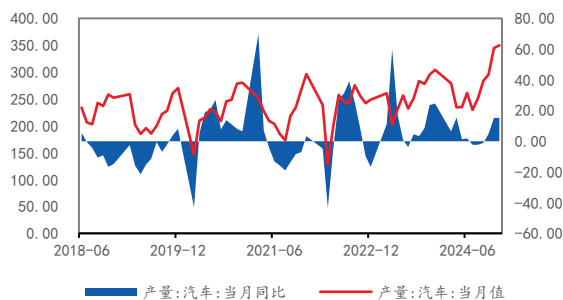
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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 铁水产量恢复速度放缓 库存不降反升

上周全国高炉产能利用率略降，电炉产能利用率增加。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 85.6%，环比下降了 0.2 个百分点，同比上升了 1.8 个百分点；91 家电炉产能利用率为 29.9%，环比增长了 3.5 个百分点，同比下降了 14.6%。五大品种钢材的周产量为 814.6 万吨，环比增长了 0.7%，同比增长了 1.3%。上周长流程产量略降，日均铁水产量减少了 0.6 万吨，降至 227.9 万吨。春节后螺纹钢需求恢复有限，产量有所下行，而板材产量有所增加。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1279.8 万吨，环比增长了 11.5%，同比下降了

11.6%。钢厂库存为 542.8 万吨，环比增长了 3.6%，同比下降了 17.2%。钢材总库存累积速度加快，环比增长了 9.1%，增幅较前一周扩大了 2.6 个百分点。厂库与社库在节后持续回升，其中螺纹钢和线材库存增幅较大，预计季节性累库逐步接近尾声。

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 663.2 万吨，环比增长了 15.2%，同比增长了 38.6%。其中螺纹钢的表观消费为 64.2 万吨，环比增长了 5.6%，同比下降了 2.0%。本周五大品种钢材的表需较上周继续回升，但仍处于偏低水平，下游需求尚未完全恢复。

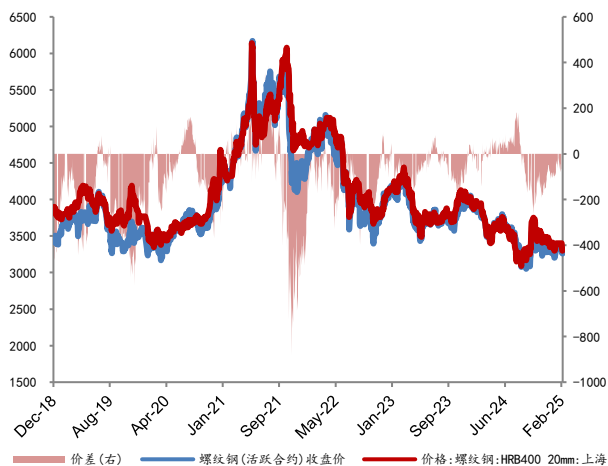
上周钢材现货价格偏弱运行，主流钢材品种的即期毛利环比走低。247 家钢厂的盈利率为 50.7%，环比下降了 0.9 个百分点。

#### 4 小结

数据显示，终端需求复苏较为缓慢，虽然整体库存水平偏低，但仍在逐步上升。目前钢价的估值处于较低水平，但成本压力仍对价格产生一定影响。鉴于节后需求恢复进度较慢，以及 3 月即将召开的两会对市场情绪可能带来一定影响，因此短期内钢价不宜过于悲观，市场或将在一定的政策预期支撑下维持震荡走势。

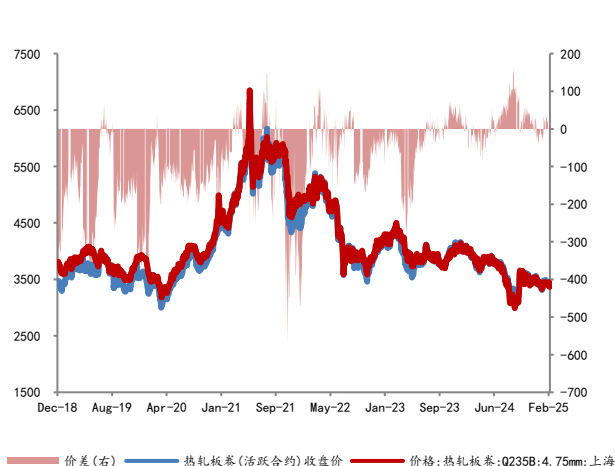
#### 5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



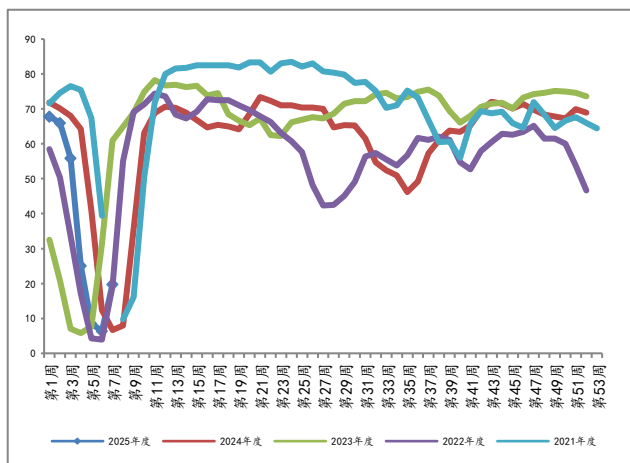
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



