中金财富期货策略周报（2025 年第 15 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：关税缓和对市场情绪有明显提振。但是从情绪上看，大部分投资者认为未来的关税问题仍会反复，加上国内消费和地产端的弱势状况仍待缓解，部分基本面较弱的工业品可能逐渐步入悲观情绪主导的“超跌”行情中。

股指期货：关税谈判后 A 股风险偏好小幅改善，市场情绪运行在高位区间中。中美博弈压力缓和超预期，短期 A 股市场试探震荡区间上限，关税缓和意味着国内出台刺激政策的紧迫性下降。A 股反弹先于关税缓和，预计指数高位震荡概率较大。

铜：中美贸易休战协议落地，中方下调对美商品关税，市场风险偏好回升，支撑铜价。冶炼环境仍较差，铜精矿 TC 价格延续下行趋势至-40 美金，部分冶炼厂仍面临亏损状态，现阶段，供应受限仍未体现在现实数据上，精铜生产和废料供应仍保持，但进口铜元素预期受限，供应下降的预期加强。下游需求仍显韧性，关税政策缓和叠加国内增量政策，市场需求有所提振，但五月环比四月需求或边际有走弱。宏观回暖以及铜升水结构仍强，预计短期铜价震荡偏强为主，关注后续美联储利率情况。

锌：矿端挺价意愿增强，TC 回升速度减缓。冶炼厂持续检修，但大部分检修从 4 月中下旬开始，5 月产量预计维持在 55.55 万吨，对产量影响产量减量在 2 万吨附近，供应压力减弱；同时随着沪伦比值的修复，精炼锌进口窗口开启，5 月进口锌锭流入补充，供应端压力仍存。下游消费处于季节性淡季，前期锌价走弱时下游 多有备库，近期以刚需采买为主。淡季效应下，锌价弱势运行为主。

钢材：上周中美关税超预期降级，90 天关税窗口期打开，市场乐观情绪浓厚。管声明促使双方暂时降低了惩罚性关税，并为市场带来喘息之机，但中美经济竞争的深层动因依旧存在，贸易摩擦反复的风险依然显著。目前处于淡旺切换之际，下游需求边际减弱，但钢厂利润尚可，生产积极性高。此外，关税放缓后，内需提振的紧迫性下降，预计下周乐观情绪降温后，钢价维持弱势震荡的态势。

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：当前美豆播种进度好于常年，天气因素尚未成为市场关注的重点。中美虽达成贸易协议，但美豆受限于 23%的高关税，对华出口竞争力仍低于南美大豆，国内豆粕市场与美豆的联动性保持下降态势。2025 年年初至今，巴西大豆获得了史无前例的丰收，为“中国不采购美国粮食也不影响中国粮食供应”提供了信心和底气。如何消化陆续到港的巨量巴西大豆才是影响近期国内豆粕市场走势的关键。从目前进口大豆到港节奏和油厂压榨情况看，国内豆粕市场将保持累库状态，需求端对粕价的提振效果有限。在国内供给压力释放完毕前，国内豆粕市场有较大概率处于上行驱动不足的困境中。国内油脂市场缺少运行主线，市场情绪受外盘影响较大。美国生物柴油需求炒作题材快速降温，马来西亚棕榈油重回供强需弱的基本格局。缺少外盘油脂利多题材支撑，国内油脂市场承压跟跌的概率显著升高。豆一期货市场近期维持横盘震荡状态，市场多空交织，近期市场情绪受储备调控预期影响较大，可保持震荡思路加以应对。

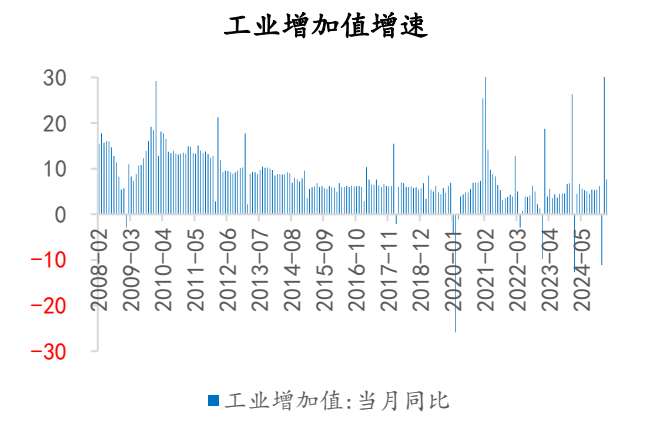
目录

周度策略：关税缓和，但是预期回升有限 ..... - 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 月金融数据：贸易冲击初显 ..... - 8 -
3 降准落地，释放长期流动性约 1 万亿元 ..... - 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 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
钢材 ..... - 16 -
1 中美日内瓦经贸会谈联合声明 ..... - 16 -
2 政策持续发力 ..... - 16 -
4 铁水产量回落 需求显著复苏 ..... - 17 -
5 小结 ..... - 18 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 18 -
原油 ..... - 21 -
1 中美经贸关系缓和 ..... - 21 -
2 沙特增产页岩破产 ..... - 21 -
3 白宫行事反复无常 ..... - 21 -
4 消费受损需求疲弱 ..... - 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 二季度阶段性错配 ..... - 25 -
2 泰国推迟开割政策 ..... - 25 -
3 青岛库存仍然偏高 ..... - 25 -
4 轮胎出口影响不大 ..... - 26 -
5 短期多空因素交织 ..... - 26 -
6 沪胶重拾上升大势 ..... - 26 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -
油脂油料：中美达成贸易协议，国内豆粕市场明显弱于美豆 ..... - 30 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 30 -

2 国内豆类市场分析 ..... - 31 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 31 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 32 -

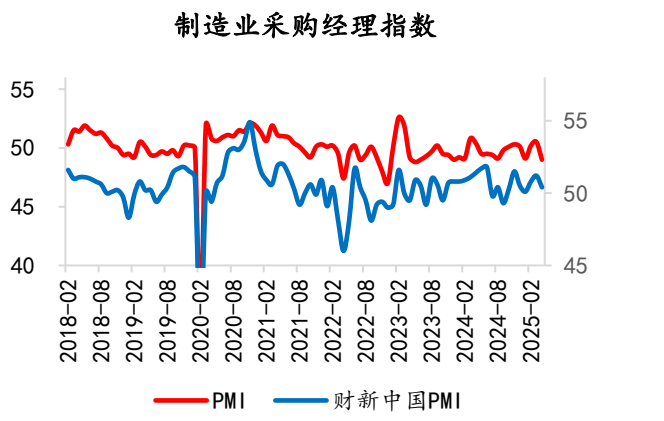
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



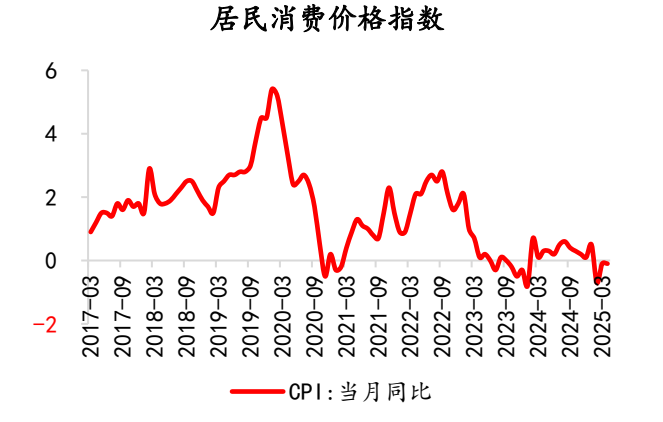
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



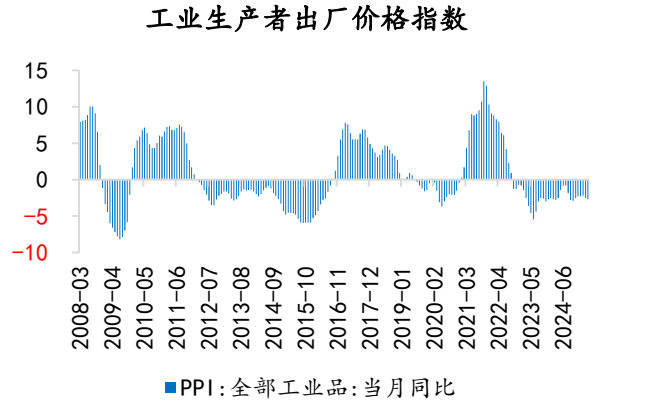
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



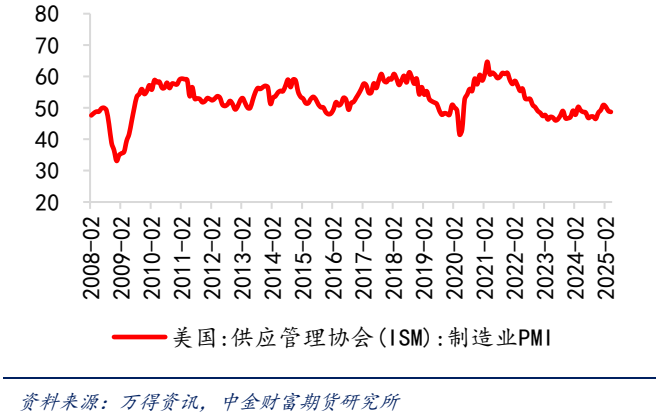
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



