中金财富期货策略周报（2025 年第 14 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘绅

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

周度投资视点

宏观策略：政策端仍是当前资本市场的核心主导因素，此次一揽子金融政策是对 4 月政治局会议“更加积极有为的宏观政策”的积极响应，货币政策先行，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”决策部署。预计托底因素和预期管理仍主导工业品走势，预计仍以震荡为主。

股指期货：目前大部分公司已经收复了 4 月 7 日以来的跌幅，凸显稳股市政策的执行力度到位，市场预期得到有效管理，尤其是本周三部委会议，再出组合拳，稳预期稳市场的力度尚未出现明显改变。稳市场政策的继续出台，是防范经贸摩擦的潜在冲击做出的前瞻性安排，此次三部门部署的一揽子政策应该是序幕，政策空间仍有余力。在这种情况下，一旦指数出现大幅调整，会是较好的买入机会，但是目前指数已经修复对等关税以来的跌幅，追涨则面临风险，观望为宜。

铜：铜精矿加工费持续下滑，已降-40 美元/吨以下，铜矿短缺的形势依然较为严峻。1-4 月累计产量同比增加 41.51 万吨至 548.9 万吨。尽管 4 月有 4 家冶炼厂有检修计划，但华东有新冶炼厂投产叠加西南某冶炼厂产能利用率持续提升。5 月和 8 月价差超千元并有扩大现象抑制现货升水，持货商被迫调降升水以促成交，显示对未来走势信心不足，多采取观望态度。宏观不确定性和需求季节性转弱预期压制市场情绪，沪铜将继续窄幅运行。

锌：锌矿 TC 维持高位，且受季节性因素影响，冶炼厂对进口矿需求增加，叠加冶炼厂年初开始提产，带动进口锌矿持续流入。冶炼厂原料库存相对充足，继续增产意愿，因 5 月常规检修影响，预计产量减量在 2 万吨附近，供应压力减弱。需求端，抢出口效应收敛，终端企业普遍担忧海外出口订单压力，原料及成本库存均有所累积。后市来看，节后补库叠加社库水平低位对锌价有所支撑，中期供需过剩压力下累库预期增强，沪锌上方空间有限。

钢材：上周终端需求明显下滑，跌幅远超往年同期季节性规律，库存也早于往年进入累库阶段，表需转弱迹象明显。与此同时，钢厂利润持续回升，高炉开工维持高位，供应端仍保持宽松态势，若无行政限产介入，短期供应压力仍难缓解。金融管理部门上周联合召开发布会，市场高度关注的地产强政策并未兑现，强预期落空使得市场情绪由“强现实、弱预期”转向“弱现实、弱预期”。在政策端发力缺乏、盈利驱动产量高位的背景下，钢价预计仍将维持偏弱运行格局。

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贸格局的重塑，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：美豆良好开局有助于降低天气炒作预期，美国农业部 5 月供需报告将奠定新年度全球大豆市场供需基本格局，值得密切关注。中美即将展开贸易谈判，取得实质性进展的难度较大，从目前国内豆类市场整体表现看，中美贸易脱钩后，国内市场与美豆的联动性明显下降。国内豆粕市场因油厂开机率升高而保持偏弱状态，不断攀升的库存压力将限制豆粕价格回升。国内三大油脂市场因基本面差异走势并不同步，棕榈油超跌反弹，基本面依然偏弱。进口大豆供给形势好转，豆油库存回升不支持价格过度反弹。菜油市场受中加贸易关系影响较大，市场情绪频繁波动。国内豆类市场整体保持油强粕弱局面。豆一期货市场近期宽幅震荡，受储备调控政策影响较大。国产大豆市场供需相对独立，国产食品豆长期供给过剩。随着进口大豆供给转向宽松，国产大豆压榨需求前景将再度转弱。新季大豆处于种植阶段，天气尚不能提供有效支撑，豆一期货上行阻力增加。

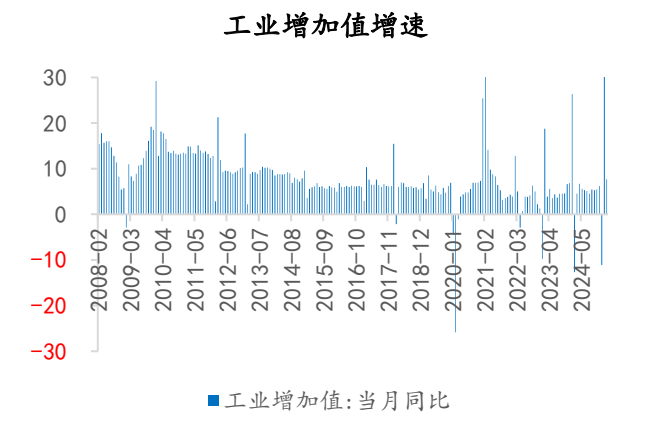
目录

周度策略：一揽子金融政策，继续稳市场稳预期 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 8 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 8 -
2 4 月外贸数据：出口韧性从哪来？ ..... - 8 -
3 节后流动性保持宽松 ..... - 9 -
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 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
钢材 ..... - 16 -
1 中美经贸高层会谈 ..... - 16 -
2 中对美贸易顺差收窄 ..... - 16 -
3 联合新闻发布会解读 ..... - 17 -
4 铁水产量小幅增长需求超预期走弱 ..... - 18 -
5 小结 ..... - 18 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 18 -
原油 ..... - 21 -
1 继续加速推进增产 ..... - 21 -
2 中美开始贸易对话 ..... - 21 -
3 白宫行事反复无常 ..... - 21 -
4 旺季不旺缺乏驱动 ..... - 22 -
5 中短期内难以修复 ..... - 22 -
6 价值重估风高浪险 ..... - 22 -
7 原油期现数据 ..... - 23 -
天然橡胶 ..... - 25 -
1 下跌趋势 Back 收敛 ..... - 25 -
2 旺产预期原料跌价 ..... - 25 -
3 下游轮胎开工转弱 ..... - 25 -
4 关注欧盟双反调查 ..... - 26 -
5 二季度阶段性错配 ..... - 26 -
6 沪胶重拾上升大势 ..... - 26 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -
油脂油料：美豆平稳开局，国内豆类市场粕弱油强 ..... - 30 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 30 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 30 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 31 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 31 -

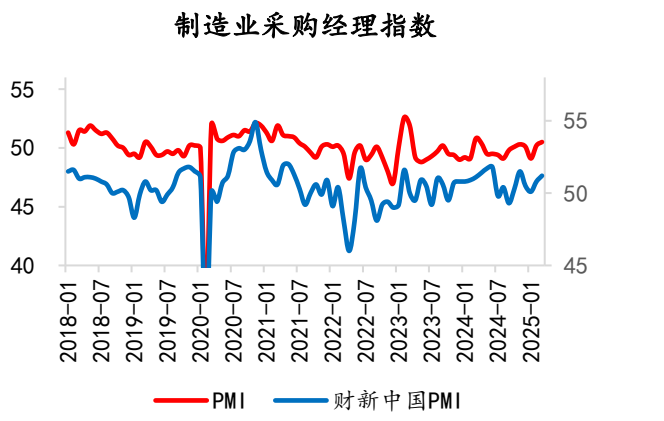
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



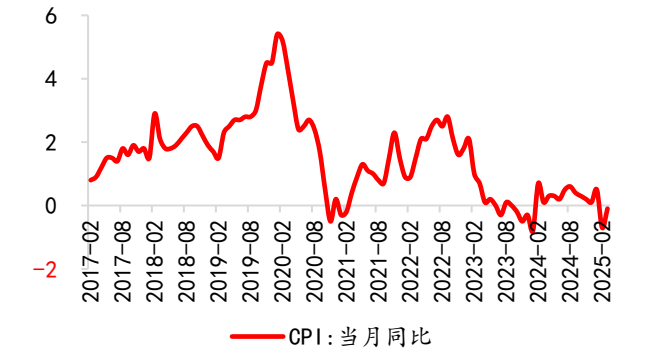
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



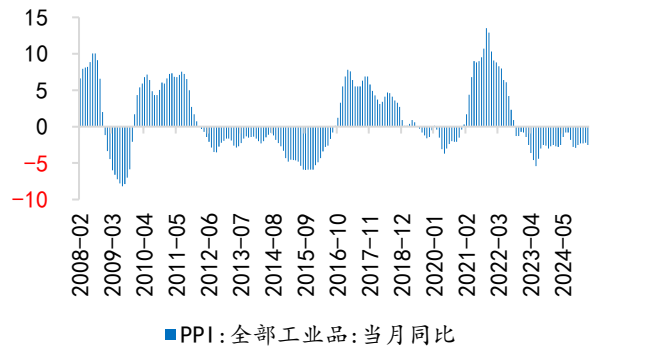
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



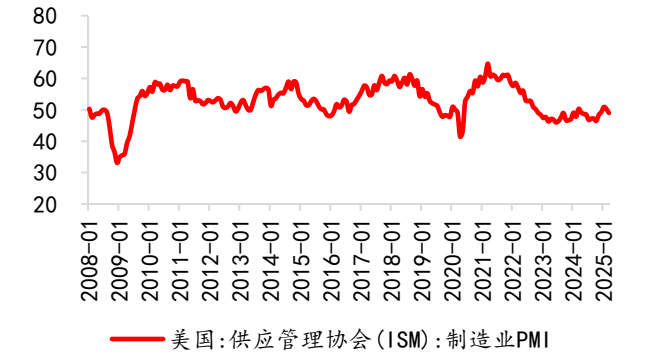
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



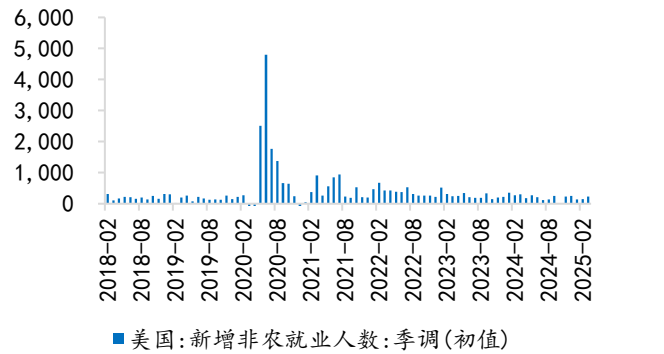
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：一揽子金融政策，继续稳市场稳预期

贸易战的冲击在我国经济指标上初步显现，4 月服务业 PMI 和建筑业 PMI 虽然仍然录得荣枯线之上，但制造业 PMI 录得 49.0%，比 3 月下降 1.5 个百分点，再次跌至荣枯线之下，显示受到贸易战冲击相对较大的工业部门已经开始面临一定的压力。5 月 7 日包含降准、降息在内的一揽子金融政策的及时推出，可以说恰逢其时，符合《政府工作报告》中提出的“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”。目前政策预期仍对市场形成明显支撑。

