中金财富期货策略周报（2025 年第 36 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：自 10 月 10 日特朗普威胁采取关税以来，全球股市出现动荡，商品市场中，除了部分金融属性较强的品种之外，整体变化不大。我们认为当前商品市场面临的驱动变化不明显，整体维持偏震荡走势。

股指期货：中美博弈仍未有结局的情况下，市场情绪存在一些分歧。我们认为短期市场仍存在波动的风险，对于短线交易而言，难度显著增加。我们的策略是继续等待调整之后的买入机会，或者尽量以日内交易为主。

铜：供应扰动矿难停产，引发市场炒作，未来供应短缺仍是市场主旋律，铜精矿紧缺将逐步向精炼铜端传导。但高铜价对中国消费产生抑制，铜价大涨之后需要整固消化，近期进一步向上空间有限，后续面临年末淡季，驱动力不足。

锌：国内锌精矿产量保持高位，国内冶炼厂原料充足，加工费持续上涨，副产品收益的加持下冶炼厂盈利水平较高，整体生产积极性较高，市场货源充裕。同时，国内锌锭社会库存明显累积。下游的镀锌、压铸等行业订单疲软，企业采购谨慎，多按需购买。与锌消费密切相关的基建和房地产数据表现不佳。中美贸易摩擦带来的不确定性依然是市场焦点，可能继续导致锌价承压震荡。

原油：我们认为，原油市场趋势性进入下行周期，并将长期深陷过剩泥潭，且伴随着波动性加剧的特征。主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势全面熄火，如果未来市场形势不发生改变，国际原油或从今年四季度到明年一步步滑向熊市深渊。

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。

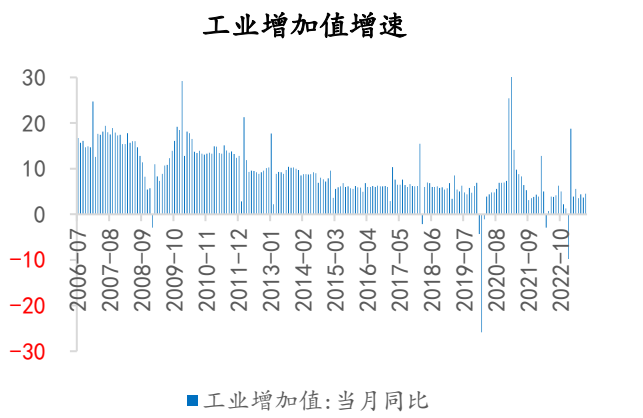
油脂油料：近日，为应对美国对中国多个领域的无理打压，中方采取强制反制措施，中美经贸关系再度紧张，无疑将使美豆恢复对华出口难度进一步增加。中美大豆贸易陷入僵局，国内豆粕市场与 CBOT 大豆市场联动性下降。目前来看，包括国内进口大豆供给保持宽松、中国进口商抓住阿根廷降税窗口增加大豆采购、巴西新豆有望提前上市以及国产大豆连续四年产量保持在 2000 万吨之上等因素，均有助于稳定国内远期大豆供应，降低因美豆退出中国市场引发的供给缺口担忧。受此影响，国内豆粕市场缺少上行驱动，卖压升高导致价格重心连续回落，有望维持震荡偏弱状态不断适应新的供需平衡。国内油脂市场与外盘联动性较强，由于消息面整体平稳，油脂振幅收窄，短期仍缺少方向性指引，维持粕弱油强的概率依然较大。黄淮海地区大豆因持续降雨导致水分偏高成交低迷，东北大豆普遍上涨。期现共振，市场看涨情绪升温，技术买盘活跃，豆一期货市场有望延续震荡偏强状态。

目录

周度策略：中美博弈对市场情绪影响依然明显 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 5 -
2 出口数据增长 ..... - 6 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
铜 ..... - 9 -
1 影响因素 ..... - 9 -
2 结论 ..... - 10 -
原油 ..... - 13 -
1 多重利空积重难返 ..... - 13 -
2 增产明确战略转型 ..... - 13 -
3 贸易谈判急转直下 ..... - 13 -
4 需求预期主动收缩 ..... - 14 -
5 过剩只是时间问题 ..... - 14 -
6 熊市周期基本确认 ..... - 14 -
7 原油期现数据 ..... - 15 -
天然橡胶 ..... - 17 -
1 缺乏驱动情绪悲观 ..... - 17 -
2 金融属性超基本面 ..... - 17 -
3 原料挺价利多转空 ..... - 17 -
4 金九银十或已证伪 ..... - 18 -
5 空头逻辑聚焦库存 ..... - 18 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 18 -
7 橡胶期现数据 ..... - 18 -
油脂油料：美豆出口需求担忧升温，国内进口大豆供给缺口收窄 ..... - 22 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 22 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 22 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 23 -

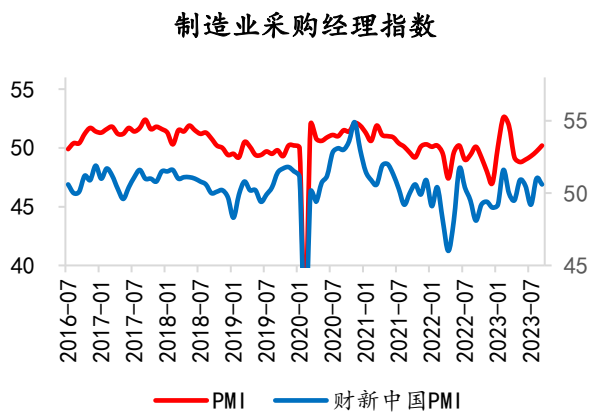
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



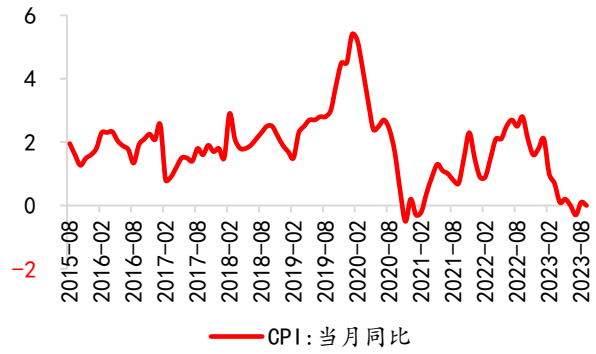
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



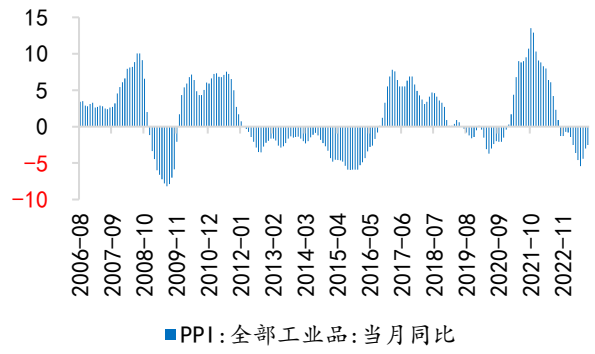
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



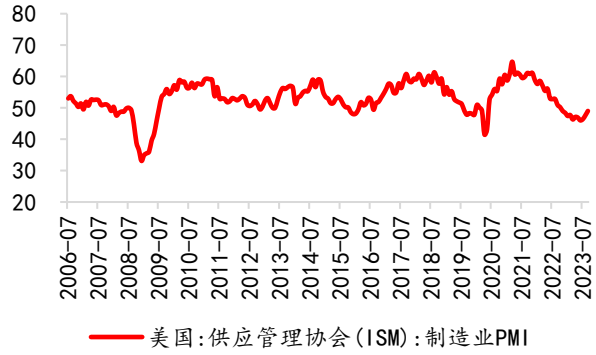
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



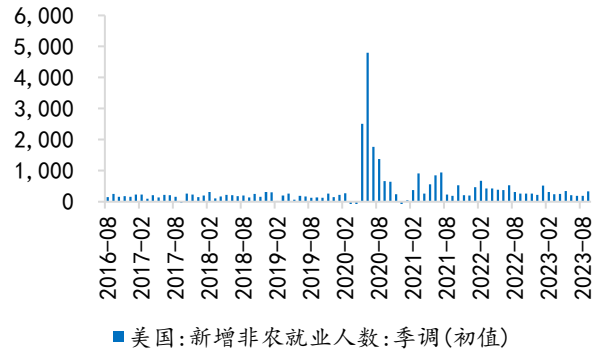
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：中美博弈对市场情绪影响依然明显

