中金财富期货策略周报（2025 年第 16 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：上半年经济运行平稳，但是从经济结果看，基建和制造业投资较强，地产和消费相对较弱，这使得地产链的工业品再度回到低位。我们的观点不变：内盘工业品虽然缺乏向上驱动，但是整体位置较低，不适合追空，观望为宜。

股指期货：年初以来，A 股日历效应有效性较强，但市场短期或进入日历效应指引的空窗期，这一阶段过往来看并无明显催化事件，上行风险和下行风险能见度都较低，维持指数或偏震荡运行的判断。

锌：TC 稳中向好，炼厂生产积极性较高，部分检修安排后移至 5 月中下旬，5 月月产维持在 55 万吨左右。锌价反弹后，下游畏高情绪明显，刚需采购为主，现货升水走弱，市场交投偏谨慎，近期以刚需采买为主。短期价格在关税缓和信号下或有所支撑，但中长期来看锌仍处于供应端宽松周期，锌价或维持高位震荡格局。

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

橡胶：我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，现在这一大级别走势的拐点已经悄然到来。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情。虽然距离 2011 年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实，今后不宜再作为空配品种看待。

油脂油料：美国中西部产区降雨可能放缓美豆种植进度，阿根廷暴雨造成的收割延迟和减产担忧，为 CBOT 大豆走强带来支撑。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。90 天过渡期结束后，中美关系仍面临较大不确定性。目前沿海豆粕现货累计跌幅过大，价格泡沫得到充分释放，继续回落空间明显受限。随着进口大豆集中到港压力得到市场充分交易，内外盘联动性有望逐步回升，有助于豆粕市场修复近期低估值。美豆陆续进入天气敏感期，国内三季度进口大豆供应压力预期下降。豆粕期货市场在技术上有突破近期低位盘整状态的迹象，如能得到现货或外盘配合，有望继续扩大升幅。美国生物柴油政策存在不确定性，马来西亚棕榈油重回供强需弱的基本格局。国内油脂市场缺少运行主线，市场情绪受外盘影响较大，整体仍难打破目前震荡局面。豆一期货市场本周围绕 4200 元/吨关口反复震荡，政策支撑与食品豆供给过剩形成多空交织，短期仍缺少方向性驱动。

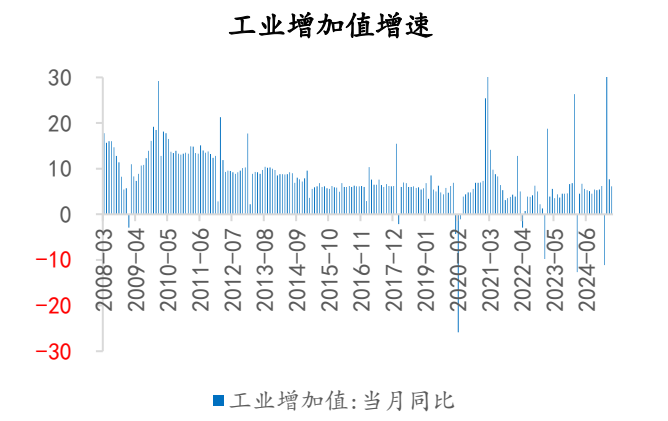
目录

周度策略：特朗普财政法案成为新的焦点 ..... - 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 中观数据：基建边际走弱 ..... - 8 -
3 流动性：资金面继续边际改善 ..... - 9 -
4 宏观策略 ..... - 9 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
原油 ..... - 15 -
1 美国宏观指标劣化 ..... - 15 -
2 需求逻辑尚难修复 ..... - 15 -
3 供应端趋势性回升 ..... - 15 -
4 旺季将至意外累库 ..... - 16 -
5 伊朗让步地缘降温 ..... - 16 -
6 价值重估风高浪险 ..... - 16 -
7 原油期现数据 ..... - 17 -
天然橡胶 ..... - 19 -
1 二季度阶段性错配 ..... - 19 -
2 全球产区开割顺利 ..... - 19 -
3 原料坚挺库存见顶 ..... - 19 -
4 下游回暖力度有限 ..... - 20 -
5 关税情绪大于实质 ..... - 20 -
6 沪胶重拾上升大势 ..... - 20 -
7 橡胶期现数据 ..... - 20 -
油脂油料：降雨可能放缓美豆种植节奏，国内豆粕市场探底回升 ..... - 24 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 24 -
检验机构 AmSpec Agri 和 ITS 发布的高频数据显示，马来西亚 5 月 1-20 日棕榈油产品出口环比分别增加 1.55%和 5.3%，均较前 15 日增幅收窄。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据显示，5 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 3.72%。近期印尼提高出口税费有利于马来西亚棕榈油出口，预期 5 月份马来西亚棕榈油出口环比增长 10%左右。整体看，预期 5 月底马来西亚棕榈油库存继续上升，有望回升至 200 万吨以上。目前产地棕榈油处于增产季节，国际进口商会根据棕榈油和豆油价格关系制定采购策略。目前棕榈油性价比并不高，缺少需求支撑，产地棕榈油价格上行驱动仍显不足 ..... - 24 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 24 -

3 油脂油料市场展望 ..... - 25 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 25 -

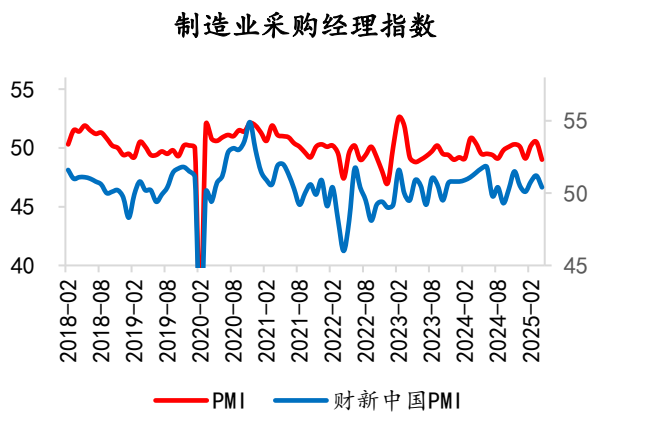
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



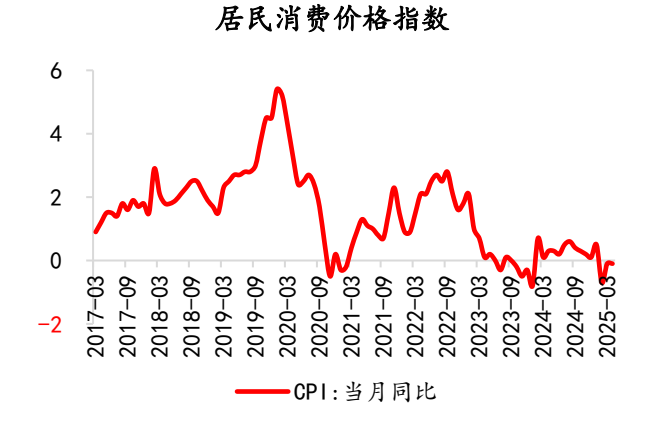
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



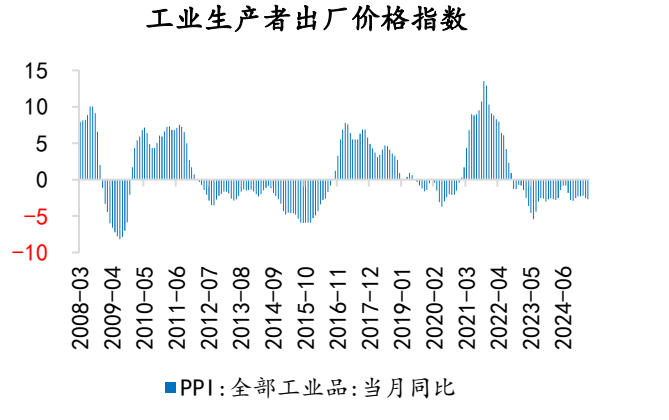
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



