中金财富期货策略周报（2025 年第 35 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：特朗普启动关税威胁，但是对于大宗商品影响有限，因为内盘工业品一直处在低位，预计影响有限。

股指期货：特朗普关税威胁引发市场波动，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。

铜：供应扰动矿难停产，可能导致市场炒作，未来供应短缺仍是市场主旋律。全球第二大铜矿 Grasberg 因泥石流事故停产，同时智利等主要产铜国的产量出现下滑，加剧了市场对全球铜精矿供应紧张的担忧。铜精矿供应紧张导致加工费走低，国内部分冶炼厂面临亏损并计划检修，预计将影响电解铜产量。需求端整体呈旺季不旺、淡季不淡的格局，但整体仍有支撑。当前在相对积极的宏观环境及其铜自身基本面存在新增驱动下，预计铜价整体将呈震荡偏强走势。

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。下游对高锌价存在畏高情绪，接货意愿不强。传统金九银十的旺季特征并不明显。LME 锌库存处于 3.83 万吨的历史低位，注销仓单占比超过 40%，存在挤仓风险，支撑伦锌价格。当前锌市处于海外“强现实”与国内“弱现实”的激烈博弈中，短期价格或受宏观驱动而冲高，但基本面对沪锌持续上冲动能有限。

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。

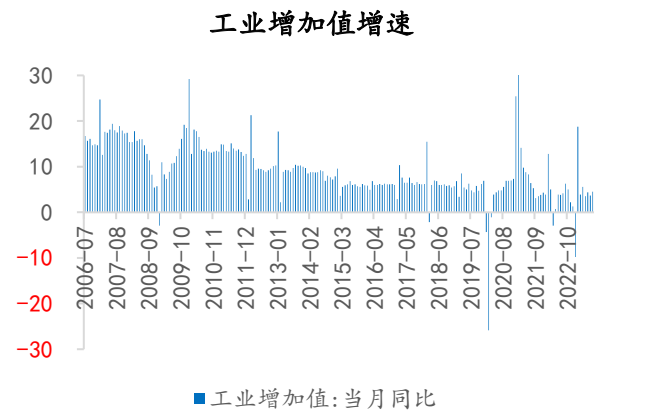
油脂油料：中美之间的贸易博弈仍在持续，由于中美大豆贸易处于僵持状态，CBOT 大豆和国内豆粕市场的联动性明显低于此前。目前来看，中美贸易关系存在改善预期，本月底的 APEC 会议将是重要的观察点。国内豆粕市场在节后表现相对偏弱，中国进口商积极拓展进口渠道，远期市场供给短缺的担忧情绪下降，粕价上行驱动不足。国内油脂市场与外盘保持较强联动性，印尼 2026 年强推 B50 生物柴油计划再度激活市场炒作情绪，国内油脂市场在棕榈油的强势带领下有望重回偏强运行节奏。当前正值东北产区国产大豆上市高峰期，在新豆供给压力下，豆一期货上行空间依然受限。

目录

周度策略：关税威胁对工业品影响分析 ..... - 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 9 月 PMI：制造业景气度小幅改善 ..... - 6 -
3 流动性保持充裕 ..... - 7 -
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 -
3 铜期货现货数据 ..... - 10 -
锌 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 总结 ..... - 11 -
3 锌期货现货数据 ..... - 12 -
原油 ..... - 13 -
1 节假无超预期因素 ..... - 13 -
2 增产压力逐渐到来 ..... - 13 -
3 俄乌地缘风险仍存 ..... - 13 -
4 长期过剩大势所趋 ..... - 13 -
5 需求疲软前景黯淡 ..... - 14 -
6 熊市周期基本确认 ..... - 14 -
7 原油期现数据 ..... - 14 -
天然橡胶 ..... - 17 -
1 走势与基本面背离 ..... - 17 -
2 现货成交重心下移 ..... - 17 -
3 驱动不足支撑犹存 ..... - 17 -
4 去库延续弱稳平衡 ..... - 17 -
5 下游旺季证伪存疑 ..... - 18 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 18 -
7 橡胶期现数据 ..... - 18 -
油脂油料：产地棕榈油多空交错，国内油脂市场节后先扬后抑 ..... - 21 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 21 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 21 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 22 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 22 -

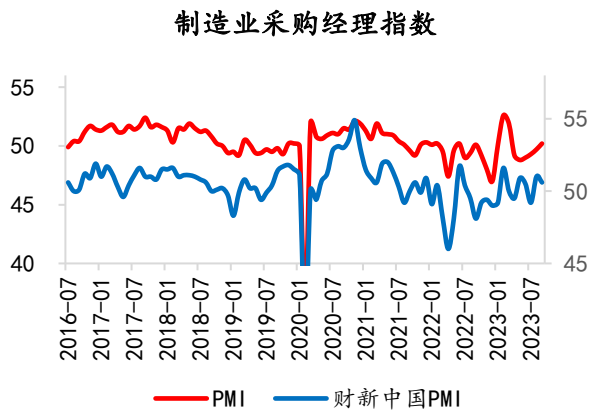
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



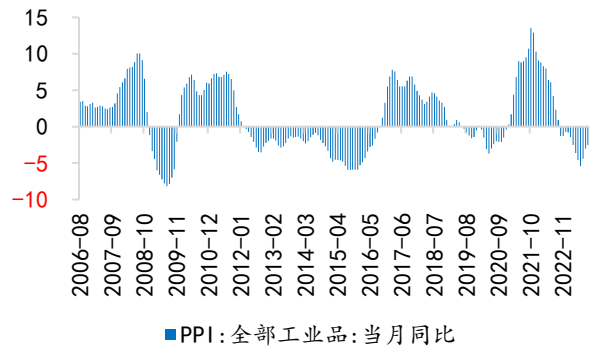
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



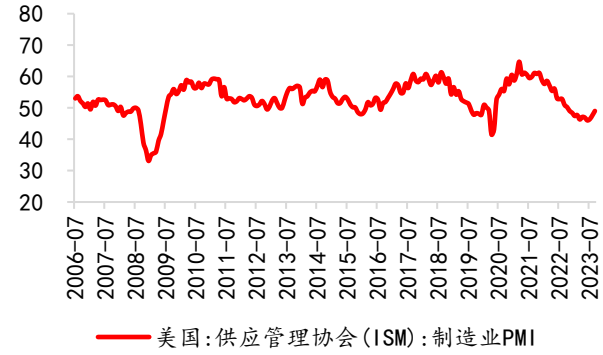
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



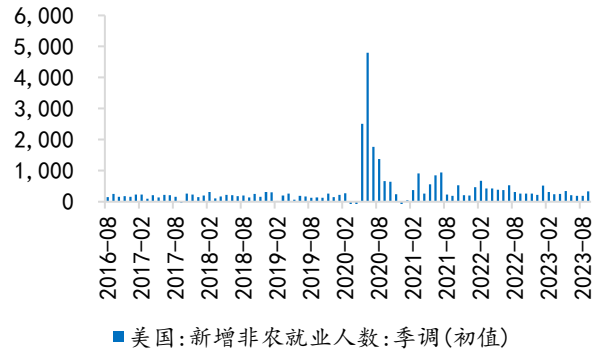
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：关税威胁对工业品影响分析