10 月 10 日，特朗普威胁对中国所有商品提高 100%额外关税之后，双方在稀土、港口船舶方面的政策也陆续出台。中美关税摩擦 2.0 开启，目前仍处在交锋阶段，这对市场风险偏好造成一定影响。

中美贸易摩擦影响市场风险偏好

10 月以来，中美贸易方面再起波澜。最先是美国对中国入港船舶征收额外费用，引发中方发布全链条稀土出口管制予以回击，10 月 10 日特朗普表示要对中国所有产品征收 100%关税并实施关键软件出口管制。中美贸易谈判形势在两周时间内骤然恶化，引发全球资本市场也随之显著波动。

纵观此次的关税摩擦，与 4 月初对等关税时期相比，存在显著的不同点。

本次贸易摩擦过程中，不与对方进行关税纠结的特征明显。我方不再局限于对等反制和关税对抗，通过将稀土等关键领域的供应链优势作为反制工具，将博弈的焦点引向了美方高度依赖的核心领域。

从目前情况看，中方对短期谈判的态度也比美方更加冷淡，充分体现了其在本轮博弈中的信息和定力。这种“攻守易势”来源于中美双方诉求的变化。在中方的视角上，对等关税并未明显拖累出口和经济，而稀土已经证明了作为重要谈判筹码的关键地位，在强大的产业链供应能力下其他中国商品可能也具有很强的反制作用。

对于美国而言，美国就业市场明显走弱，贸易摩擦无序升级的经济基础更加薄弱，特朗普也迫切需要大豆等中方协议来保障逐步临近的中期选举。在这种情况下美方对于谈判成果的诉求一定程度上高于中方，而中方决策层立足中长期战略，对资本市场短期情绪波动更加从容。这也就意味着中方掌握主动权后要价可能会更高，首次处于被动地位的美方可能会需要更长时间来妥协。因此虽然贸易摩擦烈度不及 4 月初，但持续的时间可能会更长，政策波动也可能会更大。

当然，最终的结果是双方脱钩极其困难。短期极限施压后中美双方最终达成协议仍是基准情形。美国是全球最大的消费国，优势在先进科技，而中国是全球最大的生产国，优势在完备而强大的产业链体系。目前双方在核心能力上互有优势，难以真正脱钩，但是对资本市场的影响，短期内会比较明显。

社融受基数效应回落

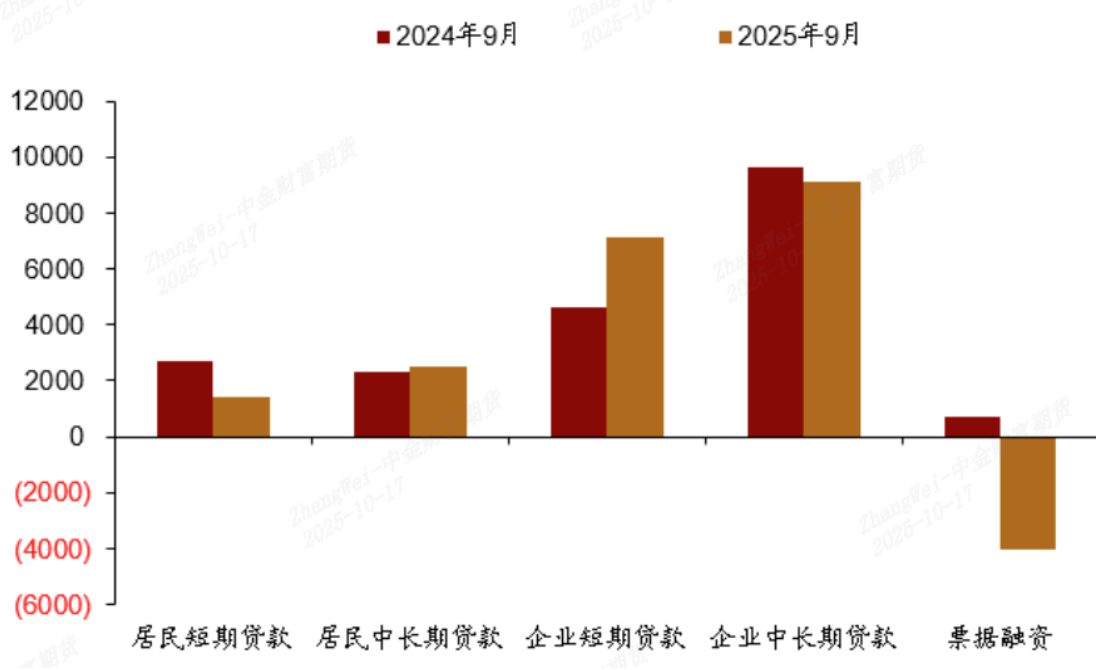
9 月社会融资规模增量为 35338 亿元，较去年同期少增 2297 亿元，同比增速由 8 月的 8.81%小幅回落至 8.68%。若剔除政府债券因素，当月社融同比增速为 5.94%。整体来看，社融呈现同比少增态势，主要受政府债券发行节奏错位影响。从结构上看，政府债券融资新增 11886 亿元，在社融中占比 33.64%，同比少增 3471 亿元。尽管当前政府债发行绝对规模仍处较高水平，但由于去年同期的发行节奏相对后置，形成较高基数，导致其对社融的同比支撑作用明显减弱，成为拖累本月社融增速的主要因素。

信贷上看，总量略弱、结构分化。9 月新增人民币贷款 12900 亿元，略低于市场一致预期，同

比少增 3000 亿元。从结构来看，企业端仍为信贷增量的主要支撑，居民端信贷需求则延续相对低迷状态。企业贷款方面，当月新增 12200 亿元，同比少增 2700 亿元。居民贷款方面，当月新增 3890 亿元，同比少增 1110 亿元，整体信贷需求仍处低位，显示自 2025 年 9 月起实施的个人消费贷款贴息政策对居民短贷的拉动作用尚未充分显现。而在中长期贷款方面，随着北上深等重点城市进一步优化住房限购政策，叠加传统“金九”销售旺季效应，房地产销售端在政策支持下出现初步企稳迹象。

存款上看，结构性分化，“存款搬家”进程仍待验证。居民部门存款大幅增加 29600 亿元，同比多增 7600 亿元；而非银行业金融机构存款则减少 10600 亿元，同比大幅少增 19700 亿元。我们认为，这“一增一减”的格局并非意味着存款向资本市场迁移进程的逆转，而是受到季节性因素与去年同期高基数的共同扰动，尚不能据此断定“存款搬家”趋势的终结，其持续性仍需后续月份数据的进一步验证。

图表 1：9 月金融数据：同比



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

中美博弈引发全球市场波动

自 10 月 10 日特朗普威胁采取关税以来，全球股市出现动荡，商品市场中，除了部分金融属性较强的品种之外，整体变化不大。我们认为当前商品市场面临的驱动变化不明显，整体维持偏震荡走势。

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	10 月 16 日	美联储降息步伐现分歧	沃勒主张谨慎降息，米兰呼吁 50 基点更大力度降息	政府关门导致数据断流，美联储分歧或更难弥合
	10 月 15 日	李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会	持续用力扩大内需、做强国内大循环，不断形成扩内需的新增长点	稳增长迫切性再度提升
数据	10 月 15 日	中国 9 月新增社融 3.53 万亿元,新增人民币贷款 1.29 万亿元	M2-M1 剪刀差刷新年内低值	9 月 CPI 同比降幅收窄至 0.3%
	10 月 14 日	中国 9 月以美元计价出口同比增长 8.3%，进口同比增 7.4%	工业机器人和风电出口增长强劲	出口继续维持强势
事件	10 月 16 日	美国两银行披露贷款欺诈和坏账问题，信用危机触发抛售	盘中美股地区银行指数暴跌近 7%、Jefferies 重挫 11%。	市场担心，依据“厨房蟑螂”，仍有银行存在类似风险

资料来源：中金财富期货研究所

2 出口数据增长

9 月我国出口同比增速延续正增长。东盟、欧盟对 9 月我国出口同比增速仍有支撑。高技术产品进口仍相对活跃。

9 月我国出口同比增速延续正增长。10 月 13 日，海关总署公布数据显示，以美元计价，前三季度，我国货物贸易出口金额同比增长 6.1%，延续正增长，且增速较 1-8 月加快 0.2 个百分点；货物贸易进口金额同比下滑 1.1%，降幅较 1-8 月收窄 1.1 个百分点；贸易顺差实现 8750.8 亿美元。以人民币计价，前三季度我国出口同比增长 7.1%，增幅较 1-8 月小幅走扩 0.2 个百分点；进口同比下滑 0.2%，降幅较 1-8 月收窄 1.0 个百分点；贸易顺差实现 62821.1 亿元。

