中金财富期货策略周报（2025 年第 8 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：开年经济运行偏暖，投资、消费均有所回升，整体表现稳定。固定资产投资有望平稳增长，但消费的刺激政策仍待加强，维持其持续性，也一定程度上应对外部环境的不确定性。目前关税问题的扰动仍在，预期端仍较为波动，外盘定价的部分工业品因关税问题出现明显技术性上涨，存在卖保机会。

股指期货：在一季度震荡上行的背景下，此前涨幅较大的科技类标的 4 月份大概率会进入上涨后的整理阶段，市场将逐步转向有基本面支撑的投资方向。预计红利板块整体将强于科技类和中小类指数。

铜：由于本轮高溢价的背后是美国关税政策的不确定性，因此在关税明朗前，机构对高溢价持续并进而导致美国乃至全球性铜供应紧张的预期强烈。但精铜产量环比增长，随着冶炼厂加工费的转弱，预计 4 月出现集中检修，产量会有下滑。随着中国“金三银四”传统需求旺季的开启，全球最大的铜消费市场需求开始显著回升,高价下成交量有所转弱。近期库存偏高，铜价涨势难顺畅，持续性有待观察，谨慎追多。

锌：锌矿较为宽裕，炼厂话语权提升，国产锌矿加工费延续较大幅度上涨。需求端北方气温仍低，旺季还未到来，现实需求没有亮点，市场对需求端的交易聚焦于国内外重要宏观事件。国内两会落地，具体推出的经济刺激政策较为符合市场预期，整体上仍以托底为主，强调高质量发展，对地产、传统基建等锌核心下游着墨不多。锌价走势焦点锚定旺季消费成色，政策加持下环比改善概率较大。随着市场情绪改善，资金关注度亦有所提升，短期预计锌价维持震荡偏强走势。

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。

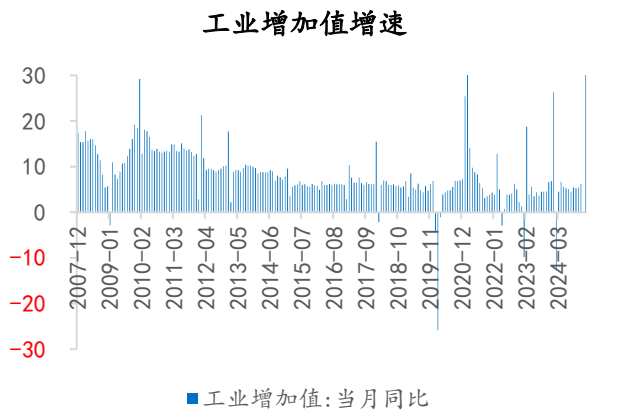
油脂油料：巴西大豆收割已过七成，丰产预期正在变成现实。阿根廷虽有减产，但整体减幅有限，且天气条件好转，市场已难再次发动天气炒作。来自南美的巨大供应压力是限制美豆价格回升的关键所在。美国农业部在月底将公布种植意向报告，从目前美豆和玉米种植收益比较和美对多国发动关税战来看，2025 年美豆播种面积下降概率很大。中国对加拿大菜粕加征关税正式生效，菜粕市场兑现贸易升水而大幅回落，对豆粕市场的支撑减弱。巴西大豆对外发运节奏加快，陆续到港的巴西大豆将重塑国内供给格局。受此影响，国内粕类期货市场卖压整体升高，有望维持震荡回调状态继续消化供应压力。印尼为 B40 政策实施设置的过渡期早已结束，该国今后会否重启 B40 政策尚不明朗。印尼在 2024 年对 B40 政策的各种宣传，消费增量预期是造成全球棕榈油价格较豆油大幅升水的主要原因。国内棕榈油完全依赖进口，成本驱动导致国内棕榈油市场受外盘影响十分显著。南美大豆供给压力陆续兑现，国内豆油和菜油库存宽松，很难为棕榈油市场提供溢价效应。国产大豆进入集中拍卖期，由于同进口大豆相比处于价格劣势，国产大豆油用压榨需求低迷，库存过剩主导近期行情持续走弱。豆一期货市场缺少止跌动力，盘面价格继续向地储拍卖底价靠拢。

目录

周度策略：主要宏观数据参差不齐 政策仍需加力 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 宏观：政策显效下的经济“开门红” ..... - 7 -
3 金融数据：政策靠前发力 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 15 -
原油 ..... - 17 -
1 多重利空因素叠加 ..... - 17 -
2 过剩预期极大加剧 ..... - 17 -
3 观察实际供应增量 ..... - 17 -
4 美油产量再创新高 ..... - 18 -
5 需求面临关税挑战 ..... - 18 -
6 下行风险高于上行 ..... - 18 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 21 -
1 市场前瞻短空长多 ..... - 21 -
2 关注新季开割条件 ..... - 21 -
3 青岛库存持续累增 ..... - 21 -
4 需求回归力度有限 ..... - 21 -
5 BR 原料丁二烯承压 ..... - 22 -
6 沪胶重拾上升大势 ..... - 22 -
7 橡胶期现数据 ..... - 22 -
油脂油料：南美产量压力兑现，国内油粕市场维持震荡 ..... - 26 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

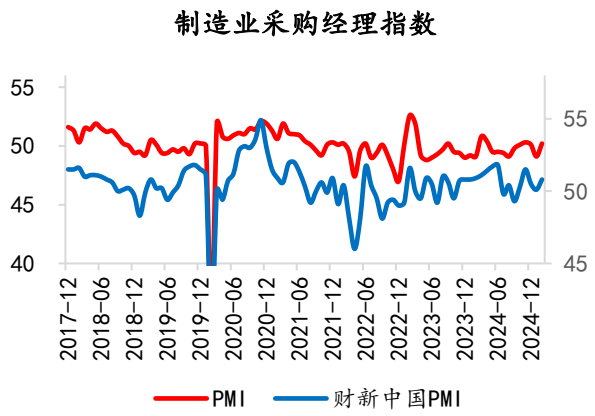
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



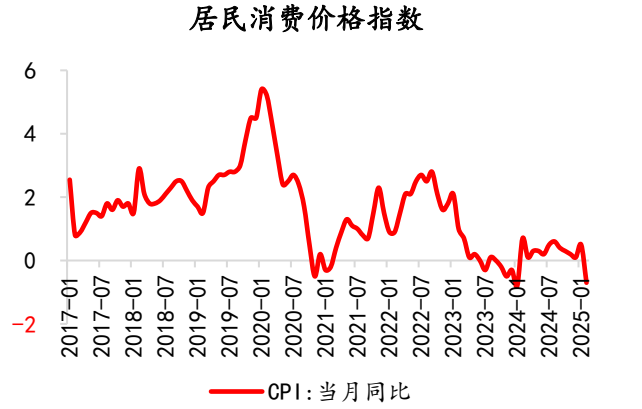
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



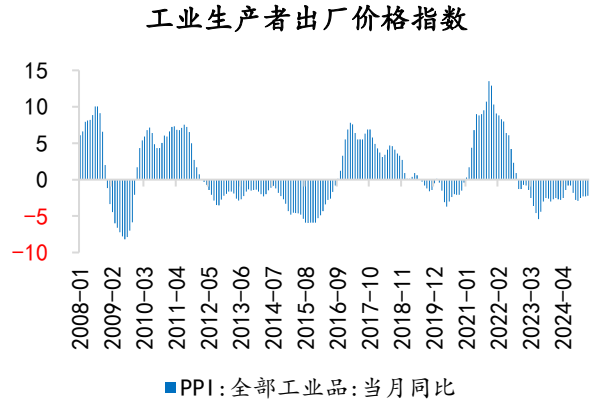
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



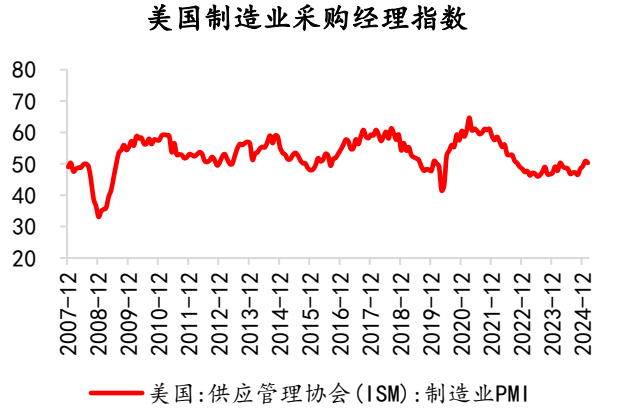
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



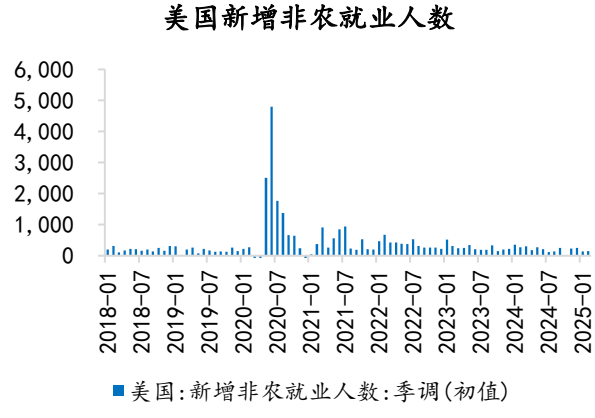
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：主要宏观数据参差不齐 政策仍需加力

