

中金财富期货策略周报（2025年第7期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘紳

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

周度投资观点

宏观策略：目前的美国经济，增长比通胀更重要，特朗普改革导致混乱而无奈降息又会进一步推升美国的通胀水平，美国滞涨的风险仍在升温，中期维度的美国货币政策面临着更大的双向风险。我们认为因关税问题导致的部分国际定价的大宗技术性上涨难以长期维持，甚至存在较好的卖保机会。

股指期货：一季度经济数据的验证是决定后续指数走势的关键。上周价值与科技的基本面与估值出现了短期跷跷板效应。短期视角下，市场风格面临一定均衡化压力。当前来看，市场风格的反转趋势尚未形成，2025年弱复苏背景下A股市场大概率继续呈现“红利搭台，成长唱戏”的风格特征。

铜：美国和加拿大贸易争端引发市场对铜供应的担忧，美国对进口铜加征关税预期升温，导致COMEX铜溢价上升，套利交易增加，推动沪铜价格大幅上涨。同时，美元走弱以及国内“金三银四”消费旺季预期，也为铜价提供了有力支撑。不过美国经济下滑仍是市场主要的担忧，也成为铜价上行的压制，预计短期铜价震荡偏强，后续持续关注美国经济数据。

锌：锌矿供应增量推动加工费持续上行，TC快速抬升后冶炼开工意愿提升，预计锌锭产量回升幅度有限。终端订单改善有限，使得初端企业开工虽有回升，但恢复情况不及预期，不过专项债发行同比增长，节奏超预期，有望在金三银四传统消费旺季体现。目前进入消费旺季，政策实验阶段，消费成色将指引锌价方向。关税扰动及国内政策释放均存不确定性，宏观情绪仍有反复，短期预计锌价维持震荡偏强走势。

钢材：近期海内外宏观环境波动加剧，金融属性较强的黄金、铜价格大幅上涨，而黑色金属整体维持震荡格局。国内方面，两会地产及消费刺激政策基本符合市场预期，未有明显超预期，但钢铁产业减量重组的推进有望提速，成为中长期支撑。不过当前减产预期已被市场充分消化，供应端对价格下行的推动作用减弱。当前正值金三银四旺季，现实需求成色将成为市场博弈核心，我们预计短期钢价仍以震荡运行为主。

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：

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@tqfutures.com

刘紳

从业资格编号：F3041660
投资咨询编号：TZ014346
liushen@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号：F0231832
投资咨询编号：Z0000756
yuruiguang@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号：F0270867
投资咨询编号：Z0012784
lixiaowei@tqfutures.com

油脂油料：美国农业部3月供需报告平稳落地，对南美主产国大豆产量未作调整。随着南美大豆天气窗口整体收窄，资金再度炒作天气的概率下降，丰产预期将陆续兑现。来自南美的巨大供应压力仍是限制美豆价格回升的关键所在。中国此次对加拿大部分农产品加征高额关税，是对加拿大执意对部分中国进口产品采取歧视性限制措施的正当反制。如果未来中加关系进一步恶化，不排除中方对加拿大菜籽征收反倾销税的可能。加税导致国内菜粕供应链遭到破坏，菜粕市场应声大涨实属正常。由于蛋白粕之间具有较强需求替代性，饲料养殖企业会根据不同蛋白粕之间的性价比调整饲料配方。豆粕和菜粕价格短期失衡状态将因需求替代增加以及供应链重建而得到修复。预计二季度国内进口大豆到港量将超过3100万吨，随着巴西大豆陆续到港，国内进口大豆供应紧张局面正在逐步缓解。国内油脂市场多空交织，市场情绪频繁切换，行情连续性较差。南美大豆供应压力来袭，国产大豆同进口大豆相比处于价格劣势，无法激活油用压榨需求，储备大豆重启拍卖，供给过剩重新主导豆一期货市场进入下跌状态。

油脂油料：贸易忧虑再起，国内菜粕市场兑现政策升

水

1 外部豆类市场分析

反对贸易歧视，中国对加拿大部分农产品加征高额关税

近期，针对加拿大不顾中方多次规劝，执意对部分中国进口产品采取歧视性限制措施的做法，中方为维护自身合法权益，及时采取必要措施予以反制。3月8日，国务院关税税则委员会发布公告，自2025年3月20日起，

中方对原产于加拿大的菜子油、油渣饼、豌豆加征100%关税，对原产于加拿大的水产品、猪肉加征25%关税。

目录

油脂油料：贸易忧虑再起，国内菜粕市场兑现政策升水	- 2 -
1 外部豆类市场分析	- 2 -
周度策略：关税依然是商品市场最大扰动	- 7 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 9 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 9 -
2 需求高频数据：较为平淡	- 9 -
3 政府债券放量支撑社融增速	- 10 -
4 宏观策略	- 10 -
5 股指期货市场分析	- 10 -
铜	- 13 -
1 影响因素	- 13 -
2 结论	- 14 -
3 铜期货现货数据	- 14 -
锌	- 16 -
1 锌：影响因素	- 16 -
2 总结	- 17 -
钢材	- 19 -
1 政府工作报告符合市场预期	- 19 -
2 25年粗钢减产测算	- 19 -
3 铁水产量平稳 库存持续去化	- 20 -
4 小结	- 20 -
5 钢材期货现货数据	- 21 -
原油	- 23 -
1 支撑区间岌岌可危	- 23 -
2 增产计划即将启动	- 23 -
3 关税风波又遭变故	- 24 -
4 俄乌战争趋向尾声	- 24 -
5 不确定中震荡走低	- 24 -
6 下行风险高于上行	- 24 -
7 原油期现数据	- 25 -
天然橡胶	- 27 -
1 内盘供应高峰兑现	- 27 -
3 青岛库存持续累增	- 27 -
3 需求缺乏明显改观	- 27 -
4 定价逻辑围绕去库	- 27 -
5 市场前瞻短空长多	- 28 -
6 沪胶重拾上升大势	- 28 -

7 橡胶期现数据	- 28 -
油脂油料：贸易忧虑再起，国内菜粕市场兑现政策升水	- 31 -
1 外部豆类市场分析	- 31 -
2 国内豆类市场分析	- 31 -
3 油脂油料市场展望	- 32 -
4 油脂油料市场主要数据	- 32 -

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



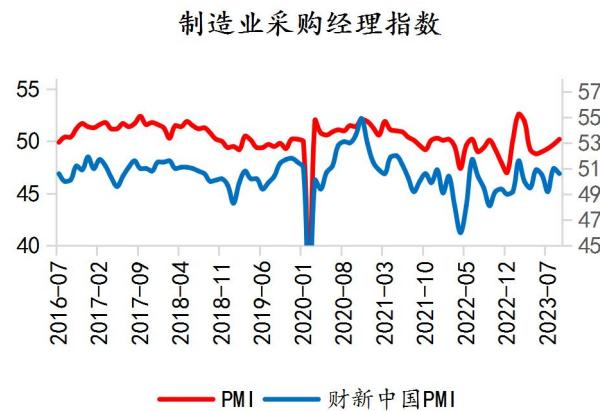
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



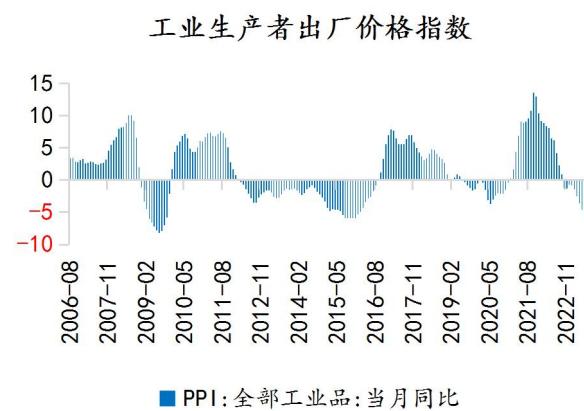
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：关税依然是商品市场最大扰动

在关税问题的扰动下，国内外工业品的分化巨大，黄金、铜等品种逼近或者创出新高，但是内盘工业品跌跌不休，玻璃等品种创出新低。在全球经济复苏基础相对薄弱的情况下，2025年全球贸易将面临一定程度的冲击，部分商品因为关税导致的“兴奋”上涨，最终会回到全球经济下行拖累的影响。

关税持续影响全球经济和资本市场

特朗普自2025年1月就职以来，以关税政策威胁国际贸易伙伴，截至目前其关税政策的进展情况包括：对全球，2025年2月10日宣布对所有进口钢铁和铝征收25%关税，并于3月12日正式生效；对加墨两国，进口商品加征25%关税于3月4日生效，后对符合《美墨加协定》优惠条件的商品免征关税；对中国，自2025年2月4日起，对所有原产于中国（含香港）的商品加征10%的额外关税，并计划取消货值低于800美元的小额免税政策。美国威胁要出台的关税包括，对欧盟的汽车和农产品关税，对印度、泰国、墨西哥等国的“对等关税”，等等。面对美国的关税威胁，欧洲、加拿大、墨西哥、中国等都提出了反制措施。

特朗普似乎认为关税可以用来解决任何问题。他认为关税可以从外国人那里增加税收以取代国内税收，通过重新平衡贸易来消除贸易逆差，确保对等性以使其他国家对美国出口商降低关税，将制造业岗位带回美国，保护国家安全并结束对敌对供应国的依赖，还可以因一些不相关的问题（比如未能阻止移民）惩罚其他国家。

但是对于美国而言，关税并不能影响导致贸易逆差的根本宏观经济因素。一个国家的贸易平衡是由其储蓄和投资的平衡状况决定的。像美国这样储蓄率低、投资率高的国家，鉴于需要来自国外的资本流入为投资提供资金，实际上注定会出现贸易逆差。