10 月 10 日，特朗普借口中国“稀土出口管制”这一政策，威胁对中国所有商品提高 100%额外关税，并对所有关键软件实施出口管制。特朗普的言论引发全球主要大类资产大跌，商品市场也大幅波动。

假期消费，单价回落

假期经济表现稳中有升，出行方面，国庆中秋假期前五天，跨区域人员流动日均值 1.54 亿人次（同比 5.4%），出境、出国游航班执行数增幅超 12%，返乡与旅游出行需求旺盛。服务消费量增价稳，不同省市接待游客和旅游收入均有增长，但涨幅分化较大，且人次增长快于金额增长；电影消费受影片质量影响表现平淡，票价继续回落。

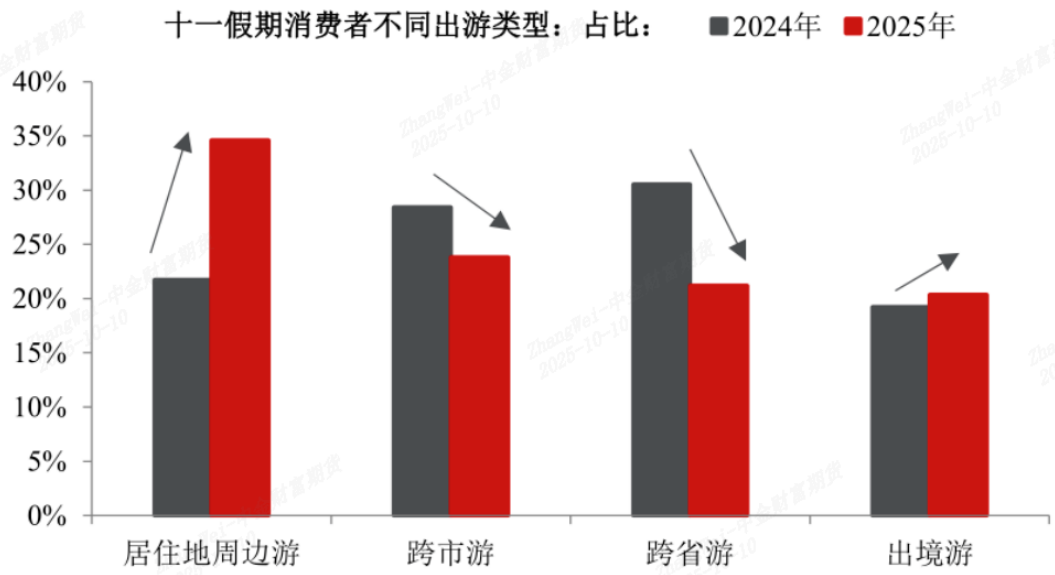
从旅游数据看，“高频近程”周边游大增，体现“低成本、高满足”的理性消费观（今年十一假期公路客运量同比增幅比铁路、民航更大）；另一极是“低频远程”的出境深度游，体现“靶向性奢侈”(今年十一假期前 6 日国际航班执飞班次相较于 2024 年同比增长了 11.7%)，即消费者更多是将钱花在“刀刃”上，为差异化体验支付溢价。这些现象再度体现了消费者理性的深化，也显示出消费意愿让步于消费能力特征。

商品消费方面分化明显，汽车受补贴临近到期、新品上市影响表现较好，家电消费受高基数扰动，但智能、绿色品类表现亮眼。地产销售假期回落，同比因基数扰动分化，土地市场偏冷。

假期消费注重“性价比”。一方面，当前消费者更关注性价比，对价格敏感度增加。另一方面，情绪价值成为消费决策的核心考量项，消费者愿意为情绪支付溢价。

其他指标方面，基建发力，专项债发行进度创近年最快，多地集中开工项目；假期后补货带动港口运转加速；生产节前放缓；消费品价格分化，食品饮料受假期影响涨幅较大；工业品价格小幅回落。

十一旅游市场特征



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

特朗普再度进行关税威胁

原委：商务部在记者会上阐述了中国执行各项政策的原因：9 月中美马德里经贸会谈达成协议以来，美方小动作不断，将多家中国实体列入出口管制实体清单和特别指定国民清单；通过穿透性规则任意扩大受管制企业范围，影响中方数千家企业；无视中方关切和善意，执意落地对华海事、物流和造船业 301 措施（以造船业为例，美方的港口税费导致中国造船业今年新订单量大幅 30%，中国船厂在全球份额从 75%下降到 56%）。美方的行为严重损害中方利益，严重破坏双方经贸会谈氛围，中方执行反击措施。

此次关税问题与 4 月 7 日对等关税的差异：此次关税问题与 4 月 7 日存在多方面的差异，包括关税范围、市场预期、双方准备、资产价格所处位置等等。但是最大的差异在于，中国模仿了美国在半导体限制的手段，即对稀土的出口实行“长臂管辖”，外国实体在出口稀土产品时，只要所含中国稀土价值比例达到 0.1%及以上，就必须经中方允许；任何使用稀土开发先进半导体（14 纳米及以下）的申请都需要逐案批准。此举对当前如火如荼的 AI 人工智能和人性机器人，乃至军工、高端科技行业将造成重大影响。

此次关税威胁的可能性演变路径：我们对此次关税问题持中性的立场，APEC 元首会谈前，双方都在为下一轮经贸会谈储备底牌，但对抗程度显著高于“伦敦+瑞典+马德里”。APEC 会议双方元首仍会会面，但短期内难在关税和更广泛的贸易问题上达成协议，目前需要紧盯中国商务部声明。

关税威胁对工业品影响分析

关税威胁对大宗商品影响预判：今年来工业品商品市场分层现象明显，大体可分为三类，第一类是美元类和近美元类资产，以黄金和有色为主；第二类是地产链和近消费端，如黑色系、建材、聚烯烃、聚酯产业链；第三类是反内卷受益板块，以多晶硅、焦煤为代表。我们认为贸易争端对工业品整体的影响有限，对于第二类，即地产链和近消费端品种，仍处于“位置足够低、驱动足够弱”的阶段，部分品种在悲观预期下开始走超跌行情。对于第三类反内卷受益板块，由于反内卷政策较为温和，焦煤等品种估值修复完成，多晶硅的炒作逐渐被近期的理性回落所修正。对于第一类美元类和近美元类资产，黄金没有实体的供需关系约束，其炒作已经进入“不可测、无法测”的阶段，纯属流动性和亢奋情绪的镜像。对于铜的行情，需求端会对炒作形成抑制，多数机构认为全球第二大铜矿格拉斯伯格（Grasberg）因矿难停产会造成铜的短缺，但是除了高铜价会抑制需求之外，全球尚有约 640 万吨的铜矿因 ESG 而停产，这些产能中只要部分恢复，将会大大抑制铜的炒作。