1-2 月经济数据总体平稳，而且还是在工作日因素扰动下取得，表现出经济的韧性。不过，当前复苏仍然较为温和，叠加美国关税加征影响逐步显现，实现全年 5%左右增长目标仍需政策接力并加快落地。近期而言，无论是今年的政府工作报告还是随后的提振消费专项行动方案都凸显出稳增长的坚决态度。经济能否平稳运行，仍待政策发力。

开年经济总体平稳

1-2 月工业增加值同比增长 5.9%，预期增长 5.1%，去年 12 月增长 6.2%；1-2 月固定资产投资累计同比增长 4.1%，预期增长 3.8%，去年全年增长 3.2%；1-2 月社会消费品零售总额同比增长 4.0%，预期增长 4.5%，去年 12 月增长 3.7%。

2025 年 1-2 月，固定投资同比+4.1%，超过去年全年增速的+3.2%，取得良好开局。其中制造业投资+9.0%，略低于去年全年的+9.2%，增速仍处在近 10 年增速中枢之上；基建投资+10.0%，高于去年全年的+9.2%；房地产投资-9.8%，降速较去年全年的-10.6%有所缩窄。

2025 年 1-2 月，制造业投资录得+9.0%的较高增速，略低于去年全年增速的+9.2%，但高于去年 12 月单月增速的+8.3%。大规模设备更新改造和产业升级仍然对制造业投资起关键支撑作用：今年 1-2 月设备工器具投资增速保持高位并超过去年全年增速，显示大规模设备更新改造仍在支撑制造业投资录得较高增速；除大规模设备更新改造的强力政策支撑外，产业升级是支撑我国制造业投资增速的另一个重要力量。从子行业角度，汽车制造业受新能源汽车产业快速发展影响、计算机通信和其他电子设备制造业受 AI 产业带动，均录得较高投资增速，对制造业整体投资增速起到了不小的支撑作用。

1-2 月，房地产投资增速为-9.8%，较去年全年降幅和去年 12 月当月降幅缩窄。

房屋销售方面，今年 1-2 月商品房销售额和销售面积同比分别为-2.6%和-5.1%，降幅均较去年全年值缩窄。房地产施工方面，1-2 月房屋施工面积同比-9.1%，其中新开工面积同比-29.6%、竣工面积同比-15.6%。房价方面，自去年 9 月底以来，70 个大中城市一手和二手房价格环比降幅均呈现整体缩窄态势。

总体来看，1-2 月房地产市场表现相对平稳，除去去年低基数的因素导致的降幅缩窄外，整体仍延续了去年 10 月以来的温和缓慢修复态势。后续房地产投资的真正企稳，仍取决于稳商品房销售政策下，二手房销售的回暖能否持续向一手房顺畅传导，进而改善整个房地产价值链条预期。

今年 1-2 月，基建投资同比+10.0%，高于去年全年增速。分三大基建类别看，1-2 月电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+25.49%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+2.7%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+8.5%。在充足资金支持下，叠加去年末提出的“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负以及相对宽松的货币政策，今年基建增速有望较去年进一步提升。

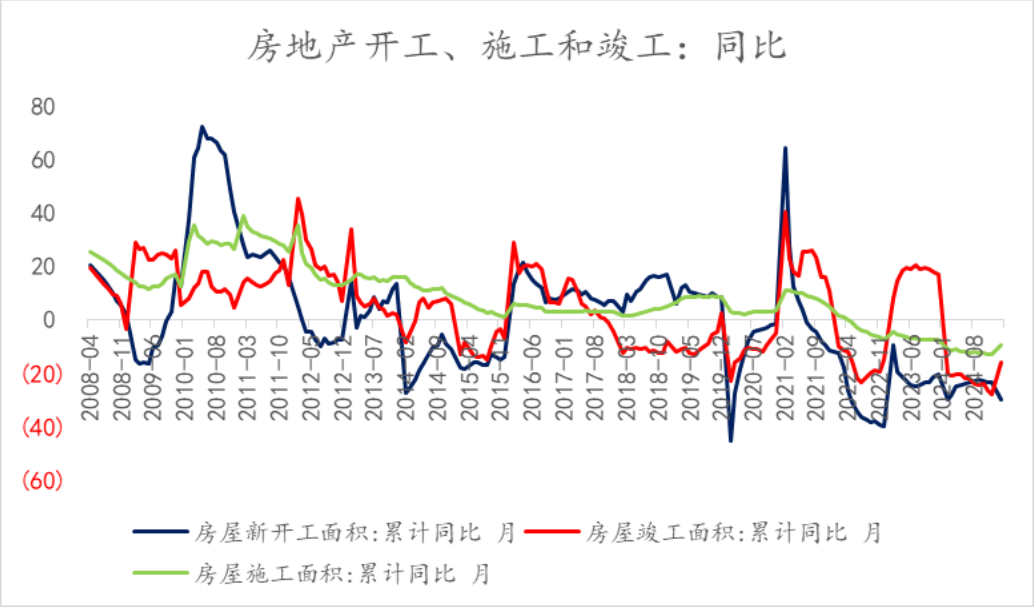
消费方面，温和复苏。复苏的亮点在于服务消费市场稳定发展。其中，外出文旅休闲活动明显增加，出行相关消费市场较快增长。

1-2 月社零同比录得+4.0%，高于去年 12 月的+3.7%和去年全年的+3.5%。今年前 2 月商品零售增速和餐饮收入增速均呈现边际走强，其中商品零售走强态势更加明显，增速不仅高于去年 12 月单月，也高于去年全年，我们推测可能与政府消费补贴主要针对实物商品有关。

总体来看，今年 1-2 月消费呈现稳中向好态势。从增速角度，1-2 月社零+4.0%的增速虽然仍然低于近 10 年增速中枢（剔除受疫情影响较大的 2020 年和 2022 年），但已经较去年全年增速有所提升。今年政策对消费的支持力度明显加大。预计在政策支撑下，2025 年全年社零增速中枢有望抬升，其中政策更加集中发力的上半年社零增速中枢抬升可能更加明显。

总结来看，固定资产投资整体增速好于市场预期，未来实物工作量形成还有待于进一步加快。消费方面中枢有所回升，但是力度有待加强。整体看，经济活跃度较为一般，结合价格指数看，内需端仍需政策提振。

图表 1：地产投资仍较为弱势



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美联储进一步放缓缩表

3 月 FOMC 会议暂停降息，将联邦基金目标利率保持在 4.25-4.5%，符合预期。会议声明对经济现状的评估依然未变，但删除了“实现其就业和通胀目标的风险大致处于平衡状态”，增加了“经济前景的不确定性有所增加”。鲍威尔表示，删除并不代表风险不再平衡，而是为了强调“增长、就业和通胀的风险和不确定性上升，比它们是否平衡更加重要。”

放缓缩表速度是这次议息会议超预期的地方，如何理解美联储自去年 6 月后进一步放缓缩表速度（QT taper）？

美联储将国债每月赎回上限从 250 亿减到 50 亿美元，机构债务和机构抵押贷款支持证券每月赎回上限维持在 350 亿美元。理事沃勒投了反对票，他更愿意维持当前缩表节奏。海外部分策略师的预计是在 3 月会议上宣布暂停缩表，直至债务上限解决后再继续缩表。选择直接放缓缩表进度的原因可能是：

第一，鲍威尔表示美联储看到了“货币市场紧张程度上升的迹象”。从价的角度来看，虽然 IOER-

EFFR 利差保持平稳，但 IOER-SOFR 利差从去年 12 月份以来却有所收窄，甚至一度持平或转负，或表明利率走廊的有效性有所变差。从量的角度来看，纽约联储的隔夜逆回购余额持续下降，到 2 月份最低时已不足千亿，货币市场“冗余”流动性明显减少。此外，虽然低资质金融机构的融资成本并未明显高出一般金融机构，但 SOFR 隔夜融资规模却叠创新高，或表明货币市场的资金需求量不断增长。

第二，债务上限和 TGA 账户的扰动。债务上限解决前，美财政部依赖 TGA 账户资金进行支出，TGA 账户余额下降，资金流入金融体系，储备金增加，可能掩盖货币市场发出的停止或放缓缩表的信号。债务上限解决后，美债规模再度扩张以及重建 TGA 账户的过程可能导致储备金快速下降，“如果不调整缩表的速度，可能会导致储备金降至低于美联储认为的适当水平”。美联储认为的储备金适当水平可能是 2.9~3 万亿美元，从今年 1 月债务上限触发以来，截至 3 月 12 日，TGA 账户下降 2843 亿至 4507 亿美元，同期储备金余额增加 2412 亿至约 34597 亿美元。

第三，放缓缩表或许比暂停缩表更为顺畅。首先，如果以暂停缩表来应对，美联储就面临债务上限解决时点的不确定性，不利于预期管理，可能引发市场波动，目前市场对债务上限解决时点的估计从 3 月-9 月不等。其次，如果要暂停缩表，可能会长达 6 个月，债务上限解决地越晚、暂停缩表时间越长，债务上限结束之后储备金下滑速度可能也会更快，留给美联储应对时间也越短，可能出现 QT 政策大幅变动的情况。

