

中金财富期货策略周报（2025年第11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：关税问题对资产价格的影响仍较为明显，这种反复的消息刺激仍会牵动市场。如果市场将注意力过度聚焦于4月9日美国宣布的豁免期内税率大幅低于预期（仅10%），那么市场还是相对忽略了未来90天内关税博弈的曲折以及90天之后可能的关税变盘。因此，市场需要更理性客观评估本轮由美国发起的关税博弈，未来路径并不平坦。

股指期货：支持市场中枢稳定的因素是“平准基金横空出世”：A股资金负循环风险已可以基本排除，后续磨底进程大概率是一个向下有底的横盘震荡市。

铜：市场对关税政策及经济不确定性的交易笼罩铜市行情。供应减产预期仍在，加工费已跌至-26.4美元/干吨，负加工费问题未来仍有可能再被市场交易，1-3月累计产量同比增加27.45万吨，增幅为9.4%。铜价下跌使得铜制品的价格竞争力增强，刺激了下游企业对铜的消费。近期铜金融属性显现，成为关税变动与政策预期的晴雨表。铜价超跌后将有修复需求，尤其是我国在需求方面的表现富有韧性。目前铜盘面主要交易宏观经济衰退的预期，行情偏离基本面，预计宏观利空情绪消化后，行情回归供需偏紧逻辑，目前仍需继续关注铜关税走向。

锌：全球贸易战下全球经济下行预期，悲观情绪蔓延，锌价破位下跌。TC持续回升，锌市成本端支撑减弱，锭端供给增量趋势较强。下游加速补库，现货升水上行，社库去库超预期，加上LME注册仓单在上月集中注销，全球低库存下对锌价仍有较强支撑。关税的反制及谈判仍在继续，预计锌价波动仍将加大。

原油：我们初步认为，原油市场主要趋势进入熊市下行周期，且伴随着波动性加剧的特征。美国发动贸易战是全球经济格局的重塑，OPEC+启动价格战是产业竞争格局的重塑，中东局部热战是地缘政治格局的重塑，此刻国际原油很可能处于价值重估的开端，市场参与者需要重新考量宏观经济、国际局势、供需关系的变化，未来原油市场风高浪险或成为新常态。

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，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。

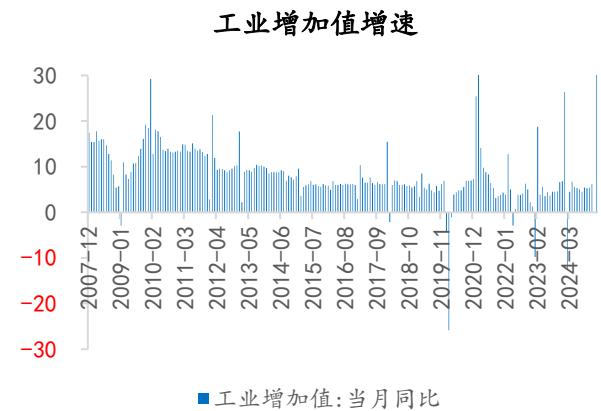
油脂油料：受中美贸易战升级影响，国内市场对进口大豆的供给担忧情绪将主导市场，从而推动豆粕市场上涨。目前美豆出口已处淡季，剩余未发运量较低，巴西大豆是国内供应的主力军。随着巴西大豆收割工作基本结束以及发运速度加快，国内将迎来进口大豆到港高峰期。预计二季度进口大豆到港总量将突破3100万吨，完全可以满足国内近端供应。整体来看，近期粕类期货市场因供给缺口担忧出现上涨行情，但随着中远期替代方案逐步落实以及市场炒作情绪降温，豆粕市场有望回归理性，出现超预期大幅上涨的概率不大。产地棕榈油提前进入产量旺季，原油下跌削弱棕榈油生柴需求炒作。国内棕榈油受供给端影响，围绕进口成本弱势震荡。豆油和菜油因经济下行压力增加而反弹乏力。黑龙江省储大豆拍卖基本完成，后期供应偏紧预期升温，产区带动销区大豆价格回升。国产大豆主要用于食用，同进口大豆相比缺少油用压榨竞争力。随着本周豆一期货强势上涨，内外大豆价差大幅走扩，缺少需求提振的国产大豆将难以长时间保持高位运行。

目录

周度策略：对等关税的“事件性驱动”仍然明显.....	- 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 6 -
2 关税博弈和宏观对冲政策	- 6 -
3 美债利率无序上升的必然性	- 7 -
4 宏观策略.....	- 8 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
铜.....	- 10 -
1 影响因素	- 10 -
2 结论.....	- 11 -
锌.....	- 13 -
1 锌：影响因素	- 13 -
2 总结.....	- 14 -
原油	- 15 -
1 全球贸易风雨飘摇	- 15 -
2 关税直接影响有限	- 15 -
3 能源需求冲击巨大	- 15 -
4 OPEC 转向战略增产	- 15 -
5 做好防御应对异变	- 16 -
6 价值重估风高浪险	- 16 -
7 原油期现数据	- 16 -
天然橡胶.....	- 19 -
1 市场前瞻短空长多	- 19 -
2 轮胎出口影响有限	- 19 -
3 短期金融属性错杀	- 19 -
4 自身供需季节偏弱	- 20 -
5 商业收储平抑波动	- 20 -
6 沪胶重拾上升大势	- 20 -
7 橡胶期现数据	- 20 -
油脂油料：中美贸易战升级，国内豆类市场剧烈震荡	- 24 -
1 外部豆类市场分析.....	- 24 -
2 国内豆类市场分析.....	- 24 -
3 油脂油料市场展望	- 25 -
4 油脂油料市场主要数据	- 25 -

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



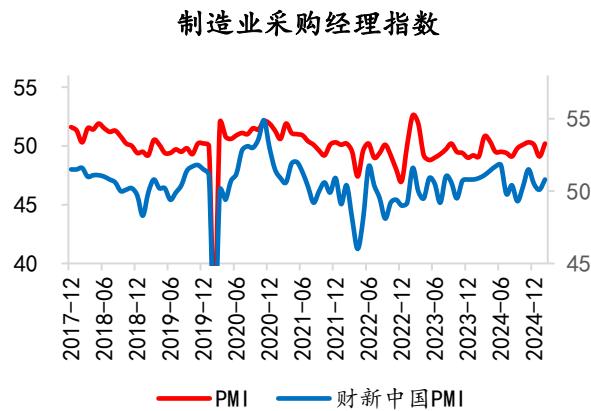
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



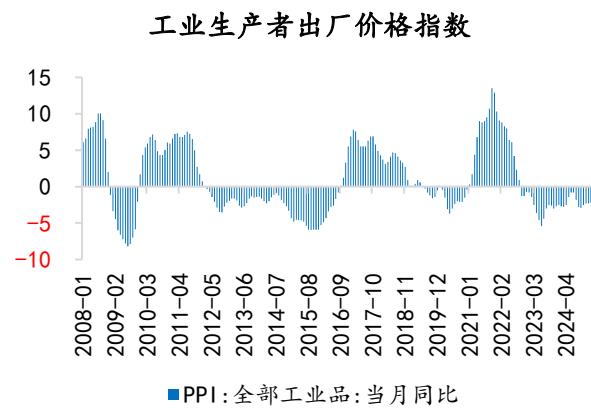
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



