中金财富期货策略周报（2025 年第 4 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：从国内的经济数据，市场预期，以及特朗普的关税落地等因素看，目前市场仍在强化“弱现实、强预期”，随着两会的即将召开，市场将逐渐交易经济刺激的预期，目前市场交易仍集中在情绪，预计工业品的走势仍较为震荡。

股指期货：短期来看，产业逻辑的进一步强化下中国资产重估行情有望延续，事件驱动下基本面和估值的约束可适当放宽，但注意随着 TMT 拥挤度升至高位，高低切换和轮动加快或为短期市场演绎的基准情绪，整体看，科技股震荡调整之后仍有较强动能，不追高，但是 IC 和 IM 如果大幅调整仍可买入。

铜：矿端的紧张状况延续，第一量子 2025 年铜产量指引仍未见巴拿马项目踪影，加工费持续低位。不过考虑到美国铜供需结构中，进口占比较大，而且该部分量国内难以补充，加征关税意味着国内铜进口成本的大幅抬升，价格国内铜现货市场消费情况整体表现较为平稳，但下游需求恢复仍显缓慢，整体成交情况较为冷清。关税逻辑是主驱动，但有所减弱将回归基本面交易。铜价可能处于震荡偏弱状态，投资者需警惕宏观政策调整、地缘政治风险以及全球经济不确定性带来的波动性。

锌：锌矿供应转为偏宽松，加工费也出现持续上涨，冶炼厂因自身原料库存较高，在 2 月对锌矿的采购量不多，部分贸易商为出货，但因自然日减少，2 月产量预计环比下滑。短期内冶炼厂产量可能增加但不太可能出现大幅增长的情况。需求端，元宵节过后下游企业基本恢复生产，但锌消费传导到实际终端仍然需要时间，因此消费端总体复工表现不及预期。锌价上方空间有限，后续持续关注海内外宏观政策及下游复苏情况。

钢材：数据显示，终端需求复苏出现分化，板材显著强于建材。目前市场进入政策交易期，政策预期成为市场博弈的焦点。我们认为供需才是价格最终的底色，目前市场对需求普遍乐观，供应也相对偏强，从目前地产情况来看，金三银四或难承接目前强需求。

原油：全球原油供需格局正在从之前的偏紧平衡转向过剩甚至严重过剩，国际油价重心将在这一过程中逐渐震荡下移。主流机构预测 2025 年 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶左右，一季度不排除低至 65-70 美元/桶。整体而言，我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险，当前原油价格处于偏中性估值水平，但今年不确定性因素较多，未来油价的波动率不容小觑。

橡胶：我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，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，国内青岛地区库存节奏亦十分罕见，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情。虽然距离 2011 年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实，今后不宜再作为空配品种看待。

油脂油料：当前正值南美大豆产量形成的关键时段，天气因素仍是市场关注的重点。不过随着巴西大豆收割提速，丰产预期逐步兑现的过程将削弱阿根廷天气炒作强度，美豆市场在巨大的供给压力下上行高度仍然受限。国内豆粕市场在整体跟随美豆波动的同时，阶段性供需错配导致现货整体表现较强。远水解不了近渴，国内进口大豆供给紧张以及豆粕库存连降的现状仍是豆粕现货市场的重要抗跌支撑。在此背景下，豆粕期货 3 月合约有望以高价进入交割月。豆粕期货 5 月合约受南美定产情况及进口大豆到港节奏影响较大，与美豆的联动性会更强，但高基差将增强期货向现货靠拢的力度。产地棕榈油市场表现仍是影响国内棕榈油市场的关键。随着印尼 B40 政策落地日期临近，该国开始对 B50 政策展开预热，叠加近期市场传言印尼 3 月将限制棕榈油出口，棕榈油市场在多重利多题材提振下有望继续保持强势，并带动豆油和菜油市场买盘人气回暖。进口大豆供给收紧预期同样对国产大豆市场有利多提振，内外大豆价差大幅收窄甚至基本持平，激活国产大豆油用需求，带动省储拍卖出现溢价成交，国产食用大豆供给压力缓解。预计国内进口大豆偏紧局面可能持续到 4 月份，在此期间，豆一期货市场与豆二市场有望保持较强联动性。

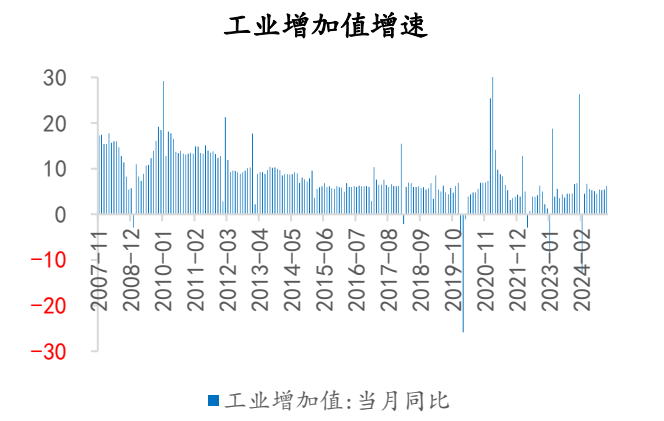
目录

周度策略：市场逐渐进入“政策预期”交易窗口 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 高频数据：内需分化 ..... - 7 -
3 流动性偏紧 ..... - 8 -
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 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 1 月房价跌幅收窄 ..... - 15 -
2 两会前瞻 ..... - 15 -
3 铁水产量小幅回落 库存上升速度放缓 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 美俄初步达成共识 ..... - 19 -
2 对俄制裁有望放松 ..... - 19 -
3 实际供应增量有限 ..... - 19 -
4 伊朗再遭极限施压 ..... - 20 -
5 需求担忧挥之不去 ..... - 20 -
6 下行风险高于上行 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 年度供需大局已定 ..... - 23 -
2 天气预测利于增产 ..... - 23 -
3 淡季需求恢复缓慢 ..... - 23 -
4 合成橡胶逻辑走弱 ..... - 24 -
5 短期库存仍有压力 ..... - 24 -
6 胶价重拾上升大势 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆围绕阿根廷天气反复震荡，国内豆类市场全面走强 ..... - 28 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 28 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 29 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -

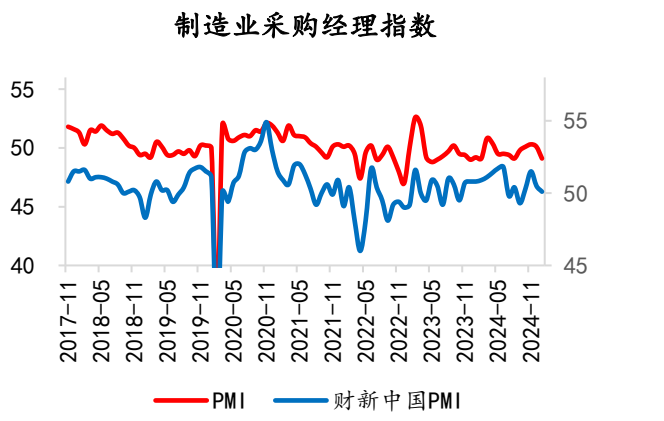
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



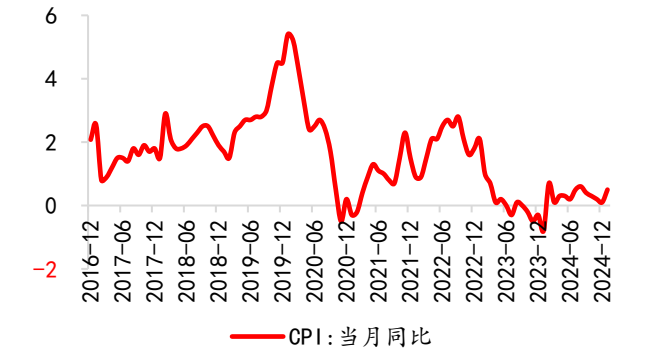
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



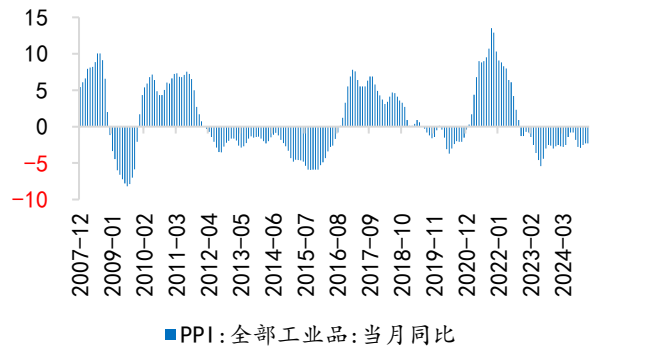
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



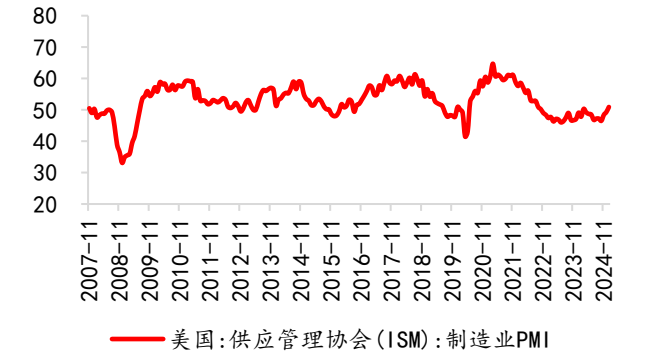
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



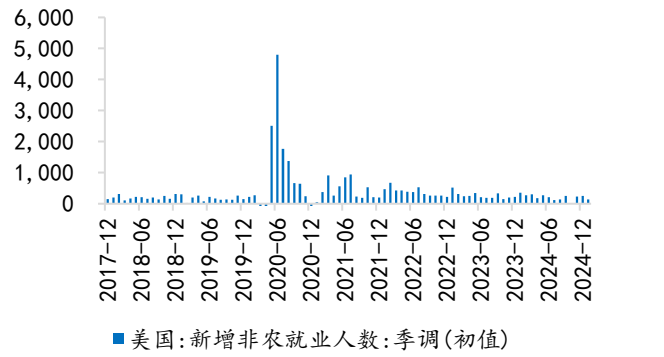
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场逐渐进入“政策预期”交易窗口

近期商品市场继续呈现波动的走势，从基本面看，节后复工偏弱的态势对经济仍有一定影响。24 年 12 月社零名义增速和服务业生产指数实际增速均超过前 11 个月水平，耐用消费品增速大幅上升；但居民消费信心仍不足，城镇居民收入增速低于支出增速受供需同时回落影响，25 年 1 月 PMI 指数重新回到收缩区间，企业投资积极性不足，当前宏观需求端依然较为疲弱。