单月数据方面，以美元计价，9 月我国出口同比增长 8.3%，增速较上月明显加快 3.9 个百分点；进口同比增长 7.4%，增速较上月明显加快 6.1 个百分点；贸易顺差实现 904.5 亿美元。且从环比数据看，9 月我国出口当月环比回升 2.2%。

东盟、欧盟对 9 月我国出口同比增速仍有支撑。分国别看，9 月当月，我国对东盟进出口总额实现 901.7 亿美元，占比 15.9%；其中，出口同比增长 15.6%，增幅较上月收窄 6.9 个百分点；进口同比下滑 0.9%，降幅较上月收窄 3.0 个百分点。9 月我国对欧盟进出口总额 731.9 亿美元，占比 12.9%；其中，出口同比上涨 14.2%，增速较上月加快 3.8 个百分点，进口同比增长 9.4%，增速转正，明显改善 11.3 个百分点。对美国进出口总额 457.9 亿美元，占比 8.1%，其中，出口同比下滑 27.0%，降幅较上月收窄 6.1 个百分点；进口同比下滑 16.1%，降幅较上月微幅走扩 0.1 个百分点。

9 月东盟和欧盟对出口同比增速仍维持正贡献，对 9 月出口同比增速的贡献分别实现 2.4 和 2.0 个百分点，较 8 月分别变动-1.0 和+0.4 个百分点。9 月对美出口对我国出口同比增速的拖累为 4.2 个百分点，负贡献度较 8 月收窄 0.9 个百分点。

3 节后资金面重回宽松

10 月 15 日有 8000 亿元 3 个月期买断式逆回购到期，央行此时开展 6000 亿元 6 个月期逆回购，

有助于熨平短期资金波动，保持流动性稳定充裕。

数据显示，10 月共有 5000 亿元 6 个月期买断式逆回购到期，本次 6000 亿元操作意味着该期限加量续作 1000 亿元。此前，央行已于 10 月 9 日开展 1.1 万亿元 3 个月期买断式逆回购，较当月 8000 亿元到期量多投放 3000 亿元。综合计算，10 月两期限操作合计净投放约 4000 亿元，较 9 月增加 1000 亿元。这是央行连续 5 个月通过买断式逆回购向市场提供中期流动性。

本轮操作加量与 10 月资金面扰动因素增多有关。王青认为，10 月政府债券仍处于集中发行阶段，国家发展改革委加快推进 5000 亿元新型政策性金融工具落地，预计将带动配套贷款投放增加。叠加股市走强带来的“存款搬家”效应，市场资金需求阶段性上升。

央行通过买断式逆回购向银行体系注入中期流动性，有助于对冲流动性收紧压力，平稳政府债发行节奏，并引导金融机构加大信贷投放力度。

4 宏观策略

自 10 月 10 日特朗普威胁采取关税以来，全球股市出现动荡，商品市场中，除了部分金融属性较强的品种之外，整体变化不大。我们认为当前商品市场面临的驱动变化不明显，整体维持偏震荡走势。

5 股指期货市场分析

指数高位回落

本周市场高位震荡，波动幅度加大。周度表现看，其中沪深 300 指数-2.22%，上证 50 指数-0.24%，中证 500 指数-5.17%，中证 1000 指数-4.62%。

近期指数的调整，除了 A 股所处位置较高，也与贸易争端和美国银行风险担忧有关。

中国稀土牌令美国错愕不已。华盛顿在这段时间释放出诸多看似相互矛盾的信号，一方面宣称如果中国不屈服，“将遭受最大打击”，另一方面又放风“希望与中国合作”，“很大程度上取决于中国人的做法”。看起来，一些美国政客希望实现的“合作”是：华盛顿在餐桌上免费又吃又拿，而中国则要自掏腰包甚至“割肉”，任由美方予取予求，并收拾它留下的一地狼藉。今天一些美国政客对中方合理合法的反制感到震惊、意外甚至恼怒，从某种程度上正是源于这样的幻想被“中国越来越平等地对待美国”这一现实击碎了。

美方高估了自身筹码的效力，同时又低估了中国的反制能力与战略定力，其认知误区直接导致了严峻的现实反噬。美方再次威胁大幅提高对华关税后，美国股市汇市应声下挫，并引发全球市场恐慌，给世界经济蒙上阴影。其在航运、出口管制等领域的任性做法，不仅严重损害了中方正当合法权益，也严重冲击了国际经贸和海运秩序，严重破坏全球产供链安全稳定。中方的“针锋相对”不仅是为了捍卫自身的合法权益，也是为了捍卫国际公平正义。

其次是有两家区域性银行分别出现了 13%和 11%的大跌，主要是不良贷款造成的，这引发了人们对美国信贷市场的担心，上周五恒生指数开盘半个小时就下跌了 2.5%，从而传导了 A 股层面，当然这种影响主要是情绪面。

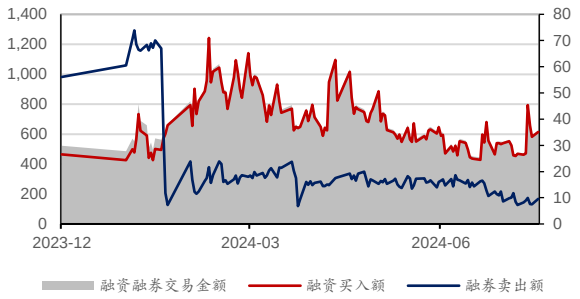
关注调整之后的机会

我们在上一期的策略提示过：此次指数可能有一次正常幅度的回调，主要原因在于部分指数所处的位置已然较高，典型的如微盘股指数和科创板指数估值已经升至历史最高（科创 50 指数 PE 攀升至 196 倍），不过考虑到蓝筹指数估值仍相对较低，且目前市场已经走出熊市思维，走进牛市思维；以及在护盘的预期下，预计市场情绪整体较为稳定。从驱动因素看，今年 A 股行情仍在全球 AI 浪潮这一宏观叙事的范围之内，如果美股也明显回落，我们认为此次指数可能有一次正常幅度的回调。

目前这一策略得到了市场验证。

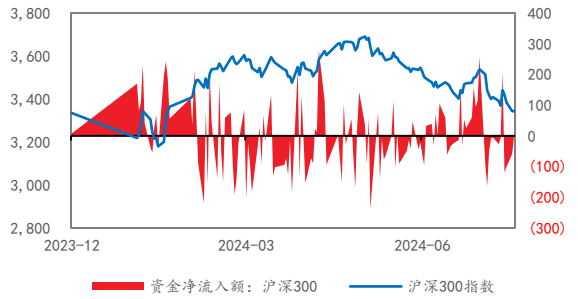
中美博弈仍未有结局的情况下，市场情绪存在一些分歧。我们认为短期市场仍存在波动的风险，对于短线交易而言，难度显著增加。我们的策略是继续等待调整之后的买入机会，或者尽量以日内交易为主。

图表 8：融资融券数据图



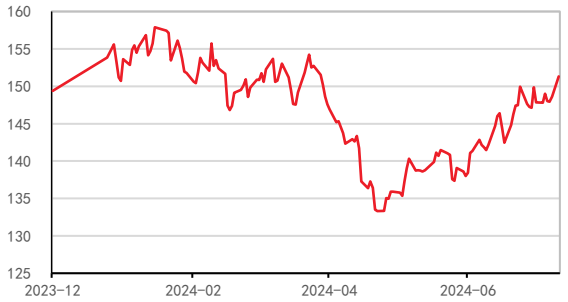
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



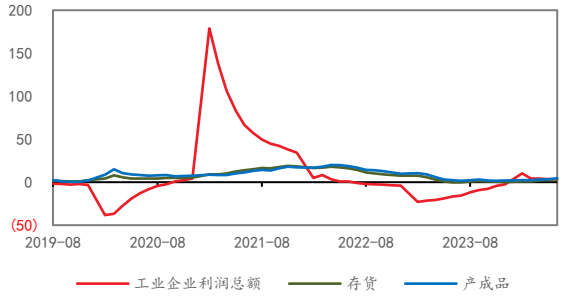
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球铜矿供应扰动频发

近年来全球铜矿扰动频发，对有效供给形成约束。2025 年上半年，全球 18 家主要生产企业合计产量 694.5 万吨，同比增加 17.4 万吨。其中，力拓、洛阳钼业、紫金矿业、五矿资源、必和必拓新增贡献居前，嘉能可、自由港、英美资源出现了减产。矿山资源匮乏，品位下降，开采过程中的安全事故频繁，令全球大型企业的矿山增长乏力。