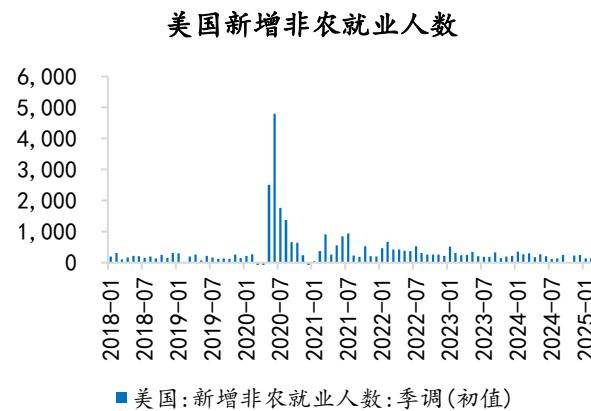
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：对等关税的“事件性驱动”仍然明显

上周美国宣布的对等关税，引发资本市场的剧烈震荡，可谓是“历史性的一周”，随着美国 90 天的对中国之外国家的关税豁免。关税的烈度有所下降，但是关税问题仍处在谈判期，可以预见，不断涌出的消息仍将对资本市场造成明显影响。

对等关税遭遇阻力 美国宣布暂缓

目前对美国对等关税强势的经济体只有两个，一个是中国，一个是欧洲。

中国方面，我们对美方肆意妄为，违背基本的经济规律和常识予以强势反击。4月11日，国务院关税税则委员会公告，自4月12日起，调整原产于美国的进口商品加征关税税率，由此前的84%提高至125%。这是近期国务院关税税则委员会发布的第二则调整加征关税措施公告。

“鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。”国务院关税税则委员会在公告中表示。

欧洲方面，欧盟表示，若无法与美达成一致 欧盟将采取反制措施。

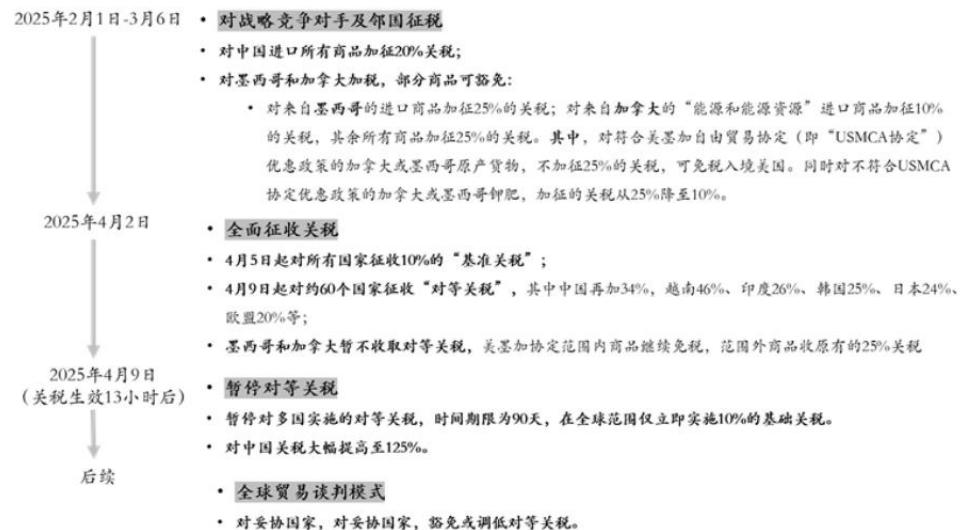
4月11日，欧盟各国经济和财政部长在波兰举行会议。欧盟委员会分管经济事务的执行副主席东布罗夫斯基斯表示，美国目前的关税政策仍然对全球经济构成沉重打击。欧盟愿意与美国共同寻找建设性解决方案，但是如果欧盟看不到美国的行动，那么将不得不采取措施捍卫自己的经济。

欧盟委员会分管经济事务的执行副主席东布罗夫斯基斯：显然我们也在传递这样的信息。如果我们看不到美国方面的行动，看不到美方撤销此类关税政策的意愿，我们将不得不捍卫我们的经济，维护我们的企业，对美国采取反制措施。德国财政部长库基斯也表达了类似的看法。

4月9日关税税率暂缓90天征收，颇具戏剧性，但这并非意味着关税博弈结束，相反关税博弈进入深水区。

美国工业制造业底子偏薄，大量生产生活必需品高度依赖进口，美国或难以承受一次普遍高额的关税带来的滞涨冲击，特朗普主导关税博弈一条路径可能是“高税率口号→给定缓冲时间→观察并博弈→推进下一步博弈”。

图表 1：特朗普对等关税时间线



资料来源：wind资讯，中金财富期货

PPI 反弹再度遭遇压力

3月份CPI同比-0.1%，前值-0.7%；环比-0.4%，前值-0.2%；核心CPI同比0.5%，前值-0.1%。PPI同比-2.5%，前值-2.2%；环比-0.4%，前值-0.1%，PPI回升继续遭遇阻力。

整体看，2025年3月国内CPI同比降幅收窄，核心CPI转正，PPI继续下降，但高新技术产业相关行业出现回暖。当前经济形势依然较为严峻，虽2024年9月以来国内一系列刺激政策发挥部分作用，国内有效需求不足、贸易战不断升级背景下工业企业仍面临较大压力，物价水平仍在偏低运行，待前期提振消费需求等政策持续发力以及后续有望迎来更大力度的政策刺激，预计降准降息将很快传来。

3月PPI同比-2.5%，环比-0.4%，降幅均扩大0.3个百分点。国家统计局指出PPI环比下降主要是国际输入性因素影响国内石油和部分出口行业价格下行、煤炭等能源需求季节性下行和部分原材料行业价格下行。3月美国PMI转为收缩，国际原油、有色等价格回升动力不足。3月PPI采掘工业同比下降2个百分点至-8.3%，显示产能过剩压力增加。全部工业品价格同比-2.5%，降幅扩大0.3个百分点，2月产成品存货同比4.2%，工业企业呈现主动去库存特征。近期关税战导致中国工业产品出口受阻，叠加国内需求不足，或推动PPI持续下跌。

目前需求端变化不大，即使没有关税因素，总需求也难以出现大的变化。

关税谈判仍将反复扰动市场

关税问题对资产价格的影响仍较为明显，这种反复的消息刺激仍会牵动市场。如果市场将注意力过度聚焦于4月9日美国宣布的豁免期内税率大幅低于预期（仅10%），那么市场还是相对忽略了未来90天内关税博弈的曲折以及90天之后可能的关税变盘。因此，市场需要更理性客观评估本轮由美国发起的关税博弈，未来路径并不平坦。

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9日	中央汇金、中国诚通、中国国新均表示，坚定看好中国资本市场发展前景	维护市场平稳运行。中央汇金称，未来将继续增持ETF	国家队托底的态势明显
	4月10日	欧盟警告美国：如果90天谈不拢，可能对美国科技公司征税	欧盟已准备好将跨大西洋贸易战从商品领域扩大到服务领域。	欧盟的谈判依然曲折
数据	4月9日	3月份CPI同比-0.1%	核心CPI转正	PPI仍遭遇结构性压力
	4月10日	美国3月PPI环比下降0.4%	美国3月PPI同比增幅降至2.7%，创下自2024年9月以来的新低	主要是能源价格下跌所致
事件	4月10日	中国宣布对美关税税率由84%提高至125%，后续美方加税将不予理会	商务部：倘若美方执意继续实质性侵害中方权益，中方将坚决反制，奉陪到底	中方坚决反对美国的无理行为