4 月关税战影响开始体现，冲击烈度低于预期

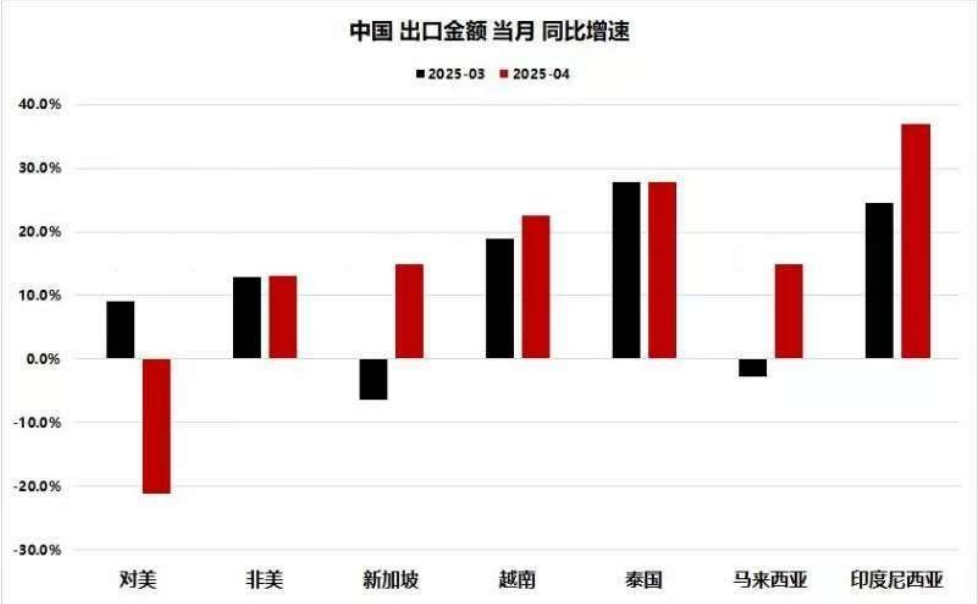
根据海关总署公布的数据，以美元计价，2025 年 4 月出口额同比增长 8.1%，增速比 3 月低 4.3 个百分点；其中，4 月对美出口同比下降 21.0%，增速比上月低 30.1 个百分点；4 月进口额同比下降 0.2%，降幅比 3 月收窄 4.1 个百分点；其中，4 月自美进口同比为-13.8%，降幅比 3 月扩大 4.4 个百分点。

4 月出口同比增速回落，主要源于当月中美关税冲击下，对美出口大幅下降；同时，上年同期高基数也有一定下拉作用。4 月出口仍然保持较高正增长，超出市场预期，背后有三个原因：一是 4 月我国对美国之外的其它市场存在“抢出口”现象；二是外需仍有一定韧性，三是 4 月中美超高关税主要在中下旬执行，且存在部分商品豁免，对整体出口的冲击作用受到控制。往后看，伴随“关税战”冲击进一步显现，以及低基数效应消退，5 月出口有可能出现同比负增长，接下来国内对外贸企业的支持力度将显著加大。。

今年 4 月出口同比增速达到 8.1%，仍处于较高水平，背后主要有两个原因：一是“抢出口效应”。4 月初，特朗普政府宣布对全球大部分国家征收“对等关税”，随后给予其中许多国家 90 天的关税暂缓期，在此期间仅征收 10%的基准关税。从转口贸易角度看，这在一定程度上引发了出口商对其它出口市场的“抢出口”效应。数据显示，4 月我国对头号贸易伙伴东盟出口同比增长 20.8%，增速比上月加快 9.2 个百分点，走势明显强于季节性，这在很大程度上抵消了对美出口下滑的影响。二是当前外需还有一定韧性。数据显示，一季度摩根大通全球制造业 PMI 指数处于扩张区间，表明外需对我国出口整体上仍有较强支撑作用。4 月我国对欧盟、日本出口增速分别达到 8.3%和 7.8%，增速分别比上月放缓 2.0 个百分点和加快 1.0 个百分点，这意味着美国之外的出口市场走势整体稳定。

展望未来，伴随关税战冲击进一步显现，上年同期低基数效应消退，以及美国“对等关税”对全球经济的破坏性作用向国际贸易传导——4 月摩根大通全球制造业 PMI 指数下降 0.5 个百分点，进入收缩区间，5 月出口增速有可能由正转负，其中对美出口有可能同比下降 60%左右。接下来国内会显著加大稳外贸和对相关出口企业的帮扶力度，也将明显影响金融市场的走势。

图表 1：中国部分国家出口：同比



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美联储已经陷入决策困境

美国非农就业数据再超市场预期，衰退的担忧似乎再度面临证伪。4 月企业调查就业人数达到 17.7 万，3 个月滑动均值达到 15.5 万，呈现稳步扩张态势；家庭调查失业率录得 4.2%，已在 4.0-4.2%区间震荡一年之久。

从结构看，稳健的劳动力市场很大程度受到供给侧支撑，就业高增继续集中在“劳工荒”行业。教育与医疗（7.0 万）、商贸（2.9 万）、休闲酒店（2.4 万）合计新增就业人数 12.3 万，贡献了 4 月新增非农就业的 69.5%。

然而，仔细观察数据，不难发现多个就业转冷迹象。比如空缺职位持续消耗，贝弗里奇曲线或已行至拐点。尽管近一年失业率于 4.0-4.2%区间低位震荡，但职位空缺率累计回落 0.5pct 至 4.3%，已经降至本轮周期最低点。其次是薪资增速显著软化，就业市场从“卖方市场”转向“买方市场”。4 月平均时薪环比增速跌至 0.2%，同比增速跌至 3.8%，教育与医疗（0.2%）、休闲酒店（0）等“劳工荒”行业薪资已经不再高增。三是失业结构显著恶化，永久性失业人数大幅增长，此前离开的劳工则在试图重返市场。4 月永久性失业人数激增 10.5 万至 191.5 万，重返劳动力市场的失业人数增加 6.0 万至 223.6 万。

美联储维持当前政策利率水平，同时继续 QT，表明美联储保持耐心，直到硬数据出现信号。

美联储承认已经一定程度陷入决策困境，未来可能需要在抗通胀与稳就业之间权衡。与此同时，鲍威尔表示当前的政策利率处于“很好的位置”，可以对各种情况做出反应。如若失业与通胀同步上行，“双重目标”发生冲突，美联储将优先关注偏离更大的那个目标。

在通胀与经济衰退之间，最终美联储还是会倾向后者而降息。关税引发消费和企业囤货前置，模糊了经济数据的表现。历史上，鲜有关税引发趋势性通胀的实例。决策困境之下，“鹰派降息”是更可能情形，预计年内仍有 1-3 次降息空间，合计幅度 25-75bp。然而，由于降息过程可能伴随着终点利率预期的抬升，市场预期或难大幅转鸽。

工业品震荡趋势难改

政策端仍是当前资本市场的核心主导因素，此次一揽子金融政策是对 4 月政治局会议“更加积极有为的宏观政策”的积极响应，货币政策先行，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”决策部署。预计托底因素和预期管理仍主导工业品走势，预计仍以震荡为主。

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	5 月 8 日	美联储如期按兵不动	鲍威尔重申不急于降息	后续“鹰派降息”是更可能情形
	5 月 7 日	央行、证监会等介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况	总量与结构双重发力	未来 1-2 个季度持续的宽松政策将陆续推出
数据	5 月 9 日	中国 4 月按美元计出口同比增长 8.1%	前四月，我国与美国贸易总值为 1.44 万亿元，下降 2.1%，占 10.2%	对美国出口 1.07 万亿元，下降 1.5%
	5 月 9 日	美国上周首申人数 22.8 万，市场预期为 23 万人	本周持续申请失业救济的人数下降了 2.9 万至 187.9 万，好于预期	就业市场暂时未出现明显变化
事件	5 月 9 日	美英达成贸易协议	但具体细节尚待敲定	英国将扩大对美国农产品的市场准入，美国则将对英国汽车提供一定程度的关税减免

资料来源：中金财富期货研究所

2 4 月外贸数据：出口韧性从哪来？

4 月我国出口同比增速录得 8.1%，较 3 月回落超 4 个百分点，高于市场预期，指向出口韧性较强。从量价拆分来看，数量拉动下降，价格拖累收窄。从地区和品类来看，对转口国和周边国家出口增幅更高，对应抢转口的集成电路和汽车，船舶出口增速也回升显著。出口韧性从哪来？主要来自抢转口，以及美对我国部分商品的关税豁免。一方面，虽对美国直接出口回落明显，但对东盟等转口国出口大幅上行，结合美进口集装箱中枢仍居高位，指向“抢转口”对冲规模着实不小。另一方面，美国 4 月中旬便主动豁免来自中国超两成商品的出口关税，主要集中在半导体、消费电子和医药品等领域。

未来出口节奏如何判断？一方面，中美虽将有谈判，但我们认为短期达成有利协议的可能性不大，特朗普的目的在于稳住国内。综合来看，出口未来趋势仍将整体回落，至年中或将探底。届时美国通胀影响显现，叠加经济继续放缓，其国内压力传导更有可能逼迫特朗普让步。另一方面，即便出口开启下行区间，其对应的组装进口零部件等需求也将同步下降，则贸易差额放缓幅度或更慢一些，净出口对于经济增长的拖累也将更小。

集成电路“抢转口”，船舶出口强劲。从各类商品对出口的拉动来看，除机械拉动值略有回升外，劳动密集型、电子、原材料的拉动值都有不同程度回落。从产业链来看，交运行业中，船舶（35.5%）增幅最为明显，较 3 月回升超 30 个百分点，汽车（4.4%）同比增幅也超 2 个百分点。电子产品中，集成电路（21.3%）同比有所上升，超 10 个百分点，其余产品均有不同程度回落，其中手机（-20.9%）降幅最为明显，下降超 30 个百分点，家用电器（-2.6%）降幅超 15 个百分点。劳动密集产品中，家具（-7.2%）和纺织（3.4%）降幅明显，超 10 个百分点，服装