关税导致的双输，甚至多输的结局，逐渐形成预期。

另一方面，市场对于特朗普有意制造谁退的预期升温。3月4日的国会演讲中特朗普表示，为了中长期的结构性转型，可以忍受出现短期的经济不适。这次演讲之后，特朗普及其核心官员有意集中释放经济利空预期。因此市场开始预期，特朗普或许想要通过一场“衰退”，来解决高通胀和高利率问题。美元、美股和美债收益率一齐向下，当前几乎已经回吐了特朗普胜选以来的所有涨幅，市场的“衰退色彩”迅速上升。

关税战导致贸易收缩与重构，滞胀风险累积（这一点美国已经逐渐开始兑现），金融市场脆弱性加大，因此对于部分工业品因为关税出现技术性上涨，注意其回归的剧本已经写好。

2025年的财政安排：略低于预期

根据2025年3月13日新华社受权发布的《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》，财政预算大致符合预期，预计2025年将实施更加积极的财政政策，统筹安排收入、债券等各类财政资金，财政赤字率和赤字规模均为近年最高。

较大的边际变化在于政府债务的边际扩张，2025年新增政府债券规模达到11.86万亿元，比去年增加2.9万亿元，对应我们测算广义赤字率有望达到8.4%左右，确保财政政策持续用力、更加给力。受外需波动、房地产形势变化等，实际执行数与预算数会有出入，尤其是地方政府性

基金预算。为应对内外部可能出现的不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间，不排除2025年内财政政策扩围加码。

当前中国经济面临的压力，主要依靠财政手段进行对冲。

首先，中国经济正面临内需不足的问题。房地产市场调整、消费信心不足以及疫情后经济恢复不均衡，都制约了国内需求的增长。扩大财政赤字旨在通过增加政府支出提振内需。

其次，外部环境的不确定性增加了中国经济的下行压力。全球贸易保护主义抬头、地缘政治紧张局势加剧以及主要经济体增长放缓，都对中国外贸形成挑战。积极的财政政策可以在一定程度上对冲这些外部风险。

图表1：广义和狭义的财政赤字

	狭义赤字（率）				政府性基金				广义赤字（率）			
	①财政赤字:预算数	②财政赤字:决算数	③财政赤字率:预算目标%	④赤字率:决算数%	⑤盈余:预算数	⑥盈余:决算数	⑦地方政府专项债	⑧特别国债	⑨财政赤字:预算数	⑩财政赤字:决算数	⑪财政赤字率:预算数%	⑫赤字率:决算数%
2015	16200	16200	2.3	2.31	-1000	647			17200	15553	2.44	2.22
2016	21800	21800	3.0	2.86	-69	4015	4000		25869	21785	3.53	2.86
2017	23800	23800	3.0	2.81	-26	8810	8000		31826	22990	3.95	2.71
2018	23800	23800	2.6	2.54	0	8761	13500		37300	28539	4.04	3.05
2019	27600	27600	2.8	2.74	0	14726	21500		49100	34374	4.94	3.41
2020	37600	37600	3.6	3.63	0	20112	37500	10000	85100	64988	8.19	6.28
2021	35700	35700	3.2	3.04	0	21373	36500		72200	50827	6.31	4.33
2022	33700	33700	2.8	2.73	4000	13394	36500		66200	56806	5.43	4.60
2023	38800	48800	3.0	3.77	600	9222	38000		76200	77578	5.89	5.99
2024	40600		3.0		0		39000	10000	89600		6.63	
2025	56600		4.0				44000	18000	118600		8.38	

资料来源：wind资讯，中金财富期货

在目前经济形势下，在财政安排力度不及最乐观预期，以及宏观形势仍有新的波动情况下，财政政策呈现“相机抉择，预期仍在”的特征。

蓝部长表示，更加积极的财政政策兼顾平衡性和功能型，既充分考虑实现年度预期目标需要，又着力增强中长期发展动能。“更加积极”，意为持续用力、更加给力。在实施好存量政策的基础上，及时研究推出新的增量政策，前后贯通、接续发力，确保力度更大、针对性更强。蓝部长强调，为应对内外部可能出现的不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间。

大宗商品不具备牛市的基础

目前的美国经济，增长比通胀更重要，特朗普改革导致混乱而无奈降息又会进一步推升美国的通胀水平，美国滞涨的风险仍在升温，中期维度的美国货币政策面临着更大的双向风险。我们认为因关税问题导致的部分国际定价的大宗技术性上涨难以长期维持，甚至存在较好的卖保机会。

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	3月14日	财政赤字或突破4%	今年赤字率拟按4%左右安排、比上年提高1个百分点	赤字规模5.66万亿元、比上年增加1.6万亿元
	3月15日	加拿大新总理首秀：我们“永远不会”沦为美国一部分	拟访问英法，要开辟新贸易走廊	特朗普新政对全球的影响依然很大
数据	3月15日	中国2月新增社融2.23万亿，新增人民币贷款1.01万亿	M2-M1剪刀差扩大	金融数据出现结构性改善
	3月15日	美国消费者信心创逾两年新低	长期通胀预期创1993年以来最高	美国滞涨风险继续上升
事件	3月14日	普京：俄罗斯同意停火30天	泽连斯基：俄方在拖延	停火提议有许多细节需讨论

资料来源：中金财富期货研究所

2 需求高频数据：较为平淡

地产市场表现平稳商品房销售同比上行。截至3月15日，3月上半月30大中城市商品房日均成交面积为22.0万平方米，环比上升15.7%，其中一、二、三线城市同比分别上升39.5%、4.9%、12.8%，一线城市涨幅最大。从同比看，3月上半月30大中城市商品房日均成交面积较去年同期上升9.0%，各线城市有所分化，一、三线城市分别上升36.0%、7.3%，二线城市下降3.2%。二手房挂牌量、成交价均下行。3月3日二手房出售挂牌量指数为30.9，较2月均值下降19.4%，较去年同期下降44.6%。3月3日二手房出售价指数均值为156.3，较2月均值下降0.4%，较去年同期下降9.3%。土地成交面积下行、溢价率上行。截至3月9日，3月上半月百城土地日均成交面积为68.9万平方米，较2月日均下跌59.7%。各线城市均大幅回落，一、二、三线城市分别较2月日均下降45.1%、55.9%、61.6%。同比看，3月上半月百城土地日均成交面积同比下降73.3%，一、二、三线城市分别同比下降51.7%、63.8%、77.4%。截至3月9日，3月上半月100大中城市成交平均土地溢价率为10.6%，较2月均值上升0.9个百分点，较去年同期上升7.4个百分点，与近期部分一二线城市有多宗高溢价地块成交有关。

消费较弱汽车消费同比上行。截至3月9日，3月上半月乘用车厂商零售日均销量为40406辆，较2月日均下降19.0%，反映前期以旧换新带来需求前置，透支效应已有显现。同比上升13.9%，应与以旧换新扩围政策拉动有关。居民旅游出行环比下行。截至3月15日，3月上半月执行国内、港澳台、国际航班量日均分别为11989架、328架、1648架，较2月日均分别下降13.0%、5.3%、6.5%，反映节后居民旅游已恢复常态，同比分别变化-2.8%、+6.1%、+20.4%。市内出行环比上行。截至3月14日，3月上半月反映生活半径的北上广深日均地铁客运量为4120.0万人次，较2月日均上升10.3%，同比下降4.5%。

出口仍有韧性集装箱运价整体回落。3月14日，SCFI指数为1319.3，CCFI指数为1191.7，较

2月末分别下跌12.9%、4.7%，BDI指数为1669.0，较2月末上升35.8%。运价指数一升两降，反映3月以来国际运价整体下行，为美国对多国加征关税、各海运线路纷纷下调运价、出货量大幅减少所致。外需仍有一定韧性。3月前10日韩国出口总额同比上升2.9%，增速较上月上升2.4个百分点，较去年同期上升16.7个百分点，反映外需仍有一定韧性。特朗普加征关税提前，增加“抢出口”强度，但伴随加征关税时点的临近，出口增速有所放缓。

3 政府债券放量支撑社融增速

2025年1-2月社融同比多增1.32万亿元，主要受益于政府债券同比多增1.49万亿元，1-2月人民币贷款同比少增2300亿元，居民端少增3347亿元，2月末M1同比增速下滑至0.1%。建议重点关注后续政策落地节奏及M1边际改善信号。

M1增速下滑，M2增速持平。2025年2月末新口径下M1余额同比增长0.1%，增速较1月末收窄0.3pct。M2余额同比+7.0%，增速较1月末持平。本月末M1余额增速继续放缓，新纳入个人活期存款和非银支付备付金后，春节前M1被部分熨平，但春节后反弹力度或因此低于市场预期，居民活期存款转为定期或投资理财等。随着春节扰动消退及低基数效应显现，后续仍需重点关注M1增速。

居民及企业存款同比上升。2025年1-2月各项存款同比多增2.3万亿元，其中居民存款新增6.13万亿元，同比多增4000亿元。企业存款减少1.1万亿元，同比少减7500亿元。

社融同比增速进一步提升，政府债券占主导。2025年2月社融新增2.23万亿元，2月末社融存量同比增速较1月末进一步上升至8.2%，核心支撑来自政府债券放量，同比多增1.09万亿元。2025年1-2月社融累计新增9.29万亿元，同比多增1.32万亿元，其中政府债券同比多1.49万亿元。

信贷数据同比下滑，1-2月居民存款少增3347亿元。2025年2月人民币信贷新增1.01万亿元，同比少增4400亿元，其中2025年2月企（事）业贷款贷款同比少增5300亿元，居民贷款同比少减2016亿元（短期贷款少减2127亿元）。2025年1-2月人民币贷款增加6.14万亿元，同比少增2300亿元，其中居民端同比少增3347亿元，企（事）业贷款同比多增3900亿元。