资料来源：中金财富期货研究所

2 关税博弈和宏观对冲政策

中美之间的关税已经到了极度不正常的水平，后续有望逐渐回归理性。特朗普政府将关税政策视作儿戏的做法，对中国而言是一次挑战，但也是一次机会。

他国配合美国实施全面贸易战的概率不大。中国在面对外部施压时临危不惧的态度与美国在贸易政策上“毫无底线”的做法形成鲜明对比，其他国家配合美国实施逆全球化举措的可能性较小。从博弈论的角度出发，对美依赖度较大的国家，对美国服软在短时间内或是更优选择，但配合美国全面对中国加征关税的概率并不高，更多的情况可以参考越南引以为豪的“竹式外交”。所谓“竹式外交”，即竹枝柔韧，但竹根稳固，随机应变但保有底线。面对美国“对等关税”威胁时，越南对美降低关税展示妥协姿态，但由于经济上依赖中国原材料和中间品，我们认为越南或在个别行业对中国施压，但将尽量避免挑战中国的核心利益。对美依赖度较小的国家，对美妥协相当于承认了美国作为“包租公”的现实，只会招来美国对其剩余利润的进一步压榨，对内政治民意也将遭受严重打击，4月9日欧盟对美国加征25%已经充分说明我们的观点。

外部影响趋弱，增量政策可期。由于美国对中国产品关税税率已经加征至104%，在这种情况下，对美出口链条上的中美企业似乎都无利润空间可言，美国消费者也无法承担如此剧烈的价格涨幅，中国对美出口增速或面临进一步下行。当然，特朗普政府很难单方面摧毁全球化的成果，也无法承担美国供给短缺造成的通胀压力，转口贸易未来将会起到一定的对冲作用。目前特朗普对南美国家加征10%、墨西哥/加拿大加征25%，东盟国家与美国谈判之后也有可能取得一定阶段性成果，转口贸易仍有一定的空间。综合测算，104%关税加征对中国出口的负面影响约为

8~10个百分点，对GDP的综合影响约为1.5~2.0个百分点。

面对美国的极限施压，中国要集中精力办好自己的事情，以确定性拥抱不确定性，对冲外部压力的增量政策蓄势待发。工具上，财政、货币、产业政策均有发力空间，财政加码规模有望达到1.5~2万亿。支出方向上，全方位提振内需，尤其是进一步加力刺激消费的政策值得期待——“两新”“两重”扩围扩容，除了耐用品消费以外，半耐用品、服务类消费补贴政策也有望推出，中央层面的育儿补贴有望加快出台，前期十五五规划储备的重点项目或可适当提前推出，加力实施城中村改造、加快落地商品房收储政策等。

3 美债利率无序上升的必然性

长期美债被抛售、利率大幅快速攀升反映的是流动性急剧收紧和/或持有美债的风险溢价上升，而非经济基本面走势。伴随着近期美债长端被加速抛售，曲线表面出现“陡峭化”走势，但这一曲线形态变化并不反映基本面，而是反映长期美债的流动性收紧和/或风险溢价上升。同时，随着美国衰退风险上升，美债短端开始计入更多的降息预期。作为佐证，美股近期明显回调、且美元总体走弱，均显示资金是在快速流出美元资产，而非流入美元资产。由此，美债利率、美欧利差和美元均走出了背离走势。与此同时，日元明显走强，显示此前的套利交易在加速逆转，美债回调可能加速了这一过程，个别金融机构也可能开始出现止损、平仓的压力。

短期看，特朗普瞄准贸易逆差推出的“对等”关税，更直接的效果可能是推动资本项下顺差的减少，即资本流出美国、抛售美元资产——因为经常项目逆差收窄的必然结果是资本项目顺差的减少，而后者往往比前者变化更快。从对外账户平衡的角度分析，美国经常项目逆差与资本项目顺差（流入）形成“镜像”。当美国试图通过关税等手段压低经常项目逆差时，资本项下流入也将相应缩减。但关税影响经常项目可能需要一段时间，而鉴于资本流动随着预期实时变化，作为贸易逆差“镜像”的资本项下反应可能更快。特朗普加征关税幅度超预期加快了资本流出美国的速度。3月以来，关税螺旋上升的背景下美元指数反常识大幅走弱即是例证。类似地，我们在亚洲金融危机、英镑脱钩等历史事件中都见证过资金流动快于基本面变化、引发资产价格连锁反应的“剧情”。

中期，美国财政平衡问题悬而未决，也会继续推升美债长端风险溢价——而这一靴子尚未完全落地。今年2月25日，美国众议院通过的预算决议计划未来十年增加赤字2.8万亿美元，平均赤字率为5.7%，实际规模或超过6%。同时，高调降费的美国政府效率部（DOGE）降本成效平平，增效或事与愿违。预计近年美国财政赤字率可能会维持高位，今年美债净发行规模或将有所上升。而从需求端看，2020年以来，美国联邦政府和外资是美国国债主要的增持方。由于今年美联储仍在持续缩表，除联储购买外的净供给规模可能较上年进一步增加。如果资本项下流入下降，海外持有者对美债的需求可能也会减少。由此，美债供需难免恶化，给美债利率带来上行压力。

长期看，我们认为美国金融强国和制造业强国的目标或不兼容、不可兼得。“对等”关税计算公式是非常有“创造性”的，即对美顺差/对美出口比例制定，体现了特朗普压降贸易逆差这一直白的政策目标。然而，经济学原理决定了特朗普以加征关税促进制造业回流的政策在现今阶段无法成功，但由于他无法达到既定目标，可能会进一步加大扭曲来“削足适履”。加关税的本质就是政府试图扭曲价格、增加其他国家的交易成本来反向增加本国商品价格的竞争力，本

质上是一种竞争性贬值的替代手段，而在特朗普看来，这一政策还有增加政府收入的收益。然而，美元作为全球的储备货币的地位决定了美国资本项下长期录得顺差，而美元处于高估水平、享受溢价。美元作为储备货币的必然结果是贸易逆差、制造业相对竞争力低下。通过价格扭曲来实现压降贸易逆差的做法只会带来美国、乃至全球效率的损失和滞胀风险的上升。而与此同时，全球必将净抛售美元资产以避免资本流出的压力——而美债估值下行就是其中一个表征。

4 宏观策略

关税问题对资产价格的影响仍较为明显，这种反复的消息刺激仍会牵动市场。如果市场将注意力过度聚焦于4月9日美国宣布的豁免期内税率大幅低于预期（仅10%），那么市场还是相对忽略了未来90天内关税博弈的曲折以及90天之后可能的关税变盘。因此，市场需要更理性客观评估本轮由美国发起的关税博弈，未来路径并不平坦。

5 股指期货市场分析

两市遭遇大幅冲击

上周市场大幅震荡，沪深300周-2.87%，上证50周-0.65%，中证500周-5.8%，中证1000周-5.5%，指数明显调整。

政策方面，近期监管层正多措并举推动增量资金入市。4月7日，中央汇金在盘中发布公告，表示“已再次增持了交易型开放式指数基金（ETF），未来将继续增持”，以维护资本市场平稳运行。而后8日，央行表示“支持中央汇金公司加大力度增持股票市场指数基金，并在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持”，意味着市场底部的托底力量将获得充足保障。与此同时，中国诚通和中国国新均公告，将通过股票回购增持专项再贷款方式增持股票资产，规模合计达到1800亿元。此外，国家金融监督管理总局也简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%，积极推动险资增大对权益类资产的配置。整体而言，监管层在短期内快速推动增量资金入场，彰显其“稳住股市”的决心，有助于夯实市场底部并呵护市场信心。