美联储很大程度上希望利用货币政策缓冲经济下行。接下来会对市场释放更多的流动性，缓解之前因为缩表导致的市场资金紧张的情况。另外，也有助于利率过快的上升，让企业和个人的融资成本下降，以防止经济增长的衰退风险。

继续关注政策落地

开年经济运行偏暖，投资、消费均有所回升，整体表现稳定。固定资产投资有望平稳增长，但消费的刺激政策仍待加强，维持其持续性，也一定程度上应对外部环境的不确定性。目前关税问题的扰动仍在，预期端仍较为波动，外盘定价的部分工业品因关税问题出现明显技术性上涨，存在卖保机会。

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	3 月 19 日	美联储继续按兵不动	4 月起放慢缩表，预计年内降息的官员减少	下调今年经济预期、上调通胀预期
	3 月 18 日	德国联邦议会通过历史性千亿欧元财政方案	德国联邦议会支持标志性的国防开支计划	冯德莱恩表示，欧洲需增加国防开支，拥有强大防御态势
数据	3 月 17 日	城镇固定资产投资同比加快增长 4.1%	全国房地产开发投资同比下降 9.8%	固定资产投资数据稳定
	3 月 17 日	美国消费复苏乏力，2 月零售销售环比增长 0.2%远不及预期	1 月增幅大幅下修至-1.2%	关税大幅打击消费预期
事件	3 月 17 日	特朗普：将 4 月 2 日征收广泛的对等关税	并针对特定行业征收额外关税	关税扰动继续存在

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观：政策显效下的经济“开门红”

在政策的刺激下，消费明显回升，投资温和改善。1-2 月需求端表现较为积极。季节性调整后，1-2 月社零较 12 月环比增长 3.8%(前值+0.5%)，其中餐饮消费大幅反弹(环比+24.7%)，商品消费也进一步上行（环比+1.4%）；地产销售面积也较 12 月超季节性回升（环比+6.5%）；固定资产投资整体继续温和回升（环比+0.3%，前值+0.1%），其中，制造业投资在此前一年的持续扩张后环比有所回落（环比-6.3%，前值+0.7%），基建投资也有所放缓（广义基建投资环比-2.0%，前值+0.4%），但地产投资较 12 月明显反弹（环比+6.2%，前值-0.6%）。

生产端看，工业生产保持韧性。1-2 月生产端继续表现出较强的韧性。季节性调整后，1-2 月平均的工业增加值较 12 月环比增长 0.8%（前值+0.8%）。但与 1-2 月出口的高位回落相一致，1-2 月规上工业企业出口交货值较 12 月有所回落（环比-0.7%，前值+1.9%）。此外，1-2 月发电量也较 12 月环比下滑 1.4%（前值-1.1%）。

就业情况总体稳定。1-2 月城镇调查失业率平均为 5.3%，较 12 月（5.1%）有所回升。城镇调查失业率的回升可能主要是受到季节性因素的影响。季节性调整后，1-2 月平均的城镇调查失业率为 5.1%，与 12 月基本持平，表明就业情况总体稳定。但是，1-2 月 31 个大城市调查失业率平均为 5.2%，较 12 月水平（5.0%）有所上升，剔除季节性因素的影响后，1-2 月 31 个大城市调查失业率也较 12 月上升 0.1 个百分点，表明 1-2 月大城市就业压力可能较 12 月稍有增加。

逆周期调节政策加力提速，内需有望“接力”外需。

1-2 月需求端表现积极，生产端也保持较强的韧性。内需“接力”外需的迹象或已开始显现。展望未来，尽管在关税扰动、海外库存偏高以及 2024 年高基数的影响下，出口可能面临下行

压力。但随着政策加强逆周期调节，国内宏观环境有望持续改善，国内需求或加快修复，内需有望“接力”外需，带动经济进一步复苏。近期一系列提振消费的举措正在加速落地，《提振消费专项行动方案》的出台与落实，或有望对消费构成进一步支撑。

3 金融数据：政策靠前发力

2025 年 3 月 14 日央行公布最新金融数据，2025 年 2 月社会融资规模增量为 22333 亿元，比上年同期多增 7374 亿元；社会融资规模存量为 417.29 万亿元，同比增长 8.2%（前值 8%，后同）。政府债券是 2 月社融延续“开门红”的主要原因：

春节错位的作用下，2 月新增信贷规模同比转为少增。社融口径下，2025 年 2 月新增信贷 6506 亿元，同比少增 3267 亿元，而上个月为同比多增 3793 亿元。不过值得注意的是，1-2 月累计新增信贷规模同比多增 526 亿元，说明信贷规模波动主要和春节错位有关，整体信贷融资需求较为平稳。

专项债是社融数据延续“开门红”的关键所在。2025 年 2 月政府债券新增规模为 16967 亿元，当月同比多增 10956 亿元，累计同比多增 14942 亿元。得益于专项债券项目试点“自审自发”提高发行效率，以及地方政府加速推进存量隐性债务置换工作，2025 年前两个月份地方债券发行同比明显多增。具体来看，今年前两个月各地发行的新增专项债券规模达到 5967.85 亿元，占地方债券发行总量的 32%，较 2024 年同期的 4033.70 亿元显著上升。除新增专项债券以外，今年前两个月各地发行用于置换存量隐性债务的再融资专项债券规模也达到了 9542.40 亿元，发行节奏较快，而据观察者网报道，目前也已经有全国超 1/10 县级行政单位“隐性债务”清零。

4 宏观策略

开年经济运行偏暖，投资、消费均有所回升，整体表现稳定。固定资产投资有望平稳增长，但消费的刺激政策仍待加强，维持其持续性，也一定程度上应对外部环境的不确定性。目前关税问题的扰动仍在，预期端仍较为波动，外盘定价的部分工业品因关税问题出现明显技术性上涨，存在卖保机会。

5 股指期货市场分析

两市震荡调整

上周市场先升后降，沪深 300 周-2.29%，上证 50 周-2.38%，中证 500 周-2.1%，中证 1000 周-2.52%，指数明显调整。

科技股大幅回升，是行情的主要驱动力。目前部分行业股票出现大幅上涨，估值上已经过于脱离基本面，尤其是北交所表现更为明显。本轮行情由科技革新与制造升级双轮驱动，TMT 及高端制造板块引领市场超额收益。本轮行情（24/9/18-25/3/20 期间）自最低点的最大涨幅超 4 倍的公司共 74 家，其中 TMT26 家（计算机 16 家），制造 27 家（机械 17 家）；五倍股共 42 家，其中 TMT19 家（计算机 13 家），制造 17 家（机械 11 家）；八倍股共 6 家，其中 TMT3 家（均为计算机），制造 3 家（两家机械，一家汽车）。四倍股中北交所 42 家，创业板 13 家，

科创板 5 家，说明此轮领涨以炒作为主，高成长特性显著。

在个股普遍上涨，市场过于亢奋，获利筹码增多，港股估值修复到位的情况下，部分资金选择离场。

上周资金供给合计 248 亿元，资金需求 844 亿元，整体对于市场净流入-596 亿元。1）两融资金持续净流入；2）南向资金净流入额维持在高位；3）ETF 净赎回额大幅收窄。

偏股型公募新发：发行规模较上月同期有所回暖。

偏股型公募新发份额为 216.50 亿份，相较于上期 357.61 亿份变化-39.46%。其中最近一周新发规模为 101.84 亿份，位于过去三年的 79.3%分位。就 2022 年以来周度分位数来看，最近两周分别处于 84%和 77%分位。

北向资金：成交额比例维持在高位。截至 25 年 3 月 16 日，北向当周成交额占全 A 周成交总额比例为 13.14%，较上一期的 13.25%回落 0.11pcts，北向资金活跃度基本维持在上期位置。同时，虽然本周北向资金成交额较上月底、上周分别下降 16.54%、2.13%，但是依然位于 24 年 12 月以来的较高位置。

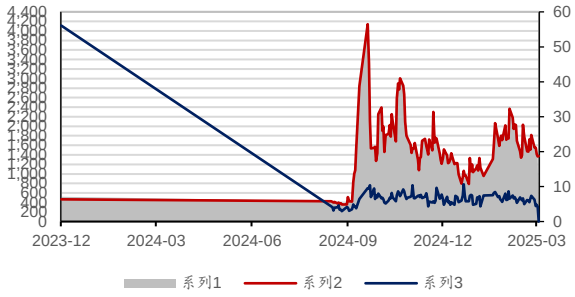
两融资金：两融规模持续净流入。截至 2025 年 3 月 16 日，市场融资余额为 19,119 亿，融券余额为 122 亿，整体占全 A 流通市值比例为 2.37%，两融交易额占全 A 成交额比例为 9.87%。本期两融表现为净流入 286.25 亿元，较上期的净流入 443.57 亿相比变化-35.47%。当前两融流入规模依然维持在较高位置，同时交易占比也接近 10%，反映当前两融资金参与热度较高，但距离历史最高位置依然有上升空间。

4 月政策面平淡、市场面宽松、基本面偏弱

就四月份而言，从我们三维度模型的视角来看：宏观面相对平淡，2025 年两会顺利结束，4 月份大概率不会有新的增量政策发布，主要看财政政策落地情况，而货币政策的降准依然是市场期待的主要方向，但由于美国 3 月份并没有降息，国内在 4 月份降息的概率大幅下降；市场面，资金方面大概率相对宽松，主要来源是长期资金入市；基本面偏弱，4 月份是年报披露的主要时间窗口，而我国 2024 年上市公司整体盈利较弱，预期业绩超预期的标的相对较少。