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 10 日	商务部限制部分商品出口	10 月 9 日，商务部会同海关总署发布关于对超硬材料、稀土设备和原辅料、钛等 5 种中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料相关物项实施出口管制措施的公告	中美对抗并没有明显缓解
	10 月 7 日	特朗普：11 月 1 日起对美国进口中型和重型卡车征收 25%关税。	新关税将令本已受到钢铁、铝关税和环保法规影响的卡车行业承压	美国关税问题难以缓解
数据	10 月 9 日	假期国内消费平稳增长	今年国庆假期预计全社会跨区域人员流动量 24.32 亿人次，日均 3.04 亿人次	较 2024 年同期日均流量增长 6.2%
	10 月 8 日	美国 9 月 ISM 服务业 PMI 50	商业活动自 2020 年 5 月以来首次进入收缩区间，就业连续四个月萎缩，支付价格指数为三年来的最高	美国经济数据出现回落
事件	10 月 10 日	交通运输部：对美船舶收取船舶特别港务费	自 2025 年 10 月 14 日起，对美国的企业、其他组织和个人拥有船舶所有权的船舶收取船舶特别港务费	此举敦促美方立即纠正错误做法，停止对中国海运业的无理打压

资料来源：中金财富期货研究所

2 9 月 PMI：制造业景气度小幅改善

2025 年 9 月 30 日，统计局公布了 PMI 数据，9 月制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 49.8%、50.0%和 50.6%。

制造业景气水平实现进一步改善，产需两端延续改善势头，或与高温等极端天气缓解带来产需恢复有关。具体而言，9 月生产节奏显著加快，生产指数回升 1.1 个百分点至 51.9%；同时，新订单指数也回升 0.2 个百分点至 49.7%，目前仍位于临界点之下。进出口方面，新出口订单回升 0.6 个百分点至 47.8%，为 4 月美国“对等关税”落地以来的新高水平，显示关税政策的冲击进一步减弱；而进口指数小幅改善，不过也同处于收缩区间，整体而言，国内外需求均有待改善。价格方面，供强需弱背景下，9 月出厂价格指数进一步收缩，而原材料购进价格景气度虽有小幅回落，但仍处于扩张区间，显示企业经营压力尚存。库存方面，原材料和产成品整体均有上行，去库过程是否完成，仍需观察。企业规模方面，9 月大型企业制造业 PMI 回升 0.2 个百分点至 51.0%；中型企业制造业 PMI 回落 0.1 个百分点至 48.8%；小型企业制造业 PMI 改善明显，回升 1.6 个百分点至 48.2%。值得注意的是，大型制造业企业 9 月新订单改善较为明显，需求的恢复或在未来向中型企业和小型企业传导。

9 月非制造业商务活动指数回落 0.3 个百分点至 50.0%，位于了分界点。分行业来看，9 月建筑业商务活动景气度小幅回升了 0.2 个百分点至 49.3%，继续位于收缩区间。服务业商务活动指数则受暑期效应消退影响，出现下行，9 月服务业景气水平回落 0.4 个百分点，至 50.1%。

9 月综合 PMI 产出指数较前月回升 0.1 个百分点，至 50.6%，制造业景气度的回升，抵消了非制造业商务活动指数的短期下行压力，最终推动综合 PMI 产出指数的扩张速度小幅加快。

综合而言，9 月制造业景气的回升主要源自季节性因素的消退。展望而言，未来制造业景气的回升态势能否延续，需关注宏观政策“适时加力”的部署情况。

3 流动性保持充裕

回顾 9 月资金面，虽然央行通过买断式逆回购与 MLF 超额投放 6000 亿元中期流动性，政府债供给压力也边际减弱，但与往年不同的是，今年在国庆假期与跨月扰动叠加背景下，月末央行仅有两个交易日重启 14 天期逆回购操作且公开市场净投放也未见明显提升，资金利率震荡上行，DR001 月中枢回升至 1.39%。

展望 10 月资金面，政府债融资规模继续下降但财政“收多支少”可能会对资金面带来一定扰动，不过在“保持流动性充裕”的立场下，央行可能仍将通过 MLF、买断式和质押式逆回购等工具维持短期和中期流动性充裕，也不排除适时重启国债买卖补充长期流动性以配合财政政策更好落地见效，预计隔夜资金利率中枢有望维持在政策利率下方。

4 宏观策略

目前宏观面变化不大，工业品市场分化的情况有望延续，地产链和消费链的品种估值虽然处在低位，但是驱动不足，震荡偏弱为主；外围定价的品种继续强势，耐心等待炒作结束。

5 股指期货市场分析

指数突破新高

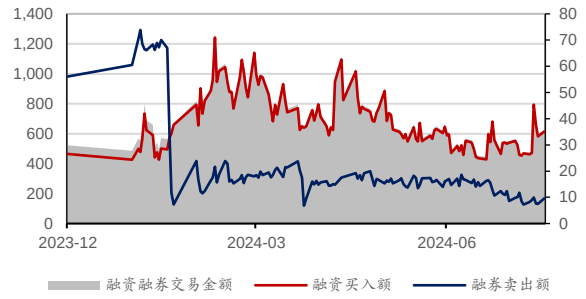
十一之后 A 股市场继续上涨，沪指一度突破 3900 点创十年新高。周度表现看，其中沪深 300 指数-0.51%，上证 50 指数-0.47%，中证 500 指数-0.19%，中证 1000 指数-0.54%。主要指数盘中都一度创了新高。

2025 年前三季度市场回顾：上证综指上涨 15.84%，深证成指上涨 29.88%，沪深 300 指数上涨 17.94%，创业板指数上涨 51.20%，科创 50 指数上涨 51.20%。行业板块涨多跌少，申万一级行业中，有色金属涨幅 67.52%居首，通信涨幅 62.61%位居第二，电子涨幅 53.51%位居第三，电力设备、机械设备、传媒等板块也表现不错。下跌方面，煤炭以-7.90%跌幅居首，食品饮料以-5.06%跌幅倒数第二，石油石化以-3.12%跌幅倒数第三。个股涨多跌少，上涨家数占比 77.02%，中位数是上涨 18.82%。

注意指数调整风险

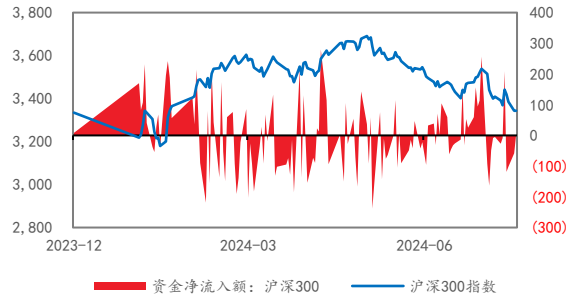
关税威胁对股市影响预判：此次美方关税威胁会复刻 4 月 7 日后的指数走势吗？我们认为这次的影响可能较为复杂。主要原因在于部分指数所处的位置已然较高，典型的如微盘股指数和科创板指数估值已经升至历史最高（科创 50 指数 PE 攀升至 196 倍），不过考虑到蓝筹指数估值仍相对较低，且目前市场已经走出熊市思维，走进牛市思维；以及在护盘的预期下，预计市场情绪整体较为稳定。从驱动因素看，今年 A 股行情仍在全球 AI 浪潮这一宏观叙事的范围之内，如果美股也明显回落，我们认为此次指数可能有一次正常幅度的回调。

