

中金财富期货策略周报（2025 年第 9 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：1-2 月份宏观经济数据回升，但是后续压力依然明显，尽管以旧换新的补贴增加，但消费者信心依然疲弱。而一旦美国对等关税落地，出口端面临的扰动仍需化解。整体看当前需求端大幅超预期的难度较大，这限制了工业品在目前阶段的上行空间。

股指期货：二季度宏观层面依然存在的问题是，中国出口自然回落，以及 4 月初之后美对华关税威胁可能再加码。这对应宏观经济预期波动放大，市场对二季度政策见效的急迫程度将提升。海外衰退交易可能向 A 股映射，国内债弱股强的“股债再平衡交易”可能阶段性逆转。这从资产配置角度，A 股二季度可能维持弱势震荡市。

铜：2025 年铜精矿依然面临严峻的供需缺口，精炼铜过剩量将缩小。随着美国对铜展开调查并加征关税，美铜溢价套利将吸引大批铜流入美国市场。除美国外其他地区精铜将转为紧缺。但下游市场畏高情绪弥漫，呈现“有价无市”特征，而且美铜上涨趋势放缓，目前市场交易的主要逻辑仍是美国关税政策，市场情绪仍干扰市场价格波动。

锌：锌矿较为宽裕，炼厂话语权提升，国产锌矿加工费延续较大幅度上涨。需求端北方气温仍低，旺季还未到来，现实需求没有亮点，市场对需求端的交易聚焦于国内外重要宏观事件。国内供给端矿加工费近期不断上行，下游消费旺季特征并不明显，但国内释放利好预期仍在，锌价短期或维持宽幅震荡。

钢材：当前钢材需求同比依旧较弱，但环比需求仍在处于上升期，同时宏观政策刺激不断，二者对价格有所托底。目前社库和厂库水平较低，吨钢利润尚可，铁水周度产量小幅上升，整体供需矛盾有限，短期对于钢价无需过于悲观。

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：美国频繁挥舞关税大棒，对国际贸易秩序的破坏效应持续显现。随着月底美国农业部关键报告临近以及 4 月 2 日美国加征对等关税落地，新的不确定性将不时冲击全球金融市场。南美大豆产量压力兑现，天气炒作窗口将陆续关闭。豆类市场炒作题材开始从南美向北美切换，新季美豆面积将成为多空博弈的新亮点。随着巴西大豆陆续到港，国内进口大豆供给宽松局面将持续深化，豆粕现货对期货市场的弱势拖累效应不断增强。美豆面积报告在即，有可能成为影响未来行情走向的关键变量。美国和印尼的生物燃油政策再次成为焦点，需求炒作情绪升温，棕榈油买盘情绪升高，缓解了南美大豆增产对国内豆油市场形成的压力，为豆油和菜油跟涨提供支撑。黑龙江省储大豆持续拍卖，拍卖底价多低于 3600 元/吨且成交不旺，足见供应压力之大。同进口大豆相比，国产大豆缺少价格竞争优势，国产大豆油用压榨需求低迷，库存过剩导致行情积弱难返。

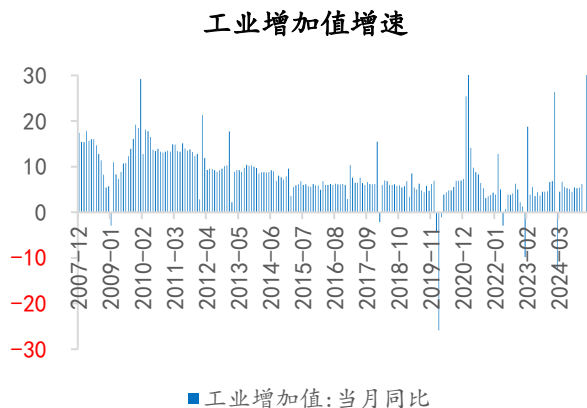
目录

周度策略：关税，仍是工业品分化的关键	- 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 工业数据点评：政策支撑盈利改善，结构性分化显著	- 7 -
3 跨季后资金面有望宽松	- 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	- 11 -
锌	- 13 -
1 锌：影响因素	- 13 -
2 总结	- 14 -
钢材	- 16 -
1 钢铁行业纳入碳权交易	- 16 -
2 铁水产量回升 需求持续改善	- 16 -
3 小结	- 17 -
4 钢材期货现货数据	- 17 -
原油	- 20 -
1 预期修正情绪缓解	- 20 -
2 OPEC 补偿此前超产	- 20 -
3 长臂管辖连带制裁	- 20 -
4 美国意外淡季去库	- 21 -
5 市场不确定性加剧	- 21 -
6 下行风险高于上行	- 21 -
7 原油期现数据	- 22 -
天然橡胶	- 24 -
1 市场前瞻短空长多	- 24 -
2 淡季偏弱压制仍存	- 24 -
3 产区顺利开割预期	- 24 -
4 需求缺乏增长驱动	- 24 -
5 BR 止跌筑底企稳	- 25 -
6 沪胶重拾上升大势	- 25 -
7 橡胶期现数据	- 25 -
油脂油料：豆粕震荡回落，油脂先抑后扬	- 29 -
1 外部豆类市场分析	- 29 -
2 国内豆类市场分析	- 29 -

3 油脂油料市场展望.....	- 30 -
4 油脂油料市场主要数据	- 30 -

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



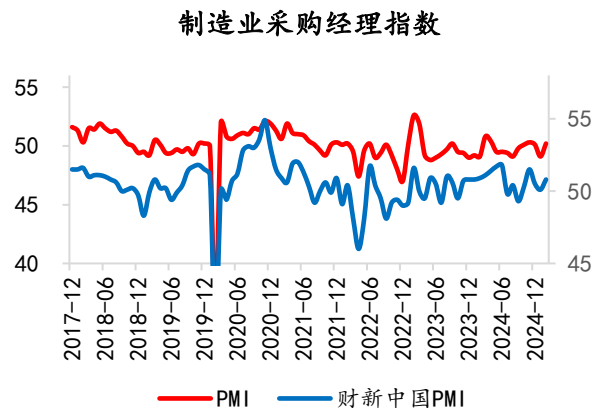
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



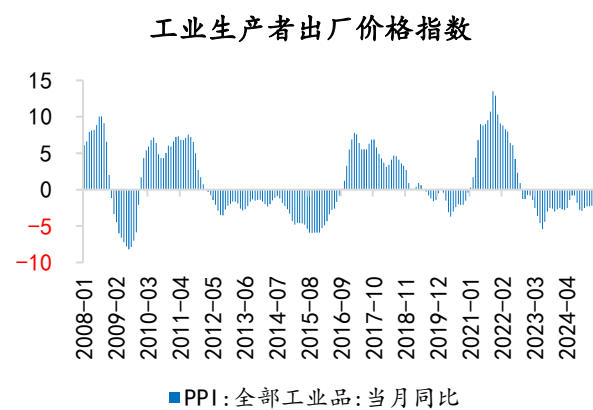
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



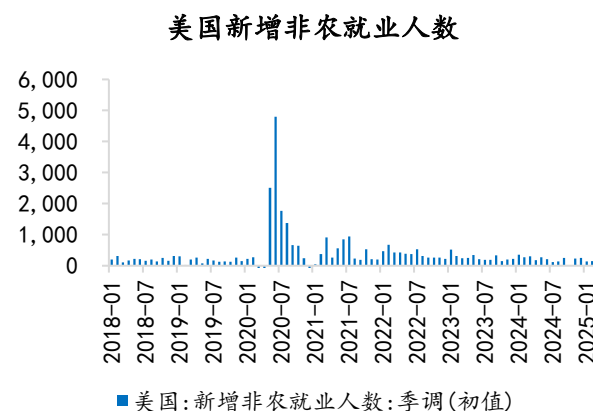
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，仍是工业品分化的关键

对等关税或是 4 月特朗普政府关税政策的最大冲击：若全面推开，意味着美国有效关税税率或从 2024 年的 2.4% 提升至 15.5%，主要经济体中欧盟受影响最大，其次为墨西哥、日本、韩国，考虑到对中国已加征 20% 关税，对等关税对中国影响可能相对有限，但对等关税如果实施，对工业品的库存转移影响仍会很大，需要观察。

开年经济总体平稳

对等关税，如果不是“雷声大、雨点小”，将是四月份最大的事件之一。

关税下的出口，已知压力和未知风险都明显存在。

随着“对等关税”的变本加厉，二季度中国出口将真正迎来考验期。为何是二季度？一方面，3 月出口可能因为今年的早春较 1-2 月回升，出口压力在宏观数据层面的体现或因此“延后”。另一方面，美国对华加征 20% 关税已落地、无任何豁免（作为对比，新增关税前的加权平均税率为 12.3%），出口迟早会发生反馈，近期高层调研足迹、集运价格、韩国出口等领先指标已释放部分信号。而美国“对等关税”会否纳入东盟国家，进而对我国“转口”、“出海”等形成二次打压，则是已知压力外的“未知风险”，需要重点观察。