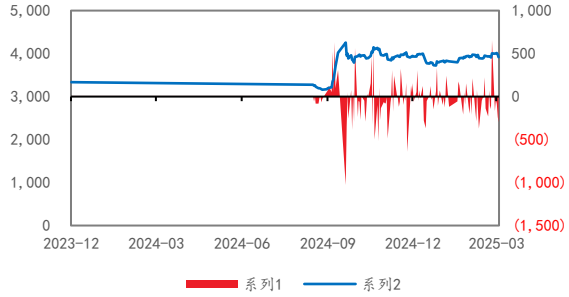
综合而言，在一季度震荡上行的背景下，此前涨幅较大的科技类标的 4 月份大概率会进入上涨后的整理阶段，市场将逐步转向有基本面支撑的投资方向。预计红利板块整体将强于科技类和中小类指数。

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



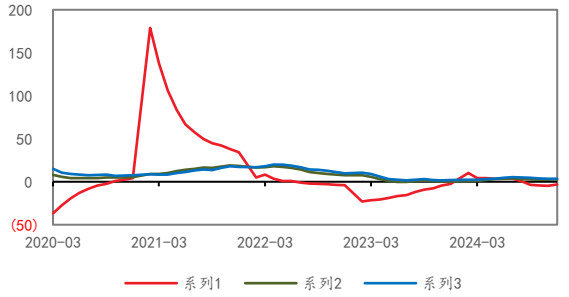
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。智利铜矿经历大规模停电后正在逐步恢复运营，铜矿供应扰动暂缓。考虑到矿山及配套冶炼厂用电需求较大，且从供电恢复至生产完全恢复还需要一定时间，本次停电或影响智利全年铜产量预期。根据 USGS 和 Cochilco 数据，作为全球第一大产铜国，2024 年智利铜矿产量约为 530 万吨，占全球铜矿产量的 23.0%，其中 Escondida 作为全球产量第一的矿山，2024 年产量为 127.8 万吨，占全球铜矿产量的 5.6%。2025 年全球矿产铜供给偏紧结构仍将持续，并对铜价中枢形成支撑

供应端趋于宽松

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。2025 年 1 月 SMM 中国电解铜产量为 101.38 万吨，同比上升 4.54%，新增铜产量 4.4 万吨，不过产量环比有所下降，除了统计时长减少（只到 25 日），还存在个别冶炼厂检修和原料供应问题。进入 2 月，铜冶炼厂总体生产稳定，预计 2 月国内电解铜产量环比增加 5 万吨左右。

需求复苏，但低于预期

精铜制杆开工率为 74.25%，环比+12.16pct；再生铜制杆开工率为 30.75%，环比+11.79pct。据 SMM，随着排除春节假期停产影响，精铜杆企业周度开工率环比回升，但本周消费仍明显受制于铜价的波动和终端消费的疲软，下游提货有较明显恢复，但铜价抬升后新增订单再度受抑，同时终端消费恢复缓慢，抑制精铜杆下游企业提货节奏。

2025 年，国家电网预计电网投资将超过 6500 亿元，南方电网也预告了 2025 年 1750 亿元的固定资产投资规模。我们假设 2025 年电网投资完成额为国网和南网投资额（假设南网的电网建设投资增速与固定资产投资规模增速一致）合计值的 84.1%（2020-2024 年均值），即 2025 年电网投资完成额预计为 6481 亿元，同比增长 6.6%。

关税问题成为影响当前工业品波动核心原因

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

由于本轮高溢价的背后是美国关税政策的不确定性，因此在关税明朗前，机构对高溢价持续并进而导致美国乃至全球性铜供应紧张的预期强烈。但精铜产量环比增长，随着冶炼厂加工费的转弱，预计 4 月出现集中检修，产量会有下滑。随着中国“金三银四”传统需求旺季的开启，全球最大的铜消费市场需求开始显著回升，高价下成交量有所转弱。近期库存偏高，铜价涨势难顺畅，持续性有待观察，谨慎追多。

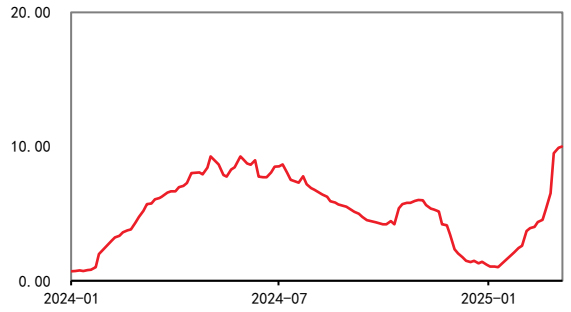
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



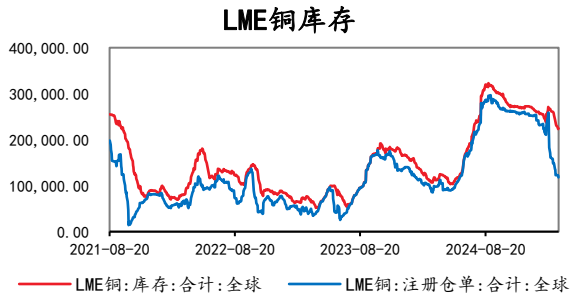
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



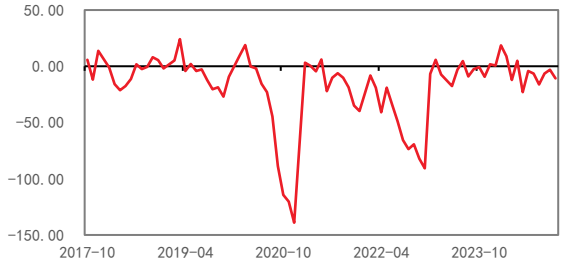
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



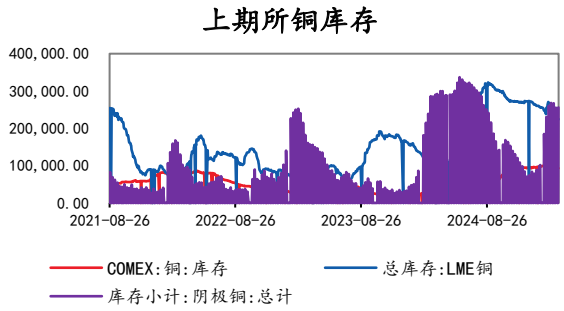
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



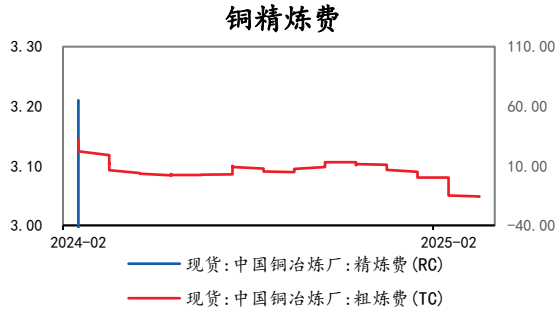
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%

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。

2023-2024 年海外锌精矿因铅锌价格下跌导致部分高成本矿山停产，随着 2024 年强预期推动叠加供应约束下，锌价上行至最高 3284 美元/吨，下半年锌价平均值 2945 美元/吨，近半年时间基本覆盖 90%以上的锌矿成本，同时 2024 锌精矿 TC 大幅下滑，锌矿成本下行，锌矿利润大幅好转，全球锌矿项目复产+新增陆续贡献增量，2025 年全球矿山产出的稳定性会好于 2024 年。

据海关数据显示，中国 2024 年 1-11 月进口锌精矿 165.6 万吨，累计同比-15%，海外矿山投产不及预期叠加减产扰动，国内锌精矿整体供应严重下滑。

炼厂利润修复，精炼锌月供应明显回升

上周 TC 继续回升，国产矿上行 150 至 3150 元/吨，国内炼厂 3 月或环比有超 6 万吨提产。但 2 月底国内某炼厂与海外矿山达成 60 美元/干吨年度 TC，价格仍创历史新低。

SMM 数据显示，2025 年 2 月精炼锌产量 48.1 万吨，环比减少 7.88%，同比减少 4.28%。2 月产量环比如期下降，但较预期值高 0.39 万吨。产量环比下滑，一方面，2 月生产天数较少，另一方面，湖南、甘肃、云南、四川等地停产检修贡献一定减量，不过但广西、山西、新疆等地复产和检修恢复贡献一定增量。对于 3 月，炼厂产量增加明显，除生产天数增加外，湖南、云南、广西、四川等地春节检修恢复和陕西、青海提产贡献主要增量；另外四川、甘肃和贵州等地检修贡献少量减量，整体来看，预计产量环比增加 13.47%，同比增加 3.86%至 54.58 万吨，产量增幅超预期。