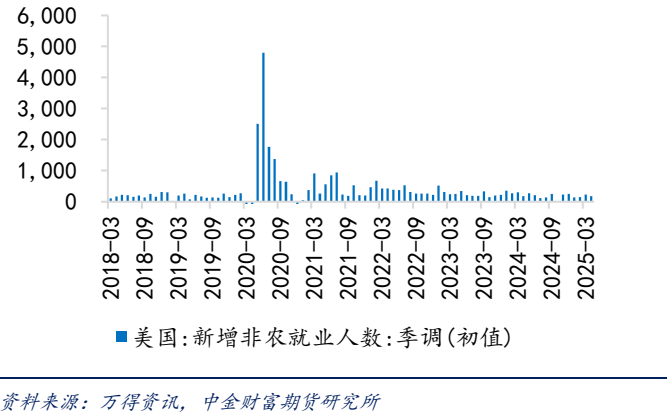
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：关税缓和，但是预期回升有限

中美达成贸易协定，其力度和速度都超预期，市场情绪大幅缓解，“抢出口”因素导致的短期需求提振，一度导致工业品明显反弹，但是市场的乐观情绪上行幅度有限，尤其是地产链工业品再度回到新低的位置。

价格端数据显示对等关税的冲击已经显现

从通胀数据看，4 月 CPI 通胀-0.1%，持平于前值，高于市场预期（-0.3%）；PPI 为-2.7%，低于前值（-2.5%），尤其是 PPI 的下行，除了原油价格的影响之外，地产链品种也对价格有明显影响。

4 月 CPI 同比持平 3 月，两年平均增速小幅改善，同时环比超季节性修复，总体较为稳定，仍未转正主要受国际油价下行拖累。不过，核心 CPI 仍在低位徘徊显示终端需求仍然偏弱以及消费不振，未来仍需要加快扩内需政策的呵护。

PPI 方面，连续第 2 个月回落但降幅略好于预期，主要受国际输入性因素、内需不足等影响。

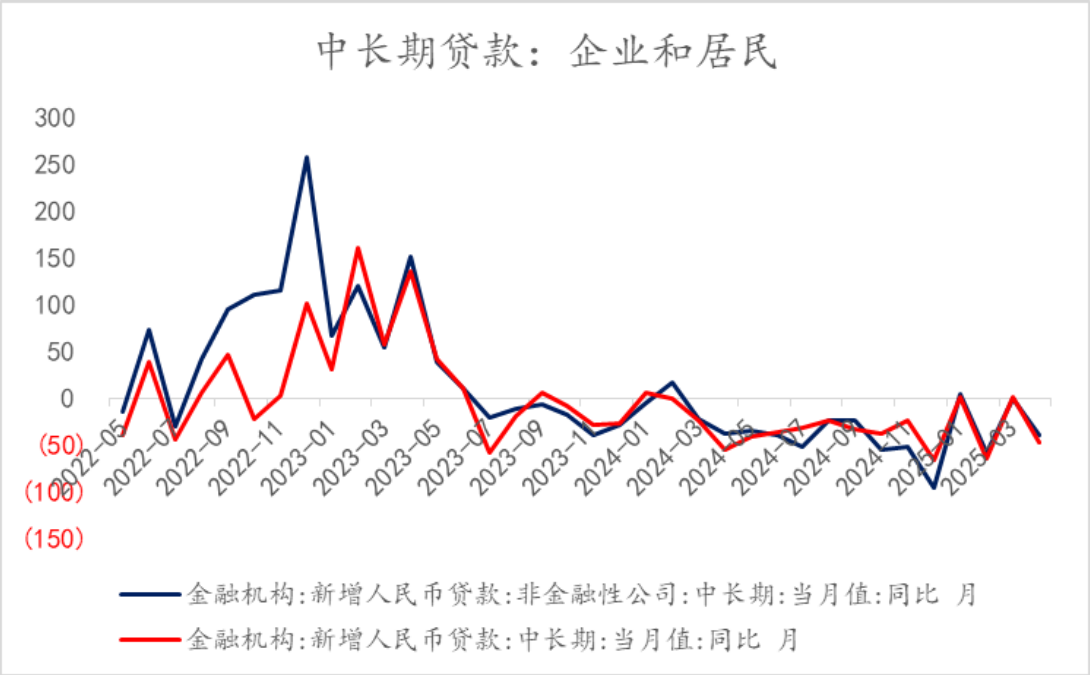
金融数据看，4 月新增社融 1.16 万亿元，较去年同期多增 1.22 万亿元，较 3 月少增 4.73 万亿元，略低于万得一致预期的 1.26 万亿元。4 月社融存量同比增长 8.70%，较 3 月上升了 0.37 个百分点，略低于万得一致预期的 8.80%。4 月新增人民币贷款 884 亿元，较去年同期少增 2465 亿元，较 3 月少增 3.74 万亿元。

4 月，新增人民币贷款 2800 亿，同比少增 4500 亿。居民方面，短期贷款继续减少，房贷增速转负。这块整体不及市场预期，机构普遍的预期在 7600 多亿上下，但现在只有 2800 亿的水平。企业方面，贷款下滑比较明显。主要原因就是中美关税影响到了企业的信心，导致企业新增贷款差不多 6100 亿，比去年这时候少了 2500 多亿。

4 月社融新增 1.16 万亿，较上月提升 0.3 个百分点。由于去年 4 月社融低基数很低，所以增速达到了 8.7%。但这份数据低于市场预期，具体来看主要是靠政府发债。4 月政府债新增 9762 亿元，同比多增约 1.07 万亿。总体来说，4 月这份数据虽然低于市场预期，但却非常合理。因为 4 月本来就是信贷淡季，今年又突发关税冲击，所以体现在数据上的降幅就比较明显。

4 月人民币贷款融资需求偏弱，主要是受到美国关税冲击的影响，但汇票和企业债融资较去年同期多增，一定程度上表明企业端仍在积极应对外需变化对经营的影响，另一方面，政府债券融资较去年同期多增 1.07 万亿元，表明积极的财政政策仍在加快落地。

图表 1：中长期贷款情况



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美联储可能逐步明晰降息路径

一季度市场对美国经济下行和通胀上行的风险担忧较甚。主要是考虑以下风险：首先是美国增长本身就处于下行趋势；其次是，不光关税，移民、政府减员改革也在产生负面影响；第三是关税的增长影响未来将出现一个从正向（抢进口、抢消费）转负面的显著边际变化。

通胀也存在上行风险：关税战 1.0 经验，关税短期冲击主要体现在美国市场价格端；时间上有存在一定滞后，美国批发零售平均库销比 1.3 个月，考虑关税落地后销售可能下降，库存提供的通胀缓冲可能有 2 个月。在此期间，基于需求回落，经销商一般不会选择大幅提价。这样通胀冲击可能在关税落地情形下延后 2 个月左右显现。

美国愿意达成阶段性协议的原因，就在于美国经济滞胀风险加大。4 月美国对等关税落地后，主流机构将 2025 年美国经济增速从年初的预测值 2%下调至 1%，同时将通胀率预测值从 2.5%上调至 4.5%。一季度美国经济衰退，GDP 季调环比折年下滑 0.3%。4 月，美国密歇根大学一年期通胀率预期上升至 6.5%。中国对美出口大幅下降，未来通胀压力加大。对等关税还引起美国商界、社会的强烈不满。中国加强稀土出口管制等非关税反制措施也产生了巨大影响。

我们认为，未来关税的基准情景是：减少对中国商品的贸易逆差是美国实现贸易再平衡的重要抓手。中美经贸谈判是持久战，美国和中国进行谈判可能只是缓兵之计，美国并不是真心想谈判。如果美国和其他国家谈判顺利，美国可能拖延和中国的谈判，90 天后，美国恢复暂停的 24%关税。如果对等关税谈判不顺利，芬太尼关税达成协议的可能性也不大。最终，2025 年美国对中国加征 54%关税，总关税率为 74%左右。

美联储 Bostic 表示：由于不确定性，预计今年将降息一次，这可能代表大部分票委的观点。

部分工业品可能迈入超跌行情

关税缓和对市场情绪有明显提振。但是从情绪上看，大部分投资者认为未来的关税问题仍会反复，加上国内消费和地产端的弱势状况仍待缓解，部分基本面较弱的工业品可能逐渐步入悲观情绪主导的“超跌”行情中。

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 12 日	人民日报刊文：加快解放和发展新质战斗力	深入研究现代战争特点规律，加快解放和发展新质战斗力	建设一流军队
	5 月 15 日	鲍威尔：将重新评估 2020 版货币政策框架的“关键部分”，长期利率可能走高	“供应冲击”或成新常态	美联储承认长期低利率可能已结束
数据	5 月 14 日	4 月社融增量 1.16 万亿元	新增人民币贷款 2800 亿元，M2-M1 剪刀差扩大	信贷结构进一步改善
	5 月 12 日	中国 4 月 CPI 同比降 0.1%	PPI 同比降幅扩大至 2.7%。	价格数据显示市场仍需提振
事件	5 月 13 日	中美达成关税协议后，外资投行纷纷上调中国经济增长预期	高盛、摩根大通等上调中国 GDP 增速	关税缓和提振市场情绪

资料来源：中金财富期货研究所

2 4 月金融数据：贸易冲击初显

4 月我国新增社融 1.16 万亿元（预期 1.26 万亿元），新增人民币贷款 2800 亿元（预期 7644 亿元），M2 同比增长 8.0%（预期 7.5%）。

4 月社融表现总体弱于季节性，结构延续分化：私人部门信贷偏弱，政府债券融资强劲。与过去五年同期对比，今年 4 月社融仅高于疫情蔓延的 2022 年和挤水分的 2024 年，处于历史偏低水平；从同比角度看，去年同期挤水分构成了低基数，因此今年 4 月社融增速上升 0.3pct 至 8.7%。相较去年同期，4 月社融多增 1.22 万亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 87.4%）、非标（贡献 11.3%）、直融（贡献 6.9%）、信贷（贡献-19.0%）。

人民币贷款方面，4 月贷款明显偏弱，创下近年同期历史新低，且居民企业两端均较为平淡。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 2800 亿元，同比大幅少增 4500 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 714 亿元，同比少增 2325 亿元。