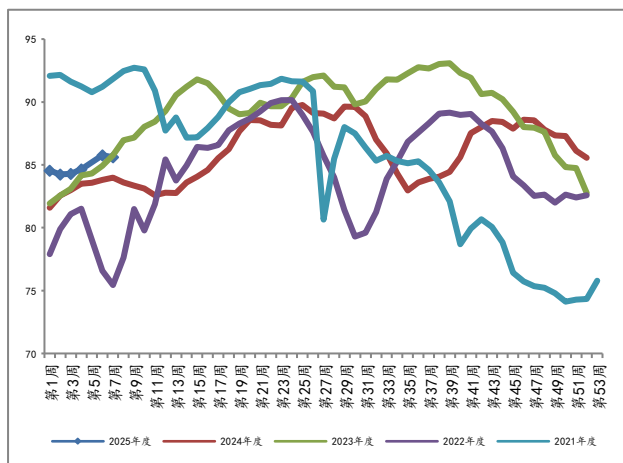
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



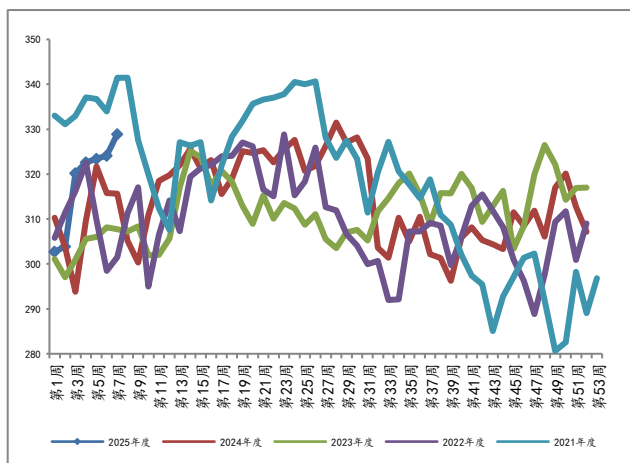
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



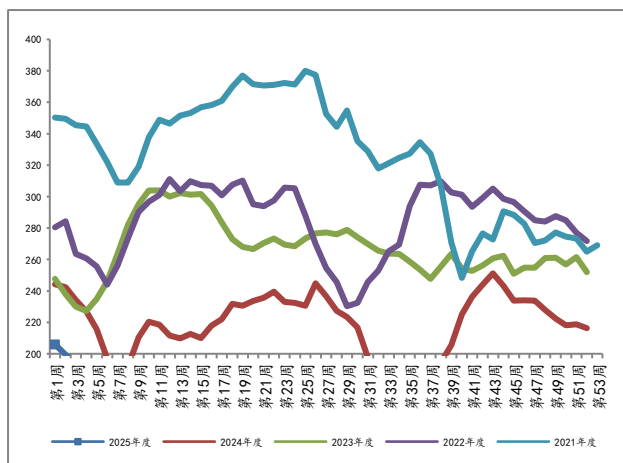
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



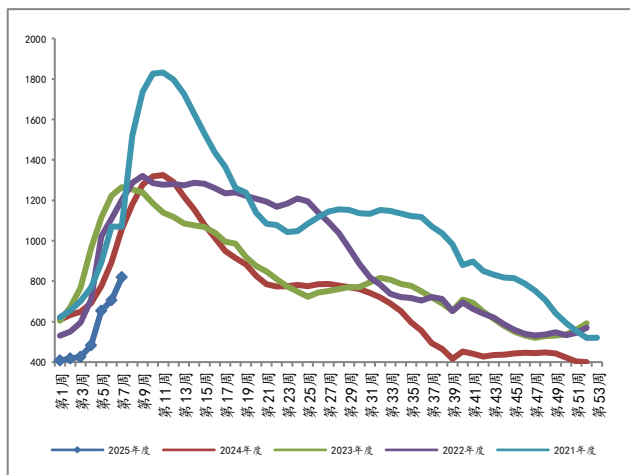
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



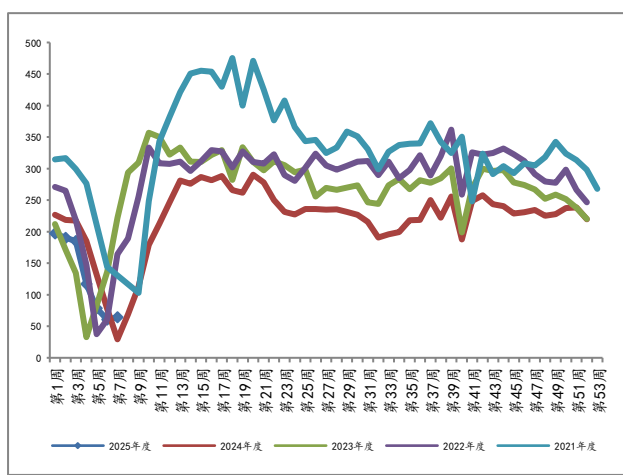
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 让页岩油再次伟大？

“那一日，期货市场投资者终于回想起，曾经被史上最强原油交易员——美国总统特朗普支配的恐惧，以及在他如雪片般纷至沓来的政令下的无所适从。”