（-0.5%）和鞋靴（0.3%）降幅超 5 个百分点。

进口逆势回升，矿产能源国升幅最大。2025 年 4 月我国进口同比增速为 0.2%，相较 3 月上升超 4 个百分点，环比增速也高于近 5 年均值，指向进口显著改善。一方面，或因国内商品和服务消费改善，终端需求增高。另一方面，由于我国对美反制关税生效，部分产品出现抢进口现象。从具体国别来看，进口主要贸易伙伴中，东盟、欧盟和美国增速有所下行，其中欧盟（-16.5%）下降超 9 个百分点，东盟（3.5%）下降超 5 个百分点，美国（-13.6%）下降超 4 个百分点，其余国家进口增速均有所上行，矿产能源国增幅最显著，提升近 15 个百分点。从进口增速的拉动来看，东盟、欧盟和美国对进口拉动下行，其中欧盟拉动降幅最为显著，其他主要贸易经济体拉动均有不同程度上升。从量价拆分来看，代表性商品进口增速中，数量拖累减弱，价格拖累略收窄。

3 节后流动性保持宽松

节后归来，利好资金面的因素偏多，资金利率或大幅下行。参考往年规律，由于 4 月末财政资金支出，5 月初资金利率往往明显下行，2021-2024 年五一节后 5 个交易日，R001 下行幅度均在 25bp 以上，其中 2022、23 年下行幅度超过 50bp；R007 同样走低，各年份降幅均超过 20bp。并且，5 月 6-9 日，政府债净缴款规模转负，为-1123 亿元，对资金面的扰动降至低位。

偏利空的因素，主要是节后 6-9 日逆回购到期规模高达 1.62 万亿元。而 2021-2024 年同期到期规模分别为 600、600、7270、4500 亿元，以往央行在 5 月初多采取缩量续作的方式，五一节后 5 个交易日内央行累计投放量均在 500 亿元以内。不过，考虑到今年到期规模较大，结合近期央行持续呵护流动性的政策取向，预计央行或适度加大续作力度以平滑资金面波动，主要观察隔夜利率能否稳定在 1.6%及以下水平。

公开市场：5 月 6-9 日，央行逆回购到期 1.62 万亿元

2025 年 4 月，央行未开展买卖国债操作，累计投放 1.2 万亿元买断式逆回购，其中 3 个月（91 天）和 6 个月（182 天）分别为 7000 亿元、5000 亿元，4 月有 1.2 万亿元 3 个月和 5000 亿元 6 个月买断式逆回购到期，净回笼 5000 亿元。

4 月 27-30 日，央行净投放逆回购 7358 亿元，其中逆回购投放 12403 亿元，到期 5045 亿元。截至 4 月 30 日，逆回购余额 16178 亿元，较 4 月 25 日的 8820 亿元大幅提升。5 月 6-9 日，央行逆回购到期 16178 亿元。

4 宏观策略

政策端仍是当前资本市场的核心主导因素，此次一揽子金融政策是对 4 月政治局会议“更加积极有为的宏观政策”的积极响应，货币政策先行，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”决策部署。预计托底因素和预期管理仍主导工业品走势，预计仍以震荡为主。

5 股指期货市场分析

两市继续震荡

上周市场延续回落，沪深 300 周+2%，上证 50 周+1.93%，中证 500 周+1.6%，中证 1000 周+2.22%，指数明显上涨。

A 股流动性方面，4 月以来伴随美国对华关税冲击，市场流动性出现明显变化。中央汇金等维稳资金的买入，带来了 ETF 份额的回升，而产业资本也呈现净增持特征，在流动性的结构性支持下，市场快速实现底部企稳。考虑到市场已对外部风险有所预期且政策端正有力推动中长期资金入市，央行的结构性工具也对资本市场进行底部流动性的支持，这些因素都使得 A 股的流动性更具韧性。而伴随业绩期的结束，融资或也将终止流出过程，一旦市场有新的题材涌现，将为融资的流入创造新的契机。总体来看，A 股流动性将面临结构性流入，这将有助于政治局会议“持续稳定和活跃资本市场”的实现。

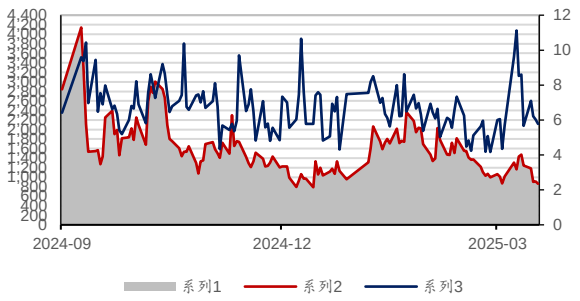
股指多头注意设置保护

护盘资金是当前指数走势的主要决定因素。

上证指数于 2025 年 4 月 7 日大跌后，技术条件没有进一步恶化。随后指数快速收拾局面，开始小碎步震荡盘升，渐次回补了超百点的巨大缺口，消除后市隐患。在 2025 年 4 月 7 日到 5 月 8 日，20 个交易日中，有 7 个交易日大单资金明显净流入，累计金额超 276 亿元，在修复弱势技术条件的过程中，明显有大单资金介入。指数于 2025 年 5 月 7 日，再度上破 60 日均线与半年线重要点位，再度来到日线均线体系之上，5 日、10 日、20 日均线多头排列，短线均线趋势向上，指数的均线技术条件明显修复。目前指数连续两个交易日处于 60 日均线之上，60 日均线在技术上经常被称为多空分界线，若能有效上破 60 日均线，指数向上的行情或在震荡中展开。

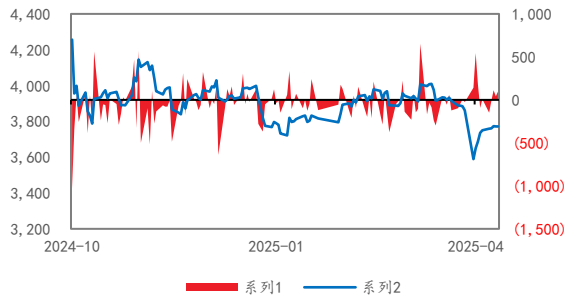
目前大部分公司已经收复了 4 月 7 日以来的跌幅，凸显稳股市政策的执行力度到位，市场预期得到有效管理，尤其是本周三部委会议，再出组合拳，稳预期稳市场的力度尚未出现明显改变。稳市场政策的继续出台，是防范经贸摩擦的潜在冲击做出的前瞻性安排，此次三部门部署的一揽子政策应该是序幕，政策空间仍有余力。在这种情况下，一旦指数出现大幅调整，会是较好的买入机会，但是目前指数已经修复对等关税以来的跌幅，追涨则面临风险，观望为宜。

图表 8：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



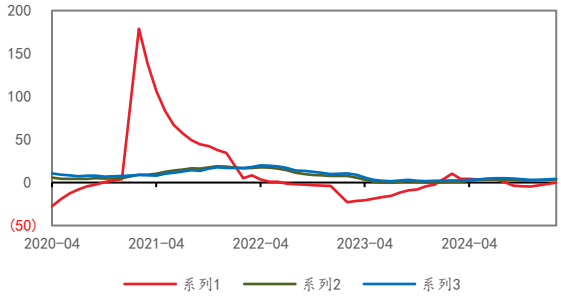
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

海外矿端供应偏紧

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。从各大矿企发布的 2024 年四季度铜矿产量报告和 2025 年铜产量指引来看，多个矿企下调 2025 年铜产量目标，2025 年的铜精矿供应更加严峻，全球铜精矿供需平衡缺口将更大。

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。但短期内铜精矿市场弱势格局难改，TC 或维持低位震荡。据海关总署数据显示，2025 年 3 月中国铜矿砂及其精矿进口量为 239.4 万吨，1-3 月累计进口量为 710.8 万吨，较上年同期的 698.0 万吨增长 1.8%。

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。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。据 SMM 调研，4 月国内电解铜产量同比增加 14.27%至 112.57 万吨。1-4 月累计产量同比增加 41.51 万吨至 548.9 万吨。尽管 4 月有 4 家冶炼厂有检修计划，但华东有新冶炼厂投产叠加西南某冶炼厂产能利用率持续提升。

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。

2025 年 1—3 月份，全国房地产开发投资 19904 亿元，同比下降 9.9%（按可比口径计算）；其中住宅投资 15133 亿元，下降 9.0%。1—3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 613705 万平方米，同比下降 9.5%。其中，住宅施工面积 427237 万平方米，下降 9.9%。房屋新开工面积 12996 万平方米，下降 24.4%。其中，住宅新开工面积 9492 万平方米，下降 23.9%。房屋竣工面积 13060 万平方米，下降 14.3%。其中，住宅竣工面积 9502 万平方米，下降 14.7%。

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

铜精矿加工费持续下滑，已降-40 美元/吨以下，铜矿短缺的形势依然较为严峻。1-4 月累计产量同比增加 41.51 万吨至 548.9 万吨。尽管 4 月有 4 家冶炼厂有检修计划，但华东有新冶炼厂投产叠加西南某冶炼厂产能利用率持续提升。5 月和 8 月价差超千元并有扩大现象抑制现货升水，持货商被迫调降升水以促成交，显示对未来走势信心不足，多采取观望态度。宏观不确定性和需求季节性转弱预期压制市场情绪，沪铜将继续窄幅运行。

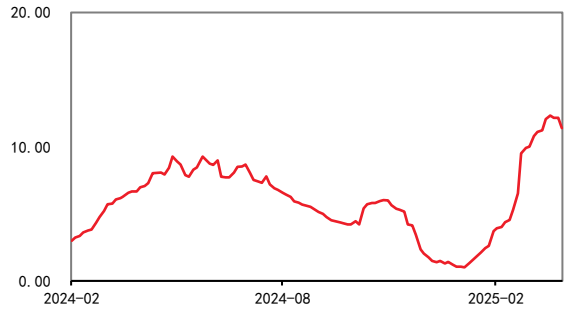
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



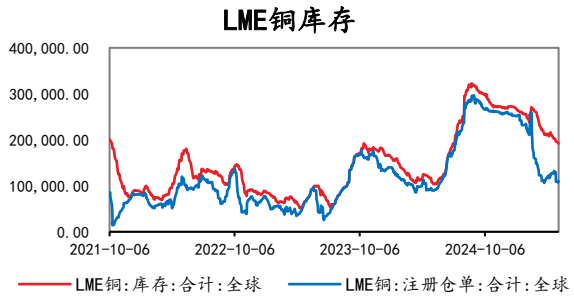
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



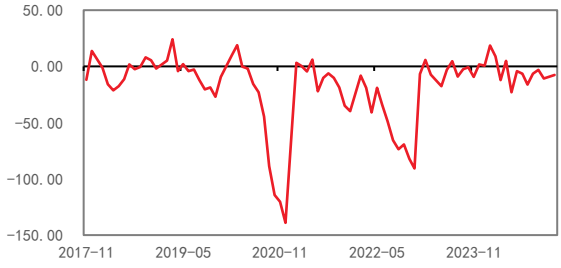
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