近期铜矿供应再生扰动，印尼 Grasberg 铜矿的地下矿井遭大量潮湿泥土堵塞了部分通道，矿场的采矿作业目前已暂停，此次铜矿的停产加剧了市场对于铜矿供应的担忧，也导致 Q4 产量预计仅为原指引的 1%（20.2 万吨→0.2 万吨），2026 年全年产量较原计划减少 27 万吨（下修 35%），直至 2027 年才能完全恢复。这一冲击远超市场预期，直接改写全球铜供需平衡表。

供给压力减弱

Antofagasta 与中国冶炼厂 2025 年中谈判结果 TC/RC 敲定为 0.0 美元/干吨及 0.0 美分/磅，远超市场预期，这意味着 2025-2026 年铜精矿市场将延续紧平衡格局。目前铜精矿市场现货 TC 仍延续跌势，处于负值区间。铜矿产量增长乏力的主因是经历超过 10 年的低资本开支，铜矿产业增量项目有限，兑现进展慢，存量由于品位下降、ESG 风险上升，稳产压力大，整体产业供给脆弱性凸显。

9 月 SMM 中国电解铜产量环比大幅下降 5.05 万吨，降幅为 4.31%，同比上升 11.62%。9 月国内有 5 家主流铜冶炼厂计划检修，检修规模较往年同期偏多，电解铜产量释放受限。硫酸价格持续回落，冶炼厂或难以维持现金流利润，四季度铜冶炼厂开工率或出现恶化；以及“770 号文”全面落地，再生铜行业平均税负将提升 5-6%，部分中小再生冶炼厂因成本倒挂面临减停产风险，废铜供应紧张进一步制约精炼铜产量。SMM 预计 10 月国内电解铜产量环比下降 3.85 万吨，降幅为 3.43%。

进口方面，1-7 月累计净进口 151.7 万吨，同比-11.0%；1-7 月累计净进口同比下降主要因美国加征进口铜关税政策预期使得美铜价格溢价，导致其他地区的电解铜多数流向美国。

需求呈现“强预期、弱现实”

下游对当前高铜价普遍存在 畏高情绪，采购积极性不高。现货交易多以刚需采购为主，整体备货情绪有限。市场流通货源尚可，但高价位下实际成交量相对有限。8 月我国铜材产量 222.2 万吨，环比+2.43%，同比+9.8%。8 月我国铜材行业整体开工率为 61.83%，预计 9 月份增至 63.87%。

1-8 月份我国电网工程完成投资 3330 亿元，累计同比增长 23.1%，电源工程投资完成 4976 亿元，累计同比增长 5.1%。电网投资仍维持较高增速，但光伏电源建设已大幅放缓，四季度电力需求季节性增长，但力度不强。2025 年 1-8 月中国房屋施工面积累计 64.3 亿万平方米，累计同比-9.3%；房屋新开工面积累计 3.9 亿万平方米，累计同比-19.5%；房屋竣工面积累计 2.77 亿万平方米，累计同比-17%。整体看下半年补贴重心转向服务业，汽车、家电的消费补贴力度减弱，加上反内卷、关税等因素，下半年新能源车家电的需求增速将大幅放缓，旺季需求提高

的力度有限。

2 结论

供应扰动矿难停产，引发市场炒作，未来供应短缺仍是市场主旋律，铜精矿紧缺将逐步向精炼铜端传导。但高铜价对中国消费产生抑制，铜价大涨之后需要整固消化，近期进一步向上空间有限，后续面临年末淡季，驱动力不足。

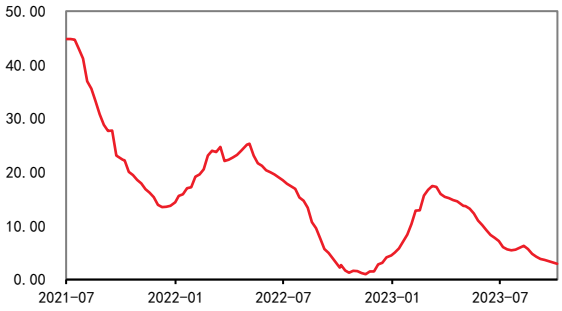
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



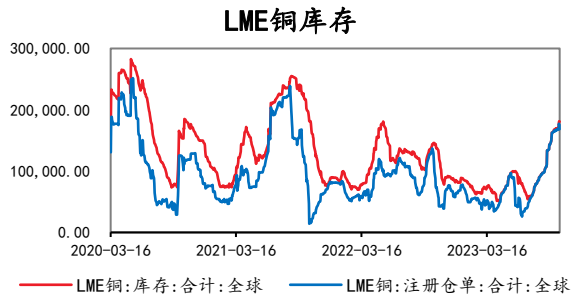
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



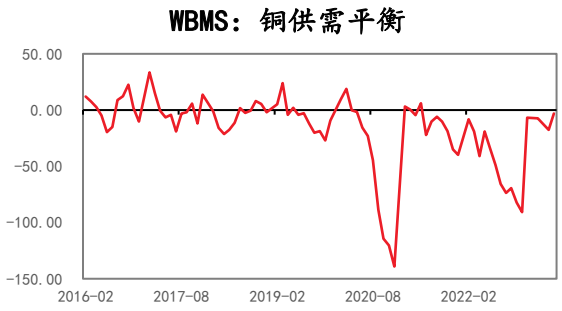
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



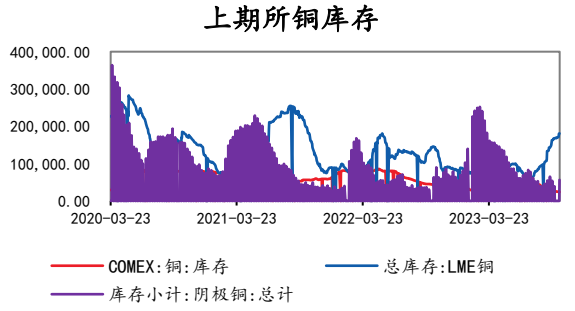
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



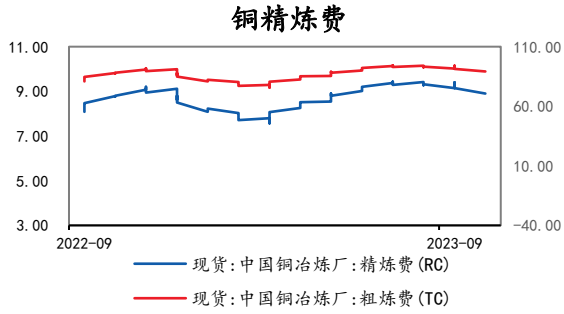
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌矿供应偏宽松

根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 113.6 万吨，同样本范围内，2 季度产量 117 万吨，其中有 3 家矿企财报尚未公布，假设此 3 家 2 季度产量与 1 季度相同，则 2 季度样本矿山产量 121.5 万吨，环比增加 8 万吨左右，同比增加 11 万吨。按照上述统计主要矿山全年指引产量，2025 年产量预计增加 55 万吨左右。

今年以来自然因素干扰较少，且部分矿山品位回升，全年增量维持在 55-60 万吨，主要增量来自中国、秘鲁和澳大利亚。国内方面，随着国内矿产资源规划推进，国内锌矿勘探和开采力度加大，1-7 月全球锌矿产量 719.18 万吨，同比+6.91%，有效弥补国内锌矿产量缺口。8 月锌精矿进口量 46.7301 万吨，同比增加 30.6%；1-8 月累计锌精矿进口量 350.27 万吨，累计同比增加 43.06%。

产量释放稳步推进

国内锌矿供应边际宽松特征明显，加工费持续上调，MM 数据显示，9 月国产锌精矿加工费均值环比持平于 3950 元/金属吨，进口锌精矿加工费均值环比增加 14.71 美元/干吨至 70.68 美元/干吨。冶炼利润持续修复，冶炼厂开工率位居近年来同期高位，强于季节性。8 月冶炼厂除湖南地区新增部分冶炼厂检修外，其他冶炼厂产量维持或继续放量，其中陕西、内蒙古、云南、青海等地以检修复产为主，江西、湖南、湖北、河南等地新增产能继续释放，整体产量或突破新高。SMM 预计 2025 年 9 月国内精炼锌产量环比下降 2%以上，同比增加 22%以上，预计 2025 年 1-9 月产量累计同比增加 9%以上。

