中金财富期货策略周报（2025 年第 37 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@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：经历中国稀土管制引发的中美博弈降温，以及美国 CPI 低于预期助攻，外围市场，尤其是美国市场，重回到降息预期和 AI 叙事的资产吹泡沫阶段。反观商品市场，上述因素影响不大，反而需要注意油价反弹和焦煤偏强等能源因素对工业品的影响，预计短期内工业品呈现偏强态势。

股指期货：情绪叠加炒作，预计指数将继续强势，驱动包括：一是三季报将在 10 月底披露完毕，当前 AI 产业景气度和市场预期处于强势上行期，叠加十五五对科技的定调，预计市场重回成长风格抱团，从而继续维持业绩相对优势。二是月底韩国 APEC 峰会上，中美两国元首有望会晤，中美贸易紧张局面有望进一步缓释。三是美联储进入持续降息周期的概率大增，美股有望继续上行。

铜：印尼 Grasberg 铜矿停产事件，加剧铜矿供应担忧的问题。原料短缺，废铜价格持续高位，国内部分冶炼厂将进入检修状态，整体供应量有进一步缩减的预期。高铜价影响，企业备库谨慎，库存维持低位。当前沪铜市场在供应短缺与宏观不确定性之间博弈，将继续维持高位震荡的格局。

锌：目前冶炼厂锌精矿库存已补充至同期中位水平以上，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市场货源充裕。疲弱的需求是压制国内锌价最核心的因素，导致锌价上方阻力重重。下游企业普遍采取 “按需采购” 的策略，备库意愿极低，这导致“金九银十”的传统消费旺季表现不及预期。中美贸易摩擦带来的不确定性依然是市场焦点，产量将维持高位但已触及天花板，中长期存在下行压力。

钢材：周末中美谈判公告带来短期利好，市场恐慌情绪有所修复，但美方表态仍强硬，中方维护核心利益的立场坚定，双方博弈不会停止。中美关系的不确定性依旧是市场最大外部变量。从基本面看，需求下行趋势未改，供应仍偏高，钢厂利润收窄。短期情绪修复后，钢价或重回弱势震荡格局。

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。

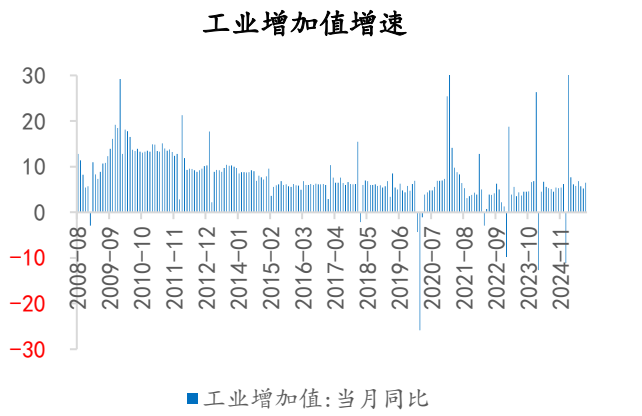
油脂油料：中美新一轮贸易会谈正在马来西亚举行，双方会谈能否取得积极成果备受各方关注。美豆寄希望于其他市场化解对华出口归零的难度较大。目前国内进口大豆到港量仍然较高，而且 5-9 月购买的大豆较去年同期多 900 万吨，加上前期增购的阿根廷大豆，均有助于延缓大豆供应缺口出现的时间。国内豆粕期货市场虽然触底回升，主要是节后获利空头集中减仓所致。缺少新资金进场，显示市场对豆粕反弹行情仍缺乏信心。国内油脂市场结束横盘整理状态集体选择向下运行，除了外盘油脂的弱势拖累外，国内需求端提振能力不足也加剧市场看空预期，叠加技术卖压，油脂市场短期走势可能依然偏弱，但调整节奏有可能受到原油强势反弹的干扰。国产大豆市场走势相对独立，期现货市场形成强势互动，豆一期货市场有望在技术买盘推动下继续保持偏强状态运行。

目录

周度策略：通胀低于预期，助推美联储进入连续降息周期 ..... - 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 九月经济数据点评：总量预期达标，结构仍需优化 ..... - 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 -
钢材 ..... - 14 -
1 政策托底有限，供给端收缩预期落空 ..... - 14 -
2 中美谈判：短暂缓和背后仍是长期博弈 ..... - 14 -
3 铁矿趋弱、双焦走强 ..... - 14 -
4 库存降幅扩大，表需回升但利润明显收缩 ..... - 14 -
5 小结 ..... - 15 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 OPEC 真实产量成谜 ..... - 18 -
2 闲置产能余额不足 ..... - 18 -
3 页岩油业扩张见顶 ..... - 18 -
4 过剩形势依旧严峻 ..... - 18 -
5 地缘题材低位救场 ..... - 19 -
6 熊市周期基本确认 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 金融属性超基本面 ..... - 22 -
2 天气好转原料上量 ..... - 22 -
3 供需边际劣化有限 ..... - 22 -
4 去库状态尚可维系 ..... - 23 -
5 强现实弱预期过渡 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：美豆震荡回升，国内豆粕触底反弹油脂震荡回落 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

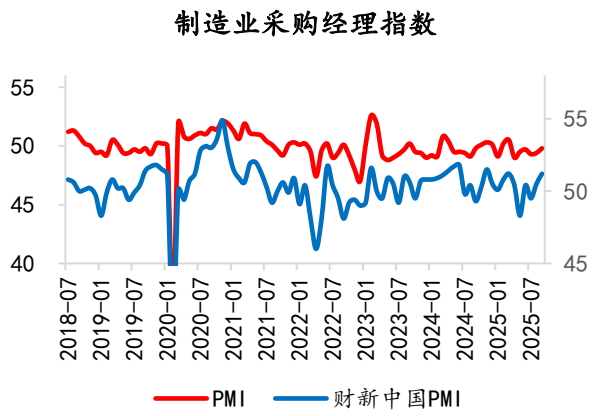
重要经济指标概况

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



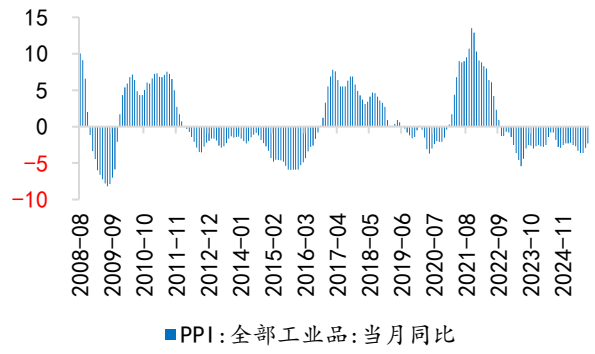
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



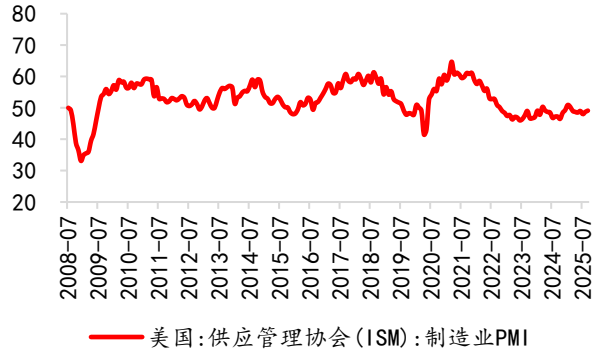
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



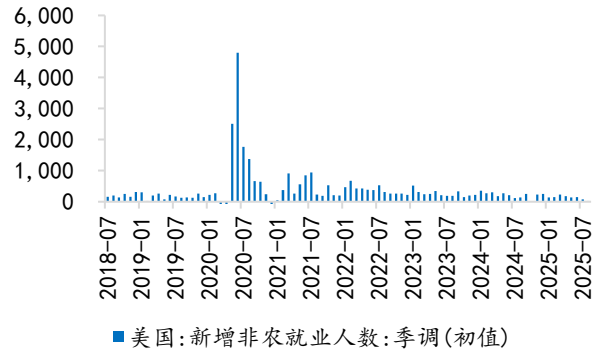
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：通胀低于预期，助推美联储进入连续降息周期

目前宏观面的主要扰动因素有两个，其一是中美博弈，目前市场的普遍预期是中美对抗的烈度会周期性下降。其二是美国通胀数据低于预期，有上行乏力之感，引发市场的炒作情绪继续升温，以美股为代表，有望刺激到有色等金融属性较强的板块。

二十届四中全会公告：聚焦高质量发展与科技自立自强

“十五五”时期（2026-2030 年）是实现第二个百年奋斗目标第一阶段任务，也是我国迈向 2035 年基本实现现代化的关键时期。“十五五”规划作为我国迈向 2035 年基本实现现代化的重要衔接规划，其出台对于指导未来五年乃至更长时间的经济社会发具有重要意义。

根据公报，“十五五”时期的核心目标是高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高。

会议将“建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基”与“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”置于前两位，表明强化科技创新仍将是未来政策的核心主线。同时，政策有望更加注重科技的大规模应用与产业化落地。预计在“十五五”期间，政府或将进一步推动科技创新与产业升级的深度融合。