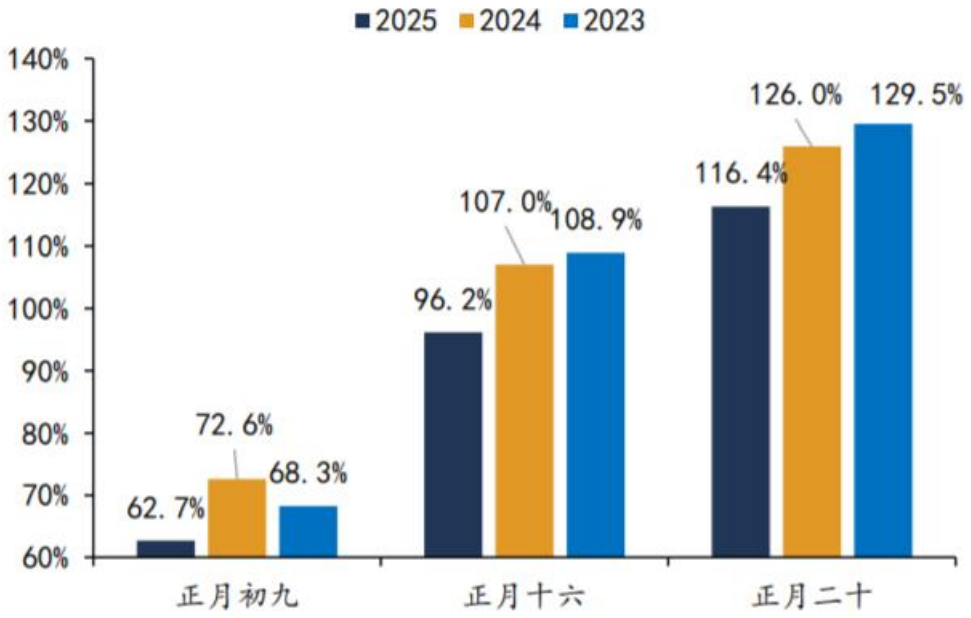
国内将逐渐进入交易政策周期

今年春运返程规模高于 2024 年。按照交通部数据，节后 20 天的累计人员流动达到 47.5 亿人次，高于 2024 年同期的 44.3 亿人次。但这可能并不代表返程复工进度快，这是因为今年节前人口流出的规模同样高于 2024 年。2025 年节后第一、二、三周，百年建筑开复工率分别为 7.4%、23.5%、47.7%，分别低于 2024 年同期 5.6、16.4、15.2 个百分点。

从交通拥堵指数来看，今年节后拥堵程度低于往年，可以验证前面观点，虽然返程人流量更多，但返程进度不如往年。截至正月二十（2.17），一二线城市拥堵指数分别为 1.55、1.45，低于 2024 年的 1.63 和 1.51。跟平时拥堵状况相比，一线城市恢复了 89.3%，二线城市恢复到了 93.7%。

节后复工偏慢的两个解释：一是地方政府下调财政收入和投资目标，资金压力制约建筑业复工。根据百年建筑的调研数据，截至 2 月 13 日（农历正月十六），全国 13532 个工地开复工率为 23.5%，低于 2024 年同期的 39.9%。资金到位情况不及预期是复工偏慢的主要原因之一，地方性施工企业资金压力依然较大，部分项目缺少一定的启动资金。

图表 1：百度迁徙数据的“返程进度”



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

考虑到宏观经济开局的情况，逆周期调节基调不会改变，因此市场对两会的预期较高。预计 2025 年经济目标或延续 5%左右，需要政策托底。2024 年中央经济工作会议明确“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，两会预计将延续这一工作基调。另外，特朗普关税政策仍

面临不确定性，需要扩大内需予以对冲。而年初开工复工进度仍较缓慢，预计建筑业景气度承压，基建好于房建，服务消费维持韧性。

重重因素之下，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出，密切关注 1-2 月经济数据以及 4 月 1 日之后关税可能的变化。

大惊奇，美国偏弱的数据并未大幅刺激美国资产上涨

跟踪美国经济数据和美元类资产的投资者会发现一个规律，那就是美国经济数据越弱，美元类资产越强，尤其是美股，逻辑就在于市场预期弱数据会导致美联储更快降息。但是近期偏弱的美国数据，并未提升美国市场亢奋的情绪。

近期公布的数据显示，密歇根大学消费者信心指数 2 月份降至 64.7，环比下降近 10%，降幅超出预期。2 月份美国服务业采购经理人指数（PMI）跌入收缩区间，为两年来首次。美国 1 月份成屋销售量下降至 408 万套，跌幅超出预期。通胀忧虑挥之不去，美国密歇根消费者长期通胀预期飙升至 3.5%，创 1995 年以来新高。

因此，这次的数据显示，制造业虽然有扩张，但服务业的疲软和投入成本的上涨反而令市场感到了不安。制造业的扩张更多是由关税等政策因素推动的短期现象，并非完全反映市场需求的自然增长。这也意味着，尽管制造业暂时有一些亮眼表现，但长期来看，这种增长并不能持续。

数据公布后，避险情绪升温，美国国债收益率周五大幅下跌，美股也出现大幅抛售。防御性板块表现突出，消费必需品、公用事业和医疗保健类股票成为市场亮点。降息预期升温，美国利率期货市场目前预计今年将有 44 个基点的降息幅度，高于前一日的 38 个基点。

耐心等待新政策落地

从国内的经济数据，市场预期，以及特朗普的关税落地等因素看，目前市场仍在强化“弱现实、强预期”，随着两会的即将召开，市场将逐渐交易经济刺激的预期，目前市场交易仍集中在情绪，预计工业品的走势仍较为震荡。

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	2 月 22 日	国常会：在电信、教育、文化、医疗、金融等领域研究推出一批新开放举措	稳增长政策密集出台	政策端仍是市场的最大期待之一
	2 月 21 日	李强：要紧扣居民需要挖掘我国巨大消费潜力，突出重点加大政策支持。	全面提升教育、医疗、文化、体育、旅游、养老、家政服务等领域的供给水平	提振消费仍是经济的重中之重
数据	2 月 22 日	美国服务业 PMI 初值创 2023 年 1 月以来新低	综合 PMI 初值也创同年 9 月以来新低	美国经济数据低迷
	2 月 18 日	企业信贷需求大幅改善	1 月新增社会融资规模 7.06 万亿元，前值 2.85 万亿元	1 月金融机构口径下新增人民币贷款为 5.13 万亿元，其中最主要的力量来自于企业单位的融资需求大幅改善
事件	2 月 19 日	美俄就俄乌问题谈判	当地时间 2 月 18 号，就如何结束俄乌冲突问题，美国和俄罗斯代表团在利雅得举行了会谈	俄乌战争进入尾声

资料来源：中金财富期货研究所

2 高频数据：内需分化

返城复工：返城提速，但建筑工地复工进度仍慢于近年。百度迁徙指数显示，节后返城强度高于去年同期、接近 2023 年水平；第三方（百年建筑）建筑工地调研数据显示，截至 2 月 20 日（正月廿五），样本工地开复工率、劳务到位率仍低于近年同期。

生产&基建：生产活动恢复较慢，基建表现较好。高炉开工率回落，动力煤价格延续下行，日耗恢复不及去年；化工链 PTA 开工率边际回落、涤纶长丝开工率回升。基建方面，沥青开工率低位回升；螺纹钢库存、开工率均提高，铜价持续上涨；水泥价格持续回落，库容比缓慢回升、发运率提高；玻璃价格较平稳，开工率下降。

地产：新房成交回落、二手房成交同比保持增长。本周 30 城新房成交面积同比下降，二线下降明显。本周 9 城二手房成交面积同比保持增长，其中北京、深圳增长明显。

出行：城内活动强度高于去年，航空出行持续回落。市内交通方面，本周地铁客运量高于去年，其中一线弱于去年，二线增长；航班方面，节后航班执行数、执飞率持续下降。

消费：汽车消费弱于去年。2025 年以来乘用车批发数量、零售累计数量不及去年。

进出口方面，海外数据边际改善，但港口数据整体转弱，海运运价有所回升。生产方面，汽车生产表现持续偏强，半钢胎开工率位于近年农历同期最高位。库存方面，煤炭库存持续走高，

钢材社会库存季节性回升，沥青库存回落。物价方面，食品价格继续回落，钢价再次转涨。流动性方面，资金利率持续上行，美元指数震荡下行。

3 流动性偏紧

债市的回调，一定程度上是流动性偏紧导致的。

进入 2 月下旬，缴准缴款压力、月末资金需求边际增加的背景下，央行当周逆回购操作净回笼 182 亿元，或有意延续资金面紧平衡态势。上周周五，DR007 加权报 2.22%，尾盘虽有所回落，但资金情绪紧张且价格中枢继续保持高位，未改市场资金面隐忧。加之政策预期博弈加剧，外部环境转变，近期债市波动的不确定性加大，交易型机构负 carry 加久期的成本受资金面影响不断上升，因此前半周，短债回调较为显著，而后抛压向长期和超长期债券延伸。

若币当局仍采取进一步宽货币的措施，除了可能加剧资金空转，还有可能导致两个负面效应：阶段性加剧银行负债和净息差的压力，另外对推动物价合理回升也帮助不大。只有货币政策与财政政策配合，从提振需求侧出发，才能进一步支持经济修复，也提升货币政策的有效性。

当前货币政策可能进入新范式，即宏观审慎内嵌于货币政策。如果货币政策是逆周期，那么独立的宏观审慎政策无法完全对金融市场参与者顺周期行为进行纠偏。流动性管理事实上成为系统性风险控制和危机应对的总闸门。

4 宏观策略

从国内的经济数据，市场预期，以及特朗普的关税落地等因素看，目前市场仍在强化“弱现实、强预期”，随着两会的即将召开，市场将逐渐交易经济刺激的预期，目前市场交易仍集中在情绪，预计工业品的走势仍较为震荡。

5 股指期货市场分析

两市继续上行

两市震荡回升，上周沪深 300 周+1%，上证 50 周+0.8%，中证 500 周+1.84%，中证 1000 周+3.21%，指数维持震荡上涨态势。

我们上周强调，科技股的估值回升，是行情的主要驱动力。

2 月 21 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰应约与美国财长贝森特举行视频通话。双方均表示愿意继续就贸易问题进行沟通，显示出一定的谈判意愿。预计在 4 月 1 日美国发布相关贸易调查报告之前，关税政策的实施节奏或较为缓和。双方或维持“谈判试探+局部施压”的策略，对华快速上调关税的概率较低，风险相对可控。