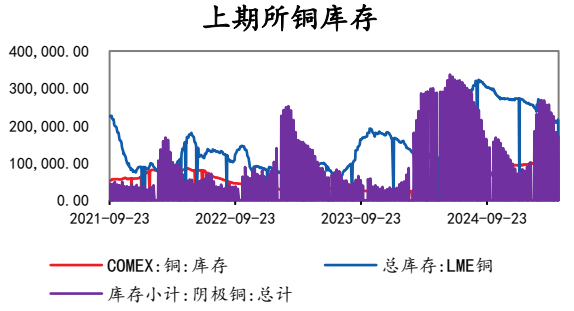
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



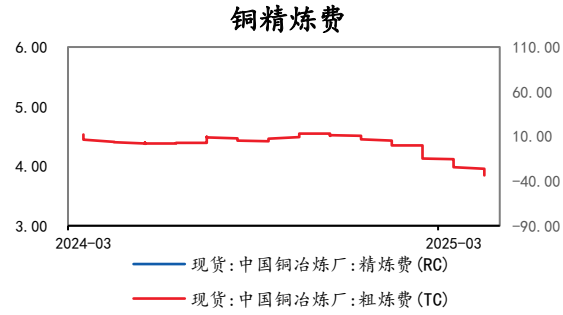
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%

CRU 调研，3 月中旬 Boliden 公布了 Odda 冶炼厂的 15 万吨/年扩建计划，使其总产能达到 45 万吨/年。尽管今年欧洲的产能有所增加，但预计该地区的精炼产量将同比下降 1.4%。欧洲冶炼厂产量持续下降的主要原因是欧洲冶炼厂面临来自中国同行的竞争。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。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。

2025 年 2 月锌矿砂及其精矿进口量 49 万吨，同比增加 83.7%；2 月进口量大的主要原因为 24 年底进口窗口打开，炼厂积极备货，原料供应增加明显。

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。

国内随着锌价重心下移，加工费继续上行受阻。据 SMM 调研，冶炼厂目前原料库存相对充足，除去常规检修外，继续增产意愿较强，预计 4 月冶炼厂产量依然在 56 万吨左右，5 月因常规检修影响，预计产量环比下降 2 万吨左右，短期供应端仍有支撑，但 5 月供应缺口或有增加，关注进口锌实际到货情况。

锌价下行，下游逢低补库

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。

基建表现平淡，目前水利和交运的实物工作量仍不不及去年同期水平，市场寄予厚望的电力铁塔表现不及预期，5 月下游已较难接满订单，二季度中后期电力侧或较难再提供边际增量。

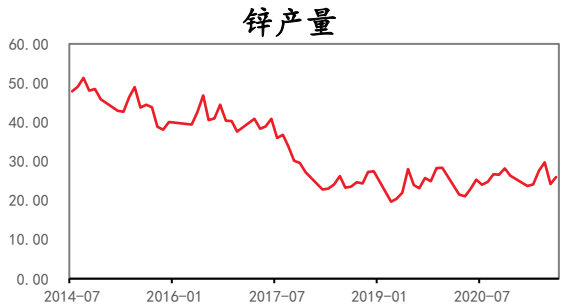
特朗普对进口汽车加征 25%关税。特朗普于 2025 年 3 月 26 日签署行政令，宣布自 4 月 2 日起对所有进口汽车及关键零部件加征 25%关税，4 月 3 日正式执行。该政策以“国家安全”为由实施，覆盖乘用车、轻型卡车及发动机、变速箱等零部件，并可能扩展至其他部件。抢出口力度难以抵消买单出口、反倾销和关税等因素带来的限制，预计 5 月中下旬出口需求以及锌整体下游需求将逐渐承压。

2 总结

锌矿 TC 维持高位，且受季节性因素影响，冶炼厂对进口矿需求增加，叠加冶炼厂年初开始提产，带动进口锌矿持续流入。冶炼厂原料库存相对充足，继续增产意愿，因 5 月常规检修影响，预计产量减量在 2 万吨附近，供应压力减弱。需求端，抢出口效应收敛，终端企业普遍担忧海外出口订单压力，原料及成本库存均有所累积。后市来看，节后补库叠加社库水平低位对锌价有所支撑，中期供需过剩压力下累库预期增强，沪锌上方空间有限。

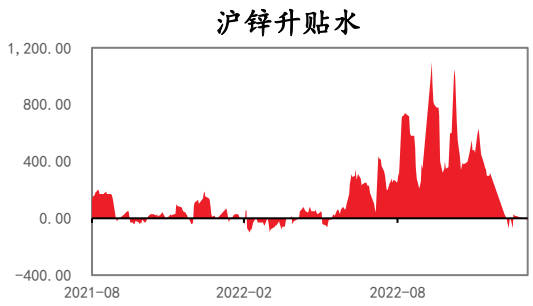
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



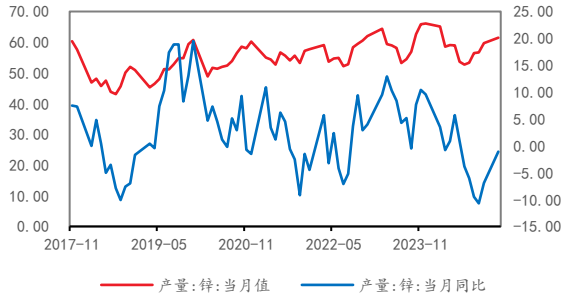
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



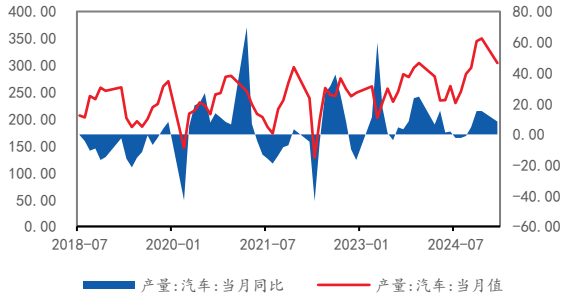
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 中美经贸高层会谈

中美经贸高层会谈于 5 月 9 日至 12 日在瑞士举行，旨在讨论关税等问题，双方希望通过对话解决经贸摩擦。该会议的主要目的是缓和紧张气氛，为未来更实质性的谈判铺路。这表明双方至少有沟通的意愿，以避免局势进一步恶化。

回顾关税现状，自 2025 年 4 月 9 日起，美国对所有中国输美商品征收高达 145%的关税，这一税率是在原有 20%基础关税之上叠加了 125%的“对等”关税形成的。对于钢铁产品，美国已于 2025 年 3 月 12 日起对全球进口钢材征收 25%的关税。

很多人认为当前美国对华 145%的关税以及中国 125%的报复性关税水平是“不可持续的”，所以中美之间的谈话会很快的有实质性的谈判缓和紧张气氛。实际上，特朗普政府在关税问题上立场强硬，将关税视为财政收入来源和经济施压工具，较难以降低对华关税作为谈判的前提条件，特朗普甚至希望在任何最终协议中保留部分关税。这种立场使得美国主动率先大幅降低关税的门槛较高。若美方不率先把关税下降至“对等关税”前的水平，中方会认为美方缺乏谈判的诚意和基础。

目前的情况更像是一种僵局。双方都认识到当前极高关税的不可持续性，但对于如何打破僵局并回到谈判桌上存在显著分歧。鉴于美方将关税视为重要工具且不愿首先让步的强硬立场，以及中方希望美方展现诚意（即降低关税）作为谈判前提的期望，双方在短期内就关税问题达成实质性缓和的难度较大。即将在瑞士举行的初步会谈，其主要目标可能更多是危机管控和缓和紧张气氛，而非立即解决核心的关税分歧。

长期维持如此高水平的关税对两国经济乃至全球经济都是不利的。这种经济压力最终可能会迫使双方寻求更可行的解决方案。然而，这个过程可能需要更长的时间，未来的谈判更可能是一个复杂、漫长且充满博弈的过程。

2 中对美贸易顺差收窄

2025 年 4 月，中国对美贸易顺差从 3 月份的 275.8 亿美元收窄至 204.6 亿美元。这主要是由于中国对美出口同比骤降 21%，同时，中国自美进口同比下降 13.8%。2025 年前四个月，中国对美贸易顺差累计达到 970.3 亿美元，其中出口同比下降 2.5%，进口同比下降 4.7%。

从美方数据看，截至 2025 年 3 月，美国整体商品和服务贸易逆差在 3 月份扩大了 14.0%，达到 1405 亿美元，其中出口微增 0.2%，进口则大幅增长 4.4%。2025 年 3 月，美国对华货物贸易逆差为 248 亿美元。年初至 3 月底，美国商品和服务贸易逆差较 2024 年同期激增 92.6%，而 3 月份美国工业用品及材料进口额减少了 107 亿美元，其中成品金属型材进口额下降 103 亿美元。

尽管美国实施了旨在减少贸易逆差的关税政策，但其整体贸易逆差在 2025 年初却显著扩大。这也表明单凭关税难以解决贸易失衡的根本原因。这也可能反映了贸易转移的现象，即美国从其他未受最严厉关税限制但成本可能更高的国家进口，或是关税推高了进口商品的价格，从而推高了进口总额，进而推高通胀。

美联储在 2025 年 5 月的会议声明中指出，通胀仍然“有些偏高”。尽管此前通胀有所缓解，但近期的进展似乎停滞。如果关税导致进口商品价格持续上涨，无疑会给现有的通胀压力火上浇

油。美联储主席鲍威尔也承认，如果大规模关税持续，可能会导致通胀上升和经济活动放缓。

3 联合新闻发布会解读

2025 年 5 月 7 日，中国金融管理部门联合召开新闻发布会，宣布了一系列旨在稳定市场和预期的金融支持政策。

为应对经济下行压力和外部不确定性，中国人民银行推出了一揽子宽松货币政策：

- 全面降准释放流动性：自 2025 年 5 月 15 日起，中国人民银行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构），预计将向金融市场提供约 1 万亿元人民币（约合 1389 亿美元）的长期流动性。此举旨在提升银行的信贷投放能力，降低社会融资成本，支持实体经济发展。

- 针对性降准支持特定行业：值得注意的是，汽车金融公司和金融租赁公司的存款准备金率从 5%大幅下调至 0%。这一高度精准的政策旨在直接刺激汽车消费和通过融资租赁支持设备更新投资。

- 政策利率下调引导融资成本下降：中国人民银行已于 5 月 8 日将 7 天期逆回购操作利率从 1.50%下调 0.1 个百分点至 1.40%。市场普遍预计此举将引导 LPR 同步下行约 0.1 个百分点。此外，针对农业和小微企业的再贷款利率以及抵押补充贷款（PSL）利率也下调了 0.25 个百分点。这些举措共同致力于降低企业和居民的融资成本，从而鼓励投资和消费。