4 宏观策略

目前的美国经济，增长比通胀更重要，特朗普改革导致混乱而无奈降息又会进一步推升美国的通胀水平，美国滞涨的风险仍在升温，中期维度的美国货币政策面临着更大的双向风险。我们认为因关税问题导致的部分国际定价的大宗技术性上涨难以长期维持，甚至存在较好的卖保机会。

5 股指期货市场分析

两市大幅上行

外围大幅波动，但是A股强势上行创新高，上周沪深300周+1.59%，上证50周+2.18%，中证500周+1.43%，中证1000周+0.97%，各大指数均大涨，蓝筹指数较强。

2月以来，高频的经济数据并没有太多看点，信贷2月同比偏弱，CPI、出口偏弱，消费节后季节性走弱。局部的看点主要来自二手房销售、挖掘机等行业数据。但从股市演绎的角度，股市对其中乐观的数据定价较多，对悲观数据定价较少，反而是局部预期偏弱的数据，会带来类似降准降息、消费刺激等稳增长政策。我们认为这种定价方式后续有两种发展方式。第一种方式是股市短期过于乐观，高低切的资金基于行业轮动进行的高低切后续可能会被证伪。第二种可能是，现在悲观的数据之前已经定价充分，稳增长政策和类似AI等新的产业，迟早会带来新一轮景气周期，股市可以提前定价。我们认为第二种可能性更大，可以参考2013-2014和2019年的股市走势，期间均出现了经济持续偏弱，但股市先演绎结构性牛市，结构性牛市期间，除非出现黑天鹅式利空或经济明显再下台阶，否则股市对经济利空或逐渐钝化，并且结构性成长牛市会领先经济，切换到低位板块，如果因为盈利或流动性因素切换成功，则全面牛市可能展开。

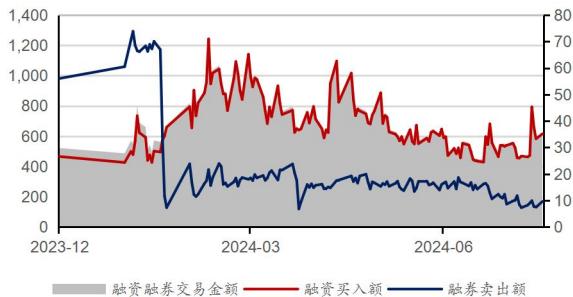
科技股引发估值全民扩张

本轮资产重估行情基石逻辑尚未发生转变，

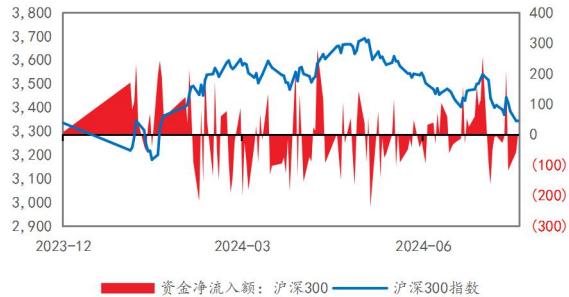
A股核心宽基估值整体扩张，大盘成长估值扩张幅度较大。近一周(2025.3.10-2025.3.14)，A股核心宽基估值整体扩张。规模指数上来看，中证500四项估值综合扩张幅度相对较大，其中PE扩张0.35x。风格上来看，大盘成长、国证成长估值扩张较大，大盘价值估值扩张较小。截至3月14日，A股主要宽基指数近一年整体估值水平较上周明显扩张，PE、PB、PS多数高于90%分位数，PCF位于近三年45%-70%分位数。中盘价值中短期分位数水平依然占优，其中PB、PS、PCF滚动一年分位数水平分别为19.92%、19.92%、26.97%。三年分位数视角，PB、PCF分位数水平整体低于PE、PS，中盘价值估值分位数水平依然占优。五年分位数视角，小盘成长估值分位数水平较高，均在85%以上。

2010年以来，上证指数成功站上3400点共有4次，强劲而持续的复苏或超预期宽松的宏观政策是指数站稳3400点的关键。我们认为指数上行趋势的形成需要观察后续内需复苏的强度。当前来看，政策发力态度明确，后续信贷与社融的高增趋势或仍将延续，但开年以来居民部门信贷增量明显偏低，一定程度预示着短期地产销售或仍对内需构成一定拖累。总体来看，一季度经济数据的验证是决定后续指数走势的关键。本周价值与科技的基本面与估值出现了短期跷跷板效应。短期视角下，市场风格面临一定均衡化压力。当前来看，市场风格的反转趋势尚未形成，2025年弱复苏背景下A股市场大概率仍将呈现“红利搭台，成长唱戏”的风格特征。

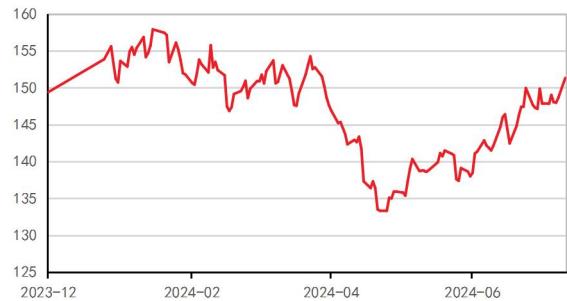
图表8：融资融券数据图



图表9：合约持仓和市场表现

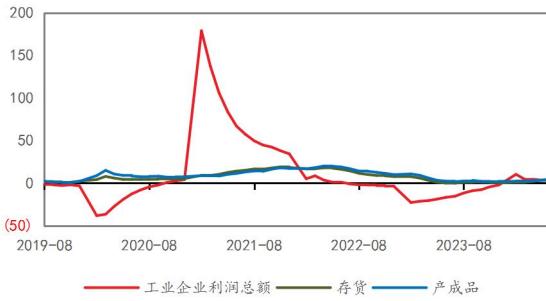


图表 10：恒生AH溢价指数



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

海外矿端供应偏紧

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。智利铜矿经历大规模停电后正在逐步恢复运营，铜矿供应扰动暂缓。考虑到矿山及配套冶炼厂用电需求较大，且从供电恢复至生产完全恢复还需要一定时间，本次停电或影响智利全年铜产量预期。根据 USGS 和 Cochilco 数据，作为全球第一大产铜国，2024 年智利铜矿产量约为 530 万吨，占全球铜矿产量的 23.0%，其中 Escondida 作为全球产量第一的矿山，2024 年产量为 127.8 万吨，占全球铜矿产量的 5.6%。2025 年全球矿产铜供给偏紧结构仍将持续，并对铜价中枢形成支撑。

供应端趋于宽松

铜精矿 TC 现货价为 -14.81 美元/磅，仍处于 2007 年 9 月以来的低位。矿山新增产能有限与冶炼产能扩张的矛盾仍在继续演绎，CSPT 小组敲定 25 年 Q1 铜精矿加工费 TC 为 25 美金。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。2025 年 1 月 SMM 中国电解铜产量为 101.38 万吨，同比上升 4.54%，新增铜产量 4.4 万吨，不过产量环比有所下降，除了统计时长减少（只到 25 日），还存在个别冶炼厂检修和原料供应问题。进入 2 月，铜冶炼厂总体生产稳定，预计 2 月国内电解铜产量环比增加 5 万吨左右。

需求复苏，但低于预期

精铜制杆开工率为 74.25%，环比 +12.16pct；再生铜制杆开工率为 30.75%，环比 +11.79pct。据 SMM，随着排除春节假期停产影响，精铜杆企业周度开工率环比回升，但本周消费仍明显受制于铜价的波动和终端消费的疲软，下游提货有较明显恢复，但铜价抬升后新增订单再度受抑，同时终端消费恢复缓慢，抑制精铜杆下游企业提货节奏。

2025 年，国家电网预计电网投资将超过 6500 亿元，南方电网也预告了 2025 年 1750 亿元的固定资产投资规模。我们假设 2025 年电网投资完成额为国网和南网投资额（假设南网的电网建设投资增速与固定资产投资规模增速一致）合计值的 84.1%（2020-2024 年均值），即 2025 年电网投资完成额预计为 6481 亿元，同比增长 6.6%。

关税问题成为影响当前工业品波动核心原因

关税将考虑其他国家的汇率、税收、关税、非关税壁垒以及任何“不公平限制”。特朗普提名的商务部长表示，政府将根据不同国家逐一处理，政策研究预计在 4 月 1 日前完成。白宫官员表示，美国将在 180 天内提出一份报告，详细说明针对具体国家的拟议措施，不排除全球统一关税的可能性。特朗普表示，通过其他国家运送商品以避开关税的做法将不被接受；将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；预计许多国家的关税将保持不变；不要期待会有任何豁

免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税，汽车关税可能与其他行业关税同时实施；短期价格有可能上升。

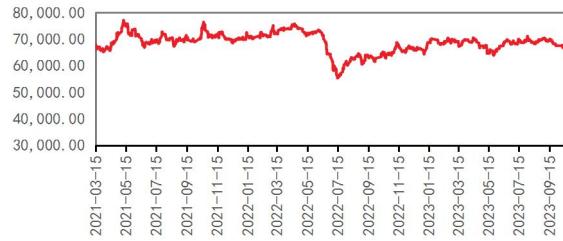
2 结论

美国和加拿大贸易争端引发市场对铜供应的担忧，美国对进口铜加征关税预期升温，导致 COMEX 铜溢价上升，套利交易增加，推动沪铜价格大幅上涨。同时，美元走弱以及国内“金三银四”消费旺季预期，也为铜价提供了有力支撑。不过美国经济下滑仍是市场主要的担忧，也成为铜价上行的压制，预计短期铜价震荡偏强，后续持续关注美国经济数据。