另外，会议强调坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，坚持智能化、绿色化、融合化方向，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。要优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业，促进服务业优质高效发展，构建现代化基础设施体系。

同时会议还强调，抓住新一轮科技革命和产业变革历史机遇，统筹教育强国、科技强国、人才强国建设，提升国家创新体系整体效能，全面增强自主创新能力，抢占科技发展制高点，不断催生新质生产力。要加强原始创新和关键核心技术攻关，推动科技创新和产业创新深度融合，一体推进教育科技人才发展，深入推进数字中国建设。

全会奠定了以“中国式现代化”为核心的总体导向，预期将强调发展模式的深刻转型。核心目标预计将从单纯追求经济增速转向更注重发展的“质量、效率和动力”变革，从政策的重心看，科技突破优先级明显，预计短期内稳增长的政策力度下降。

美国通胀助力美联储进入连降周期

美国 9 月通胀整体不及预期。除 CPI 同比在能源分项的支撑下上升至 3.0%外（预期 3.1%），CPI 环比（0.3%，预期 0.4%）、核心 CPI 同比（3.0%，预期 3.1%）与核心 CPI 环比（0.2%，预期 0.3%）均较 8 月回落 0.1 个百分点。

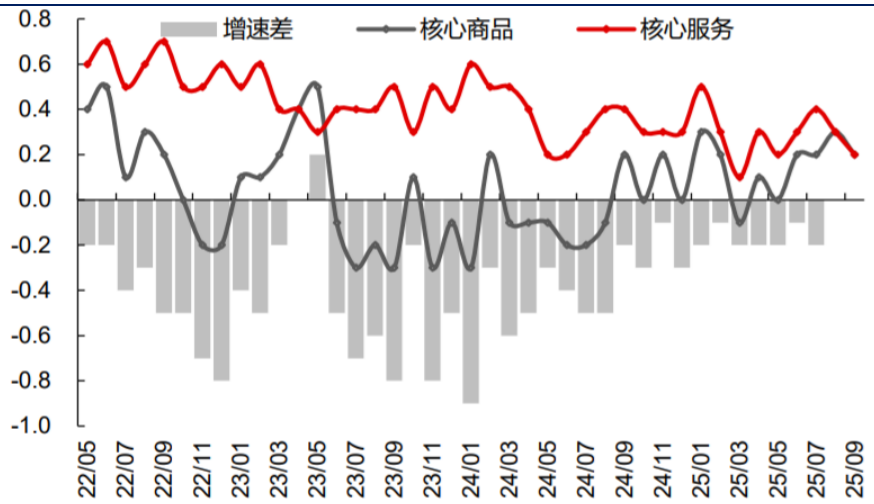
那么通胀下行的主要原因是什么？

第一，美国就业市场下行风险仍在，消费者信心指数仍然处于较低位。由于美国政府关门，9 月非农就业数据未能如期发布，但从 9 月 ADP 数据来看，美国劳动力市场可能仍然承压。此外，10 月密歇根大学消费者信心指数处于 2025 年以来的较低值，显示美国居民可能因劳动力市场承压，对未来经济的预期相对悲观。在此背景下，美联储需要进一步降息来对经济进行托底。

第二，美国居民的通胀预期相对稳定。由于劳动力市场的风险显现，美联储在 9 月选择降息 25bp。但由于关税对通胀的推动作用益发显现，美联储内部亦担心通胀可能会伴随着降息上行，因此后续的降息路径存在一定的不确定性。但 10 月密歇根大学通胀预期总体保持平稳，结合上述居民消费者信心指数相对低迷来看，美国消费者可能认为在收入相对承压的情况下，企业不会选择将成本快速的转移至消费端。

基准情形下，美联储大概率在 10 月 FOMC 会议上再降息 25bp，确定进入连续降息周期，2025 全年共降息 75bp。后续要关注美国政府关门进展以及特朗普对美联储新主席的选择。

图表 1：美国核心商品和核心服务 CPI



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

关注能源价格上行对工业品的影响

经历中国稀土管制引发的中美博弈降温，以及美国 CPI 低于预期助攻，外围市场，尤其是美国市场，重回到降息预期和 AI 叙事的资产吹泡沫阶段，反观商品市场，上述因素影响不大，反而需要注意油价反弹和焦煤偏强等能源因素对工业品的影响，预计短期内工业品呈现偏强态势。

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 21 日	国常会：持续推动物流降本提质增效	加大物流仓储设施等领域投资；加快完善绿色贸易政策制度体系	促进统一大市场建设
	10 月 21 日	俄乌进程一波三折	欧洲首次明确响应特朗普，呼吁“立即停火”	俄乌冲突的走向依然有很大不确定性
数据	10 月 25 日	美国 9 月核心 CPI 增速放缓，	美国 9 月核心 CPI 环比增长 0.2%，为三个月来最慢增速	数据大幅提升美联储年内两次降息的预期
	10 月 20 日	三季度 GDP 同比增长 4.8%	前三季度同比增长 5.2%	全年目标基本完成
事件	10 月 24 日	党的二十届四中全会审议通过“十五五”规划建议	全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标	确定了科技突破的政策目标

资料来源：中金财富期货研究所

2 九月经济数据点评：总量预期达标，结构仍需优化

第三季度实际 GDP 同比增长 4.8%、预期 4.8%、前值 5.2%；9 月规上工业增加值当月同比增长 6.5%、预期 5.2%、前值 5.2%；社会消费品零售总额当月同比增长 3.0%、预期 3.1%、前值 3.4%；固定资产投资累计同比增速-0.5%、预期 0.03%、前值 0.5%。

经济增速预期达标。

第三季度实际 GDP 环比增速较第二季度小幅上行，显示经济仍具韧性；单季度同比增速预期内放缓，但累计同比增速达 5.2%，实现全年经济增长目标可期。“反内卷”政策治理取得成效，GDP 平减指数同比降幅收窄。结构上，贸易挑战加剧背景下，三季度净出口对实际 GDP 增长拉动基本持平于二季度，而最终消费支出和资本形成总额的合计贡献却有所放缓，内外需分化加剧。分产业来看，第二产业当季同比增速受建筑业压制降幅最为明显。展望来看，四季度经济面临高基数、出口回落和前期政策效果递减的多重压力，但随着新型政策性金融工具启动、地方债结存限额盘活在内的政策接续下达，放缓趋势应能得到平稳过渡。另外，随着“十五五”开启，稳增长、扩内需、提振价格的诉求也将带动新一批增量政策出台，护航明年开年增长。

生产尚有一定支撑。

9 月全国规上工业增加值同比增速受出口和季节性效应带动显著回升。分行业来看，汽车、食品、通用设备当月同比增速回升较多，高技术制造业同比增速也再次回到两位数区间。服务业生产指数同比增速与前值持平，信息和金融行业维持高增。另外，本季度工业企业产销率和产能利用率均有小幅提高，“反内卷”政策下供需矛盾有所缓和。展望来看，短期工业生产或受到出口走弱制约。

消费内生动能不足。

9 月社会消费品零售总额同比增速在餐饮消费下滑和“以旧换新”补贴效果减弱的影响下连续第四个月放缓。部分补贴范围内的产品，如家电、文体办公用品等，同比增速在高基数作用下回落更为明显。伴随着人均可支配收入同比增速的再次下滑，消费者的消费意愿也在走弱。展望来看，计划内“以旧换新”政策或难在高基数扰动下再有显著表现，这意味着消费还需系统

性长效政策支持，“十五五”有关政策大概率会在现有生育补贴、服务消费、社会保障的路线上进一步加码。

3 流动性：10 月净投放 6000 亿元

10 月 24 日，中国人民银行发布公告称，为保持银行体系流动性充裕，10 月 27 日央行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 9000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期，这也是央行连续第 8 个月加量续做 MLF。10 月有 7000 亿元 MLF 到期，因此央行在开展 9000 亿元 MLF 后将实现净投放 2000 亿元。此外，本月央行还开展了 17000 亿元的买断式逆回购，对冲到期的 13000 亿元买断式逆回购后实现净投放 4000 亿元。

总的来看，央行本月中期流动性净投放将达 6000 亿元，规模与上月相同，净投放规模持续处于较高水平。在 5 月降准释放长期流动性 1 万亿元之后，近五个月中期流动性持续处于净投放状态，且近三个月净投放规模显著扩大。

央行为何要持续加量操作？

主要原因是：首先是配合财政政策，支持政府花钱和企业贷款。其次是稳定市场预期，防止利率上行。最后是释放明确的政策信号：货币政策会持续支持经济。

4 宏观策略

经历中国稀土管制引发的中美博弈降温，以及美国 CPI 低于预期助攻，外围市场，尤其是美国市场，重回到降息预期和 AI 叙事的资产吹泡沫阶段，反观商品市场，上述因素影响不断，反而需要注意油价反弹和焦煤偏强等能源因素对工业品的影响，预计短期内工业品呈现偏强态势。