从结构看，居民贷款弱于企业贷款，短期贷款弱于中长期贷款。企业贷款表现明显偏弱，除政府化债影响外，可能与中美关税战带来的企业生产经营不确定性显著上升有关。当月非金融企业贷款新增 6100 亿元，同比少增 2500 亿元。结构上，短贷中长贷与票据同比同时少增，中长贷的拖累更为明显。中长贷当月增加 2500 亿元（同比-1600 亿元）；短贷-4800 亿元（同比-700 亿元），票据增加 8341 亿元（同比-40 亿元）。我们认为，当月企业贷款的表现出现较大波动，与中美关税战直接相关，5 月 12 号中美经贸会谈联合声明大幅降低了双边关税水平，有效改善了两国的经济预期，5 月后企业贷款有望逐步企稳。

居民贷款再度萎缩，中长贷表现略优于短贷。当月新增居民贷款-5216 亿元，同比多减 50 亿元，显示居民缩表意愿仍较强烈。具体看，短贷减少 4019 亿元，同比多减 501 亿元，连续两个

月同比下降，指向即使有消费品以旧换新政策托底，关税战冲击下居民消费意愿和能力仍然不强。4 月房地产成交较 3 月有所回落但仍然高于去年的低点，中长贷减少 1231 亿元，同比少减 435 亿元，显示地产“小阳春”后，居民对于“加杠杆”贷款购房意愿仍然不强，但总体有所企稳。

3 降准落地，释放长期流动性约 1 万亿元

5 月 7 日，中国人民银行行长潘功胜在国新办发布会上宣布，降低存款准备金率 0.5 个百分点，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率将从 5%调降为 0，增强这两类机构面向汽车消费、设备更新投资的信贷供给能力。降低法定存款准备金率，意味着商业银行被央行依法锁定的钱减少了，可以自由使用的钱相应增加了。

降准可降低商业银行的负债成本，进一步加大对实体经济支持力度。降准还将调整市场流动性结构，适当减少短期流动性工具的滚动续作，加大中长期流动性供给。此次调整同步完善了汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金制度。全面降准与定向降准结合，发挥了货币政策工具总量和结构双重功能。经过定向调降，增强了两类机构面向特定领域的信贷供给能力。一方面可支持汽车金融公司扩大新能源汽车等绿色金融产品供给，激活汽车消费潜力；另一方面可助力金融租赁公司提升金融服务设备更新质效，赋能产业技术升级。

4 月底召开的中央政治局会议提出，“加强超常规逆周期调节”“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”。5 月降息降准落地，表明适度宽松的货币政策在稳增长方向上进一步发力。向市场提供规模可观的、低成本的中长期资金，有利于激发实体经济融资需求，促消费、扩投资，提振市场信心。

4 宏观策略

关税缓和对市场情绪有明显提振。但是从情绪上看，大部分投资者认为未来的关税问题仍会反复，加上国内消费和地产端的弱势状况仍待缓解，部分基本面较弱的工业品可能逐渐步入悲观情绪主导的“超跌”行情中。

5 股指期货市场分析

两市冲高回落

上周市场延续回落，沪深 300 周+1.12%，上证 50 周+1.22%，中证 500 周-0.1%，中证 1000 周-0.23%，指数在中美缓和的情况下上涨。

《推动公募基金高质量发展行动方案》通过引入基金业绩与业绩基准的对比评价体系，实现了基金产品的浮动管理费率，并与基金管理人绩效薪酬相挂钩，这将对公募基金尤其是主动权益基金的投资行为产生重要影响。

公募主动权益基金的现有业绩比较基准综合权重主要集中在沪深 300、中证 800、国债及港股指数收益率上

按照基金规模权重对三大主动权益基金的业绩比较基准进行再加权，经合并基准同类项后，业

绩比较基准仍有 260 余项，但综合权重集中程度较高，如前 15 项业绩比较基准的综合权重合计 83.7%。具体地，整体基金综合权重主要集中在沪深 300、中证 800、国债及港股指数收益率上。

对业绩比较基准进一步宽泛归为 6 大类，分别是 A 股宽基指数综合权重 48.5%(如包括沪深 300、中证 800 等），债综合权重 22.9%（如包括中债国债指数、中证全债指数等），行业和主题指数综合权重 16.2%（如包括申万医药指数、中证军工指数等），港股综合权重 8.5%（如包括恒生指数、中证港股通指数等）、存款利率综合权重 3.5%(如包括 1 年期或 3 年期存款利率等）、固定收益率综合权重 0.4%（如明确年化收益率 2.5-10%不等）。

债市配比显著低于其基准综合权重，股市配比高于其基准综合权重

截至 2025Q1，公募主动权益基金中持有债券市值占比仅不足 4.5%，而其业绩比较基准的综合权重却高达 22.9%。即实际仓位低于基准综合权重 18.4 个百分点，若按 34725 亿公募主动权益基金规模测算，相当于债市低配了 6389 亿左右。

对应地，股票总市值占公募主动权益基金总规模的 84.2%，而其业绩比较基准的综合权重为 73.2%。即股票实际仓位高于基准综合权重 11.0 个百分点，相当于股市超配了 3820 亿左右。

公募主动权益基金的业绩比较基准综合权重难以拆合到申万一级行业层面，因此不能直接比较行业持仓与对应基准综合权重的超低配情况。但可以通过行业持仓与主要宽基指数市值权重的对比来观察其超低配程度。

截至 2025Q1，在剔除行业基金后，电子行业超配最多，其持仓占比高达 18.8%，相比沪深 300、中证 800 中其市值权重分别超配了 8.5、7.9 个百分点。此外超配较多的行业还有传媒、汽车、商贸、社服和家电。

低配最多的则是银行。银行持仓占比仅 3.8%，相比沪深 300、中证 800 中市值权重分别低配 9.7、6.7 个百分点。此外低配较多的行业还有非银金融、公用事业、交通运输和建筑装饰。

指数高位震荡概率较大

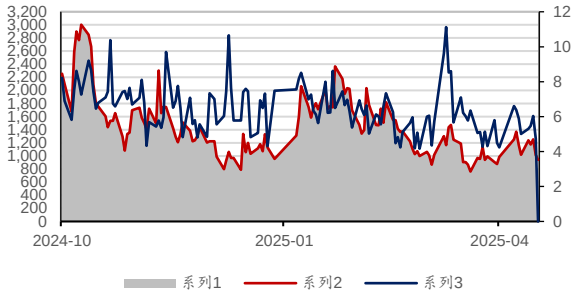
4 月验证期已过，基本面主要矛盾切换，外需回落担忧犹存，国内实际对冲力度成为主要矛盾，而 5 月以来，有两个重要催化：5 月 7 日国新办发布会、5 月 12 日中美日内瓦经贸会谈，A 股震荡区间中枢抬升，短期将试探震荡区间上沿。

国新办发布会：金融政策全面宽松，且与稳定资本市场预期直接关联。央行价格工具、数量工具、稳定资本市场工具全面布局，金监局扩大险资长期投资试点范围+调降保险公司股票投资风险因子，证监会总结平准基金定位。单个细项政策可能不会明显超出市场期待，但政策落地的全面性、集中性，一致性，以及金融政策布局与稳定资本市场预期直接关联，都明显超出市场期待。另外，发布会召开节点本身就体现了稳定资本市场的政策目标。市场政策布局和业绩关键验证期刚过，后续外需回落压力可能逐步显现，稳增长政策的落地执行成为影响资本市场主要矛盾。金融宽松集中落地且与稳定资本市场强关联，有利于维持短期风险偏好、在关键窗口维持 A 股市场总体活跃。

中美日内瓦经贸会谈：A 股供需格局可能重新回到“临界水平”。原有的市场预期是，特朗普政策执行效果已明显偏离了米兰报告的设想。所以特朗普政策应该调整，中美开启谈判进程在

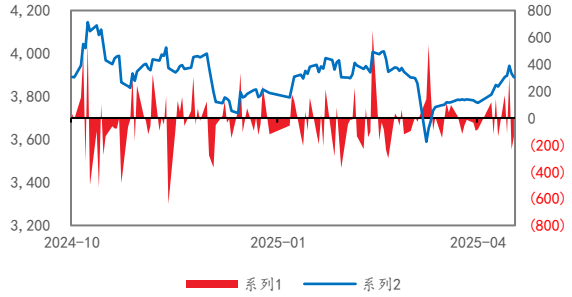
情理之中。但特朗普政策调整速度偏慢、力度偏弱，A 股二季度外需回落压力初步显现，三季度压力可能再加大，2025 年内盈利能力难有向上拐点。中美日内瓦经贸会谈后的预期是，二季度抢出口+美国批发零售企业对中国商品超额回补，二季度中国经济验证可能维持强韧性。如果把美国调整后的关税水平线性外推，2025H2 A 股供需格局可能重新回到“临界水平”，若国内刺激政策维持强势，则 2025H2 有可能实现盈利能力改善，2026 年改善确定性再次提高。

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



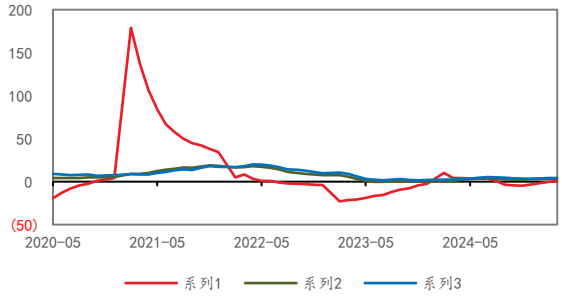
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%。

全球原料趋紧格局缓解，供给端压力尚未实际体现

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。5 月国内有多家冶炼厂有检修计划，预计电解铜影响量在 2.1 万吨;7-9 月仍有集中检修计划。

