

中金财富期货策略周报（2025 年第 10 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：美国关税水平超出我们预期，且对经济的影响在中期内逐渐显现，并非情绪端缓和一下就可以对冲掉。我们认为二季度经济压力较大。资产表现逻辑从“政策不确定性”滑向“衰退”。此前大类资产并未预期剧烈贸易摩擦带来的全球衰退风险，例如铜价持续上涨。特朗普讲话后，定价逻辑滑向衰退。除非特朗普的“极限施压”停止，否则短期内外围定价的工业品仍将弱势。

股指期货：关税对全球资产影响较大。美股将进入全面、趋势性下行通道；全球贸易受到加征关税冲击，叠加美国经济衰退对全球景气带来的加剧影响，预计 A 股面临的冲击也较为明显，预计蓝筹及红利类资产相对较强，中小指数有深度调整的风险。

铜：靴子落地引发全球市场不安加剧，全球风险资产震荡。2025 年进口锌精矿成交基准加工费为 80 美元/干吨，较 2024 年的 165 美元/千吨下降 52%，创历史新低，近期国内已经有冶炼厂因为加工费偏低而宣布要检修减产，海外嘉能可旗下冶炼厂 Altonorte 以及墨西哥集团 SPCC 都出现减产，日本住友下调新财年产量，供应端风险持续存在。美国经济数据趋弱、美联储鹰派立场及贸易保护主义政策引发的衰退担忧，将对铜的长期需求预期形成压制。面临不确定性仍存，铜价偏调整对待。

锌：锌矿较为宽裕，加工费上调幅度 100-300 不等。4-5 月两家大厂有望陆续放量，加上前期减产企业陆续复工，锭端仍以增量为主。下游消费旺季特征并不明显，但国内释放利好预期仍在，由于关税政策落地严苛程度大超预期，市场需要时间来消化，建议保持震荡偏弱思路对待。

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。

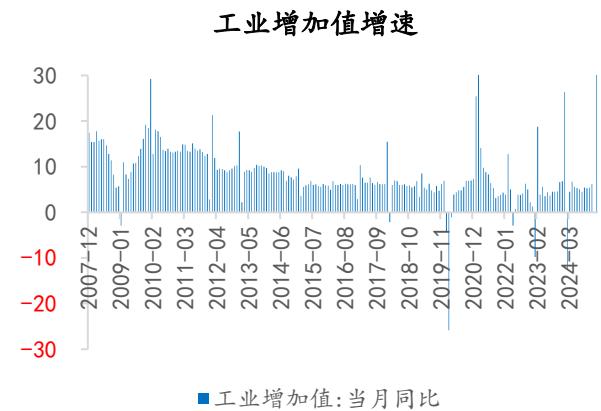
油脂油料：美国对主要贸易伙伴加征关税，必将引发相关方的反制。美国对国际贸易秩序的破坏效应将陆续显现。随着美豆面积报告落地以及新季美豆进入播种期，豆类市场关注点开始从南美向北美切换。中国对美反制措施中包含美豆的概率较大。由于美豆在中国市场份额已经降至 20% 左右，而且巴西大豆大幅增产为中国提供可靠供应保障。因此对美豆加税对国内市场的影响整体可控。产地棕榈油通常从 4 月开始进入产量旺季。机构发布的高频数据显示，马来西亚 3 月棕榈油产量环比小幅增加，出口基本持平，预计 3 月底库存止降回升会在马来西亚棕榈油局 (MPOB) 月报中得到体现。国内棕榈油供给完全依赖进口，外部油脂市场需求炒作是国内棕榈油带领油脂板块整体走强的主要原因。黑龙江省储大豆持续拍卖且底价趋稳，短期现货底部基本探明，市场抛压减弱展开反弹修正。美国对中国商品大幅加征关税，如果中国采取的反制措施包括美豆，进口大豆成本提高有助于带动国产大豆价格回升。

目录

| | |
|----------------------------|--------|
| 周度策略：美国关税，引发资本市场剧烈动荡 | - 4 - |
| 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 三月经济数据，量价或延续背离 | - 7 - |
| 3 前景不明，美联储保持定力 | - 8 - |
| 4 宏观策略 | - 9 - |
| 5 股指期货市场分析 | - 9 - |
| 铜 | - 12 - |
| 1 影响因素 | - 12 - |
| 2 结论 | - 13 - |
| 锌 | - 15 - |
| 1 锌：影响因素 | - 15 - |
| 2 总结 | - 16 - |
| 原油 | - 17 - |
| 1 特氏班底一意孤行 | - 17 - |
| 2 委内瑞拉二级关税 | - 17 - |
| 3 地缘局势再度升温 | - 17 - |
| 4 美油供应增速放缓 | - 18 - |
| 5 市场不确定性加剧 | - 18 - |
| 6 下行风险高于上行 | - 18 - |
| 7 原油期现数据 | - 19 - |
| 天然橡胶 | - 21 - |
| 1 市场前瞻短空长多 | - 21 - |
| 2 新季开割旺产预期 | - 21 - |
| 3 种植高潮影响犹存 | - 21 - |
| 4 需求缺乏增长驱动 | - 22 - |
| 5 BR 止跌筑底企稳 | - 22 - |
| 6 沪胶重拾上升大势 | - 22 - |
| 7 橡胶期现数据 | - 22 - |

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

美国制造业采购经理指数



周度策略：美国关税，引发资本市场剧烈动荡

我们在最近的三期策略中反复谈及了关税问题的影响。并专门提到了铜这种走势，“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”（参考文章《关税，仍是工业品分化的关键》）。目前以铜为代表的品种大跌，非但修正了技术性上涨，后市有望对关税战之下的经济衰退进行反馈。

美国关税对全球经济造成重大冲击

4月2日，美国宣布对贸易伙伴的关税水平，其所谓的对等关税涉及国家范围及税率均大幅超出市场预期，若全部落地，美国加权平均进口关税水平可能达到25-33%，接近、甚至超过1919年的、近代世界贸易史上的最高水平——至少特朗普政府将谈判的起点锚定于此。基于-1.2~0的进口弹性系数测算，如果对等关税落地，美国加权平均进口关税水平将上升14-23个百分点至25-33%的历史高位。

尽管特朗普声称美国所征收的是“对等关税”是各国对美关税税率的五折，但是从美国与各国互征关税的真实情况来看，这些税率的计算堪称荒诞。关税计算的随意性，体现出特朗普政府对待关税的真实态度——可能把关税当作一种工具和武器，以美国的消费体量和综合国力，来胁迫其他国家给美国输送经济利益，包括但不限于直接投资美国制造业、出让矿产、土地、港口等核心资源、支付更高的军事保护费、购买美债、购买美国商品等。这也说明了特朗普政府的主线任务较大可能在内，而不是在外。“对等关税”较大可能是新一轮混乱的开始，而不是所谓“靴子落地”的结束。关税的重点在于谈判和博弈，而不是实打实地以这些关税为前提来计算实际的经济影响。