5 股指期货市场分析

指数继续新高

本周市场大幅上涨。周度表现看，其中沪深 300 指数+3.24%，上证 50 指数+2.63%，中证 500 指数+3.46%，中证 1000 指数+3.25%，其中上证 50 创反弹新高，带动最具代表性的上证指数也创出新高。

指数估值：估值全面上涨，创业板指领涨。宽基指数：估值跌多涨少，上证 50 领涨。PE-TTM 历史分位：各指数全面上涨，创业板指领涨，涨 5.9 个 pct。PB-LF 历史分位：各指数全面上涨，沪深 300 领涨，涨 8.8 个 pct。风格指数：估值涨多跌少，大盘风格领涨。PE-TTM 历史分位：各风格涨多跌少，大盘风格领涨 4.2 个 pct。PB-LF 历史分位：各风格涨多跌少，大盘风格领涨 11.0 个 pct。

行业估值：PE 估值家电，PB 估值石油石化。行业 PE：估值涨多跌少，家电领涨。PE-TTM 历史分位：各行业估值涨多跌少，家电领涨 7.1 个 pct。PE-G 对比：电力设备及新能源具有性价比。行业 PB：估值涨多跌少，石油石化领涨。PB-LF 历史分位：各行业估值涨多跌少，石油石化领涨 12.4 个 pct。PB-ROE 对比：银行具有性价比。

情绪：交易活跃度下降，换手率全面下降，成交额全面下降。换手率：各指数全面下降，创业

板指降幅最小，录得-1.2%。成交额：各指数全面下降，上证指数降幅最小，录得-13.3%。两融余额：截至 2025/10/24，两融余额 2.45 万亿，相较 2025/10/17 上涨 0.89%。融资买入额占比：截至 2025/10/24，融资买入额占全 A 成交额比例 10.65%，相较上周均值下降 2.19 个百分点。

指数有望继续上行

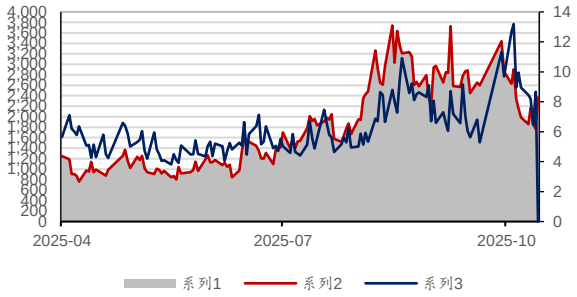
指数在缩量的情况下继续新高，其态势有望，契机在于三个：

一是三季报将在 10 月底披露完毕，当前 AI 产业景气度和市场预期处于强势上行期，叠加十五五对科技的定调，预计市场重回成长风格抱团，从而继续维持业绩相对优势。

二是月底韩国 APEC 峰会上，中美两国元首有望会晤，中美贸易紧张局面有望进一步缓释。

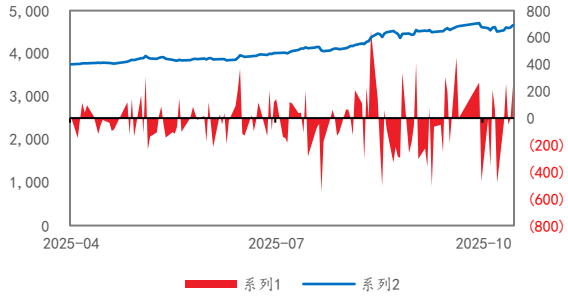
三是美联储进入持续降息周期的概率大增，美股有望继续上行。

图表 8：融资融券数据图



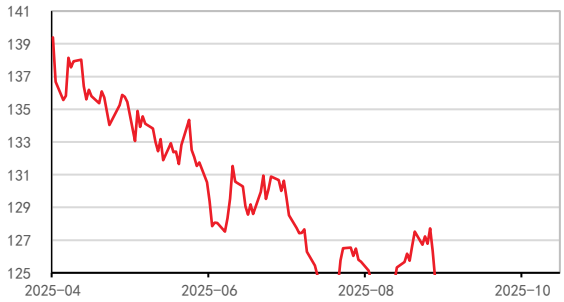
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



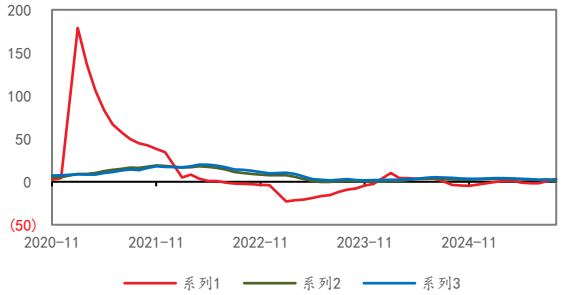
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%。

2025 年 8 月电解铜进口 26.4 万吨，环比-11.0%，同比+5.9%；1-8 月累计进口 220.7 万吨，同比-5.1%。出口 3.7 万吨，环比-68.9%，同比+19.4%；1-8 月累计出口 46.3 万吨，同比+15.0%。1-8 月累计净进口 174.4 万吨，同比-9.3%；1-8 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 https://m.cnal.com/news/653544/https://www.shmet.com/news/newsDetail-2-905168.html，采购积极性不高。现货交易多以刚需采购为主 https://www.shmet.com/news/newsDetail-2-905168.html，整体备货情绪有限 https://m.cnal.com/news/653544/http://goodsfu.10jqka.com.cn/20251010/c671622890.shtml。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

印尼 Grasberg 铜矿停产事件，加剧铜矿供应担忧的问题。原料短缺，废铜价格持续高位，10 月国内仍有冶炼厂将进入检修状态，国产供应量进一步缩减 https://www.cnfin.com/dz-lb/detail/20251021/4320479_1.html。高铜价影响，企业备库谨慎，库存维持低位。当前沪铜市场在强劲的供应支撑与宏观不确定性之间博弈，将继续维持高位震荡的格局

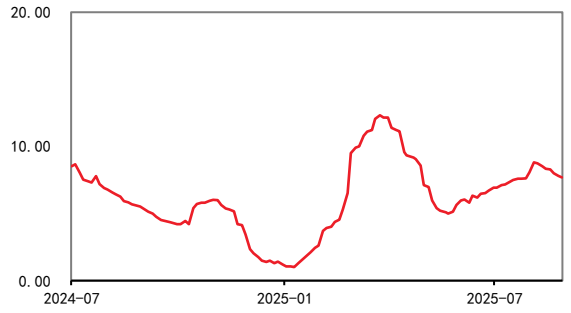
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



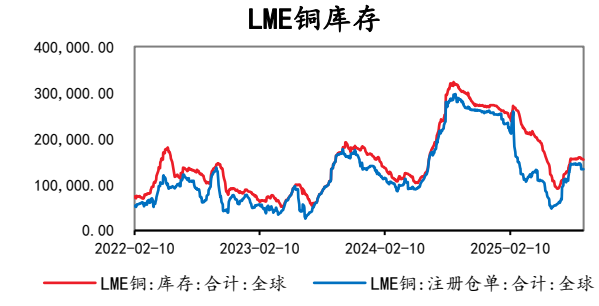
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



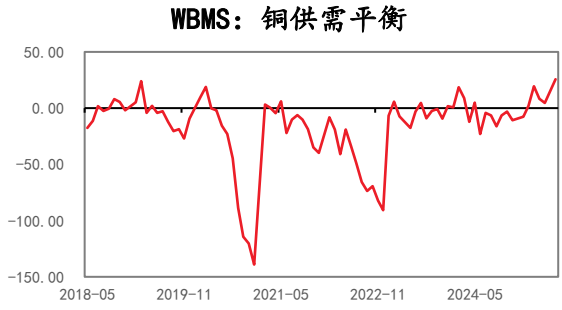
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



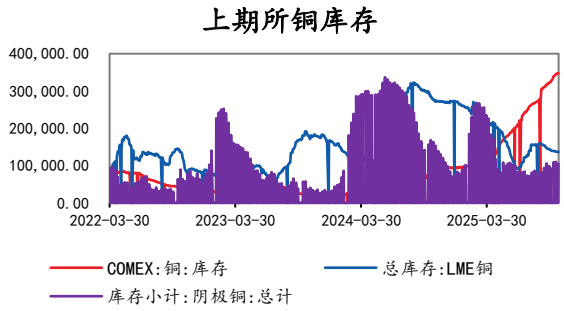
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



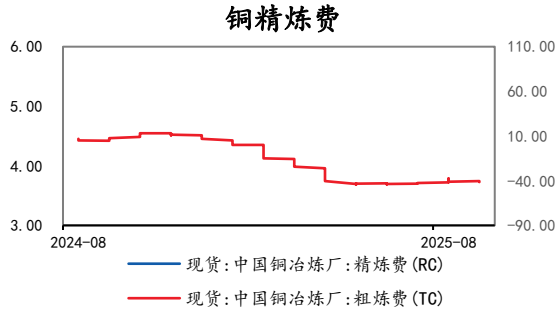
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌矿加工费上行乏力