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 月电源基本建设投资完成额累计值为 1,322.00 亿元，累计同比-3.2%。1-3 月电网基本建设投资完成额累计值为 956.00 亿元，累计同比+24.8%。

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

中美贸易休战协议落地，中方下调对美商品关税，市场风险偏好回升，支撑铜价。冶炼环境仍较差，铜精矿 TC 价格延续下行趋势至-40 美金，部分冶炼厂仍面临亏损状态，现阶段，供应受限仍未体现在现实数据上，精铜生产和废料供应仍保持，但进口铜元素预期受限，供应下降的预期加强。下游需求仍显韧性，关税政策缓和叠加国内增量政策，市场需求有所提振，但五月环比四月需求或边际有走弱。宏观回暖以及铜升水结构仍强，预计短期铜价震荡偏强为主，关注后续美联储利率情况。

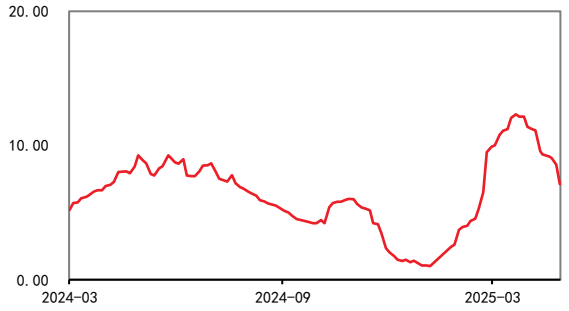
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



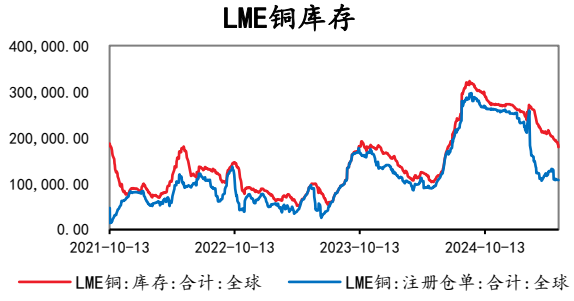
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



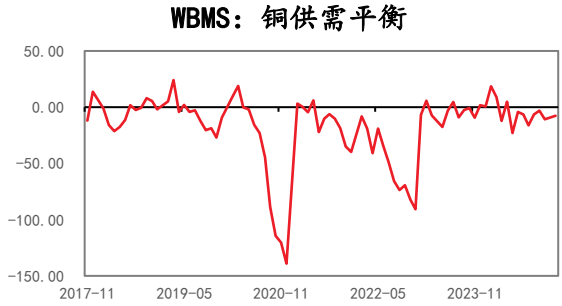
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



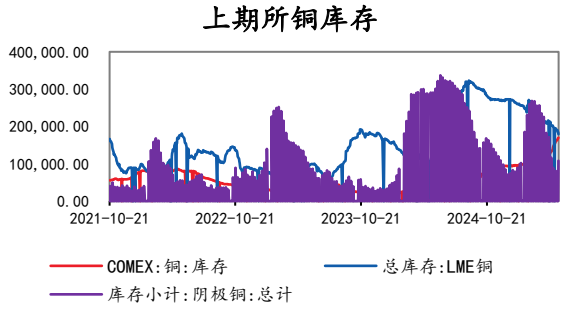
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



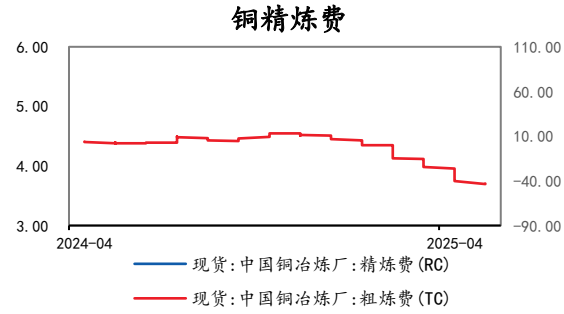
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

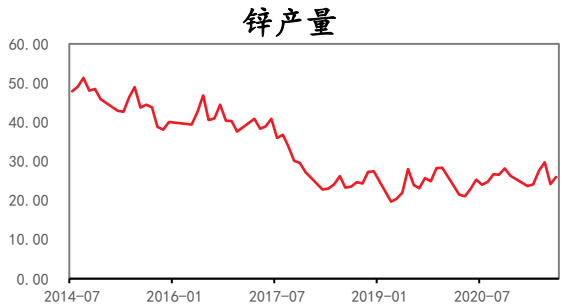
4 月，汽车产销分别完成 261.9 万辆和 259 万辆，环比分别下降 12.9%和 11.2%，同比分别增长 8.9%和 9.8%。 1-4 月，汽车产销分别完成 1017.5 万辆和 1006 万辆，同比分别增长 12.9%和 10.8%，产销增速较 1-3 月分别收窄 1.6 和 0.4 个百分点。前 4 个月产销量为历史上首次超过 1000 万辆。

2 总结

矿端挺价意愿增强，TC 回升速度减缓。冶炼厂持续检修，但大部分检修从 4 月中下旬开始，5 月产量预计维持在 55.55 万吨，对产量影响产量减量在 2 万吨附近，供应压力减弱；同时随着沪伦比值的修复，精炼锌进口窗口开启，5 月进口锌锭流入补充，供应端压力仍存。下游消费处于季节性淡季，前期锌价走弱时下游 多有备库，近期以刚需采买为主。淡季效应下，锌价弱势运行为主。

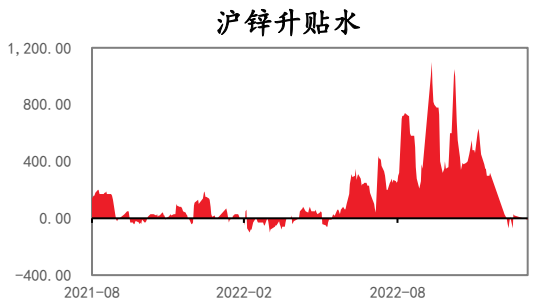
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



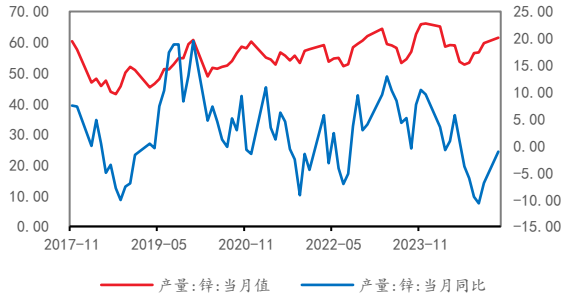
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



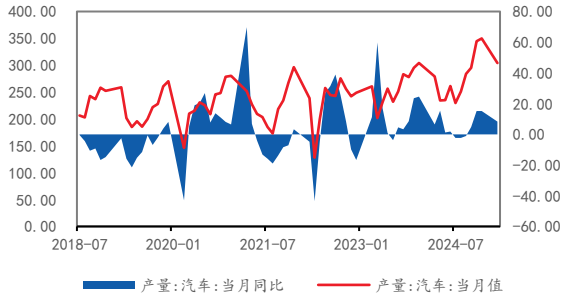
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 中美日内瓦经贸会谈联合声明

2025 年 5 月 12 日，中美两国在瑞士日内瓦经过多日紧张磋商后，发布了联合声明，就暂时缓和双边贸易紧张局势达成一致。核心内容包括：

美国方面：同意将其在 2025 年 4 月对中国商品加征的高达 145%的关税税率降至 30%。这 30%的税率构成复杂，包含了此前已存在的针对芬太尼问题的 20%关税，以及特朗普政府对全球大多数国家进口商品征收的 10%“基准”关税。

中国方面：承诺将其对美国商品的报复性关税从 125%降至 10%。

实施期限与后续安排：双方同意上述关税调整于 2025 年 5 月 14 日前生效，初步为期 90 天，在此期间将继续进行贸易谈判。双方还将建立一个持续性的磋商机制，中方代表为国务院副总理何立峰，美方代表为财政部长斯科特·贝森特和贸易代表贾米森·格里尔。

低价值包裹关税调整：美国同时调整了对来自中国（包括香港和澳门）的低价值包裹（最高 800 美元）的关税政策，将其从 120%降至 54%，并取消了原计划对电商平台 Temu 和 Shein 包裹费用上调的计划，但仍保留 100 美元的最低费用

市场对《日内瓦声明》的反应表明，投资者对于贸易战急剧升级的担忧得到了显著缓解，协议的达成被视为避免了更糟糕经济后果的积极进展，其缓和程度超出了此前的普遍预期。但是，根深蒂固的结构性问题难以在短短 90 天内解决。市场的释然情绪是真实的，但通往稳定、持久协议的道路依然充满挑战。此次协议的达成，很大程度上是双方为了避免更严重的经济衰退或经济下行。

这 90 天的谈判窗口（大约在 2025 年 8 月 12 日到期），被广泛认为不足以解决中美贸易关系中长期存在的复杂结构性问题。在此期间，谈判的重点可能更多地放在建立持续对话的框架，并争取在一些“容易摘取的果实”上取得进展。历史经验表明，全面的贸易协定往往需要数年而非数月才能最终敲定。即便达成了此次休战协议，90 天的期限以及过去贸易摩擦的反复历史，意味着企业在进行长期投资和供应链调整时仍将保持谨慎。这种由政策不确定性带来的额外成本，即所谓的“不确定性税”，将持续对经济活动和效率产生抑制作用，无论短期内关税水平如何。