-支持资本市场与创新：相关部门将支持上市公司利用股票、债券、不动产投资信托基金（REITs）等多种融资工具进行直接融资，并鼓励符合条件的境内企业依法依规进行境外上市。同时，设立了 5000 亿元人民币的消费服务和养老保障再贷款工具，并将科技创新和产业升级的再贷款额度增加了 3000 亿元至 8000 亿元人民币。

房地产行业作为中国经济的支柱之一，也是钢材的主要消费领域。此次发布会也释放了稳定房地产市场的明确信号：

- 稳定措施与“白名单”项目：中国政府强调将加快构建与房地产发展新模式相适应的融资体系，以巩固市场稳定态势 12。目前，已批准的房地产“白名单”项目贷款额度达到 6.7 万亿元人民币，已支持超过 1600 万套住房的建设和交付，据称有效遏制了房地产行业的下滑势头 12。

- 降低居民购房成本：自 5 月 8 日起，个人住房公积金贷款利率下调 0.25 个百分点，首套房贷利率从 2.85%降至 2.6%12。预计此举每年将为购房者节省超过 200 亿元人民币的利息支出，旨在支持居民刚性住房需求。

从政策基调来看，政策层面强调“稳定市场和预期”，如央行政策决策旨在“稳步降低社会总体融资成本，提振市场信心，有效支持实体经济稳定扩张”，指向了政策的主要目标是巩固当前经济复苏的基础，并防范潜在风险，而非强力刺激。

因此，短期内出台“超预期”大规模刺激政策的可能性相对较小。会议提到，尽管 2025 年第一季度 GDP 实现了 5.4%的增长，但“中国经济持续复苏的基础尚需进一步巩固，国家面临外部冲击加剧的影响”。这表明政策的着力点在于确保现有复苏势头的持续性，而非寻求短期内的大

幅拉升。

就房地产行业而言，政策强调加快构建与房地产“新发展模式”相适应的融资体系。这暗示了政策导向可能更侧重于长期的结构性调整和可持续发展，而非简单回归以往大规模刺激的老路。如发布会提到了前期“白名单”房地产项目贷款已达 6.7 万亿元，有效遏制了房地产行业的下滑势头。这意味着决策层认为现有政策正在逐步发挥作用，当前更需要的是保持政策的连续性和稳定性，并观察其效果。

4 铁水产量小幅增长需求超预期走弱

上周全国高炉产能利用率略有上升，电炉产能利用率则小幅下降。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 92.1%,环比上升 0.1 个百分点,同比提升 5.9 个百分点;91 家电炉产能利用率为 51.9%,环比下降 0.1 个百分点,同比与去年持平。五大品种钢材周产量为 874.2 万吨,环比下降 1.1%,同比下降 0.4%。上周长流程产量小幅增加，日均铁水产量增长 0.2 万吨至 245.7 万吨，螺纹钢产量有所回落，热卷产量则小幅增加。

在库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1033 万吨，环比增加 0.9%，同比下降 27.0%；钢厂库存为 443 万吨，环比增加 4.6%，同比下降 13.9%。钢材总库存由降转增，环比增长 2.0%。其中螺纹钢厂库与热卷社库累积明显，节后去库趋势阶段性中断。

根据产量与总库存数据测算的五大品种钢材周表观消费为 845.2 万吨，环比下降 12.9%，同比下降 4.9%。其中螺纹钢表观消费为 213.9 万吨，环比大幅下降 26.7%，同比下降 19.6%。上周五大品种钢材表需季节性走弱，螺纹钢消费受工地施工节奏影响明显回落，建筑钢材成交周均值为 10.1 万吨，环比减少 11%。

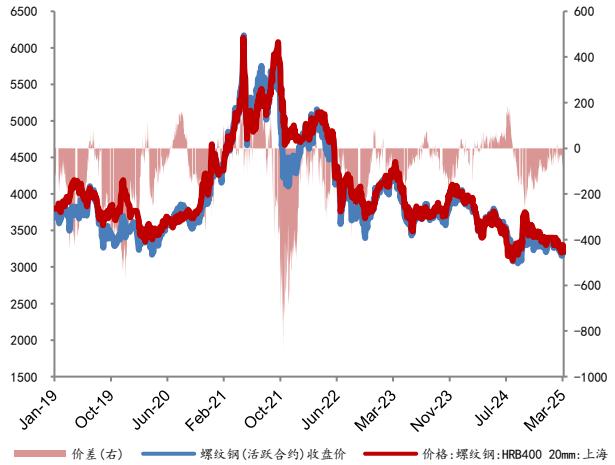
上周钢材现货价格偏弱运行，主流钢材品种即期毛利小幅下滑。247 家钢厂盈利率为 58.9%,环比增加 2.6 个百分点。

5 小结

上周终端需求明显下滑，跌幅远超往年同期季节性规律，库存也早于往年进入累库阶段，表需转弱迹象明显。与此同时，钢厂利润持续回升，高炉开工维持高位，供应端仍保持宽松态势，若无行政限产介入，短期供应压力仍难缓解。金融管理部门上周联合召开发布会，市场高度关注的地产强政策并未兑现，强预期落空使得市场情绪由“强现实、弱预期”转向“弱现实、弱预期”。在政策端发力缺乏、盈利驱动产量高位的背景下，钢价预计仍将维持偏弱运行格局。

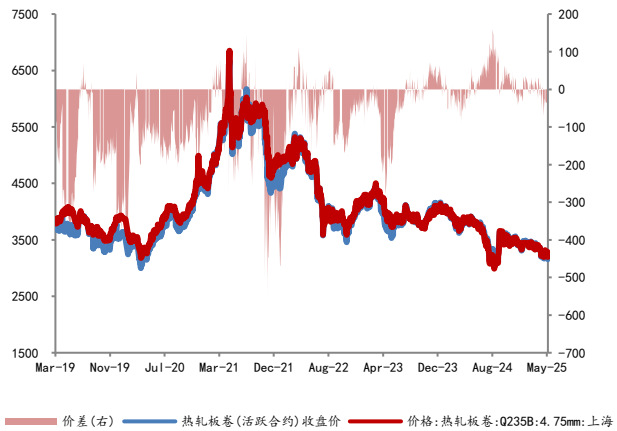
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



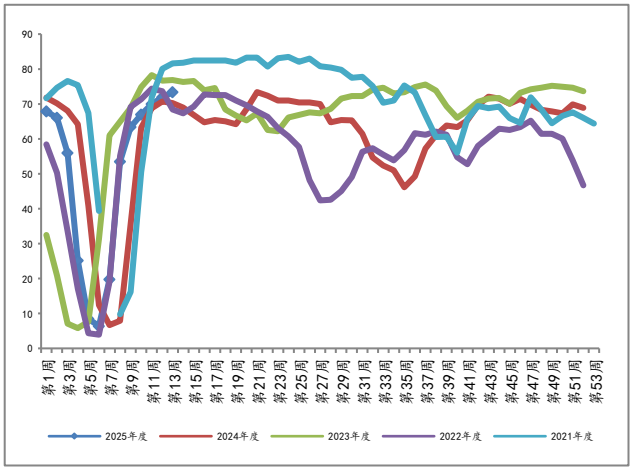
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



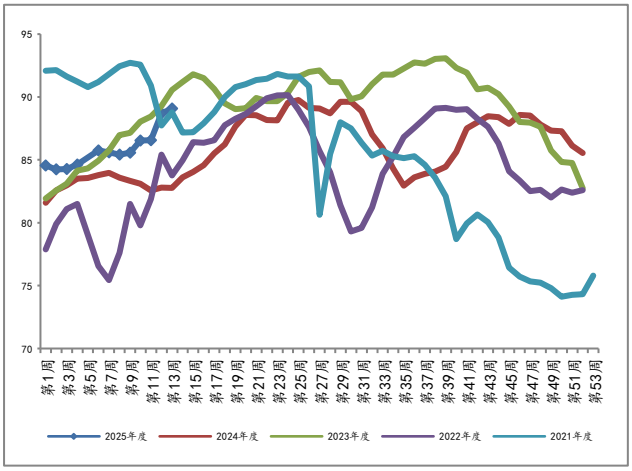
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



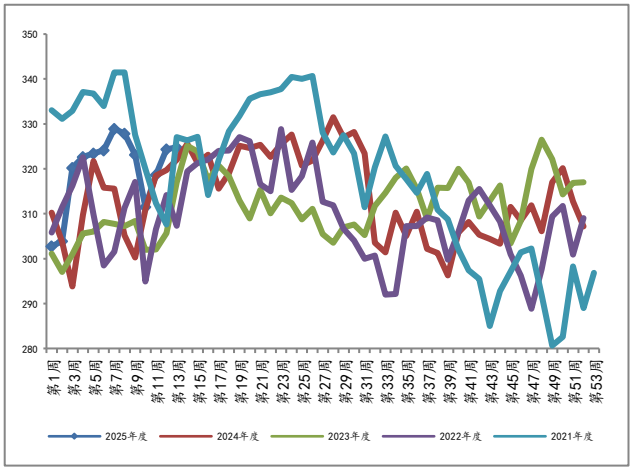
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



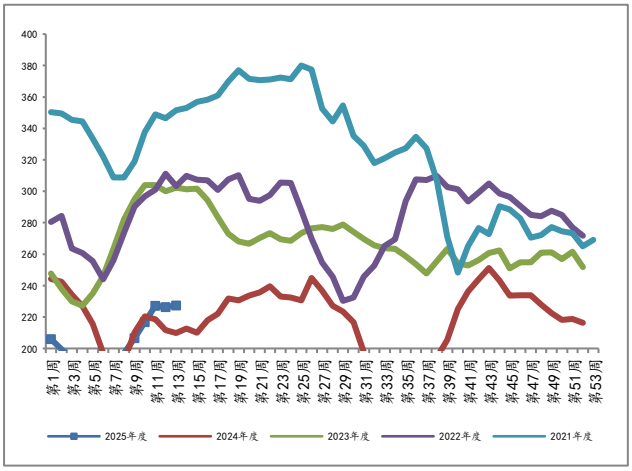
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