在此如此重的关税情况下，中国出口可能面临比1季度、甚至2018-19年贸易摩擦升温期间更大压力。中国并不惧怕美国的关税政策，这本质上是最大消费国和最大制造国之间的博弈，由于产业升级和出海，中国的筹码在增加，而美国的筹码在下降。所以从更宏观的角度来看，中国只需要按照自己的节奏来发展经济、产业升级、改善民生，专注于自身的经济转型和深化改革，而不是被美国的关税政策牵着走。

关税问题后续会如何？现在又到特朗普出牌，大概率会继续加码关税，美国4月2日政策文件里写的很明确，如果反制就加码关税，如果被反制了以后美国就妥协了，其他经济体怎么想？大概率双方会继续加码关税，等到双方都感受到经济上的明显影响、都有意愿坐到谈判桌上的时候，谈判可能真的开始。

就目前关税问题的影响来看，根据情形线性推演，美国经济走弱，滞涨问题将更加明显。中国经济承压，全球生产效率下降，经济增速放缓，大宗商品价格及权益资产表现承压，固收类\红利类资产再度占优，“避险”成为主流认知。但是后续需要关注的是关税谈判情况，即美国与各国谈判情况，以及关税冲击对美国的经济影响，鉴于特朗普仍面对国内外的压力，二季度仍将是充满变数的时间点。尤其是关税导致经济增速下行，通胀上行，将会大幅增加居民的痛苦指数，在“新总统上任蜜月期”结束之后，特朗普政府支持率可能受到较大影响。中期选举如果失利，特朗普将成为跛脚总统，政令无法走出白宫，其政治主张也将全部成为一场闹剧而无法最终实现。

图表 1：特朗普对主要经济加征关税情况



资料来源：wind资讯，中金财富期货

4月流动性有望大幅改善

3月以来，央行对资金面的态度边际缓和，资金面转向均衡态势。那么，4月政府债供给有多少？流动性缺口有多大？资金面转松了么？

资金面有何变化？资金利率方面，3月短端资金利率趋于下行，资金面整体均衡偏松；流动性分层现象接近消失，R007与DR007利差处于较低位。央行操作方面，中下旬以来，央行公开市场由净回笼转为净投放，呵护税期流动性，月末央行开展4500亿元MLF操作，为去年8月以来首次超额续作，同时价格改为多重招标。长债利率方面，3月债市快速回调后企稳，10Y国债利率较2月末上行9.8BP。债券托管方面，3月债券托管规模环比增速上行，分券种看，利率债托管环比增量扩大，其中地方债继续贡献主要增量；分机构看，2月政府债券供给大幅抬升，商业银行仍是承接的主要力量。

政府债供给多少？国债方面，4月已经公布的两只附息国债发行规模较3月进一步增长，据此我们预计4月普通国债或将发行1.16万亿元，考虑1.2万亿元的到期量后，4月国债净融资规模约-455亿元。地方债方面，我们预计4月地方政府新增债和普通再融资债规模分别为3200亿元和3800亿元；特殊再融资债预计二季度将完成发行，4月发行规模在2000亿元左右，则地方债发行总规模约9000亿元，净融资规模约7360亿元。总的来看，我们预计4月国债和地方债发行分别约1.16万亿元和9000亿元，政府债合计净融资规模6900亿元。

资金面转松了么？从资金供需的角度看，在排除逆回购和MLF到期因素的情况下，预计4月流动性缺口约1100亿元，资金面压力较3月明显减轻，国债到期规模大幅抬升导致政府债净供给规模下降是主要原因。往后看，央行调控仍是重要变量，近日央行对于资金面的态度有所缓和，资金面呈现均衡偏松的态势，叠加4月资金面有利好因素存在的情况下，跨季后DR007中枢有望下行至略低于1.8%的水平。

随着中国对等关税政策的出台，流动性相关的力度将加大。央行将通过多种货币政策工具的组合运用，确保了4月份市场流动性的合理充裕。资金面在跨季后转向宽松，短期利率中枢下行，中长期流动性稳中向宽，为市场提供了稳定的资金环境。

工业品上行面临压力

美国关税水平超出我们预期，且对经济的影响在中期内逐渐显现，并非情绪端缓和一下就可以对冲掉。我们认为二季度经济压力较大。资产表现逻辑从“政策不确定性”滑向“衰退”。此前大类资产并未预期剧烈贸易摩擦带来的全球衰退风险，例如铜价持续上涨。特朗普讲话后，定价逻辑滑向衰退。除非特朗普的“极限施压”停止，否则短期内外围定价的工业品仍将弱势。

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 | 4月4日 | 美联储：关税远超预期，或持续推升通胀，美联储先观望再行动。 | 美联储的职责是保持长期通胀预期稳定，并确保一次性的物价上涨不会成为持续的通胀问题，美联储完全能够等到形势更明确，然后考虑调整政策立场 | 今年美联储降息预期大幅下降 |
| | 4月5日 | 摩根大通：全球衰退概率增至60% | 摩根大通首席经济学家分析，此轮加税的冲击预计将因贸易伙伴的报复行动、美国商业信心的下滑以及全球供应链中断等因素而被显著放大。 | 关税对全球经济的影响非常深远 |
| 数据 | 4月4日 | 2025年3月美国新增非农就业22.8万人 | 预期增加14万人 | 非农超预期，但是关税下市场情绪极度悲观。 |
| | 4月3日 | 美国3月ISM服务业PMI意外创九个月新低 | 订单增长放缓，就业重挫，价格指数仍处高位 | 美国3月挑战者企业裁员人数升至2020年5月以来最高 |
| 事件 | 4月5日 | 11箭齐发、中国反制 | 全面反制美国关税政策 | 关税问题对短期冲击很大 |

资料来源：中金财富期货研究所

2 三月经济数据，量价或延续背离

整体来看，3月基本面呈现修复态势，供需两端在政策渐次落地的影响下均有一定程度的改善，结构上生产端反弹的斜率大于需求端。3月制造业采购经理指数（PMI）录得50.5%，环比回升0.3个百分点，产需两端扩张加快，但量价阶段性背离，3月价格指数边际回落。我们预计，一季度GDP增速或达到5.1%，全年可能呈现前高中低后稳的U型走势。大类资产方面，考虑到中美关系正处于关键性转折节点，有望走向阶段性缓和，风险偏好将成为市场主线。中美小阳春或货币政策大幅宽松有望驱动我国出现股债双牛行情，但过程中可能略有反复，风险偏好的修复并非一蹴而就，我国可能在中美关系以及国内政策应对波折的考验后迎来一轮股债双牛。

预计一季度生产法GDP增速有望实现5.1%。

我们认为，3月基本面呈现修复态势，供需两端在春节错月的影响下均有一定程度的改善，结构上生产端反弹的斜率大于需求端。3月份，综合PMI产出指数为51.4%，比上月上升0.3个百分点，表明我国企业生产经营活跃度有所增强。构成综合PMI产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为52.6%和50.8%，也显示一季度GDP增速或达到5.1%，全年可能呈现前高中低后稳的U型走势。

工业稳增长助力生产开门红。

3月工业生产景气总体平稳，在工业稳增长政策支持下，一季度有望实现开门红。我们预计3月规模以上工业增加值同比增速或为5.5%，一季度规模以上工业增加值同比增速或为5.7%。