在特朗普近期密集发布的政令中，有一条称：美国内政部长将与能源部长联合提高原油产量，并降低价格，“美国将开采出比以往任何时候更多的原油，我们将压低油价，其他一切都将随之而来。”相比他的第一个任期，卷土重来后的特朗普更为特立独行和大刀阔斧，其能源政策已经十分确定，那就是原油，原油，更多的原油。

特朗普推行的能源政策核心是促进油气增产，理论上将令页岩油供应继续增加，给国际油价带来中长期压力。理论上，无限制地开采页岩油将令沙特惨淡经营的限产计划彻底破产，甚至重蹈 2020 年价格战的覆辙。然而我们此前论述，美国原油生产商迫于攀升的成本压力，在资本支出和分红偿债之间取舍，从活跃钻机数来看已经后劲不足。

我们认为，美国页岩油行业仍处于惯性扩张阶段，不过今年的产量增幅预计将收缩，由此的确会造成油价一定程度上走弱，但下行空间同样有限。

### 2 美欲迫使沙特增产

除了大力支持本土页岩油钻探，特朗普再次要求石油输出国组织（OPEC）增产，一旦沙特等国适当让步放宽减产，将导致全球原油供应更加宽松，也可能对油价造成重大利空。

依照最新版本，OPEC+减产政策将延续至一季度末，计划于 4 月开始小幅地渐进式增产。然而，计划永远赶不上变化快，特朗普关税大棒和别国反制措施可能会形成连锁反应，对全球经济复苏形成阻碍，从而给原油需求端增添不确定性。OPEC+增产计划之所以从去年 10 月一拖再拖，主要是出于对需求疲软和供应过剩的担忧，因此贸易摩擦可能会导致 OPEC+再次延长当前的产量配额，至少在消费旺季到来前勉强维持供需平衡。

现在，特朗普承诺将对沙特施压，迫使 OPEC 增产以压低油价，但此前拜登屡次要求增产无果，市场对此种做法的可行性有待商榷。另一边，美国财政部宣布新的对伊朗制裁措施，特朗普曾提出将伊朗原油出口降为零的目标，接下来可能会进一步限制伊朗供应，从而给沙特等国增产提供一定空间。

正常来讲，OPEC 限产政策将长期与不温不火的油价并存，但倘若出现严重的外部性扰动，凭借海湾国家远低于页岩油的生产成本优势，亦不排除引发价格战等极端情景。

### 3 伊朗再遇制裁危机

回顾特朗普上一任期，美国政府单方面退出伊核协议并重启对伊朗的制裁，这一决定对全球原油供应体系产生了深远的影响。历史数据显示，当时伊朗原油产量在 2018 年制裁生效后急剧下降，甚至在 2019 年官方出口数量几乎降为零。作为 OPEC 核心成员国之一，伊朗原油供应的

减少加剧了市场的不稳定性。然而在此后数年间，伊朗通过影子油轮海上转运的方式，打开了亚洲灰色市场渠道，从油轮追踪数据来看，2024 年该国原油出口量实际上已经回到接近制裁前水平。

现在特朗普再度入主白宫，一同回来的还有他惯用的极限施压式中东政策，大概率将加大对伊朗原油出口的制裁，尤其是关于影子油轮的针对性措施，威胁到伊朗至亚洲的 STS（船对船转运）中后端运力，伊朗原油出口正面临严重困境。虽然制裁未必能直接推动油价上涨，但伊朗问题的长期悬而未决也为油市带来了不确定性。

#### 4 施压联储敦促降息

美国总统特朗普再次推特治国称，“利率应该降低，这与即将到来的关税齐头并进”，以此向美联储和鲍威尔继续施压。近期，美联储主席鲍威尔在出席听证会上重申对货币政策路径的坚定立场。他表示，尽管通胀正在放缓，但还没有冷却到为进一步降息提供合理性。美国劳工部数据显示，1 月美国 CPI 同比增长 3%，高于此前 2.9% 的预测。美国 1 月消费者价格上涨速度快于预期，表明通胀压力虽有缓解但持续存在。鲍威尔认为，目前美国经济状况良好，美联储并不急于进一步降息，但如果通胀回落或就业疲软，美联储则应准备下一次降息。对于加征关税鲍威尔暗示，美联储可能不得不因此调整利率，影射贸易保护主义对经济的潜在负面影响。外界对特朗普施政方针的猜测越来越多，但这场混沌的结果愈发未知，我们目前更倾向于对原油市场整体偏利空。

#### 5 合则两利斗则俱伤

对于原油投资者而言，短期市场情绪受突发事件等风险因素影响，但油价的长期走势主要取决于全球经济和供应水平的此消彼长。特朗普 2.0 时代正引发一系列问题，除了北美自贸区的加拿大和墨西哥以外，加征关税增添了全球经济复苏的不确定性，而经济增长疲软又势必拖累原油需求，在中长期对油价产生负面影响。

尽管近年来边际增速出现放缓，但亚太地区仍将是全球原油需求增长的引擎，占全球总需求量的 54.9%。作为全球最大的原油净进口国，中国经济和市场对国际油价影响显著，美国对华加征 10% 关税造成贸易摩擦升级，或进一步拖累宏观经济并抑制中国对进口原油的需求预期。另一边从内生因素来看，随着新能源和碳中和等政策推进，中国成品油市场需求在 2023 年达峰后持续下降。2025 年中国成品油需求量为 3.82 亿吨，其中汽油消费量为 1.53 亿吨，同比下降 3.4%，因新能源汽车渗透率提高对汽油车替代作用明显。印度可能会成为原油需求增长最大的国家，但其工业化程度不高，难以承接供应端巨大的增量及潜在增量。