镀锌开工率偏低

节后下游复产稳步推进，各板块开工持续回升，但从终端来看，消费传导尚需时间，整体订单仍较弱。

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。

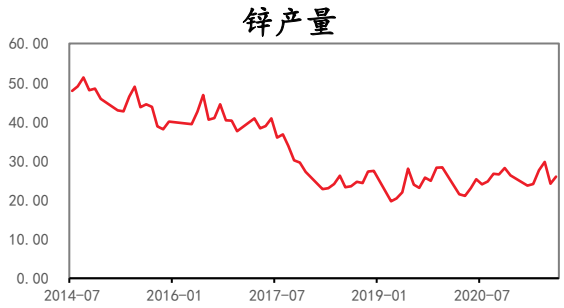
中汽协数据显示，2025 年 1 月，汽车产销分别完成 245 万辆和 242.3 万辆，环比分别下降 27.2%和 30.5%，产量同比增长 1.7%，销量同比下降 0.6%。其中，1 月，新能源汽车产销分别完成 101.5 万辆和 94.4 万辆，同比分别增长 29%和 29.4%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 38.9%。汽车出口方面，1 月汽车总体出口 47 万辆，环比下降 6.8%，同比增长 6.1%。其中，新能源汽车出口 15.0 万辆，同比增长 49.6%。

2 总结

锌矿较为宽裕，炼厂话语权提升，国产锌矿加工费延续较大幅度上涨。需求端北方气温仍低，旺季还未到来，现实需求没有亮点，市场对需求端的交易聚焦于国内外重要宏观事件。国内两会落地，具体推出的经济刺激政策较为符合市场预期，整体上仍以托底为主，强调高质量发展，对地产、传统基建等锌核心下游着墨不多。锌价走势焦点锚定旺季消费成色，政策加持下环比改善概率较大。随着市场情绪改善，资金关注度亦有所提升，短期预计锌价维持震荡偏强走势。

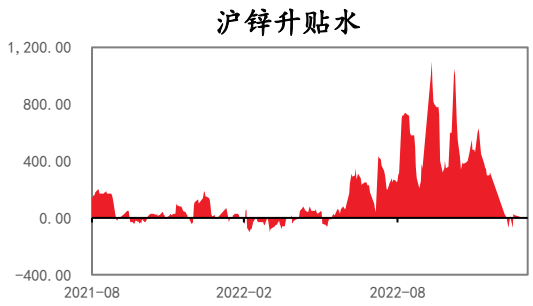
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



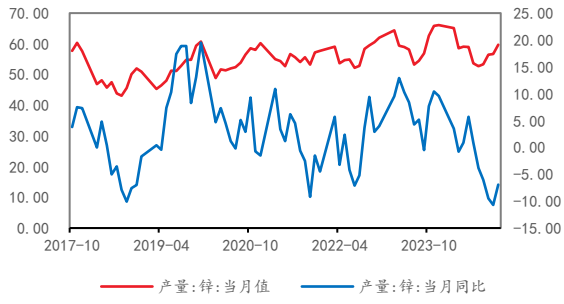
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



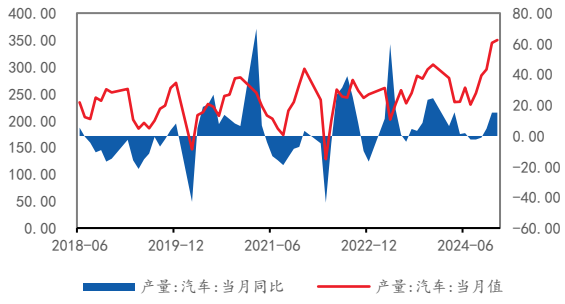
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

原油

1 多重利空因素叠加

原油市场多重利空因素叠加，而鲜少有利多条件支撑，这种向下一边倒的局面是 2020 年以来罕见的。

首先，OPEC 及其盟友宣布计划在 4 月增产，在国际油价考验 70 美元/桶大关时，放弃了其长期坚持的减产挺价策略。其次，美国总统特朗普班底行事反复，动辄以关税威胁别国乃至其传统伙伴，给全球贸易、经济复苏和能源消费蒙上了沉重阴影。以往深受亚洲买家青睐的油种穆尔班原油对迪拜原油溢价明显走缩，表明重要市场长期需求前景下滑。此外，无论特朗普能否促成俄乌达成停火协议，市场已经预期冲突走向降温，地缘风险溢价不再成为原油定价依据。

最后，从 CFTC 持仓数据来看，原油交易者已经从平仓多头转向押注空头，华尔街投行纷纷调低油价预测，原油市场正形成一轮下跌的长期趋势。

2 过剩预期极大加剧

OPEC+增产政策叠加地缘风险退潮，供应超量过剩预期成为原油市场看空情绪的催化剂。

表面上看，OPEC+宣称将在 18 个月的长时间跨度上逐步重启 220 万桶/日的闲置产能，首批恢复 13.8 万桶/日产量也十分温和。然而，沙特阿美大幅下调 4 月销往亚洲的官方原油售价 1.2 美元/桶，阿联酋油田提前两个月投放 25 万桶/日新产能，实际行动表明主力产油国正试图夺回市场份额。

OPEC 最重要的盟友俄罗斯方面，从 3 月该国原油实际出口估计，已较配额超产约 30 万桶/日。即使在西方严格制裁下，印度通过双边结算机制进口俄罗斯原油同比大增 45%，欧美对影子油轮的制裁率不足 12%，使俄罗斯原油出口韧性远超预期。如果俄乌停火协议初步达成，特朗普主导放松对俄制裁，业界推算一旦黑海油气运输限制解除，或将释放约 80 万桶/日供应回归欧洲市场。

我们合理猜测，2025 年全球原油实际供应增量可能远超预期，市场正面临严峻的供需失衡风险，应密切关注 Q1 库存累积节奏。

3 观察实际供应增量

当前，原油市场的主要矛盾集中在供应端博弈，特别是 OPEC+放松限产和美国页岩油扩产带来的压力。

2 月 OPEC+原油产量增加 36.3 万桶/日至 4101.1 万桶/日，该组织宣布从 4 月起逐步恢复产能，令沙特长期主导的减产稳价策略遭到动摇。然而各成员国情况差异较大，非核心产油国增产意愿有余而供给弹性不足，实际执行可能会不及理论值。此外，俄罗斯 ESPO 原油现货贴水幅度收窄，表明地缘政治缓和削弱了制裁效果，俄罗斯原油出口韧性给 OPEC+决策增添了难度。

增产预期对供需平衡的冲击是压制油价的一座大山，加上政策面诸多不确定性因素，易加剧短

线情绪波动。不过，沙特等国平衡财政预算所需的油价普遍高于 75 美元/桶，目前已经跌破部分产油国的收支盈亏线，迫使 OPEC+未来可能通过灵活调整增产节奏来托底油价。

4 美油产量再创新高

我们之前提出，今年全球原油供应实际增量或远超预期，主要是美国页岩油产量再创新高，对市场供需平衡造成的冲击最大。

EIA 高频数据显示，截至 3 月 7 日当周，美国原油产量高达 1357.5 万桶/日，环比增加 6.7 万桶/日，刷新历史最高记录。油田服务商数据显示，美国页岩油主产区二叠纪盆地活跃钻机数单周大增 11 台至 641 台，生产效率提升 17%。EIA 在短期能源展望中预测，2025 年美国原油产量将达 1361 万桶/日，2026 年进一步增至 1376 万桶/日。尽管页岩油开采面临资源劣化和成本抬升的挑战，但头部企业依托技术进步，可将盈亏平衡线维持在 45 美元/桶左右，仍为全球原油供应增量的绝对主力，页岩油商在 65-70 美元区间锁定约 1385 万桶/日的远期产量。鉴于页岩油产能持续释放，IEA 预计 2025 年全球原油供应过剩约在 60 万桶/日，若 OPEC+完全按计划执行增产，过剩敞口可能扩大至 100 万桶/日，原油供需平衡已经无可避免地趋于宽松。

5 需求面临关税挑战

从 IEA、EIA 和 OPEC 最新月度报告来看，全球原油供应增长几无争议，但三大机构对需求预期存在一定分歧。

国际能源署 IEA 将 2025 年全球原油需求增速预估值下调 7 万桶/日至 103 万桶/日，主要担忧贸易摩擦升级对经济复苏造成冲击。美国能源信息署 EIA 则上调全球原油需求增量至 137 万桶/日，并预测 2026 年进一步升至 161 万桶/日。EIA 认为，2025 年美国原油及成品油消费量将攀升至 2050 万桶/日，接近回到历史峰值。然而，如果美国对加拿大和墨西哥的关税政策落地，贸易流改变或将制约油品需求。石油输出国组织 OPEC 维持全球原油需求增长 145 万桶/日的偏乐观预测，依旧强调亚洲新兴经济体的消费韧性。

未来需要密切关注美国关税措施的执行力度，以及贸易冲突对全球经济和需求的实质性影响，原油市场对供需平衡充满不确定性。

6 下行风险高于上行

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

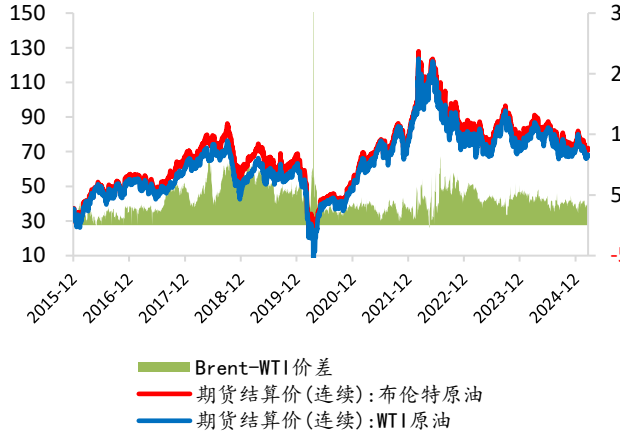
鉴于全球原油总供应量和闲置产能十分充裕，而能源消费难以像过去数十年那样保持旺盛，大部分业者倾向于对 2025 年原油市场整体持悲观态度。无论沙特主导 OPEC+继续延长减产，抑或是逐步恢复更多供给，美国为主的非 OPEC+供应增长已经能够满足持续放缓的需求增速，使得明年面临的过剩情况将进一步加剧。尽管市场不时担忧潜在的供应中断，激进多头押注中东局势升级，但地缘政治风险溢价已经被极大挤出，而任何区域性断供都会给 OPEC+留出更大的增产空间。