从经济数据层面，3 月数据还体会不到出口的下行压力。从历史来看，春节时点靠前往往往会压低 1-2 月出口、抬高 3 月出口表现；由于今年是“早春”，3 月出口可能会较 1-2 月明显回升，并和去年形成错位，进一步放大出口同比读数。但价格层面的“负反馈”已经开始。量、价拆分来看，当前出口金额的正增长主要依靠数量拉动，出口价格累计同比于去年 11 月转负至 -1%，今年 2 月降幅进一步扩大至 -3.9%。价的走弱是对关税压力的反馈，伴随竞争加剧，企业可能被迫“以价换量”，而这会进一步加重我国制造业部门的负担。

美国“对等关税”会否进一步纳入东盟国家，可能是我国出口最大的“未知风险”。一方面，东盟已超越美、欧成为我国最大的贸易伙伴，2024 年其占我国出口份额升至 16.4%，高于美国、欧盟的 14.7%、14.4%。另一方面，从“高贸易顺差”的标准看，越南、马来西亚等东盟国家可能成为加征“对等关税”的对象。考虑到关税计算公式的高度不确定性，美国可能借此加大对东盟的关税威胁、“转口”审查力度等。

除了经济数据的影响，关税导致的工业品库存转移，也是近期工业品价格割裂的主要原因之一。

今年以来，纽铜价格已经累涨约 29%，且与伦铜出现前所未有的价差。自今年 1 月以来，纽铜价格便开始超过伦铜，而特朗普上个月命令美国商务部以国家安全为由对可能的铜关税展开调查后，二者之间的差距达到了创纪录的水平。上周一纽铜近月合约和伦铜的差距一度超过每吨 1400 美元，创下历史新高。市场预计将有约 50 万吨铜运往美国，这意味着全球其他地区的铜供应将面临严峻短缺。

这种短缺，属于人为制造的短缺行情，成就了部分品种“左脚踩右脚上天”的阶段表现，这种技术性的上涨，最终会得到修正，但是造成了价格波动加大，判断困难。

图表 1：特朗普关税和麦金莱对比

	受影响的进口占 GDP 的份额	政策前平均关税 (应税进口, %)	政策后平均关税 (应税进口, %)	税率变化 (%)
麦金莱关税法案	2.70%	41.3	52	+10.6
特朗普关税, 2025 (假设2 月1日宣布的政策兑现)	4.80%	7.4	17.3	+9.9

资料来源：wind 资讯，中金财富期货

特朗普政策：预期和现实可能迥异

80 年代里根政府上台初期面临与当前美国相似的“滞胀”环境，美联储加息抗通胀，美国经济陷入衰退。此后，美国经济于 1982 年后快速走出衰退，主要原因有三：一是货币政策宽松，里根时期联储货币政策空间较当前更大。在通胀受控后联储政策利率贴现率由 1981 年 5 月 14% 降至 1982 年 12 月 8.5%，降幅达 5.5%；二是财政大规模减税，里根于 1981 年 8 月签署《经济复苏税法案》进行美国历史上最大规模减税；三是居民资产端金融资产占比低，美股下行的负反馈风险有限。

就当前美国来看不具备里根时期经济快速反弹的有利条件，我们认为特朗普较难实现里根时期经济“先下后上”的“精准调控”。一是货币政策方面空间有限，联储政策利率 4.5%，年内目前仅预期 50BP 降息空间，未来超预期降息空间同样有限。二是财政方面增量有限，特朗普减税主张的核心还是延长《2017 减税和就业法案》，增量部分主要是取消社保福利税、取消州和地方税（SALT）扣除上限、取消小费税和加班税，整体规模有限。三是金融资产集中，股票在居民资产中占比约 37% 远高于里根时期，金融市场下行的负反馈风险较大。

此外，特朗普的移民和贸易政策相较里根更为鹰派，可能导致美国更大的通胀上行和经济下行压力。

如果特朗普意识到宏观环境对特朗普政策仍有约束，未来政策预期可能相对趋稳。特朗普较难实现里根时期经济“先下后上”的“精准调控”，在当前民调边际恶化的背景下，受中选制约（当前共和党在众议院仅领先 5 个席位，过去 100 年最小差距），特朗普的政策可能转向，或者说大概率会修正。美国经济基本面、美股下行仍对特朗普存在实质性约束，当前导致经济预期下修的混乱政策环境可能在未来逐步趋稳。

工业品上行面临压力

1-2 月份宏观经济数据回升，但是后续压力依然明显，尽管以旧换新的补贴增加，但消费者信心依然疲弱。而一旦美国对等关税落地，出口端面临的扰动仍需化解。整体看当前需求端大幅超预期的难度较大，这限制了工业品在目前阶段的上行空间。

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 24 日	央行一季度货币政策例会：建议加大货币政策调控强度	加强利率政策执行和监督，择机降准降息，从宏观审慎角度关注长期收益率变化，研究创新结构性工具	预计一季度后流动性转向宽松
	3 月 26 日	欧洲多国反对现在取消对俄制裁	聚集在巴黎的 30 多个国家的代表“一致”同意，在乌克兰“明确建立和平”之前，不应该取消对俄罗斯的制裁。	俄乌局势仍有很大不确定性
数据	3 月 27 日	1-2 月规模以上工业企业利润下降 0.3%	较去年降幅收窄 3.0 个百分点	汽车电器行业利润大幅增长，制造业改善明显。
	3 月 27 日	美国 2 月核心 PCE 同比 2.79%	个人支出几乎没有增长	受关税冲击，美国密歇根长期通胀预期创 32 年新高
事件	3 月 28 日	国家市场监督管理总局：依法对长和港口交易进行审查	反垄断执法二司，负责依法对经营者集中行为进行反垄断审查	长和港口事件影响恶劣

资料来源：中金财富期货研究所

2 工业数据点评：政策支撑盈利改善，结构性分化显著

2025 年 1-2 月工业企业营收累计同比增长 2.8%，较 2024 年全年加快 0.7 个百分点；利润累计同比增长-0.3%，降幅较 2024 年全年收窄 3.0 个百分点。

2025 年开年工业企业效益在高基数基础上边际改善，量价均有一定支撑。1-2 月工业企业营收累计同比增长 2.8%，较 2024 年全年加快 0.7 个百分点，工业企业利润同比累计下降 0.3%，降幅较 2024 年全年收窄近 3.0 个百分点。1-2 月量价因素均提供一定的支撑，量的方面，1-2 月工业增加值同比增长 5.9%，仍维持较快增长，是工业企业盈利的主要支撑项；价的方面，PPI 同比虽然仍在下跌区间，但降幅整体趋缓。

营收利润率较低以及年初盈利增长弱于季节性，指向内需修复尚不稳固、工业企业成本端仍然承压。虽然工业企业营收收入稳步上行为企业增长提供了支撑，但盈利改善的基础仍然不牢固。一方面，1-2 月营业收入利润率录得 4.5%，低于 2021 年以来同期的平均水平（5.5%），企业成本端仍然承压；另一方面，今年开年营收和利润的环比增长弱于历年同期。2025 年 1-2 月工业企业营收环比增长 40.7%，利润环比增长 19.3%，二者涨幅不及季节性均值（分别为 41.9%和 43.6%），尤其是工业企业利润环比涨幅处于近年来新低（除 2020 年受疫情影响）。

受全球大宗商品价格波动影响，中上游企业盈利仍然承压，民营企业经营效益仍有待改善。从上中下游产业链看，1-2 月上旬和中游制造业利润占比分别为 19.1%和 37.0%，分别较去年年底下降 0.3 和 11.9 个百分点，年初以来大宗商品价格偏强是中上游（尤其是中游）企业利润承压的主要原因，1-2 月南华商品指数上涨近 2.3 个百分点，原油、铜、农产品价格走强，黑色

系商品也有所反弹；下游企业利润占比环比显著改善，“两新”加码扩围的政策效应释放或是主要的支撑因素。从所有制划分看，国企和民企盈利表现分化，民营企业经营效益仍有待改善。1-2 月国企利润增速同比转正录得 2.1%，显现出一定的韧性；而私营企业利润下降 9%，较去年年底大幅下滑近 10 个百分点，民营企业在订单获取、融资利率、市场准入等方面仍然较为脆弱，而外贸不确定性加剧对民营企业出口造成较强冲击，需要政策加大支持力度，财政、货币、金融资源需进一步向民企倾斜

展望后续，在外部环境面临不确定的背景下，今年全国两会强调“使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”，3 月各项经济政策密集落地，扩内需政策效应的释放以及政策对民营企业支持力度加大或对工业企业盈利形成持续承托，预计财政政策前置发力下基建投资或持续拉动装备制造业的需求，下游消费制造业仍受“两新”政策的结构性支撑。PPI 同比降幅已呈现收敛态势，化工等领域的上游原材料涨价或对中游制造业的利润形成持续挤压，此外，新增 20% 关税的冲击或在 3 月有所体现，部分出口企业的盈利面临掣肘，工业企业盈利的分化态势仍将持续，关注部分行业产能过剩现象。