关税仍将扰动股票市场

短期超跌反弹，后续还需磨底：关税的基本面影响逐步显现，政策对冲势在必行；中美关税对弈，后续某些情景下的业绩静态影响仍可能更大；能够凝聚市场共识的主线仍需等待，市场转向进攻时机未到。“平准基金横空出世”，长期资金承接悲观筹码，加速出清悲观预期。A股资金负循环问题已基本排除，后续磨底进程同样向下有底。

反弹兑现后，我们认为后续基本面趋势验证偏弱的阶段，A股仍需磨底。具体关注三个问题：1. 关税影响是美国滞胀交易，国内衰退交易。后续外需回落压力逐步显现，二季度即便有“抢转口”，外需回落的方向不变，三季度回落压力可能放大。这个阶段，市场对政策对冲的要求可能明显提高，总体风险偏好上行受限。2. 静态测算下，美对华提高关税税率会扩大A股的业绩负面影响，美对其他国家的关税会减缓对中国实际GDP的冲击（比较优势），中国的关税反击会减缓中国名义GDP的冲击（进口商品的比价效应）。“美国关税提升——中国对等反击”的税率水平，已提升到了没有边际影响的阶段。但美国对其他国家关税减免，还是可能放大静态业

绩影响(但也会放大我们应对和腾挪的空间)。所以，A股盈利预期还有一定下修空间。3. 容易凝聚市场共识方向，主要是消费和科技。而对冲政策发力，消费结构性改善是大概率，但消费改善的持续性、消费刺激对总量的拉动效果仍有待观察。科技本就处于调整波段中，再出发需要新的产业趋势催化。短期市场，进攻性的结构主线尚未形成共识，市场总体由守转攻时机未到。

支持市场中枢稳定的因素是“平准基金横空出世”：A股资金负循环风险已可以基本排除，后续磨底进程大概率是一个向下有底的横盘震荡市。

图表 8：融资融券数据图



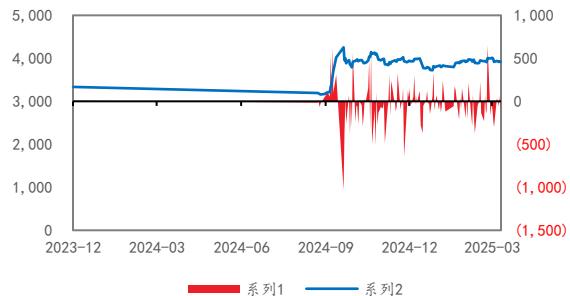
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生AH溢价指数



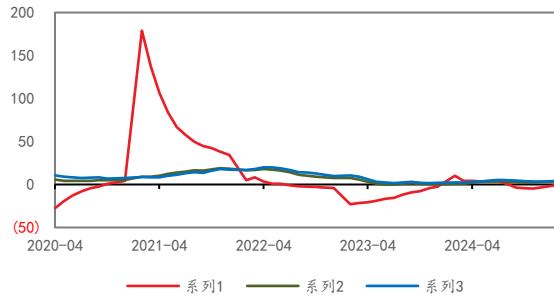
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

2025 年 2 月，中国进口铜矿砂及其精矿 218 万吨，同比下降 0.7%；2025 年 1-2 月，中国进口铜矿砂及其精矿 471 万吨，同比增长 1.3%

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。

特朗普关税政策加码 负面影响持续发酵

一季度线缆企业整体生产表现较往年同期偏弱。铜价走弱促部分中大型精铜杆企业接单量增加，再生铜杆成交仍显清淡且原料采购困难，再生铜杆企业原料（成品）库存量较上周减少；国内经济刺激政策加码和传统消费旺季来临，或使国内 4 月铜材企业产能开工率和生产量环比升高。

逆周期调节力度增强，电网投资可能受益更多。电网投资规模大，涉及众多上下游产业，对经济拉动作用显著。根据电网逆周期特性和电网公司投资规划，2024 年电网投资增速 15.3%，预计 2025 年达到 20%。从投资结构上看，电力投资倾向于电网投资，且电网投资倾向于后端，配电网和农村电网投资增速相对较高，更加有利于带动铜的新增消费量，2025 年用铜增量 29.24 万吨。

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%

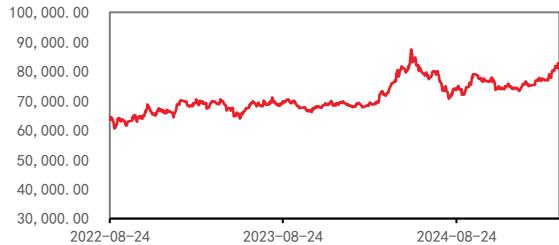
2 结论

市场对关税政策及经济不确定性的交易笼罩铜市行情。供应减产预期仍在，加工费已跌至-26.4美元/干吨，负加工费问题未来仍有可能再被市场交易，1-3月累计产量同比增加 27.45 万吨，增幅为 9.4%。铜价下跌使得铜制品的价格竞争力增强，刺激了下游企业对铜的消费。近期铜金融属性显现，成为关税变动与政策预期的晴雨表。铜价超跌后将有修复需求，尤其是我国在需求方面的表现富有韧性。目前铜盘面主要交易宏观经济衰退的预期，行情偏离基本面，预计宏观利空情绪消化后，行情回归供需偏紧逻辑。

3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价

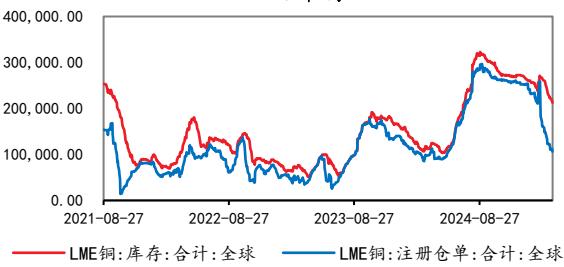
长江有色市场铜：平均价



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

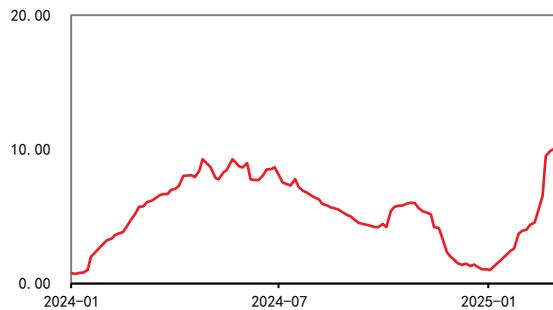
图表 14：LME 铜库存

LME铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

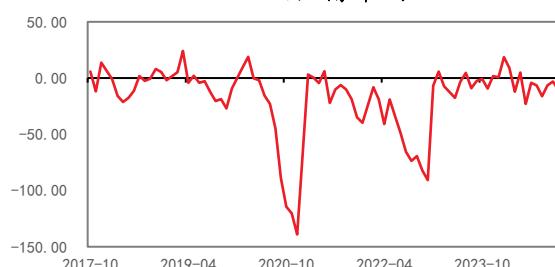
图表 13：上海保税区铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