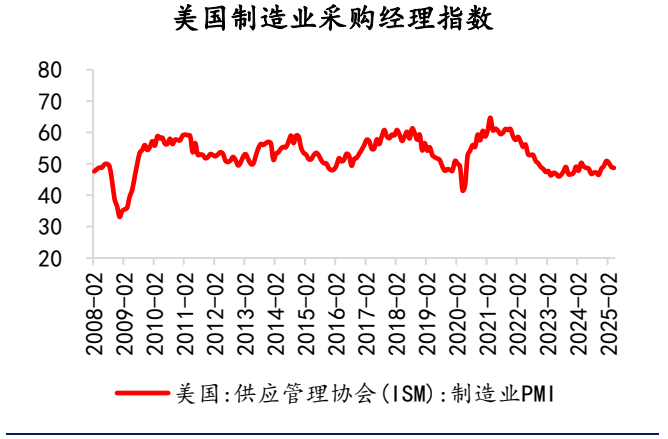
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



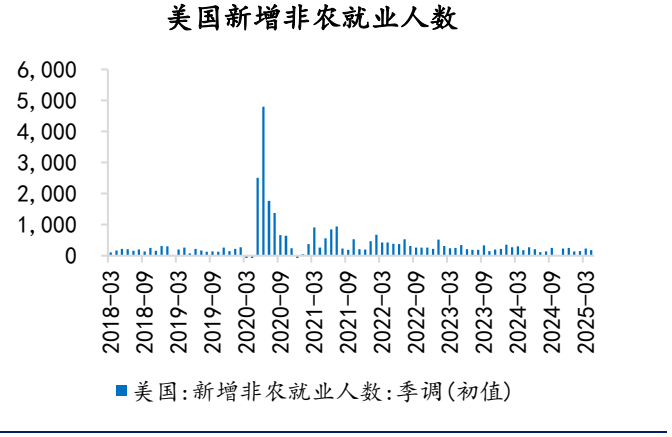
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：特朗普财政法案成为新的焦点

中美达成关税协议之后，抢出口因素引发工业品出现一波反弹，即大家耳熟能详的“抢出口”行情。从 4 月份数据看，对美出口降幅明显小于加征关税幅度，反映中国制造难替代性。但是表现强劲的主要是协同供给类商品，而传统的轻工制品改善幅度相对较小。考虑到特朗普可能随时变卦，市场的预期也无法恢复到对等关税之前。

上半年经济形势落定 下半年仍要关注政策

4 月经济一定程度上受到了贸易争端的影响，生产端的工业增加值、投资端的制造业投资、外贸端的出口数据同比均较 3 月出现下滑，但整体的下滑幅度相对可控，体现了我国经济的韧性。当前中美贸易谈判已取得阶段性成果，关税政策不确定性有所下降，预计后续贸易摩擦对相关经济指标的扰动将减轻，但考虑到相对去年末，截至目前年内美国仍然对中国加了 30%的关税，后续相关经济指标仍然面临着一定压力。另一方面，4 月核心经济数据显示我国当前经济仍有隐忧：其一，4 月社零数据虽仅较 3 月略微走弱，但拆分商品类别看，补贴对消费的支撑作用较大，后续随着补贴发放完成，在无增量资金支持的情况下，内在消费需求能否持续修复存在着不确定性；其二，高频数据显示去年四季度的刺激政策对楼市的托举在 4 月之后呈现趋于平缓，当前虽已有 5 月 7 日降低公积金贷款利率的增量政策，但政策作用仍需观察。

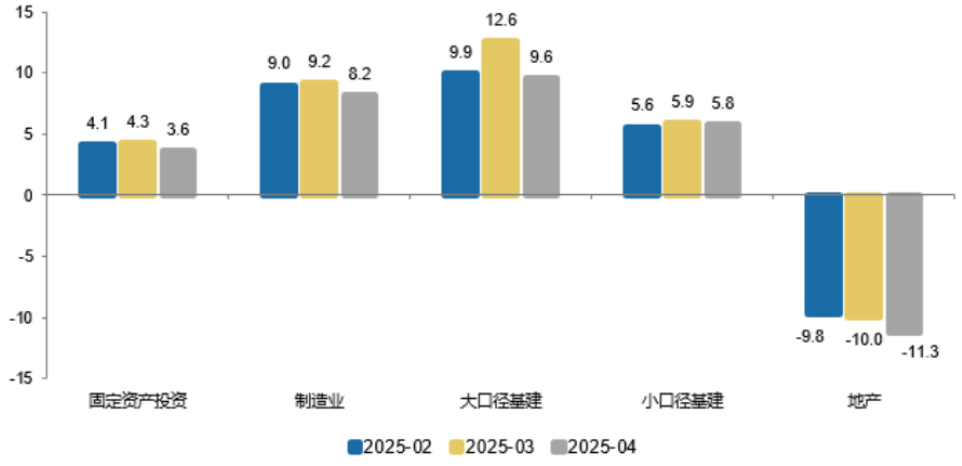
总体来看，4 月经济数据在体现出我国经济韧性的同时，也显示出我国的经济动能仍然面临着一定的下降压力，后续稳经济政策的节奏和力度仍将是关键。

因此，在“抢出口”、“抢转口”的带动下，即使面临高基数，二季度出口也有望实现 3%-5%左右的相关高增。综合来看，预计二季度 GDP 同比增速能够实现 5.2%左右的增长，对应上半年 GDP 同比增速或在 5.3%左右。4 月统计局数据和 5 月高频数据也显示，4、5 月月度 GDP 增速或在 5.4%、5.3%左右。这与需求侧的预测也相符合。

5 月 7 日央行降准降息政策发布后，5 月 20 日 1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 分别下调 10 个基点，降至 3%、3.5%。与此同时，5 月 20 日，主要银行也降低了存款利息。据媒体报道。六家国有大行和招商银行均于官网公示了最新的人民币存款挂牌利率，自 5 月 20 日起执行。无论是 LPR 调降，还是银行降存款利息，均属于落实已有政策阶段。考虑到中美贸易谈判取得阶段性成果后，关税冲击明显减弱，预计短期内货币政策和财政政策进一步加码的可能性均有所下降。5 月到 7 月的经济走势将较为关键，如我国经济动能并未明显修复，7 月底的政治局会议或对总体的稳增长政策再次加力。

上半年经济的平稳开局，为政策应对外部的不确定性提供了很大的空间。三季度如果出口下滑压力开始显现，存量政策使用接近尾声，后续的增量政策仍值得关注，目前的市场预期也集中在这里。

图表 1：固定资产投资及细分



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

特朗普财政法案取代对等关税，成为目前阶段外围市场最大的关注焦点。

5 月 22 日，特朗普财政法案完成众议院规则委员会审议并获批准，即将在众议院全体表决。从财政影响维度，该法案核心举措可归纳为三大类：

税收减免措施：企业端延续并扩大 2017 年减税框架，提升小企业抵免额度并固化研发投资优惠政策；个人端则通过提高标准扣除上限、放宽州税抵扣限制、取消小费和加班税等方式减轻中产家庭负担。同时，提高遗产税豁免标准并扩大儿童和老年人税收抵免。

支出增加措施：扩充国防预算，支持“金穹”计划、军事设施现代化及造船业发展；推进边境墙建设、边境巡逻力量扩大及非法移民强制遣返等。

支出削减措施：缩减医疗救助覆盖范围、收紧福利领取的工作条件限制、终止未成年人性别转换支持，并全面取消绿色补贴等。

简单测算，特朗普财政法案预计通过降低税率推动美国长期 GDP 增长 0.6%。尽管就业市场或新增 79.4 万个全职岗位，但国民生产总值（GNP）增幅仍被抑制在 0.05%以下，其根源在于美国政府对外债务利息支付激增，压缩了国民收入增长空间。