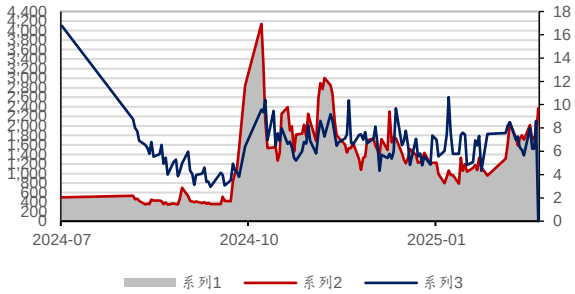
2021 年以来，互联网行业经历了持续近 4 年的反垄断严监管，以恒生科技指数代表的互联网企业估值受到影响。然而，此次民营企业座谈会强调科技创新的重要性，进一步增强了市场对科技企业的信心。同时近期政策层暖风吹，鼓励互联网企业在科技创新（特别是人工智能领域）上加大投资，为互联网企业带来了新的估值提升机会。1 月以来，海外机构对中国科技股的配置比例逐渐增加，显示出对中国科技资产的看好态度。当前恒生科技指数的表现就是典型代表。

关注调整之后的买入机会

月市场有望在高位上小幅波动，无明显向下风险，亦缺乏显著向上动能。和 2 月相比，环境上最大的变化在于市场对“两会”政策的期待将向现实回归，预计总体定调难超预期，产业政策可能有亮点。而经济基本面边际变动不大，出口维持偏高增速但较去年 Q4 收窄，商品消费边际变化不大、服务消费弱复苏，投资端增速边际收窄。同时海外风险扰动有限，美加征关税风险推迟至 4 月，美联储预计维持利率不变，均在市场预期内。整体而言市场无明显向下风险，亦缺乏显著向上动能，呈高位小幅波动。

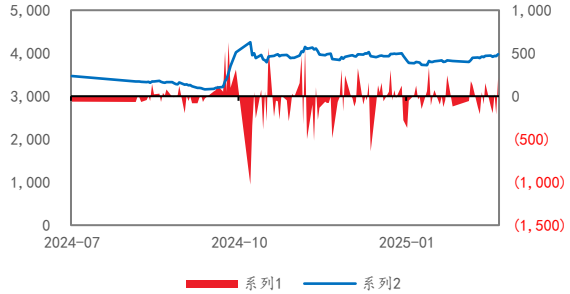
短期来看，产业逻辑的进一步强化下中国资产重估行情有望延续，事件驱动下基本面和估值的约束可适当放宽，但注意随着 TMT 拥挤度升至高位，高低切换和轮动加快或为短期市场演绎的基准情绪；中期来看，地产预期改善、产能周期筑底企稳、科技外部性进一步发挥有望改善 A 股企业盈利预期，行情或呈现拾级而上、热点扩散的特征。

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



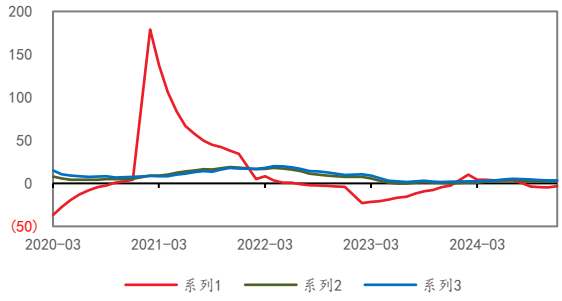
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海外矿端扰动再起

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。2024 年以来智利、赞比亚等地区的干旱、电力紧缺、罢工等铜矿干扰事件频发，铜矿短缺问题进一步发酵。

供应端趋于宽松

江西铜业等中国铜企业与 Antofagastat 敲定 2025 年铜精矿长单加工费 Benchmark 为 21,25 美元/吨与 2.125 美分/磅。2025 年铜精矿长单加工费较 2024 年的 80 美元/吨与 8.0 美分/磅大幅下降，显示明年铜矿仍将处于紧缺状态。国内冶炼厂在假期期间未有大规模采购活动，刚需货物需求主流交易船期在二季度，干净矿价格接近 0 并略有下跌，冶炼厂对负数价格持谨慎态度。市场上成交信息稀少，年后炼厂采购脚步逐渐加快，贸易商报价谨慎，成交价格预期在 0 附近。

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。据 SMM，11 月国内电解铜产量环比增加 0.94 万吨到 100.51 万吨，且较预期上升 2.42 万吨，预计 12 月国内电解铜产景环比大幅增加 3.17 万吨，丰因此前检修产能陆续复产，前期投产的治炼广加快投产速度，此外部分治炼厂为追赶年度生产计划在 12 月也增加了产量，令 12 月预期产量大幅增加。10-11 月国内电解铜进口窗口总体维持打开状态，进口货源流入较多，且下游需求尚可，多数预计流入市场而非入库，另外据 SMM 了解，12 月来自南美及日韩的货源较多，12 月进口铜整体到货量较多。潜在风险仍存，警惕精废价差扩大后，废铜供应持续增加，对铜产业供应端产生的冲击；

需求复苏，但低于预期

精铜杆企业生产不佳，受假期影响，市场内部分企业选择停工度过，在节后也并未在法定假期结束后复产，生产活跃度不足；而部分中大型铜杆企业虽然在假期依然维持着生产安排，但多数实际开工、产能利用率均有所下调。企业更多维持正常生产节奏，寻找新客户，扩大增长点，市场依然由大型企业献增量，中小企业表现偏弱。目前铜价相对稳定但仍处于较高水平，部分下游客户对高价铜保持谨慎，仅维持基本需求的采购。

国家统计局发布数据显示，1-10 月份全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%（按可比口径计算）；其中，住宅投资 65644 亿元，下降 10.4%。1-10 月份房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。其中，住宅施工面积 504493 万平方米，下降 12.9%。房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%。其中，住宅新开工面积 44569 万平方米，下降 22.7%。房屋竣工面积 41995 万平方米，下降 23.9%。其中，住宅竣工面积 30702 万平方米，下降 23.4%。

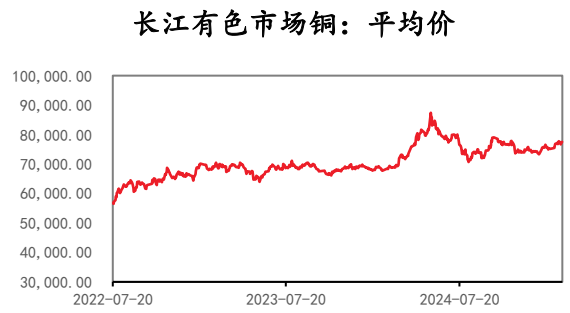
关税将考虑其他国家的汇率、税收、关税、非关税壁垒以及任何“不公平限制”。特朗普提名的商务部长表示，政府将根据不同国家逐一处理，政策研究预计在 4 月 1 日前完成。白宫官员表示，美国将在 180 天内提出一份报告，详细说明针对具体国家的拟议措施，不排除全球统一关税的可能性。特朗普表示，通过其他国家运送商品以避开关税的做法将不被接受；将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；预计许多国家的关税将保持不变；不要期待会有任何豁免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税，汽车关税可能与其他行业关税同时实施；短期价格有可能上升。

2 结论

矿端的紧张状况延续，第一量子 2025 年铜产量指引仍未见巴拿马项目踪影，加工费持续低位。不过考虑到美国铜供需结构中，进口占比较大，而且该部分量国内难以补充，加征关税意味着国内铜进口成本的大幅抬升，价格国内铜现货市场消费情况整体表现较为平稳，但下游需求恢复仍显缓慢，整体成交情况较为冷清。关税逻辑是主驱动，但有所减弱将回归基本面交易。铜价可能处于震荡偏弱状态，投资者需警惕宏观政策调整、地缘政治风险以及全球经济不确定性带来的波动性。

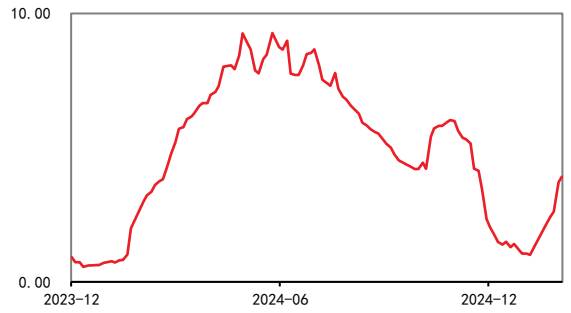
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



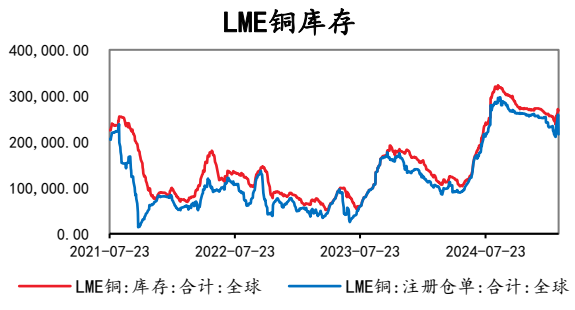
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



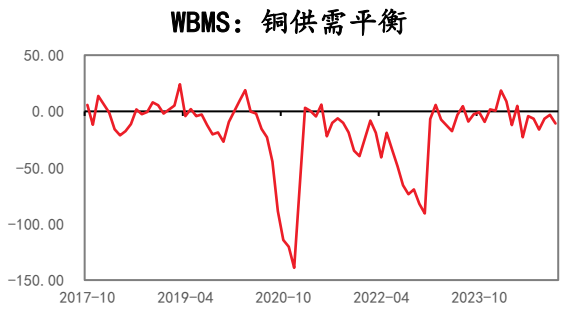
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



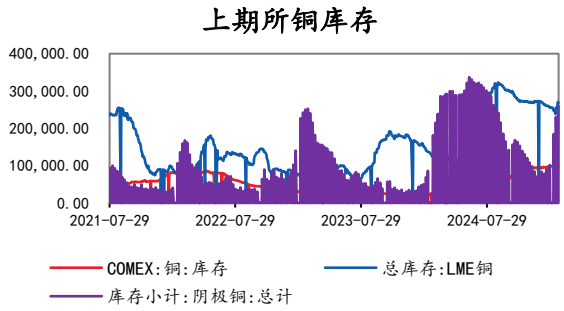
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



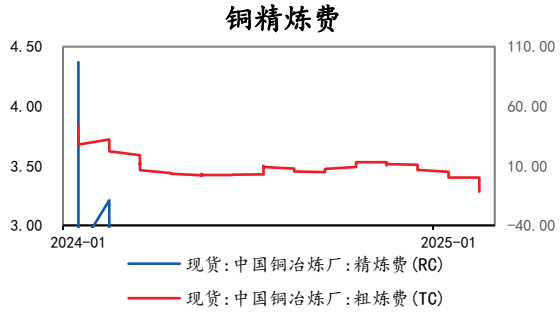
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