综上所述我们认为，特朗普的系列行径其结果难以预测，但原油市场脆弱的供需平衡正变得越来越难以维系，长期油价重心下移是大趋势。

#### 6 下行风险高于上行

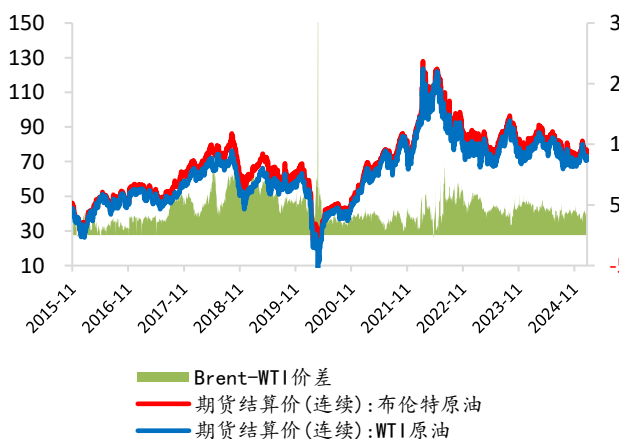
2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，我们的基本观点是：全球原油供需格局正在从之前的偏紧平衡转向过剩甚至严重过剩，国际油价重心将在这一过程中逐渐震荡下移。

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。

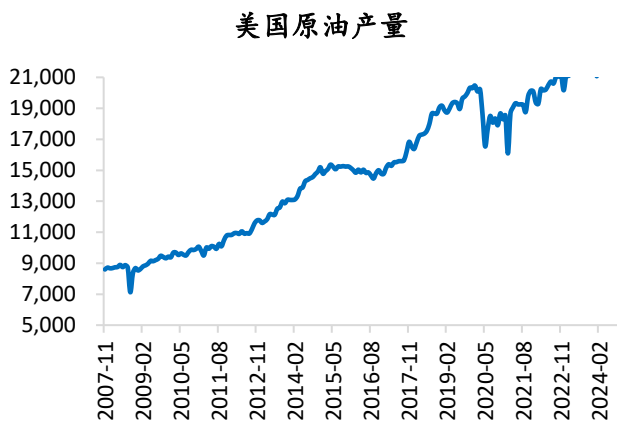
## 7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



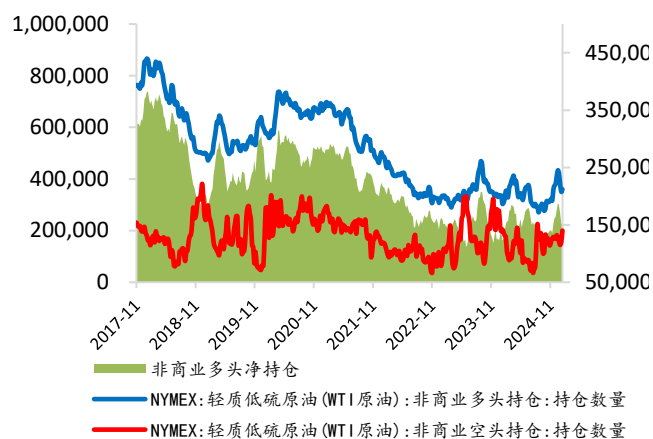
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



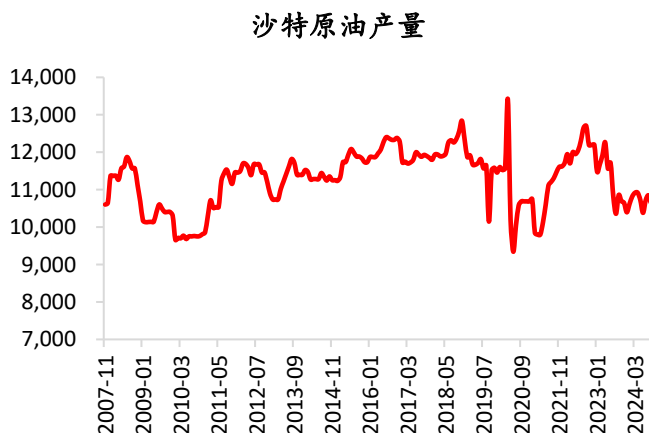
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



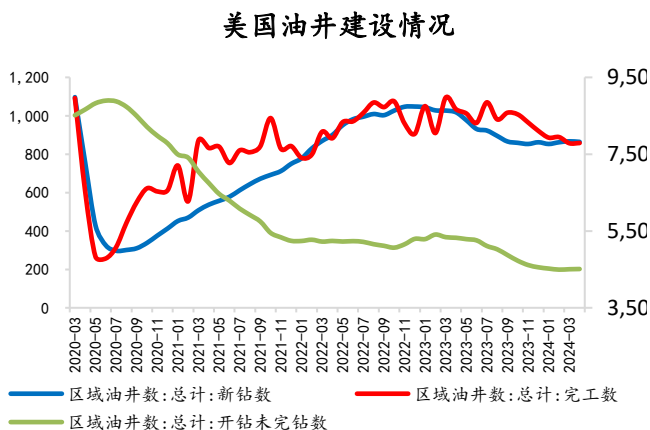
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