3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价

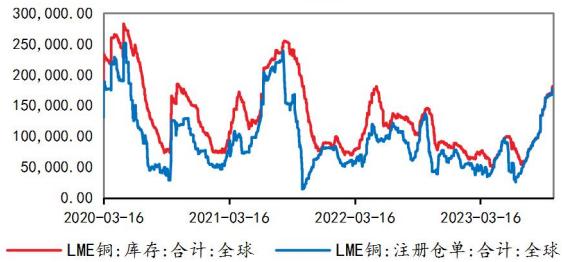
长江有色市场铜：平均价



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

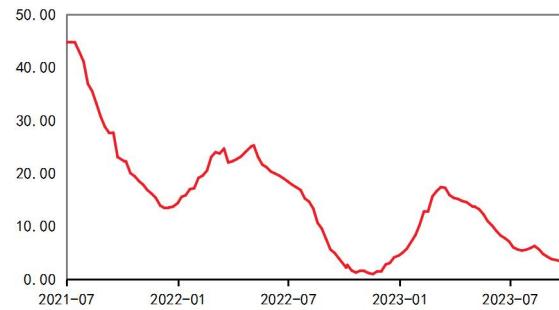
图表 14：LME 铜库存

LME铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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

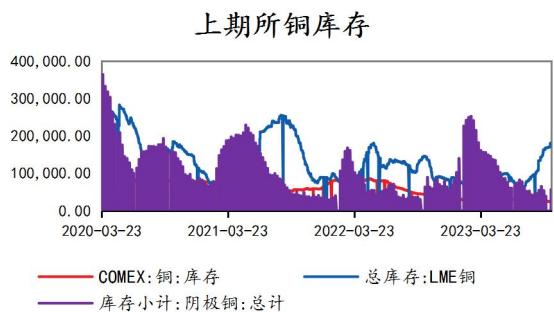
图表 15：WBMS 供需平衡

WBMS：铜供需平衡



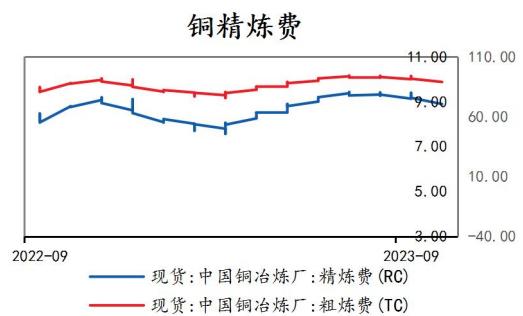
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：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

2025年全球新增65万吨，同比增5.5%

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。

2023-2024年海外锌精矿因铅锌价格下跌导致部分高成本矿山停产，随着2024年强预期推动叠加供应约束下，锌价上行至最高3284美元/吨，下半年锌价平均值2945美元/吨，近半年时间基本覆盖90%以上的锌矿成本，同时2024锌精矿TC大幅下滑，锌矿成本下行，锌矿利润大幅好转，全球锌矿项目复产+新增陆续贡献增量，2025年全球矿山产出的稳定性会好于2024年。

据海关数据显示，中国2024年1-11月进口锌精矿165.6万吨，累计同比-15%，海外矿山投产不及预期叠加减产扰动，国内锌精矿整体供应严重下滑。

炼厂利润修复，精炼锌月供应明显回升

上周TC继续回升，国产矿上行150至3150元/吨，国内炼厂3月或环比有超6万吨提产。但2月底国内某炼厂与海外矿山达成60美元/千吨年度TC，价格仍创历史新高。

SMM数据显示，2025年2月精炼锌产量48.1万吨，环比减少7.88%，同比减少4.28%。2月产量环比如期下降，但较预期值高0.39万吨。产量环比下滑，一方面，2月生产天数较少，另一方面，湖南、甘肃、云南、四川等地停产检修贡献一定减量，不过但广西、山西、新疆等地复工复产和检修恢复贡献一定增量。对于3月，炼厂产量增加明显，除生产天数增加外，湖南、云南、广西、四川等地春节检修恢复和陕西、青海提产贡献主要增量；另外四川、甘肃和贵州等地检修贡献少量减量，整体来看，预计产量环比增加13.47%，同比增加3.86%至54.58万吨，产量增幅超预期。

镀锌开工率偏低

节后下游复产稳步推进，各板块开工持续回升，但从终端来看，消费传导尚需时间，整体订单仍较弱。

2021年至2024年，房地产开发投资额和住宅开发投资额逐年下滑，2024年房地产开发投资额降至10.1万亿元，同比下降10%，其中住宅开发投资额为7.7万亿元，开发投资回到2017年水平。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。

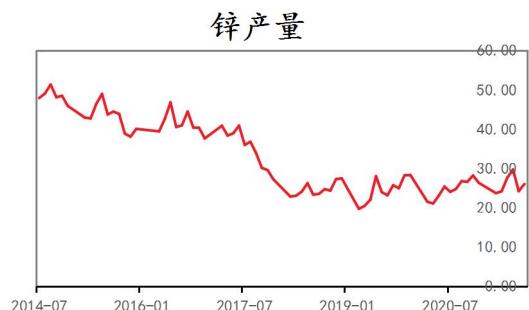
中汽协数据显示，2025年1月，汽车产销分别完成245万辆和242.3万辆，环比分别下降27.2%和30.5%，产量同比增长1.7%，销量同比下降0.6%。其中，1月，新能源汽车产销分别完成101.5万辆和94.4万辆，同比分别增长29%和29.4%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的38.9%。汽车出口方面，1月汽车总体出口47万辆，环比下降6.8%，同比增长6.1%。其中，新能源汽车出口15.0万辆，同比增长49.6%。

2 总结

锌矿供应增量推动加工费持续上行，TC快速抬升后冶炼开工意愿提升，预计锌锭产量回升幅度有限。终端订单改善有限，使得初端企业开工虽有回升，但恢复情况不及预期，不过专项债发行同比增长，节奏超预期，有望在金三银四传统消费旺季体现。目前进入消费旺季，政策实验阶段，消费成色将指引锌价方向。关税扰动及国内政策释放均存不确定性，宏观情绪仍有反复，短期预计锌价维持震荡偏强走势。

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



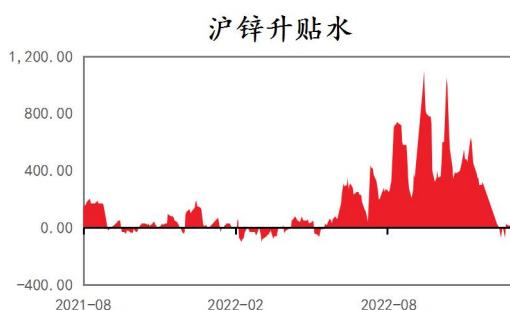
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



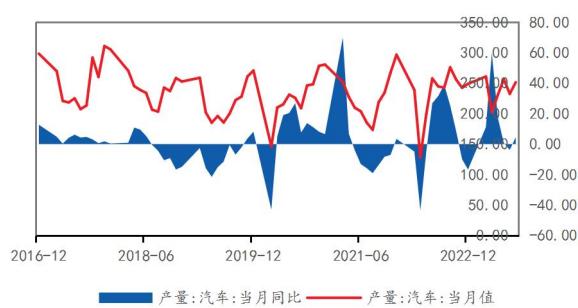
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 政府工作报告符合市场预期

2025年两会政策在延续稳中求进总基调的基础上，围绕经济增长、财政货币政策、消费提振和民生保障等关键领域精准发力。从政府工作报告内容来看，5%的GDP增长目标既延续了2024年实际增速水平，也反映出对经济内生动力与外部挑战的平衡考量。数据显示，2024年我国经济总量已达134.9万亿元，5%的增长在全球主要经济体中位居前列，这一目标的设定既保持了政策预期稳定性，也为结构转型预留空间。

在财政政策领域，通过赤字率上调至4%、新增地方政府专项债券5000亿元、发行超长期特别国债1.3万亿元等举措，构建起规模达11.86万亿元的政府债务增量体系。这一超常规的财政扩张力度，既着眼于对冲经济下行压力，更注重培育长期发展动能。专项债券重点投向“两重”建设领域，特别国债资金精准支持科技创新、粮食能源安全等战略方向，体现了财政资金“四两拨千斤”的引导作用。值得注意的是，在债务管理方面创新实施“科学分类、精准置换”原则，通过6万亿元地方专项债务限额置换存量隐性债务，既缓解了地方偿债压力，又为新型城镇化等重大工程腾挪出资金空间。

货币政策与财政政策形成有效协同，通过适时降准降息、创设互换便利工具等创新手段，着力疏通政策传导机制。重点加大对科技创新、绿色发展和民营经济的结构性支持，特别是针对房地产融资协调机制的系统完善，将保交房专项借款与房企债务重组有机结合，既守住不发生系统性风险底线，又为行业转型预留政策空间。值得关注的是，政策特别强调“提升金融服务可获得性”，通过扩大普惠金融覆盖面、降低支付手续费等具体措施，切实缓解小微企业融资难题。

消费提振政策呈现“供需双侧发力”的特征。供给侧通过3000亿元特别国债支持消费品以旧换新，创新智能家居、文旅休闲等消费场景；需求侧着力完善收入分配机制，推动中低收入群体增收减负。这种“供给创造需求、需求牵引供给”的良性互动模式，在汽车、家电等大宗消费领域已显现政策效应。特别是将完善休假制度与释放文旅消费潜力相结合，既激活了消费潜能，又促进了服务业能级提升。

房地产市场调控转向“因城施策与制度创新并重”。在需求端，通过下调房贷利率、降低交易税费等举措释放改善性需求；在供给端，推进存量商品房收购和城中村改造，实质上是建立“市场+保障”双轨制住房体系的重要探索。值得关注的是，政策首次明确“在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”，这为地方政府因地制宜化解房地产库存提供了制度创新空间。同时，保障性住房再贷款范围的拓宽，标志着住房金融体系开始向“市场归市场、保障归保障”的差异化方向演进。