但是财政赤字方面面临压力，美国国会预算办公室（CBO）测算显示，法案实施后联邦政府虽自 2028 年起逐步缩减开支，但财政收入降幅远超支出削减幅度，导致 2026-2034 财年赤字持续扩大。其中 2025-2029 年累计增加美国政府财政赤字约 1.77 万亿美元。

这一因素对主要资产的影响是：**美元方面**，特朗普财政法案下，美国财政赤字持续扩大，将削弱美元信用基础，或将导致美元的进一步走弱。**美债方面**，美国财政赤字扩大推升国债发行规模，并直接侵蚀美债信用（穆迪等评级机构已下调美国主权信用评级），叠加美联储降息节奏偏缓，美债利率上行风险正在增加。**美股方面**，美股面临减税提振企业盈利与高利率压制估值的“冲销”影响。**黄金方面**，美元走弱下，避险与货币属性双重因素将共同推升黄金价格。

部分工业品“超跌行情”进行时

上半年经济运行平稳，但是从经济结果看，基建和制造业投资较强，地产和消费相对较弱，这使得地产链的工业品再度回到低位。我们的观点不变：内盘工业品虽然缺乏向上驱动，但是整体位置较低，不适合追空，观望为宜。

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 20 日	5 年期和 1 年期 LPR 利率均下调 10 基点	这是 LPR 年内首降，将进一步降低企业、居民融资成本，提振市场信心	支持实体经济稳定增长。
	5 月 23 日	加码“宽货币” 央行超额续作 MLF	5 月 23 日，以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作	大规模的加量续作
数据	5 月 22 日	20 年期美债拍卖惨淡，得标利率突破 5%	美国股债汇三杀	债市压力未明显改善
	5 月 22 日	美国 5 月 Markit 制造业和服务业 PMI 均超预期且扩张	价格指数再涨	通胀压力依然较大
事件	5 月 23 日	特朗普减税案在众院涉险过关	参议院存在变数	财政方案将继续压制美债市场

资料来源：中金财富期货研究所

2 中观数据：基建边际走弱

国内政策：中国与东盟完成自贸区 3.0 版谈判。中央层面，习近平在河南考察时强调，推进中国式现代化要继续把制造业搞好；中国与东盟完成自贸区 3.0 版谈判，这是向签署中国—东盟自贸区 3.0 版升级议定书迈出的关键一步。产业层面，工业和信息化部等九部门强调加快推进科技服务业高质量发展。金融财税层面，金融监管总局等多部委联合印发支持小微企业融资的若干措施；证监会同意铸造铝合金期货和期权注册。

生产&基建：化工链略有改善，基建有所降温。本期，高炉开工率、动力煤价格延续下跌，动力煤日耗持续回升；PTA 开工率回升、涤纶长丝开工率走平；沥青开工率下降，整体资金到位率下滑；螺纹钢库存持续下行，开工率、价格降低；玻璃价格降低、开工率回升。

地产：新房成交面积平稳、二手房成交面积延续高位。30 城新房成交面积低于去年同期，主因二线拖累，而一线也回落。9 城二手房成交面积延续高位。

出行：城内活动活跃程度较为平稳，航空出行保持上行。市内交通方面，城内活动强度总体较为平稳，二线城市表现略优于近年；航班方面，航班执行数、执飞率延续提高。

消费：汽车消费增速放缓。乘用车批发、零售数量增速回落，但整体仍处于上升通道，年内累计销量表现好于往年。

价格：物价整体表现较弱，上中下游价格均有所下跌。上游：原油价格回落，铁矿石、煤炭价格下跌。中游：铜价、螺纹钢、水泥价格下跌。下游：菜价下跌后略有回升，猪肉价格下降。

。

3 流动性：资金面继续边际改善

金融市场上，上周资金面边际改善。具体看，截至 5 月 23 日，上周央行通过 7 天逆回购净投放资金 4600 亿元，逆回购加权平均利率维持在 1.4%。从利率角度看，SHIBOR 隔夜利率、1 天、7 天质押式回购利率等短端利率分别为 1.57%、1.61%和 1.63%，相比上上周分别变化-8.9bp、-3.9bp 和+0.2bp。1 年、10 年期国债利率分别为 1.45%和 1.72%，相比上上周分别变化-0.3bp 和+4.2bp。

股票市场上，上周股市流动性整体维持稳定。具体看，截至 5 月 23 日，一级市场上，上周 IPO、增发共募资 26 亿元，相比上周下降 29 亿元。大股东净减持 40 亿元，相比上上周减少 17 亿元。二级市场上，上周日均成交额为 1.2 万亿元，相比上上周下降 8.3%。融资余额为 1.8 万亿元，相比上上周基本持平。开放式基金仓位为 71.1%，相比上上周上升 0.2 个百分点。

全球流动性方面，上周美元指数走低，主要市场国债利率普遍上行。具体看，截至 5 月 23 号，美元指数录得 99.1，相比上上周下降 1.8%，美元兑人民币中间价录得 7.19，基本维持稳定。从各国利率来看，上周美债 1 年期、10 年期国债利率分别为 4.15%和 4.51%，相比上上周分别上行 2bp 和 8bp。日本 1 年期、10 年期国债利率分别为 0.56%和 1.57%，相比上上周分别变化-0.5bp 和+8.4bp。德国 1 年期、10 年期国债利率分别为 1.82%和 2.69%，相比上上周分别变化-1.0bp 和+5.0bp。

4 宏观策略

上半年经济运行平稳，但是从经济结果看，基建和制造业投资较强，地产和消费相对较弱，这使得地产链的工业品再度回到低位。我们的观点不变：内盘工业品虽然缺乏向上驱动，但是整体位置较低，不适合追空，观望为宜。

5 股指期货市场分析

两市高位震荡

上周市场高位震荡，沪深 300 周-0.18%，上证 50 周-0.18%，中证 500 周-1.1%，中证 1000 周-1.29%，指数震荡回落。

小盘股拥挤，是当前市场较明显的特征。

股债收益差小于+1 标准差，行业轮动强度下降。（1）市场估值：股债收益差上升至 1.4%，小于+1 标准差。估值分化系数有所下降。（2）市场情绪：市场情绪调整，行业轮动强度下降。市场大盘风格占优，微盘股指数跑赢市场，主题热度主要聚集在黄金珠宝、CRO、抗生素。（3）市场结构：市场量能环比下降，银行、医药生物、煤炭多头个股占比居前，美容护理、机械设备、基础化工内部或存在 α 机会。（4）市场资金：上周陆股通周内日平均成交金额较上周下降 185 亿元，上周陆股通周内日平均成交笔数较上周下降 84 万笔。陆股通成交额排名前三的标的为宁德时代、比亚迪、赛力斯，近 5 日涨幅分别为 2.9%、4.1%、12.4%。杠杆资金净流入 18 亿元，主要流入行业为汽车、电力设备、机械设备。ETF 资金更多表现为对冲流出资金的托底作用。主要指数 ETF 变动-65 亿份，其中科创板 50、科创板 100、国证 2000 更受青睐。上周新成