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。随着北方开始降温，预计该产量继续下滑，国产锌矿供应紧张。矿供需格局正在迎来转变的节点，国产加工费预计仍会继续下调，而进口加工费或已接近值。

高产量已经入阈值

根据 SMM（上海有色网）数据，9 月中国精炼锌产量预计在 58.5 万吨左右，环比 8 月增加约 2.5%。安泰科的数据也显示，其重点企业样本产量环比增幅超过 3%。尽管锌矿加工费有所下调，但绝对利润水平依然存在。大型冶炼厂为了完成年度生产目标和享受此前签订的长单优惠加工费，维持了极高的开工负荷。虽然国内锌矿供应偏紧，但进口锌矿窗口持续打开。冶炼厂通过大量使用进口矿来弥补国内原料的不足，保证了生产线的稳定运行。8-9 月间锌矿进口量维持高位。再者 8 月份部分冶炼厂的常规检修在 9 月份已经结束，产量自然恢复，贡献了环比增量。

据百川数据显示 10 月中旬锌冶炼平均利润为 719 元/吨，较 9 月初下滑了近 300 元/吨。受加工费下调和硫酸价格下跌等因素影响，利润明显收缩，未来冶炼锌产量是否继续维持高产能，还得关注火烧云项目是否会推迟出品，以及市场下游接受度。

需求低迷压制价格走势

镀锌、压铸等行业订单不佳，企业多按需采购 https://cmcc.china-mcc.com/news_show-103-6395.html。作为用锌大头，受房地产下行拖累严重，新开工项目不足。虽有机场、高铁等大型项目支撑，但传统地产相关的脚手架、钢结构订单惨淡。多数镀锌厂订单仅维持刚需，成品库存偏高，利润微薄。下游各环节，从镀锌厂到锌合金压铸厂，都面临订单不足和利润微薄的问题，行业竞争异常激烈。

光伏支架和风电塔筒的镀锌需求随着“双碳”战略的推进而持续增长。同时，国家电网的持续投资也为电力铁塔的镀锌需求提供了稳定支撑。这是镀锌板块中最坚实的增长点。

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%。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。

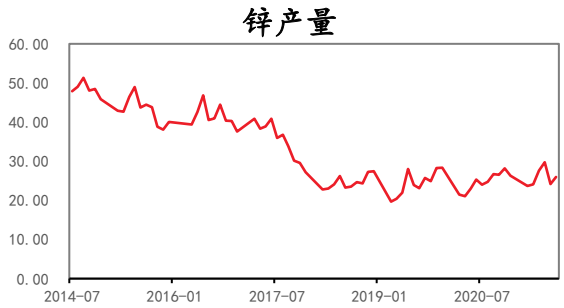
2 总结

目前冶炼厂锌精矿库存已补充至同期中位水平以上，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市场货源充裕。疲弱的需求是压制国内锌价最核心的因素，导致锌价上方阻力重重。下游企业普遍采取“按需采购”的策略，备库意愿极低，这导致“金九银十”的传统消

费旺季表现不及预期。中美贸易摩擦带来的不确定性依然是市场焦点，产量将维持高位但已触及天花板，中长期存在下行压力。

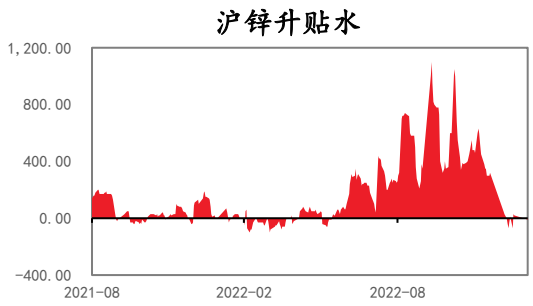
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



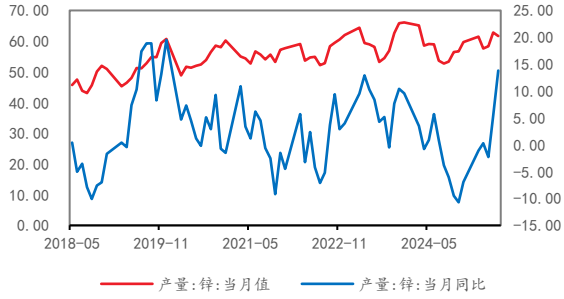
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



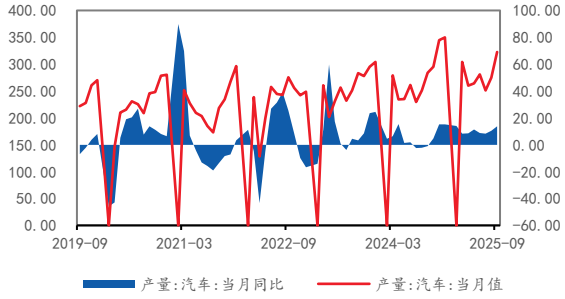
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 政策托底有限，供给端收缩预期落空

上周召开的二十届四中全会在总体基调上延续了“稳中求进”的主线，市场期待的供给侧收缩并未出现。公报中虽提及“双碳政策”，但未提出新增约束性指标，意味着“碳达峰”进程压力不大，短期内供应收缩的预期落空。房地产方面，会议提出“推动房地产高质量发展”，较“十四五”时期未提及地产略有改善，但实质上仍属托底表述，并未出现“大力刺激”的信号。政策目标从“稳投资”向“保民生、稳就业”转变，地产高增长周期难以重启。

值得注意的是，公报中强调“要做好安全生产和维护稳定工作，压紧压实安全生产责任，坚决防范和遏制重特大事故发生”。这意味着焦煤、焦炭等高风险行业将面临更严格的监管和安全生产审查，叠加“反内卷”政策的长期约束，未来双焦让利格局或将被打破，供给端弹性被削弱，成本支撑进一步强化。

2 中美谈判：短暂缓和背后仍是长期博弈

周末举行的中美高层谈判虽在形式上释放出“沟通恢复”的信号，但公告中“美方表达立场是强硬的，中方维护利益是坚定的”揭示了双方的根本分歧依旧。当前中美关系已进入结构性竞争阶段，短期的缓和更像是一种“中场休息”，为未来更激烈的科技与产业博弈做准备。对于黑色系而言，谈判结果对宏观情绪的提振有限，后续中美在新能源、钢铁、制造业等领域的产业竞争可能会进一步影响出口与定价权格局。

3 铁矿趋弱、双焦走强

10 月 20 日，几内亚西芒杜项目首列重载矿石列车发车，标志着该项目进入正式投运阶段，意味着西非铁矿资源将逐步进入全球供应体系。中长期看，西芒杜项目的 1.2 亿吨潜在产能若提前达产，或将改变全球铁矿供应格局，使矿价从“卖方市场”逐步转向“买方市场”。不过短期来看，由于首批发运量较小、运输链条仍在磨合，实际影响有限。

与铁矿相对的，是双焦价格的持续走强。焦煤作为“反内卷”政策的核心品种，产量受到强约束。国家能源局 108 号文对焦煤超产企业的核查尚未全部公布，未来若核查结果落实，主产区供应可能进一步收缩。同时，四中全会再次强调安全生产责任，将使煤矿安全检查趋严。叠加蒙古政治动荡导致进口煤运输不畅，短期焦煤供应受限，双焦价格韧性增强，对钢价形成明显成本支撑。

4 库存降幅扩大，表需回升但利润明显收缩

上周全国高炉及电炉产能利用率均小幅回落。247 家钢厂高炉产能利用率为 89.9%，环比下降 0.4 个百分点，同比增加 1.9 个百分点；五大品种钢材周产量为 865.3 万吨，环比上升 1.0%，同比下降 0.9%。长流程产量略有回落，日均铁水产量降 1.0 万吨至 239.9 万吨。钢材结构上，螺纹钢增幅大于热卷，显示出部分区域项目施工恢复带动建筑钢材产量的回升。

库存方面，五大品种钢材周社会库存为 1099.7 万吨，环比下降 2.3%，同比增加 25.5%；钢厂库存为 455.2 万吨，环比下降 0.3%，同比增加 14.8%。钢材总库存降幅扩大，周度下降 1.7%，较上周降幅扩大 0.6 个百分点，其中社会库存去化速度明显快于钢厂库存，表明贸易端库存去化积极，终端需求在逐步恢复。

需求端表现较前期有所改善。五大品种钢材周表观消费为 892.7 万吨，环比增长 2.0%，同比下降 2.0%。其中螺纹钢表观消费为 226.0 万吨，环比上升 2.8%，同比下降 12.3%；热卷需求回升幅度更为明显。建筑钢材成交周均值为 10.1 万吨，环比上升 2.9%，反映市场成交活跃度有所提升。整体来看，随着秋季施工逐步恢复，终端需求边际回暖，但房地产拖累与出口放缓仍对总需求形成压制。

价格与盈利方面，钢材现货价格上周小幅上涨，但主流钢材品种即期毛利变动不大。247 家钢厂盈利率为 47.6%，环比下降 7.8 个百分点，较前期显著回落，主要受原料端焦煤、铁矿价格坚挺、成材利润被挤压影响。焦煤价格自前期高位回落后仍维持强势区间，矿价坚挺导致钢厂成本端压力持续存在。