一方面，工业增长受到政策的高度重视，一季度工信部在工业经济运行座谈会中多次指出，要“坚决扛起工业稳增长的政治责任”，另一方面，工业稳增长的着力点主要在于装备制造业、高技术制造业，新型工业化转型特征显著。3月份服务业景气相对平稳，结构有所分化，生产性服务业积极，而消费性服务业有所回落。

预计3月社零同比增速+4.2%。

预计3月社会消费品零售总额同比+4.2%（前值+4%）。其一，居民出行强度正常化，城市内出行好于跨城出行，出行类、聚集类等高社交属性消费有韧性。其二，3月是传统车市旺季，各厂商密集发布新技术和新车型，叠加政策发力，预计对汽车零售构成有力支撑。其三，从房地产销售数据来看，30大中城市商品房销售面积继续回暖，但地产后周期消费修复存在一定的时滞效应，短期对地产后周期相关消费拉动仍需观察。

固定资产投资增速相对稳定，制造业和广义基建挑大梁。

预计2025年1-3月全国固定资产投资（不含农户）增速为3.6%。分领域看，预计1-3月基础设施投资同比增长5.5%，制造业投资增长9.3%，房地产开发投资下降9.7%。值得关注的是，超长期特别国债在政策端强化对设备更新的支持下，设备类投资或成为投资端增量弹性来源，预计设备工器具购置延续前期涨势。1-2月设备工器具购置投资同比增长18.0%，增速比2024年全年加快2.3个百分点，比全部投资高13.9个百分点；对全部投资增长的贡献率为62.3%，拉动全部投资增长2.6个百分点。更加重要的是，近期多家互联网科技企业公布财报并更新了未来的资本开支计划，预计各大龙头企业有望在DeepSeek横空出世的背景下加大有关AI方面的投资，因此信息传输、软件和信息技术服务业固定资产投资的弹性有望进一步释放。

3 前景不明，美联储保持定力

美国经济数据表现尚可，但是在特朗普一番操作下，市场情绪正在急剧恶化，关于近期美国经济形势，鲍威尔给出了美联储的理解。鲍威尔强调了硬数据与软数据之间的分歧，经济、就业等硬数据显示经济依然强劲，但部分信心和预期等调查数据有明显恶化。但鲍威尔一方面否定了软数据的全面恶化，另一方面否定了软数据对未来硬数据的预测意义。（1）鲍威尔表示：“消费者信心，密歇根通胀预期的上行属于异常值，与基于市场交易的长期盈亏平衡通胀以及美联储观察的其他基于多渠道调查的长期通胀预期评估相比，属于离群值。在美联储的调查中，短期通胀预期上升，但长期通胀预期相当稳定”。（2）鲍威尔表示：“调查数据与实际经济活动之间的关系并不是很紧密。很多时候，人们对经济发表了非常悲观的言论，然后出去购买新车。但我们不知道这种情况是否会发生。我们将密切关注实际数据中疲软的迹象。很多被调查者给出悲观预期的原因，不是经济没有增长，不是通货膨胀真的很高，不是失业率很高。而是因为过去几年通胀确实导致物价上涨了不少，这让他们很不高兴而已”。

经济前景的不确定性加剧，但当前美国劳动力市场表现仍然极具韧性。鲍威尔表示：“我们当前面临低解雇率、低招聘率的情况。现在看来，在过去的六、七、八个月里，这种情况已经达到平衡。就业创造水平也处于健康水平。所以总的来说，劳动力市场是平衡的”。关于近期政府的裁员政策，鲍威尔表示：“DOGE裁员政策对相关人员来说当然意义重大，对某个社区、地区或区域来说可能意义重大。但在国家层面，体量较小，这些裁员并不重要。”

关于货币政策前景，鲍威尔多次强调当前不确定性在加剧，但是当前美国的经济状况仍然给了美联储较大的决策空间，美联储仍然处在有利地位。鲍威尔表示：“目前，硬数据相当可靠。我们显然意识到了疲软的情绪数据和高度的不确定性，我们正在密切关注，我们认为现在是等待进一步明朗化之后再考虑调整政策立场的好时机。我们不需要急于调整政策立场，我们完全有条件等待更明确的信息。”

从经济周期的角度来看，货币政策转向以及特朗普在劳动力市场的“供给侧改革”（驱逐移民），将导致美国今年经济结构发生变化，服务业部门增速可能放缓，而商品部门增速将持续上行。但特朗普过去两个月超预期的关税政策给这一前景带来了不确定性。特朗普面临长期目标和短期目标之间的抉择。制造业回流等属于长期目标，而稳定通胀和最大化就业是短期目标。受到多种因素掣肘，特朗普的贸易政策反复无常，关税的影响目前更多处于“噪音阶段”，真正落地的有限，全年来看特朗普的贸易政策仍有可能是“雷声大雨点小”，美联储放缓步伐的做法十分合理。我们预计基准情形下，全球商品部门仍将复苏，只是斜率受到扰动，全年来看，海外环境不算逆风。货币政策方面，美联储无需急于行动，年内可能有2次降息，但是最早可能发生于三季度左右。

4 宏观策略

美国关税水平超出我们预期，且对经济的影响在中期内逐渐显现，并非情绪端缓和一下就可以对冲掉。我们认为二季度经济压力较大。资产表现逻辑从“政策不确定性”滑向“衰退”。此前大类资产并未预期剧烈贸易摩擦带来的全球衰退风险，例如铜价持续上涨。特朗普讲话后，定价逻辑滑向衰退。除非特朗普的“极限施压”停止，否则短期内外围定价的工业品仍将弱势。

5 股指期货市场分析

两市继续回落

上周市场延续回落，沪深300周-1.37%，上证50周-0.65%，中证500周-1.19%，中证1000周-1.04%，指数明显调整。

美股市场陷入一轮较大幅度的下跌可能性加大。由于美股整体估值处于偏高位置，且美国经济基本面问题、美债收益率曲线倒挂和特朗普政策等因素的影响，预计即使未来短期经历超跌反弹之后，美股市场仍容易出现进一步下跌。由于估值普遍偏高，标普500信息技术、非必需消费、医疗保健、工业、金融行业指数也会容易出现承压，这些行业内部有一些重要个股容易出现回调。预计即使未来短期经历超跌反弹，英伟达、微软、谷歌等重要科技股还将出现进一步下跌。由于费城半导体指数和TAMAMA科技指数占美股整体权重较大，它们的抛压也容易导致美股整体市场陷入较大幅度的下跌。

港股短期存在阶段性压力，待阶段性压力消化之后，部分资产有一些结构性上涨机会。由于港股之前上涨导致近估值有所上升，需要消化估值，叠加外围和客观因素影响，港股市场短期有阶段性压力需要消化。

关税问题对全球股市的影响较为深远

本次“对等关税”的加征力度远超市场预期，在10%的“基准关税”基础上，美国又计算了各

国对美的关税、非关税壁垒等，得到其认为的一个综合“关税”水平，按此“折半后”对那些“对美贸易逆差大”的国家进行报复式征收。举例而言，中国 34%（基于 67% 的一半进行加征，括号中的 67% 代表美国认为的中国对美收取的“综合关税水平”，下同）、欧盟 20%（39%）、越南 46%（90%）、日本 24%（46%）等等，而 10% 是一个“保底税率”，即美国测算得到的“综合关税水平”在 20% 以下的国家只需要加征 10% 的“对等关税”。并且值得注意的是，“对等关税”是在现有关税的基础上额外累加，比如中国的 34% 关税是在今年此前连续两次 10% 的基础上进一步叠加，即特朗普上任至今对华额外加征关税幅度达到 54%。综合来看，根据彭博经济测算，一系列新的“互惠关税”可能将使美国平均进口关税税率提高约 17pct 至 22% 左右。