3 跨季后资金面有望宽松

跨季将至，资金面边际收敛。3 月 25 日开始，7 天资金可跨季。24-28 日，R007 环比上行 44bp 至 2.26%，DR007 上行 28bp 至 2.05%；隔夜利率维持相对稳定，R001 小幅上行 1bp 至 1.78%，DR001 则下行 3bp 至 1.72%。周内来看，资金利率呈“先上后下”的态势。税期过后，央行逆回购重回净回笼，叠加 6000+ 亿地方债缴款基本集中在周二，周初资金利率趋于上行。不过，随着央行释放呵护信号，资金利率转降，截至 3 月 28 日，R001、DR001 分别回落至 1.78%、1.72%。

资金利率周内转降的背后，可能也有存单市场的改善。存单市场持续释放积极信号，指向季末银行负债端压力或不大。一级市场上，存单发行“量价齐跌”；二级市场上，存单到期收益率全线下行。在此背景下，银行体系融出意愿持续修复，或使得资金面的脆弱性减轻。截至 3 月 28 日，银行体系净融出规模升至 3.64 万亿元。

往后看，跨季后资金面或转为自发式宽松。参考往年规律，4 月首周资金利率往往下行。尽管 4 月是季初缴税大月，但 4 月信贷投放规模明显低于 3 月，且政府债发行规模也环比下降，再叠加 3 月末财政支出释放资金规模较大，使得 4 月资金利率中枢往往较 3 月下降、波幅也收窄。并且，下周（3 月 31 日-4 月 3 日）政府债净缴款的回落以及银行融出意愿的持续性修复，也为季初资金面转松奠定基础。

4 宏观策略

开年经济运行偏暖，投资、消费均有所回升，整体表现稳定。固定资产投资有望平稳增长，但消费的刺激政策仍待加强，维持其持续性，也一定程度上应对外部环境的不确定性。目前关税问题的扰动仍在，预期端仍较为波动，外盘定价的部分工业品因关税问题出现明显技术性上涨，存在卖保机会。

5 股指期货市场分析

两市震荡调整

上周市场延续回落，沪深 300 周+0.01%，上证 50 周+0.24%，中证 500 周-0.94%，中证 1000 周-2.14%，小盘股明显调整。

随着港股的估值修复到位，以及科技股拥挤达到巅峰，科技小盘调整如期而至，市场继续缩量调整，调整未结束，大盘中低位的红利、消费和医药将具有超额收益。成交持续缩量，投机情绪退潮而融资余额仍在高位，在没有大的利好消息推动下，成交难以回升至 2 万亿以上，此时低位的红利、消费、医药板块依旧兼具胜率和赔率，而小盘科技板块需警惕融资过于拥挤带来的负反馈下跌风险。

2016 年以来，巨潮大盘指数落后小盘指数月度涨幅超过 5 个百分点后，后续的大盘的回报会逐渐增加，并在 1-2 个月后回归正值。目前巨潮大盘与小盘的月度涨跌幅差依旧为负，也就意味着未来一个月大盘跑赢小盘仍是大概率事件。技术面上，“领头羊”恒生科技指数已跌破 20 日均线，中证 2000 指数仍承压于颈线。投资者应降低科技仓位，关注红利、消费、医疗等低位股。

继续关注小盘股回落的风险

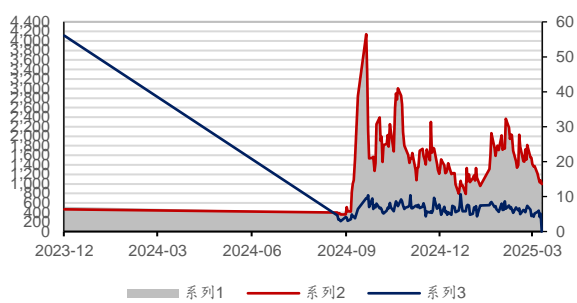
2010 年以来，15 年中仅 6 次上证综指在 4 月上涨。影响 A 股 4 月走势的核心因素是基本面、政策和外部事件。

一是经济和盈利基本面是主导 A 股 4 月走势的核心因素：首先，经济数据上，地产销售、社零、出口等同比增速回升可能导致上证综指 4 月上涨，如 2012、2015、2020、2021、2023、2024 年 4 月，否则上证综指可能下跌；其次，企业盈利上，工业企业利润增速和 A 股一季报盈利增速是否回升对上证综指是否上涨影响不明显，如 2010、2013、2017、2019、2022 年 4 月 A 股一季报盈利增速回升，但上证综指下跌。

二是政策和外部事件对 A 股 4 月走势也有重要影响：若政策和外部事件偏负面，则 A 股表现可能偏弱，反之则可能偏强。

二季度宏观层面依然存在的问题是，中国出口自然回落，以及 4 月初之后美对华关税威胁可能再加码。这对应宏观经济预期波动放大，市场对二季度政策见效的急迫程度将提升。海外衰退交易可能向 A 股映射，国内债弱股强的“股债再平衡交易”可能阶段性逆转。这从资产配置角度，A 股二季度可能维持弱势震荡市。

图表 8：融资融券数据图



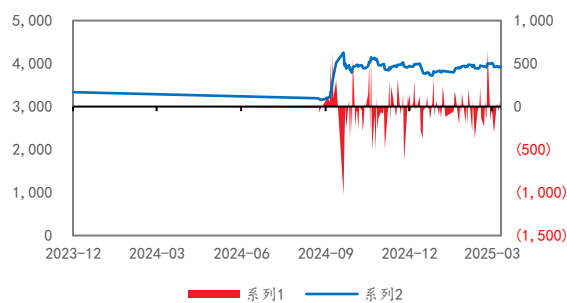
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



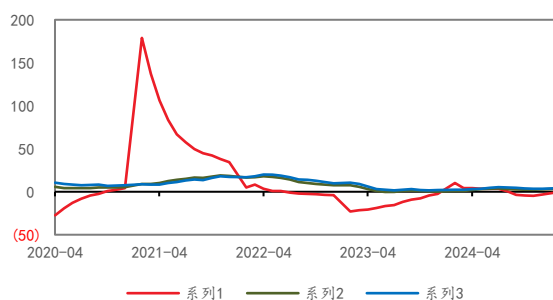
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

海外矿端供应偏紧

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。

供应端趋于偏紧

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。除此之外，作为中国再生铜进口的核心供应国，美国在中国废铜进口总量中贡献了约 20% 的份额。受关税影响，中国从美国进口的再生铜原料呈下降趋势。

需求复苏，但低于预期

受铜价高位运行影响，下游补货意愿不高，刚需采买占主导，部分长单执行较为稳定，同时由于价格持续上涨，部分下游企业因资金压力选择观望，导致交易活跃度偏低。

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

自特朗普宣布对铜开启 232 贸易行为调查后，市场对未来铜关税预期升温，美国下游厂商提前囤货，导致 COMEX-LME 溢价最高达到 1400 美元/吨，加快了实物贸易由 LME 转向 COMEX，伦铜现货的紧张与升水给予了盘面支撑。

2 结论

2025 年铜精矿依然面临严峻的供需缺口，精炼铜过剩量将缩小。随着美国对铜展开调查并加征关税，美铜溢价套利将吸引大批铜流入美国市场。除美国外其他地区精铜将转为紧缺。但下游市场畏高情绪弥漫，呈现“有价无市”特征，而且美铜上涨趋势放缓，目前市场交易的主要逻辑仍是美国关税政策，市场情绪仍干扰市场价格波动。

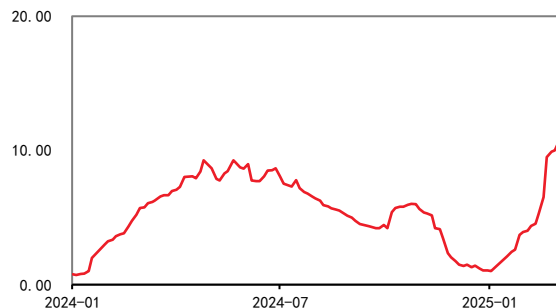
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



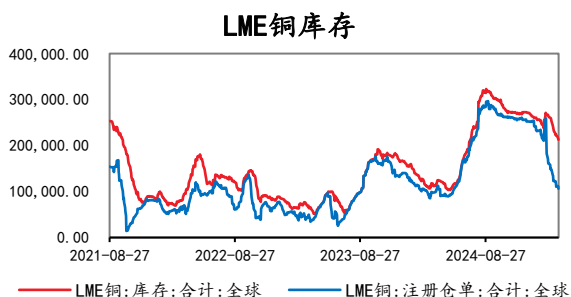
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



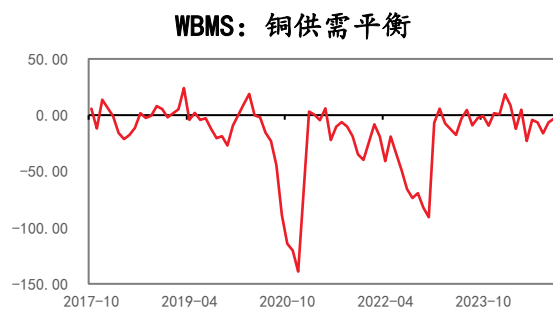
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