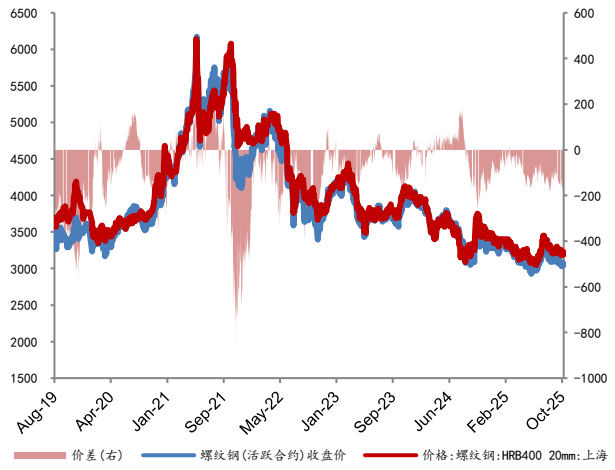
总体来看，短期供需格局仍以“高供应+弱改善需求”为特征。库存的持续去化为价格提供一定支撑，但成本高企与利润压缩抑制钢厂投产意愿。预计后续钢价将进入震荡运行阶段，重点关注国庆前终端补库节奏与阅兵期间产量扰动的延续性。

5 小结

总体来看，当前宏观层面虽存在一定利好预期，但基本面疲弱的格局并未改变。铁水产量依旧维持在高位，供应过剩压力仍在。需求端复苏有限，出口虽在短期内对冲了内需下滑，但随着关税常态化与海外需求趋弱，出口贡献边际递减。随着钢企利润率明显下滑，成本压力逐步传导至生产端，无论是市场因素还是政策因素，都将推动铁水产量阶段性下降。

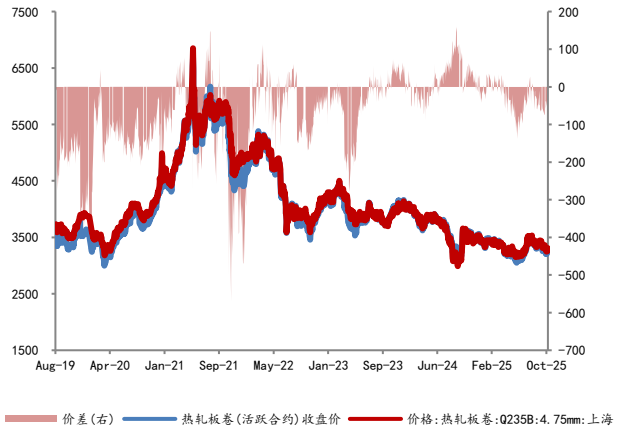
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



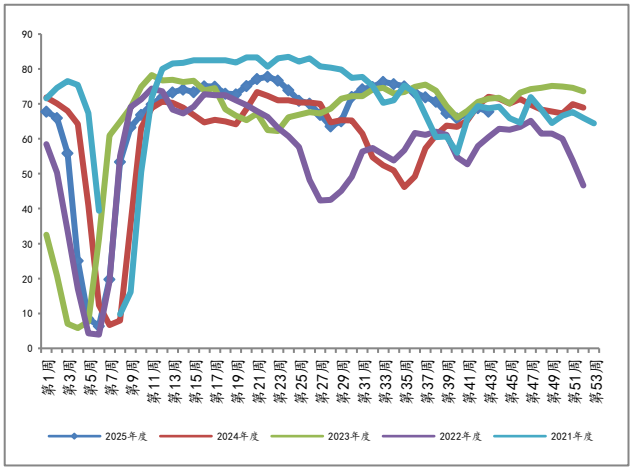
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



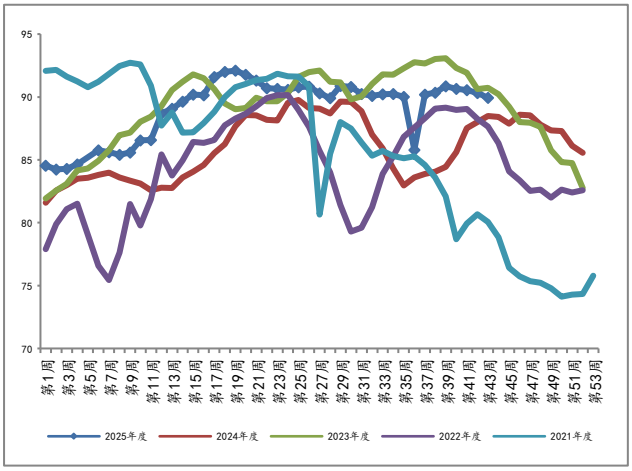
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



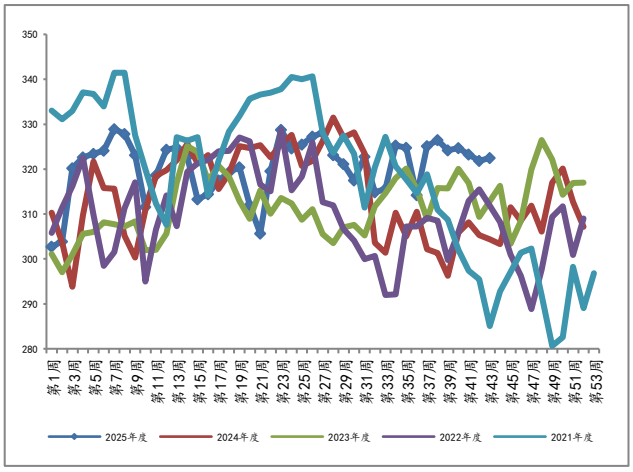
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



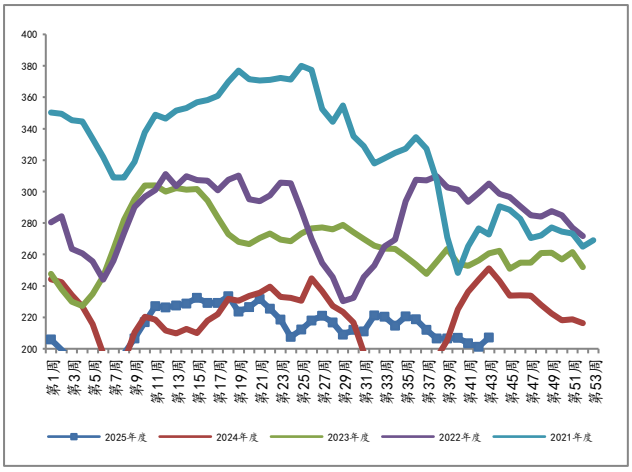
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



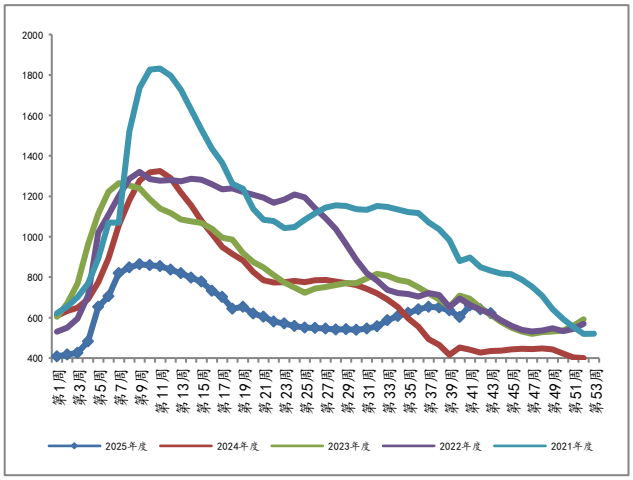
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



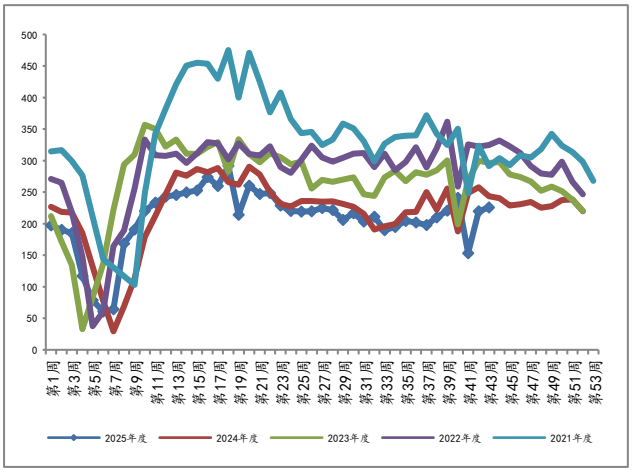
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 OPEC 真实产量成谜

在基本面劣化的一致性预期下，叠加中美贸易争端 2.0 风险发酵，国际油价长期运行区间正面临向下突破的考验。

然而摩根士丹利研究指出，OPEC+实际增产规模和有效闲置产能可能远不及纸面数字，业界对于原油供需平衡的估计或存在重大分歧。当前原油市场的核心矛盾是过剩问题，鉴于全球能源需求相对稳定透明，测算过剩敞口的难点集中在供应端，尤其是围绕 OPEC+真实产量的迷雾。