图表 8：融资融券数据图



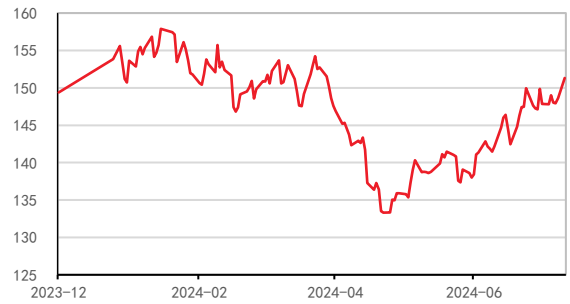
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



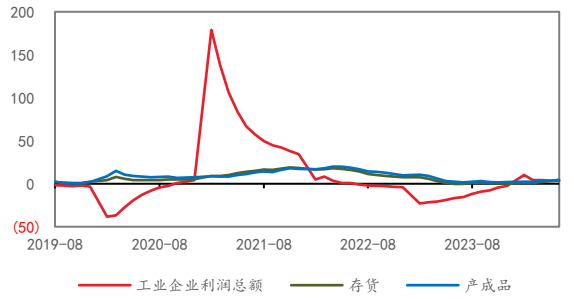
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

铜精矿紧张并未完全有效传导至冶炼端，部分原因是大冶炼厂签的长单价格可以保证冶炼盈利（副产品金银、硫酸价格高企）；另一方面就是废铜的补充。8 月 SMM 中国电解铜产量环比下降 0.24%，同比上升 15.59%；1-8 月累计产量同比增加 97.88 万吨，增幅为 12.30%；SMM 预计 9 月国内电解铜产量将环比下降 4.48%，其原因包括冶炼厂例行检修，以及因阳极铜供应紧张而导致的冶炼厂减产，同时硫酸价格有所回调，冶炼厂或难以维持现金流利润，将打击冶炼积极性。

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%。新能源车、电网、光伏、3D 打印及低空经济等新兴领域蓬勃发展，持续为铜消费注入增长动力。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%。数据表现依旧疲软，内需不足叠加销售回款能力弱，地产新政效果有望进一步考察。

2 结论

供应扰动矿难停产，可能导致市场炒作，未来供应短缺仍是市场主旋律。全球第二大铜矿 Grasberg 因泥石流事故停产同时智利等主要产铜国的产量出现下滑，加剧了市场对全球铜精矿供应紧张的担忧。铜精矿供应紧张导致加工费走低，国内部分冶炼厂面临亏损并计划检修，预计将影响电解铜产量。需求端三季度整体呈旺季不旺、淡季不淡的格局，但整体仍有支撑。当前在相对积极的宏观环境及其铜自身基本面存在新增驱动下，预计铜价整体将呈震荡偏强走势。

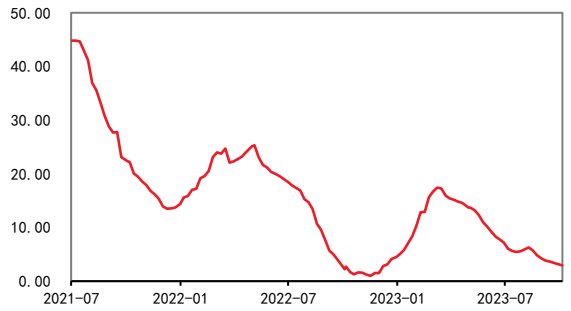
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



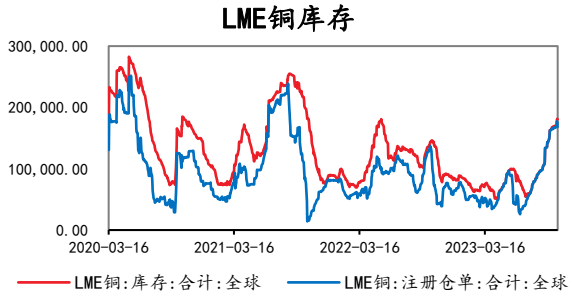
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



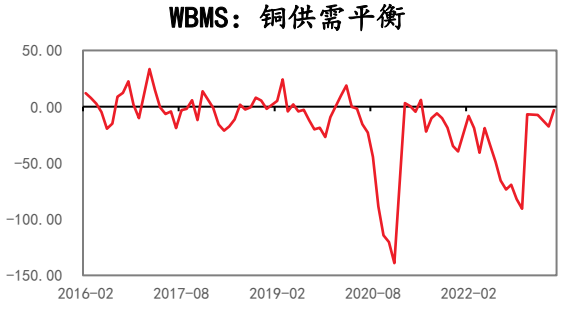
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



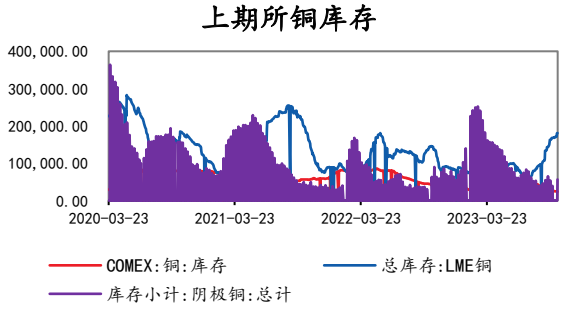
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



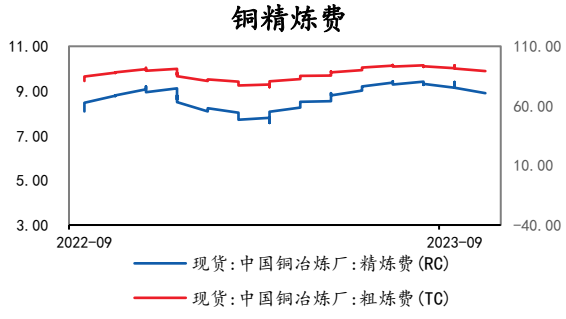
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。

中汽协数据显示，汽车方面，1-8 月我国汽车产销分别完成 2105.1 万辆和 2112.8 万辆，同比分别增长 12.7%和 12.6%。其中，1-8 月新能源汽车产销分别完成 962.5 万辆和 962 万辆，同比分别增长 37.3%和 36.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 45.5%。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。

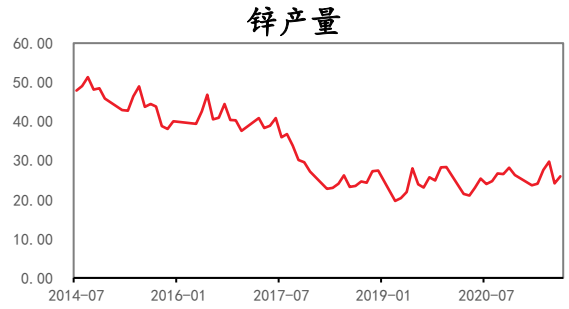
2 总结

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。下游对高锌价存在畏高情绪，接货意愿不强。传统金九银十的旺季特征并不明显。LME 锌库存处于 3.83 万吨的历史低位，注销仓单占比超过 40%，存在挤仓风险，支撑伦锌价格。当前锌市处于海外“强现实”与国内“弱现实”的激烈博弈中，短期价格或受宏观驱动而冲高，但基本面对沪锌持续上冲动能有限。