进口方面，7 月中国精炼锌进口量达 1.79 万吨，环比下滑 50.35%，系内弱外强影响下进口窗口持续关闭，零单进口大幅减少所致，后续来看，内外库存分化趋势加深，沪伦比短期较难修复下，后续锌锭进口规模预期维持低位。

消费特征不明显

黑色系价复制选中秒转数据格上涨带动镀锌管走货改善，企业补库增加，同时限产影响解除，镀锌企业开工回升，目前铁塔订单较好，船舶订单稳定，光伏支架及桥架等订单不佳。

据中国汽车工业协会数据，2025 年 8 月中国汽车产销分别为 281.5 万辆和 285.7 万辆，环比增长 8.7%和 10.1%，同比增长 13%和 16.4%。 1-8 月汽车产销分别完成 2105.1 万辆和 2112.8 万辆，同比增长 12.7%和 12.6%。出口方面，1-8 月汽车出口 429.2 万辆，同比增长 13.7%，其中新能源汽车出口 153.2 万辆，同比大幅增长 87.3%。以旧换新政策持续释放置换需求，叠加行业综合整治缓解“内卷”，企业新车型密集投放，均对市场韧性形成支撑，行业复苏力好于预期。

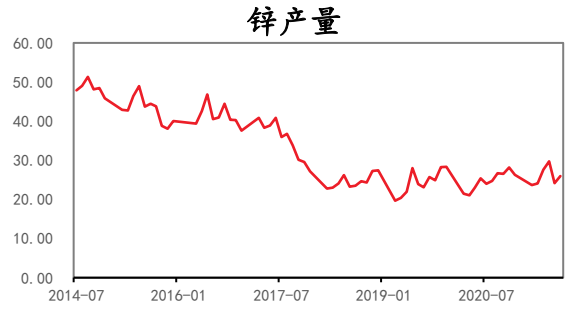
2 总结

国内锌精矿产量保持高位，国内冶炼厂原料充足，加工费持续上涨，副产品收益的加持下冶炼厂盈利水平较高，整体生产积极性较高，市场货源充裕。同时，国内锌锭社会库存明显累积。

下游的镀锌、压铸等行业订单疲软，企业采购谨慎，多按需购买。与锌消费密切相关的基建和房地产数据表现不佳。中美贸易摩擦带来的不确定性依然是市场焦点，可能继续导致锌价承压震荡。

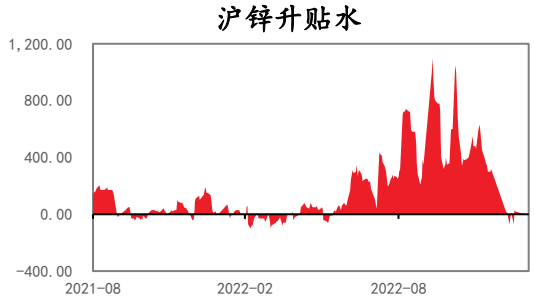
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



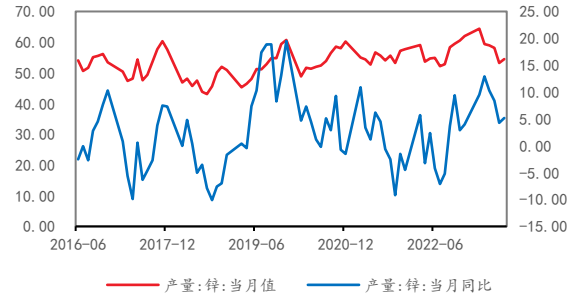
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



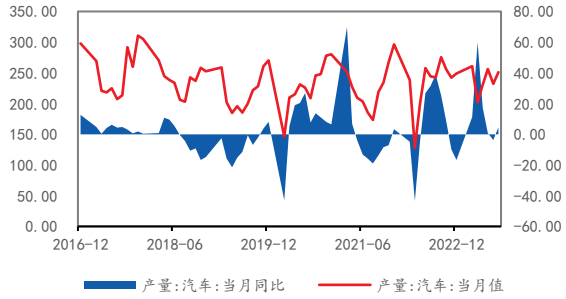
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 多重利空积重难返

在当前复杂的市场环境下，原油走势受宏观、基本面和地缘政治等多因素共同作用，整体下行压力正逐步增大。

宏观层面看，经历过 4 月的对等关税风波后，市场对国际贸易争端升级已有一定准备，但本次事件中仍难避免遭受冲击。特别是当前原油自身供需边际劣化，主要趋势进入熊市周期时，放大了金融市场避险情绪的影响。

基本面来看，OPEC 及其盟友原油增产节节攀升，北美页岩油产量维持历史高位，同时燃料消费面临季节性下滑，中长期供大于求已成定局。国际能源署 IEA 预计，四季度原油过剩敞口将超过 200 万桶/日，到 2026 年平均过剩约在 400 万桶/日，将对油价中长期走势构成压制。

地缘方面，能源安全焦点主要集中在中东和俄乌两大问题上，在美国特朗普当局的斡旋下，加沙停火协议宣告巴以冲突降温，令地缘风险溢价大幅被挤出，但乌克兰对俄罗斯能源设施的袭击依然给供应链平添了不确定性。

展望后市，短期来看，原油期货盘面多空僵持观望氛围浓厚；长期趋势看，上述多重利空态势难以扭转，不排除仍存在发酵的可能。

2 增产明确战略转型

俄乌紧张局势引发的供应担忧尚未完全消化，但 OPEC+持续推进增产预期压制油价涨势，使得国际基准 Brent 原油价格在 60-70 美元区间形成多空僵持。

OPEC+再次宣布增产释放出明确信号：即使承受油价继续下跌，也要从美国页岩油商夺回市场份额。压倒性的成本优势是传统产油国的底牌，沙特阿美披露的完全成本低至 20 美元/桶以内，海湾地区陆上原油在 27 美元/桶上能够保本；反之美国页岩油主要产区的盈亏平衡线已攀升至 WTI 价格 61-62 美元/桶，也就是说当前新钻井几乎没有利润冗余。

除了经典的成本竞争策略，OPEC+领导者还要考虑组织的稳定性，减产框架下阿联酋、哈萨克斯坦和尼日利亚长期难以约束，近期伊拉克库尔德地区自行重启原油出口，延续增产政策有利于缓解内部矛盾。不过，OPEC+多数成员国已处于满负荷生产状态，该组织实际增产数量已难完成增产目标，目前整体低于配额近 50 万桶/日。

我们认为，原油交易者对未来供应过剩和短期不确定性均抱有预期，油价仍将延续区间震荡运行。

3 贸易谈判急转直下

在痛失诺贝尔和平奖之后，特朗普再次举起了关税大棒，令原油等风险资产应声而落。特朗普发文威胁称，考虑从 11 月起对所有中国商品征收 100%的关税，此外还将对任何关键软件实施出口管制。

中美贸易关系急转直下并非突然，此前谈判过程中美方小动作不断，出台扩大对华制裁范围以及征收特别港口费等一系列不友好政策，对此中方采取严控稀土出口和降低对美国芯片等科技产品依赖的反制措施。自 2025 年 4 月以来，特朗普滥施关税问题早就不是新鲜事，包括原油在内的大宗商品、乃至全球金融市场，关于中美贸易争端已抱有充分预期，并且对预期差进行过反复重估，理论上关税风险大部分被计价。

然而我们郑重提醒交易者，尽管原油市场情绪对这种典型的事件驱动似乎逐渐脱敏，后续带来的冲击仍可能会超出预期。此次中美贸易冲突升级的节点，正值全球原油供需平衡转向宽松周期，需求前景恶化将激化过剩矛盾，持仓管理思路主要应对下行风险。

4 需求预期主动收缩

本次中美贸易冲突升级对原油走势的影响上，政策面反馈到市场情绪的过程十分迅速，然得益于此前反复修正的预期管理，国际油价并未突破交易者 60 美元的心理防线。

如我们在 4 月贸易战时所论述：从宏观层面来看，关税壁垒推高了国际供应链成本，降低了贸易市场总效率，令机构重新校准全球经济增长模型；从原油基本面来看，面对总需求和能源消费放缓的前景，原油贸易商和炼厂倾向于调降未来订单和库存规模。这种由宏观下行预期导致的需求主动收缩，体现为近月实物原油市场成交氛围不佳，和国际原油期货月差结构走弱，油价向下考验长期运行区间的有效性。

此外，还需要关注 TACO 交易的可能性，关于本月底将在韩国举行的 APEC 峰会上，亚洲国家领导人与特朗普是否举行会晤仍存在不确定性，中美关税问题和出口管制谈判是近期原油市场关键变量。