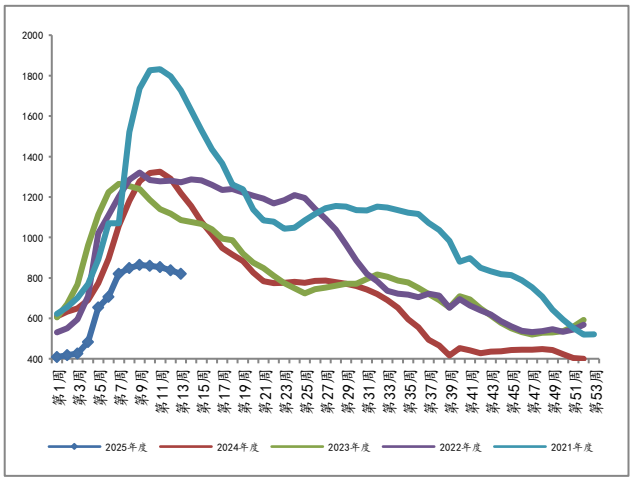
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



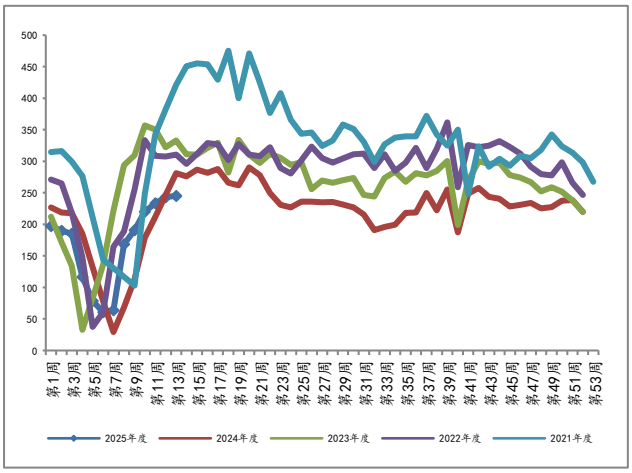
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 继续加速推进增产

正如此前 OPEC+内部人士透露的那样，该组织同意连续第二个月加速推进增产，令市场供需关系加速走向失衡。

具体地，以沙特为首的 OPEC+八大产油国在会议上决定，在 5 月增产 41.1 万桶/日的基础上，6 月再度将原油产量提高 41.1 万桶/日，增产幅度仍然是原计划的三倍。作为一直以来支撑减产的中流砥柱，沙特意外成为本轮激进增产的推手，其官宣理由是以此惩罚哈萨克斯坦等长期不遵守协议的成员国。据 OPEC+代表透露，除非全员同意履行减产承诺，否则沙特考虑以 41.1 万桶/日的节奏逐步退出该国 220 万桶/日的减产份额。

有分析表示，沙特增产是迫于特朗普政府施压的结果，但我们更倾向于认为，沙特正依托低成本优势对美国页岩油发动打击，类似 2020 年 4 月的情景，或将达成遏制美国页岩油增长的战略目标。沙特表示愿意接受油价长期低迷的代价，外界质疑限产协议框架的存续性，原油交易商正在为价格战做好准备。

无论如何，由于 OPEC+大刀阔斧推进增产，加上关税导致需求前景不明，原油供需失衡节点将被提前，2025 年市场大部分时间将处于过剩状态。

2 中美开始贸易对话

除了基本面因素外，原油市场受短线情绪波动影响较大，主要取决于特朗普的关税政策走向。

据外媒报道，特朗普最新表示，美国目前对中国出口商品的关税过高，预计未来税率将出现大幅下降。随后美国财长贝森特补充，中美经贸沟通已见良性互动趋势，相信关税壁垒将在未来数月内做出结构性调整。该事件被解读为特朗普在关税问题上态度首次软化，美国单边霸凌行为碰壁后，对华立场不得不有所缓和，或将为原油市场带来新的转机。

商务部表示：在充分考虑全球期待、中方利益、美国业界和消费者呼吁的基础上，中方决定同意与美方进行接触。中美两国高层计划展开对话，这是自特朗普政府一意孤行宣布关税政策以来，首次得到官方确认的正式会谈。公众普遍预期，若本次谈判能取得积极进展，将为全球供应链稳定带来希望，原油市场也将显著受益。

中国作为全球第二大经济体和最大原油净进口国，其稳健发展事关全球经济复苏和能源需求回暖，如贸易冲突得到妥善解决，将直接推高市场乐观预期。由于中美贸易战阶段性缓和，对能源需求的担忧情绪缓解，原油市场重获信心后止跌企稳。

3 白宫行事反复无常

回顾 4 月以来国际油价的下跌过程，主要是由于特朗普当局的政策性失误，引发对全球经贸和需求放缓的担忧。客观来讲，美国经济关键指标尚未观察到非农就业锐减、PMI 大幅收缩、信贷利差扩大等明确信号，贸易战及时悬崖勒马仍可避免走向衰退终局。原油市场情绪从悲观中

修复，但前景仍然充满不确定性，暂时的平衡状态微妙而脆弱。

在特朗普当局立场软化后，外界期待美国与亚洲大国之间的紧张局势得以缓解。然而白宫朝令夕改反复无常，华盛顿方面释放出的信号十分混乱，特朗普对贸易伙伴的诉求存在明显的自相矛盾，所谓的“海湖庄园协议”（强制发行百年零息美债）更是异想天开，因而至今未能与任何国家达成一致，造成公众对全球经济的信心普遍受挫。

我们认为，原油市场核心风险因素远未解除。熟悉 MAGA“赢学”的读者应该知道，能打败特朗普的只有半小时后的特朗普，从表态到落地仍有相当大的变数。若短期内缺乏利多指引，交易者普遍持偏空态度。

4 旺季不旺缺乏驱动

尽管近期美国原油库存降幅超预期，但难以改变对基本面疲软的担忧。

美国能源信息署(EIA)高频数据显示，截至 5 月 2 日当周，美国商业原油库存大幅减少约 200 万桶至 4.384 亿桶，WTI 交割中心俄克拉荷马州库欣地区原油库存减少 74 万桶至 2496 万桶。成品油方面，当期美国汽油库存略微增加 20 万桶至 2.257 亿桶，包括柴油和取暖油的馏分油库存减少 110 万桶至 1.067 亿桶；汽油裂解价差报 26.55 美元/桶，柴油裂解价差报 23.58 美元/桶，整体仍处于中偏低位水平。

按照往年季节性规律，3-5 月中旬北美能源需求处于传统淡季，炼厂开工负荷维持低位，原油及油品累库压力较大。美国人多会在 5 月最后一周至 9 月第一周之间驾车旅游，6-8 月是最火热的夏季出行旺季。因此，理论上美国汽油消费即将显著回暖，然而特朗普政府发动关税战，结果导致美国通胀预期升温，美国民众生活成本增加，可能令汽油消费不增反减。预计后市原油需求端依然较弱，二季度或表现为旺季不旺，油价缺乏走强的核心驱动。

5 中短期内难以修复

现阶段原油市场存在双重主线逻辑：一是美国特朗普当局一手策动的关税战，二是 OPEC+超预期推进增产计划，其共同导致国际油价重心回落大约 10 美元/桶，同时也令远期曲线变得更为复杂费解。

我们观察到，目前 Brent 基准原油期货曲线呈现出一种罕见的异常形态：前九个月的近月合约升水远月合约即 Backwardation 结构，然而 2026 年之后曲线将反转呈 Contango 结构，该情况在过去 30 年的历史数据中找不到先例。这可能预示着今年晚些时候，原油市场供需预期或出现迅速恶化，供应强劲叠加需求放缓将加剧过剩程度。

原油市场正走在高度不确定的十字路口，华尔街主流投行下调油价预测，高盛将 2025 年 Brent 原油均价预估值下调 2-3 美元/桶，向下考验 60 美元大关。在全球政治经贸环境复杂多变的背景下，接下来中美贸易关系能否回归正常化进程，将成为稳定原油市场的决定性因素。

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贸格局的重塑，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。

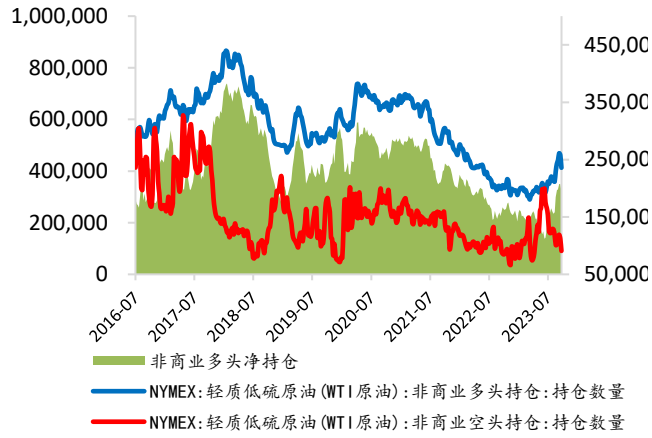
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



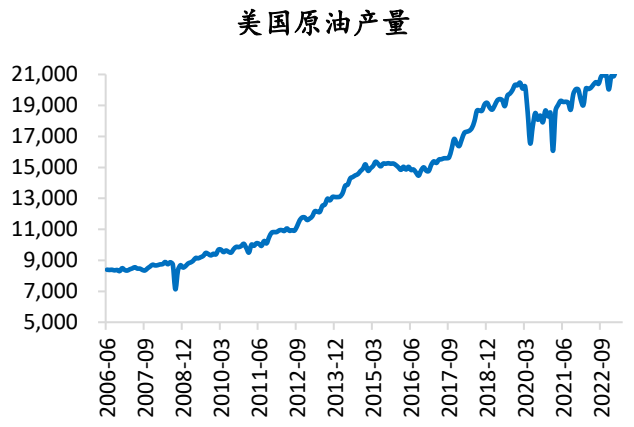
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



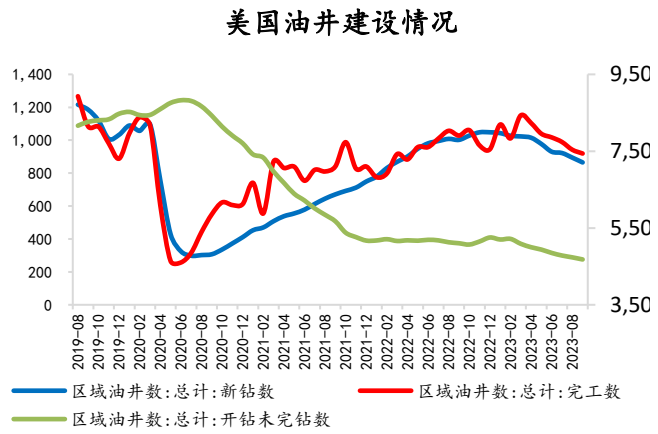
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