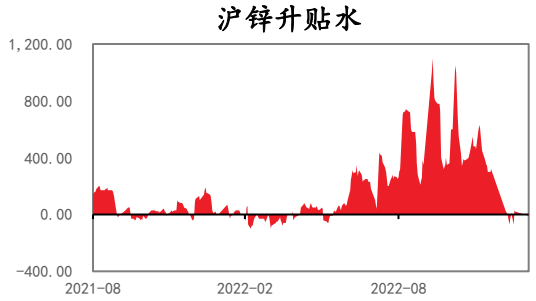
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



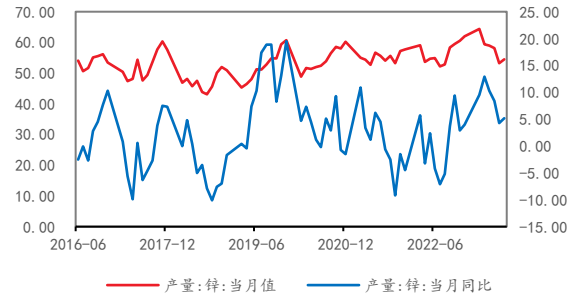
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



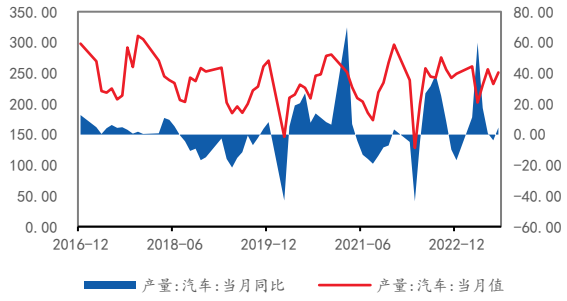
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 节假无超预期因素

节假期间，OPEC+在最新会议上宣布，将在 11 月继续增产 13.7 万桶/日，系第二次释放剩余的 166 万桶/日闲置产能，不过这一幅度较为温和，基本符合业界预期，并未构成新的重大利空。回顾此前，乌克兰对俄罗斯能源基础设施发动大规模无人机袭击，导致后者炼油能力下降和油品出口受阻。然而，中东地区原油供应链持续恢复稳定，很快抹平了地缘政治溢价，油价反弹空间长期受到过剩趋势制约。

整体来看，当前油价到达一个均衡博弈的“安全区间”，国际原油期货月差结构持稳，现货近端仍维持大体平衡，供需发生显著过剩并未到来，季节性下行压力刚刚开始兑现。因此，短期内油价区间下沿支撑有效，呈震荡拉锯中重心缓慢下移的复杂走势。

2 增产压力逐渐到来

我们注意到，近期原油供应端压力正逐渐增大。国际能源署（IEA）再次上调了对全球原油市场过剩敞口的预测，认为闲置产能回归与需求前景黯淡将助推油价下行风险。

在完全退出自愿减产后，OPEC+计划逐步提前解除协议减产，成为实物原油市场最主要压力的来源。综合贸易商、能源机构和油轮追踪公司调查显示，尽管 4 月开始 OPEC+持续退出减产协议，但实际投放的供应增量具有一定滞后性，近月实物原油市场压力初现端倪。

在 OPEC 成员国中，即使是饱受地缘扰动的伊拉克，近期原油产量亦有明显回升态势。伊拉克国家石油销售组织（SOMO）调查显示，8 月该国原油平均出口量达到 338 万桶/日，预计 9 月将继续升至 345 万桶/日。另一方面，在美国等多边斡旋下，连接伊拉克北部库尔德地区与土耳其港口的输油管道时隔两年多再度恢复运营，或有望向国际市场日均输送最多 23 万桶原油。

业界普遍认为，当前全球原油市场供需失衡问题几乎无解，中短期低位震荡反弹受限，长期基本形势依然偏空。

3 俄乌地缘风险仍存

俄乌局势引发市场对局部供应收紧的预期，乌克兰对俄罗斯炼油厂和出口终端等目标打击频繁，导致俄罗斯原油和成品油，尤其是柴油供应中断的风险加剧。

具体地，8 月以来乌克兰针对俄罗斯能源基础设施策划了至少 23 次无人机袭击，令后者炼油能力遭到明显削弱，据悉目前俄罗斯原油加工量已不足 500 万桶/日，降至 2022 年二季度以来低点。对此，俄罗斯副总理诺瓦克宣布，禁止从国内采购柴油再转出口直至年底，并延长此前的汽油出口禁令，刺激欧洲柴油市场结构性短缺预期骤然升温，令原油市场焦点从未来的过剩叙事向眼下的现实危机有所倾斜。

4 长期过剩大势所趋

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。

5 需求疲软前景黯淡

随着油价反弹多空分歧也在加剧，核心逻辑是需求疲弱将淡化供应风险。

2025 年以来，权威能源机构 EIA、IEA 甚至 OPEC 均频繁下调全球原油需求增长预期，三季度西方机构对今年原油需求增速估值已低至 70-90 万桶/日，远低于年初预测的 110-130 万桶/日。9 月以后，美国汽油消费逐步向淡季过渡，炼厂开工负荷随之高位回落，原油加工需求季节性转弱，特朗普关税政策对美国经济和能源消费的负面影响正在显现。非 OECD 国家依旧贡献大部分原油需求增量，1-7 月中国原油进口量累计同比增长 2.89%至 3.27 亿吨，但汽油和柴油表观消费量同比分别下降 7.11%和 4%，原油需求整体表现疲弱。

此外宏观经济指标有趋弱迹象，拖累能源长期需求增长缓慢，难以匹配供应快速释放的节奏。

6 熊市周期基本确认

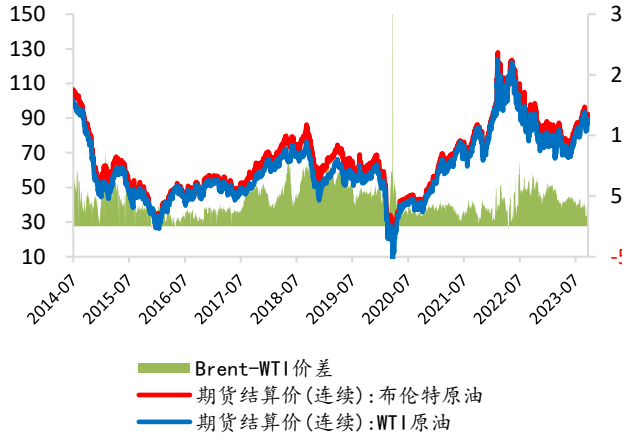
原油市场的主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势整体降温，令国际原油或将在 2025 年末到 2026 上半年表现出显著的熊市特征，但期间仍存在各种不确定性因素。