5 过剩只是时间问题

国际能源署（IEA）最新月报指出，全球原油市场正面临比预想更为严峻的过剩形势，在大量货源运抵主港枢纽之后，全球原油库存将很快出现累增。

供应端，鉴于 OPEC 及其盟友持续向市场增加投放，IEA 预计 2025 年全球原油供应将增长 300 万桶/日，到 2026 年增长 240 万桶/日，较上期预测分别上调 30 万桶/日。需求端，特朗普关税对全球经济和能源消费构成打压，IEA 预测今明两年全球原油需求增量分别仅有 71 万桶/日和 69.9 万桶/日，相比之下明显低于供应增速。此前 OPEC 发布的月报中，预计 2025 和 2026 年全球原油需求平均增速分别在 130 和 140 万桶/日，且最新预测维持这一展望不变。

参考主流能源咨询机构和华尔街投行，市场观点多采信 IEA 对原油需求前景的分析。9 月以来中东和北美地区原油供应旺盛，令海上浮仓库存大幅攀升至大流行后最高水平，随着大量运输中的原油抵达主要港口，累库压力将无可避免地反馈到 Brent 原油估值上来。

6 熊市周期基本确认

原油市场的主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势整体降温，令国际原油或将在 2025 年末到 2026 上半年表现出显著的熊市特征，但期间仍存在各种不确定性因素。

当前交易者基本达成共识，即 2025 年四季度到 2026 年一季度将集中出现大规模过剩，令原油价格持续面临下行压力，然而正因为这一预期被广泛接受，一定程度上将有助于避免无序抛售的发生。原油市场开始进入一个显著过剩且旷日持久的时期，但这个过剩敞口并不会无限扩大下去，低油价短期刺激囤油套利的交易行为，长期将推动供需再平衡进程。

我们初步预测，中短期 Brent 原油价格主流运行区间在 60-68 美元/桶附近；结合传统季节性因素分析，2025 年四季度 Brent 原油平均价格可能会低于 65 美元/桶，到明年二季度之前或进一步走低；不过鉴于 Brent 原油远期曲线的远端价格较为稳定，在 60 美元/桶附近仍具有相对坚实的支撑。

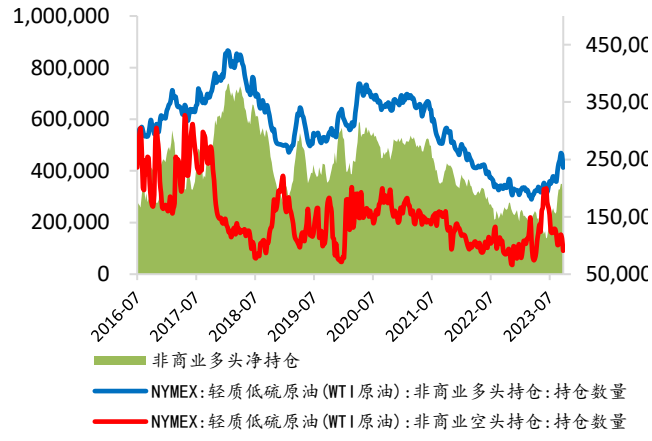
7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



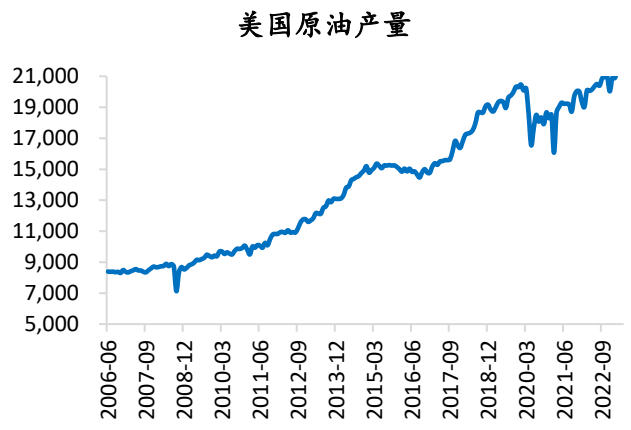
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



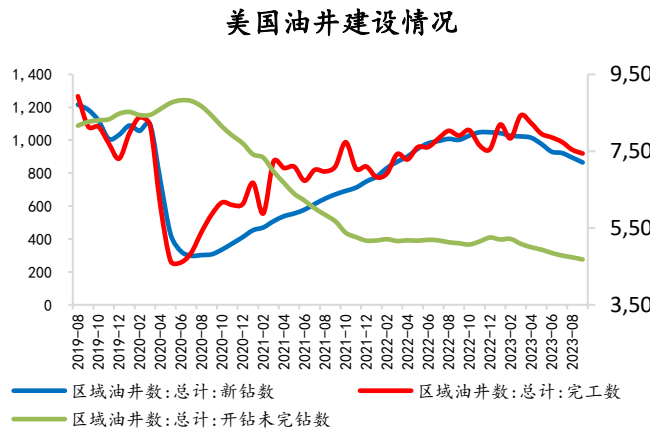
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



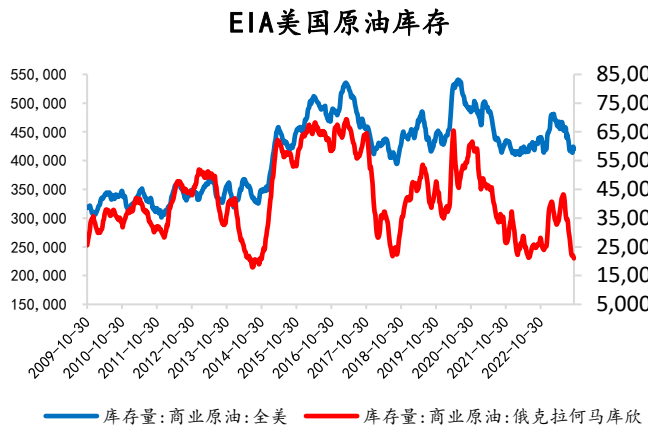
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



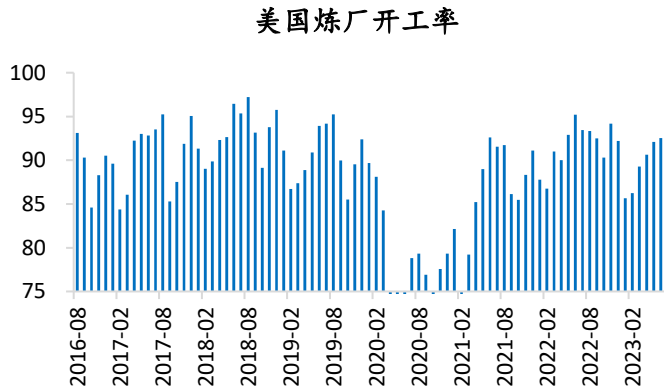
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



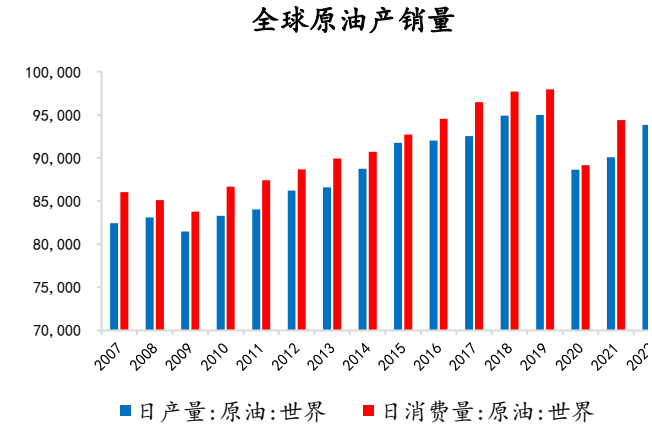
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 缺乏驱动情绪悲观

天然橡胶期货品种大幅走跌后，市场氛围受到悲观情绪主导，供需层面缺乏方向性指引，但中美贸易谈判的重大不确定性或仍有负面影响。

基本面短期来看：供应端，未来数周东南亚主产区降雨预计有所减少，按照季节性规律，待天气明显好转后，11 月国内外旺产季即将启动，全球天然橡胶产量逐渐进入到一年中最高的时期，新胶上量令期现价格承压。需求端，十一节后下游厂商陆续返市，但前期原料库存储备充足，接下来消费淡季订单不足，使得原料采买意愿有限，刚需补货提振欠佳。