总体来看，2025年政策组合既保持了宏观政策的连续稳定，又在结构性工具运用上实现创新突破。通过财政货币政策协同、政府投资与民间资本联动、短期稳增长与长期促转型结合的多维度设计，形成了推动高质量发展的系统合力。

2 25年粗钢减产测算

从2020年中国粗钢产量创下10.65亿吨的历史峰值后，围绕“双碳”目标的产能调控政策逐步加码。2021年首次提出“全年产量平控”，通过关停小高炉、环保限产等行政手段实现压减3200万吨，2022年随地产需求超预期下滑，粗钢产量进一步降至10.13亿吨，行业亏损面扩大倒逼政策转向市场调节。2023年后，伴随海外出口激增和国内需求收缩的“剪刀差”，粗钢

产量回升至 10.19 亿吨，政策工具逐步转向“能耗约束+出口税费调节”组合拳。至 2024 年，工信部再度暂停产能置换，叠加能耗双控深化，粗钢产量回落至 10.05 亿吨，行业供需矛盾边际缓和但产能过剩压力仍未根本解除。

近期，传闻 2025 年将设定压减 5000 万吨的目标，对标 2021 年高点压减 3200 万吨，意味着较 2024 年产量下降 5.0%。这一幅度远超“十四五”期间年均 1.4% 的降速和 2021 年 3% 的降幅。部分省份如河北、江苏、山东产量较高，三地占全国产量 45% 以上，这些地区若严格执行减产，可能面临较大经济压力。若 2025 年强行压减 5000 万吨，相当于要求三省合计减产 2250 万吨（按比例估算），可能造成直接税收流失超 200 亿元，而当前中央财政补偿机制（如 2024 年产能退出补偿基金仅 80 亿元）难以覆盖缺口，地方执行可能性较低。

产能结构调整路径存在显著瓶颈。电炉钢占比提升至 15% 的目标需新增 3000 万吨废钢供应，但回收体系滞后制约短期突破空间。尽管铁矿价格中枢下移至 108 美元/吨缓解成本压力，焦炭保供问题仍侵蚀钢厂利润空间，当前吨钢毛利不足 200 元的水平难以驱动主动减产。若转向行政化手段强制关停 1000m³ 以下高炉，理论最大减量约 3000 万吨。

综合研判，2025 年达成 5000 万吨粗钢减产目标概率较低，更可能通过 2%-3% 左右的渐进式产能优化实现政策意图。

3 铁水产量平稳 库存持续去化

上周全国高炉产能利用率与前一周持平，电炉产能利用率环比增加。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 86.6%，环比持平，同比提升 3.5 个百分点；91 家电炉产能利用率为 49.0%，环比增长 1.2 个百分点，同比微降 0.1 个百分点。五大品种钢材周产量为 853.2 万吨，环比增长 2.3%，同比增长 0.5%。上周长流程产量略有增加，日均铁水产量增加 0.1 万吨至 230.7 万吨，需求持续改善，建材产量增幅明显。

库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1319.9 万吨，环比下降 1.5%，同比下降 25.0%；钢厂库存为 509.7 万吨，环比下降 2.1%，同比下降 31.7%。钢材总库存继续下降，环比回落 1.6%，降幅较前一周扩大 0.6 个百分点，社会库存节后连续第二周去库，热卷厂库和社库降幅较大。

根据产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 883.9 万吨，环比增长 3.6%，同比增长 6.4%。其中螺纹钢周表观消费为 233.2 万吨，环比增长 5.8%，同比增长 9.8%。上周五大品种钢材表需环比持续好转，建筑钢材消费有所改善，建筑钢材成交周均值为 11.0 万吨，环比增加 9.2%。

上周钢材现货价格上涨，主流钢材品种即期毛利略有回落，247 家钢厂盈利率维持在 53.3%，与前一周持平。

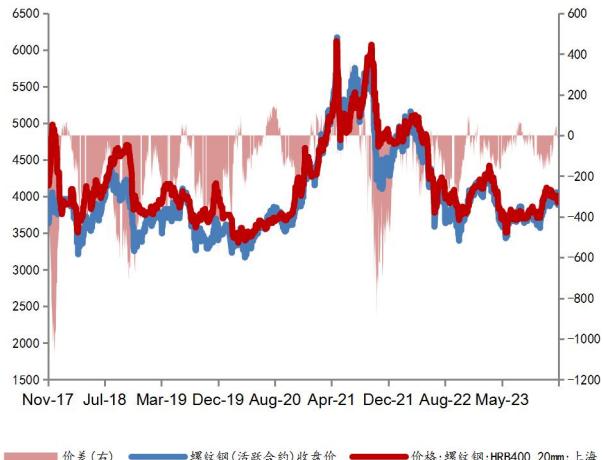
4 小结

近期海内外宏观环境波动加剧，金融属性较强的黄金、铜价格大幅上涨，而黑色金属整体维持震荡格局。国内方面，两会地产及消费刺激政策基本符合市场预期，未有明显超预期，但钢铁产业减量重组的推进有望提速，成为中长期支撑。不过当前减产预期已被市场充分消化，供应端对价格下行的推动作用减弱。当前正值金三银四旺季，现实需求成色将成为市场博弈核心，

我们预计短期钢价仍以震荡运行为主。

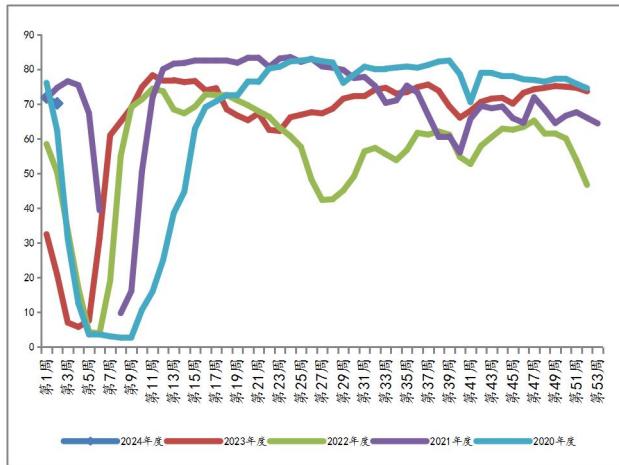
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现货价差



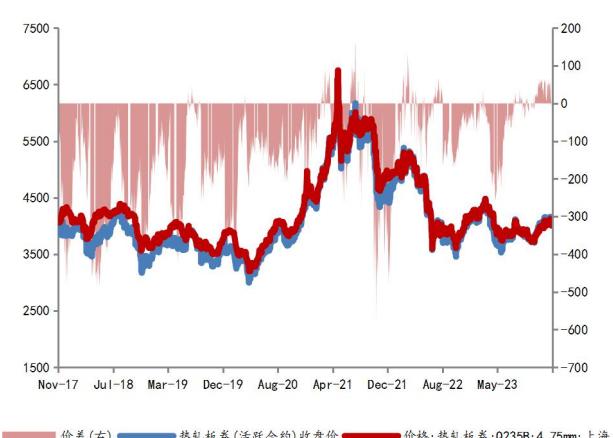
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



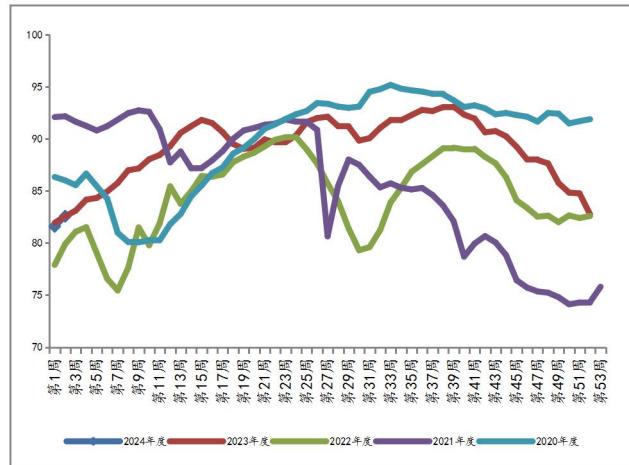
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现货价差



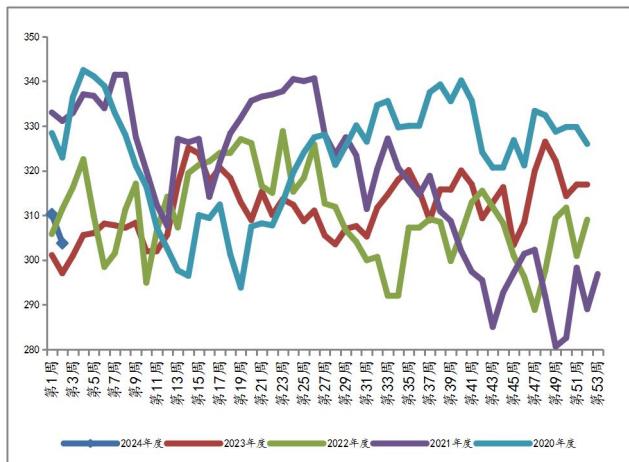
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：247家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



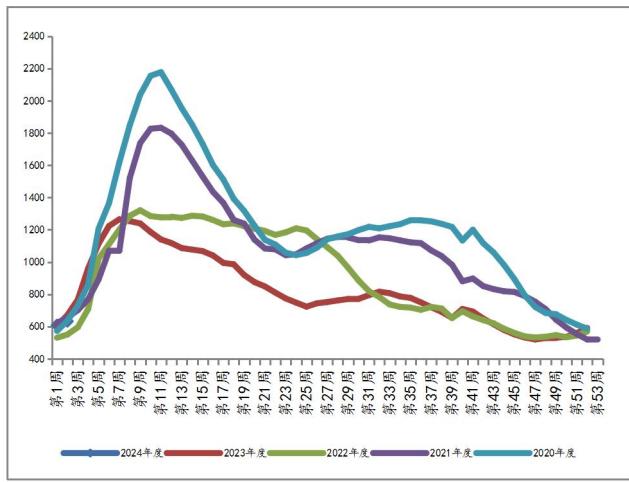
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26: 螺纹钢: 建筑钢材钢铁企业: 实际产量 (周)