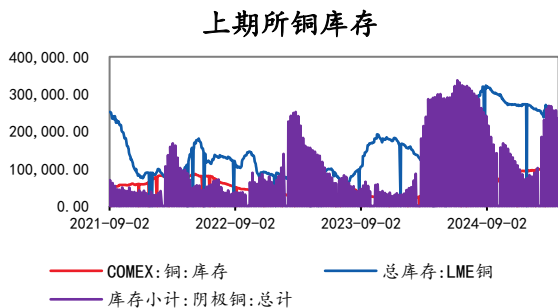
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



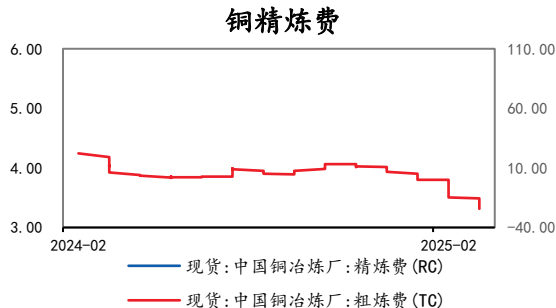
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。

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 年锌精矿 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，价格仍创历史新低。

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。

消费延续环比改善

光伏订单一般，铁塔订单良好，叠加北方环保影响减弱带动镀锌企业开工回升；家具配件订单一般，箱包拉链订单稳定，压铸锌合金企业开工微增；轮胎厂订单稳定，电子级订单不及往年，氧化锌企业开工较稳定。

2021 年至 2024 年，房地产开发投资额和住宅开发投资额逐年开始下滑，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。

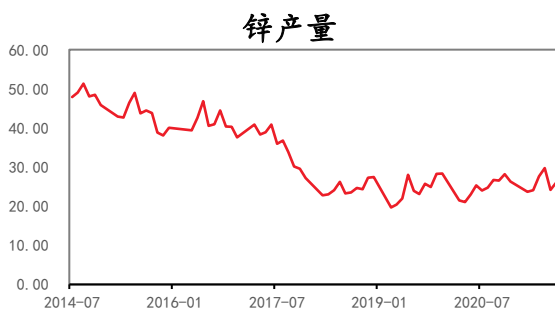
中汽协数据显示，2025 年 1 月，汽车产销分别完成 245 万辆和 242.3 万辆，环比分别下降 27.2% 和 30.5%，产量同比增长 1.7%，销量同比下降 0.6%。其中，1 月，新能源汽车产销分别完成 101.5 万辆和 94.4 万辆，同比分别增长 29% 和 29.4%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 38.9%。汽车出口方面，1 月汽车总体出口 47 万辆，环比下降 6.8%，同比增长 6.1%。其中，新能源汽车出口 15.0 万辆，同比增长 49.6%。

2 总结

锌矿较为宽裕，炼厂话语权提升，国产锌矿加工费延续较大幅度上涨。需求端北方气温仍低，旺季还未到来，现实需求没有亮点，市场对需求端的交易聚焦于国内外重要宏观事件。国内供给端矿加工费近期不断上行，下游消费旺季特征并不明显，但国内释放利好预期仍在，锌价短期或维持宽幅震荡。

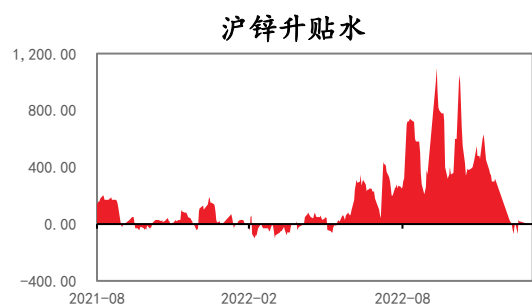
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



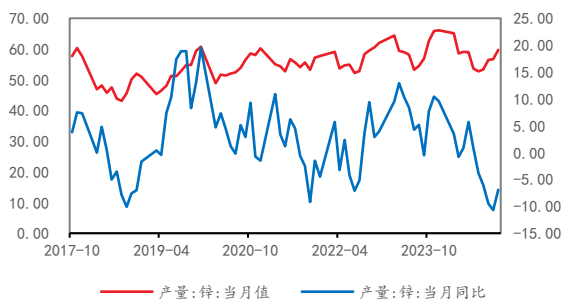
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



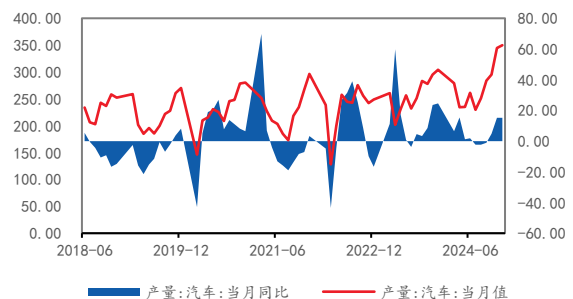
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 钢铁行业纳入碳权交易

3 月 26 日生态环境部发布了《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，标志着全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围工作正式进入实施阶段。

全国碳排放权交易市场将钢铁行业纳入覆盖范围后，其政策设计对钢铁行业原有的限产逻辑产生了根本性转变。不同于以往的行政性限产（如环保“一刀切”或产能压减指令），碳市场通过“排放成本”和“配额交易”机制，将限产压力从政府强制转向企业自主决策，这标志着钢铁行业进入市场化调节与低碳转型并行的新阶段，这意味着行政性粗钢限产的可能性显著降低，限产的执行主体从政府转向企业

对于钢铁行业，碳排放主要来自高炉炼铁环节（占全流程碳排放的 70% 以上）。假设某企业沿用高炉长流程工艺，碳排放强度为 2 吨 CO_2 /吨钢，而行业基准可能设定为 1.8 吨 CO_2 /吨钢，则其每吨钢需承担 0.2 吨的配额缺口成本。如果配额价格为 100 元/吨，每吨钢的额外成本将增加 20 元，这将显著压缩其利润空间。反之，采用电炉短流程（碳排放强度约 0.4 吨 CO_2 /吨钢）的企业可通过出售富余配额获得额外收益。这种成本差异最终会通过市场机制推动资源向低碳产能集中，限产将不再是政府强制要求，而是企业的经济理性选择。

根据《方案》的时间表，碳市场对钢铁行业的影响将分两阶段推进，不同阶段企业的限产压力与经营策略存在显著差异。

- 2024—2026 年（启动实施阶段）：这一阶段的政策设计以“软着陆”为目标。2024 年企业的免费配额与实际排放量相等，相当于政策缓冲期，企业无需额外支付成本，限产压力几乎为零。《方案》要求企业对关键参数进行月度存证，这将迫使中小型钢厂建立专业团队或借助第三方服务来满足合规要求，生产成本将再度增加，技术落后、排放强度高的企业竞争力减弱。
- 2027 年后（深化完善阶段）：随着配额总量逐步收紧，碳市场的约束力将显著增强。钢铁行业可能对标欧盟碳边境调节机制（CBAM）的标准，逐步向绝对总量控制过渡。假设行业配额总量每年缩减 2%-3%，碳排放强度高的钢厂将面临双重挤压：一方面要支付更高的配额采购成本；另一方面可能因履约困难而被限制生产许可证发放。这种环境下，限产压力将加速行业洗牌，迫使企业从单纯的生产规模竞争转向低碳技术竞赛。

《方案》特别强调，2025-2026 年行业整体配额盈亏率将控制在“基本平衡”，并通过设置调节系数上下限限制企业配额盈缺率（例如 $\pm 5\%$ ）。这意味着：**企业实际承担的碳成本有限**：即使高排放企业存在少量配额缺口，也不会因短期成本激增被迫大规模停产；**政策求稳信号明确**：避免行政限产集中实施可能引发的产业链紊乱（如 2021 年“双控”政策导致的钢材价格剧烈波动）。

2025 年后，传统意义上的粗钢“政策性限产”（政府直接要求压减产量）概率降低，未来或通过碳市的碳排放成本精准传导至企业经营，使限产逻辑从“政府强制命令”转向“企业成本驱动”。在这一机制下，高排放企业可能因经济性主动减产，而高效企业则可保持或增加产量。

2 铁水产量回升 需求持续改善

上周全国高炉与电炉产能利用率环比均有所增加。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 89.1%，环比上升 0.4 个百分点，同比提升 6.3 个百分点；91 家电炉产能利用率为 50.7%，环比上升 0.1

个百分点，同比下降 1.3 个百分点。五大品种钢材周产量为 869.5 万吨，环比增长 0.5%，同比增长 1.6%。上周长流程产量回升，日均铁水产量增加 1.0 万吨至 237.3 万吨，钢材产量增幅环比继续收窄。

库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1253.7 万吨，环比下降 2.8%，同比下降 24.8%；钢厂库存为 484.2 万吨，环比下降 2.9%，同比下降 28.2%。钢材总库存降幅扩大，环比回落 2.8%，降幅较前一周扩大 0.5 个百分点。社会库存节后已连续第四周去化，其中螺纹钢厂库与热卷社库降幅较大。

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 919.8 万吨，环比增长 1.4%，同比下降 3.7%。其中螺纹钢周表观消费为 245.3 万吨，环比增长 1.0%，同比下降 12.8%。上周五大品种钢材表需环比持续好转，热卷消费显著回升，建筑钢材成交周均值为 11.5 万吨，环比增长 9.5%。