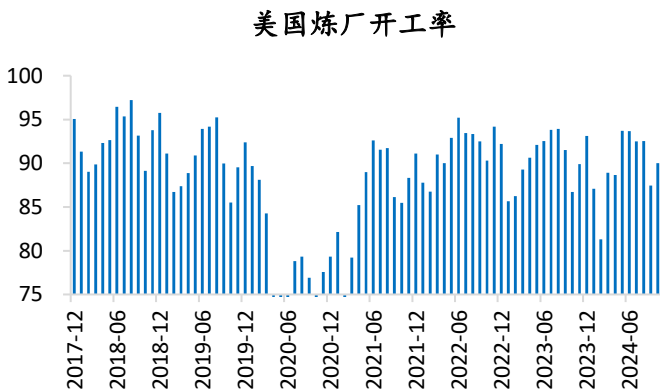
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



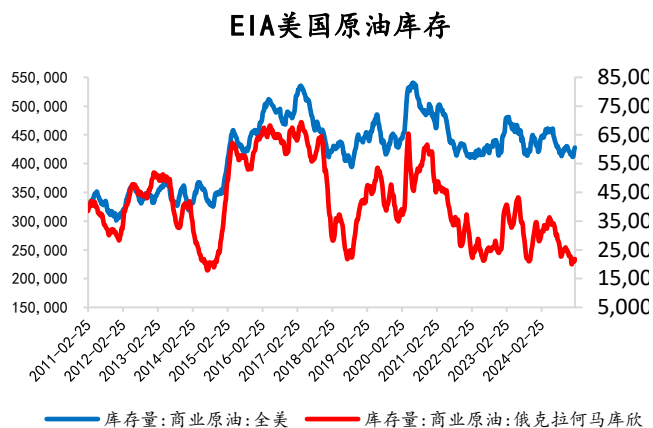
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



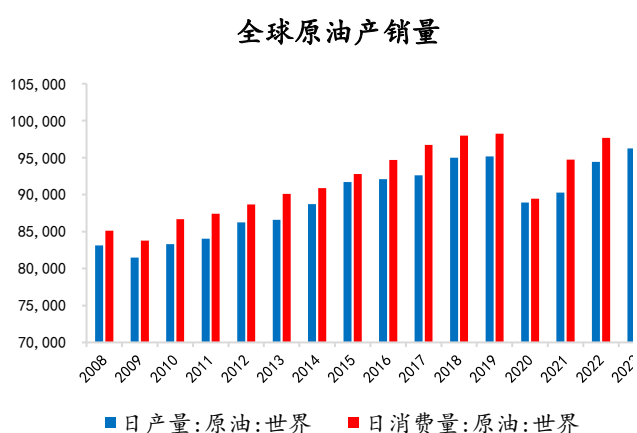
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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 多空并存震荡弱稳

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，利空因素积聚令年后胶价下行压力较大。

### 2 年度供需大局已定

ANRPC 发布的报告显示，2024 年 12 月全球天然橡胶产量估计为 158.8 万吨，同比增加 5.7%，环比增加 12.1%；全球天然橡胶消费量估计为 184.6 万吨，同比增加 48.3%，环比增加 44.1%。剔除上述短期异常波动来看：2024 年全球天然橡胶产量预计增加 2.8%至 1429.1 万吨，其中，泰国-0.5%、印尼+0.9%、马来西亚+0.6%、越南-2.1%、中国+4.2%、印度+6%、其他国家+11.6%。2024 年全球天然橡胶消费量预计增加 1.8%至 1544.8 万吨，其中，中国+3.3%、印度+3%、马来西亚-17.9%、泰国+1.1%、印尼-6.9%、越南+0.5%、其他国家+1.5%。

以上统计数据具有滞后性，2 月随着本轮割胶周期进入尾声，全球天然橡胶供需大局已定。后市整体而言，随着进口到港货源增加，国内天然橡胶库存处于上升通道，市场仍面临阶段性供应压力，加上美国加征关税的不确定性，对胶价走势构成下行风险。

### 3 进口到港库存累增

国内云南、海南产区已经全面停割，下一轮开割季预计在 4 月前后启动，期间现货供应端以进口货源为主。进出口数据显示，2024 年泰国出口天然橡胶（不含混合、复合橡胶）合计为 281.8 万吨，同比增加 3.5%；其中，出口到中国的天然橡胶合计为 89.6 万吨，同比下降 16%。2024 年泰国出口混合胶合计为 139.8 万吨，同比下降 14%；其中出口到中国的混合胶有 136.3 万吨，同比下降 15%。综合来看，2024 年泰国天然橡胶和混合橡胶合计出口 421.6 万吨，同比下降 3%；出口中国橡胶总计 225.9 万吨，同比大幅下降 15%。

不过从 2025 年 1 月开始，目前青岛地区库存已经从低位持续累积至中高位，由于国储抛储流出和海外补库需求下降，预计一季度整体将延续累库进程。在供需两弱的被动累库格局下，加上 2-5 月通常是天然橡胶季节性淡季，青岛地区显性库存压力中短期难以减轻，逢高沽空的策略相对具备有利条件。