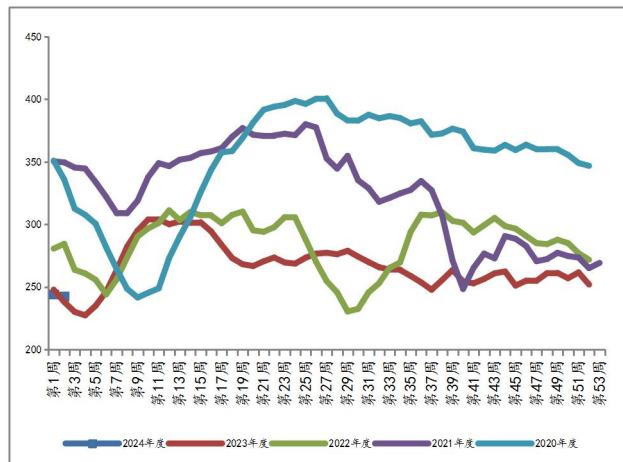
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 28: 螺纹钢: 总库存: 中国 (周)



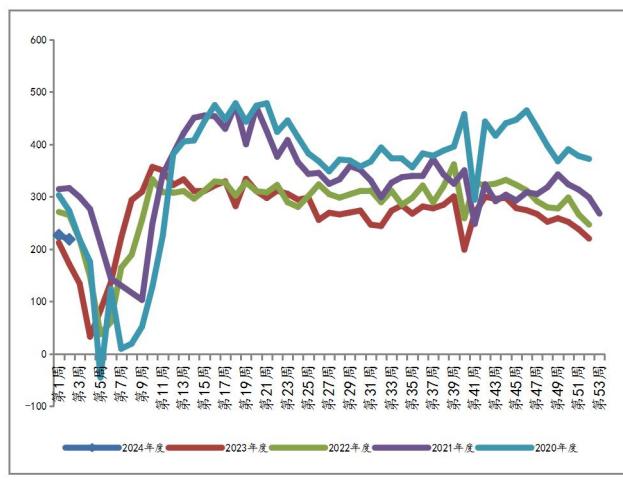
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

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 支撑区间岌岌可危

近期国际油价大幅走跌，在多重利空因素共同作用下，Brent 原油期货价格长期以来 70-85 美元区间变得岌岌可危。

其最主要的动因是，OPEC+宣布正式启动增产计划，在 70 美元附近未能再次捍卫油价，放弃了长年坚持的高油价红利策略。与此同时，北美、挪威、巴西等非 OPEC+产油国的原油产量也在持续增长。国际能源署（IEA）预测，甚至在 OPEC+增产实际执行前，全球原油市场即将出现供应过剩。

另一重大事件是，美国总统特朗普对中国、加拿大乃至欧洲主要贸易伙伴的关税政策，极大加剧了市场担忧情绪。参考 1931 年美国前总统胡佛鲁莽发动的贸易战，后果很可能导致全球经济陷入衰退风险，进而令原油需求放缓乃至出现负增长。

华尔街投行普遍看空原油市场前景，高盛认为油价存在低于其年初预期的 70-85 美元区间的风险，部分机构悲观猜测油价或向下考验 60-65 美元支撑。

2 增产计划即将启动

在长达半年的一再递延后，OPEC+终于决定启动增产计划，这一决策有基于供需平衡的考量，亦是地缘政治形势所迫。OPEC+将从 4 月开始按计划小幅增产，首批恢复的原油产量仅为 13.8 万桶/日，后续依市场情况再行决策。自 2024 年 9 月首次计划增产以来，由于担心过剩加剧导致油价下跌，实际执行被一再推迟。此外，OPEC+也给未来可能的灵活调整留下余地，称将适应不断变化的市场条件，有可能暂停或逆转增产。

毫无疑问，OPEC+多年的减产政策有效地将油价重心维持在偏高水平，但全球经济复苏和能源需求前景晦暗，加上非 OPEC+竞争对手的蓬勃发展，这一做法正在逐渐失效。减产协议已经走到进退两难的困局：在需求放缓和供应充裕的市场环境下，立即放松产量限制很可能会导致油价暴跌；暂停增产有助于维持价格稳定，但也会造成市场份额和定价权旁落。即使闲置产能累积达 600 万桶/日左右，OPEC+也未能将 Brent 基准稳定在 80-90 美元/桶的理想价位，于是转向薄利多销变得更为现实可行，多数成员国已放弃依赖高油价平衡财政预算。

盈利模式的转换并非 OPEC+增产的唯一驱动，尽管其声称决策不会受到政治因素干扰，但外界仍解读为是对美国总统特朗普做出的有限回应。特朗普此前曾多次要求 OPEC 降低油价，以减轻美国能源消费者负担和帮助缓解通胀压力。巴以冲突爆发一年多后，伊朗惨淡经营多年的抵抗之弧遭到重创，海湾地区再次被美以霸权阴影笼罩。在当前复杂的地缘政治环境下，沙特只能适当地做出让步妥协，避免与美国特朗普当局发生冲突。

不过客观来讲，OPEC+确实具备一定的小幅增产条件。美国对伊朗和委内瑞拉再次极限施压，两国原油出口受到严厉制裁，相对于潜在的日均数十万桶供应中断，OPEC+拟恢复十余万桶产量并不会导致过剩加剧。本次 OPEC+增产决策对原油基本面的影响有限，但此举释放的信号助推看空情绪，给市场供需平衡注入了更多不确定性。

3 关税风波又遭变故

美国对加拿大原油征税的政策一波三折，市场预期也一再反转。按照特朗普最初的政令，美国将对从加拿大和墨西哥进口的商品征收 25% 的关税，其中对加拿大原油相关产品征收 10% 的关税。该政策原定于 2 月 4 日生效，先是推迟了一个月，然后再次被推迟。回顾 1 月消息刚出时，加拿大重质原油相对美国 WTI 基准的折价一度飙升至 15.50 美元/桶；随着关税生效日期不断推迟，这一折扣逐渐缩窄。美国能源部长最近表示，美加墨达成协议并取消加征关税是有可能的，进一步削弱了美国对加拿大原油征收关税的预期。加拿大原油是美国炼油厂的重要原料来源，美国部分地区高度依赖加拿大提供的汽油和其他精炼产品。至于哪些加拿大油品符合《美墨加协定》（USMCA）规定，又有多少将受到关税影响，具体细节未被透露。对于原油交易员，建立头寸和仓位管理需要有明确依据，面对特朗普班子带来的潜在不确定性，市场只能选择低位躺平观望以规避风险。

4 俄乌战争趋向尾声

美国和乌克兰高级别代表团在沙特吉达的会谈结束，随后乌克兰表示，愿意接受美国的建议，立即实行为期 30 天的临时停火，可延长停火期限，但须经俄罗斯接受并同时实施；美国将恢复对乌克兰的情报共享，并为乌方提供安全援助；两国总统同意尽快就乌克兰关键矿产资源开发达成全面协议。另一方面，美国对俄罗斯油轮的制裁效力显现出放松迹象，有数艘被列入黑名单的油轮一年多以来首次启航，提高了俄罗斯原油出货量。近四周内，俄罗斯全部港口的原油输出量增加约 30 万桶/日至 337 万桶/日，创 2023 年以来的最大增幅。拜登政府离任前宣布了对 161 艘影子油轮的制裁措施，但特朗普政府正在推动俄乌停火，业界相信俄罗斯原油出口将逐渐放开。再加上 OPEC+ 增产已经确定，原油市场过剩预期兑现，使得油价重心下移至更低的运行区间。

5 不确定中震荡走低

供应增长的确定性叠加需求前景的未可知，原油基本面预期急转直下，令市场弥漫着悲观情绪。OPEC+ 宣布 4 月启动增产计划，美国原油库存季节性累增，伊拉克恢复库尔德地区出口，多重因素强化了业界对供应过剩的共识。特朗普一意孤行掀起新一轮贸易战，并将关税范围逐渐扩大，在多个领域奉行美国优先做法，令全球贸易效率降低、经济复苏受阻、原油在内的总需求堪忧。

在供强需弱的背景下，油价面临跌破近半年来运行区间的风险，交易者押注表明下行势头或尚未结束。美国商品期货交易委员会（CFTC）和洲际交易所（ICE）数据显示，国际基准原油 Brent 和 WTI 的净多头头寸近期大幅减少，是市场看空情绪升温的直观体现。沙特国家石油公司沙特阿美将 4 月销往亚洲地区的原油价格下调，旗舰产品阿拉伯轻质原油官方售价下调 40 美分，这也是其他海湾国家重要的定价参考。