偏紧仍为年内主基调

因天气、品味、罢工等因素扰动，海外矿山扰动不断，部分矿山项目延后，全球矿端偏紧格局暂未改善。根据百川盈孚调研结果显示，艾芬豪的刚果 Kipushi 已经在 6 月中旬投产出矿，预计最大年产能可达 25 万吨，2024 年预期出产量 4-5 万吨；俄罗斯的 OZ 矿延迟复产，乐观预期 2024 年年底出产，预计下半年难以带来增量。国内前期因暴雨等因素减产矿企逐步恢复正常，部分矿山有新增减产。月内陕西某铅锌矿已复产发货销售；四川某铅锌矿企业 8 月暂停生产，月内暂无锌精矿供应，目前已恢复运行；云南某矿山锌精矿产量下降，暂无外售锌精矿，9 月预计难提产；吉林某矿山因附近修路导致运输受阻，暂未对外发货。

2024 年 1-10 月国产锌精矿产量 313.4 万吨，同比下滑 0.2%。由于国内普遍面临原矿品位下降的问题，加上北方矿山多有季节性减停产情况，且安全环保检查较为频繁，所以今年国内锌矿产出节奏偏慢。

冶炼产量在矿端紧缺的影响下呈现萎缩状态

在今年 8 月的行业会议上，冶炼厂由于原料短缺和生产利润倒挂的原因，14 家冶炼企业（合计产能达 417 万吨，占全国原生锌冶炼总产能的 70%）计划联合减产，但实际减产效果不佳，阻力主要来自于中大型炼厂。根据 SMM 数据，1-12 月累计产量 619.15 万吨，累计同比减少 6.51%。

根据海关数据，2024 年 11 月锌锭净进口 3.47 万吨，同比 变动-32.5%，环比变动-39.8%，1-11 月累计净进口锌锭 40.04 万吨，累计同比变动 13.6%。综合来看，2024 年 11 月国内锌锭供需差为短缺-0.63 万吨，1-11 月国内锌锭累计供需差为过剩 5.72 万吨。

镀锌开工率偏低

临近年底企业订单小幅走弱，镀锌、氧化锌行业开工率分别下降 3.76 和 3.52 个百分点，叠加前期下游已经补库，导致近期的采购比较谨慎。

2021 年至 2024 年，房地产开发投资额和住宅开发投资额逐年开始下滑，2024 年房地产开发投资额降至 10.1 万亿元，同比下降 10%，其中住宅开发投资额为 7.7 万亿元，开发投资回到 2017 年水平。房地产投资完成额同比不断下行，竣工贡献负增长，房地产行业用锌量预计会持续下行。锌的建筑需求主要体现在施工端墙体的骨架、屋顶使用镀锌钢材，消防水管、通风管道用镀锌管道，楼层板及施工浇筑平面用镀锌板块。竣工端则是门窗、护栏和卫浴等对镀锌板卷和锌合金的需求。进入 2024 年，随着房地产竣工端同比增速转负，房地产行业需求全方位下滑。

中汽协数据显示，11 月汽车产销分别完成 343.7 万辆和 331.6 万辆，环比分别增长 14.7%和 8.6%，同比分别增长 11.1%和 11.7%，月度产销创历史新高。1-11 月汽车产销分别完成 2790.3 万辆和 2794 万辆，同比分别增长 2.9%和 3.7%，汽车产量增速较 1-10 月扩大 1.1%，销量增速扩大 1 个百分点。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.3%。四季度是国内消费旺季，补贴力度加大带动国内换新需求明显增加可部分抵消出口减弱，预计四季度国内汽车产量表现

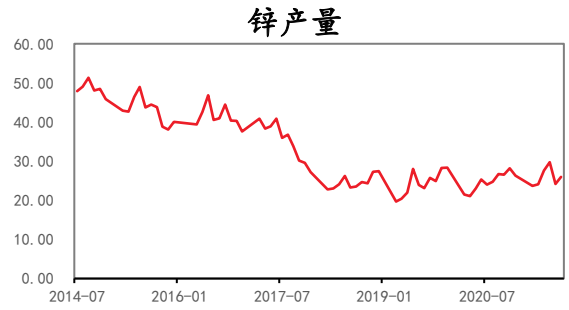
仍较好，但海外汽车产量可能持续偏弱。

2 总结

锌矿供应转为偏宽松，加工费也出现持续上涨，冶炼厂因自身原料库存较高，在 2 月对锌矿的采购量不多，部分贸易商为出货，但因自然日减少，2 月产量预计环比下滑。短期内冶炼厂产量可能增加但不太可能出现大幅增长的情况。需求端，元宵节过后下游企业基本恢复生产，但锌消费传导到实际终端仍然需要时间，因此消费端总体复工表现不及预期。锌价上方空间有限，后续持续关注海内外宏观政策及下游复苏情况。

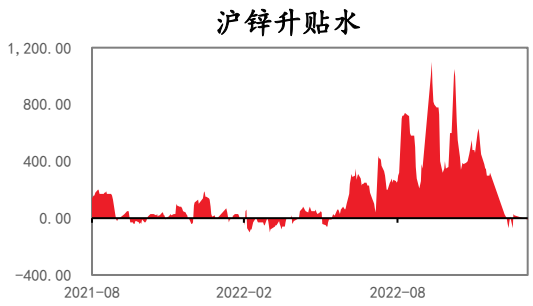
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



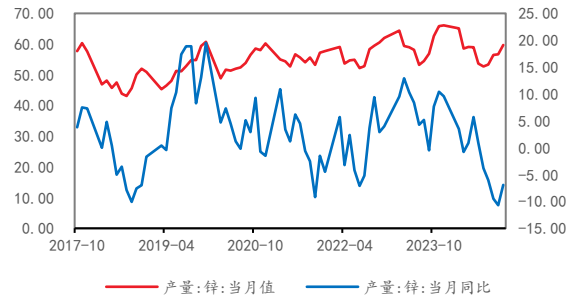
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



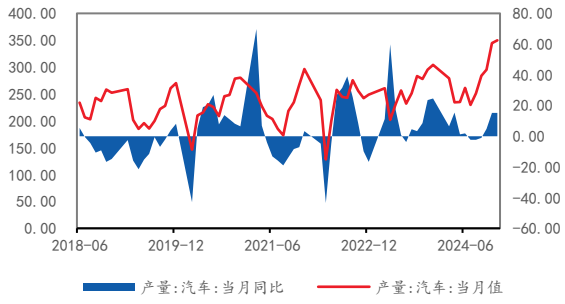
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 1 月房价跌幅收窄

2025 年是高层提出房价止跌回稳后的第一年，尽管房价跌幅有所收窄，但房地产市场整体仍呈现下降趋势，终端对钢材的需求继续下降。一线城市与其他城市之间的分化进一步加剧，预计未来这种分化会越来越大。

2025 年 1 月，新建商品住宅价格整体呈现小幅上涨的趋势。在国家统计局监测的 70 个大中城市中，新建商品住宅销售价格环比上涨的城市有 24 个，较上月增加 1 个。这表明新建商品住宅价格整体呈上升态势。然而，一线城市的上涨动能有所减弱，新建商品住宅销售价格环比仅上涨 0.1%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点。相比之下，二三线城市的房价环比总体略有下降，但同比降幅持续收窄，表明市场正在逐步稳定。

同月，二手住宅销售价格的整体表现则略有下滑。二手住宅销售价格环比上涨的城市有 7 个，较上月减少 2 个。一线城市二手住宅销售价格环比上涨 0.1%，但涨幅较上月回落 0.2 个百分点，显示出与新建商品住宅类似的涨幅放缓趋势。二三线城市二手住宅价格表现相对较弱，整体呈小幅下降态势。

从成交量来看，二手房市场的活跃度显著高于新建商品住宅市场。截至 2025 年 2 月 16 日，10 大城市新建商品住宅成交面积总计 914.1 万平方米，同比增长 2.9%；而二手住宅成交面积总计 1160.8 万平方米，同比增长 25.2%。这表明二手房成交量的大幅增长成为市场亮点，反映出购房者对二手房市场的偏好和信心。

供应量方面，新房供应出现季节性回落。克而瑞地产研究数据显示，1 月 100 个典型城市新房供应量为 1127 万平方米，同比下降 18%，环比下降 40%。新房供应量的减少可能受到季节性因素（如春节假期）或市场调整的影响，这与新建商品住宅成交量的温和增长形成对比。

综上所述，2025 年 1 月的房地产市场呈现出新建商品住宅价格小幅上涨、二手住宅价格略有下滑的特点。一线城市与二三线城市之间存在明显的分化，且二手房市场的活跃度显著高于新建商品住宅市场。虽然房价跌幅收窄，但房地产市场仍在调整过程中，一线与二三线城市之间的分化进一步加大。未来，这种分化趋势预计将继续扩大，市场需要更多的政策支持和市场调节来实现全面稳定。

2 两会前瞻

面对内部需求疲软、青年失业率高企、外部关税冲击升级的多重压力，2025 年两会将成为中国经济政策从“危机应对”转向“系统重构”的关键转折点。政策制定者需在稳增长与防风险、短期纾困与长期转型之间寻找动态平衡，既要避免传统刺激手段的路径依赖，又要为“新质生产力”培育开辟制度空间。从财政发力、货币调节、产业突围到房地产纾困，一套兼顾短期托底与长期破局的政策组合正在酝酿。

财政扩张的力度与结构将体现“精准滴灌”思维。为对冲外需萎缩，赤字率可能从 3%提升至 3.5%-3.8%，对应新增赤字规模约 4.5 万亿元，但资金投放严格锚定“新质生产力”导向。专

项债额度或扩容至4.2万亿元,重点支持“东数西算”数据中心、城市更新中的地下管网改造、新能源充电桩网络等兼具短期投资拉动与长期结构升级的领域。

消费刺激政策告别粗放补贴模式，转向“供给创造需求”的创新路径。新能源汽车“以旧换新2.0”可能将补贴从1万元提至1.8万元，同步取消购车资质限制；家电依旧换新的补贴力度、补贴范围和补贴额度将进一步上升，并常态化。