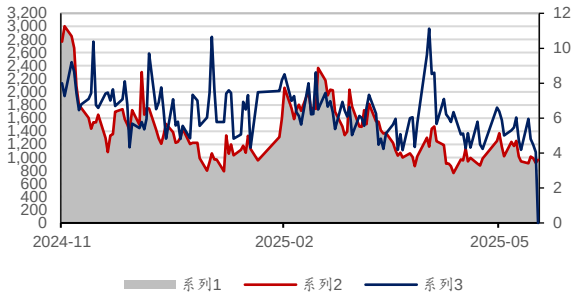
立偏股型基金份额日均 24 亿份，同比上升 113%，较上周下降 163%。

指数有望延续震荡行情

指数层面短期或维持区间震荡的格局，上下空间有限。

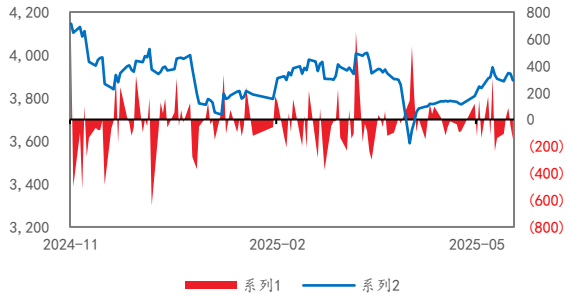
向下看国家队资金托底，无论是去年 924 市场底部、抑或是今年 4 月关税冲击市场回调，国家队资金均通过大力增持 ETF 稳定股市；向上看基本面和政策都仍需等待，一方面是外部关税事件对于出口和外需影响的不确定性仍在，另一方面国内在价格低位运行的基础上，4 月经济数据显示基本面修复持续性和力度仍需观测；政策来看，货币方面降准降息落地、财政方面地方新增专项债发行进度达 34%已高于去年 5 月末 30%，当下政策更多是既有工具的加速使用，更大力度的刺激及创新型工具的推出可能要等待 7 月政治局会议。综上所述，目前阶段指数震荡的概率较大。

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



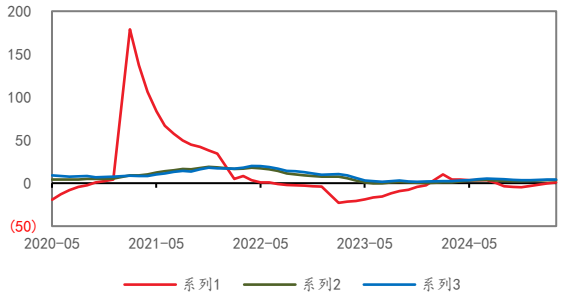
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

秘鲁 Antamina 矿区事故（占全球产量 1.86%）加剧铜精矿紧张，进口加工费跌至-34.71 美元/吨历史低位，冶炼厂原料成本压力大。国内部分冶炼厂因原料紧张和亏损选择检修，但通过增加废铜和阳极板投料维持产量稳定。目前宏铜矿供应偏紧与需求疲软制约了涨幅，资金面推动的上涨缺乏持续性，铜价回归供需主导逻辑。

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%。

家电、汽车补贴继续带动国内需求增长，但补贴时间拉长后，对消费的边际影响减弱，光伏抢装基本结束，铜消费增速整体下降，不过在中美 90 天的关税暂停期内，消费还是会表现出较强的韧性。

2 结论

秘鲁 Antamina 矿区事故（占全球产量 1.86%）加剧铜精矿紧张，进口加工费跌至-34.71 美元/吨历史低位，冶炼厂原料成本压力大。国内部分冶炼厂因原料紧张和亏损选择检修，但通过增加废铜和阳极板投料维持产量稳定。目前宏铜矿供应偏紧与需求疲软制约了涨幅，资金面推动的上涨缺乏持续性，铜价回归供需主导逻辑。

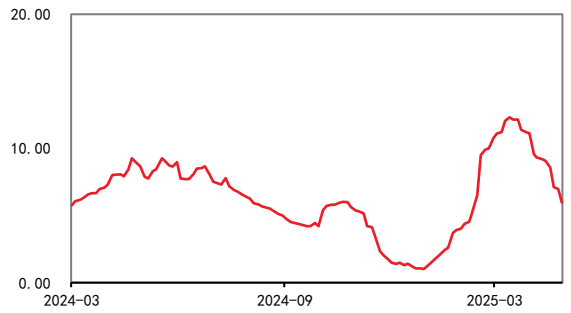
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



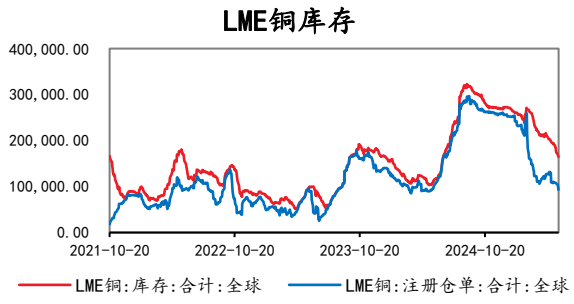
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



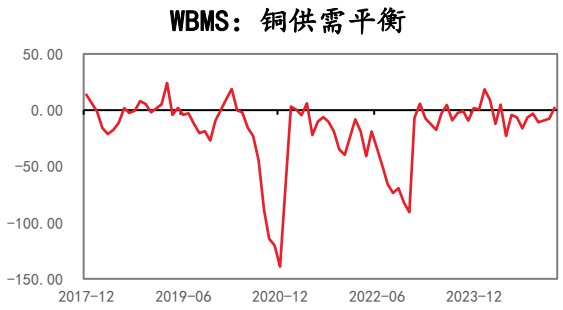
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



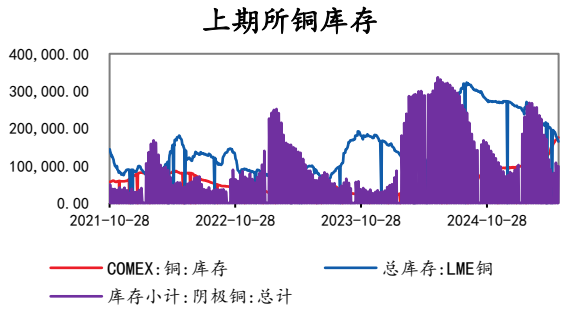
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



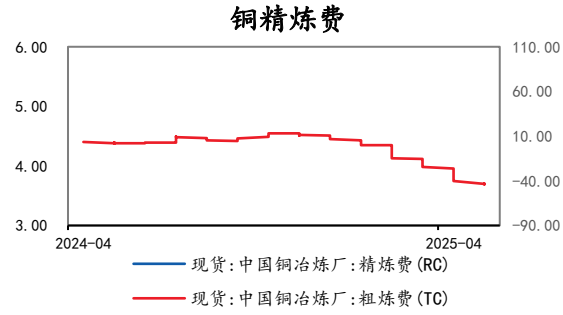
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

根据海关数据，1-3 月中国累计进口锌矿 121.77 万吨，累计同比增加 36.64%，重新回升至与 2023 年相当的高位，这从流量数量层面反映了锌矿供给边际宽松。进口矿进口量回升的原因是多方面的，主要原因是海外矿企锌矿产量增加，次要原因是中国锌矿 TC 更低，对矿山而言销往中国更有利。

锌矿供给仍然充足，精炼锌月供应明显回升

国内锌矿供应边际宽松特征明显。从锌矿现货加工费上看，最新国产矿 TC 为 3500 元/吨，进口矿 TC 为 45 美元/吨，绝对价位不算高，但环比来看，国产矿加工费已从 2024 年三季度的历史低点累计上调了 2050 元/吨，进口矿累计上调了 85 美元/吨。无论是上调的幅度还是速度都非同寻常，从价格层面反映了锌矿供给边际宽松。

2025 年 3、4 月中国精炼锌产量分别为 54.7、55.6 万吨，同比增幅分别达 4%、10%，在基数不低的情况下终结了精炼锌产出连续十二个月同比为负的趋势，其中 4 月的产量还创出了历史同期新高。

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。

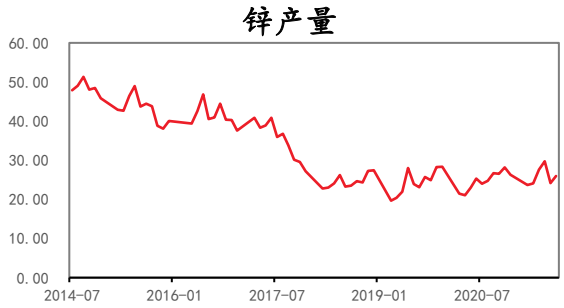
4 月，汽车产销分别完成 261.9 万辆和 259 万辆，环比分别下降 12.9%和 11.2%，同比分别增长 8.9%和 9.8%。 1-4 月，汽车产销分别完成 1017.5 万辆和 1006 万辆，同比分别增长 12.9%和 10.8%，产销增速较 1-3 月分别收窄 1.6 和 0.4 个百分点。前 4 个月产销量为历史上首次超过 1000 万辆。