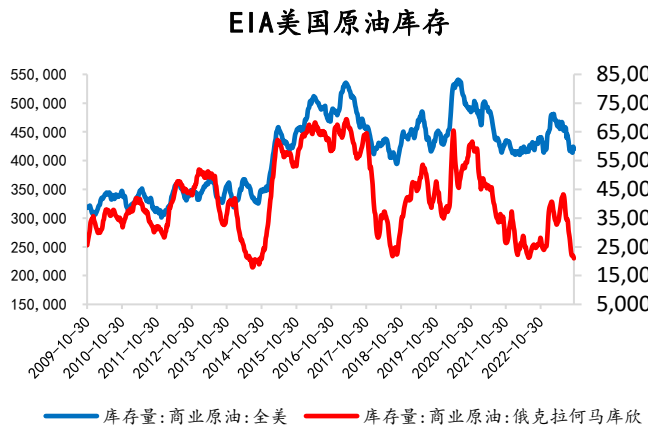
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



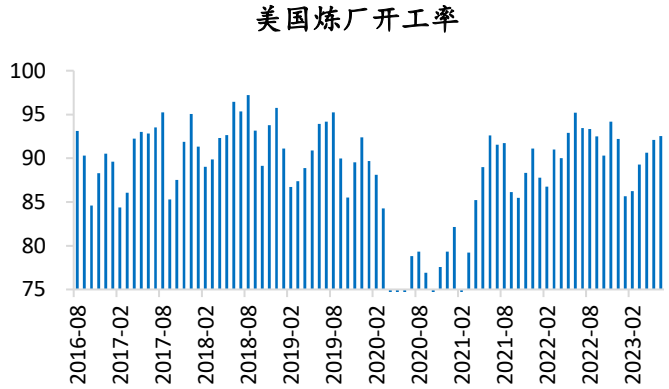
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



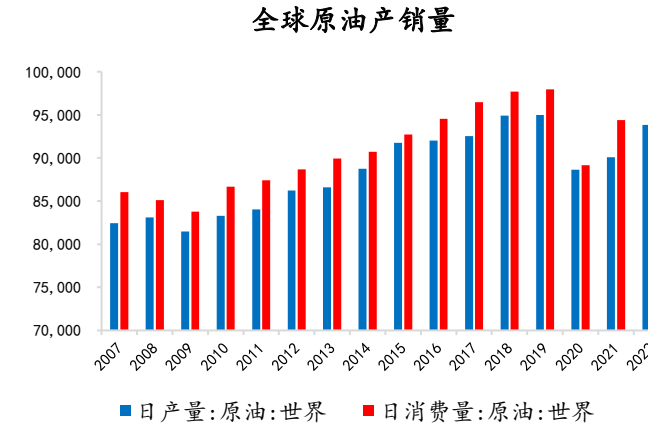
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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 下跌趋势 Back 收敛

随着大宗商品市场氛围走弱，天然橡胶期货 RU 合约在下行过程中，期限结构表现出明显的 back 收敛。

今年国内云南和海南产区天气条件良好，橡胶树生长状况较为理想，现已遵从季节性规律正常开割。乳胶下游厂商原料库存消化后，4 月开始阶段性补库，形成对于国产全乳胶供应的分流。此时由于 RU 走势跟随 NR 单边下跌，短期内压制加工厂对全乳胶的排产意愿，现货端形成一定的结构性支撑。关于今年首次橡胶国储政策，本次计划收储 8.52 万吨，实际收储 8.03 万吨，主要为 2024 年 3 月以后生产的全乳胶，量级约占 RU 存量仓单的 40%。

综上，对于传统远月升水的沪胶而言，目前近月合约受到现货端因素支撑，而远月合约承受悲观预期压力，形成本轮下跌行情中的 back 收敛。

2 旺产预期原料跌价

4 月开割初期，国内外主产区天气良好，5 月天然橡胶产量预期增加。

云南、海南地区先后于 3 月底和 4 月试割，泰国东北部和越南地区于 4 月底陆续开割，迄今为止割胶作业进展顺利。气象预测数据显示，未来半个月中南半岛大部地区降雨量约在 35-55mm 之间，属于往年同期正常水平，今年开割季天气因素影响相对去年明显较弱。

行业数据显示，4 月天然橡胶原料平均价格大幅走跌，FOB 报价泰国胶水 59.72 泰铢/公斤、杯胶 52.37 泰铢/公斤，环比上月分别下降 8.47 和 9.47 泰铢/公斤。由于去年原料价格长期坚挺，胶农割胶意愿积极，若未来数月极端天气不多，预计原料供应十分充裕，价格不及去年同期。

在此情况下，4 月橡胶收储政策落地实施，对市场信心提振力度亦有限。5-6 月沪胶整体保持低位区间震荡，迎接年中的季节性低谷。

3 下游轮胎开工转弱

在供应端上量的同时，下游需求端疲弱难改，中短期天然橡胶市场预期不佳。

在特朗普抛出关税政策之前，国内轮胎企业抢出口集中发力，销售政策给予一定让利支持，3 月销售数据表现较好。然而，4 月外销需求特别是美国市场受关税影响显著走弱，轮胎工厂成品库存天数升至高位，产业链自下而上去库压力较大。细分领域来看：半钢胎企业出货压力不减，月内新订单数量未达预期，部分已主动调降排产，样本企业产能利用率持续走低；全钢胎企业产能利用率整体在低位维持稳定，根据库存变化灵活调整排产节奏；全半钢胎的结构性分化仍将持续。

下游轮胎出口订单锐减，成品库存累积；叠加上游国内外产区顺利开割，传统季节性弱势预期兑现；供需两端持续缺乏驱动，天然橡胶走势低位震荡承压。

4 关注欧盟双反调查

在遭到美国加征关税后，中国轮胎出口再传利空消息，欧盟计划对我国乘用车及轻卡车轮胎启动反倾销与反补贴调查。欧盟委员会贸易总司官网显示，欧盟将于 2025 年 5 月 20 日正式启动针对中国轮胎的贸易保护调查，目前该调查处于“初步调查”阶段。尽管具体措施尚未确定，但欧洲是中国轮胎的重要出口市场—尤其在美国市场遭受关税重创之后。

自 2017 年欧盟首次对中国卡客车轮胎发起“双反”调查以来，直接导致中国轮胎在欧盟市场份额从 21.3%大幅降至 5.4%。目前中国轮胎企业对欧盟的出口格局大致为，国内生产的乘用车轮胎直接面向欧洲出口，卡客车轮胎由东南亚建厂生产出口至欧洲。此次“双反”调查正值中美关税战白热化阶段，如果欧盟对华乘用车胎“双反”税率落地，无疑使得中国轮胎企业腹背受敌。

天然橡胶需求端来看，长期存在半钢胎开工强于全钢胎的分化现象，主要是受到海外出口订单的支撑。而现在欧美两大市场同时构筑关税壁垒，新兴市场国家也纷纷加入对中国轮胎的围剿，接下来橡胶下游要看内需能否弥补出口缺口。

5 二季度阶段性错配

ANRPC 最新发布的月度报告统计，3 月全球天然橡胶产量估计为 79.8 万吨，同比增加 0.9%，环比下降 15.6%；3 月全球天然橡胶消费量估计为 136 万吨，同比下降 0.1%，环比增加 14.6%。ANRPC 预计，2025 年全球天然橡胶产量将增加 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%。预计 2025 年全球天然橡胶消费量将增加 1.5%至 1559 万吨；其中，中国+2.5%、印度+3.4%、泰国+6.1%、马来西亚+2.6%、越南+1.5%、柬埔寨将大幅增长、其他国家+2.5%。

尽管报告中 3 月天然橡胶供需偏紧，全年行业整体趋于再平衡，但实际上近月沪胶价格重心却大幅降低。这是因为在 3 月统计期内，供应端处于全年产量最低谷，而需求端存在关税前的抢出口，进入二季度供强需弱完全逆转，呈现出明显的阶段性供需错配现象。

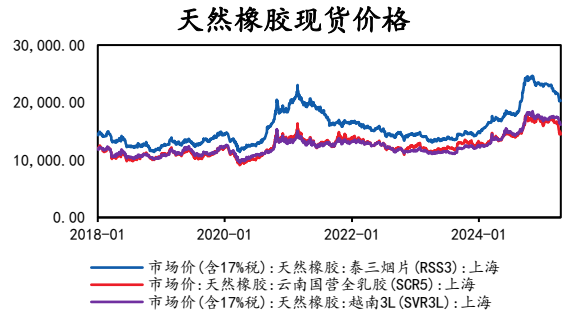
6 沪胶重拾上升大势

在中美关税贸易战背景下，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，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

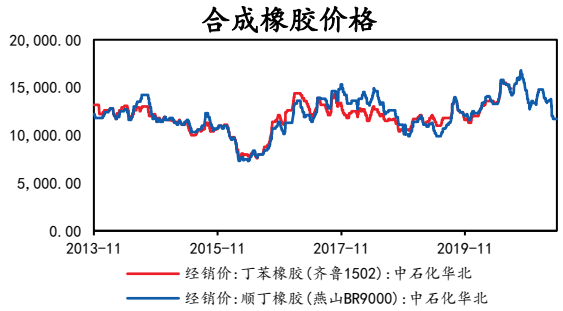
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



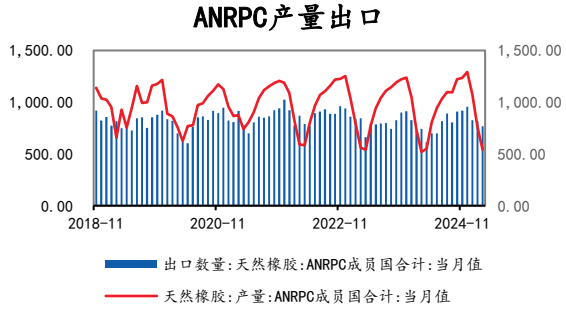
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



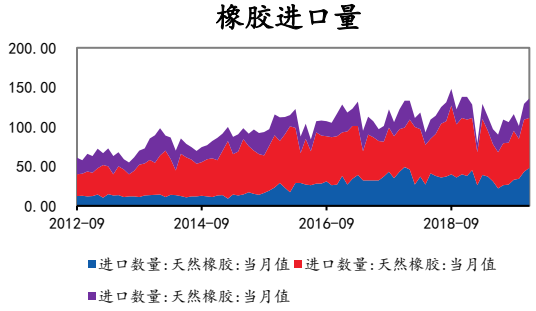
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



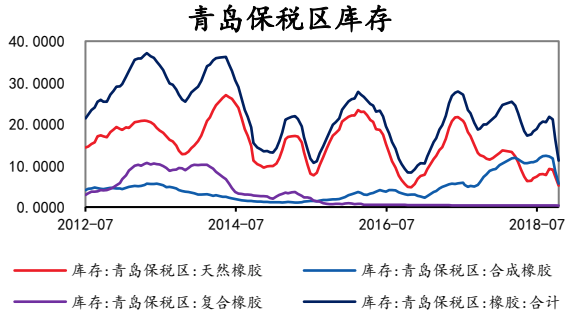
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