房地产政策将在“防风险”与“去依赖”间艰难平衡。短期纾困聚焦流动性救援：设立3000亿元专项基金，通过债转股置换房企高息美元债，优先保障“保交楼”项目资金注入。需求端松绑限购政策，除一线城市核心区外全面取消购房资格限制，二套房首付比例从40%降至30%，三四线城市试点购房契税全额补贴。中期重构指向“市场+保障”双轨制，保障房建设目标从200万套提至300万套，创新“共有产权房异地置换”机制；土地财政替代路径上，试点城市将国企利润的30%划入地方财政，并扩大基础设施REITs至商业物业领域。长期破局依赖房地产税试点扩围至30个城市，采用“阶梯税率+免征面积”设计，同步推动国企收购存量商业地产改造长租公寓，建立“租金收益率锚定资产价值”的新估值体系。

3 铁水产量小幅回落 库存上升速度放缓

上周全国高炉产能利用率略降，电炉产能利用率快速增加。国内247家钢厂高炉产能利用率为85.4%，环比下降了0.2个百分点，同比上升了1.4个百分点；91家电炉产能利用率为41.7%，环比增长了11.9个百分点，同比增加了8.8%。五大品种钢材的周产量为836万吨，环比增长了2.6%，同比增长了5.1%。上周长流程产量回落，日均铁水产量下降了0.5万吨，降至227.4万吨。节后需求快速恢复，钢厂利润尚可，钢材产量持续回升。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为1314万吨，环比增长了2.7%，同比下降了18.9%。钢厂库存为550.2万吨，环比增长了1.4%，同比下降了20.5%。钢材总库存的累积速度显著放缓，环比增长了2.3%，增幅较前一周收窄了6.8个百分点。厂库与社库的增幅均有所收窄，预计季节性累库逐步接近尾声。

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794.4万吨，环比增长了19.8%，同比增长了35.4%。其中螺纹钢的表观消费为168.6万吨，环比增长了162.8%，同比增长了145.6%。本周五大品种钢材的表需较上周大幅回升，下游工地复工速度加快，推动建筑钢材消费大幅回升，农历同比显著改善，同时建筑钢材成交也同步好转。

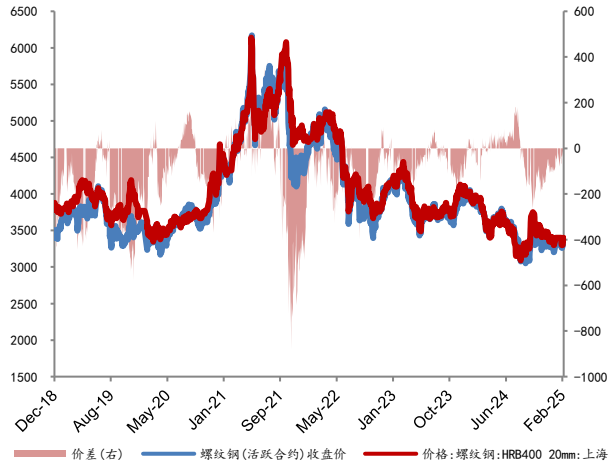
上周钢材现货价格走强，主流钢材品种的即期毛利同步改善。247家钢厂的盈利率为49.8%，环比下降了0.9个百分点。

4 小结

目前市场进入政策交易期，政策预期成为市场博弈的焦点，短期市场易涨难跌。尽管如此，我们认为供需才是价格最终的底色，目前市场对需求普遍乐观，供应也相对偏强，从目前地产情况来看，金三银四或难承接目前强需求。

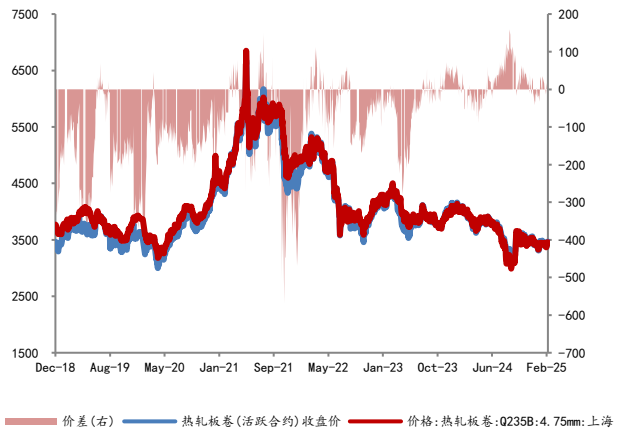
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



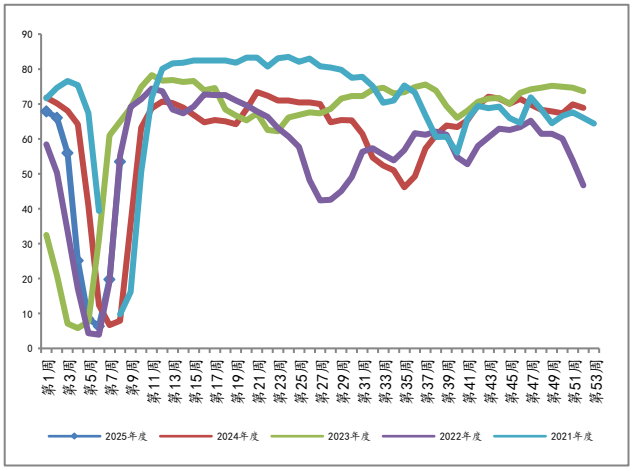
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



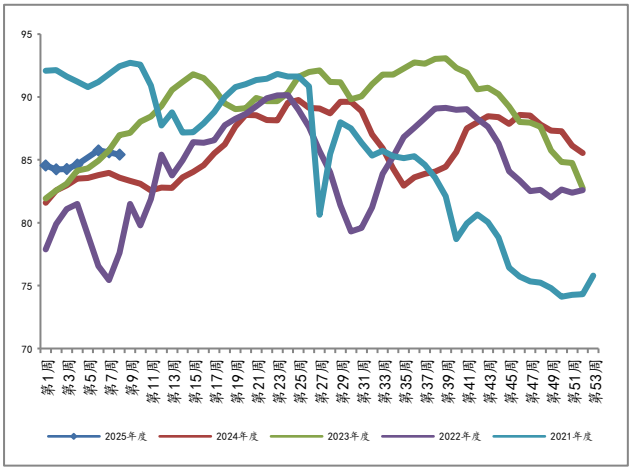
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



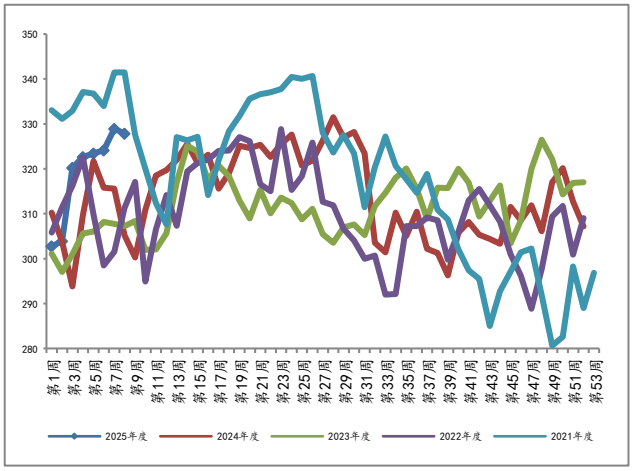
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



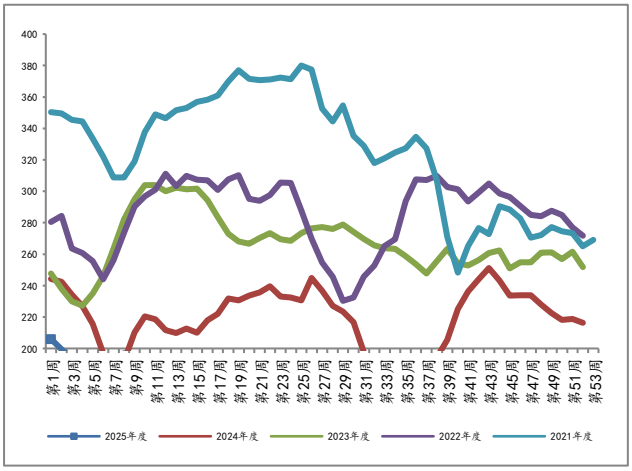
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



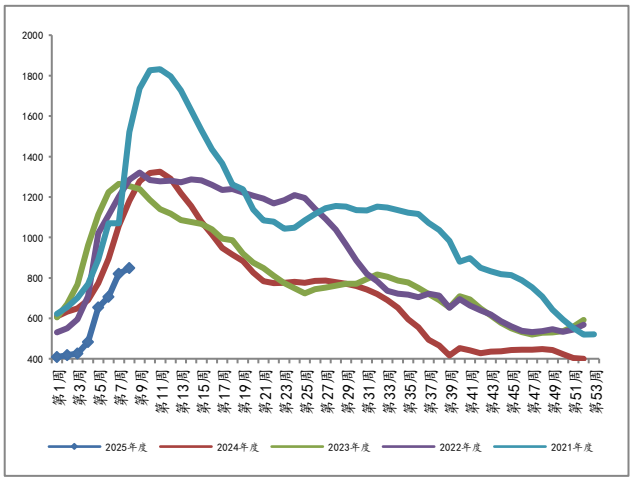
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



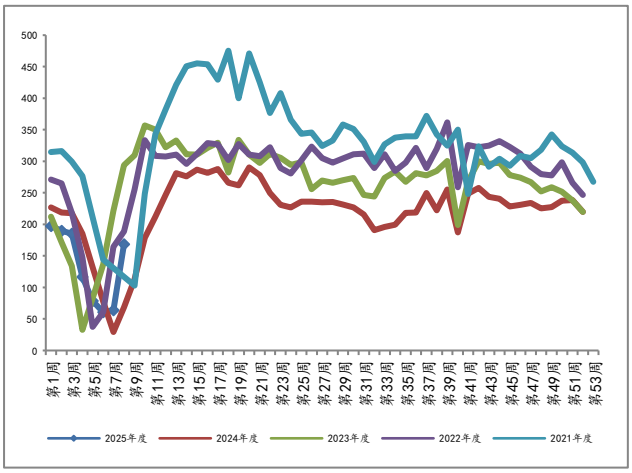
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 美俄初步达成共识

三大国际能源机构对 2025 年原油市场出现过剩的预测较为一致，但地缘政治局势可能会打破供需平衡预期，具体来说还是离不开特朗普交易。

据外媒报导，美国总统特朗普与俄罗斯总统普京通电话，主要讨论了乌克兰问题，据消息人士透露，谈话进行的较为顺利，双方同意就结束俄乌战争进行谈判。随后，美国和俄罗斯代表团在沙特利雅得举行的会谈取得一定成效，双方就结束乌克兰战争相关事项达成四点共识。一、双方同意建立磋商机制，解决双边关系中的棘手问题，其目标是采取必要措施，使两国外交使团的运作正常化。二、双方同意任命各自的高级团队，着手努力以持久、可持续且为各方接受的方式尽快结束乌克兰冲突。三、双方同意为未来在共同地缘政治利益问题及经济和投资机会方面的合作奠定基础，这些合作将随着俄乌冲突结束而出现。四、当天与会团队承诺将保持接触，确保以及时和富有成效的方式推进谈判进程。