2 政策持续发力

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 铁水产量回落 需求显著复苏

上周全国高炉产能利用率略有下降，电炉产能利用率回升。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 91.7%，环比下降 0.4 个百分点，同比上升 4.1 个百分点；91 家电炉产能利用率为 52.9%，环比上升 1.0 个百分点，同比微增 0.1 个百分点。五大品种钢材周产量为 868.4 万吨，环比下降 0.7%，同比下降 2.0%。上周长流程产量回落，日均铁水产量减少 1.0 万吨至 244.7 万吨，其中

螺纹钢产量增长，热卷产量有所回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存为 993.7 万吨，环比下降 3.8%，同比下降 28.5%；钢厂库存为 437 万吨，环比下降 1.4%，同比下降 11.8%。钢材总库存由前一周的增长转为下降，环比回落 3.1%，螺纹钢与热卷库存均出现大幅去化。

根据产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 913.8 万吨，环比增长 8.1%，同比下降 1.8%。其中螺纹钢周表观消费为 260.3 万吨，环比大增 21.7%，同比微降 0.6%。上周五大品种钢材表需显著复苏，螺纹钢消费基本回升至去年同期水平，建筑钢材成交周均值为 11.0 万吨，环比增长 8.5%。

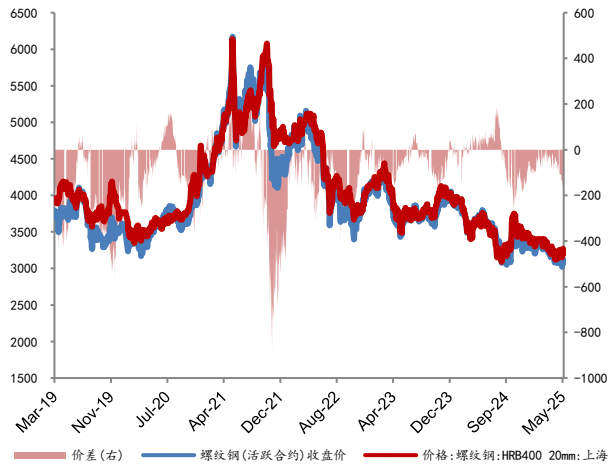
上周钢材现货价格偏强运行，主流钢材品种即期毛利与前一周基本持平。247 家钢厂盈利率为 59.3%，环比增长 0.4 个百分点。

5 小结

上周中美关税超预期降级，90 天关税窗口期打开，市场乐观情绪浓厚。管声明促使双方暂时降低了惩罚性关税，并为市场带来喘息之机，但中美经济竞争的深层动因依旧存在，贸易摩擦反复的风险依然显著。目前处于淡旺切换之际，下游需求边际减弱，但钢厂利润尚可，生产积极性高。此外，关税放缓后，内需提振的紧迫性下降，预计下周乐观情绪降温后，钢价维持弱势震荡的态势。

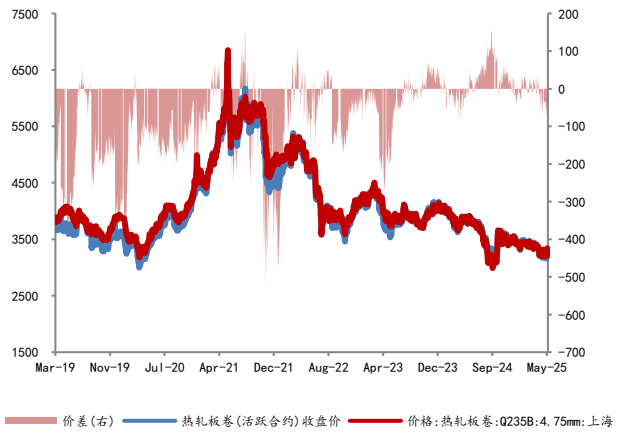
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



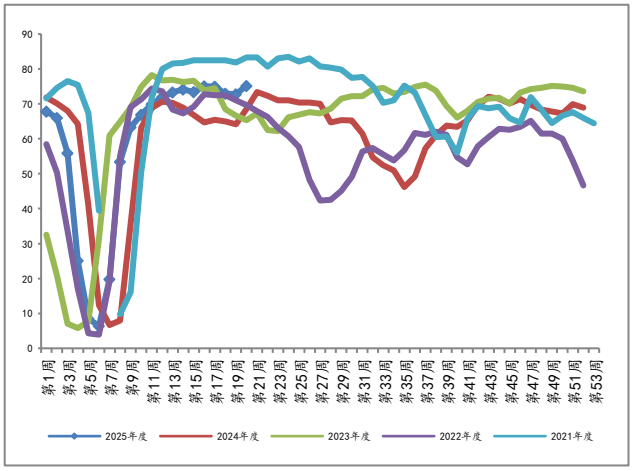
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



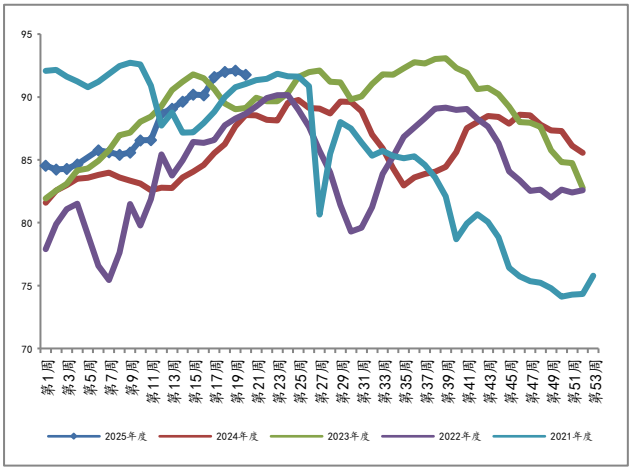
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



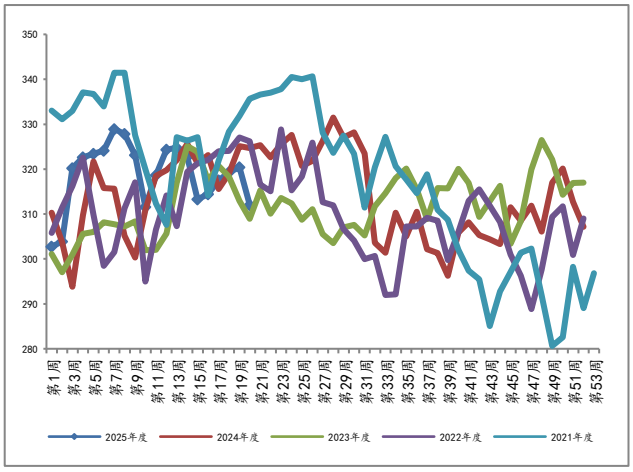
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



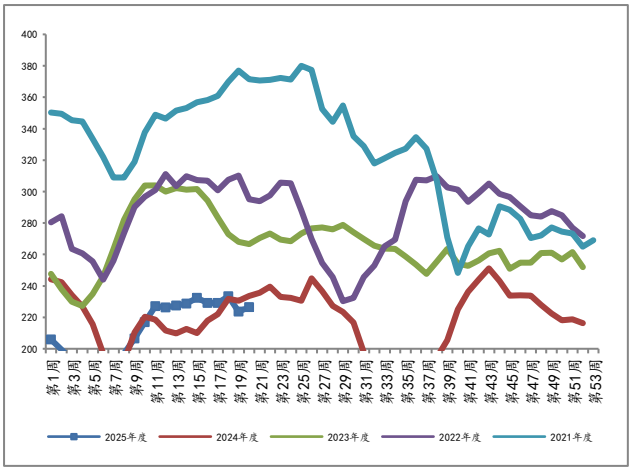
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



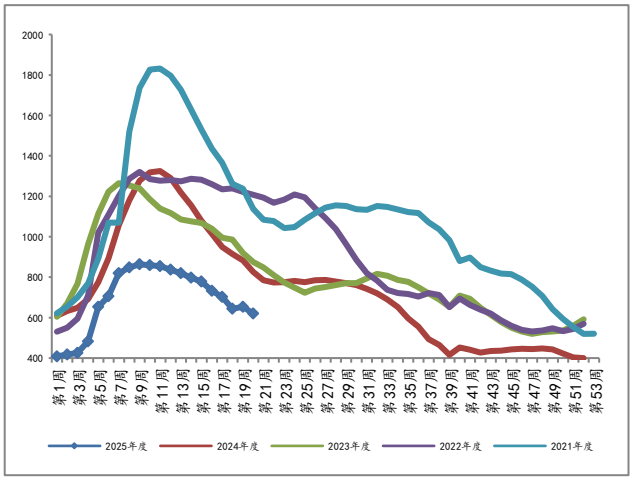
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



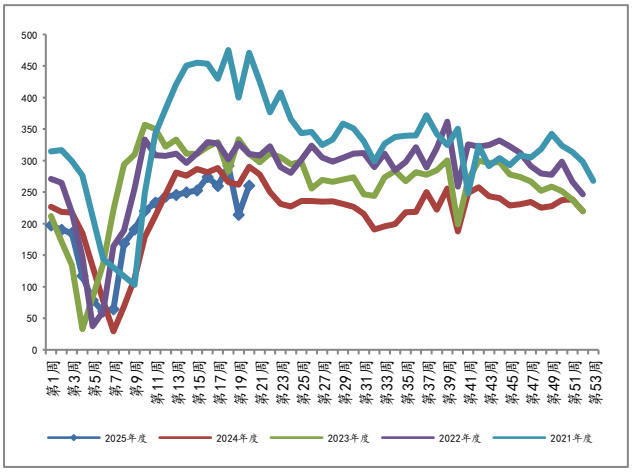
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 中美经贸关系缓和

近期，市场对关税等系统性风险的担忧缓解，配合了国际原油走势的修复。

中美经贸高层日内瓦会谈达成重要共识，并取得实质性进展，双方一致同意建立中美经贸磋商机制，并于 5 月 12 日发布联合声明：美国对中国商品加征的关税中，24%的关税在初始的 90 天内暂停实施，保留剩余 10%的关税，中方关税对等调整。特朗普回应关税问题时称，就算 90 天后美国没能与中国达成长期协议，美方对华关税也不会重回 145%的水平，因为那实际上等于脱钩。