参照 7 大主流能源机构（EIA、IEA、S&P Global、Energy Aspects、Rystad Energy、Argus、Petro-Logistics）的数据，对 OPEC 原油产量的统计误差在 2022 年仅有 40-50 万桶/日，但从 2023 年开始出现分化，到 2025 年估值极差达到 150 万桶/日。大摩援引多数原油现货业者看法，Petro-Logistics 的模型具有较高采信价值，推测目前 OPEC+很可能已无法完成其增产目标，而只是在提高理论配额上限。

我们认为，尽管过剩预期仍将压制油价，但市场对供应增长和再平衡路径的理解可能存在偏差，关注国际基准油价在 60 美元大关的支撑。

2 闲置产能余额不足

除了围绕在 OPEC+真实产量的层层疑云外，全球原油产能扩张上限则是另一大疑点。回顾近年来历次重大风险事件，OPEC+凭借其减产积累的大量闲置产能，在全球原油体系中起到安全垫的作用，这种应对短期供应中断的能力，也可视作未来进一步增产的潜力。

大摩参考国际能源署 IEA 调查，结合 Petro-Logistics 信息渠道和油轮追踪，估算出目前 OPEC 的有效闲置产能远低于外界普遍预期，仅在约 290 万桶/日的历史偏低水平，经验上通常认为健康的闲置产能在 400-500 万桶/日左右。当然，沙特、阿联酋等核心产油国可以加大投资提高产能，但到 2026-2027 年期间，闲置产能基本决定了可持续生产的上限。如果这一增产空间的确有限，市场对于发生极度过剩场景的预期可能过于悲观。

3 页岩油业扩张见顶

有观点提出，当前原油市场形势与 2019-2020 年一季度的情况高度相似，彼时美国页岩油业发展如日中天，而目前美国原油产量攀升至 1364 万桶/日，再度创下历史新高。但我们认为，现阶段原油交易逻辑与 2020 年有所不同。随着 WTI 价格跌破 60 美元/桶的盈亏平衡线，开发新钻井正变得无利可图，油服 Baker Hughes 数据显示，美国运营中的活跃石油钻机数量已降至 418 座。尽管技术进步提高了生产效率，促使单井产量有所增加，但 2022-2024 年价格红利期的扩张惯性已经被打破，未来随着 DUC 库存告罄，预计美国页岩油产能将周期性见顶回落。

4 过剩形势依旧严峻

随着夏季出行高峰期结束，全球原油市场正进入并将长期处于累库格局中。美国能源信息署

（EIA）高频数据显示，近四周美国商业原油库存增多降少，基本符合业界预期。国际能源署（IEA）指出，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。

彭博援引 Vortexa 统计，当前全球海上运输中的原油数量高达 12 亿桶，这一现象主要由 OPEC+增产所直接引发，但也反映出全球原油需求增速明显滞后于供应。值得注意的是，这些在途状态的原油还并非全部，把浮式储油库存计算在内后，海上原油总量已升至 2020 年大流行以来的最高水平。

对此业界解读为，近期的陆上和浮仓原油库存数据，表明实物市场流通货源供给充裕，而炼厂及终端的承接能力明显不足，也就是说市面上存在大量待售现货，侧面佐证了过剩形势严峻仍是事实。

5 地缘题材低位救场

欧美加大对俄罗斯能源行业的制裁力度，加上特朗普对关税问题态度缓和，配合估值低位推动国际油价反弹。

美国财长贝森特宣布，对俄罗斯石油公司和卢克石油公司进行制裁，两家企业共占俄罗斯原油出口总量的近 50%，旨在减少该国财政收入以削弱其战争能力，但未明确提及制裁生效日期。特朗普和普京原计划在匈牙利举行的会晤已被搁置，8 月阿拉斯加会晤后谈判几乎毫无进展，于是加码制裁来敦促俄罗斯达成与乌克兰的停火协议。同一日，欧盟成员国就第 19 轮对俄罗斯制裁措施达成一致，将首次全面禁止俄罗斯液化天然气进入欧洲市场，并将俄罗斯原油价格上限下调至 47.6 美元/桶。

另一方面，特朗普承认，对华加征高关税不可持续，预计会在 APEC 峰会上就贸易问题达成协议，TACO 预期令担忧情绪短暂降温，进而提振原油市场信心。

6 熊市周期基本确认

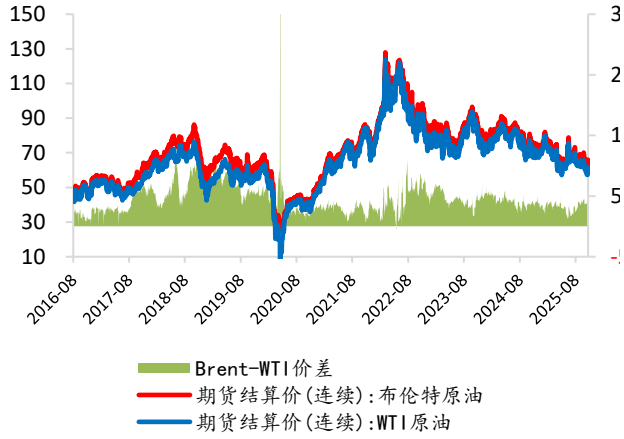
原油市场的主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势整体降温，令国际原油或将在 2025 年末到 2026 上半年表现出显著的熊市特征，但期间仍存在各种不确定性因素。

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。

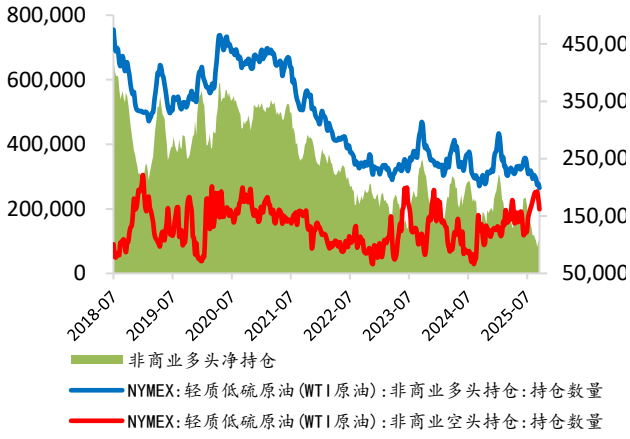
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



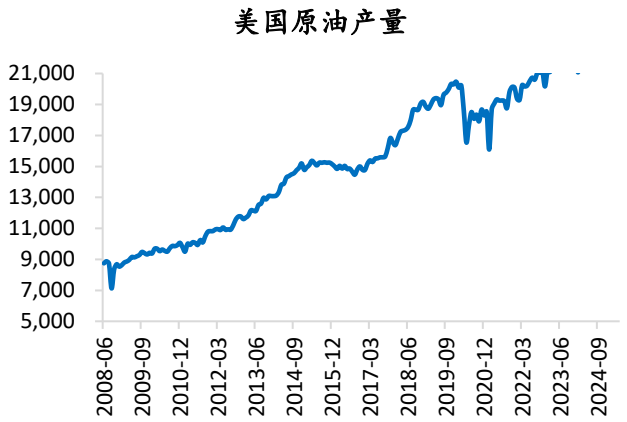
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



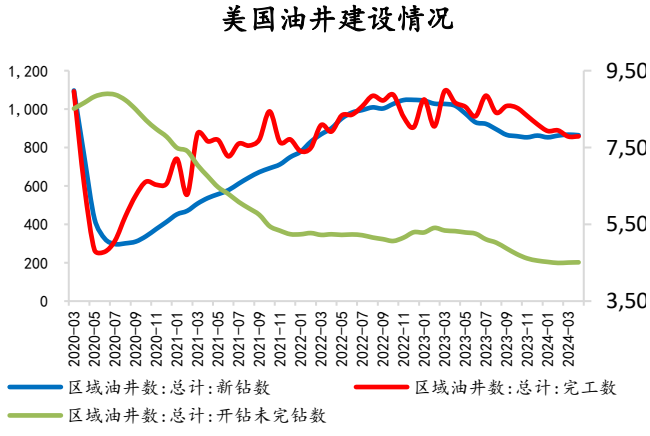
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



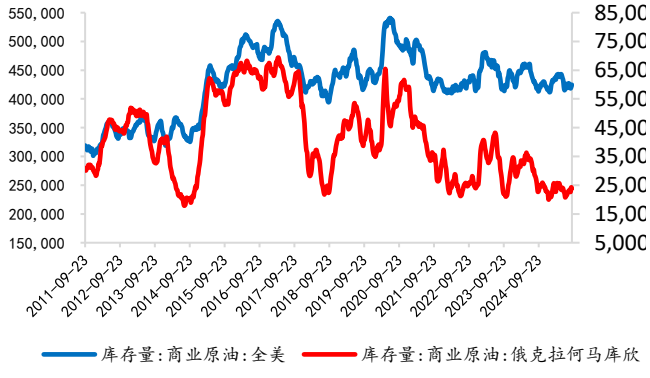
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