以 Brent 基准原油为例，相较 2024 年国际油价 72-85 美元/桶的主要运行区间，华尔街主流投

行下调未来油价估值重心，预测 2025 年 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶左右，一季度不排除低至 65-70 美元/桶。总体而言，我们认为这一预测具有参考价值，虽然估值仍不免于过高或者过低，但我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险。

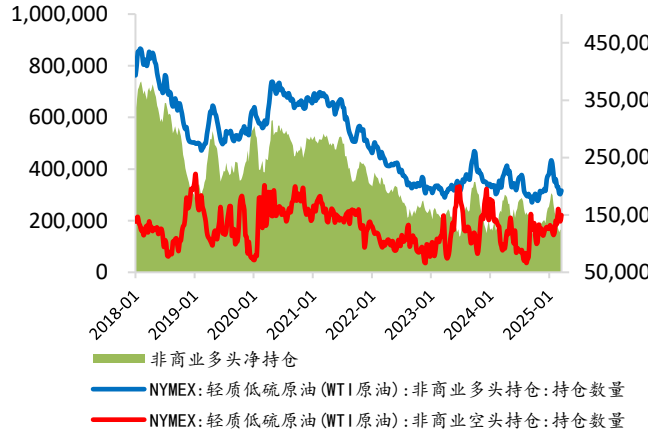
7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



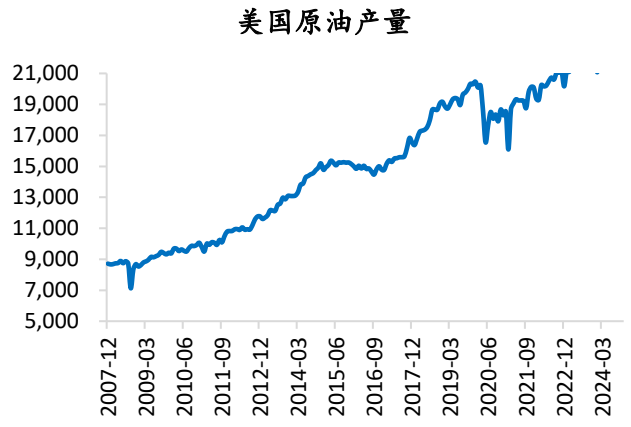
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



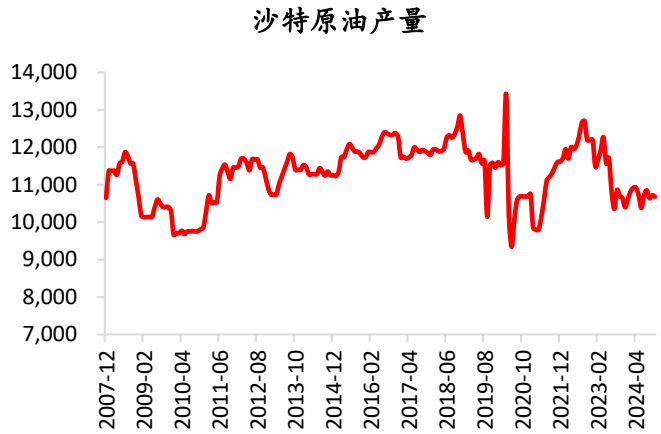
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



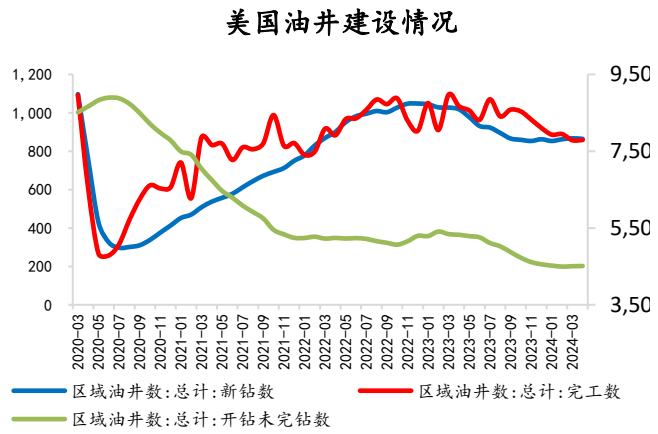
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



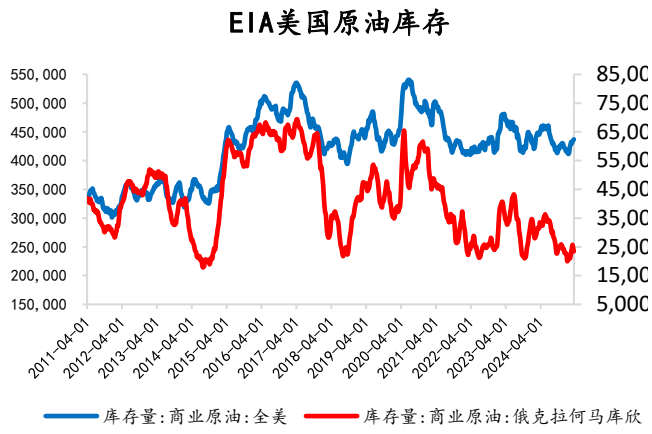
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



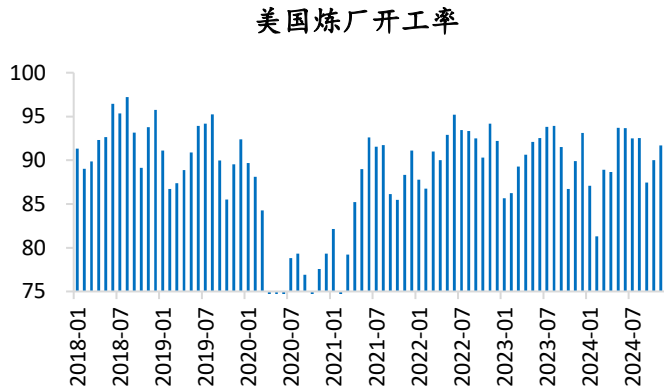
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



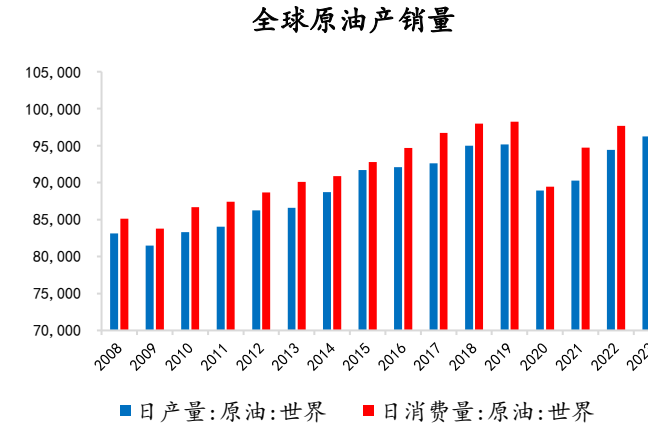
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 市场前瞻短空长多

ANRPC 发布的 2025 年第一期月度报告显示，1 月全球天然橡胶产量估计下降 4.8%至 126.1 万吨，天然橡胶消费量估计增加 2%至 120.8 万吨。对于 2025 全年，预测全球天然橡胶产量增加 0.3%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+2.8%、其他国家+3.5%。2025 年预计全球天然橡胶消费量增加 1.8%至 1562.5 万吨；其中，中国+2.5%、印度+3.4%、泰国+2%、马来西亚+2.6%、其他国家+2.5%。

我们注意到，近月以来天然橡胶市场呈明显的下降趋势，这是由多个因素共同作用导致的，包括美国关税政策引发对经济和需求前景的忧虑，以及欧盟零毁林法案（EUDR）推迟实施造成货源采购积极性下降，最重要的是中国天然橡胶现货库存水平季节性上升。但 ANRPC 报告表明，随着产业周期的根本性扭转，胶价长期重心将随着供需关系改善而较前些年大幅上移。

2 关注新季开割条件

天然橡胶向下考验万七支撑，主要压力来自产业链中上游。产区方面，泰国东北部区域大半落叶，南部产出持续缩量，越南接近全面停割，胶水和杯胶价格高位略有下滑，天然橡胶原料成本支撑仍存。后市天然橡胶交易逻辑逐渐转向新一轮开割季，据了解，3-4 月海外主产区处于低产期，国内产区计划于 3 月底或 4 月初进行试割，初期新胶原料产出有限，胶水价格料将表现坚挺。从物候条件来看，目前降雨偏少但落叶正常，考虑到近年来国内开割不同程度均有推迟，后续应关注气温、降雨及白粉病是否对开割造成影响。