因此，后市橡胶供需预期缺乏有效驱动，走势上或呈震荡偏弱调整。此外，须重点关注中美贸易争端演变，若再次出现关税战等风险事件，沪胶金融属性的利空效应将持续发酵。

2 金融属性超基本面

天然橡胶基本面延续弱稳运行状态，但宏观面中美贸易冲突再度升级，金融属性引发沪胶破位下跌。

ANRPC 最新发布的月度报告显示：8 月全球天然橡胶产量估计为 137.9 万吨，同比下降 0.7%，环比增加 3.8%；1-8 月全球天然橡胶产量累计 885.6 万吨，较上年同期略微减少 0.03%。8 月全球天然橡胶消费量估计为 125.6 万吨，同比下降 1%，环比增加 0.8%；1-8 月全球天然橡胶消费量累计 1014.6 万吨，较上年同期小幅下降 0.6%。

ANRPC 预测：2025 年全球天然橡胶产量将增加 0.5%至 1489.2 万吨；其中，泰国+1.2%、马来西亚-4.2%、印尼-9.8%、越南-1.3%、中国+6%、印度+5.6%、柬埔寨+5.6%、缅甸+5.3%、其他国家+3.5%。2025 年全球天然橡胶消费量将增加 1.3%至 1556.5 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+110.3%、其他国家-3.5%。

尽管报告明确指出，今年东南亚传统产胶国多会出现大幅减产，但特朗普动辄挥舞关税大棒阻遏全球经济复苏，对橡胶产业链和市场情绪的负面影响或超出预期。

3 原料挺价利多转空

我们此前曾指出，橡胶最主要利多支撑来自上游，现在随着自然因素影响力度减弱，全球主产区进入旺产季预期强化，盘面压力明显开始增加。

自年中前后以来，受台风、暴雨、洪涝等气象灾害影响，东南亚产区特别是泰国、越南等地割胶上量节奏不畅。但值得注意的是，秋冬季极端天气发生的概率较小，后续条件改善将有利于原料加速释放，胶水、杯胶等收购价格走软，成本端挺价支撑或逐渐失效。

待天然橡胶产量形成季节性回升趋势，上游原料和供应方面的前期利多将转换成利空，叠加进口船货陆续到港兑现，进一步压制盘面反弹空间。展望后市，胶价回落至低位后短期内再次暴跌的可能性不大，但也同样缺乏上行动力。

4 金九银十或已证伪

在上游原料端支撑逐步衰减的同时，下游需求端未能实现全面回暖，供需季节性转弱预期使得天然橡胶盘面仍旧相对疲软。

最直观的表现是，今年传统旺季橡胶轮胎企业开工水平不及预期，截至十一节后统计，山东全钢胎开工负荷为 46.38%，同比-3.30%，环比-6.08%；国内半钢胎开工负荷为 50.87%，同比-23.72%，环比-9.10%。抛开停工检修等节假因素，10 月橡胶轮胎产业链订单整体走弱，工厂成品积压累库现象凸显，制约开工率出现明显回落。宏观和消息面上，国际贸易的紧张局势也对沪胶悲观情绪推波助澜，美国将在 11 月起对进口中国的商品加征 100%关税，欧盟轮胎反倾销政策导致企业出口订单缩减。

不过，橡胶终端消费目前仍确有支撑，9 月全国汽车市场产销量仍保持同环比双增的迅猛态势，但随着前期订单交付，配套需求增长驱动有限。接下来应关注，下游刚需对进口增量的承接情况，即青岛地区去库状态能否维持，预计短期沪胶弱稳整理运行。

5 空头逻辑聚焦库存

沪胶空头的主要逻辑是：在需求缺乏超预期增长的情况下，四季度产区季节性上量将导致库存再度累积。

近月以来，海内外主产区受台风和降雨天气影响，新胶上量进程不及预期，原料价格维持坚挺，对天然橡胶具有成本挺价作用。随着天气逐渐好转，原料供应有所恢复，泰国、马来西亚和越南逐步上量，全球天然橡胶供应端存在宽松预期。不过，国内主港天然橡胶库存仍在持续去化，截至 9 月末，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易库合计库存量 45.65 万吨，对期现市场行情形成有效支撑。

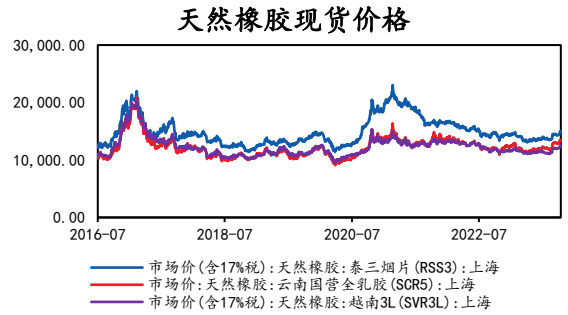
综上，尽管目前天然橡胶原料价格季节性回落，下游旺季备货阶段性结束，但港口整体维持去库态势，流通货源过剩程度有限，预计沪胶行情将转入窄幅震荡整理。

6 周期重拾上升大势

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，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。

7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



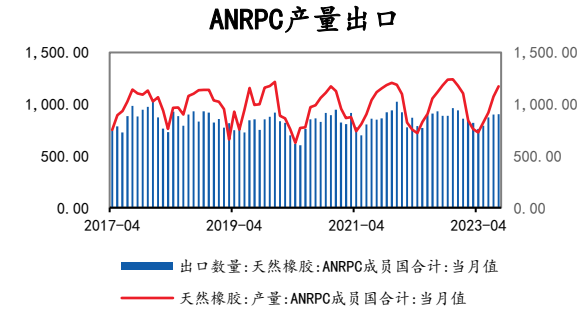
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：合成橡胶价格



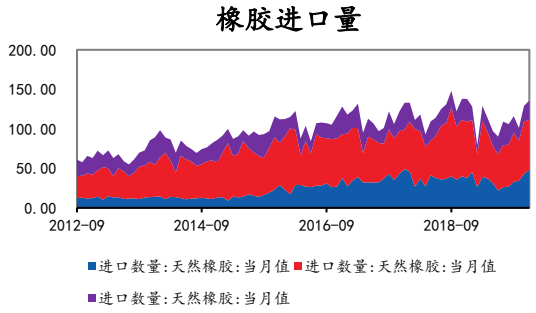
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：ANRPC 产量出口



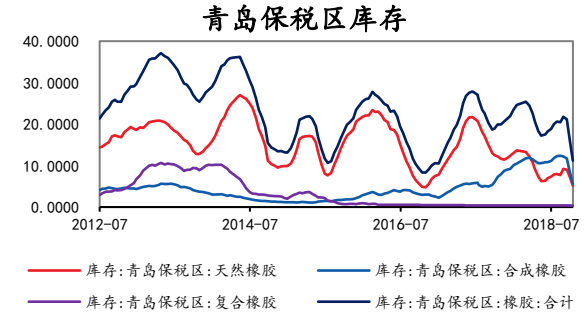
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：橡胶进口量



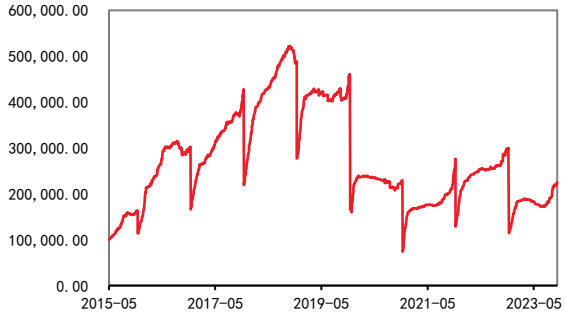
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：青岛保税区库存



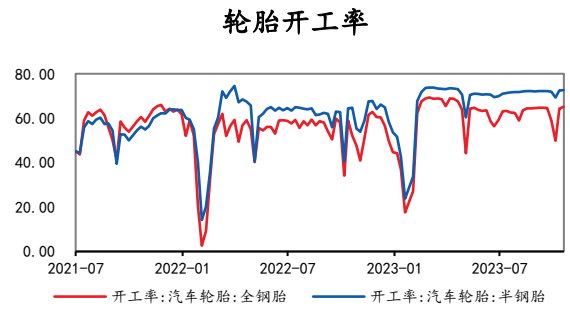
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：上期所注册仓单