在中美发布联合声明后，贸易冲突风险情绪得到释放，全球经济衰退担忧极大缓解。中美经贸谈判令全球经济预期向好，久违地为金融市场注入一剂强心针，油价再次获得上行动力。不过，美国对中国乃至全球仍保有无理加征的关税，观察是否会对实际需求造成利空影响。当前原油市场变数犹存，密切关注关税谈判的实质性进展，由此引发的情绪将主导行情走向。

2 沙特增产页岩破产

在关税政策之外，特朗普赴中东对沙特、阿联酋和卡塔尔三国进行访问，外界认为重点在于巩固地缘关系，并对 OPEC 的产量恢复计划加以确认。沙特既是减产承担者也是增产推动者，其所谓惩罚不遵守纪律的成员国，从另一个角度来看，或许是配合了特朗普的低油价主张，只是当前的 WTI 原油价格已经不能满足美国页岩油行业盈亏平衡，正在对实体产油商造成伤害，尤其是规模以下企业艰难挣扎。

秉持上一任期的主张，特朗普继任不过百日便将关税壁垒和油气开发推向高潮，然而不幸的是，这两项政策对美国本土原油生产造成了混合双打。《华尔街日报》指出，美国石油和天然气行业遭受重创，主要原因是特朗普当局在贸易问题上反复无常。鉴于原油需求和宏观经济高度绑定，美国滥施关税将对油价构成长期重大利空，如果这种状况持续并引发经济衰退，那么美国页岩油行业或将毫无增长前景。

在扼杀需求的同时，特朗普还大力推动本土油气钻探，并对沙特等原油输出国施压以迫使其增产。恰恰相反的是，美国产油商希望特朗普说服 OPEC 重新减产，并为油价设定下限。作为传统化石能源的铁杆拥趸，特朗普却再次将美国原油行业置于险境，竟也和上一任期如出一辙。过去数周内，美国独立原油生产商宣布削减资本开支总计 18 亿美元，客观上对冲了未来的过剩预期，有利于油价找到新的平衡点。

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 消费受损需求疲弱

中美贸易关系缓和为原油市场带来希望，然而业界对持续过剩的预期难以改变，国际油价中长期依然面临下行压力。

综合主流机构调查，今年全球原油需求同比增长相较预期更为乏力，且库存呈现出累积趋势，这种情况直到 5 月也未见明显改观。摩根大通统计显示，2025 年截至 5 月初，全球原油需求平均为 1.035 亿桶/日，同比仅增长 28 万桶/日。随着北美夏季出行高峰即将开启，预计对汽油消费可能会有一定边际刺激，但原油需求的疲弱状态似乎仍在延续。美国能源信息署(EIA)高频数据，截至 5 月 9 日当周，美国原油库存增加了 350 万桶至 4.418 亿桶，此时意外大幅累库令市场感到紧张。根据耶鲁大学一份报告，即便在美国与中国及英国达成初步协议后，美国平均关税税率仍然高达 17.8%，是 1934 年以来的最高水平。现行关税将给美国普通家庭带来平均每年 2800 美元的额外支出，对全球经济造成的损失更是难以估量。

在全球经济复苏不确定的背景下，高盛等华尔街投行认为，2025-2026 年原油市场将处于全面过剩格局，供需失衡预期压制油价反弹空间。

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。无论如何，OPEC 带来的强供应和关税造成的弱需求，令原油市场整体仍处于偏空预期中，两大主导因素不发生根本性反转，中长期油价就难有强势表现。

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。

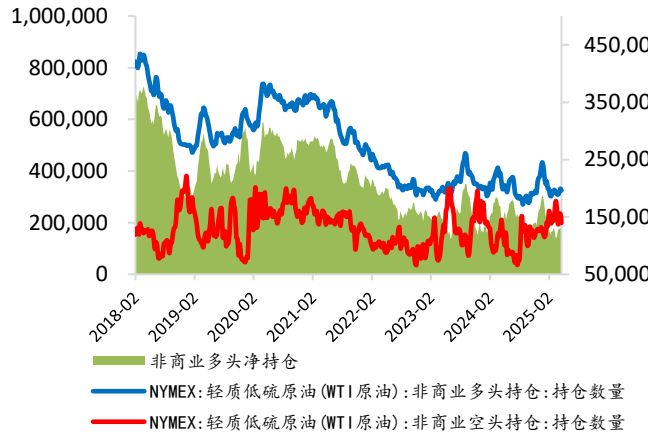
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



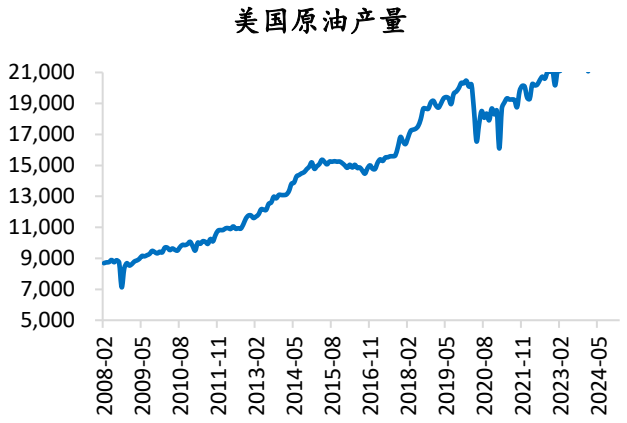
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



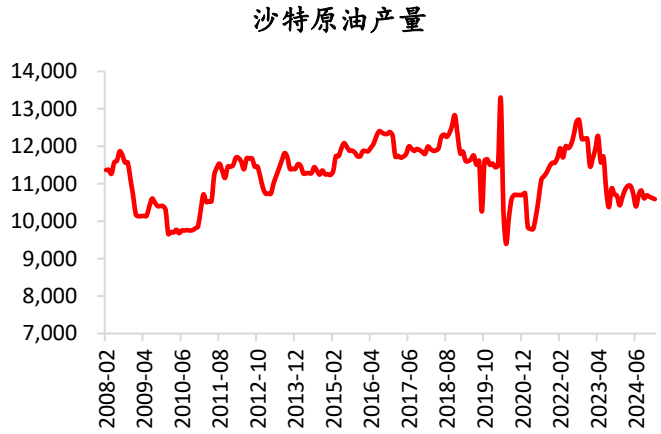
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



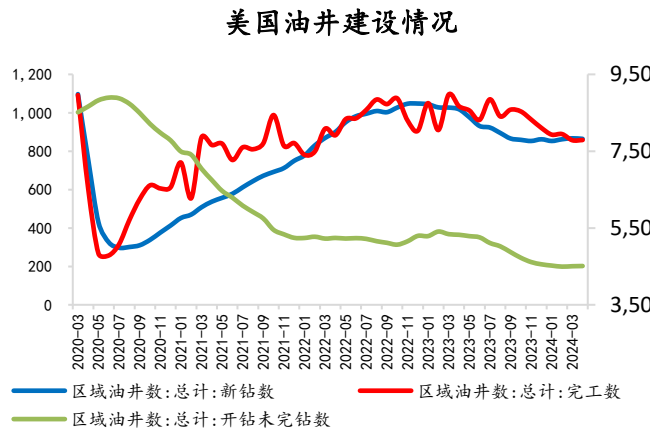
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



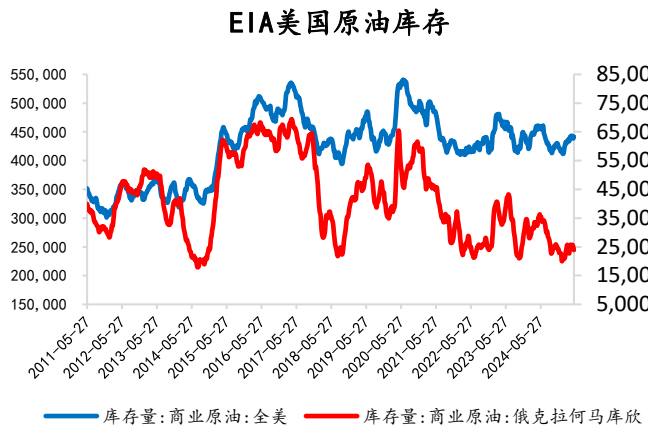
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



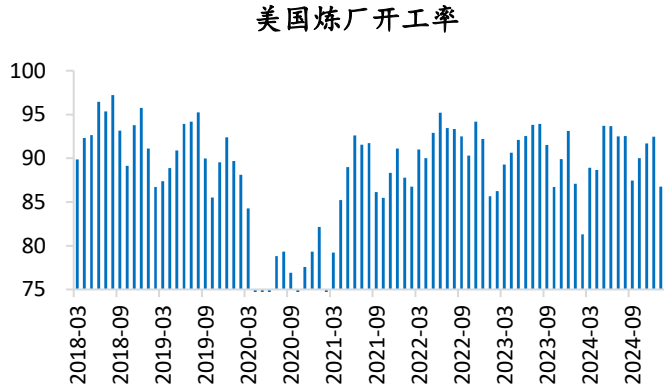
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