虽然海外供应端保持偏紧，但国内现货端累库趋势未变，高库存对盘面施加较大压力。整体来看，不出重大意外供应预期季节性回升，若需求仍无根本性好转，预计未来数月沪胶或维持震荡偏弱走势。

3 青岛库存持续累增

尽管泰国南部主产区已经开始减产，但进出口船期存在滞后效应，正体现在青岛地区天然橡胶库存节奏上。进口船期已陆续到港，一两个月前泰国割胶高峰反映到国内现货端，而下游需求恢复缓慢，市场表现偏弱令多头信心不足。

截至 3 月中旬统计，青岛地区天然橡胶一般贸易和保税区合计库存为 59.93 万吨，环比上期增加 1.07 万吨或 1.82%；其中，一般贸易库存增加 1.23%至 52.86 万吨，保税区库存增加 6.49%至 7.07 万吨。自 2025 年初以来，青岛地区橡胶库存持续增加，从去年超长的去库转向明显的累库趋势。业界从进口数据估计天然橡胶隐性库存大于预期，叠加云南物候情况满足提前开割条件，令沪胶走跌后短期向上驱动不足，后续观察内需恢复节奏以及出口表现。

4 需求回归力度有限

天然橡胶下游需求稳定回归，但增速预期不足且面临不确定性，难以构成有效利多提振。截至

3 月中旬，山东地区橡胶轮胎样本企业全钢胎开工负荷为 69.09%，环比回升 0.33 个百分点，同比降低 1.28 个百分点；国内橡胶轮胎样本企业半钢胎开工负荷为 82.80%，环比走高 0.39 个百分点，同比增长 3.13 个百分点。全钢胎目前工厂及经销商货源充足，销售节奏放缓，成品库存压力攀升，多数装置平稳运行。半钢胎出口订单量仍保持较高水平，但考虑到关税等外部性因素影响，后期或难重现去年的景气程度。全国轮胎行业开工已经恢复至常规水平，预计短期产能利用率小幅波动为主，部分产能较大的企业灵活调整排产。长期来看，需求端核心矛盾是内需复苏能否对冲贸易摩擦风险，应持续观察终端消费和出口订单表现，现状下天然橡胶走势震荡偏弱。

5 BR 原料丁二烯承压

丁二烯橡胶多空博弈中震荡盘整，后市仍有一定分歧。

2 月受春节假期因素影响，中国丁二烯产量环比下降 7.2%至 41.92 万吨，顺丁橡胶产量环比减少 12%至 11.17 万吨。3 月丁二烯橡胶产业链各环节开工率均有提升，中旬丁二烯行业开工率为 74.2%，高顺顺丁橡胶开工率升至 72.5%。随着生产利润得到修复，3 月顺丁橡胶开工率较高且检修计划不多，供应相对充裕，库存去化缓慢。

关键原料丁二烯方面，尽管卫星化学 8 万吨丁二烯抽提装置临时停车，但多数装置稳定运行，前期停车装置陆续重启。截至 3 月中旬，国内丁二烯样本总库存环比增加 12.44%，其中样本企业库存环比增加 9.53%，样本港口库存环比增加 14.89%。后续仍有船货到港预期，下游提货需求一般，丁二烯港口库存攀升至近两年来高位。

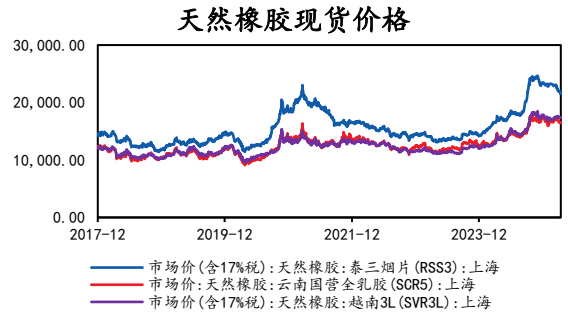
总体来看，丁二烯价格承压令原料成本支撑松动，顺丁橡胶供应明显回升，天然-合成价差收窄，轮胎制造替代性需求减弱，预计 BR 期货盘面中期震荡偏弱运行。

6 沪胶重拾上升大势

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

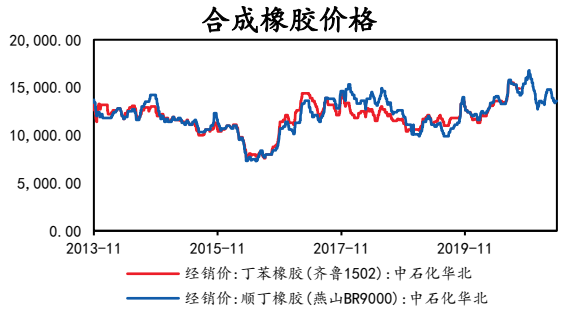
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



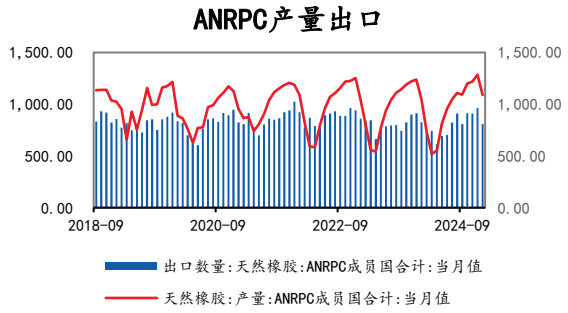
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：合成橡胶价格



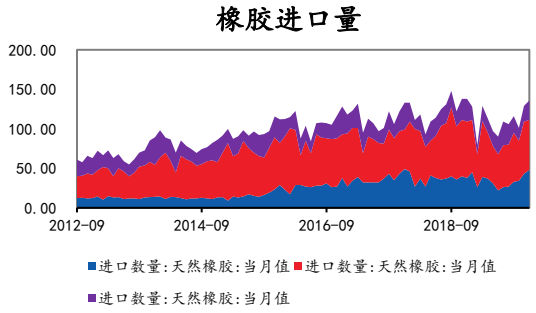
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：ANRPC 产量出口



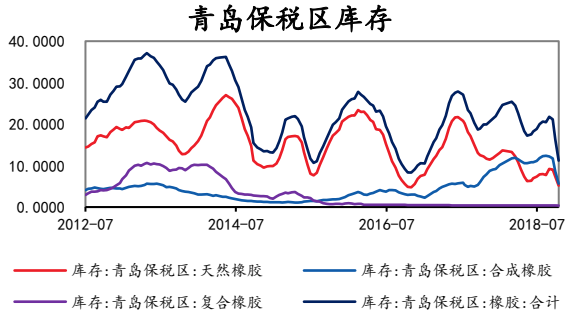
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：橡胶进口量



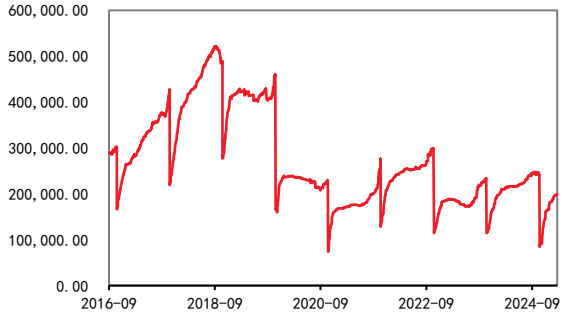
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：青岛保税区库存



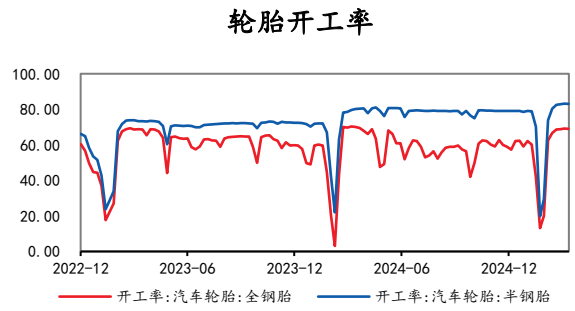
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：上期所注册仓单



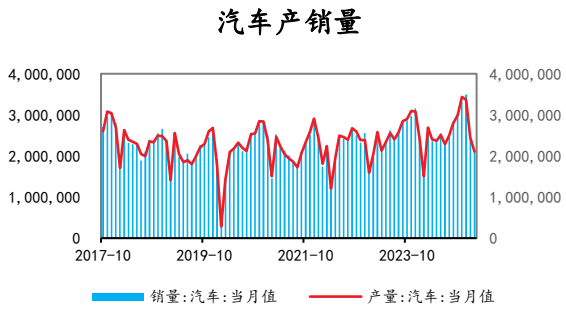
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：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：南美产量压力兑现，国内油粕市场维持震荡