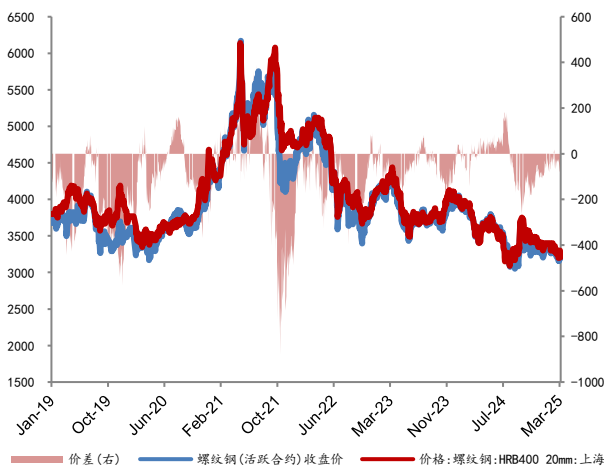
上周钢材现货价格整体变动不大，主流钢材品种即期毛利略有回落。247 家钢厂盈利率为 53.7%，环比增长 0.5 个百分点。

3 小结

当前钢材需求同比依旧较弱，但环比需求仍在处于上升期，同时宏观政策刺激不断，二者对价格有所托底。目前社库和厂库水平较低，吨钢利润尚可，铁水周度产量小幅上升，整体供需矛盾有限，短期对于钢价无需过于悲观。

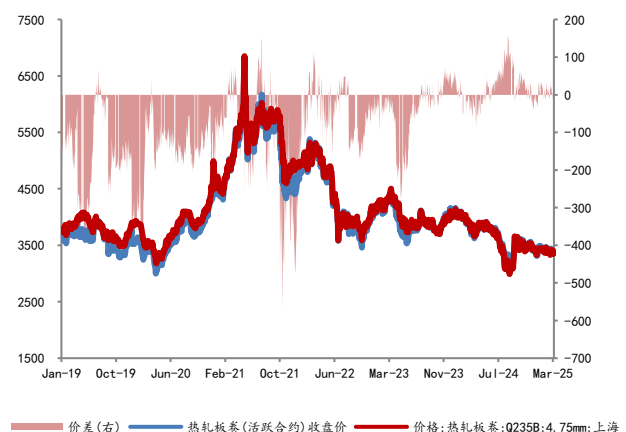
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



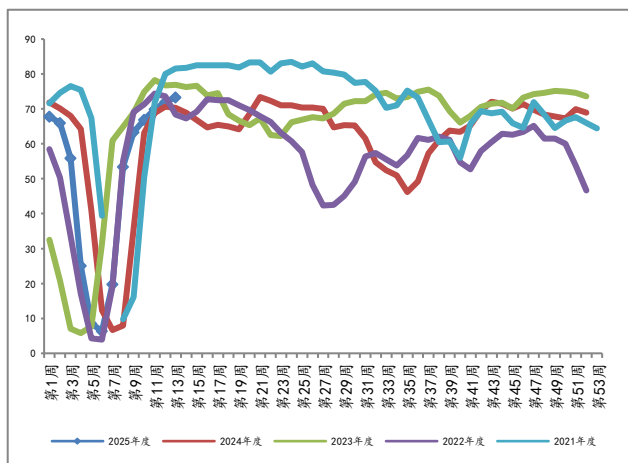
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



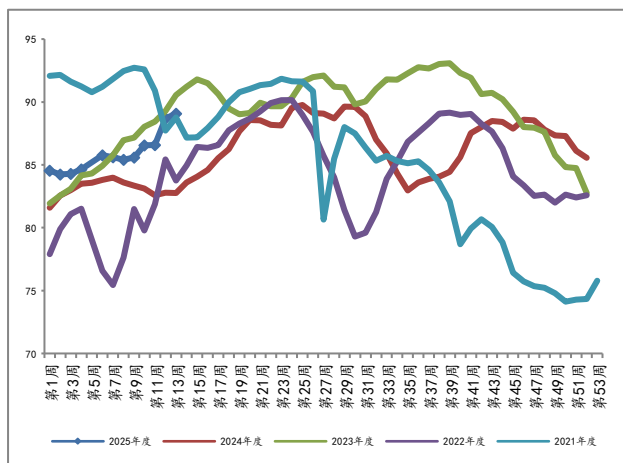
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



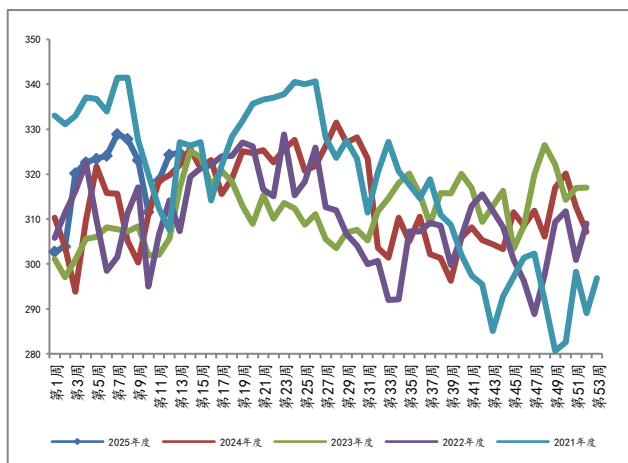
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



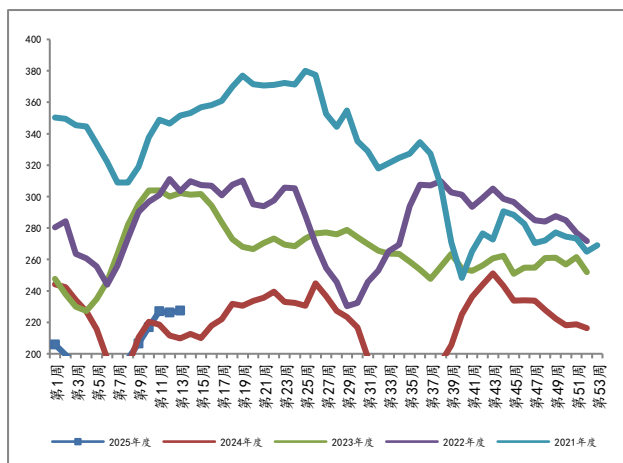
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



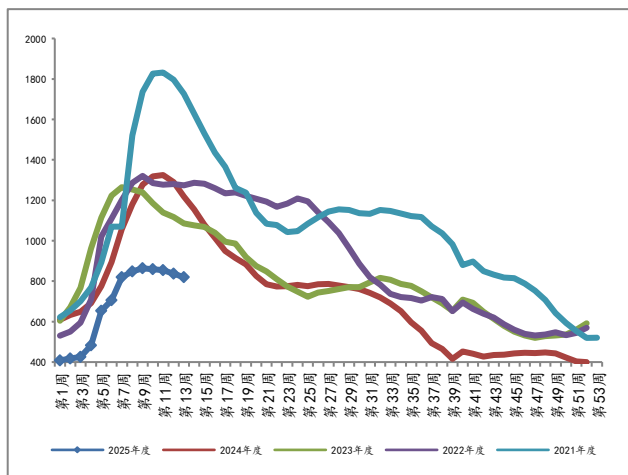
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



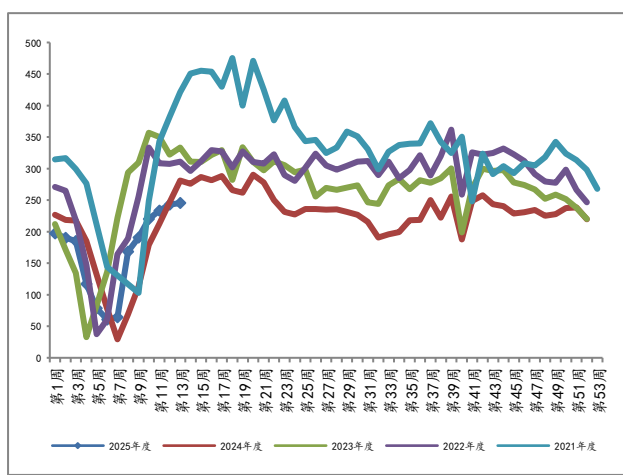
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 预期修正情绪缓解

近期，由于供应端增速预期有所修正，令市场对原油过剩的担忧有所缓解，国际油价企稳小幅反弹。

根据 IEA 和 OPEC 等权威机构最新预测，2025 年全球原油供应增量预估较前值普遍下调。IEA 预测 2025 年全球原油供应增速从上期的 176.85 万桶/日调降至 152.01 万桶/日；OPEC 报告将原油供应增速从 183.95 万桶/日调降至 167.30 万桶/日；主要原因为 OPEC+增产实际效果和俄罗斯原油回归可能皆不及预期。OPEC+七个成员国出台新的补偿性减产计划，对此前的超产行为进行抵补，部分对冲了未来的增产份额。

此外，美国对伊朗原油销售链条进行长臂管辖，自 2025 年以来伊朗对亚洲的原油出口量已较 2024 年四季度缩减近 30%。俄乌战争已经进入僵持和谈判阶段，地缘局势降温引发贸易重构回退的猜测，但近年来欧洲能源结构已经多元化，对俄罗斯原油的依赖度或难以恢复至战前高位，业界认为实际影响较为有限。