### 4 天气预测利于增产



现阶段全球天然橡胶产能周期拐点已经到来，市场对这一观点基本不再争议。天然橡胶的产能即割胶面积，但并不等同于产量，实际供应水平受天气、病害、原料价格等多种因素影响。

回顾 2024 年，东南亚天然橡胶产量受天气影响最大，主产区先干旱后多雨，又发生台风、洪涝等灾害，主要可能归结为厄尔尼诺现象的影响。最新气象监测结果显示，赤道中东太平洋表层海水温度已进入拉尼娜状态，预测或将维持到春季，之后将会减弱至中性状态。根据以往经验，历史上厄尔尼诺之后如果次年出现拉尼娜，那么天然橡胶产量回升的概率较大，典型代表是 2017 和 2021 年均大幅增产。因此，2025 年天气题材炒作的可能性或有所降低，需关注拉尼娜的发展强度。如果开割季进展顺利，一季度显性库存累积衔接 4 月后新胶供应释放，现货胶价承压或拖累期货盘面。

### 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。

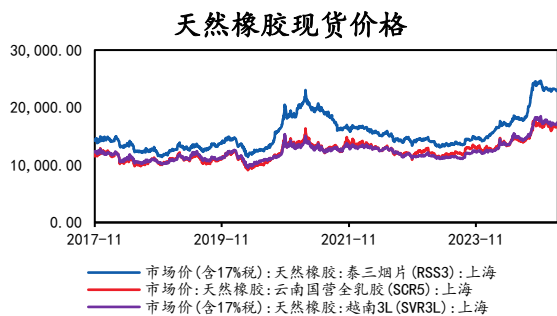
据隆众调研，2025 年春节期间，国内全钢轮胎样本企业平均计划放假 12.29 天，比去年同期增加 0.66 天；半钢轮胎样本企业平均计划放假 10.13 天左右，比去年同期增加 1.91 天。由于轮胎企业放假，春节前一周半钢胎开工率低至 19.84%，全钢胎开工率仅有 13.14%。虽然东南亚主产区天然橡胶产量已经季节性回落，但船期进口增量滞后到港，叠加需求端订单薄弱买气冷清，因此春节期间中国天然橡胶社会库存、青岛地区库存、尤其是深色胶库存均有明显累增，对沪胶期货盘面造成一定压制。随着下游轮胎等厂商陆续复工，节假日因素造成的短期利空有望出尽，但宏观经济和外部环境存在不确定性，预计暂维持区间震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

### 6 胶价重拾上升大势

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。

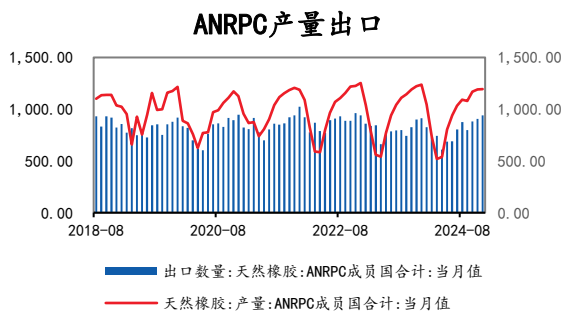
### 7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



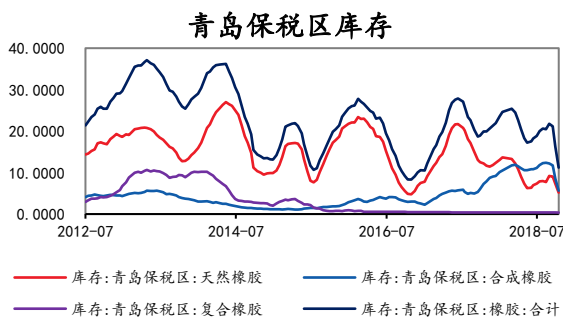
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



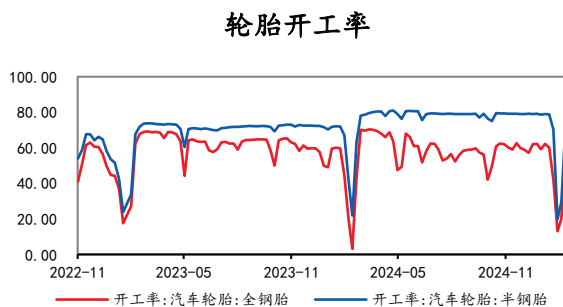
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



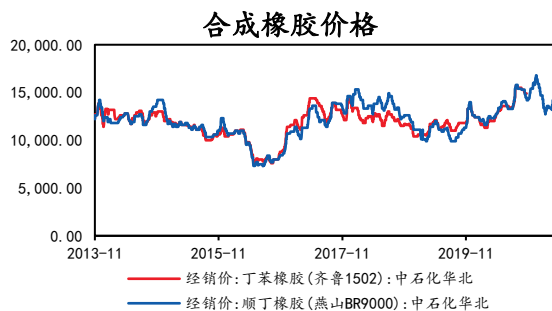
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43: 轮胎开工率



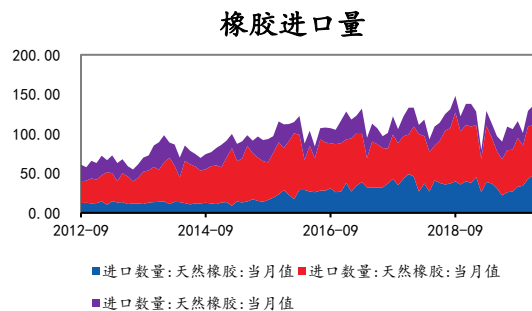
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