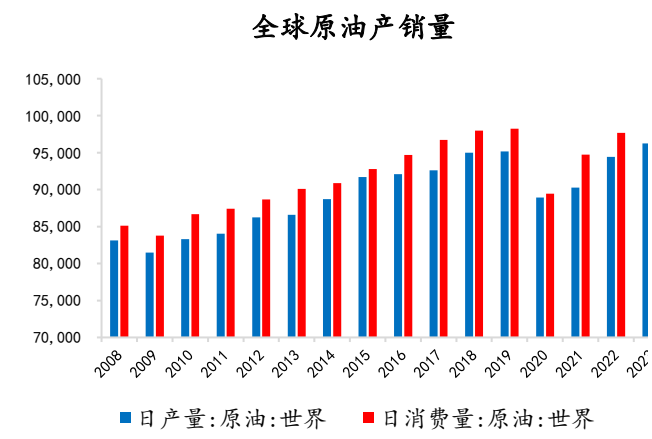
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。

2 泰国推迟开割政策

据泰媒报道，泰国橡胶管理局宣布将 2025 年度开割季时间推迟 1 个月，但沪胶走势对此反应平淡。

泰国是全球第一大天然橡胶生产国和出口国，在供应端对橡胶价格具有决定性影响，本次推迟割胶旨在稳定该国橡胶原料价格。泰国橡胶巨头诗董集团（STA）声明，“推迟开割政策是泰国政府、橡胶企业和胶农共同商议后做出的决定”，认为将不会对该公司生产和交付出口订单造成影响，但估计将造成整个天然橡胶产业链供应量减少 20 万吨左右。据悉，该决定公布后泰国当地胶价上涨约 2 泰铢/公斤，但国际橡胶市场反响平平。

天然橡胶上游具有农产品属性，本应依照物候时令组织生产，且东南亚众多私营种植园和个体胶农难以管理，效仿 OPEC 实行人为控产挺价并不现实。相比泰国的产业政策，更需要密切关注特朗普关税政策走向，后者从需求端和金融属性对天然橡胶影响更为显著。

3 青岛库存仍然偏高

全球天然橡胶进入季节性增产期，尽管有人为推延因素，但海内外产区开割面积正在扩大，供应端首要关注天气和病害情况。

进口方面，海关总署数据显示，2025 年 4 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 68.5 万吨，同比大幅增加 31%；1-4 月中国橡胶进口量总计 286.9 万吨，较 2024 年同期增长 23.2%。在供应显著攀升的同时，4 月中国汽车产销量环比大幅下滑，呈内需复苏外销走弱的分化态势，轮胎开工率整体明显回落。截至最近统计，青岛地区天然橡胶总库存维持在 61.42 万吨的偏高水平，但边际变化有见顶趋势。

综合来看，即使剔除关税等外部性因素，天然橡胶市场仍难以摆脱供强需弱的季节性特征，但随着中美贸易争端缓和，基本面改善或反映在后续库存上。

4 轮胎出口影响不大

目前中美经贸关系有所缓和，大宗商品市场得到一定提振，天然橡胶价格有所回升。

如我们早先分析，由于天然橡胶以及轮胎产品并不适用于美国对等关税，因此关税政策变化对中国橡胶轮胎出口的实际影响不大。自 2009 年以来，美国对进口中国轮胎加征的关税可谓是琳琅满目：最惠国关税、双反关税、301 关税、232 关税、芬太尼关税，等等。无论特朗普如何再去滥加关税，美国都早已不再是中国轮胎的第一大出口市场了。

不过，美国对橡胶轮胎的进口依赖度高达 75%，主要来源于东南亚的泰国和越南等产胶国，很多产自中国轮胎企业设在当地的工厂。尽管轮胎暂时不适用于对等关税，但出于担心特朗普朝令夕改，在本轮 90 天缓冲期内，东南亚存在轮胎抢出口现象。中国生产的轮胎则没有类似的抢出口需求，因此东南亚原料价格的反弹力度较大，与沪胶盘面形成了短期性分化，后者更多受制于近端基本面偏弱。

5 短期多空因素交织

受产胶国政策影响，天然橡胶原料价格维持坚挺，从成本端对沪胶价形成托底支撑。泰国政府突然宣布推迟割胶一个月，意图在于通过控产重塑天然橡胶定价权，短期当地原料收购报盘止跌企稳。国内产区开割正顺利开展，初期新胶产量较低，后期天气良好将逐渐放量。无论如何，供应端压力将有所缓解，叠加厂商持续刚需补库，青岛地区库存有触顶回落预期，预计沪胶价格存在一定修复空间。然而，橡胶供需季节性利空因素不容忽视，国内社会总库存边际变动反复，主要还是看下游需求情况，终端消费路径仍不确定性，重点关注美国关税贸易政策是否改变。

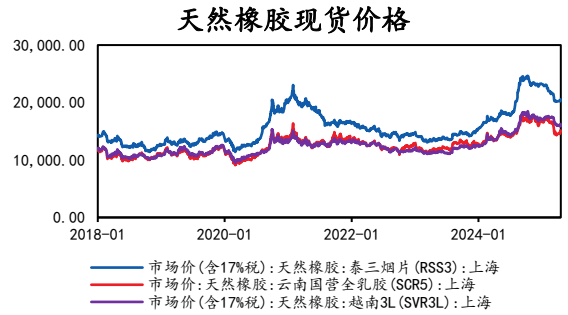
6 沪胶重拾上升大势

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。

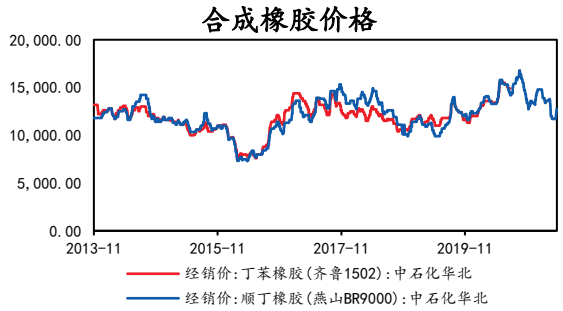
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



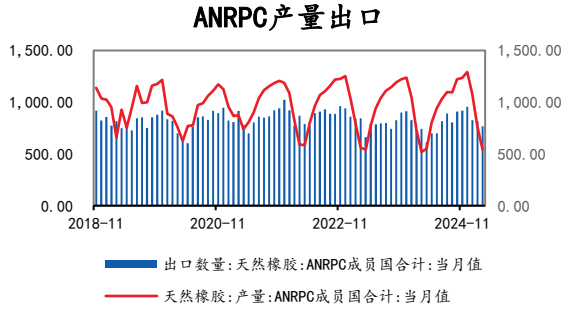
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



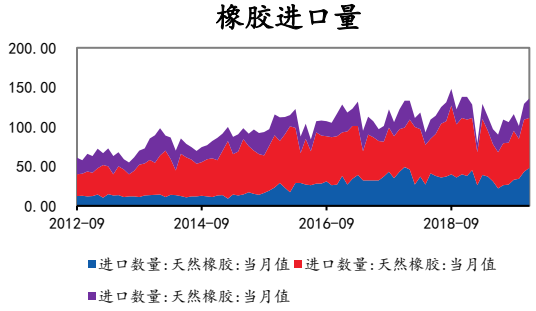
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



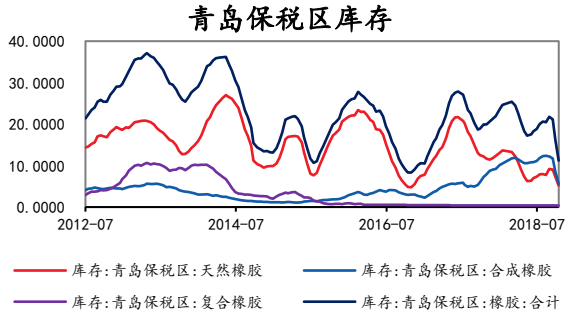
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



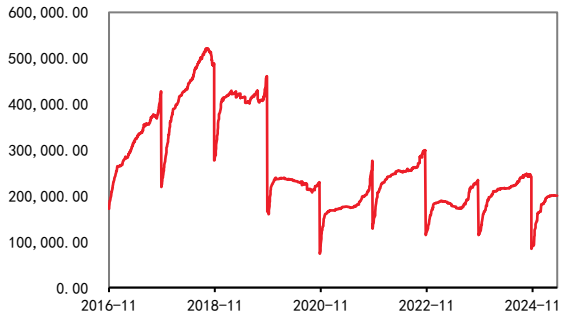
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



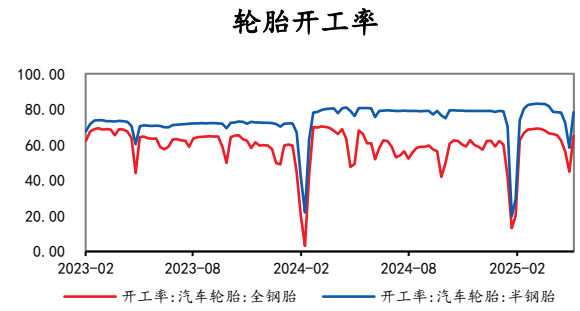
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



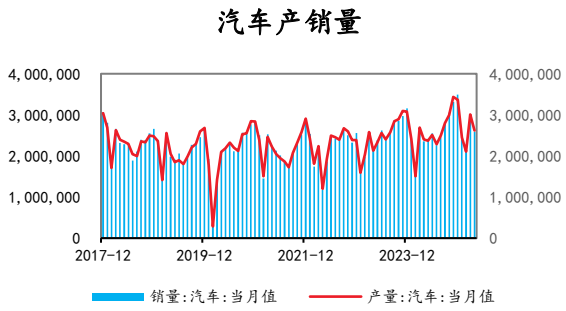
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：中美达成贸易协议，国内豆粕市场明显弱于美豆

1 外部豆类市场分析

中美经贸会谈取得实质性进展，美豆对华出口仍然困难

5 月 12 日，中美经贸高层会谈取得了实质性进展，双方达成重要共识。商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明，双方大幅削减关税，中美贸易战暂时熄火。中美贸易关系改善提振全球经济乐观预期，全球金融市场以系统性上涨的方式对此表达欢迎。按照联合声明的规定，中国对进口美国大豆将征收 23%的关税。按此关税水平核算，进口美豆输华成本远高于巴西大豆，美豆因缺少竞争力，恢复对华出口仍任重道远。