我们此前提出，油价急跌深跌后存在修复需求，但长期运行中枢下移已成既定事实。

2 OPEC 补偿此前超产

原油市场利空情绪阶段性释放后，OPEC+联盟最近公布了产量补偿计划，加上美国收紧对伊朗制裁，缓解了交易者对于供应过剩扩大的担忧。

在 4 月开始实施增产之前，OPEC+抛出新计划，要求七个成员国削减一定数量的原油供应，以抵消此前超出配额生产的部分，这相当于在 2026 年 6 月之前，每月减产 18.9-43.5 万桶左右。OPEC+到底增产还是减产似乎令人困惑，这里解释一下，增产将在未来渐进式执行，而减产是对过去未履行承诺的弥补，就是说一码归一码。举个例子，OPEC+成员国哈萨克斯坦产能持续扩张，3 月原油产量再创记录新高，该国长期不遵守减产协议，即使后期配额放宽，也要对此前的超产做出补偿。此外，美国财政部宣布对伊朗追加新的制裁措施，可能会打击运输伊朗原油的灰色渠道，从而遏制该国出口回升态势。

3 长臂管辖连带制裁

美国总统特朗普又生一计，决定对进口委内瑞拉原油的第三方国家实施连带制裁。白宫声明，自 4 月 2 日起，美国将可能对从任何直接或间接购买委内瑞拉原油的国家进口的所有商品征收 25%的关税，美国不会容忍任何第三国或其能源企业与委内瑞拉一起钻探、生产或出口原油及相关产品，任何相关实体都将受到制裁。和以往双边的贸易摩擦不同，向第三方横征关税性质较为恶劣，且并无法理依据，公然违反了《关贸总协定》等国际贸易规则。类似地，此前特朗普当局追加对伊朗原油销售实施的第四轮制裁，制裁对象意外地包括亚洲一家独立炼油厂，及其对接运输的油轮，这应该是首次明确将制裁范围扩大到下游。

美国将关税政策和长臂管辖结合运用，将直接影响到亚洲和欧洲主要经济体原油供需关系，短

期或造成中重质油品结构性紧张，长期则会损害全球能源总需求，原油市场面临的风险与日俱增。

4 美国意外淡季去库

短期美国原油库存超预期下降，配合情绪修复油价走势，但市场受多重因素影响，供需平衡仍存在不确定性。

美国能源信息署(EIA)高频数据显示，截至 3 月 21 日当周，美国商业原油库存意外下降 334.1 万桶；战略石油储备库存增加 28.6 万桶；美国汽油库存下降 144.6 万桶，取暖油库存减少 3.5 万桶，精炼油库存减少 42.1 万桶。淡季意外出现全口径的库存下降，使得 Brent 和 WTI 两大基准原油价格均应声反弹。

目前，中美炼厂多处于集中检修季，需求端数周内仍将保持疲软。但欧美炼化利润小幅回升，随着 5 月出行旺季来临，汽油消费有望迎来提振。主流机构预测全球原油需求大致持稳，这意味着市场对需求增长放缓抱有一致性预期。总体而言，原油市场在近远期多空交织下呈现复杂格局，有限反弹后仍将回归供需基本面主导。

5 市场不确定性加剧

在国际能源会议“剑桥能源周”上，标普宣称原油等行业正处于十字路口，面临着巨大的不可知性。

我们认为，美国特朗普政府一手发动的关税政策是造成国际油价剧烈波动的核心因素，由此助长了逆全球化和地缘问题等，产生的一系列连锁反应成为经济复苏和需求增长的主要挑战。美国加征关税的目标正倾向于从中国扩大到北美和欧洲的传统盟友，贸易摩擦升级在很大程度上容易导致全球经济包括美国自身出现衰退风险，而任何经济放缓甚至负增长的预期都将导致原油需求前景堪忧，这种担忧情绪已经反映到油价的下行趋势中。后期报复性的关税将导致全球贸易成本上升，进一步影响原油在内的大宗商品市场稳定性，这种复杂的相互作用使得油价波动更加难以预测。

现在原油走势不单只是下跌后的震荡整理，而且交易气氛备受打击，投机者纷纷规避风险。在特朗普政策和国际局势巨大的不确定性面前，原油投机性仓位已经转向偏空，但多空双方都在躺平，以降低犯错误的几率。

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。

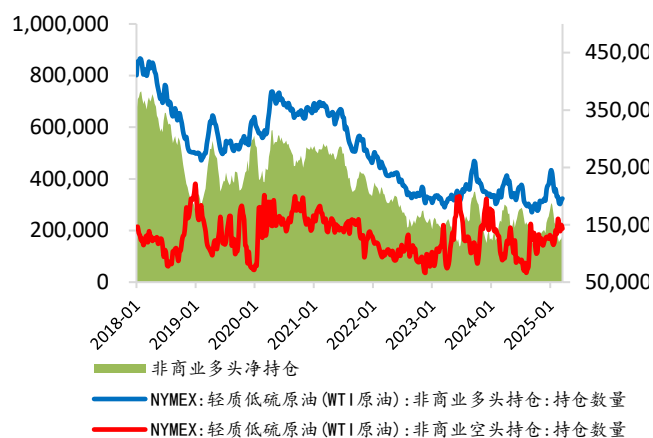
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



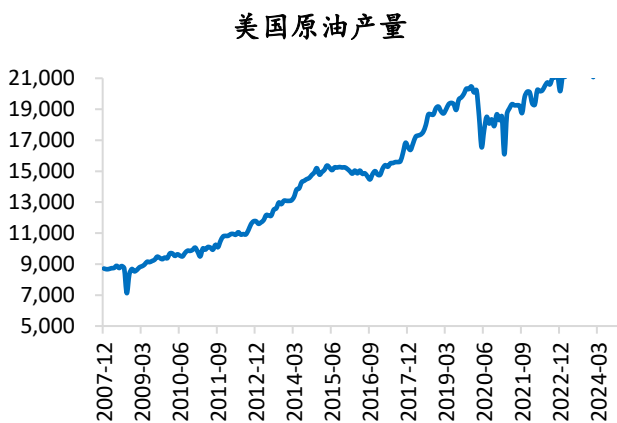
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



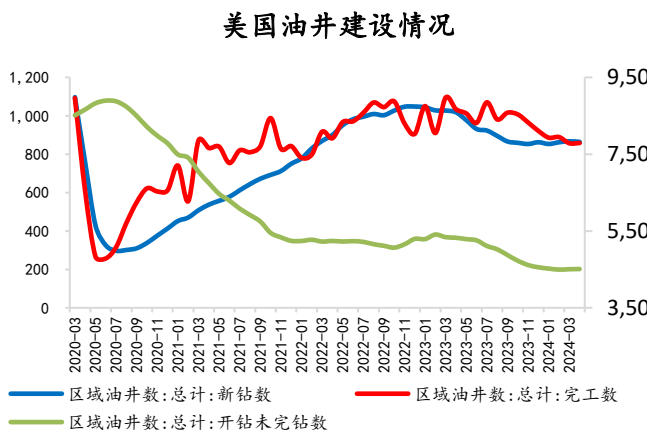
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



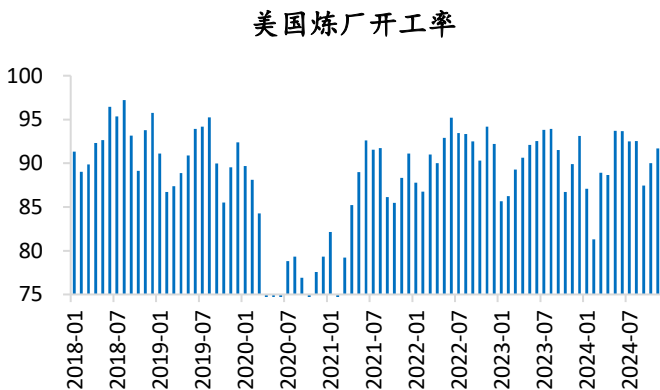
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



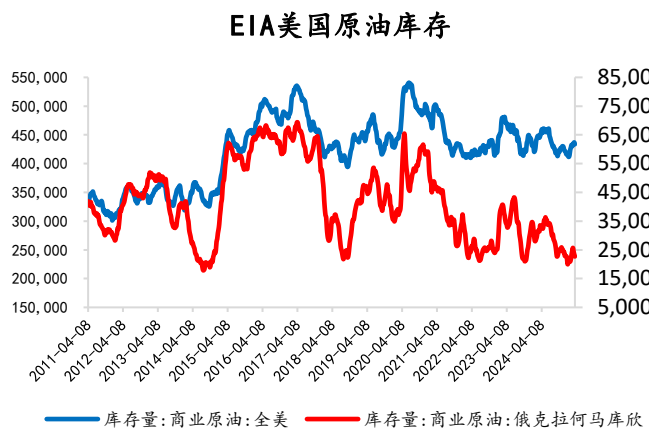
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