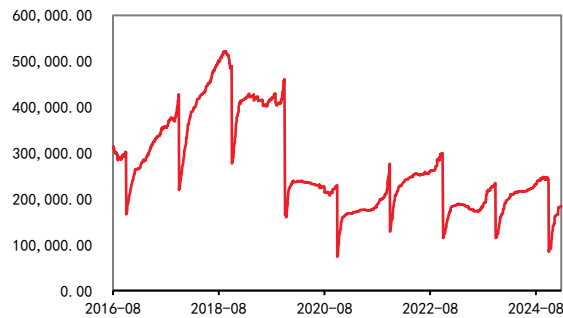
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



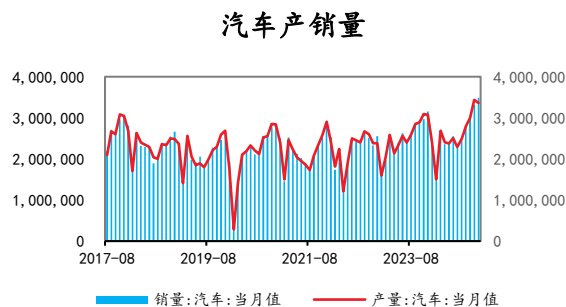
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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：美豆承压回落，国内豆粕市场宽幅震荡

### 1 外部豆类市场分析

#### 美豆供应指标维持不变，月报利多预期不足

美国农业部于 2 月 11 日发布月度供需报告，本次报告维持 2024/2025 年度美国大豆供需数据不变，其中产量 43.66 亿蒲，较上年度的 41.62 亿蒲提高 4.9%，低于 2021/2022 年度的历史峰值 44.65 亿蒲，为历史第四产量高点。美国国内压榨量预计为 24.10 亿蒲，较上年度的 22.87 亿蒲提高 5.4%；美豆出口量预计为 18.25 亿蒲，较上年度的 16.95 亿蒲提高 7.7%；美豆期末库存为 3.8 亿蒲，较上年度的 3.42 亿蒲高出 11.1%，为五年以来最高库存水平，在过去 60 年中处于第 7 个高位置。美国农业部报告前市场曾预计美豆库存等供应指标会被下调，本次报告维持美豆供需数据不变，从而削弱了南美大豆下调的利多效应。

#### 巴西大豆产量维持不变，阿根廷大豆产量遭下调

美国农业部在 2 月供需报告中将阿根廷大豆产量从上月预估的 5200 万吨调低到 4900 万吨，下调 300 万吨，至此阿根廷大豆产量略高于上年度的 4821 万吨。此前阿根廷大豆产区因干旱天气造成的减产获得美国农业部认可。美国农业部在本月报告中维持巴西大豆产量不变，仍为 1.69 亿吨，但将巴西压榨量调高 100 万吨，达到创纪录的 5600 万吨。尽管巴西因降雨过多导致大豆收割进度延迟，但目前民间分析机构对巴西大豆产量的预测值普遍在 1.7 亿吨之上。从本月报告数据来看，南美主要出口国（阿根廷、巴西和巴拉圭）的大豆产量从上月的 2.322 亿吨调低到 2.287 亿吨，仍然保持创纪录水平，较同比增加 1650 万吨，增幅为 7.8%。因此，全球大豆供应宽松格局并未因阿根廷大豆产量下降而实质性改变。

#### 美豆周度出口销售低于预期

美国农业部公布的出口销售报告显示，截至 2 月 6 日当周，美国大豆出口销售合计净增 20.98 万吨，连续第三周下滑，低于市场预期的 30-80 万吨区间，为本年度次低水平。其中，对中国大陆出口销售净增 22.2 万吨。略高于上周的 20.9 万吨。本年度迄今，美国对中国大豆销售总量为 2042 万吨，同比减少 4.3%。当周，美国大豆出口装船 110.14 万吨，较之前一周减少 8%，较前四周均值增加 1%。其中，对中国大陆出口装船 55.21 万吨。随着巴西大豆收割提速，更具竞争力的巴西大豆将继续挤占美豆出口份额。

#### 1 月底库存降幅超预期，马来西亚棕榈油强势反弹

马来西亚棕榈油局（MPOB）2 月 10 日公布月报，数据显示，马来西亚 1 月末棕榈油库存量为 157.98 万吨，创下 21 个月最低水平，环比减少 7.55%。棕榈油库存连续第四个月下降且明显低于报告前市场预期，MPOB 月报利多效应迅速发酵，叠加近期不利天气因素造成的减产担忧，产地棕榈油价格随即进入快速反弹通道。目前产地棕榈油仍处于减产周期，市场对 2 月末马来西亚棕榈油库存维持低位存有较强预期。产地棕榈油通常从 4 月开始进入增产季，在此之前，棕榈油库存收缩有望继续为价格保持坚挺提供支撑。