1 外部豆类市场分析

巴西大豆收割过七成，南美供应压力陆续兑现

据巴西农业咨询机构 AgRural 公布的数据，截至 3 月 13 日，巴西大豆收割工作已完成 70%，高于去年同期的 63%，为近 14 年来同期最快进度。巴西大豆收割进度加快，对国际市场的供应能力持续提升。巴西全国谷物出口商协会（Anec）发布的报告显示，巴西 3 月大豆出口量预计将达到 1556 万吨，高于此前预估。阿根廷大豆产区天气条件趋于正常，罗萨里奥谷物交易所近日将阿根廷大豆产量预估值从此前的 4750 万吨下调到 4650 万吨，主要是前期干旱所致。按照美国农业部 3 月供需报告的评估，南美大豆主产国预计将增产 1630 万吨，增幅为 7.56%，是全球大豆产量扩张的主力。随着南美大豆陆续度过生长关键期，产量评估也有望趋于稳定，增产压力进入兑现阶段，包括美豆在内的全球大豆市场都在承受来自南美的巨大供应压力。

国际菜籽供应收紧 关税战令加拿大菜籽种植面积下降

美国农业部 3 月供需报告显示，2024/2025 年度全球菜籽种植面积为 4240 万公顷，同比减少 50 万公顷；产量为 8569 万吨，同比减少 370 万吨。其中，欧盟、乌克兰、加拿大分别减产 269 万吨、95 万吨、39 万吨；期末库存为 908 万吨，同比减少 190 万吨，减幅为 17.3%，去库幅度较大。加拿大菜籽减产效应显现。加拿大统计局数据显示，2024 年底加拿大油菜籽库存为 1138.2 万吨，同比下降 19.2%，是自 2021 年干旱以来的同期最低。目前加拿大菜籽压榨和出口较为强劲，近 4 个月每月压榨量均在 100 万吨以上。截至 3 月 9 日，本年度累计出口 632.4 万吨，同比增加 83.6%，已完成年度出口预估的 84.3%。近日，加拿大统计局公布的种植意向面积报告预计，2025/2026 年度加拿大菜籽种植面积将减少 1.7%，至 2164.6 万英亩，供应预计进一步偏紧。

产量增、出口降，马来西亚棕榈油库存压力回升

随着雨季到来，产地棕榈油即将进入季节性增产周期。据马来西亚棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，2025 年 3 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比增加 4.69%。此外，船货检验机构 ITS 发布的数据显示，马来西亚 3 月 1-20 日棕榈油产品出口环比下降 14.2%，独立检验公司 AmSpec Agri 的同期数据为下降 4.98%，SGS 为下滑 6.62%。近日国际原油价格较前期明显回落，棕榈油用于生物燃料的性价比大幅降低，马来西亚 3 月份棕榈油需求前景并不乐观，月底库存止降回升的概率较大。

2 国内豆类市场分析

豆粕库存连续回升，豆粕现货承压连跌

据 Mysteel 对国内主要油厂调查数据显示：2025 年第 11 周，全国主要油厂豆粕库存 68.3 万吨，较上周增加 9.01 万吨，增幅 15.20%，同比去年增加 14.78 万吨，增幅 27.62%。国内豆粕库存大幅增加，既反应出前两个月国内大豆进口量高于预期，也显示出经过前期豆粕价格大幅上涨后，国内需求端接货趋于谨慎。受库存压力影响，油厂连续下调国内豆粕现货报价，豆粕基差报价也出现快速回落。随着进口巴西大豆陆续到港，国内进口大豆供应紧张形势将进一步改善。现货端对豆粕期货的支撑作用下降，期现货市场形成弱势共振，豆粕期货承压下跌。与此同时，中国对加拿大菜粕加税政策于 3 月 20 日启动，菜粕市场贸易升水兑现，获利资金减持离场加剧菜粕期货抛压，来自菜粕市场对豆粕市场的支撑作用也在减弱。

前两个月中国进口大豆出现结构性分化，进口美豆激增

海关总署发布的数据显示，2025 年 1-2 月，中国大豆进口总量为 1361 万吨，同比增加 4.4%，进口量高于市场预期。从前两个月中国大豆进口分国别来看，从美国进口 913 万吨，较去年同期的 496 万吨激增 84.1%，从巴西进口量仅为 359 万吨，较去年同期的 696 万吨骤降 48.4%。进口美国大豆激增的原因在于，市场担心特朗普当选后（11 月 5 日）加征关税引发报复，中国买家提前抢购美国大豆，叠加 2024 年第四季度囤货，推高了今年头两个月的美国大豆进口数据。2025 年前两个月中国从巴西进口的大豆数量大幅下降，则反映出巴西大豆青黄不接，早期收获进度滞后。随着中国对美豆加征关税落地实施以及巴西大豆收割发运速度加快，预计从二季度起进口巴西大豆将主导国内供应，美国份额将季节性承压，关税战导致的成本提升也将进一步压缩美豆对华出口份额。

棕榈油供需两弱，国内三大油脂整体供给较宽松

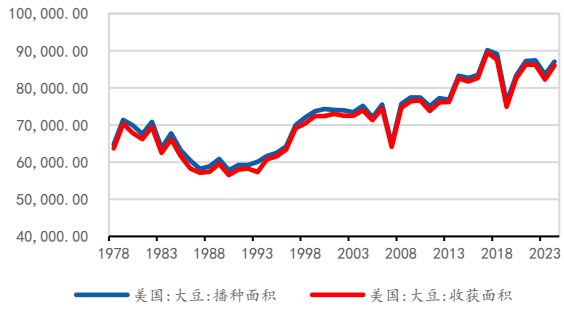
中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 227.13 万吨，周度增加 4.09 万吨。其中豆油库存小幅下降，棕榈油和菜油库存增加。棕榈油库存虽然偏低，但由于性价比也低，除刚需外，其他需求基本被豆油替代，棕榈油呈现供需双弱局面。海关公布的数据显示，1-2 月中国进口棕榈油 21 万吨，同比下滑 44.9%。当前进口棕榈油利润不佳，企业买船较少，棕榈油库存短期修复难度较大。国内豆油库存目前仍处高位，随着进口巴西大豆陆续到港，油厂开机率将再次提升，豆油库存压力上升将限制价格走高。受去年下半年菜籽进口透支影响，当前国内菜油库存较去年同期高出近一倍，供给压力在三大油脂中最为突出。政策溢价消退后回归库存过剩的现实，菜油市场并不具备领涨的条件。

3 油脂油料市场展望

巴西大豆收割已过七成，丰产预期正在变成现实。阿根廷虽有减产，但整体减幅有限，且天气条件好转，市场已难再次发动天气炒作。来自南美的巨大供应压力是限制美豆价格回升的关键所在。美国农业部在月底将公布种植意向报告，从目前美豆和玉米种植收益比较和美对多国发动关税战来看，2025 年美豆播种面积下降概率很大。中国对加拿大菜粕加征关税正式生效，菜粕市场兑现贸易升水而大幅回落，对豆粕市场的支撑减弱。巴西大豆对外发运节奏加快，陆续到港的巴西大豆将重塑国内供给格局。受此影响，国内粕类期货市场卖压整体升高，有望维持震荡回调状态继续消化供应压力。印尼为 B40 政策实施设置的过渡期早已结束，该国今后会否重启 B40 政策尚不明朗。印尼在 2024 年对 B40 政策的各种宣传，消费增量预期是造成全球棕榈油价格较豆油大幅升水的主要原因。国内棕榈油完全依赖进口，成本驱动导致国内棕榈油市场受外盘影响十分显著。南美大豆供给压力陆续兑现，国内豆油和菜油库存宽松，很难为棕榈油市场提供溢价效应。国产大豆进入集中拍卖期，由于同进口大豆相比处于价格劣势，国产大豆油用压榨需求低迷，库存过剩主导近期行情持续走弱。豆一期货市场缺少止跌动力，盘面价格继续向地储拍卖底价靠拢。

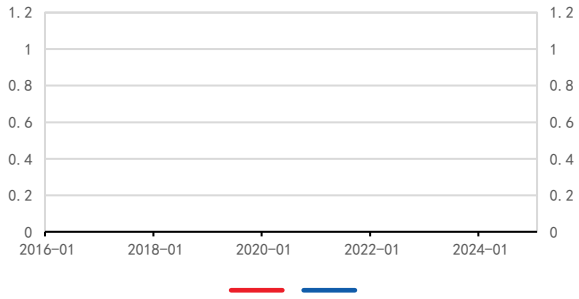
4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



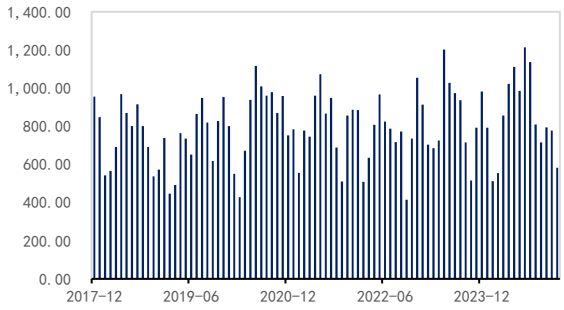
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：国内生猪存栏量



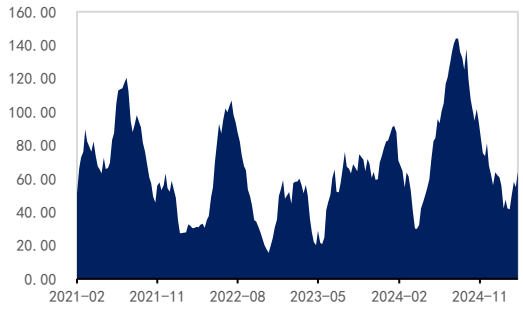
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.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