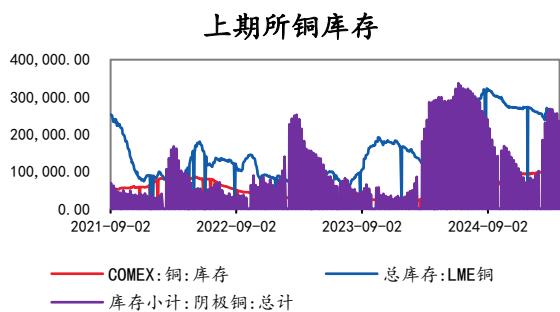
图表 15：WBMS 供需平衡

WBMS：铜供需平衡



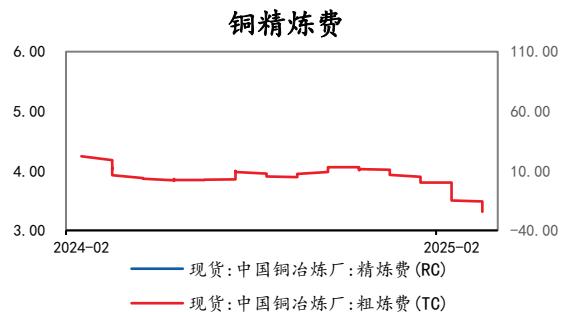
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

随着锌矿供应增量边际兑现，TC 重心继续上移，炼厂已经达到盈亏平衡线之上，国内部分炼厂检修时间延后，锌锭供应增量的预期加强。据彭博消息 TC benchmark 落在 80 美金，为历史极低水平，由于海外炼厂减产预期已有部分交易过，叠加宏观氛围偏空，消息释出后对价格的支撑作用有限。但该加工费下海外炼厂亏损面积加大，仍需关注后续海外炼厂发布减产消息的可能性。

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

镀锌板块周内开工继续回升，主要基于铁塔等领域订单的持续旺盛，以及锌价下跌后镀锌相关生产意愿亦有支撑。氧化锌板块，也受低价影响小幅上调开工率。压铸锌板块开工率下滑，出口至海外的订单在一定程度上受到关税冲击影响。

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

全球贸易战下全球经济下行预期，悲观情绪蔓延，锌价破位下跌。TC 持续回升，锌市成本端支撑减弱，锭端供给增量趋势较强。下游加速补库，现货升水上行，社库去库超预期，加上 LME 注册仓单在上月集中注销，全球低库存下对锌价仍有较强支撑。关税的反制及谈判仍在继续，预计锌价波动仍将加大。

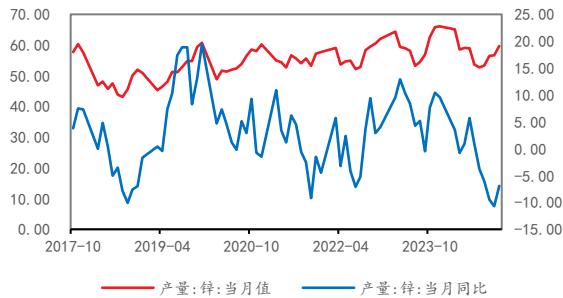
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



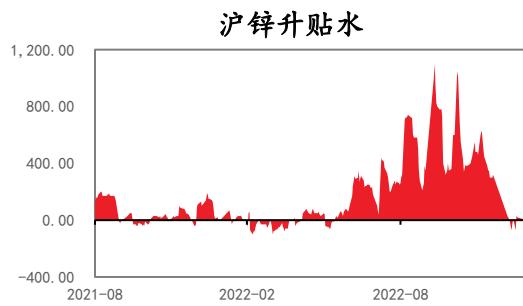
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

原油

1 全球贸易风雨飘摇

2025年4月2日将是一个载入史册的日期，特朗普在白宫签署所谓的“对等关税”政令，向中国、欧洲、日韩乃至广大的第三世界国家征收高昂关税，随后中国对美做出一系列反制措施，至此贸易战扩大到全球范围，且强度达到新一轮高峰。我们认为，此事件影响力将超出历史上的麦金莱法案及斯穆特-霍利法案，WTO框架下的全球贸易格局风雨飘摇，特朗普的疯狂行为成了压倒骆驼的最后一根稻草，最严重的结果或将彻底终结全球化进程。

很难相信，在全球化和自由贸易为主流的当今世界，特朗普当局悍然倒行逆施，将关税壁垒提高到近百年来的最高水平，引发对等反制并升级为全球性的贸易战。美联储主席鲍威尔表示，特朗普关税的规模比预期要大，其影响可能包括通胀上升和经济放缓。英国首相斯塔默表示，美国加征关税的政策使得“我们所熟知的世界已经不复存在”。各大机构对美国经济硬着陆和全球陷入衰退预期陡增，摩根大通预测，全球经济在年底前陷入衰退的概率从之前的40%上升至60%，包括对原油在内的总需求面临系统性重估。

2 关税直接影响有限

截至目前为止，特朗普最新的关税政策是，对中国加征145%的顶格税率，对其他国家征收10%的临时关税，谈判的宽限期为90天。具体到原油贸易来看：所谓的对等关税并未涵盖来自加拿大和墨西哥的原油产品，因此对美国原油进口影响不大。中美贸易方面，在对美国做出反制后，中国进口美国原油将征收46.5%的关税。海关数据显示，2025年1-2月，中国共进口美国原油107.45万吨，同比大幅下降39.62%。相比沙特和俄罗斯，美国并非中国依赖的主要原油进口来源，中美贸易战升级直接影响的原油供需体量有限。

3 能源需求冲击巨大

在此事件发生之前，全球原油需求前景本身已经十分不容乐观。近年来，主要经济体对碳排放愈加重视，正在加速向可再生能源转型，致力于实现可持续发展目标。经历美联储上一轮激进加息周期，全球经济复苏节奏迟滞，经合组织乃至新兴市场国家原油需求均出现明显放缓。本轮关税波及范围广泛且尚未尘埃落定，几乎影响全球所有主要经济体，尤其是支撑全球原油需求增长的新兴市场国家，凭空加征的关税将降低市场效率、抑制经济增长、打压能源消费，目前部分机构初步将2025年全球原油需求增速预估从100多万桶日下调至50-60万桶/日。

4 OPEC转向战略增产

在特朗普关税重创需求预期的同时，OPEC+出人意料地决定在5月大幅增产，进一步助推国际油价暴跌。据OPEC官网声明，拟在5月向市场增加41.1万桶/日的原油供应量，增幅是原计划的三倍之多。沙特能源部长称，其对于不遵守减产纪律的成员国耐心耗尽，增产是对违规者的惩罚，此话主要指的是哈萨克斯坦和伊拉克，两国长期超出产量配额。

有观点认为，沙特此举意在向特朗普示好，他曾敦促 OPEC 增产压低油价，同时也能降低切断伊朗原油出口的影响。然而我们认为，这标志着以沙特为首的传统石油输出国放弃长期坚持的减产保价策略，类似 2020 年 3 月疫情大流行时，趁着油价崩跌的机会，一举击穿美国页岩油脆弱的盈亏平衡线，重夺原油市场份额与定价话语权。无论如何，原油市场供需平衡发生重大转变，进入以过剩为基调的熊市阶段。

5 做好防御应对异变

原油市场正遭遇疫情之后最大的危机，前有特朗普的疯狂关税，后有 OPEC+的报复性增产，国际油价面对来自供需两端的混合双打。

身处现在这个敏感时点，包括原油在内的大宗商品、乃至整个金融市场的核心主导，毫无疑问是特朗普关税政策的最新动向，及其对全球经济的连锁反应。投资者和实物交易商都担忧贸易战升级为硬脱钩和全面对抗，将对全球原油需求造成难以承受的系统性冲击。在极度的不确定性环境下，整个资本市场的避险情绪难以阻挡，流动性枯竭甚至让炙手可热的黄金一度遭到抛售，更遑论原油这样典型的风险资产。