2 对俄制裁有望放松

现在俄乌有望和谈令外界认为，前拜登政府 1 月宣布的针对俄罗斯海运原油出口新一轮制裁不会带来重大冲击，倘若后续放宽制裁还会促使全球原油供应回升。

顿巴斯特别行动发起至今已经三年，目前俄罗斯控制乌克兰约五分之一的领土，战事进入长期胶着状态。美方特朗普表示，乌克兰加入北约不切实际，而且也不太可能收复全部失地；俄方提出，希望和美国就乌克兰问题建立单独的双边谈判机制；乌方泽连斯基称，绝不会接受没有该国参与、在其背后达成的和平协议。另一方面，从美国副总统万斯在慕尼黑的发言中揣测，在乌克兰地缘局势问题上，欧洲传统盟友甚至乌克兰正在被特朗普政府边缘化，美国将俄罗斯视为主要对话者。

我们看到事态正在改变，这可能会影响到俄罗斯原油出口，如果制裁条件放宽或部分取消，实物原油或将面临更大的供应压力。单从表观数据来看，俄乌战争对俄罗斯原油实际出口边际影响较小，但如果和谈取得一定成果，地缘局势缓和或将令原油市场情绪走弱。

3 实际供应增量有限

据外媒透露，特朗普政府的目标是争取在 2025 年复活节前推动俄乌达成停火协议，引发外界关于俄罗斯对欧洲能源供应恢复的猜测。

抛开对乌克兰地缘走向的猜测，第三方统计数据显示，俄罗斯原油平均产量下降至 897.7 万桶/日，略低于 OPEC+减产协议规定的 898 万桶/日的产量配额。俄罗斯副总理诺瓦克表示，该国完全遵守联盟的最新减产协议，已承诺补偿此前的供应过剩，并预计从 4 月起配额将提升到 900.4 万桶/日。从事实来看，在西方制裁导致的出口骤降后，俄罗斯原油供应水平长期稳定在 900 万桶/日左右，边际变化受外部影响并不大。

西方对俄制裁最大的影响是改变原油出口结构，从欧洲转向中国和印度为主，但实际上俄罗斯

原油总产量长期保持相当的刚性。假设俄乌停火后俄罗斯恢复对欧洲原油出口，或更多表现为区域性贸易流的重新调整，对全球原油供应的增量可能不及此前预期。

4 伊朗再遭极限施压

美国财政部长表态，美国政府计划将伊朗原油出口量从当前估计的 150-160 万桶/日压缩至 10 万桶/日以下，以此削弱伊朗收入来源并遏制其推进核计划。回顾特朗普上一任期撕毁伊核协议后，曾一度迫使伊朗原油出口量下降逾 90%，只不过后期 OPEC 强力减产收紧供应，美国为遏制国内汽油价格飙涨，实际上默许了伊朗原油出口回升。若新的制裁全面落地，预计伊朗出口量或将减少 100 万桶/日以上，大致相当于全球原油需求的 1%。至于伊朗供应大幅削减可能导致的短缺问题，这一次 OPEC 产量已经处在易增难减的境地，特朗普政府还可以扩大本土页岩油生产，或选择放松对俄罗斯的制裁来对冲供需缺口，对原油市场的实际影响仍需观察政策执行力度。

5 需求担忧挥之不去

对于原油投资者而言，短期市场情绪受突发事件等风险因素影响，但油价的长期走势主要取决于全球经济和供应水平的此消彼长。特朗普 2.0 时代正引发一系列问题，除了北美自贸区的加拿大和墨西哥以外，加征关税增添了全球经济复苏的不确定性，而经济增长疲软又势必拖累原油需求，在中长期对油价产生负面影响。

尽管近年来边际增速出现放缓，但亚太地区仍将是全球原油需求增长的引擎，占全球总需求量的 54.9%。作为全球最大的原油净进口国，中国经济和市场对国际油价影响显著，美国对华加征 10%关税造成贸易摩擦升级，或进一步拖累宏观经济并抑制中国对进口原油的需求预期。另一边从内生因素来看，随着新能源和碳中和等政策推进，中国成品油市场需求在 2023 年达峰后持续下降。2025 年中国成品油需求量为 3.82 亿吨，其中汽油消费量为 1.53 亿吨，同比下降 3.4%，因新能源汽车渗透率提高对汽油车替代作用明显。印度可能会成为原油需求增长最大的国家，但其工业化程度不高，难以承接供应端巨大的增量及潜在增量。

综上我们认为，特朗普的系列行径其结果难以预测，但原油市场脆弱的供需平衡正变得越来越难以维系，长期油价重心下移是大趋势。

6 下行风险高于上行

2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，我们的基本观点是：全球原油供需格局正在从之前的偏紧平衡转向过剩甚至严重过剩，国际油价重心将在这一过程中逐渐震荡下移。

鉴于全球原油总供应量和闲置产能十分充裕，而能源消费难以像过去数十年那样保持旺盛，大部分业者倾向于对 2025 年原油市场整体持悲观态度。无论沙特主导 OPEC+继续延长减产，抑或是逐步恢复更多供给，美国为主的非 OPEC+供应增长已经能够满足持续放缓的需求增速，使得明年面临的过剩情况将进一步加剧。尽管市场不时担忧潜在的供应中断，激进多头押注中东局势升级，但地缘政治风险溢价已经被极大挤出，而任何区域性断供都会给 OPEC+留出更大的增产空间。

以 Brent 基准原油为例，相较 2024 年国际油价 72-85 美元/桶的主要运行区间，华尔街主流投行下调未来油价估值重心，预测 2025 年 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶左右，一季度不排除低至 65-70 美元/桶。总体而言，我们认为这一预测具有参考价值，虽然估值仍不免于过高或者过低，但我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险。

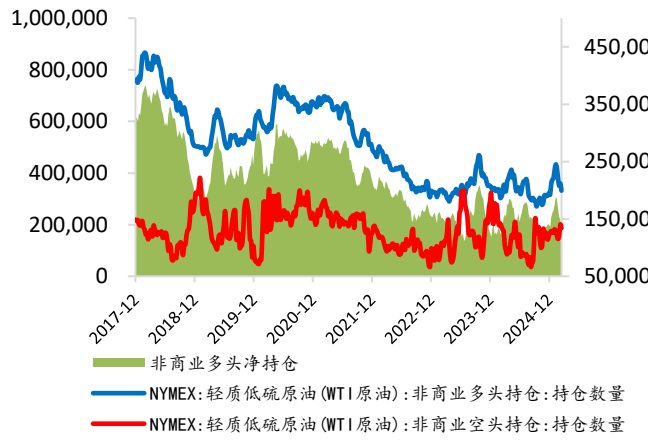
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



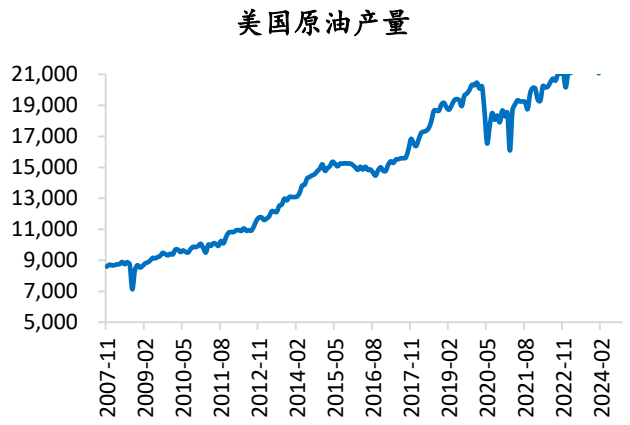
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



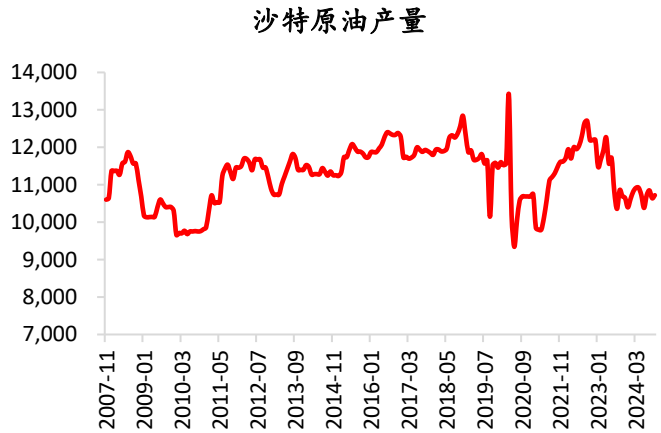
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



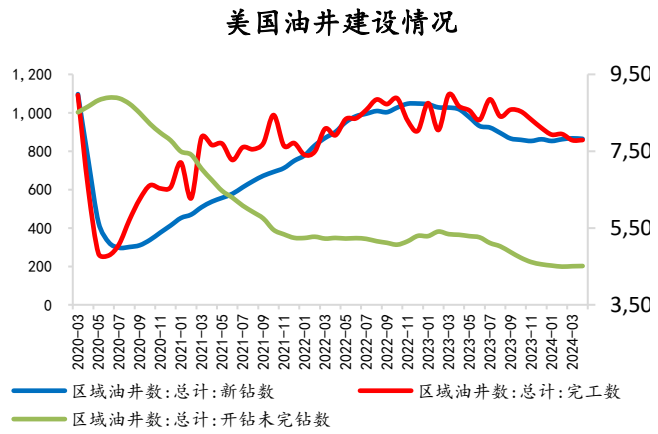
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



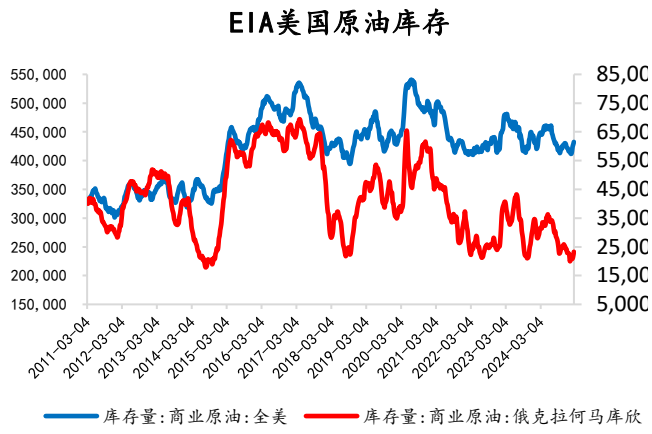
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