2 总结

TC 稳中向好，炼厂生产积极性较高，部分检修安排后移至 5 月中下旬，5 月月产维持在 55 万吨左右。锌价反弹后，下游畏高情绪明显，刚需采购为主，现货升水走弱，市场交投偏谨慎，近期以刚需采买为主。短期价格在关税缓和信号下或有所支撑，但中长期来看锌仍处于供应端宽松周期，锌价或维持高位震荡格局。

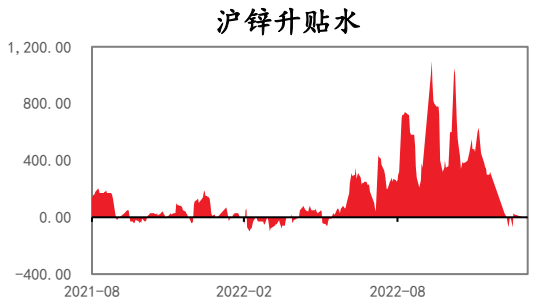
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



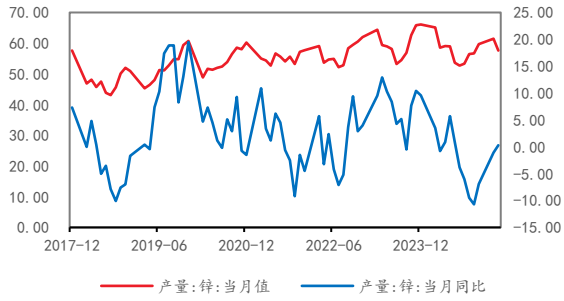
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



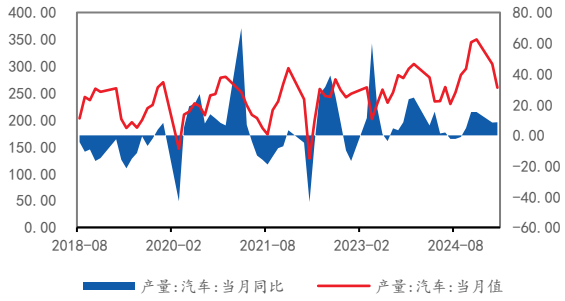
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美国宏观指标劣化

从宏观经济层面看，此前中美贸易争端已经对美国经济造成明显的负面影响，主要体现在制造业萎缩、就业率下滑和资产估值下跌，但能源价格降低令通胀水平回落。

制造业方面，4 月美国制造业 PMI 进一步跌至 48.7%，新出口订单指数因别国报复性关税反制大跌至 43.1%，企业进口成本上升 15%-20%，原材料库存指数降至 47.0%，可见关税引发的美国供应链中断问题加剧。就业市场方面，美国平均薪资增速同比放缓至 3.7%，长期失业人口占比升至 2021 年以来新高。通胀方面，4 月美国 CPI 同比回落至 3.4%，核心 CPI 同比 3.6%，主要得益于原油等能源价格下跌，但美国未来滞胀风险犹存。大类资产方面，4 月美国十年期国债收益率从 4.48%回落至 4.1%以下，表明宏观情绪依旧未得到修复，市场风险偏好持续低迷。

综合上述宏观指标，油价企稳反弹的前提是，后续中美贸易关系趋于稳定而不再生波折。

2 需求逻辑尚难修复

中美发布经贸会谈联合声明后，稳定了市场信心和油价走势，但国际局势高度不确定的背景下，全球经济和能源需求预期低迷，原油底层逻辑仍未得到修复，多因素复杂博弈正在重塑市场格局。

根据国际能源署（IEA）最新月报，预计 2025 年全球原油供应增量将远超需求增量，这也是绝大多数研究机构的主流看法。具体地，IEA 将 2025 年全球供应增长预期大幅上调 38 万桶/日至 160 万桶/日，主要原因是沙特从坚持减产转向加速增产；IEA 将 2025 年全球原油需求增长预期从 103 万桶/日大幅下调至 73 万桶/日，将 2026 年全球原油需求增速进一步下调至 69 万桶/日，理由是全球经济衰退导致油品消费放缓。类似地，OPEC 将 2025 年全球原油需求增长预测从 145 万桶/日下调到 130 万桶/日，该组织站在卖方立场更偏乐观，但不得不承认需求前景正在劣化。

目前，美国虽然与中国、英国初步达成一致，所谓的对等关税政策按下暂停键，但全球化贸易格局已经受到不可逆影响，如果特朗普当局最终未能悬崖勒马，原油市场将迅速从脆弱平衡转向严重过剩，需要警惕更多非理性交易行为的涌现。

3 供应端趋势性回升

将关注点从需求转回供应方面，OPEC+已经从 4 月开始执行增产计划，但首批恢复的 13.8 万桶/日规模有限，叠加 22.2 万桶/日的补偿性减产，再考虑到美国对伊朗和委内瑞拉的制裁，OPEC+整体原油供应增量并不显著。5 月 OPEC+增产配额翻三倍达 41.1 万桶/日，同时扩大补偿性减产计划至 37.8 万桶/日，承担减产较多的是哈萨克斯坦、俄罗斯和伊拉克等国。俄乌战争后俄罗斯原油产量数据不透明，哈萨克斯坦油田多为外资经营难于约束，伊拉克几乎是历史履约率最低的成员国，故不宜对减产实际执行情况过于乐观。

6 月 OPEC+仍将延续 41.1 万桶/日的增产规模，和减产冲抵后实际原油供应增量估计在 12-30

万桶/日，到今年三季度可能会增产达 100-150 万桶/日左右。综上，未来 OPEC+增产速度将有所加快，业界长期担忧原油市场供应过剩，令油价反弹空间受限。

4 旺季将至意外累库

近期高频数据来看，美国原油库存再次不降反增，这一异常变动令市场感到落差，加重了对基本面的偏悲观预期。

美国能源信息署 EIA 显示，截至 5 月 16 日当周，美国商业原油库存增加 132.8 万桶至 4.432 亿桶，和预期减少 127.7 万桶大相径庭，上期录得增加 345.4 万桶；美国汽油库存增加 81.6 万桶，此前预估为减少 52.4 万桶。过去四周美国油品日均供应量为 1960 万桶，较上年同期下降 2.8%；其中，汽油需求同比减少 1%，馏分油减少 4.2%，仅航空煤油上升 4%，显示出旅游复苏迹象，但消费整体表现仍显乏力。尽管需求疲软令市场担忧，美国炼油加工活动却持续升温，当期美国炼厂产能利用率上升 0.5 个百分点至 90.7%，平均加工量达 1650 万桶/日，反映出炼厂正为即将到来的夏季出行高峰提前备货。

客观来看，当前 EIA 商业库存仍处于五年均值偏低位，业界普遍预期需求回暖将带动去库，但近期意外累库的反差表明，此前对油价走势的判断可能过于乐观。

5 伊朗让步地缘降温

美国对伊朗的极限施压政策取得一定成效，令国际原油地缘政治溢价或压缩至数年来最低水平。

特朗普在上一任期对伊朗实施了严厉制裁，导致伊朗原油出口量从最高 280 万桶/日降至不足 20 万桶/日。拜登时期为平抑高通胀压力，默许伊朗原油供应逐步恢复，据信该国原油产量约为 330 万桶/日，出口量在 160 万桶/日左右。特朗普卷土重来后，立即对伊朗故技重施，不断加大对伊朗原油出口链的制裁力度，目标包括参与运输原油的船只和亚洲一家独立炼油厂，并对相关企业实施所谓的“二级制裁”。