应对当前异常动荡的市场，投资者缺乏有效参考经验，重点放在防范风险上。

6 价值重估风高浪险

“2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，国际油价重心将在这一过程中大幅下移”，我们此前观点不幸一语成谶。

现在我们初步判断，本次油价暴跌不仅是短期情绪的释放，还标志着原油主要趋势进入熊市下行周期，且伴随着波动性加剧的特征。美国发动贸易战是全球经济格局的重塑，OPEC+启动价格战是产业竞争格局的重塑，中东局部热战是地缘政治格局的重塑，此刻国际原油很可能处于价值重估的开端，市场参与者需要重新考量宏观经济、国际局势、供需关系的变化，未来原油市场风高浪险或成为新常态。

华尔街主流投行下调未来油价重心，高盛最新观点是，在基准预测情景下，到 2026 年底 Brent 和 WTI 原油基准价格分别为 55 和 51 美元；而极端情景下，例如全球经济大萧条和 OPEC+完全退出减产，不排除油价低至 40 美元的可能。特朗普引发的不确定性对油价构成重压，我们坚持中长期原油价格的下行风险超过上行风险。

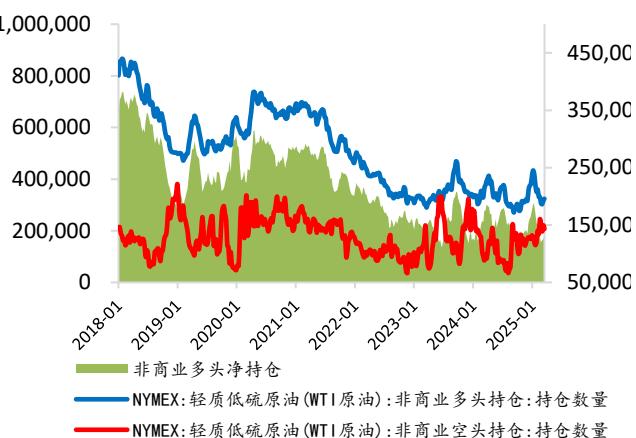
7 原油期现数据

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 23：CFTC 原油期货持仓



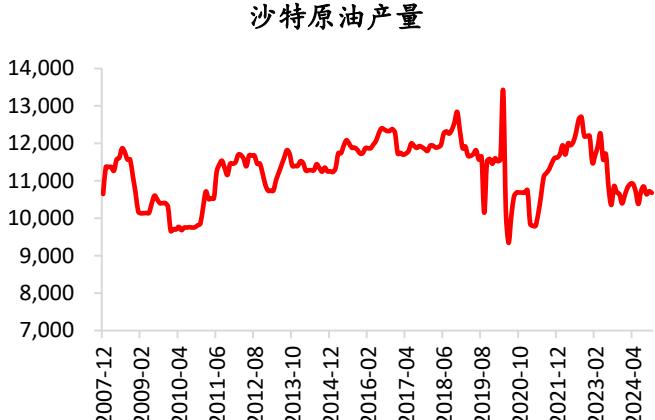
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



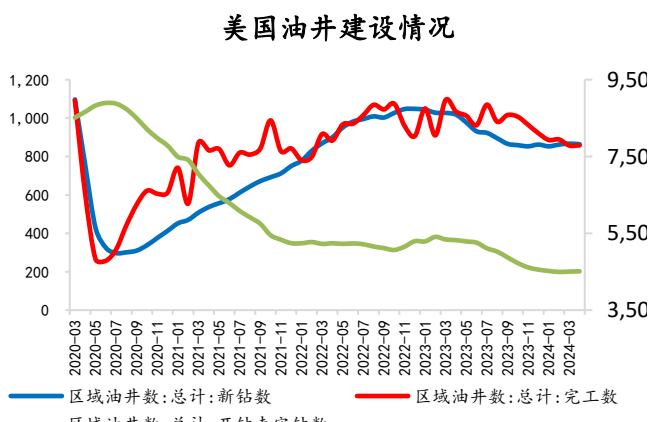
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



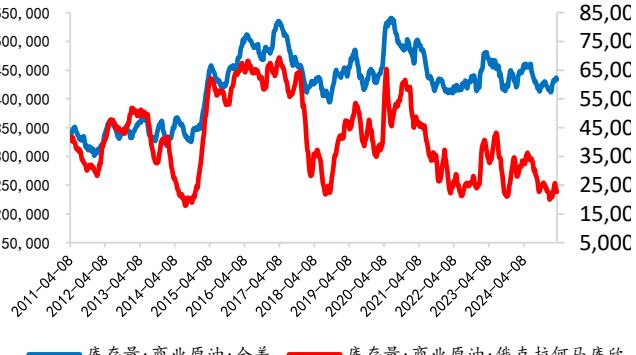
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



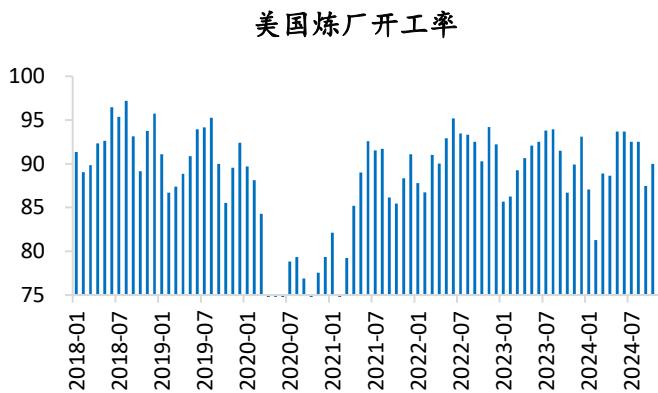
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

EIA 美国原油库存

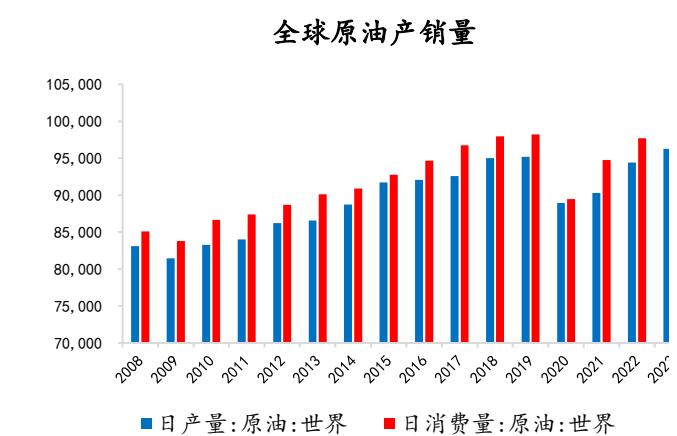


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：美国炼厂开工率



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

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 轮胎出口影响有限

在贸易战背景下宏观预期和市场情绪悲观，主要是金融属性致使胶价大跌，短期内弱势行情或将延续。关税对天然橡胶产业链的影响主要集中在轮胎出口市场，美国对中国橡胶轮胎产品加征145%关税，且对泰国和越南加征至少10%关税，令中国轮胎企业通过原产地海外建厂方式亦难以完全规避关税风险。

天然橡胶下游70%以上应用于轮胎制造业，需要明确的是，轮胎分为配套、替换和出口三大市场，且经过十年来的反倾销、反补贴和上一轮贸易战，美国在中国轮胎出口市场中所占地位已经明显下降。过去一年多以来，中国轮胎行业开工率呈现出全、半钢胎分化的特征，其中半钢胎之所以能够长期维持高景气度，主要依赖海外出口订单支撑。然早在2015-2019年期间，美国对中国轮胎企业实施“双反”及第一轮贸易战，中国对美轮胎出口占比从最高21%已降至不足5%。单从出口数据来看，轮胎的一个细分市场局部变化，对天然橡胶供需平衡造成的影响十分有限。