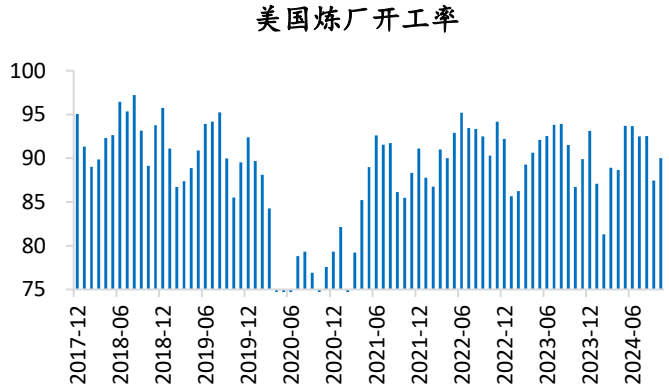
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



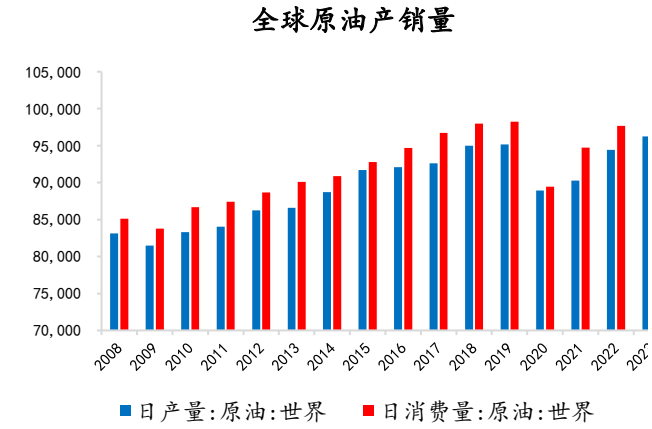
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 年度供需大局已定

ANRPC 发布的报告显示，2024 年 12 月全球天然橡胶产量估计为 158.8 万吨，同比增加 5.7%，环比增加 12.1%；全球天然橡胶消费量估计为 184.6 万吨，同比增加 48.3%，环比增加 44.1%。剔除上述短期异常波动来看：2024 年全球天然橡胶产量预计增加 2.8%至 1429.1 万吨，其中，泰国-0.5%、印尼+0.9%、马来西亚+0.6%、越南-2.1%、中国+4.2%、印度+6%、其他国家+11.6%。2024 年全球天然橡胶消费量预计增加 1.8%至 1544.8 万吨，其中，中国+3.3%、印度+3%、马来西亚-17.9%、泰国+1.1%、印尼-6.9%、越南+0.5%、其他国家+1.5%。

以上统计数据具有滞后性，2 月随着本轮割胶周期进入尾声，全球天然橡胶供需大局已定。后市整体而言，随着进口到港货源增加，国内天然橡胶库存处于上升通道，市场仍面临阶段性供应压力，加上美国加征关税的不确定性，对胶价走势构成下行风险。

2 天气预测利于增产

现阶段全球天然橡胶产能周期拐点已经到来，市场对这一观点基本不再争议。天然橡胶的产能即割胶面积，但并不等同于产量，实际供应水平受天气、病害、原料价格等多种因素影响。

回顾 2024 年，东南亚天然橡胶产量受天气影响最大，主产区先干旱后多雨，又发生台风、洪涝等灾害，主要可能归结为厄尔尼诺现象的影响。最新气象监测结果显示，赤道中东太平洋表层海水温度已进入拉尼娜状态，预测或将维持到春季，之后将会减弱至中性状态。根据以往经验，历史上厄尔尼诺之后如果次年出现拉尼娜，那么天然橡胶产量回升的概率较大，典型代表是 2017 和 2021 年均大幅增产。因此，2025 年天气题材炒作的可能性或有所降低，需关注拉尼娜的发展强度。如果开割季进展顺利，一季度显性库存累积衔接 4 月后新胶供应释放，现货胶价承压或拖累期货盘面。

3 淡季需求恢复缓慢

在传统淡季模式下，青岛地区库存变动是沪胶盘面的主导因素，而低产期延续累库节奏的主要原因，离不开下游需求的低迷表现。

作为橡胶-轮胎-汽车产业链的一大重要指标，中国重卡市场销量在 2025 开年便遭遇滑铁卢。统计数据显示，1 月全国重卡销量约 7 万辆，同比大幅下滑 28%，环比下降 17%。重卡销量不佳除了国六红利透支外，还与春节假期因素有关，同样受此影响，估计 1-2 月汽车销量和轮胎产销量均处于年内低位。终端市场疲软的负反馈下，橡胶下游需求整体恢复缓慢，甚至全钢胎企业主动降负也没有推动成品库存的明显去化。轮胎企业依照刚需被动采购原料，天然橡胶主港及社会库存压力增加，关注后续需求恢复的进展情况。

橡胶产业链格局长期将持续改善，但中美新一轮贸易摩擦再度横生枝节。美国特朗普政府对所有中国进口产品征收 10%的额外关税已经正式生效，作为回应中国也出台反制政策，对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中煤炭、液化天然气加征 15%，原油、农业机械、大排量汽

车加征 10%。尽管自双反调查和上一轮贸易战后，美国作为国产橡胶轮胎的主要出口市场地位明显下降，但高度依赖出口订单的半钢胎行业所受影响有待观察。

4 合成橡胶逻辑走弱

合成橡胶方面，前期受丁二烯成本支撑，以及天然橡胶的替代性提振，BR 橡胶期货重心大幅抬升。天然橡胶进入季节性淡季后，与合成橡胶价差持续回落，部分轮胎企业重新调整配方。因此，丁二烯橡胶价格的主导逻辑发生转变，从下游对天然橡胶的替代性需求，回到上游丁二烯原料价格成本。现在随着丁二烯价格走弱，丁二烯橡胶也失去了最核心的上涨驱动。后期海外装置重启，丁二烯供应存在回升预期，预计 BR 期货盘面有一定下行空间。不过，由于丁二烯价格整体仍相对偏高，顺丁橡胶生产利润处于亏损状态，供应端缺乏进一步宽松的条件，估值降低后或更为坚挺抗跌。

5 短期库存仍有压力

目前东南亚主产区整体减产停割，泰国东北部和越南地区逐步向低产期过渡，泰国南部旺产季临近尾声，全球供应水平触顶回落。加工厂囤货刚需犹存，产地胶水收购价格企稳，天然橡胶原料成本端具有支撑。轮胎等企业陆续复工复产，但原料储备充足叠加终端订单疲软，采购积极性欠佳拖累需求复苏。节后进口船货到港集中，令青岛地区橡胶库存增量较大，累库存周期或将延续到 3-4 月。

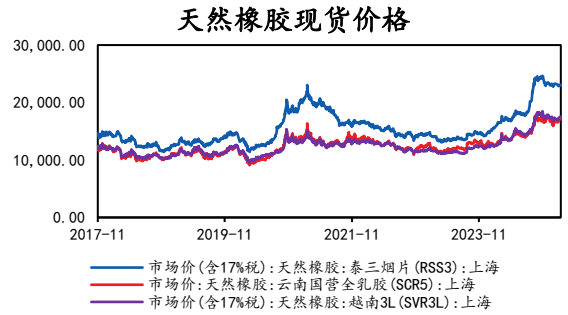
在供需两弱的被动累库格局下，加上 2-5 月通常是天然橡胶季节性淡季，青岛地区显性库存压力中短期难以减轻。受制于此，中短期内沪胶缺乏走强动力，胶价上行空间相对有限。需关注后续订单需求的恢复性增长，待现货交投氛围回暖，则青岛去库存拐点可期。

6 胶价重拾上升大势

天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，国际橡胶市场价格时隔十余年或重拾上涨趋势。2024 年迄今，天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，国内去库节奏亦十分罕见，天然橡胶基本面主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明显上移。展望 2025 年度，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情，当前策略上不宜追涨可逢回调做多。

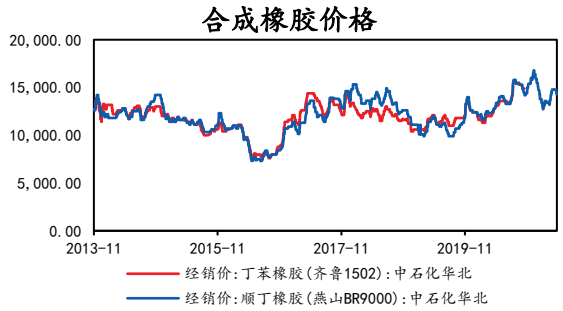
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



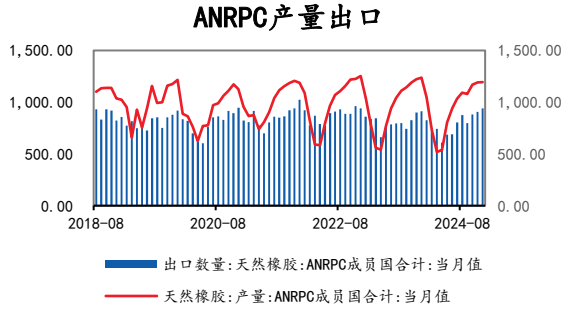
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



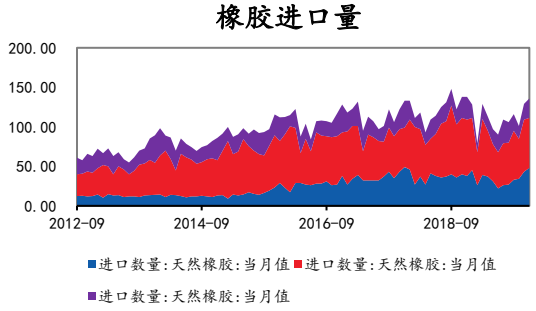
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



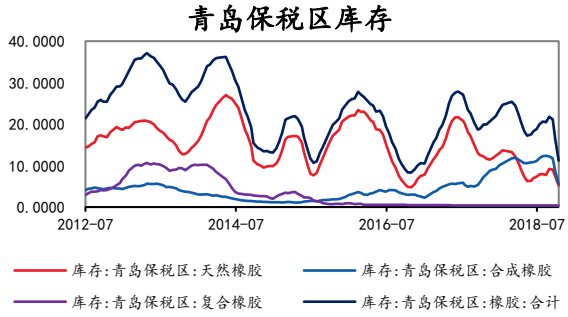
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