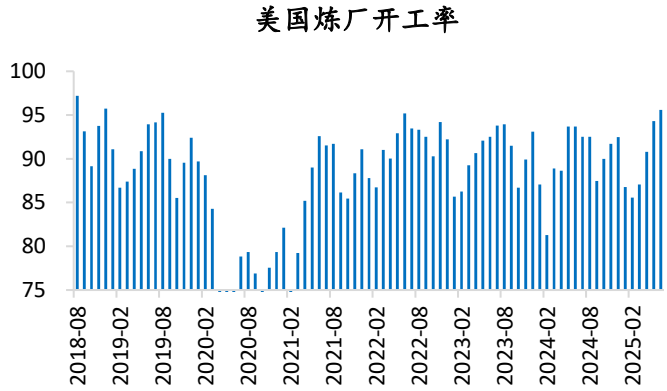
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



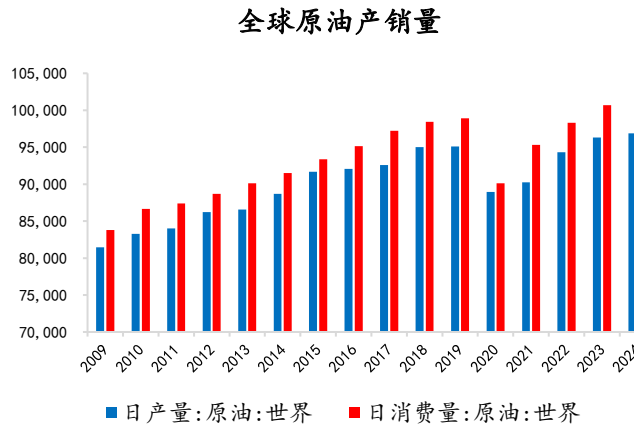
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 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。

2 天气好转原料上量

天然橡胶供应上量预期令成本支撑松动，多头信心不足，现货成交乏力，行情低位弱稳整理。

近期受台风等天气影响，东南亚中南半岛地区降雨情况再度增多，但降水量已较前期雨季有所减少。日前台风“风神”进入南海，对海南及越南等产区割胶作业造成一定影响，短期在一定程度上仍存扰动。不过长期来看，四季度台风多发期即将结束，根据 NOAA 预测厄尔尼诺指数（ONI）维持在合理区间，未来极端天气发生的可能性较小。

随着国内外主产区向旺产季过渡，天气恢复有利于原料加速上量，对橡胶价格利空压制增强。截至 10 月中旬，泰国胶水和杯胶价格分别为 54.1 和 51.0 泰铢/公斤左右，胶水-杯胶价差走缩；同期，云南胶水进浓乳厂价格为 13.7-14.1 元/公斤，海南民营加工厂胶水收购价格在 15000-15300 元/吨。

上游原料递增趋势明显，下游则以刚需采购为主，但目前青岛地区仍保持去库态势，如无新的宏观因素冲击，沪胶短期或有望修复情绪。

3 供需边际劣化有限

国内现货端仍维持递增趋势，海关总署公布的数据显示，2025 年 9 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 74.2 万吨，同比大幅增加 20.8%；前三季度中国橡胶进口量总计 611.5 万吨，较上年同期的 512.8 万吨增加 19.2%。

下游金九银十过后或迎来转折，今年免购置税叠加购车补贴政策下，终端消费购车热情高涨，但提前透支部分需求，临近年末将逐渐退潮。天然橡胶刚需实际变化不大，主要受中美贸易争

端影响，出口转弱预期使得交投氛围不佳。

作为供需此消彼长的直观呈现，沪胶一大关键指标始终是主港库存。自 8 月以来，青岛地区转入并维持去库周期，目前库存数据和去库节奏符合季节性规律。

在供需预期边际劣化之际，国内天然橡胶现货库存仍维持去库态势，配合估值调整对沪胶期货盘面形成支撑。

4 去库状态尚可维系

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，但目前尚未得到证据支持。

港口库存方面：截至 10 月中下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存量合计 43.75 万吨，环比上期减少 1.86 万吨或 4.07%；其中，保税区库存 6.96 万吨，下降 1.70%；一般贸易库存 36.79 万吨，下降 4.51%。出入库情况来看，青岛天然橡胶样本保税仓库入库率减少 2.14 个百分点，出库率增加 1.01 个百分点；一般贸易仓库入库率减少 1.97 个百分点，出库率增加 2.21 个百分点。

社会库存方面：截至 10 月中旬，中国天然橡胶社会库存总计 108 万吨，环比上期减少 0.77 万吨或 0.7%；其中，深色胶社会库存为 66 万吨，下降 0.08%；浅色胶社会库存为 42 万吨，下降 1.7%。在观察到明显的累库迹象之前，预计短期沪胶弱稳整理运行。

5 强现实弱预期过渡

总体而言，天然橡胶市场处于强现实向弱预期过渡和兑现阶段，宏观和基本面相比三季度出现明显转弱迹象。

在供需关系趋于季节性宽松的背景下，特朗普再次掀起关税战风波，沪胶因其敏感的金融属性首当其冲，大跌重挫后弱稳运行。接下来在避险情绪释放后，应关注 APEC 上东西方领导人会晤能否达成共识，参考 4 月对等关税经验，目前市场对贸易形势多采取观望态度，部分激进交易者再次押注 TACO，但仍需警惕宏观环境继续恶化的可能。

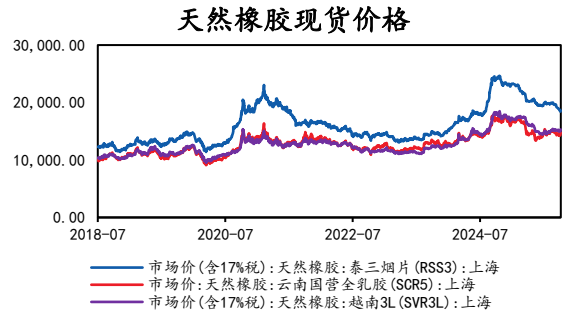
我们认为，天然橡胶短期内基本面变化不大，仍以宏观和金融属性的交易逻辑为主，从估值的角度看，系统性风险在下跌后已得到计价，后市单边行情驱动有限。

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。

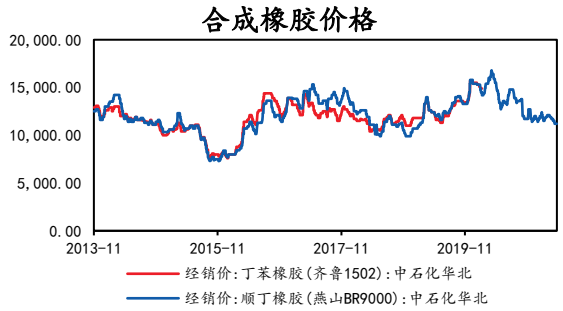
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



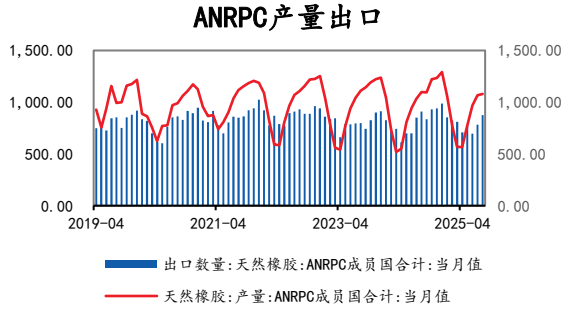
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



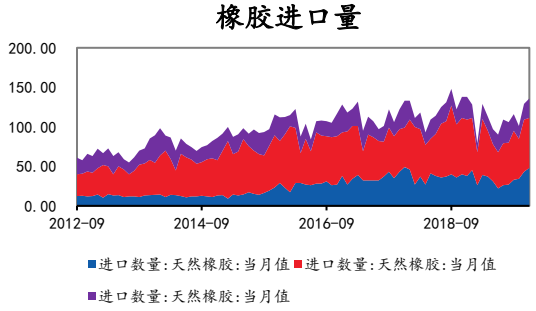
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



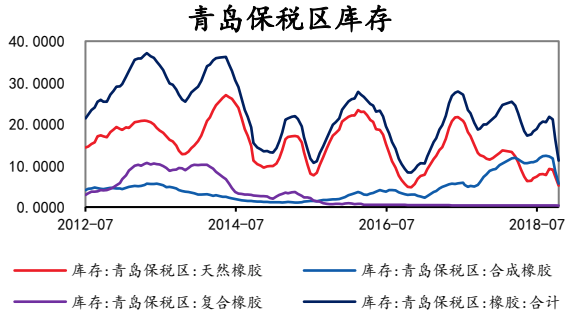
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