对美贸易顺差较大的一些亚洲经济体和欧盟受到的加征力度明显偏高，包括中国大陆、越南、中国台湾、日本、韩国等在内的亚洲国家或地区及欧盟地区，或反映特朗普旨在通过关税政策达到增加财政收入，缩减贸易逆差，以及促进制造业回流的三大目标。

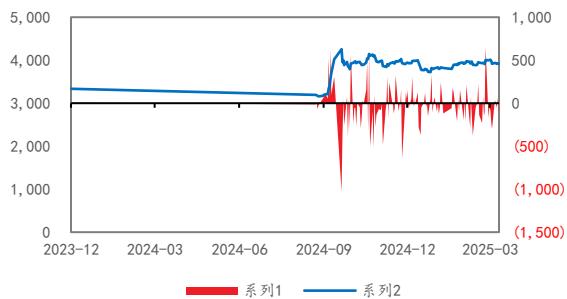
我们重申观点，参考关税 1.0 的经验，本轮特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”，从最新落地的“对等关税”情况来看，美国通胀上行风险和增长下行风险或将远胜于上一轮贸易摩擦期间，“滞胀”风险严重升温，主要基于：①更广的加征范围和更大的加征幅度已经得到印证，或将显著推升美国进口关税税率；②可能招致贸易伙伴的“报复性”关税，由此对美国经济的负面含义是更大的；③美联储降息周期受到通胀水平的“掣肘”；④高关税壁垒下，全球贸易活动收缩，经济景气下行，亦会拖累美国增长动力，具体详见报告《特朗普关税 2.0，将加速美国“衰退”与美股趋势性调整》。

关税对全球资产影响较大。美股将进入全面、趋势性下行通道；全球贸易受到加征关税冲击，叠加美国经济衰退对全球景气带来的加剧影响，预计 A 股面临的冲击也较为明显，预计蓝筹及红利类资产相对较强，注意中小指数调整的风险。

图表 8：融资融券数据图



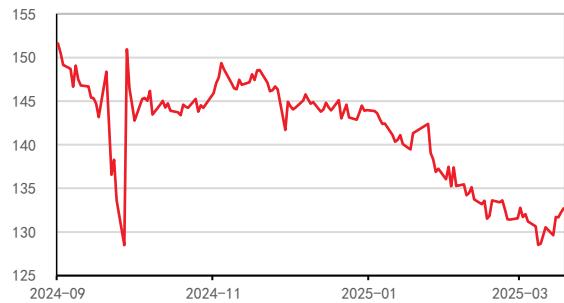
图表 9：合约持仓和市场表现



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

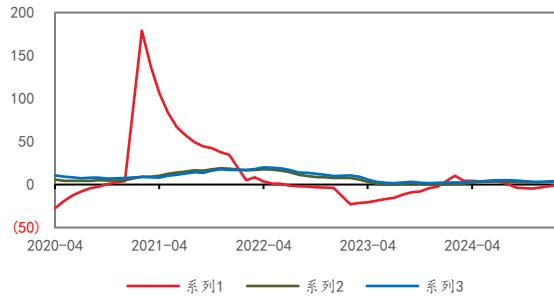
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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。二季度国内计划检修的冶炼厂数量明显增加，4-6 月均有多家冶炼厂有检修计划，根据我们推算的精炼铜产量影响，检修主要集中影响在 4 月和 5 月，不过 CRU 预测国内冶炼厂检修带来的损失将主要体现在 6 月。此外，考虑海外套利操作对精炼铜进口带来的影响将在二季度持续体现，国内精炼铜有望在二季度经历一轮收紧过程。

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%。

国内光伏市场仍处于调整阶段，不过“430”、“531”新政带来一波抢装潮。统计局数据显示 1-2 月中国太阳能电池（光伏电池）产量 8736.4 万千瓦，同比增 5.9%，增幅大幅回落；1-2 月新增装机 39.47GW，同比增 7.49%。海关数据显示 2024 年 2 月光伏组件出库量同比增 17.98%，1-2 月累计出口同比增 29.71%

关税问题成为影响当前工业品波动核心原因

美国将形成“高溢价孤岛市场”，COMEX 铜价或长期高于 LME 300-500 美元/吨，刺激南美铜

矿向美国直供，伦铜现货的紧张与升水给予了盘面支撑。

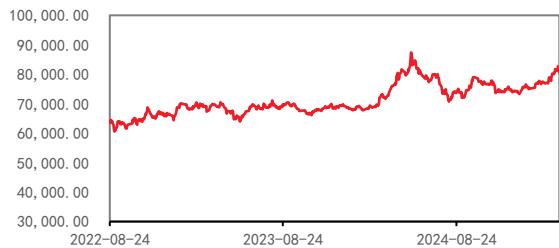
2 结论

靴子落地引发全球市场不安加剧，全球风险资产震荡。2025年进口锌精矿成交基准加工费为80美元/千吨，较2024年的165美元/千吨下降52%，创历史新低，近期国内已经有冶炼厂因为加工费偏低而宣布要检修减产，海外嘉能可旗下冶炼厂Altonorte以及墨西哥集团SPCC都出现减产，日本住友下调新财年产量，供应端风险持续存在。美国经济数据趋弱、美联储鹰派立场及贸易保护主义政策引发的衰退担忧，将对铜的长期需求预期形成压制。面临不确定性仍存，铜价偏调整对待。