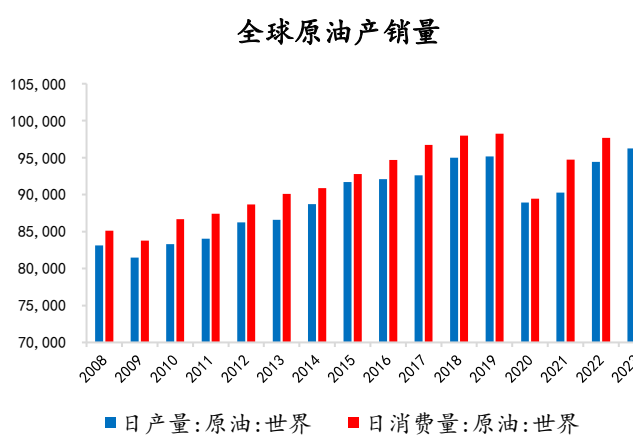
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 市场前景短空长多

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。

2 淡季偏弱压制仍存

中国海关总署公布的数据显示，2025 年 1-2 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 142.4 万吨，较上年同期的 115.5 万吨同比大幅增长 23.3%。进口量的超预期增长反映到主港的持续累库趋势上，截至 3 月中旬统计，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存量合计 59.93 万吨，环比上期增加 1.07 万吨或 1.82%；其中，保税区库存增长 6.49%至 7.07 万吨，一般贸易库存增长 1.23%至 52.86 万吨。青岛保税区天然橡胶样本仓库入库率增加 4.98 个百分点，出库率减少 1.91 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 1.58 个百分点，出库率增加 1.52 个百分点。

目前，云南版纳地区和泰国东北部迎来降雨，新季料将自北向南顺利开割，流通市场货源释放预期升温，加上主港连续数月累库，在需求恢复缓慢的情况下，季节性利空压制依然存在。

3 产区顺利开割预期

产区方面，泰国东北大部地区已进入停割期，南部处于低产季，胶水干含偏低，淡季原料价格较前期走弱。当地加工厂原料库存维持两三个月的水平，开工率在 8 成左右，订单主发中国及部分本土销售。进口胶市场报盘坚挺，然内外需求表现一般，中下游采购谨慎，观望情绪浓厚，实盘交投氛围清淡。鉴于一季度进口高峰集中，下游难以消化供应增量，导致年初以来青岛地区超预期累库。就目前来看，海内外主产区物候条件良好，新季有顺利开割甚至提前的预期。供应端正向着宽松趋势发展，如果未来天气情况正常，天然橡胶走势仍将季节性承压。

4 需求缺乏增长驱动

橡胶下游需求整体表现偏弱，轮胎行业半钢强于全钢的格局未变，厂商对原料的补库意愿较低。全半胎景气度分化的表现延续，全钢胎开工同比偏低，而半钢胎库存消化不良。截至 3 月下旬，山东地区橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷为 69.05%，较去年同期走低 1.06 个百分点；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷为 82.74%，较去年同期增长 2.74 个百分点。需求回暖不及预期的主

要原因是，终端消费增长驱动不足，轮胎企业库存压力节节攀升。

生产全钢胎对原料橡胶的消耗量远超半钢胎，去年全钢胎开工率已降至历史低位，而 2025 年以来仍同比继续走低，侧面表明基建、运输等行业周期性放缓。半钢胎尽管开工率长期处于高位，但目前成品库存也达到历史同期最高水平，且仍有继续累增的趋势，说明产业链走货并不顺畅。

当前橡胶市场形势较为复杂，但基本面整体与往年差异不大，供需季节性转向宽松的逻辑不变，青岛累库趋势或延长到需求端主动补库周期启动。

5 BR 止跌筑底企稳

丁二烯橡胶短期呈偏弱整理态势，但主要利空因素阶段性出尽。

原料方面，短期国内丁二烯货源充裕，然 3 月底至 4 月有两套丁二烯装置存检修计划，供应端存在下滑预期。截至 3 月底统计，华东港口丁二烯库存约在 3.29 万吨左右，环比上期减少 4300 吨。近期去库的原因主要是，进口货源到港数量有限，不过下游提货速度一般，仍需关注货源流转和港口库存变动情况。

丁二烯橡胶自身来看，扬子石化高顺顺丁橡胶装置重启，浩普新材料顺丁橡胶装置停车检修，浙江石化顺丁橡胶装置预计月末重启，浙江传化顺丁装置停车检修。临近月末多数贸易商为完成月度任务，令样本生产企业库存小幅下降，短期厂库累积有限。下游方面，天然橡胶价格回落降低对合成橡胶的替代性需求，轮胎厂商采购价低于预期难以形成提振。

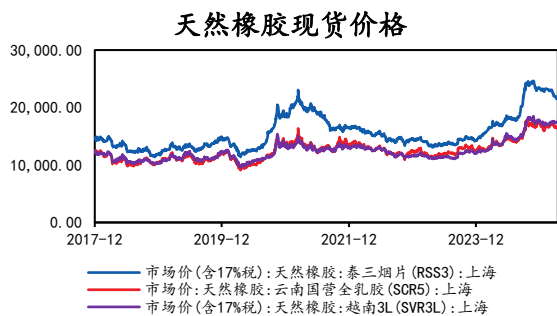
总体来看，BR 橡胶期货走势有止跌企稳迹象，但成本端上行驱动不足，预计转入弱势震荡盘整。

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。

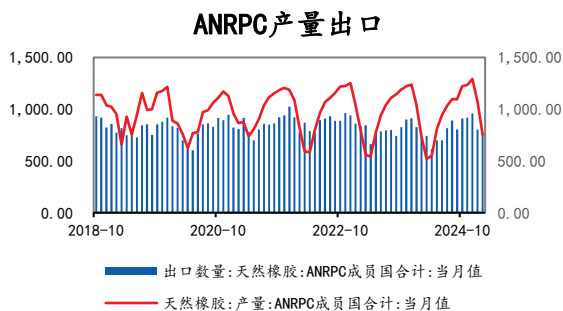
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



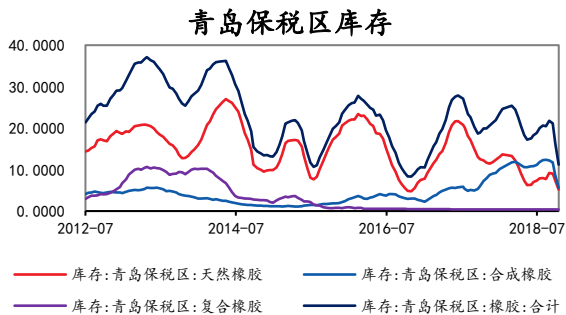
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



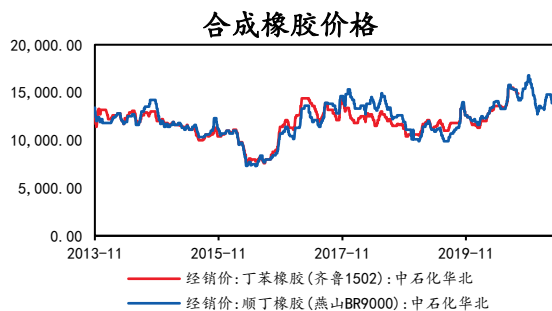
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



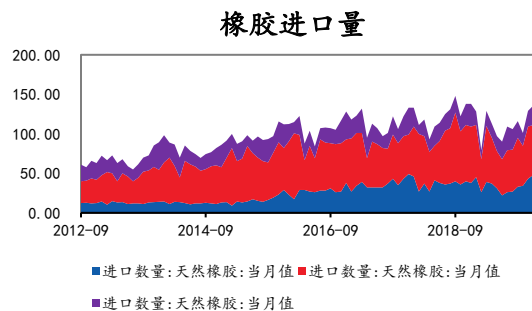
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



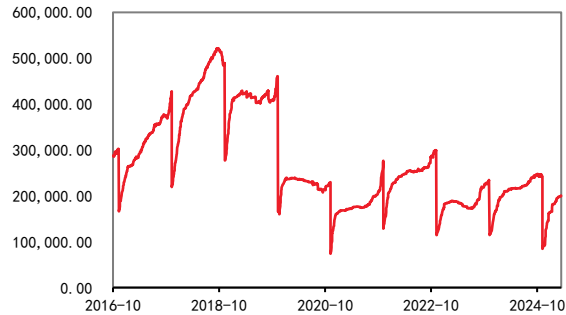
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



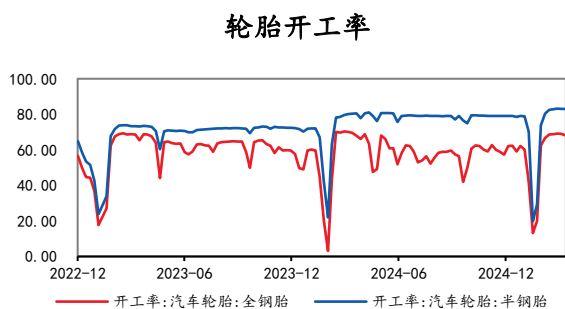
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