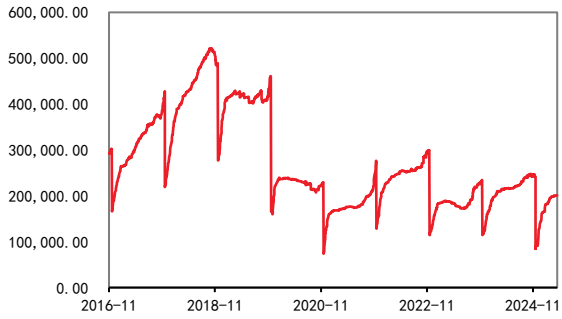
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



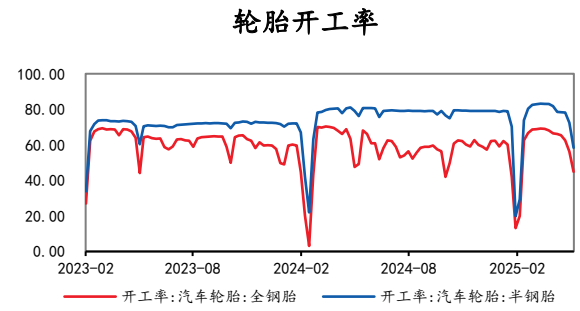
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



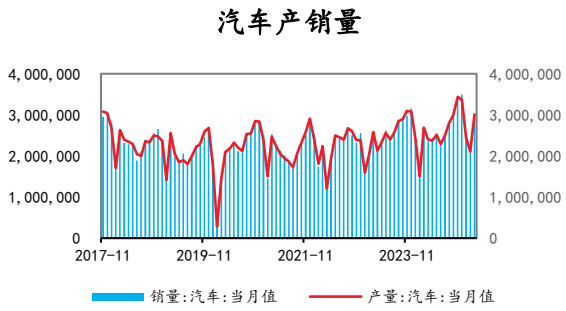
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆平稳开局，国内豆类市场粕弱油强

1 外部豆类市场分析

新季美豆平稳开局，阿根廷大豆产量被调高

美国农业部发布的周度作物生长报告显示，截至 5 月 4 日当周，美国大豆种植率为 30%，低于市场预期的 31%，去年同期为 24%，五年均值为 23%；当周美豆出苗率为 7%，上年同期和五年均值分别为 8%和 5%。整体来看，美豆开局状态正常。目前巴西大豆收割工作已近尾声，基本实现预期产量规模。阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所将该国大豆产量预估值从 4860 万吨上调至 5000 万吨。

巴西大豆实现预期产量，出口需求强劲

巴西是全球最大的大豆生产国和出口国，该国产量对于稳定全球大豆供应具有不可替代的影响。巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的出口数据显示，巴西 4 月出口大豆 1527 万吨。巴西全国谷物出口商协会（Anec）预计，巴西 5 月大豆出口料为 1260 万吨，低于去年同期的 1347 万吨。在美国农业部公布月报前，分析师预计 2024/2025 年度巴西和阿根廷的大豆产量将会上调，其中巴西大豆产量将增加 10 万吨，达到 1.691 亿吨。阿根廷大豆产量将调高 30 万吨至 4930 万吨。中美贸易战直接令巴西大豆出口收益，种种迹象表明，新年度巴西大豆播种面积将继续扩大。

美国农业部月报在即，新年度大豆供需数据备受关注

美国农业部将于 5 月 12 日公布月度供需报告，届时将对 2025/2026 年度全球大豆供需情况作出首次评估。报告前市场预计，新年度美国大豆产量预计为 43.3 亿蒲，低于 2024/25 年度的 43.66 亿蒲。同时也有分析机构指出，受益于良好的播种进度，美国新季大豆播种面积将较美国农业部 3 月底种植意向报告给出的 8350 万英亩高出 50 万英亩。

产地棕榈油强势增产，库存压力显著升高

全球棕榈油生产具有显著的地域性和季节性特征，东南亚是全球棕榈油的主要产地，在全球占比近 90%。受气候因素影响，东南亚棕榈油通常从每年 11 月至次年 3 月进入季节性减产周期，4 月开始逐步恢复。马来西亚棕榈油局（MPOB）发布的供需月报显示，2025 年 3 月马来西亚棕榈油产量为 138.7 吨，环比增长 16.8%，马来西亚提前进入棕榈油增产周期。马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，4 月 1-30 日，马来西亚棕榈油产量环比增长 24.62%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的同期产量环比增幅为 17.03%，该机构发布的 5 月 1-5 日棕榈油产量环比增长 60.17%。产地棕榈油产量增势强劲，预计 MPOB 将在 5 月供需报告中明显调高棕榈油库存。

2 国内豆类市场分析

4 月份中国进口大豆 608.1 万吨，同比下降 29.06%

海关总署公布的数据显示，2025 年 4 月中国共进口大豆 608.1 万吨，环比增长 72.59%，同比下降 29.06%；1-4 月累计进口大豆 2714.7 万吨，同比下降 14.6%，累计金额同比下降 28.2%，呈现量价齐跌现象。4 月进口大豆数量虽较 3 月大幅回升，但远低于去年同期进口水平。除了受到 4 月海关通关时间延长影响外，前 4 个月进口大豆量价齐跌，也显示出中国国内市场对进口大豆需求整体下降。

豆粕现货急涨急跌，供应压力令豆粕期货维持弱势

4 月份国内豆粕现货价格波动较大。统计数据显示，沿海豆粕现货主流均价在 4 月初时为 3089 元 / 吨，在 4 月 24 日达到月内最高价格 4060 元 / 吨，随后快速回落至月末的 3396 元 / 吨，月内最高涨幅为 33%，呈现典型的暴涨暴跌局面。近期国内豆粕现货市场宽幅波动，主要是进口大豆到港后通关时间较长，导致企业无豆压榨所致。随着巨量进口巴西大豆陆续卸货到厂，五一后国内油厂开工率快速回升，豆粕库存迎来拐点，现货市场整体维持震荡偏弱状态。5-6 月是国内进口大豆到港高峰期，预计 5 月进口大豆到港量在 1200 万吨左右。国内供给环境快速转向宽松，豆粕期货市场承压连续回落，将中美贸易战引发的价格升水全部抹去，并对即将举办的中美贸易谈判反应较为平静。

国内油脂库存止降回升，棕榈油与其他油脂间价差持续得到修正

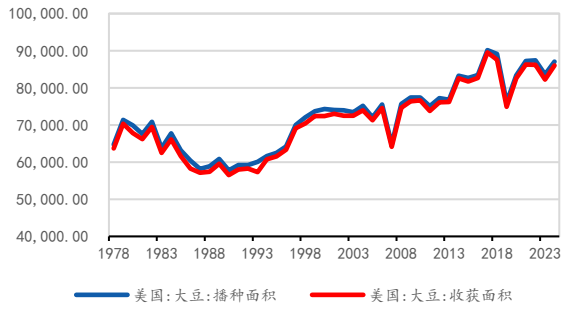
中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 194.69 万吨，周度增加 2.11 万吨，其中豆油和菜油库存增加，棕榈油库存下降。随着棕榈油主产区进入产量高峰期，库存将在未来数月显著上升，产地棕榈油价格整体承压回落。受外部市场拖累，国内棕榈油进口成本跌至七个月低点，在五一后出现明显补跌行情。目前远期棕榈油进口利润改善，企业订船量增加，国内棕榈油库存有望迎来拐点。当前产地棕榈油保持供强需弱格局，国内外棕榈油市场正在回吐去年因印尼 B40 计划引发的价格超涨。套利资金调仓暂时缓解豆油和菜油弱势，并继续推动油脂间价差向正常水平回归。

3 油脂油料市场展望

美豆良好开局有助于降低天气炒作预期，美国农业部 5 月供需报告将奠定新年度全球大豆市场供需基本格局，值得密切关注。中美即将展开贸易谈判，取得实质性进展的难度较大，从目前国内豆类市场整体表现看，中美贸易脱钩后，国内市场与美豆的联动性明显下降。国内豆粕市场因油厂开机率升高而保持偏弱状态，不断攀升的库存压力将限制豆粕价格回升。国内三大油脂市场因基本面差异走势并不同步，棕榈油超跌反弹，基本面依然偏弱。进口大豆供给形势好转，豆油库存回升不支持价格过度反弹。菜油市场受中加贸易关系影响较大，市场情绪频繁波动。国内豆类市场整体保持油强粕弱局面。豆一期货市场近期宽幅震荡，受储备调控政策影响较大。国产大豆市场供需相对独立，国产食品豆长期供给过剩。随着进口大豆供给转向宽松，国产大豆压榨需求前景将再度转弱。新季大豆处于种植阶段，天气尚不能提供有效支撑，豆一期货上行阻力增加。

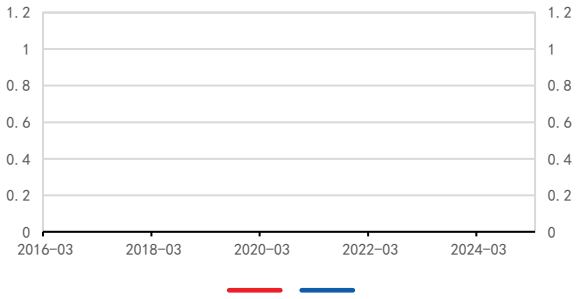
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



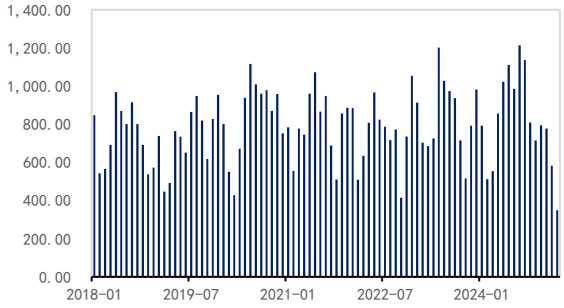
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



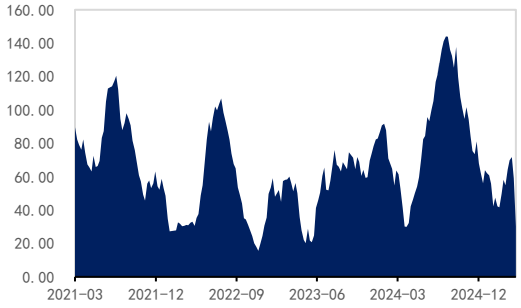
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元