3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价

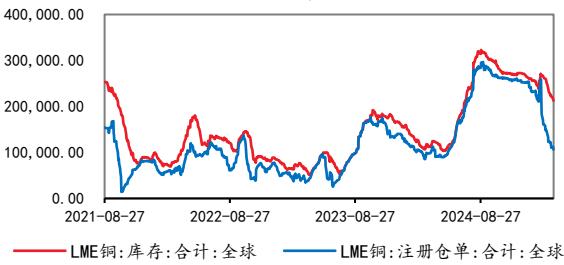
长江有色市场铜：平均价



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

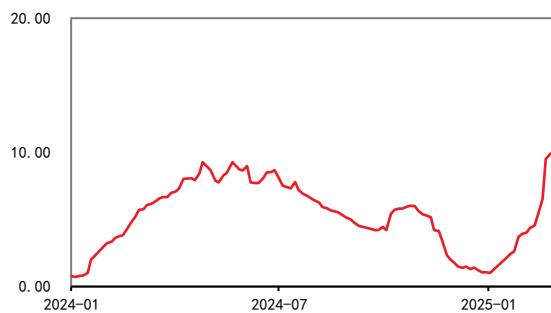
图表 14：LME 铜库存

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

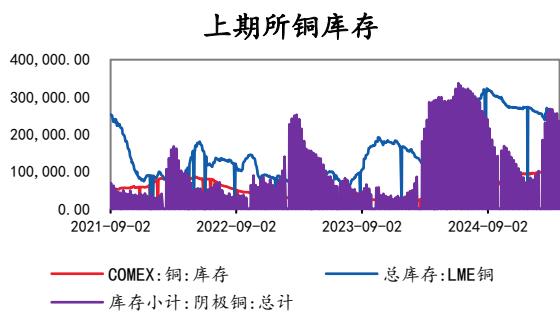
图表 15：WBMS 供需平衡

WBMS：铜供需平衡



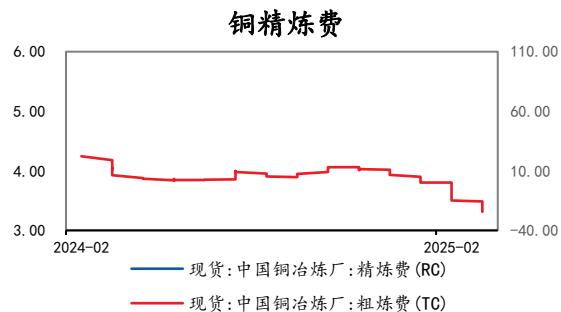
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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/干吨年度 TC，价格仍创历史新低。

3 月国内锌产量环比有上行预期。Nyrstar 因亏损将澳大利亚霍巴特锌冶炼项目产量削减 25%，年产能 26 万吨，约降低全球总供给的 0.5%。Boliden 挪威的 Odda 冶炼厂落成，锌产能增加 15 万吨，约占全球总供给 1%。湖南某地表水铊浓度异常，据悉责任企业是水泥厂，锌生产未受影响。

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，2 月汽车产销分别完成 210.3 万辆和 212.9 万辆，环比分别下降 14.1% 和 12.2%，

同比分别增长 39.6% 和 34.4%。1-2 月，汽车产销分别完成 455.3 万辆和 455.2 万辆，同比分别增长 16.2% 和 13.1%，汽车产量增速较 1 月扩大 14.5 个百分点，销量增速扩大 13.7 个百分点。

特朗普对进口汽车加征 25% 关税。特朗普于 2025 年 3 月 26 日签署行政令，宣布自 4 月 2 日起对所有进口汽车及关键零部件加征 25% 关税，4 月 3 日正式执行。该政策以“国家安全”为由实施，覆盖乘用车、轻型卡车及发动机、变速箱等零部件，并可能扩展至其他部件。经济学家警告，关税将推高汽车价格（每辆或涨数千美元），抑制消费需求并加剧通胀压力，可能引发行业裁员。

2 总结

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



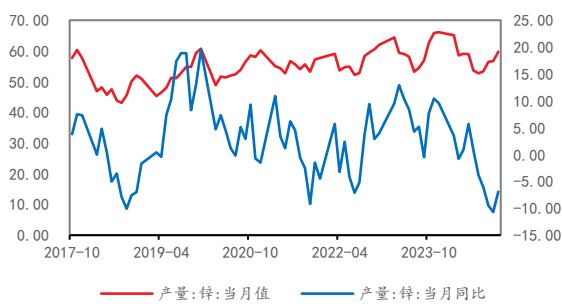
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

原油

1 特氏班底一意孤行

纵观特朗普班子的一系列政策组合，包括大力推动传统能源增产，对主要贸易伙伴加征关税，以及寻求弱美元等目标，从供需两端对原油市场形成双重挤压效应。

3月美联储 FOMC 会议决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，并放缓缩表步伐，此举表明对经济前景的不确定性持谨慎态度。美联储主席鲍威尔首次明确提及，“关税对通胀的影响显著”，委婉批评特朗普的贸易保护不利于控制通胀，进而阻碍未来美联储的降息节奏，这种矛盾性的政策环境加剧了市场对经济放缓和出现滞胀的担忧。美联储将 2025 年美国 GDP 增速预期从 2.1% 下调至 1.7%，核心 PCE 通胀预期上调至 2.8%，市场对美国经济衰退预期强化，长期抑制原油在内的总需求。

从宏观层面来看，特朗普政府的行径导致原油供需失衡与政策矛盾进一步凸显，在当前错综复杂的市场条件下，国际油价整体面临下行压力。

2 委内瑞拉二级关税

原油供应端增减预期并存，在主要产油国产能释放的同时，美国制裁升级冲击局部供需结构。特朗普对委内瑞拉的制裁收紧，美国宣布对进口委内瑞拉原油的国家加征 25% 关税，将于 4 月 2 日起生效，该政策直接冲击委内瑞拉主要出口市场。OPEC 统计数据显示，2017 年制裁前委内瑞拉原油产量曾有 191.4 万桶/日，受制裁影响到 2019 年降至 79.3 万桶/日，此后缓慢回升至 2024 年的 85.8 万桶/日。Kpler 统计显示，当前委内瑞拉原油出口量为 77 万桶/日，若美国制裁持续扩大将使其再度下滑，并给局部市场造成一定的结构性供应缺口。

此前拜登当局颁发的豁免经营许可即将到期，特朗普要求美国石化企业撤离委内瑞拉市场，雪佛龙等公司被迫调整业务，导致委内瑞拉港口石油装载效率下降，引发对供应链安全的担忧。美国制裁和关税层层加码表明，地缘政治博弈风险呈现长期化，为原油市场增添更多不确定性，委内瑞拉马瑞原油进口还特别关系到国内地炼沥青原料来源的稳定性。

3 地缘局势再度升温

国际原油市场受基本面、宏观预期和地缘政治多重因素影响，当前市场对俄罗斯和伊朗供应风险的担忧情绪加剧。据外媒报道称，特朗普表示对俄罗斯总统普京感到“非常生气”，如果莫斯科方面拒绝与乌克兰停火，将考虑对俄罗斯原油买家征收二级关税，税率将在 25%-50% 之间。另一方面，特朗普威胁如果伊朗未能与美国达成新的核协议，将对伊朗原油同样征收二级关税，甚至在关键航道拦截伊朗油轮，以军事手段打击伊朗原油供应链。

市场正在权衡供应中断和需求低迷两者影响孰大，按照我们的经验，短期地缘题材炒作易占据上风，但原油基本面依然表现乏力，关税利空宏观经济和大消费，在风险资产偏好低迷的背景下，油价最终可能仍将屈服于需求堪忧。

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 美油供应增速放缓

近年来，以美国为代表的非 OPEC+产油国保持高增长，但上半年或对增速预期存在一定修正。综合 EIA 和油服等行业数据，近期美国原油产量止步不前，创历史新高后回落至 1360 万桶/日以下，活跃钻机数量回升趋势遇冷。

我们推测其主要原因是，美国页岩油企业对成本利润保持较高敏感度，此前 WTI 原油一度调整到 65 美元，考验部分小生产商的盈亏平衡线。美国原油产量在 1300-1400 万桶/日的量级上保持平稳，表明后续增产潜力不足，难以复制 2016-2019 年的扩张。油价重心随着供需宽松而下移，反过来对企业资本支出形成约束，令页岩油行业转入温和发展模式。另外，美国能源部表示准备取消此前的战略石油储备（SPR）出售计划，并筹集至多 200 亿美元资金将其回补到最大容量，一定程度上改善了供应过剩的预期。