3 短期金融属性错杀

本次沪胶大跌与美国关税政策的直接关系不大，更多是引发商品市场的避险情绪，尽管全球经济衰退风险利空汽车轮胎产业，但依然难以阻挡天然橡胶行业内生周期性拐点的到来。

关税对天然橡胶产业链的直接影响，主要作用于中国轮胎对美出口市场这部分，特朗普一再升级关税将导致全球贸易争端加剧，尤其是美国轮胎市场份额的丧失，对天然橡胶下游采购需求带来冲击，更严重的问题是，在全球经济衰退预期下，大宗商品市场环境以及天然橡胶需求预期的恶化。

外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌，作为金融属性

高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，但中长期将回归自身供应端主导的逻辑。

4 自身供需季节偏弱

现在关税成了街头巷尾的热议话题，但我们不应忽视天然橡胶市场基本面的现状。

全球天然橡胶产区处于低产季尾声，当前泰国宋干节假日结束，割胶工人逐步回流，开始零星割胶作业，原料释出令胶水-杯胶价差有所回落。国内云南版纳地区早先提前开割，原料产出等待降雨后上量，海南产区也将陆续开展割胶工作，供应增量预期走强。

青岛主港现货整体延续小幅累库态势，截至4月上旬，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易仓库合计库存量62.07万吨，环比上期增加0.08万吨或0.13%。胶价大跌利于逢低刚需补货，短期一般贸易仓库出库量环比增加，但进口货源陆续到港，整体入库量仍大于出库量，累库周期依然难以扭转。

需求方面，国内轮胎企业产能利用率整体小幅下滑，其中全钢胎企业排产保持稳定，依据库存压力灵活微调；半钢胎企业开工下滑较为明显，出口预期转弱拖累排产。特朗普关税政策对全球经济和贸易格局造成重大冲击，再加上基本面季节性偏弱的背景，短期天然橡胶市场仍多有利空扰动。

5 商业收储平抑波动

除了基本面多空因素的此消彼长，还应关注产业政策对供需平衡的边际撬动。

近期，业界流传出一份《关于召开天然橡胶商业收储机制建设座谈会的函》。通知显示，为贯彻落实国家物资储备体系改革部署，探索市场化、多元化收储模式，中国天然橡胶协会拟于2025年4月2日在上海召开天然橡胶商业收储机制建设座谈会。此次会议召开消息属实，不过参与单位和具体内容目前处于保密阶段。据悉，会议围绕商业收储规模的动态调节机制、企业协同储备模式的构建及相关政策支持等主要议题展开研讨。

天然橡胶是四大战略物资之一，且中国高度依赖对外进口，去年受极端天气频发等因素影响，橡胶市场价格波动加剧。我们预计，未来建立科学高效的商业收储机制，将有利于保障国内供应链安全，一定程度上抑制胶价暴涨暴跌的风险。

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，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，当前策略上不宜追空可逢回调做多远月。

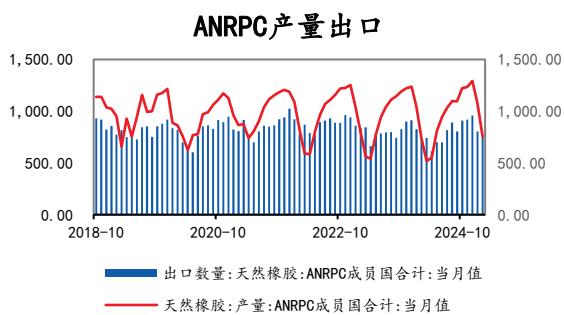
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



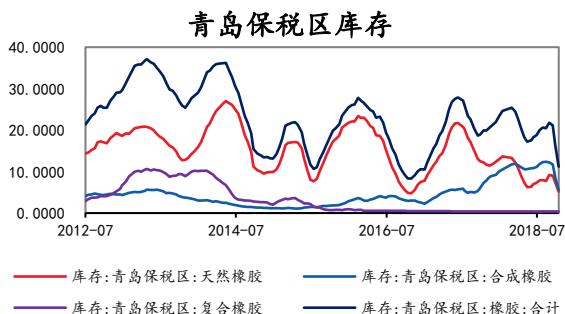
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31: ANRPC 产量出口



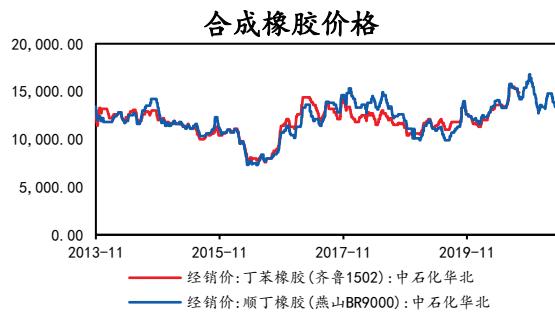
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33: 青岛保税区库存



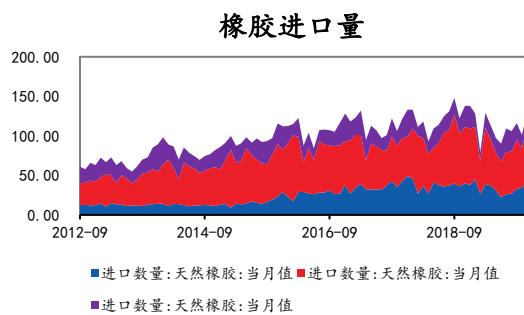
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30: 合成橡胶价格



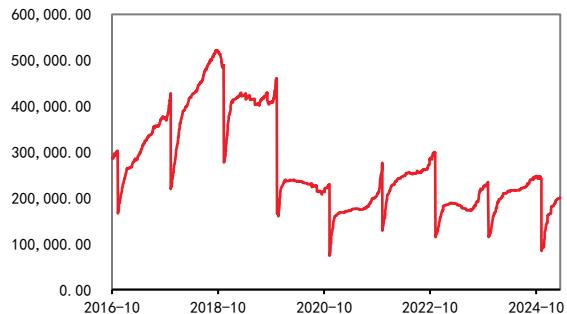
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32: 橡胶进口量



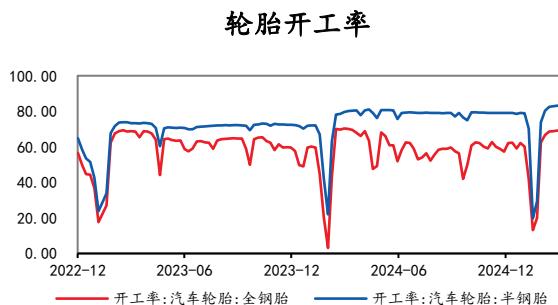
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34: 上期所注册仓单