如我们在年初指出，原油市场正处于牛市结束转向熊市的阶段，油价重心在各种不确定性中震荡走低。

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

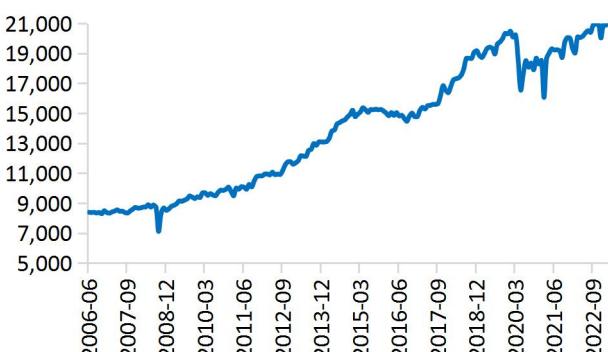
图表 30：国际原油期货价格



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

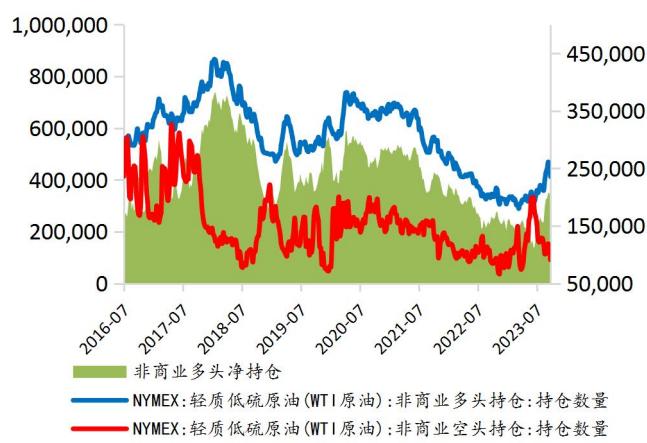
图表 32：美国原油产量

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

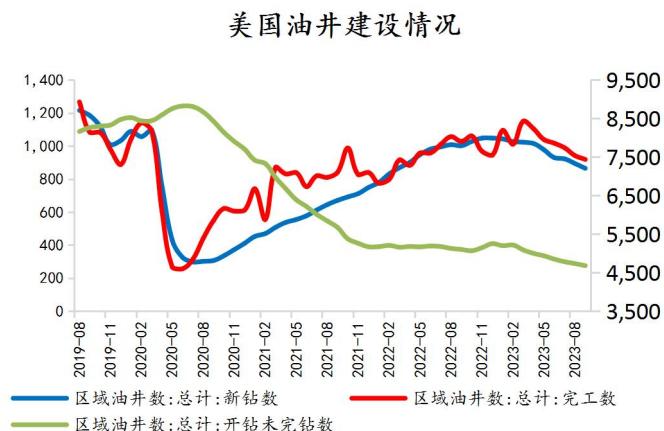
图表 33：沙特原油产量

沙特原油产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

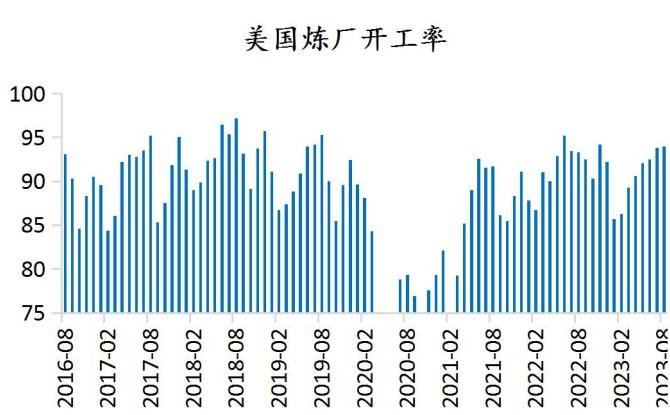
图表 34：美国油井建设情况



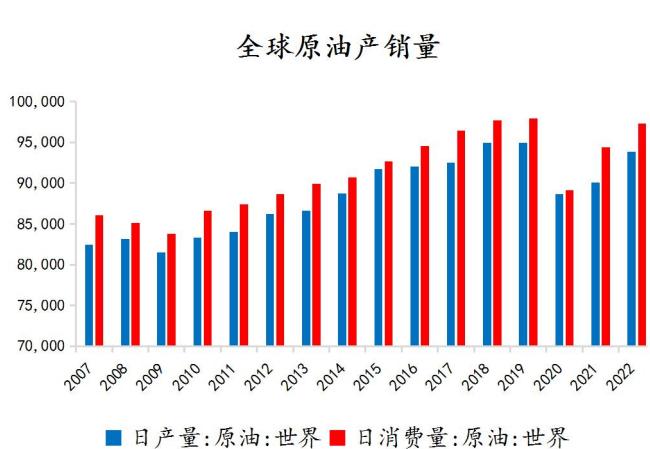
图表 35：EIA 原油库存



图表 36：美国炼厂开工率



图表 37：世界原油供需平衡



天然橡胶

1 内盘供应高峰兑现

目前，全球天然橡胶总产量处于一年中最低水平，供应端影响因素弱化。

中国云南、海南、越南以及泰国东北部停割，泰国南部地区进入低产期，原料价格保持稳定，3月底至4月初云南版纳地区将率先开始试割。不过，1-2月中国天然橡胶及混合胶进口总量同比大幅增长20%以上，验证了我们对供应高峰滞后转移到国内的预判。

海关最新公布的数据显示，2025年1月泰国出口天然橡胶（不含复合、混合胶）23.8万吨，同比增加6%；其中，对中国出口天然橡胶8.9万吨，同比大增48%。1月泰国出口混合橡胶15.3万吨，同比大增56%，绝大部分出口到中国。按照一个月左右的船期推算，春节过后青岛进口橡胶货源集港，令港口累库存趋势延续。

3 青岛库存持续累增

尽管泰国南部主产区已经开始减产，但进出口船期存在滞后效应，正体现在青岛地区天然橡胶库存节奏上。

截至3月初，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存为58.44万吨，环比上期增加0.88万吨或1.53%；其中，保税区库存6.83万吨，增加1.33%；一般贸易库存51.62万吨，增长1.56%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加2.32个百分点，出库率增加1.66个百分点；一般贸易仓库入库率增加0.64个百分点，出库率增加0.42个百分点。

海外船货到港持续增加，而下游厂商采购观望心态浓厚，令保税区入库环比增幅较为明显，一般贸易出库环比增量不大。根据产业节奏推测，接下来国内天然橡胶显性库存将延续累库状态，但下游隐性库存或逐渐开始去库。

3 需求缺乏明显改观

目前橡胶基本面主要问题是，下游需求尚缺乏明显改观。截至3月上旬，山东地区橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷68.76%，同比下降0.91个百分点；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷82.41%，同比提升3.73个百分点。终端消费年初以来整体表现一般，2月中国汽车经销商库存预警指数录得56.9%，较去年同期下滑7.2个百分点，但仍处于荣枯线之上，表明汽车产销流通状态仍不景气。第一商用车网统计，2月中国重卡市场共计销售8万辆左右（批发口径，包含出口和新能源），环比上升11%，比上年同期大幅增长34%；今年1-2月重卡累计销量为15.2万辆，同比累计降幅缩窄至3%。天然橡胶需求端还需要持续观察，重点是内需提振效果以及出口冲击程度，短期内胶价走势预计震荡偏弱。

4 定价逻辑围绕去库

全球天然橡胶即将全面进入低产季，未来一段时间上游变化十分有限，市场的关注点向中下游倾斜。

橡胶轮胎企业开工基本从春节后恢复，但除了内需刺激政策兑现情况，还要考虑出口转弱问题，三大细分市场订单面临增长放缓。供应压力已经给到现货端，而需求短期内难有显著改善，青岛地区橡胶库存持续累增。后市胶价能否企稳反弹，取决于显性以及隐性库存何时观察到去化迹象。

由此可见，在减产停割季天然橡胶的主要逻辑是，下游对橡胶原料补库的刚需支撑能否平衡现货进口增量，进而推动被动去库进程，期间胶价缺乏趋势性上涨的核心驱动，中短期内震荡盘整运行为主。

5 市场前瞻短空长多

ANRPC发布的2025年第一期月度报告显示，1月全球天然橡胶产量估计下降4.8%至126.1万吨，天然橡胶消费量估计增加2%至120.8万吨。对于2025全年，预测全球天然橡胶产量增加0.3%至1489.7万吨；其中，泰国+1.2%、印尼-9.8%、马来西亚-4.2%、越南-1.3%、中国+6%、印度+2.8%、其他国家+3.5%。2025年预计全球天然橡胶消费量增加1.8%至1562.5万吨；其中，中国+2.5%、印度+3.4%、泰国+2%、马来西亚+2.6%、其他国家+2.5%。

我们注意到，近月以来天然橡胶市场呈明显的下降趋势，这是由多个因素共同作用导致的，包括美国关税政策引发对经济和需求前景的忧虑，以及欧盟零毁林法案（EUDR）推迟实施造成货源采购积极性下降，最重要的是中国天然橡胶现货库存水平季节性上升。但ANRPC报告表明，随着产业周期的根本性扭转，胶价长期重心将随着供需关系改善而较前些年大幅上移。

6 沪胶重拾上升大势

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

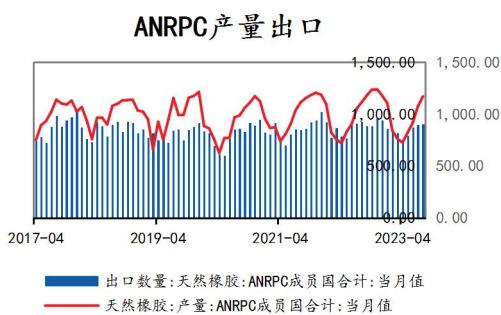
图表：天然橡胶现货价格



图表 38: 合成橡胶价格

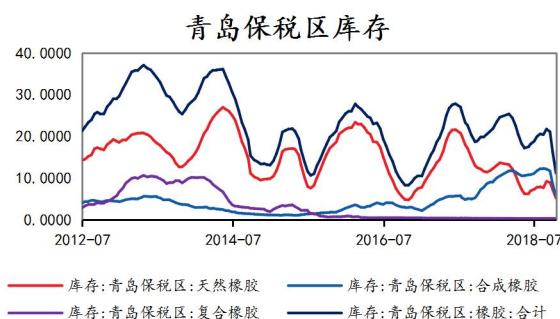


图表 39: ANRPC 产量出口



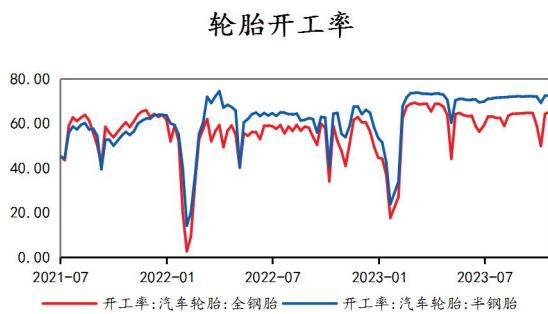
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