然而，OPEC 传闻 5 月继续渐进式增产，俄罗斯海运原油出口量仍保持高位，非 OPEC+ 的巴西和圭亚那原油新项目集中在下半年投产，油价中长期仍面临下行压力。

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

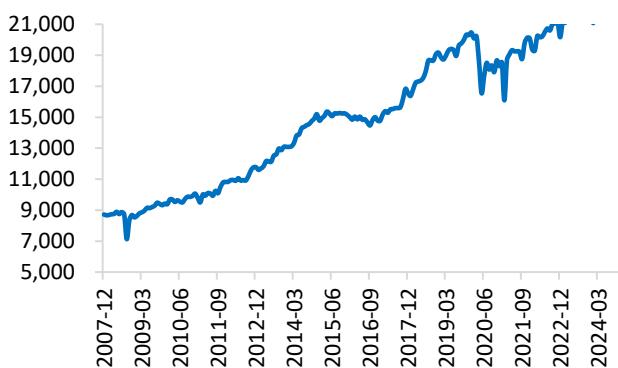
图表 22：国际原油期货价格



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

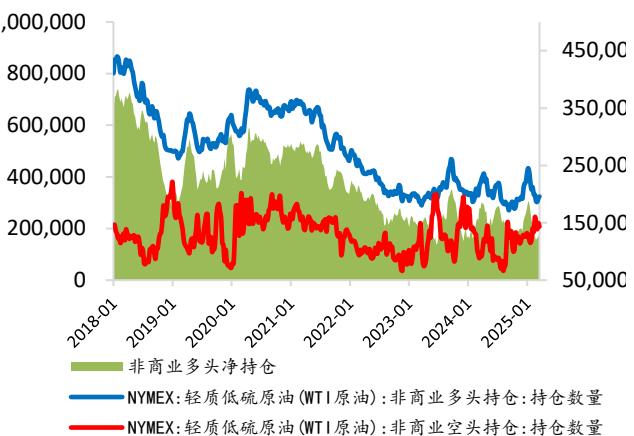
图表 24：美国原油产量

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 23：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

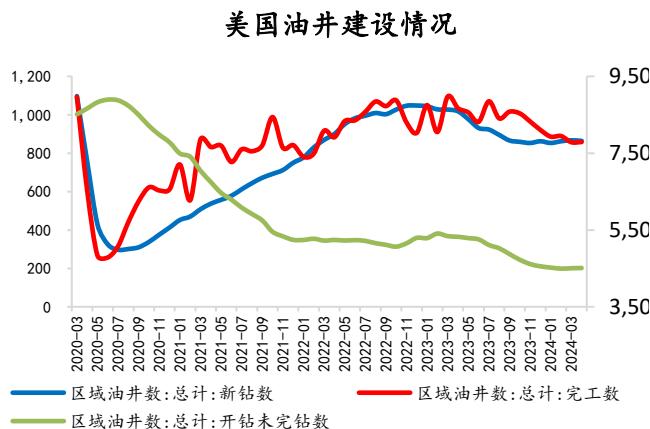
图表 25：沙特原油产量

沙特原油产量



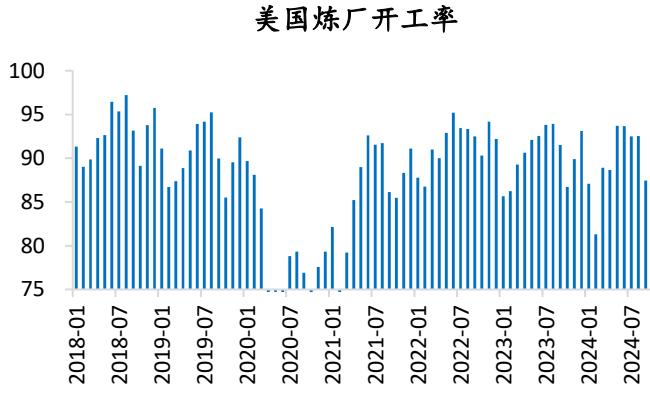
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



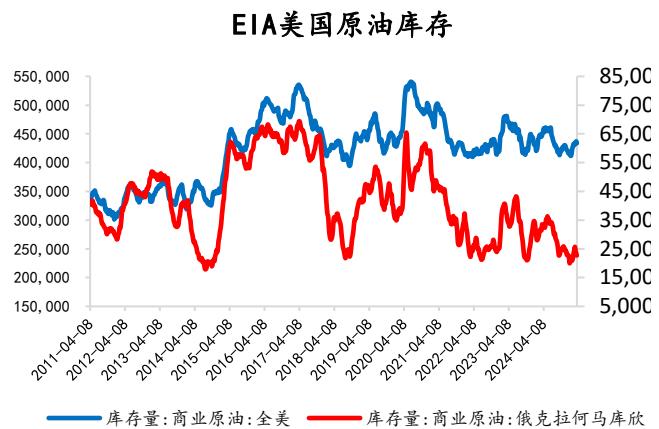
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：美国炼厂开工率



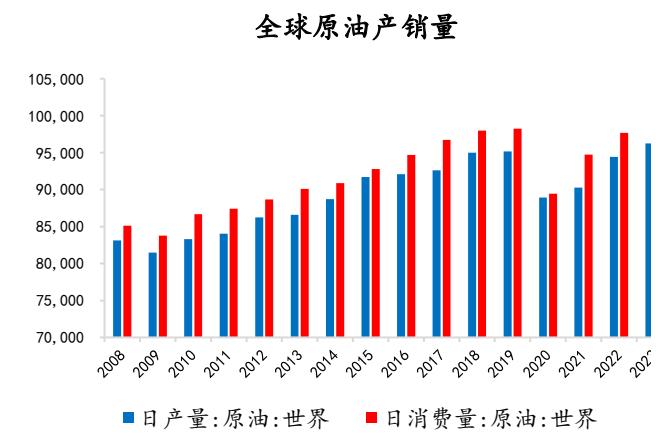
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：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 市场前瞻短空长多

根据 ANRPC 最新发布的月度报告：2月全球天然橡胶产量估计为 94.5 万吨，同比减少 4.2%，环比大幅下降 29.2%；2月全球天然橡胶消费量估计为 118.7 万吨，同比增加 1.6%，环比减少 3.3%。ANRPC 预测：2025 年全球天然橡胶产量预计增加 0.4% 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+5.6%、其他国家+3.5%。2025 年全球天然橡胶消费量预计增加 1.7% 至 1562.5 万吨；其中，中国+2.5%、印度+3.4%、泰国+6.1%、印尼-7%、马来西亚+2.6%、越南+1.5%、其他国家+2.5%。

从报告中不难看出，天然橡胶传统产出国和消费国似乎正在发生某种“对调”：泰国产量增速已经历史性见顶，同为 ITRC 的印尼和马来西亚则录得明显的负增长，而重度依赖进口的中国、印度正在提高本国产量；另一方面，在中国下游需求增长放缓的同时，泰国、马来西亚等利用产地原料优势，努力向产业链下游工业化转型。整体而言，今年天然橡胶市场季节性波动依然较大，年中前后低点或仍未到来。