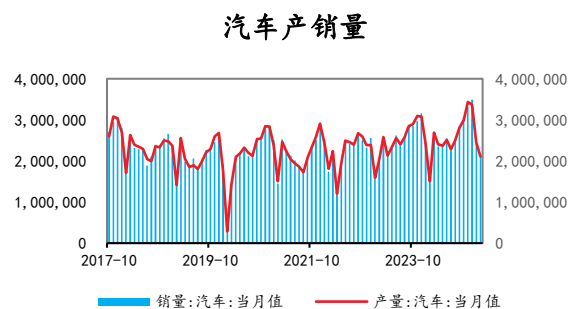
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43: 轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44: 汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：豆粕震荡回落，油脂先抑后扬

1 外部豆类市场分析

巴西大豆收割近八成，丰产压力持续兑现

巴西国家商品供应公司（Conab）公布的周度作物种植与收割报告显示，截至 3 月 23 日，巴西大豆收割率为 76.4%，高于去年同期的 66.3%。巴西大豆收割已近尾声，本年度实现创纪录产量已成定局。根据美国农业部的评估，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，对全球豆价的抑制效应非常明显。CBOT 大豆市场近期从 1100 美分附近再度滑向 1000 美分，很大程度上来自南美大豆增产压力。

巴西大豆发运节奏加快，中国即将迎来大量进口大豆

巴西全国谷物出口商协会（Anec）近日发布的报告显示，巴西 3 月大豆出口量预计将达到 1556 万吨。如果这一预测成为现实，将会比去年 3 月份的 1355 万吨增加 200 万吨。2024 年中国进口的 1 亿吨大豆中有 71% 来自巴西。随着巴西大豆出口节奏加快，中国进口大豆到港量将持续攀升。据业内机构评估，预计二季度国内进口大豆总量将突破 3100 万吨，高于去年同期进口的 2990.8 万吨。届时国内大豆供给形势将更为宽松。

美豆关键报告在即，备受市场关注

美国农业部定于 3 月 31 日公布季度库存报告和新季种植意向报告，由于种植意向报告将作为新季作物评估产量的基础，对未来行情走势较为关键，因而受关注程度更高。报告前分析机构平均预期，美国 2025 年大豆种植面积为 8376.2 万英亩，低于去年种植的 8705 万英亩，同时也低于美国农业部在二月展望论坛所预估的 8400 万英亩。从目前美豆和玉米比值以及美国对多国发起贸易战来看，美豆面积下滑的概率非常大。美豆面积报告通常会为美豆运行方向定下主基调，如果报告数据与市场预期出现较大差异，容易引发市场剧烈波动。

产量增、出口降，马来西亚棕榈油库存压力回升，印尼重提 B40 计划提振棕榈油走强

三家独立检验机构发布的数据显示，马来西亚 3 月 1-25 日棕榈油产品出口环比下降 4.23%-8.74%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，3 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比增长 5.1%。马来西亚棕榈油出口降、产量增，库存压力升高推动棕榈油价格一度回落，但印尼政府关于即使原油价格下跌也要推出 B40 政策的表态迅速改善市场看空情绪，棕榈油市场在新增需求预期提振下止跌回升。印尼如果全面实施 B40 政策，预计新增棕榈油消费 250-300 万吨，将导致可供出口的棕榈油下降，造成国际棕榈油供给紧张。

2 国内豆类市场分析

供给紧张炒作被证伪，豆粕现货承压大幅回调

从去年年底至今年 3 月初，在中国对美国大豆和加拿大菜粕加征关税以及巴西大豆发运节奏偏慢等多重因素影响下，国内豆粕市场炒作供给短缺，豆粕现货市场出现一波急涨行情，沿海多地豆粕报价累计涨幅超过 800 元/吨。随着高价抑制需求以及前两个月国内进口大豆不降反增，供应紧张炒作被证伪，全国各地豆粕现货价格出现急跌，甚至有油厂报价在两周内下跌近 400 元/吨。中国粮油商务网监测数据显示，截止 3 月 21 日，国内豆粕库存量为 75.8 万吨，周度增加 8.4 万吨。中储粮 3 月 25 日进行 16 万吨进口储备大豆拍卖，市场成交量偏低进一步佐证国内供给并不紧张。虽然期货市场跌幅相对有限，但现货市场快速释放价格泡沫，弱势效应也对

期货市场形成拖累。目前来看，豆粕基差正以现货向期货靠拢的方式收敛。

国内三大油脂库存回落，内外盘油脂保持较强联动性

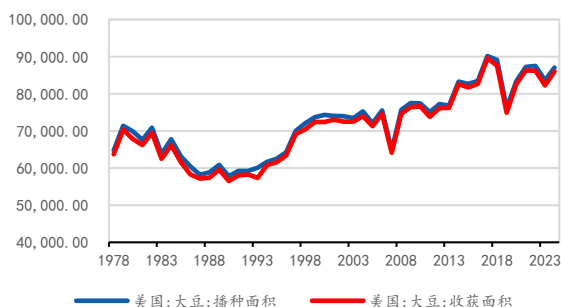
据国家粮油信息中心，上周全国菜油商业库存上升、豆油、棕榈油均下降，三大植物油商业库存整体回落。监测显示，3 月 21 日，国内三大油脂商业库存总量 203 万吨，周环比下降 6 万吨，月环比上升 2 万吨，同比上升 38 万吨。其中豆油商业库存 88 万吨，周环比下降 4 万吨，月环比下降 4 万吨，同比上升 12 万吨；菜籽油商业库存 77 万吨，周环比上升 3 万吨，月环比上升 12 万吨，同比回升 45 万吨；棕榈油商业库存 38 万吨，周环比下降 5 万吨，月环比下降 6 万吨，同比下降 19 万吨。由此可见，国内豆油和菜油库存均大幅高于去年同期，随着进口大豆供给形势好转，国内豆油市场承受的供给压力也将逐步放大。棕榈油呈现供需双弱状态，进口利润倒挂导致企业买船偏少，基本以满足国内最低刚需为主。CBOT 豆油因美国石油和生物燃料生产商已原则上同意提高可再生柴油和生物柴油的强制使用量而强势上涨，马来西亚棕榈油市场也因印尼释放 B40 政策实施信号而获得买盘提振。外部油脂走强，带动国内棕榈油进口成本大幅提升，油脂间的需求替代效应缓解豆油和菜油库存压力，两者呈现跟涨状态。

3 油脂油料市场展望

美国频繁挥舞关税大棒，对国际贸易秩序的破坏效应持续显现。随着月底美国农业部关键报告临近以及 4 月 2 日美国加征对等关税落地，新的不确定性将不时冲击全球金融市场。南美大豆产量压力兑现，天气炒作窗口将陆续关闭。豆类市场炒作题材开始从南美向北美切换，新季美豆面积将成为多空博弈的新亮点。随着巴西大豆陆续到港，国内进口大豆供给宽松局面将持续深化，豆粕现货对期货市场的弱势拖累效应不断增强。美豆面积报告在即，有可能成为影响未来行情走向的关键变量。美国和印尼的生物燃油政策再次成为焦点，需求炒作情绪升温，棕榈油买盘情绪升高，缓解了南美大豆增产对国内豆油市场形成的压力，为豆油和菜油跟涨提供支撑。黑龙江省储大豆持续拍卖，拍卖底价多低于 3600 元/吨且成交不旺，足见供应压力之大。同进口大豆相比，国产大豆缺少价格竞争优势，国产大豆油用压榨需求低迷，库存过剩导致行情积弱难返。

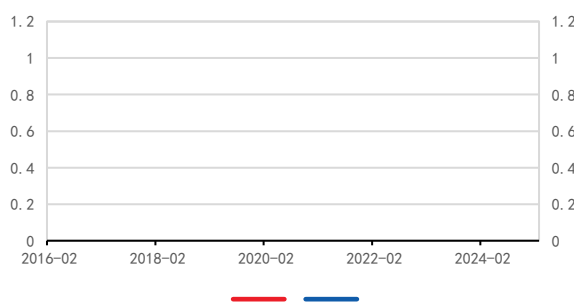
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



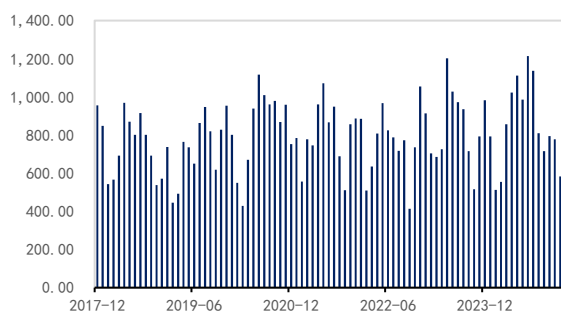
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



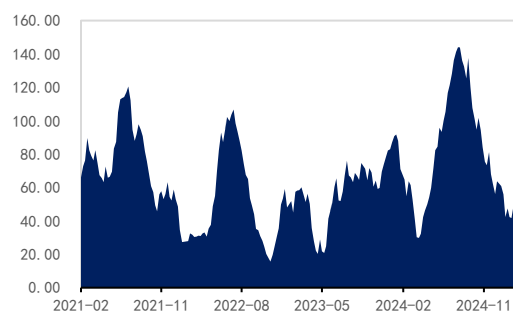
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