截至目前，美伊双方已进行四轮谈判，后者做出了相当大的让步。据外媒报道，伊朗代表宣布，伊朗愿与美国达成协议，将承诺永不制造核武器，销毁其高浓缩铀库存，同意仅将铀浓缩至民用所需的较低浓度，并且允许国际督察人员监督该过程，以此换取美国立即解除对伊朗的所有经济制裁。如果伊朗最终签订城下之盟，将消除原油供应端最大不确定性，地缘风险淡出无疑加重过剩风险和下行压力。

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。随着前期利空因素阶段性出尽，国际原油止跌企稳后震荡整理，Brent 基准价格在大约 60-70 美元/桶区间附近波动。

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。供应强劲叠加需求放缓将加剧过剩程度，令原油市场整体仍处于偏空预期中，这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。

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。

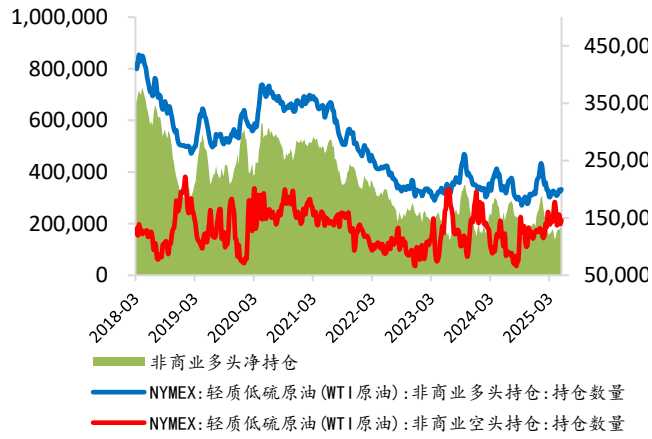
7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



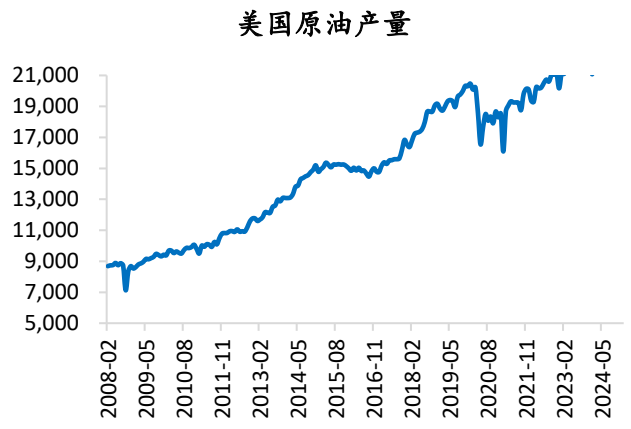
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



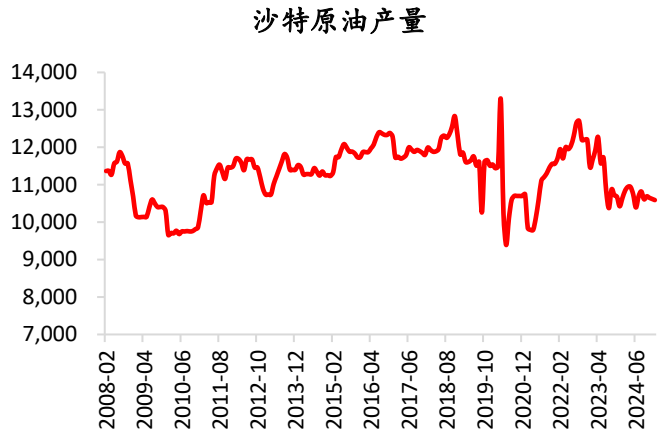
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



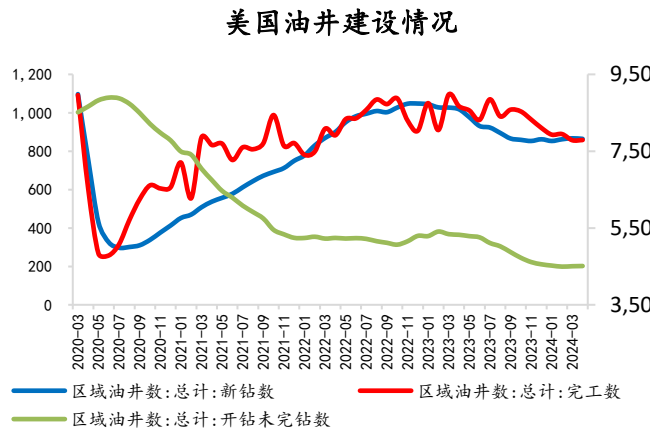
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



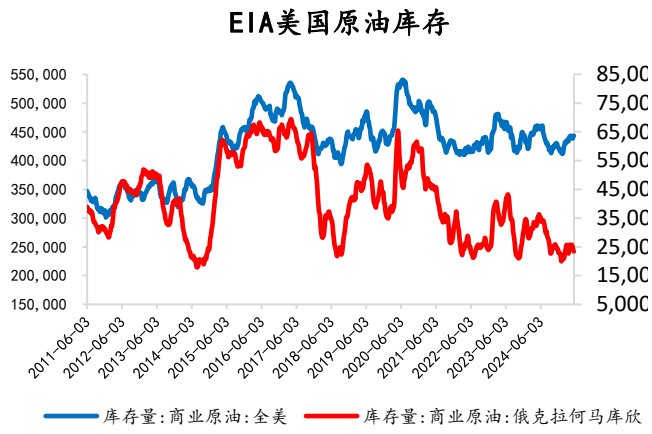
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



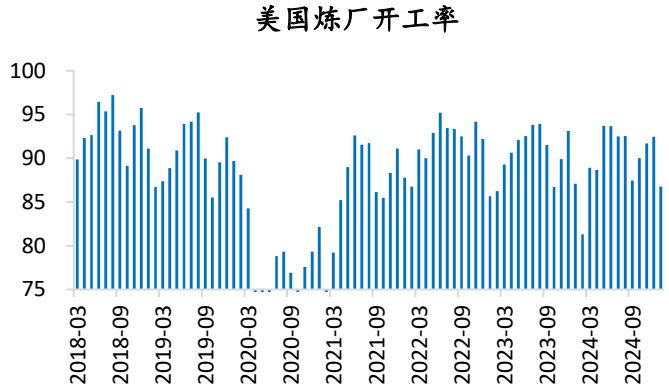
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



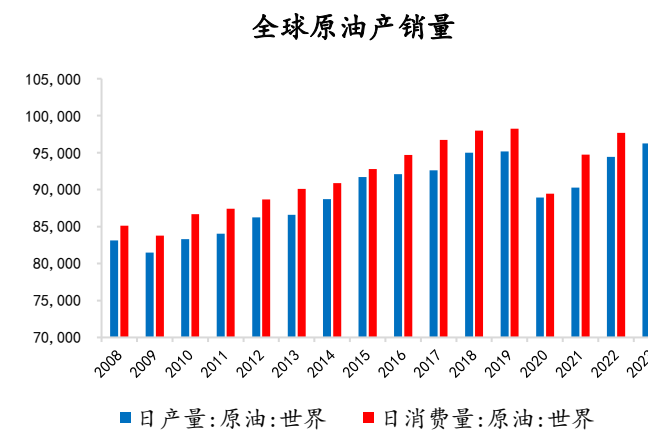
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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 全球产区开割顺利

随着宏观情绪短期利好兑现，由于缺乏基本面实质性驱动，天然橡胶反弹力度不足，具体矛盾仍是供应预期过剩。

按照季节性规律，5-6 月是海内外主产区开割上量的过渡期，原料绝对产量偏低，但今年旺产预期较强。国内产区方面，云南西双版纳地区开割面积已达 70%-80%，本轮新季进展非常顺利，干旱和白粉病干扰不显著。海南中部、东南部区域较早开割，西部将在 5 月下旬全面开割。海外产区方面，目前泰国东北部地区开割面积在 60%-70%，南部主产区初步有 20%-30%，部分原因是泰国政府宣布推迟割胶一个月。不过，目前泰国原料市场胶水、杯胶价格坚挺，很难人为打压胶农割胶积极性。