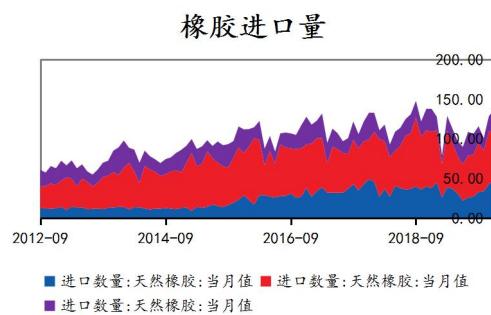
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43: 轮胎开工率



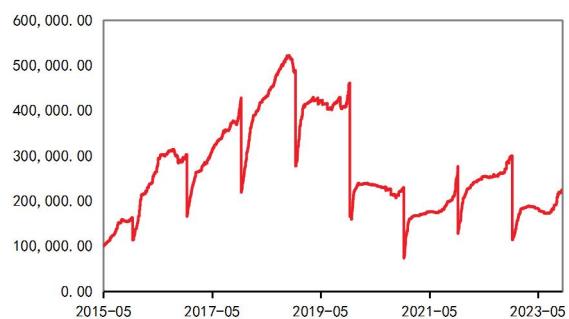
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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：贸易忧虑再起，国内菜粕市场兑现政策升水

1 外部豆类市场分析

反对贸易歧视，中国对加拿大部分农产品加征高额关税

近期，针对加拿大不顾中方多次规劝，执意对部分中国进口产品采取歧视性限制措施的做法，中方为维护自身合法权益，及时采取必要措施予以反制。3月8日，国务院关税税则委员会发布公告，自2025年3月20日起，中方对原产于加拿大的菜子油、油渣饼、豌豆加征100%关税，对原产于加拿大的水产品、猪肉加征25%关税。

国内进口菜粕高度依赖加拿大，加税导致国内菜粕强势上涨

国内菜粕供应主要由三部分组成：国产菜籽压榨生产，进口菜粕和进口菜籽压榨。海关数据显示，2024年中国菜粕总进口量为275万吨，其中从加拿大进口202万吨，占全部进口菜粕的74%，约为国内菜粕总供应量的两成。中国对加拿大菜粕进口依存度较高，此次对加拿大油渣饼增加100%关税后，加拿大进口菜粕因成本大幅升高将无法对华出口。国内菜粕供需平衡被打破，供给担忧导致国内菜粕市场在加税政策落地后强势上涨。

巴西大豆收割过六成，丰产预期逐步兑现

根据分析机构AgRural发布的数据显示，截至3月6日，巴西大豆收割率为61%，高于去年同期的55%。巴西大豆收割进度加快，对国际市场的供应能力快速提升。根据美国农业部3月供需报告评估，巴西、阿根廷和巴拉圭等南美大豆主产国本年度大豆产量为2.318亿吨，同比增加1630万吨，增幅为7.56%。南美大豆大幅增产，为全球大豆供应保持宽松奠定坚实基础。巴西全国谷物出口商协会(Anec)发布的报告显示，巴西3月大豆出口量预计将达到1545万吨，高于上周预测值。

马来西亚棕榈油库存降幅低于预期，3月上旬出口大幅下降

马来西亚棕榈油局(MPOB)本周发布的月报显示，2月末马来西亚棕榈油库存降至151万吨。由于库存数据高于报告前市场预期值，报告出台后一度引发市场抛售。独立检验公司AmSpec Agri发布的数据显示，马来西亚3月1-10日棕榈油产品出口环比下降38.3%，ITS的同期降幅为25.8%。3月上旬棕榈油出口降速明显超过市场预期，高价对需求的抑制效应持续释放。

2 国内豆类市场分析

菜粕进口渠道短期难恢复，扩大豆粕替代可缓解菜粕供给不足

由于加拿大多年来一直是中国进口菜粕的主要来源地，排在后面的出口地很难在短期内填补国内菜粕供应缺口。与此同时，国内进口商也需要一段时间来建立新的菜粕供应链。因此，国内菜粕进口渠道在短期内恢复难度较大。由于菜粕和豆粕在需求上具有较强替代性，扩大豆粕替代是缓解菜粕供给缺口的有效办法。目前正值南美大豆生产关键阶段，南美大豆创纪录的产量预期将为国内豆粕供应提供可靠保障。目前巴西大豆收割已过六成，发运能力快速提高。据巴西全国谷物出口商协会(Anec)发布的报告显示，巴西2月大豆出口量预计在935万吨，3月将提升到1545万吨。中国进口的巴西大豆约占巴西全部出口的70%，预计从三月中下旬开始，进口巴西大豆到港量将持续增加。随着油厂开工率提升，豆粕库存增加有助于缓解国内菜粕供给紧张。

国内油脂库存连续回升，油脂价格反复震荡

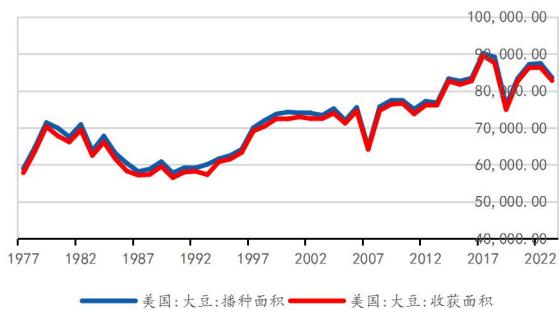
中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为223.05万吨，周度增加3.26万吨，其中豆油库存下降，菜油和棕榈油库存显著增加。由于当前棕榈油进口利润倒挂，企业进口动力不强，棕榈油库存短期难以修复。国内棕榈油因性价比偏低，仅维持刚需，价格受进口成本影响较大，与产地棕榈油市场保持联动。巴西大豆收割加快，近日巴西大豆升贴水报价止跌回升，带动进口大豆成本上升，为国内豆油价格抗跌起到支撑。随着进口巴西大豆陆续到港，国内中远期豆油供应将更为宽松。中国虽对进口加拿大菜油征收100%关税，但去年国内进口的加拿大菜油仅为447吨，此次加税对菜油市场的影响主要心理层面，实质影响有限。国内菜油库存明显偏高，加税事件暂时缓解国内菜油供应压力，但菜油市场反弹基础相对薄弱。整体来看，国内三大油脂市场运行主线不集中，整体呈现反复震荡状态。

3 油脂油料市场展望

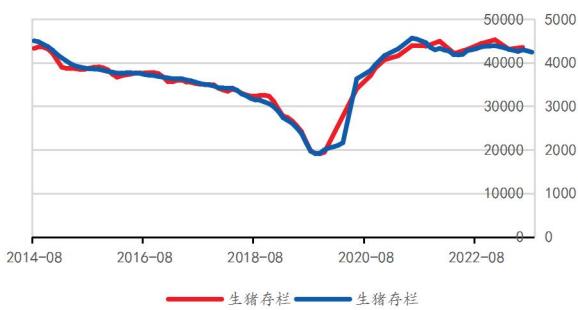
美国农业部3月供需报告平稳落地，对南美主产国大豆产量未作调整。随着南美大豆天气窗口整体收窄，资金再度炒作天气的概率下降，丰产预期将陆续兑现。来自南美的巨大供应压力仍是限制美豆价格回升的关键所在。中国此次对加拿大部分农产品加征高额关税，是对加拿大执意对部分中国进口产品采取歧视性限制措施的正当反制。如果未来中加关系进一步恶化，不排除中方对加拿大菜籽征收反倾销税的可能。加税导致国内菜粕供应链遭到破坏，菜粕市场应声大涨实属正常。由于蛋白粕之间具有较强需求替代性，饲料养殖企业会根据不同蛋白粕之间的性价比调整饲料配方。豆粕和菜粕价格短期失衡状态将因需求替代增加以及供应链重建而得到修复。预计二季度国内进口大豆到港量将超过3100万吨，随着巴西大豆陆续到港，国内进口大豆供应紧张局面正在逐步缓解。国内油脂市场多空交织，市场情绪频繁切换，行情连续性较差。南美大豆供应压力来袭，国产大豆同进口大豆相比处于价格劣势，无法激活油用压榨需求，储备大豆重启拍卖，供给过剩重新主导豆一期货市场进入下跌状态。

4 油脂油料市场主要数据

图表45：美国大豆种植收获面积



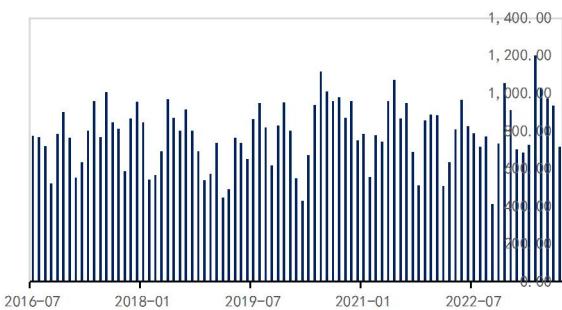
图表46：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

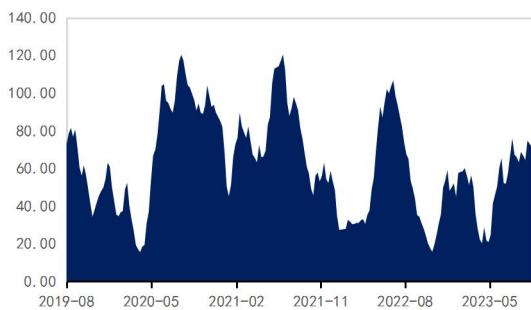
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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.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