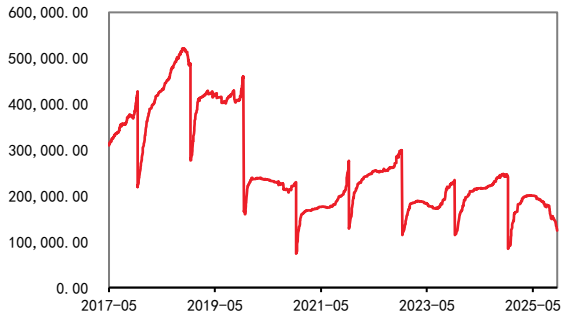
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



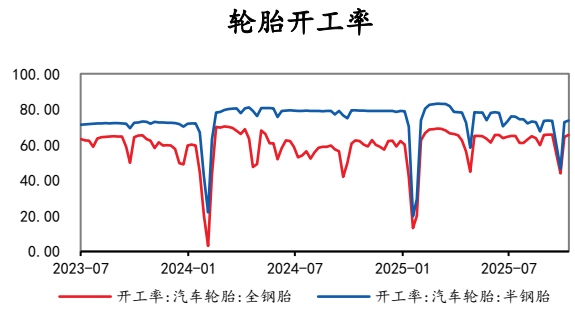
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



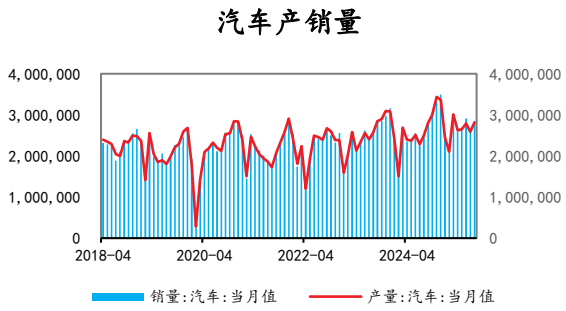
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆震荡回升，国内豆粕触底反弹油脂震荡回落

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。市场预估截至 10 月 18 日，美豆收割率约为 73%。美豆未受到早霜影响，整体收割进度保持正常，市场预计 2025 年美豆产量维持在 1.16 亿吨左右，预估区间介于 1.14-1.19 亿吨。因中美尚未达成贸易协议，新季美豆保持对华零出口状态，市场密切关注即将举行的新一轮中美贸易谈判能否打破大豆贸易僵局。与此同时，市场对美豆拓展其他出口目的地抱有一定期待，从而缓解了美豆库存压力。

巴西大豆开局良好，产量前景保持乐观

农业咨询机构 AgRural 表示，截至 10 月 16 日，巴西大豆种植率达到 24%，高于去年同期的 18%。巴西植物油行业协会（Abiove）预测，巴西 2025/2026 年度大豆产量预计将达到 1.785 亿吨纪录高位，高于上年度的 1.718 亿吨。目前主流分析机构多对巴西新年度大豆产量保持乐观预期。巴西是全球第一大大豆生产国和出口国，该国大豆增产有助于维持全球大豆供应宽松格局。

马来西亚棕榈油产量增幅大于出口增幅，印尼 B50 政策受关注

船运调查机构 ITS 和 AmSpecAgri 发布的数据显示，10 月 1-20 日马来西亚棕榈油出口环比增幅分别为 3.4%和 2.5%，增幅将前期明显回落。马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，马来西亚 10 月 1-20 日毛棕榈油产量环比增长 10.77%。印尼能源部长表示，2025 年 1-9 月印尼生物柴油消费量同比增加近 10%。印尼政府曾多次表示要在明年实施 B50 生物柴油消费计划。印尼是全球最大的棕榈油出口国，该国实施 B50 计划将削减棕榈油出口份额，将造成国际棕榈油供给减少。因此，印尼 B50 计划的相关进展一直是影响棕榈油价格的关键因素之一。

2 国内豆类市场分析

油厂开工率快速恢复，豆粕库存降至 100 万吨之下

根据 Mysteel 农产品对全国动态全样本油厂调查情况显示，第 42 周（10 月 11 日至 10 月 17 日）油厂大豆实际压榨量 216.62 万吨，开机率为 59.59%。预计第 43 周（10 月 18 日至 10 月 24 日）国内油厂开机率继续上升，油厂大豆压榨量预计 233.35 万吨，开机率为 64.19%。全国油厂豆粕库存下滑至 97.62 万吨，周度减少 10.29 万吨，降幅为 9.54%，同比去年仍增加 3.90 万吨，增幅 4.16%。国庆假期后下游陆续进行不同程度的补货，且节后豆粕价格有所下跌，性价比凸显，在四季度供应仍有担忧的预期下，下游饲料企业提货积极性尚可。由于目前下游养殖大多仍处于亏损状态，因此豆粕采买基本维持刚需，备货意愿相对不高。与此同时，临近月底，中美会谈的不确定性和国内高开机高压榨的现状仍对市场施压，市场观望等待情绪较高，对粕价提升作用有限。

国内三大油脂库存回落，棕榈油性价比下降

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 255.68 万吨，周度下降 3.76 万吨，其中豆油和菜油库存分别下降 4.56 万吨和 1.85 万吨，棕榈油库存增加 2.66 万吨。国内大豆到港量充足，油厂开机率维持高位，豆油商业库存处于同比高位水平，虽周 度库存小幅下降，但同比仍偏高，而终端消费表现低迷，刚性需求支撑难以化解供应压力。总体来看，豆油现货市场处于“高供应”与“稳需求”的弱平衡状态，主动上涨动力不足。由于棕榈

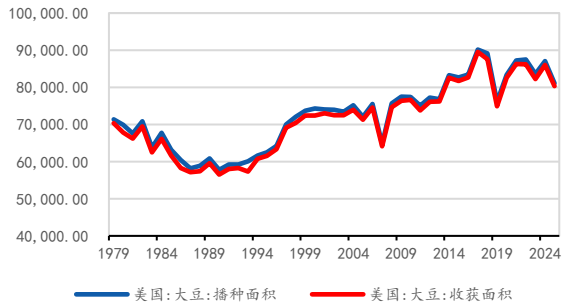
油价格长时间高于豆油价格，棕榈油性价比下降，需求不断被豆油挤占，仅维持刚需状态，进一步推动库存压力。近月尤其是 11 月船期的棕榈油买船持续增加，近端供应宽松程度扩大，对价格的阻力效应持续升高。

3 油脂油料市场展望

中美新一轮贸易会谈正在马来西亚举行，双方会谈能否取得积极成果备受各方关注。美豆寄希望于其他市场化解对华出口归零的难度较大。目前国内进口大豆到港量仍然较高，而且 5-9 月购买的大豆较去年同期多 900 万吨，加上前期增购的阿根廷大豆，均有助于延缓大豆供应缺口出现的时间。国内豆粕期货市场虽然触底回升，主要是节后获利空头集中减仓所致。缺少新资金进场，显示市场对豆粕反弹行情仍缺乏信心。国内油脂市场结束横盘整理状态集体选择向下运行，除了外盘油脂的弱势拖累外，国内需求端提振能力不足也加剧市场看空预期，叠加技术卖压，油脂市场短期走势可能依然偏弱，但调整节奏有可能受到原油强势反弹的干扰。国产大豆市场走势相对独立，期现货市场形成强势互动，豆一期货市场有望在技术买盘推动下继续保持偏强状态运行。

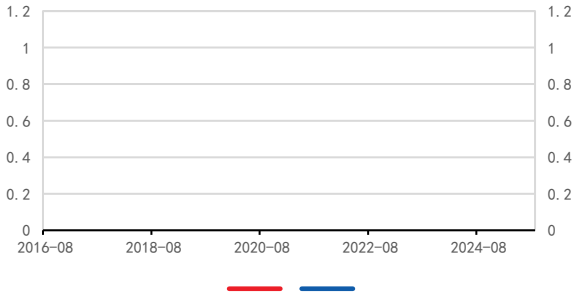
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



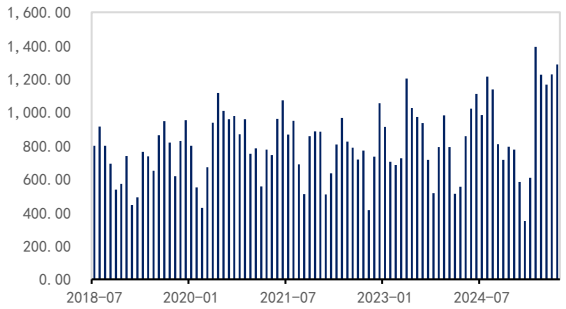
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



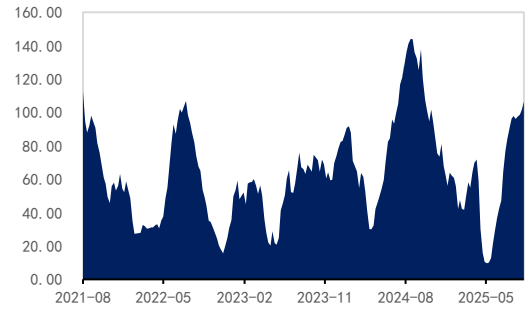
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

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

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

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

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元