2 新季开割旺产预期

目前，全球天然橡胶整体处于低产淡季，泰国原料价格中高位稳定，即将自北向南逐渐启动新一轮割胶周期。

上游方面，3月下旬云南版纳地区已经开割，泰国东北部分区域近期试割，越南、海南等地停割等待新季。随着海内外开割区域扩大，原料胶水正常释放，新一年旺产预期较强。中游方面，青岛地区天然橡胶总库存继续上升至 60.23 万吨，保税区和一般贸易仓库均继续累库。需要重视的问题是，上一季船货进口到港的滞后效应，和新胶上市可能会无缝衔接，导致青岛地区出现超长累库周期。

综上，在增产预期和累库节奏没有改变的情况下，上中游供应压力制约沪胶价格走势，现阶段表现偏弱符合季节特征。不过 NR 仓单仍保持较低水平，且原料成本支撑犹存，考虑到大周期的回升趋势，我们主打逢低位布局远月多单思路。

3 种植高潮影响犹存

近期天然橡胶盘面大幅走跌，主要是基于新季开割顺利，供应迅速上量的预期。

产业调研证实，东南产胶国的确存在大量砍伐橡胶树改种棕榈、榴莲等经济作物的现象，然而 2010-2012 年橡胶树种植高潮的影响并未结束，这一轮产能扩张周期具有很强的长尾效应。自 2019 年以来，全球天然橡胶产量边际增长趋于停滞，其核心原因一是胶价低迷，二是天气扰动。

在 2011 年触及历史高点后，天然橡胶及其原料收购价格进入长达十年的下跌通道，胶农割胶辛苦而获利微薄，生产积极性低迷令单产下滑。受厄尔尼诺-拉尼娜气象周期影响，海内外产区频繁遭遇干旱、暴雨、台风、洪涝等极端气候，加上白粉病和真菌性落叶病，导致阶段性减产频发。近一年多以来，天然橡胶价格重心显著回升，且新季物候条件良好，胶农割胶意愿改善，

高产能基数下产量增长容易兑现，因而给期现市场带来沉重的压力。

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，天然橡胶价格回落后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。

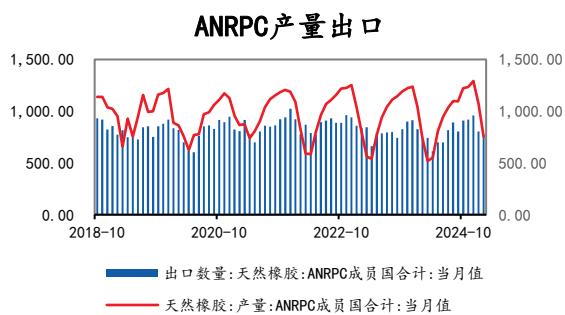
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



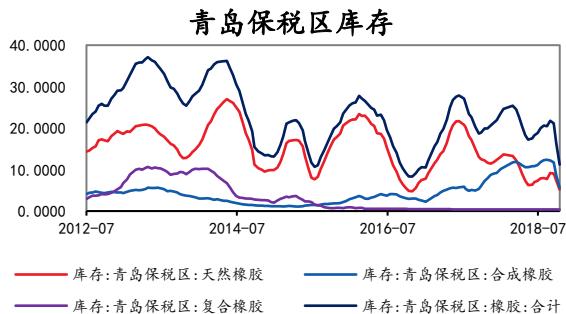
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31: ANRPC 产量出口



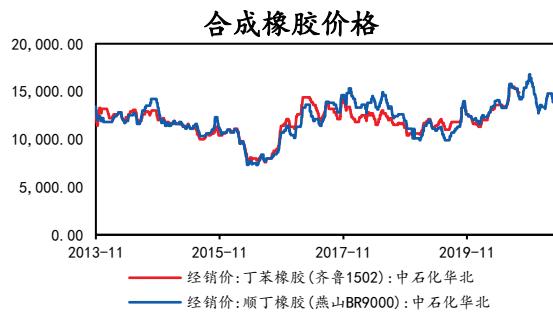
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33: 青岛保税区库存



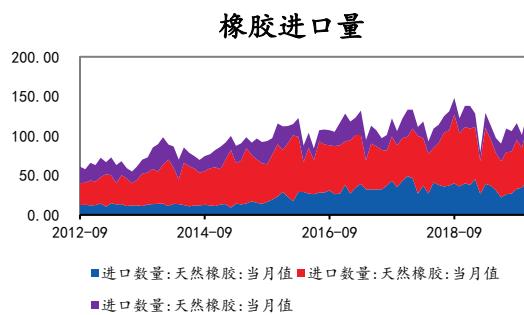
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30: 合成橡胶价格



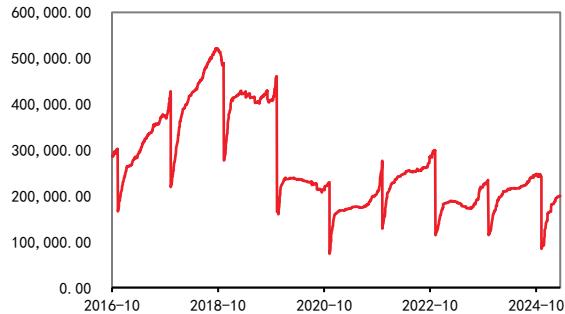
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32: 橡胶进口量



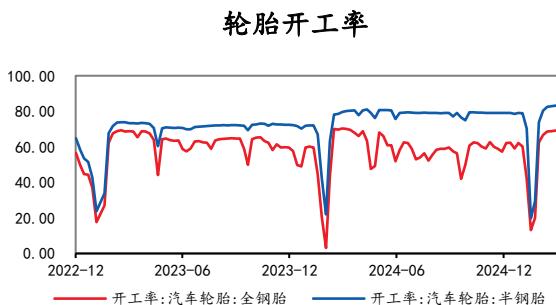
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34: 上期所注册仓单

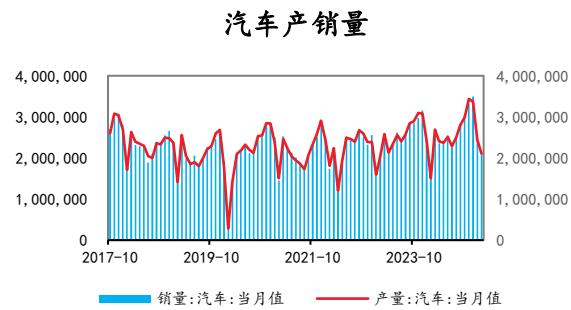


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：轮胎开工率



图表 36：汽车产销量



油脂油料：美国生物燃料需求炒作升温，棕榈油市场强势反弹

1 外部豆类市场分析

美国生物质柴油政策利好，CBOT 豆油强势大涨

近日，美国政府推动石油巨头与生物燃料制造商协商，旨在稳定美国可再生燃料标准（RFS）的实施，该标准要求将数十亿加仑玉米乙醇及其他生物燃料掺入燃料供应。有媒体报道称，在美国政府的推动下，初步会谈结果显示，豆油在生物柴油行业的需求有望大幅提高。市场预计，如果新的生物燃料协议最终达成，美国生物质柴油掺混量可能提升到 55 亿至 57.5 亿加仑，远高于当前 33.5 亿加仑的配额。受此利多题材刺激，CBOT 豆油市场闻风大涨，自 3 月 27 日低点强势反弹，四个交易内累计最大涨幅超过 12%，并带动全球植物油市场整体反弹。