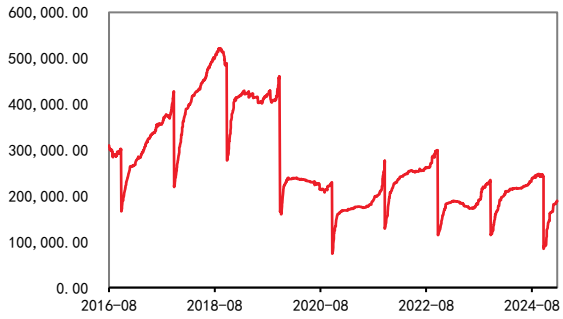
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



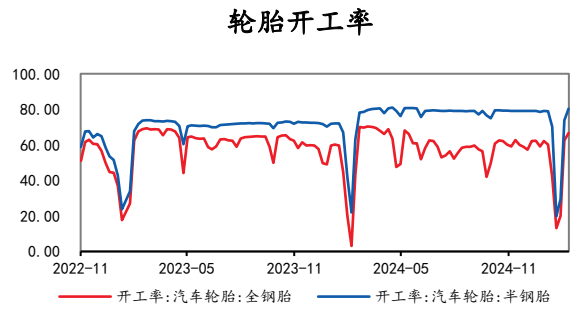
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



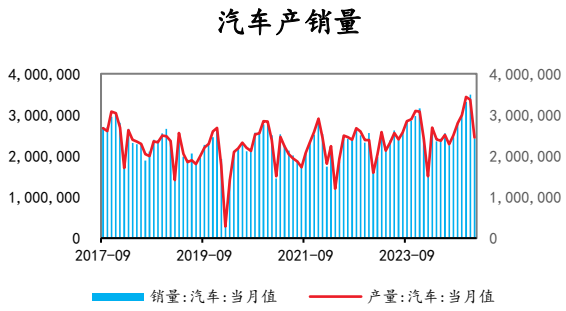
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆围绕阿根廷天气反复震荡，国内豆类市场全面走强

1 外部豆类市场分析

巴西大豆收割提速，产量压力不断显现

近日，巴西天气形势总体上从此前的多雨转向晴好，巴西农民抓住有利天气窗口，加快大豆收割工作。农业咨询公司 AgRural 表示，截至 2 月 13 日，巴西大豆收割率为 23%，较前一周增加了 8 个百分点，去年同期的收割率为 32%。另据巴西农业部下属的国家商品供应公司（CONAB）发布的数据显示，截至 02 月 16 日，巴西大豆收割率为 25.5%，周度提高近 10 个百分点，与去年同期的 29.4%差距大幅收窄。降雨偏多造成巴西大豆收割延迟，但未对产量造成明显不利影响，目前包括美国农业部在内的主流机构评估的巴西大豆产量普遍在 1.69 亿吨之上。巴西大豆产量前景乐观，对于降低阿根廷天气炒作和稳定全球大豆供应作用显著。随着巴西大豆收割工作快速推进，巴西大豆对国际市场的供给能力也将快速提升，预计巴西 2 月大豆出口量在 1000 万左右，大大缓解了需求方对国际大豆供给紧张的担忧。

阿根廷旱情反复，减产预期提振美豆抗跌

因大豆生长初期遭遇较大范围干旱影响，阿根廷大豆生长状况不佳，一度引发主流机构纷纷下调该国大豆产量预估值。布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的数据显示，截至 2 月 12 日，阿根廷大豆作物状况评级良好占比为 15%，仅为去年同期的一半，较差占比较去年同期高出一倍多。美国农业部在 2 月 11 日的供需报告中将阿根廷大豆产量预估值较上月下调 300 万吨至 4900 万吨，2 月 12 日，罗萨里奥谷物交易所将阿根廷大豆产量下调至 4750 万吨，该机构此前给出的产量区间为 5300-5350 万吨。虽然近几日出现的降雨有助于改善阿根廷大豆作物生长条件，但天气预报显示即将到来的高温可能再度引发旱情。当前正值阿根廷大豆生长关键期，天气的不确定性仍吸引低位买盘，从而为美豆市场带来天气溢价。

马来西亚棕榈油出口降幅收窄，印尼生柴新政搅热市场

船货检验机构 ITS 和独立检验机构 AmSpec 发布的数据显示，2 月 1-20 日马来西亚棕榈油出口环比下降幅度分别为 0.3%和 8.1%，降幅均较 2 月 1-15 日收窄，其中对印度出口量环比增长 125%，对中国出口量环比增加 39%。印尼政府为 B40 政策设置的过渡期即将结束，市场密切关注 3 月 1 日该政策的落地情况。与此同时，印尼政府官员表示，该国将于 2026 年实施 B50 生物燃料掺混政策，提振棕榈油远期消费前景，为棕榈油价格连续上涨注入动力。当前产地棕榈油仍处于减产周期，印度和中国棕榈油进口需求强势回升，马来西亚棕榈油库存有望维持偏低水平。棕榈油市场对利多题材较为敏感，整体保持上行节奏。

2 国内豆类市场分析

库存快速下降，强势现货提升豆粕期货抗跌性

受春节期间国内油厂开机率下降及节后下游刚需补库影响，国内豆粕去库节奏加快。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内豆粕库存量为 40.4 万吨，周度减少 0.5 万吨，较去年同期偏低约 20 万吨。由于巴西大豆延迟收割，中国进口的巴西大豆发货速度偏慢，预计 2 月和 3 月进口大豆月均到港量在 500 左右，进一步触发豆粕市场近端供给担忧，全国豆粕价格在春节后出现一波快速上涨行情。以张家港为例，2 月 18 日豆粕报价较 1 月 27 日上涨 330 元/吨，当地 5 月合约同期豆粕基差则从 338 元/吨上涨到 632 元/吨。豆粕现货和期货市场在“强现实、弱预期”的影响下，行情表现出现明显分化，但来自现货端的强势表现，尤其是不断走高的基差为近期豆粕期货市场抗跌提供了重要支撑。

棕榈油进口成本再度破万，强势引领油脂板块反弹

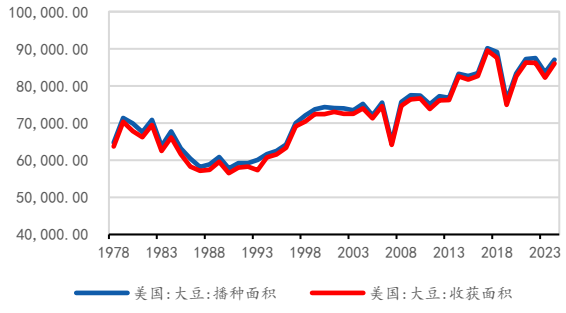
本周国内油脂市场整体走强，棕榈油的强势引领作用十分突出。2 月 20 日马来西亚棕榈油离岸价为 1145 美元/吨，核算进口到岸价为 1175 美元/吨，进口成本价为 10247 元/吨，刷新一周高点，进口利润为负 67 元/吨。产地棕榈油连续上涨，带动国内进口棕榈油成本再度突破万元关口。船期监测显示，2-4 月我国进口棕榈油数量处于低位，月均到港量在 25 万吨左右，加之商业库存同比明显减少，国内供给偏紧局面仍将持续。国内棕榈油库存偏低，进口利润倒挂导致买船动力不足，库存修复周期后移继续提升棕榈油价格的抗跌性。国内豆油市场受制于南美大豆供应压力，主动回升动力相对较弱，本周上涨主要是来自棕榈油市场的外溢效应，呈现跟涨状态。国内菜油累库节奏加快，买盘相对受限，中加贸易进展对盘面影响较大。

3 油脂油料市场展望

当前正值南美大豆产量形成的关键时段，天气因素仍是市场关注的重点。不过随着巴西大豆收割提速，丰产预期逐步兑现的过程将削弱阿根廷天气炒作强度，美豆市场在巨大的供给压力下上行高度仍然受限。国内豆粕市场在整体跟随美豆波动的同时，阶段性供需错配导致现货整体表现较强。远水解不了近渴，国内进口大豆供给紧张以及豆粕库存连降的现状仍是豆粕现货市场的重要抗跌支撑。在此背景下，豆粕期货 3 月合约有望以高价进入交割月。豆粕期货 5 月合约受南美定产情况及进口大豆到港节奏影响较大，与美豆的联动性会更强，但高基差将增强期货向现货靠拢的力度。产地棕榈油市场表现仍是影响国内棕榈油市场的关键。随着印尼 B40 政策落地日期临近，该国开始对 B50 政策展开预热，叠加近期市场传言印尼 3 月将限制棕榈油出口，棕榈油市场在多重利多题材提振下有望继续保持强势，并带动豆油和菜油市场买盘人气回暖。进口大豆供给收紧预期同样对国产大豆市场有利多提振，内外大豆价差大幅收窄甚至基本持平，激活国产大豆油用需求，带动省储拍卖出现溢价成交，国产食用大豆供给压力缓解。预计国内进口大豆偏紧局面可能持续到 4 月份，在此期间，豆一期货市场与豆二市场有望保持较强联动性。

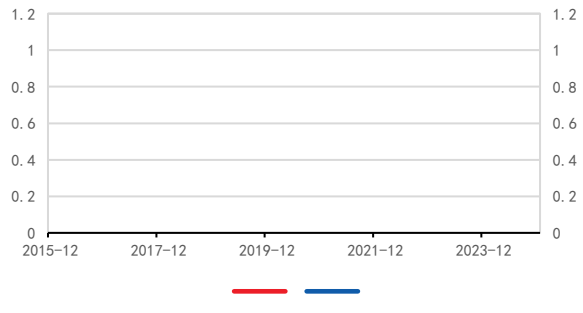
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



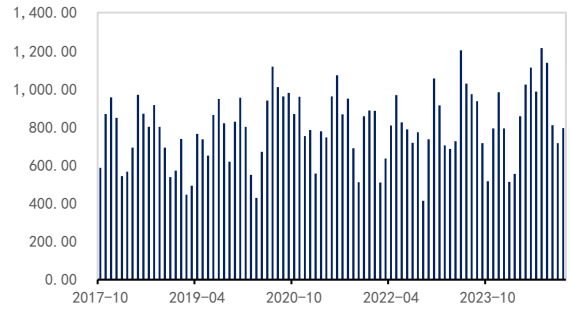
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



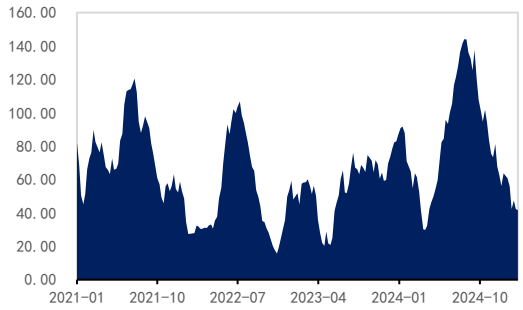
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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