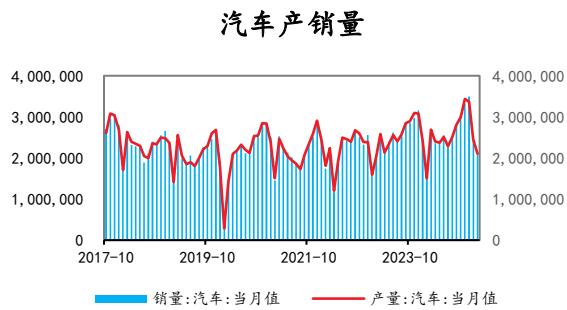


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：轮胎开工率



图表 36：汽车产销量



油脂油料：中美贸易战升级，国内豆类市场剧烈震荡

1 外部豆类市场分析

美国发起贸易战，中国强势反击

美国总统4月2日宣布对所有进口商品加征10%的所谓对等关税，并对中国商品加征34%。面对美方典型的单边霸凌做法，中国政府迅速反制，决定对美输华商品加征34%关税。面对中方强力反制，美国白宫宣布于4月9日对中国商品额外加征50%关税，使得关税总额达到104%。美国向全世界发起贸易大战，中方强势反击，宣布对所有进口美国商品加征84%关税。中美贸易关系急剧恶化，全球经济衰退预期升温，全球股市和大宗商品纷纷承压下挫。

美豆可能完全退出中国市场

关税是影响进口商品到港成本的组成部分。由于关税税率通常较低，对商品进口成本的影响并不显著。但当进口关税大幅提高后，关税对成本的影响将显著提升。据测算，当中国进口美豆关税从3%提升至47%后，将导致进口美豆成本升高约1300元/吨。如果惩罚性关税达到100%，美豆到中国港口的实际成本几乎将在原离岸价基础上翻番。美豆将因进口关税飙升而失去在中国市场的竞争力，甚至可能完全退出中国市场。

新季美豆播种面积下滑，巴西大豆收割近尾声

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。

马来西亚棕榈油库存现拐点，产地棕榈油提前进入增产周期

马来西亚棕榈油局(MPOB)本周发布月报，数据显示，马来西亚3月棕榈油库存量为1562586吨，环比增长3.52%；3月棕榈油产量为1387193吨，环比增长16.76%；3月棕榈油出口为1005547吨，环比增长0.91%；3月棕榈油进口为121886吨，环比增长82.51%。受产量增加和出口疲软，马来西亚棕榈油库存结束了此前连续五个月的下降趋势，产地棕榈油提前进入季节性增产周期。

2 国内豆类市场分析

中国有多种渠道修复进口大豆供给缺口

美国大豆是中国进口的重要农产品之一，但进口美豆留下的供给缺口并非不可修复。2024年进口美国大豆占中国全部进口的1.05亿吨大豆的比例为21%，总量约为2200万吨。这一比例较2016年下降约20%。本年度巴西大豆产量将创纪录，达到1.69亿吨，同比增产1600万吨，加上全球大豆目前超过1亿吨的结转库存量，全球大豆供给格局十分宽松。近15年，巴西大豆产量从7000万吨提升到1.7亿吨，并且未来巴西大豆仍有增产潜力。中国2024年进口的全部大豆中有71%来自巴西，可以说巴西大豆强劲的增产能力大大抵消了中美关税战对国内豆类市场影响。另外，即使美豆因关税战完全退出中国市场，目前来看，中国大豆供给缺口可以通过调整大豆进口渠道、释放储备大豆以及优化饲料配方等方式加以修复。

油脂油料价格剧烈波动，粕强油弱特征较为明显

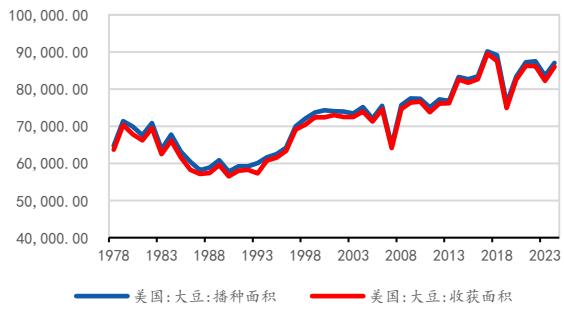
中美贸易战螺旋式升级，市场对美豆退出中国市场形成的供给缺口担忧情绪加剧。国内豆粕供应高度依赖进口大豆，进口大豆供给不足将直接导致国内豆粕供应紧张。受此影响，国内豆粕市场整体对贸易战作出利多反应。美国发动的全球贸易战令全球经济衰退的风险显著升高，金融市场系统性风险陡增，原油暴跌将使印尼B40计划更难落地，需求担忧令产地棕榈油价格下行压力进一步升高。美豆对华出口受阻，进口大豆供应缺口担忧对国内豆油市场较为利多，但油脂的进口渠道更加多元化，国内市场对豆油的依赖度远低于。此外，全球经济衰退预期下油脂需求前景暗淡，也会削弱油脂市场炒作情绪。整体来看，国内豆类市场在本轮中美贸易战下呈现粕强油弱特征。

3 油脂油料市场展望

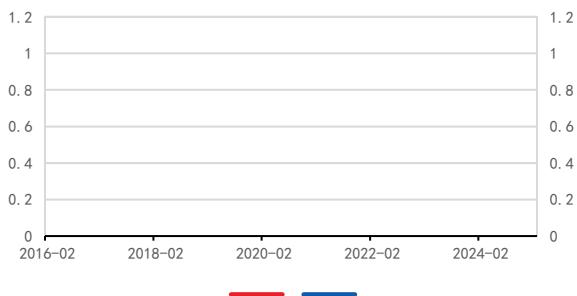
受中美贸易战升级影响，国内市场对进口大豆的供给担忧情绪将主导市场，从而推动豆粕市场上涨。目前美豆出口已处淡季，剩余未发运量较低，巴西大豆是国内供应的主力军。随着巴西大豆收割工作基本结束以及发运速度加快，国内将迎来进口大豆到港高峰期。预计二季度进口大豆到港总量将突破3100万吨，完全可以满足国内近端供应。整体来看，近期粕类期货市场因供给缺口担忧出现上涨行情，但随着中远期替代方案逐步落实以及市场炒作情绪降温，豆粕市场有望回归理性，出现超预期大幅上涨的概率不大。产地棕榈油提前进入产量旺季，原油下跌削弱棕榈油生柴需求炒作。国内棕榈油受供给端影响，围绕进口成本弱势震荡。豆油和菜油因经济下行压力增加而反弹乏力。黑龙江省储大豆拍卖基本完成，后期供应偏紧预期升温，产区带动销区大豆价格回升。国产大豆主要用于食用，同进口大豆相比缺少油用压榨竞争力。随着本周豆一期货强势上涨，内外大豆价差大幅走扩，缺少需求提振的国产大豆将难以长时间保持高位运行。

4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



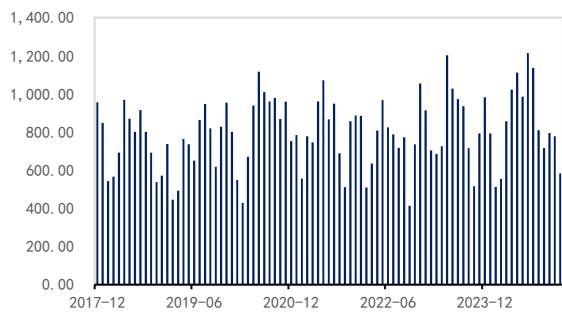
图表 38：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

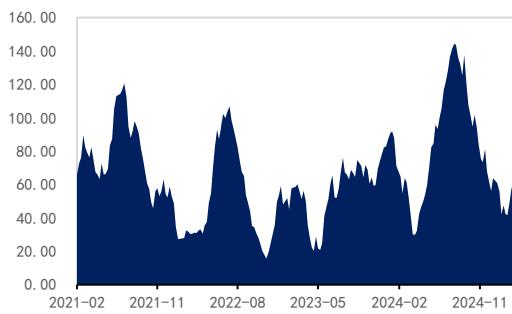
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