原油触底反弹，强化印尼 B40 政策落地前景

印尼政府原本计划于 2025 年年初推行 B40 政策，但受各种因素干扰，B40 计划未能如期展开。随后，印尼为 B40 计划设置了约一个半月的过渡期，在过渡期结束后，B40 政策仍未有效落地。近日，印尼政府采取提高棕榈油出口税费的方式，以确保有足够的资金补贴 B40，并表示即使原油价格下跌，也要推行 B40 政策。随着原油价格触底回升，市场对印尼 B40 政策落地的信心进一步增强。按照印尼生物燃料生产商协会去年估计，B40 政策实施后，用于生物柴油生产的棕榈油年用量有望较 B35 政策高出 290 万吨。印尼国内棕榈油需求增加，将挤占该国棕榈油出口份额，可以说印尼 B40 计划是导致 2024 年棕榈油价格出现超涨的主要内因。

新季美豆播种面积下滑，巴西大豆收割过八成

美国农业部于 3 月 31 日公布新年度作物种植意向报告，预计美国 2025 年大豆种植面积为 8349.5 万英亩，略低于报告前市场预估的 8376.2 万英亩，去年美豆种植面积为 8705 万英亩。2025 年美豆播种面积基本符合市场预期，来自南美实实在在的供应压力削弱了美豆面积下滑对市场的提振效果。机构发布的数据显示，目前巴西大豆收割已过八成，阿根廷大豆即将拉开收割大幕。南美天气窗口逐渐关闭，豆类市场的关注点由南美向北美切换。巴西全国谷物出口商协会（Anec）公布的数据显示，巴西 3 月大豆出口量达到 1609 万吨，创下月度出口量的新纪录。

2 国内豆类市场分析

中美关税战再升温，中方反制措施中包含美豆的概率较大

4 月 3 日凌晨，美国对全球征收 10% 的基准关税，并对美国贸易逆差最高国家征收额外关税，其中对中国征收 34%。叠加此前美国对中国已加征的 20% 关税，意味着从 4 月 9 号起执行 54% 的关税政策。面对美国的无理打压，中国必将对美国采取反制措施。中国是美国大豆出口的第一大市场，中方对美反制措施中包含美国大豆的概率较大。受此影响，中国进口大豆需求将继续向巴西转移。对于国内进口大豆成本，一方面因 CBOT 大豆承压回落而下降，另一方面可能因巴西大豆升贴水报价上涨而走强。整体来看，巴西大豆基本实现丰产预期，宽松的供应条件有助于对冲中美贸易战对国内大豆供应的影响。关税战成为豆粕市场关注的重点。由于二季度巴西大豆买船基本完成，国内近月豆粕市场受影响程度可控，中方反制措施对远期豆粕市场影响更大。

国内三大油脂库存回落，内外盘油脂保持较强联动性

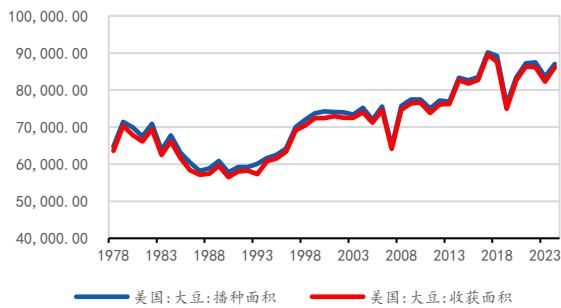
中国粮油商务网监测数据显示，上周国内三大油脂库存均有回落。截至3月28日当周，国内三大油脂商业库存总量195万吨，周环比下降8万吨。其中，全国重点地区棕榈油商业库存36.87万吨，环比减少5.05%。国内豆油与棕榈油价格长时间倒挂，豆油已对棕榈油大量替代。棕榈油库存维持偏低水平，基本限于刚需。目前国内企业棕榈油买船不积极，棕榈油库存重建周期持续延后。随着进口巴西大豆连续到港，二季度国内进口大豆供给将达到高峰期，供应压力对豆油市场的影响逐渐加强。

3 油脂油料市场展望

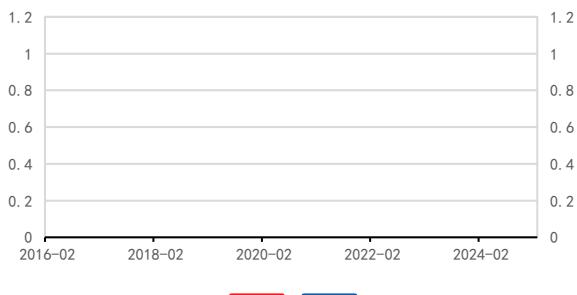
美国对主要贸易伙伴加征关税，必将引发相关方的反制。美国对国际贸易秩序的破坏效应将陆续显现。随着美豆面积报告落地以及新季美豆进入播种期，豆类市场关注点开始从南美向北美切换。中国对美反制措施中包含美豆的概率较大。由于美豆在中国市场份额已经降至20%左右，而且巴西大豆大幅增产为中国提供可靠供应保障。因此对美豆加税对国内市场的影响整体可控。产地棕榈油通常从4月开始进入产量旺季。机构发布的高频数据显示，马来西亚3月棕榈油产量环比小幅增加，出口基本持平，预计3月底库存止降回升会在马来西亚棕榈油局（MPOB）月报中得到体现。国内棕榈油供给完全依赖进口，外部油脂市场需求炒作是国内棕榈油带领油脂板块整体走强的主要原因。黑龙江省储大豆持续拍卖且底价趋稳，短期现货底部基本探明，市场抛压减弱展开反弹修正。美国对中国商品大幅加征关税，如果中国采取的反制措施包括美豆，进口大豆成本提高有助于带动国产大豆价格回升。

4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



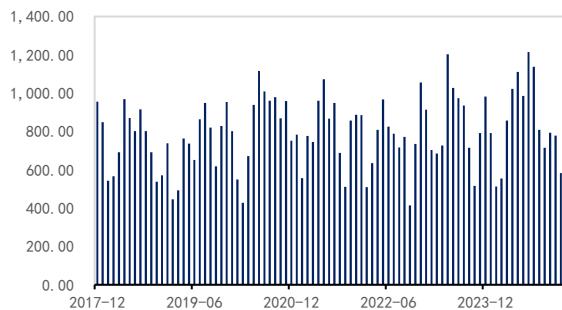
图表 38：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

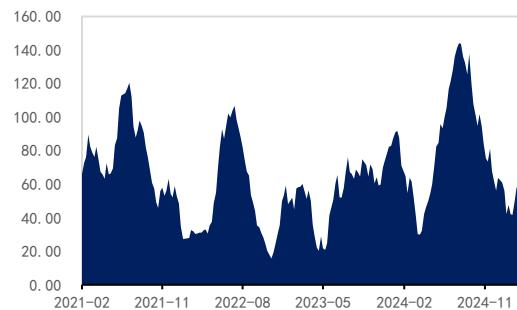
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：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 40：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