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。

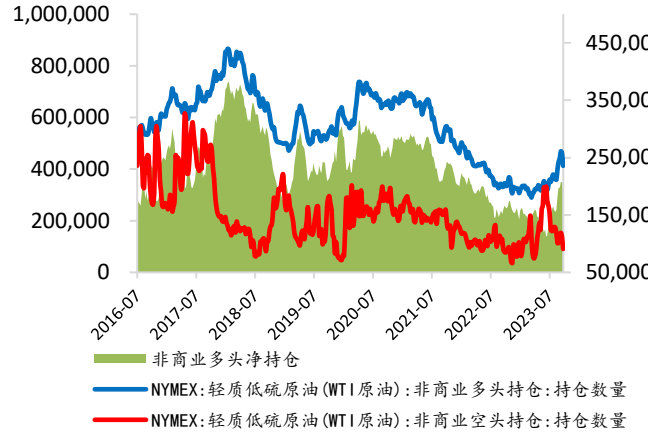
7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



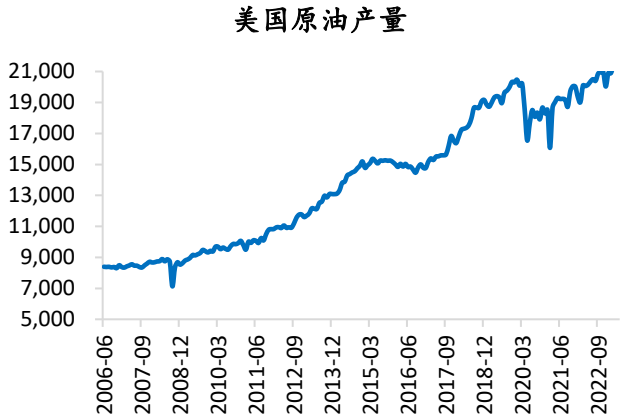
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



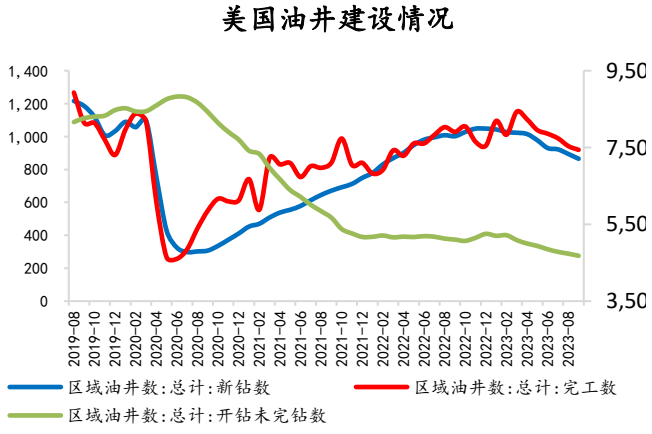
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



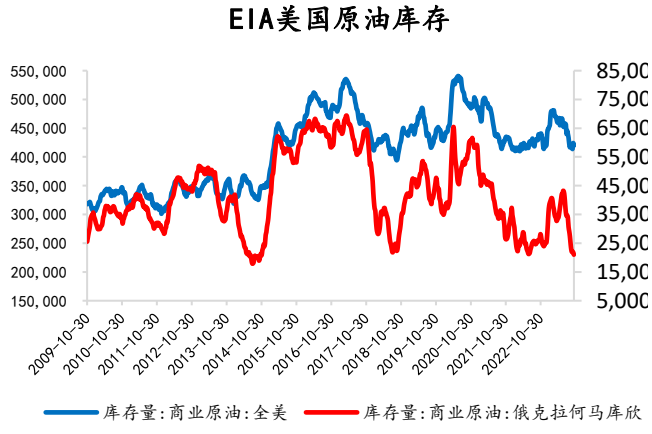
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



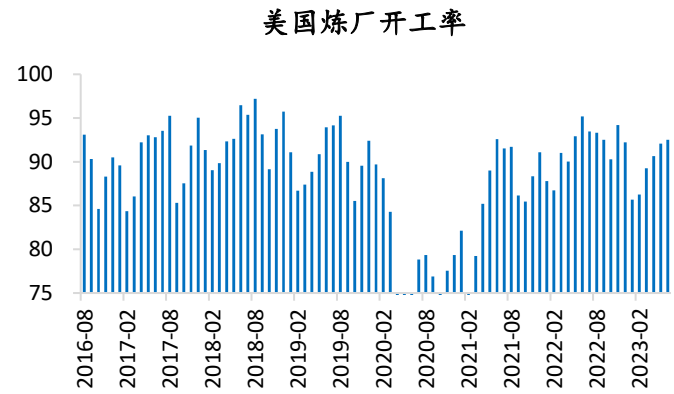
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



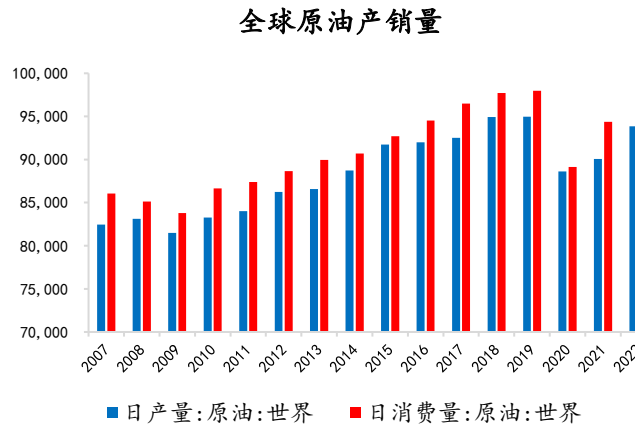
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 走势与基本面背离

天然橡胶市场虽处于传统季节性偏强阶段，但近期 RU 和 NR 盘面价格意外大跌，期货走势与基本面发生明显背离，这意味着或许存在未被察觉的利空因素。

随着美联储降息预期兑现，以及中美贸易谈判初见明朗，大宗商品市场风险情绪降温，多头减仓离场令盘面回调压力增加。目前橡胶市场关注点回归基本面，受制于宏观经济回暖有限，下游金九银十有待验证，主港及社库去化幅度偏缓，后期还面临海内外高产期兑现，橡胶系品种可能存在旺季不旺的问题，10 月以后价格重心或逐步下移。

此外，近期国储宣布抛储全乳胶和烟片胶，消息令业界感到意外，对天然橡胶尤其是浅色胶构成利空。上一次抛储结束之后，业界普遍认为国储已经没有全乳库存，然而月底又要抛储全乳及烟片，证明此前对于国储库存的估计存在偏差，后续应关注具体抛储数量。

2 现货成交重心下移

尽管产区割胶作业不畅，但现货市场买盘疲弱，抑制上游加工厂采购情绪，原料价格持续上涨驱动不足，近期泰国天然橡胶原料市场行情持稳，胶水报盘 54-55 泰铢/公斤。另一边，国内轮胎企业节前备货意愿整体欠佳，十一前部分持货商为加速库存周转和规避滞港成本，让利积极出货令实盘成交重心下移。不过青岛主港流通货源压力不大，贸易商补货轮仓成本较高，对胶价仍有一定支撑，沪胶短期或维持区间震荡运行，只是今年胶价高点或令多头失望。