综上，今年全球天然橡胶旺季放量预期较强，一段时期内沪胶盘面上方压力较大。

3 原料坚挺库存见顶

在宏观环境和淡季预期下，天然橡胶行情萎靡不振，但受产业周期和库存拐点支撑，沪胶盘面渐有跌无可跌之势。

上游环节，此前泰国宣布开割时间延后一个月，此时东南亚主产区雨水增多，对割胶工作造成扰动，初期原料产出偏少。截至 5 月下旬，泰国胶水报盘 62.75 泰铢/公斤，原料成本端维持坚挺，国内亦有收储政策落地支撑。中游环节，截至 5 月中下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存合计为 61.42 万吨，环比上期减少 0.45 万吨或 0.73%。

随着上一轮割胶旺季生产出口的货源陆续到港，3-4 月泰国产区的青黄不接将滞后反映到国内现货端，青岛地区天然橡胶库存边际回落但仍处于偏高水平。后期开割上量原料供应预期逐步增加，关税谈判和需求预期存在不确定，将在沪胶上方形成压制，预计胶价延续震荡筑底，未来两三个月仍有波折。

4 下游回暖力度有限

在上游压力逐步增加的同时，橡胶下游轮胎行业亦出现阶段性回暖。截至 5 月中旬，山东地区全钢胎开工负荷为 65.07%，环比大幅抬升 20.32 个百分点，但仍低于上年同期 2.97 个百分点；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷为 77.96%，环比走高 19.98 个百分点，较去年同期下滑 2.61 个百分点。在贸易局势暂时缓和的背景下，国内橡胶轮胎企业开工率显著回升，检修企业全面复工复产，但随着轮胎成品库存再度累积，特别是全钢胎企业仍有压力。

沪胶以其金融属性受宏观影响非常大，中美经贸局势虽然暂时缓和，然特朗普信用风险较高，关税谈判或将一波三折，短期虽有东南亚轮胎抢出口支撑，但后期消费需求增长有限，预期和情绪层面可能出现反复。

5 关税情绪大于实质

目前中美经贸关系有所缓和，但如我们早先分析，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。

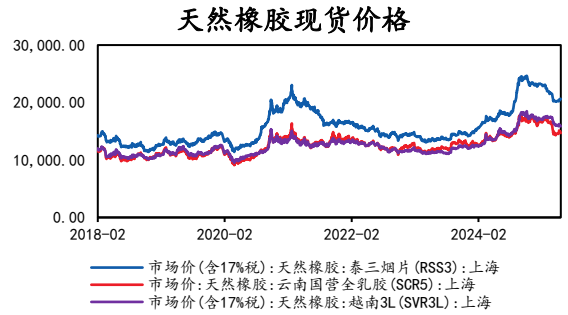
6 沪胶重拾上升大势

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。

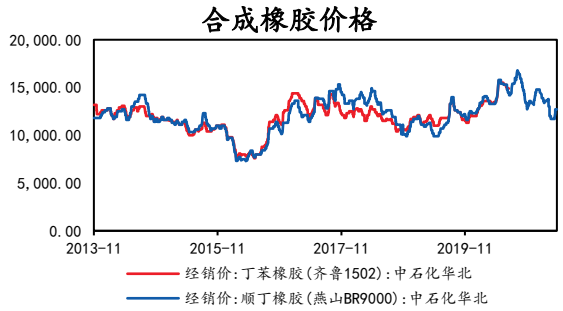
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



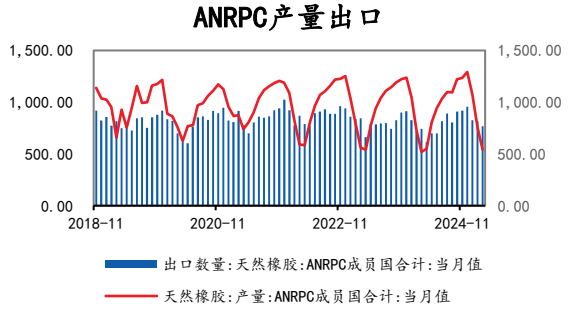
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：合成橡胶价格



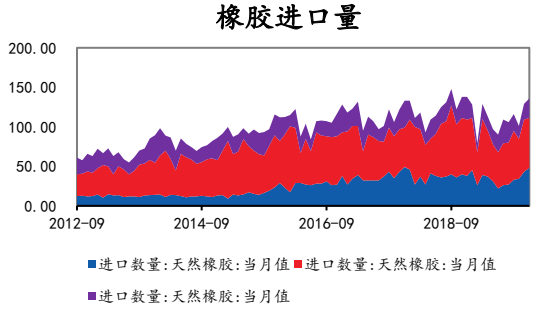
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：ANRPC 产量出口



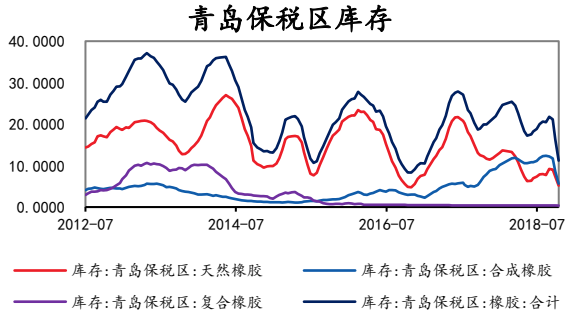
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：橡胶进口量



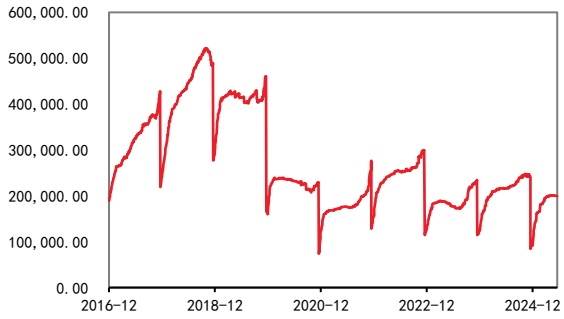
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：青岛保税区库存



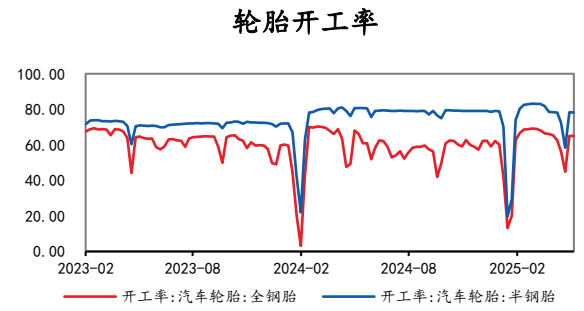
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：上期所注册仓单



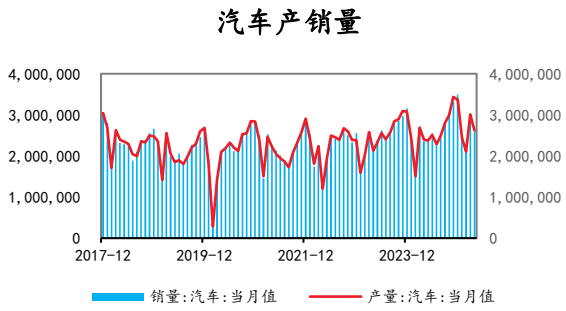
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：降雨可能放缓美豆种植节奏，国内豆粕市场探底回升

1 外部豆类市场分析

美国新季大豆开局良好，产量预计与上年基本持平

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 5 月 18 日当周，美国大豆种植率为 66%，高于市场预期的 65%，去年同期为 50%，五年均值为 53%。当周美豆出苗率为 34%，去年同期和五年均值分别为 25%和 23%。美国农业部在 5 月供需报告中，预计新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。2025 年美豆开局表现不错，近日出现的降雨可能会阻碍中西部大部分地区的种植。美国农业部给出的美豆单产偏高，能否实现这一目标，生长关键期的天气至关重要。一项大宗商品研究报告显示，美国中西部大豆带在 6 月至 8 月出现炎热干燥风险增加。