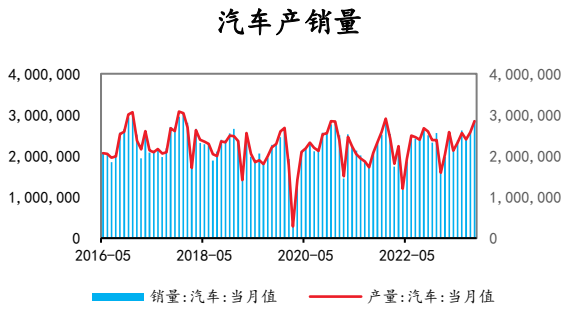
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆出口需求担忧升温，国内进口大豆供给缺口收窄

1 外部豆类市场分析

美国政府停摆，美豆市场缺少关键报告指引

自 10 月 1 日以来，受美国政府停摆影响，美国农业部停止发布包括美豆出口、生长报告和月度供需报告等关键数据。因缺少有效指引，美豆市场交投较为谨慎。2024 年 10 月 13 日美豆收割率为 81%，结合常年美豆收割进展和 9 月底美豆收割情况看，目前美豆收割进度可能在八成左右，季节性供应压力仍在释放。在中美贸易紧张程度升级之际，美豆恢复对华出口前景再度转向悲观，美豆基准合约承压滑向 1000 美分关口。

美国 9 月国内大豆压榨需求好于预期，豆油库存高于预期

美国全国油籽加工商协会发布月度压榨数据，9 月大豆压榨量达 1.97863 亿蒲，环比增 4.24%，同比增 11.6%，创有记录以来第四个月度高点及历史同期最高纪录，高于分析师预期的 1.8634 亿蒲。该协会表示，9 月底美国豆油库存降至 12.43 亿磅，环比降 0.2%，创九个月最低，不过同比增 16.6%，且高于市场预期。美国 9 月大豆压榨量保持增长，反映出美国国内大豆需求强劲，叠加豆油库存环比下降 0.2%，缓解了市场对中国需求疲软的担忧，但对于化解美豆库存压力依然有限。

巴西大豆开局良好，产量前景保持乐观

巴西农业咨询机构 AgRural 公布的数据显示，截至 10 月 9 日，巴西大豆播种面积已达预期总面积的 14%，上周和上年同期分别为 9%和 8%。AgRual 预计巴西 2025/2026 年度大豆产量为 1.7767 亿吨，略高于上一年度的 1.7147 亿吨。目前部分私人咨询机构预测的巴西大豆产量甚至接近 1.8 亿吨。在正常作物天气下，巴西大豆在 1 月底的收割进度通常在两成左右。目前巴西大豆开局良好，播种进度偏快有助于大豆提前上市。巴西国家商品供应公司（Conab）发布的数据显示，预计巴西 2025/2026 年度大豆出口量将增至 1.1211 亿吨，高于上年度的 1.0666 亿吨。

马来西亚棕榈油出口强劲，印尼可能限制棕榈油出口

船运调查机构 AmSpec 和 ITS 发布的数据显示，10 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口环比增长分别为 12.3%和 16.2%。马来西亚棕榈油出口强劲，为近期棕榈油市场抗跌提供支撑。南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)发布的数据显示，马来西亚 10 月 1-15 日棕榈油产量环比增长 6.86%。马来西亚棕榈油通常从每年 11 月份开始进入产量淡季。另外，印尼能源和矿产资源部长本周二表示，印尼政府正考虑对棕榈油企业实施国内市场义务（DMO）政策，要求企业优先保障国内毛棕榈油供应，再出口剩余部分，以支持该国即将推进的 B50 生物柴油计划。印尼是全球最大的棕榈油出口国，如果该国减少棕榈油出口，将造成国际棕榈油供给不足。

2 国内豆类市场分析

9 月进口大豆创天量，缓解远期供给缺口担忧

国家海关总署公布的数据显示，9 月中国大豆进口量达到 1286.9 万吨，环比增长 4.8%，同比增长 13.2%。9 月大豆进口量创下有记录以来的单月进口第二高点，延续今年 5-8 月连续创下历史同期单月最高纪录。海关数据还显示，2025 年 1-9 月中国累计进口大豆 8618 万吨，同比增长 5.3%，大豆进口成本同比降低 12.5%。尽管目前正值美国大豆销售旺季，但是受中美贸易摩擦持续影响，中国迄今尚未订购任何美国新作大豆，中美大豆贸易处于全面停滞状态。进口大豆保持高速增长为国内豆粕供应提供可靠保障，同时也延缓了国内供给收缩时间，为中国政府积

极应对美国贸易打压提供更多筹码。

国内三大油脂库存高企，价格主动上涨动力不足

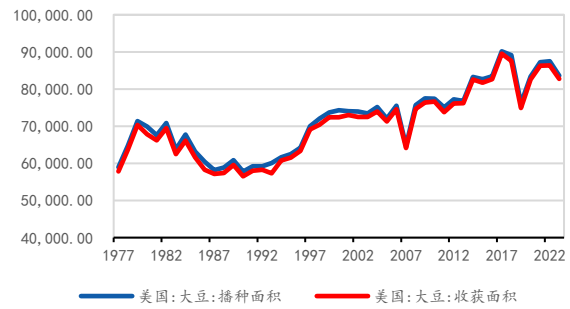
中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 256.94 万吨，周度增加 3.5 万吨，其中豆油和棕榈油库存增加，菜油库存小幅回落。三季度国内进口大豆到港量维持高位运行，国内豆油厂整体高开率较高，豆油产出量大，下游需求平稳，豆油库存不断攀升。随着节后油厂开工陆续恢复正常，豆油库存仍处增势。目前国内豆油库存高于 120 万吨，达到近五年同期最高水平，远高于五年同期均值 92.70 万吨。国内豆油供给压力较大，制约豆油价格上涨空间。

3 油脂油料市场展望

近日，为应对美国对中国多个领域的无理打压，中方采取强制反制措施，中美经贸关系再度紧张，无疑将使美豆恢复对华出口难度进一步增加。中美大豆贸易陷入僵局，国内豆粕市场与 CBOT 大豆市场联动性下降。目前来看，包括国内进口大豆供给保持宽松、中国进口商抓住阿根廷降税窗口增加大豆采购、巴西新豆有望提前上市以及国产大豆连续四年产量保持在 2000 万吨之上等因素，均有助于稳定国内远期大豆供应，降低因美豆退出中国市场引发的供给缺口担忧。受此影响，国内豆粕市场缺少上行驱动，卖压升高导致价格重心连续回落，有望维持震荡偏弱状态不断适应新的供需平衡。国内油脂市场与外盘联动性较强，由于消息面整体平稳，油脂振幅收窄，短期仍缺少方向性指引，维持粕弱油强的概率依然较大。黄淮海地区大豆因持续降雨导致水分偏高成交低迷，东北大豆普遍上涨。期现共振，市场看涨情绪升温，技术买盘活跃，豆一期货市场有望延续震荡偏强状态。

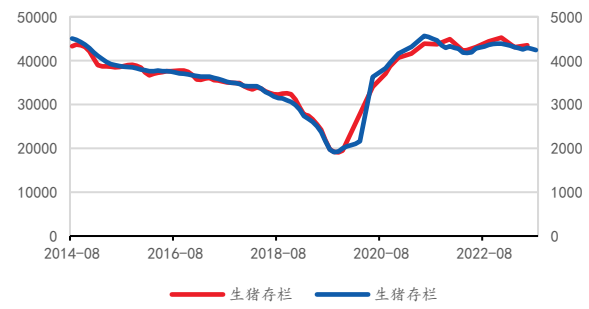
4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



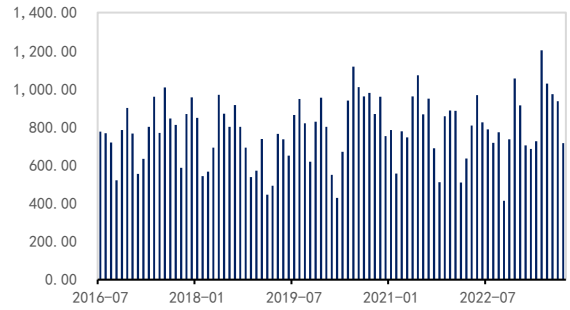
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：国内生猪存栏量



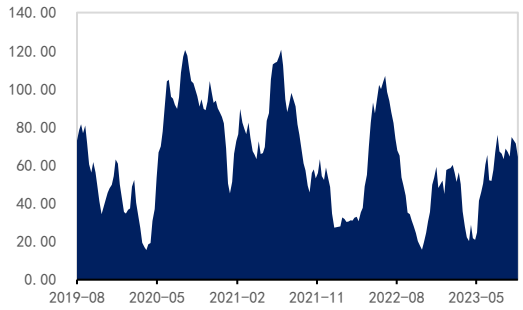
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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