### 2 国内豆类市场分析

#### 豆粕现货市场剧烈波动，近强远弱特征不断强化

本周周初受春节期间油厂停机和市场预期后续大豆到港偏少影响，豆粕供应紧张担忧情绪升温，中下游企业节后集中补库进一步加剧市场供应紧张预期。国内豆粕现货基差出现非理性暴涨，局部地区甚至高达 1000 元/吨。随着巴西机构表示 2 月大豆出口量同比增加，国内对大豆供应

紧张的担忧情绪下降，叠加市场对高价豆粕出现抵触情绪，油厂提价受限，豆粕现货随之大幅回调。同时，北方因油厂挺价及现货可售量不多，涨势明显快于南方，北方豆粕较南方价差快速拉大。本周五，豆粕现货的调整行情再度因海关加强进口转基因大豆核查的消息而中断，豆粕现货市场随即止跌回升。豆粕期货近月合约受现货影响十分明显，远月市场在南美供给压力下涨幅相对受限，市场近强远弱特征十分突出。

### 国内油脂走势分化，棕榈油受成本端提振表现较强

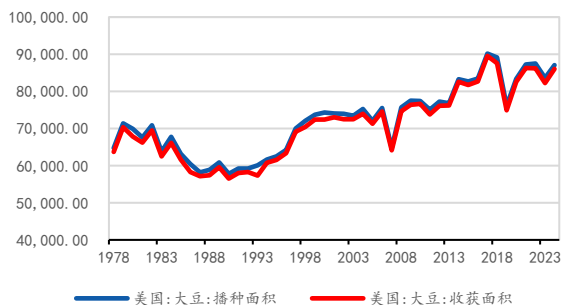
本周国内油脂市场走势较为分化，豆油市场明显由强转弱，周初市场关注大豆到港不畅、供给不足导致豆类市场整体走强。随后受进口大豆抛储消息和供给担忧解除等因素影响，期现市场价格在升至近期高点后遭遇抛压，多头获利了结推动豆油价格大幅回撤，市场情绪有所降温。MPOB 棕榈油月报为棕榈油市场注入强劲上涨动能，本周受外盘棕榈油强势带动，国内棕榈油在油脂板块中表现最强。目前来看，产地棕榈油处于减产周期，低库存以及印尼推进 B40 计划等利多题材尚未结束，成本联动将提升国内棕榈油市场的抗跌性。本周菜油市场呈现反复震荡特征，国内高库存以及进口原料成本变化仍是市场关注的重点。

## 3 油脂油料市场展望

当前正值南美大豆生长关键时段，机构对阿根廷和巴西大豆的产量评估存有分歧，后期天气的不确定性仍是美豆市场的主要抗跌支撑。预计美豆仍会围绕南美天气展开震荡，在南美大豆整体保持丰产预期的大格局下，天气炒作的强度将受到削弱。国内 2-3 月进口大豆到港量收紧预期犹存，叠加海关加强进口转基因大豆加工工艺和使用管理等政策影响，市场对大豆供给担忧有望继续为豆粕现货市场带来支撑。豆粕期货远月合约在受到现货提振的同时，也会受到南美供应压力的制约，市场选择向上突破仍需美豆加以配合。产地棕榈油市场表现仍是影响国内棕榈油市场的关键，随着印尼对 B40 政策设置的过渡期逐渐临近，产地棕榈油维持抗跌运行的概率依然较大。整体来看，国内三大油脂在各地基本面影响下，分化行情有望持续。海关加强进口大豆核查有利于改善国产大豆需求，豆一期货止跌回升，各合约快速收复 4000 元/吨关口。由于国产食用大豆供应过剩，豆一期货反弹的持续性仍需现货和政策密切配合。

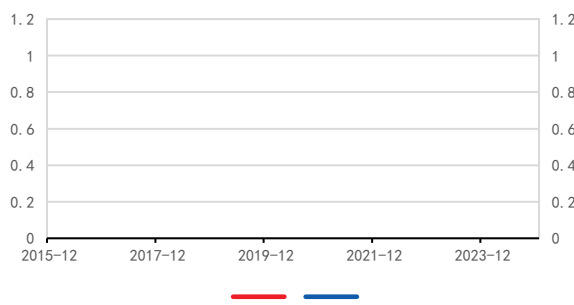
## 4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



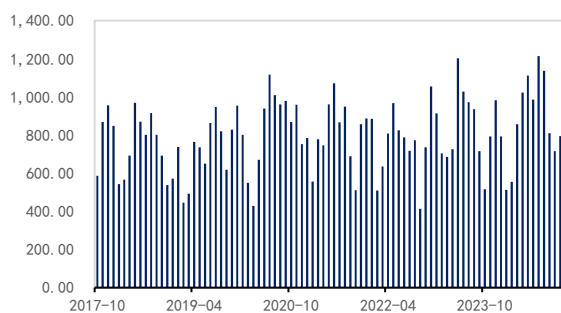
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



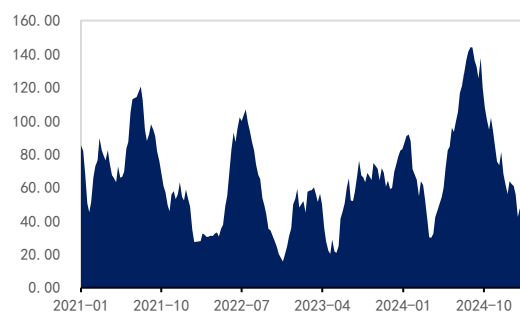
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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.cicccwmf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元