美国新季大豆开局良好，库存数据低于预期

美国农业部发布的周度生长报告显示，截至 5 月 11 日当周，美国大豆种植率为 48%，高于市场预期的 47%，去年同期和五年均值分别为 34%和 37%。美豆开局好于常年水平。美国农业部于 5 月 12 日公布月度供需报告，首次对全球及主要大豆产销国的新年度供需数据作出预估。美国农业部预计 2025/2026 年度美豆期末库存为 2.95 亿蒲式耳，低于报告前分析师预计的 3.62 亿蒲式耳，新年度美豆库存收紧，为美豆价格走强提供支撑。美国农业部预计 2025/2026 年度美豆播种面积为 8350 万英亩，美豆单产为 52.5 蒲式耳/英亩，美豆产量预估为 43.4 亿蒲式耳，上年同期为 43.6 亿蒲式耳。新年度巴西大豆产量预计为 1.75 亿吨，阿根廷大豆产量预计为 4850 万吨，全球大豆产量为 4.2682 亿吨，高于 2024/2025 年度的 4.2087 亿吨。

EPA 负责人宣布推迟 45Z 政策决定，CBOT 豆油承压跌停

在本周四暴跌前，CBOT 豆油市场连续三日上涨，主要是美国众议院的一项提案主张将 45Z 生物燃料税收抵免政策延长四年，豆油需求预期回升带动价格大幅飙升。但是最新消息显示，美国环保署（EPA）负责人宣布将推迟 45Z 税收抵免的最终决定，并降低生物质柴油掺混目标，导致市场对豆油需求前景的预期迅速恶化。45Z 是旨在激励可持续航空燃料生产的税收优惠政策，其生效预期曾对生物柴油和豆油等相关市场构成支撑。EPA 推迟政策决定无疑给此前押注该政策利好的市场参与者带来沉重打击，引发了大规模的油粕套利解锁（即卖出豆油并买入豆粕）。目前来看，该消息引发的恐慌情绪仍未解除，受此拖累，全球主要植物油市场纷纷由涨转跌。

阿根廷大豆收割近半，机构调高大豆产量

布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）发布报告，截至 5 月 7 日，阿根廷 2024/25 年度大豆收获进度为 44.9%，比一周前增加 21 个百分点，和去年同期相比落后 2.8 个百分点。大豆平均单产为每公顷 3.24 吨，高于上年的 2.97 吨/公顷。该交易所本周将阿根廷大豆产量预测上调 140 万吨，达到 5000 万吨，但是低于上年的 5020 万吨。2025 年 5 月 12 日，美国农业部预计 2024/25 年度阿根廷大豆产量为 4900 万吨。阿根廷罗萨里奥谷物交易所近日将该国 2024/25 年度大豆产量调高 300 万吨至 4850 万吨。整体来看，目前各机构评估的阿根廷大豆产量基本属于该国正常水平。

MPOB 4 月供需数据明显偏空，马来西亚 5 月上半月棕榈油出口止降回升

本周二马来西亚棕榈油局（MPOB）公布了 4 月月度供需报告，产量环比大幅增加 21.6%至 168.6 万吨，进口降低至 5.8 万吨，出口环比增加 9.5%至 110.2 万吨，国内消费环比下滑 24.7%至 33.9 万吨，对应结转库存环比大幅增加 19.4%至 186.6 万吨。马来西亚 4 月棕榈油产量和库存环比增幅超过市场预期，显示产地棕榈油处于供强需弱状态。另据检验机构发布的高频数据显示，马来西亚 5 月 1-15 日棕榈油产品出口环比增加 6.6%-14.2%，扭转此前低迷状况。产地棕榈油

价格回落改善进口利润，印度和中国等主要需求国采购量有所回升。

2 国内豆类市场分析

中国 4 月进口大豆 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。前 4 个月中国进口大豆明显放缓，除了受到巴西大豆收获迟缓以及海关通关时间延长影响外，也显示出面对复杂多变的经济形势，国内进口商普遍采取保守策略，同时也是对国内进口大豆需求增长缺乏信心的体现。

供给压力逐步兑现，国内豆粕市场承压回落

进入 5 月份，国内进口大豆通关速度整体加快，部分港口通关时间已大幅缩短至 10-15 天。当前正值进口巴西大豆到港高峰期，油厂大豆、豆粕商业库存回升。机构发布的监测数据显示，截止 5 月 9 日，全国主要油厂进口大豆库存 589 万吨，周环比上升 66 万吨，月环比上升 190 万吨，同比上升 107 万吨，较过去三年均值上升 135 万吨。主要油厂豆粕库存 10 吨，周环比上升 2 万吨，月环比和同比分别下降 19 万吨和 55 万吨。虽然豆粕库存量仍处历史同期低位水平，但自 4 月底以来连续第 2 周回升，市场对豆粕库存拐点的认可度大幅提升。随着进口大豆陆续卸货到厂，油厂开机率稳步提升，豆粕库存将进一步增加。预计从 5 月下旬开始，国内大豆周度压榨量将增加到 200 万吨左右，下游采购心态较为平和，供给压力令豆粕市场整体表现偏弱。

棕榈油进口价格倒挂幅度继续缩小，国内进口棕榈油供给形势改善

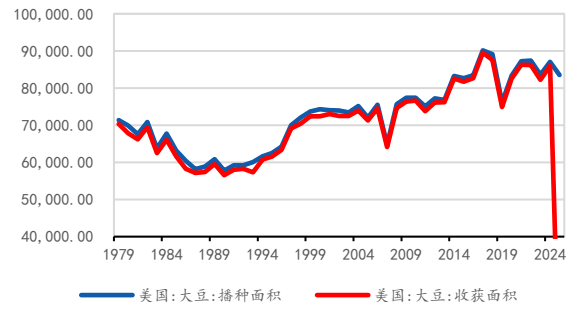
由于近期国际棕榈油价格跌幅大于国内，棕榈油进口价格倒挂幅度持续缩小。监测数据显示，5 月 14 日，2025 年 6-8 月船期 24 度棕榈油 CNF 进口报价分别为 992 美元/吨、995 美元/吨和 1004 美元/吨，华南到港完税成本分别为 8550 元/吨、8560 元/吨和 8620 元/吨，分别较大商所棕榈油 2509 合约价格高 366 元/吨、420 元/吨和 480 元/吨。上周国内新增 11 条买船，其中 2 船 6 月、8 船 6 月、3 船 8 月船期。受前期棕榈油价格高企影响，国内棕榈油消费已压缩到 20 万吨左右的基本刚需水平，后续随着棕榈油供给预期改善，库存止降回升的概率较大，棕榈油价格将继续承压。

3 油脂油料市场展望

当前美豆播种进度好于常年，天气因素尚未成为市场关注的重点。中美虽达成贸易协议，但美豆受限于 23%的高关税，对华出口竞争力仍低于南美大豆，国内豆粕市场与美豆的联动性保持下降态势。2025 年年初至今，巴西大豆获得了史无前例的丰收，为“中国不采购美国粮食也不影响中国粮食供应”提供了信心和底气。如何消化陆续到港的巨量巴西大豆才是影响近期国内豆粕市场走势的关键。从目前进口大豆到港节奏和油厂压榨情况看，国内豆粕市场将保持累库状态，需求端对粕价的提振效果有限。在国内供给压力释放完毕前，国内豆粕市场有较大概率处于上行驱动不足的困境中。国内油脂市场缺少运行主线，市场情绪受外盘影响较大。美国生物柴油需求炒作题材快速降温，马来西亚棕榈油重回供强需弱的基本格局。缺少外盘油脂利多题材支撑，国内油脂市场承压跟跌的概率显著升高。豆一期货市场近期维持横盘震荡状态，市场多空交织，近期市场情绪受储备调控预期影响较大，可保持震荡思路加以应对。

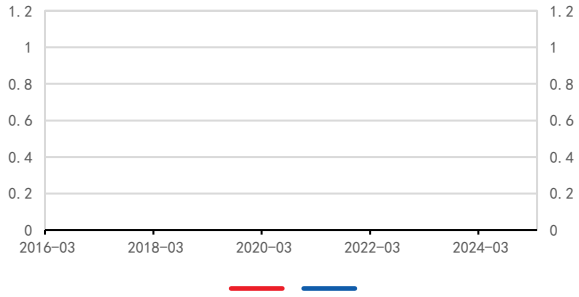
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



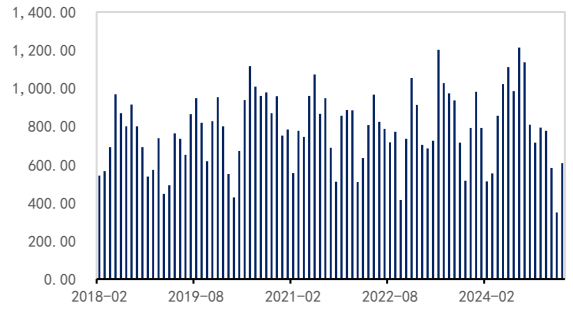
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



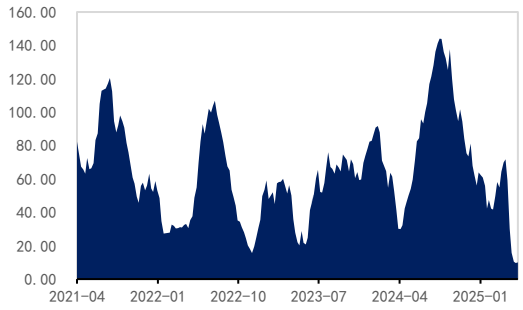
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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