3 驱动不足支撑犹存

节假期间，外盘日本和新加坡橡胶市场止跌反弹，带动节后国内期现价格短暂企稳。今年金九银十表现不及预期，传统旺季很大程度上落空，这是沪胶季节性强势未能兑现的主要原因。假期前后，下游刚需补库基本结束，现货市场交投氛围转淡，胶价缺乏走强的核心驱动因素。不过，今年三季度产区上量爬升阶段，受台风和强降雨等不利天气影响，出现原料释放节奏偏缓的情况。原料价格坚挺令外盘商持货成本较高，可提供一定托底性支撑，但无法推动趋势性上涨行情。业界预计随着后续天气好转，仍将触发割胶旺季放量现象，后市沪胶或难有超预期表现。

4 去库延续弱稳平衡

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。但经过前期下跌消化利空因素，天然橡胶期货盘面弱势企稳。

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。

5 下游旺季证伪存疑

沪胶转弱原因并非基本面实质性劣化，而是市场预期尤其对需求端产生较大分歧。

下游轮胎行业运行相对平稳，截至 9 月中上旬，山东全钢胎开工率为 64.87%，同比+5.23%，环比+6.17%；国内半钢胎开工率为 74.30%，同比-4.53%，环比+5.23%。产业链终端汽车市场表现依然良好，2025 年 1-8 月，中国汽车产销量分别完成 2105.1 和 2112.8 万辆，较上年同期分别增长 12.7%和 12.6%；同期汽车出口量为 429.2 万辆，同比增长 13.7%。工信部等多部门联合印发的《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》提出，2025 年力争实现汽车销量约 3230 万辆，同比增长约 3%；其中新能源汽车销量约 1550 万辆，同比增长约 20%。

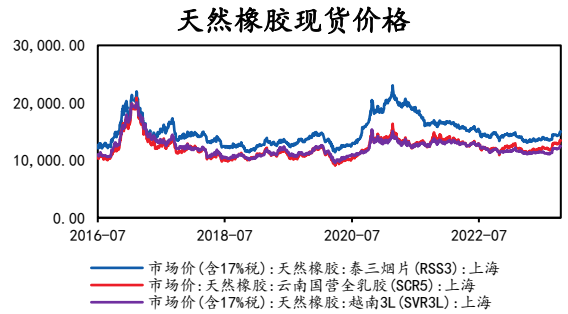
目前市场质疑旺季需求预期或被证伪，难以匹配后期上游原料的季节性放量。金九银十汽车轮胎行业短期料将维持旺季特征，胶价适度调整后具有一定韧性，我们认为现在讨论需求证伪为时尚早。

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



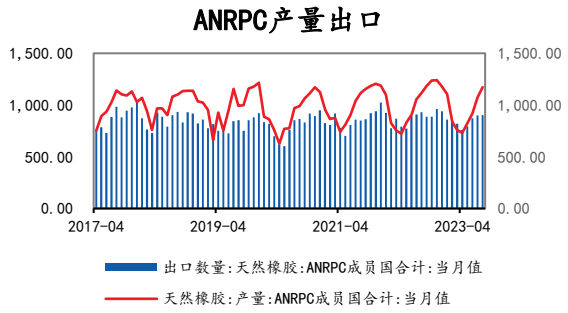
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：合成橡胶价格



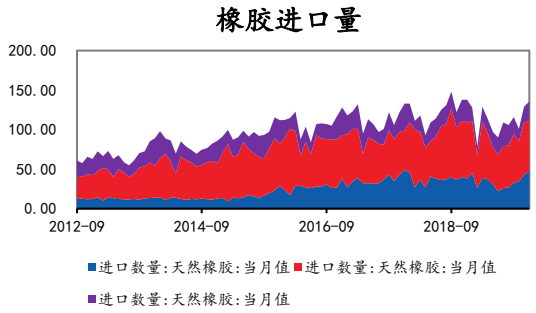
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：ANRPC 产量出口



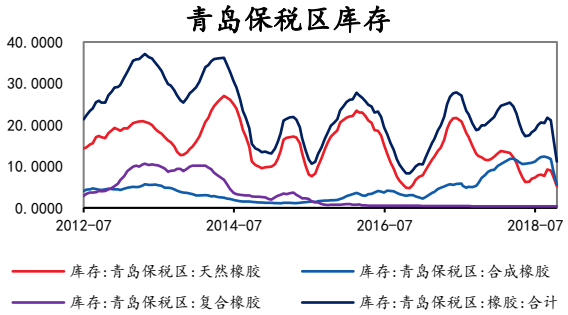
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：橡胶进口量



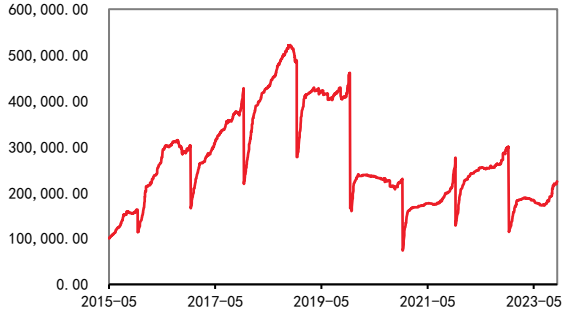
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：青岛保税区库存



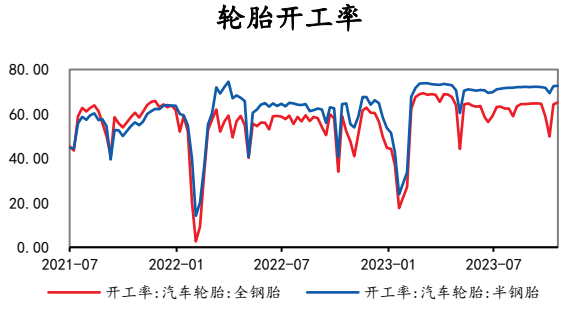
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：上期所注册仓单



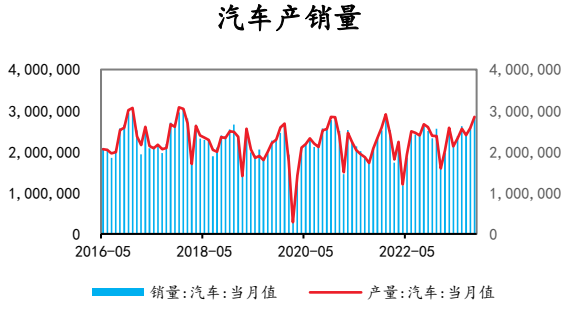
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：产地棕榈油多空交错，国内油脂市场节后先扬后抑

1 外部豆类市场分析

印尼明年推行 B50 计划，棕榈油出口份额受挤压

印尼能源部长近日宣布，该国正在加快推进在 2026 年全面实施棕榈油占比 50%的生物柴油（B50）强制混合政策，以减少对进口柴油的依赖。作为全球最大的棕榈油生产国，印尼目前已执行 B40 政策，即柴油中含 40%的棕榈油基生物燃料。印尼政府希望在 2025 年前过渡到 B45，并最终于 2026 年升级至 B50。印尼能源部官员透露，B50 的实验室测试已于 8 月完成，现阶段将进行道路实测，以验证燃料性能与车辆兼容性。根据印尼能源部数据，若实施 B50 政策，每年将需约 2010 万千升棕榈油基生物燃料，而 B40 的需求为 1560 万千升，显示棕榈油用量显著增加。此举预计将对全球植物油市场产生连锁反应，因为印尼是世界头号棕榈油出口国，国内用量增加或将减少出口供应，从而支撑国际棕榈油价格。