巴西大豆出口强劲，阿根廷大豆遭遇暴雨侵扰

目前巴西大豆已经结束收割，基本实现强势增产目标，出口能力显著提升，该国 4 月份大豆出口量高达 1527 万吨。巴西全国谷物出口商协会（Anec）预计，巴西 5 月大豆出口量预计为 1452 万吨，较去年同期增加 100 万吨。布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）发布的报告显示，截至 5 月 14 日，阿根廷大豆收获进度为 64.9%，比一周前增加 20 个百分点，尽管比过去五年均值仍然落后 5 个百分点。阿根廷农业中心地带近日遭遇暴雨袭击，布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，大雨可能会进一步推迟收割并造成减产。该交易所本周维持阿根廷大豆产量预测 5000 万吨不变，略低于上年的 5020 万吨。美国农业部和罗萨里奥谷物交易所给出的最新预估分别为 4900 万吨和 4850 万吨。

马来西亚棕榈油供强需弱，上行驱动仍显不足

检验机构 AmSpec Agri 和 ITS 发布的高频数据显示，马来西亚 5 月 1-20 日棕榈油产品出口环比分别增加 1.55%和 5.3%，均较前 15 日增幅收窄。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据显示，5 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 3.72%。近期印尼提高出口税费有利于马来西亚棕榈油出口，预期 5 月份马来西亚棕榈油出口环比增长 10%左右。整体看，预期 5 月底马来西亚棕榈油库存继续上升，有望回升至 200 万吨以上。目前产地棕榈油处于增产季节，国际进口商会根据棕榈油和豆油价格关系制定采购策略。目前棕榈油性价比并不高，缺少需求支撑，产地棕榈油价格上行驱动仍显不足

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。

近月大豆采购基本完成，远月订单量偏低

据监测，截至 5 月中旬，中国企业 6 月船期大豆采购已基本完成，7 月完成近 9 成，8 月采购

量在 3 成左右，9-12 月船期基本没有采购。远月船期进口大豆采购量偏低的主要原因在于：目前远月船期大豆报价较少，且价格较高，企业压榨利润较低甚至亏损；中美经贸关系存在不确定性，特别是近日中美谈判取得实质性进展后，企业观望情况增多，进而造成采购远月大豆的进度较常年偏慢。

进口大豆通关速度加快，供给压力陆续兑现

进入 5 月份，国内进口大豆通关速度整体加快。近日多地海关通关时间已由此前的 20 天以上缩短至 10 天左右。随着进口大豆卸货速度加快并运抵工厂，部分油厂大豆短缺现象得到改善，并进入供应持续增加节奏。根据巴西大豆发运情况和进口船期跟踪数据，目前正处于进口巴西大豆到港高峰期。预计 5 月进口大豆将达 1300 万吨，6 月维持在 1200 万吨，7 月也将到 950 万吨。油厂原料供给增加，大豆周度压榨量从此前预计的 200 万吨增加到 220 万吨左右。下游采购心态整体平和，豆粕库存攀升，价格持续承压回落。以张家港为例，豆粕报价在不到一个月内从最高的 3900 元/吨下跌到 5 月 21 日的 2830 元/吨，累计跌幅超千元。目前来看，来自供应端的压力陆续释放，油厂压榨利润偏低，国内豆粕市场整体处于价值低估状态。

国内油脂库存整体回升，油脂价格维持震荡

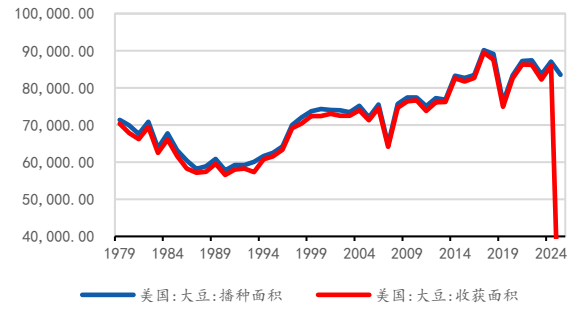
2025 年 4 月进口食用植物油 48 万吨，较 2024 年同期减少 2.5%。中国 1-4 月累计进口食用植物油 203 万吨，较 2024 年 1-4 月累计进口量减少 11.8%。进口食用植物油总量下降，有助于减少国内油脂市场供给压力。受进口大豆压榨量攀升影响，上周国内油脂库存整体回升。中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 196.96 万吨，周度增加 5.16 万吨，三大油脂库存均不同程度回升。产地棕榈油供强需弱，限制棕榈油价格上升空间。国内油厂进口大豆压榨量升至高位，库存压力和豆粕走强同样对豆油市场形成阻力。菜油因政策的不确定性表现相对抗跌，但国内库存高企，反弹持续性依然受限。整体来看，内外盘油脂市场多空交织，油脂价格仍维持震荡状态。

3 油脂油料市场展望

美国中西部产区降雨可能放缓美豆种植进度，阿根廷暴雨造成的收割延迟和减产担忧，为 CBOT 大豆走强带来支撑。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。90 天过渡期结束后，中美关系仍面临较大不确定性。目前沿海豆粕现货累计跌幅过大，价格泡沫得到充分释放，继续回落空间明显受限。随着进口大豆集中到港压力得到市场充分交易，内外盘联动性有望逐步回升，有助于豆粕市场修复近期低估值。美豆陆续进入天气敏感期，国内三季度进口大豆供应压力预期下降。豆粕期货市场在技术上有突破近期低位盘整状态的迹象，如能得到现货或外盘配合，有望继续扩大升幅。美国生物柴油政策存在不确定性，马来西亚棕榈油重回供强需弱的基本格局。国内油脂市场缺少运行主线，市场情绪受外盘影响较大，整体仍难打破目前震荡局面。豆一期货市场本周围绕 4200 元/吨关口反复震荡，政策支撑与食品豆供给过剩形成多空交织，短期仍缺少方向性驱动。

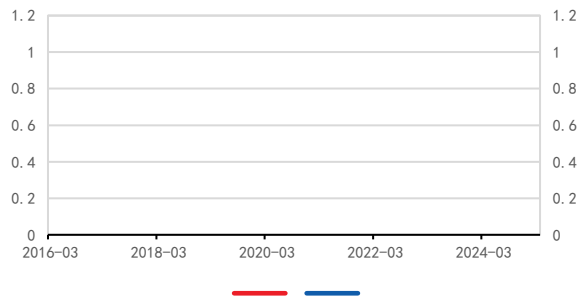
4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



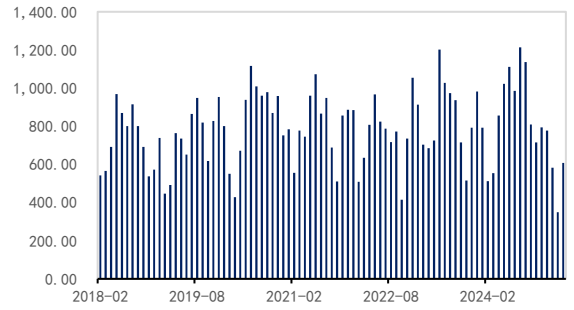
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：国内生猪存栏量



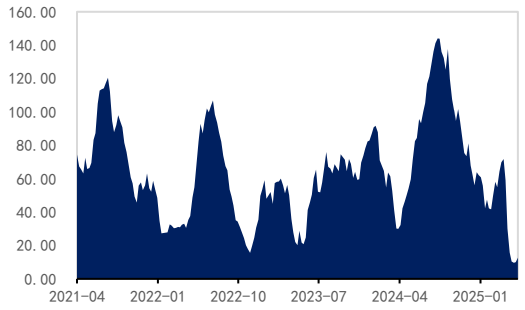
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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