美豆收割加快，美国农业部暂停公布相关报告

因美国政府停摆，美国农业部暂停发布月度供需报告和周度出口销售报告。由于近期天气条件大体有利，美国中西部地区的收割工作正在积极推进，预计目前美豆收割进度在一半左右。按照美国农业部公布的历史数据，截至 2024 年 10 月 6 日，美国大豆收割进度达到 44%。随着美豆收割工作快速推进，新豆集中上市以及出口需求担忧仍是困扰当前美豆价格上涨的主要阻力。

巴西大豆播种进度超前，预计面积和产量双增

巴西农业咨询机构 AgRural 表示，截至 10 月 2 日，该国大豆播种面积已达预期总面积的 9%，上周和上年同期分别为 3%和 4%。巴西大豆开局良好，产量前景保持乐观。AgRural 估计 2025/26 年度巴西大豆种植面积为 4860 万公顷，产量为 1.767 亿吨。如果实现这一目标，巴西大豆播种面积和产量将创下新的历史纪录，产量接近 CONAB 对上年产量的预估值 1.7147 亿吨。巴西是全球最大的大豆生产国和出口国，该国大豆产量前景保持乐观，为稳定和深化全球大豆供应提供坚实保障。

MPOB 月报较预期偏空，棕榈油市场冲高回落

马来西亚棕榈油局（MPOB）周五公布了 9 月供需报告。报告显示，9 月马来西亚棕榈油产量 184.1 万吨，环比减少 0.73%，机构预估产量为 178-182 万吨，实际产量略高预期；9 月棕榈油出口 142.8 万吨，环比增加 7.7%，机构预估出口为 142-143 万吨，符合市场预期。9 月棕榈油表观需求相比前三个月的 45-49 万吨/月大幅下降至 33.3 万吨，此前机构预估 9 月表需 47-49 万吨。受表观需求显著下降影响，9 月马来西亚棕榈油库存为 236 万吨，环比增加 7.2%。此前机构多数预估 9 月库存为 215-216 万吨，实际库存显著高于市场预期，维持历史同期较高水平。整体来看，MPOB 9 月报告较预期明显偏空，报告公布后，国内外棕榈油市场纷纷出现跳水行情，并拖累相关油脂市场跟随回调。

2 国内豆类市场分析

节后国内油脂跟随外盘宽幅波动，豆粕市场弱势震荡

受假日期间 CBOT 豆油和马来西亚棕榈油市场强势反弹提振，节后国内油脂市场在棕榈油的强势带领下整体大幅上涨。印尼将在 2026 年强制推行 B50 生物柴油计划是主因。印尼 B50 计划将大幅提升棕榈油消费量，进而导致可供出口的棕榈油数量下降。虽然 MPOB 月报利空引发棕榈油回吐部分涨幅，但由于印尼所产棕榈油数量远高于马来西亚，因 B50 造成的国际棕榈油供

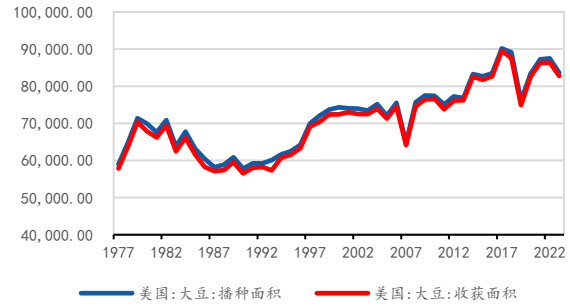
应收紧预期很难改变，支撑棕榈油价格保持强势。国内棕榈油完全依赖进口，产地棕榈油上涨直接推动国内棕榈油进口成本提升。国内三大油脂具有较强需求替代性，棕榈油强势反弹间接提振豆油和菜油价格上涨。对于豆粕市场来说，当前国内进口大豆供应保持宽松状态，现货需求平稳，粕价窄幅波动。目前中美大豆贸易尚未恢复，国内远期供应不足的担忧预期犹存。节前国内进口商利用阿根廷调整出口税的政策窗口期采购约 250 万吨大豆，有助于进一步改善远期供给缺口。此外，巴西大豆播种进度快于常年水平，预计可以提前新豆上市时间，也为改善明年一季度国内供应提供支撑。

3 油脂油料市场展望

中美之间的贸易博弈仍在持续，由于中美大豆贸易处于僵持状态，CBOT 大豆和国内豆粕市场的联动性明显低于此前。目前来看，中美贸易关系存在改善预期，本月底的 APEC 会议将是重要的观察点。国内豆粕市场在节后表现相对偏弱，中国进口商积极拓展进口渠道，远期市场供给短缺的担忧情绪下降，粕价上行驱动不足。国内油脂市场与外盘保持较强联动性，印尼 2026 年强推 B50 生物柴油计划再度激活市场炒作情绪，国内油脂市场在棕榈油的强势带领下有望重回偏强运行节奏。当前正值东北产区国产大豆上市高峰期，在新豆供给压力下，豆一期货上行空间依然受限。

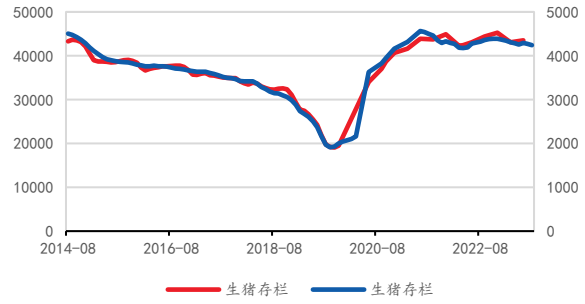
4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



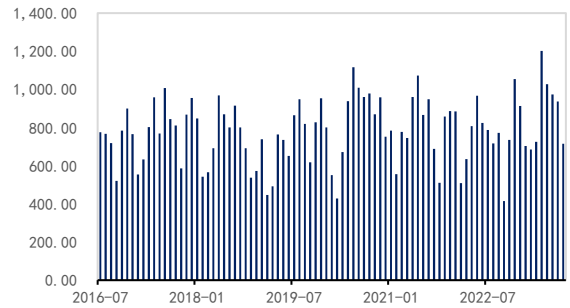
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：国内生猪存栏量



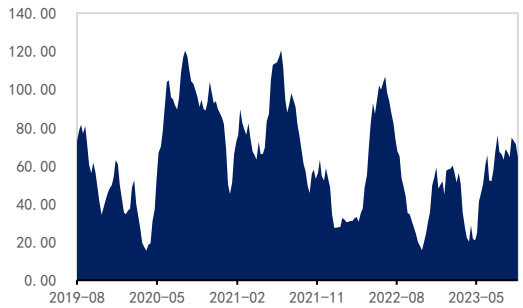
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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