中金财富期货策略周报（2025 年第 38 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：中美元首会晤之后，市场亢奋的情绪有所回落，但是整体变化不大。我们仍需要注意当前大类资产的逻辑差异巨大，股票市场完全由流动性和金融属性主导，但是大宗商品牢牢被供需关系所压制，即使金融属性较强的铜也不例外，估值扩张较为理性。整体看商品市场变化不大，震荡行情为主。

股指期货：中美贸易谈判、三季报、四中全会召开结束后，市场进入到一段时间的业绩、事件、政策的真空期，市场缺少决定方向的催化剂，因此市场会进入到一段时间的震荡阶段以等待年底的新的变化。

铜：印尼 Grasberg 等全球多座大型铜矿因故减产，导致铜精矿供应紧张。冶炼环境仍较差，部分冶炼厂仍面临亏损状态，未来可能引发减产，供应预期开始小幅走低。近期宏观上的需求预期推动是对铜价震荡走强的主要驱动，在未出现风险的情况下，铜价相对走势偏强，但突破走高仍缺乏驱动，需要密切关注宏观风向的转变，以及“故事”与“现实”之间的差距。

锌：供应宽松逻辑由锌矿端传导至锌锭端，并逐步兑现，目前国产 TC 与进口矿 TC 均下行，叠加硫酸价格回落，冶炼利润压缩背景下后续供应增产幅度或有限。下游各版块开工率持续走低回落，整体需求疲软，难以拉动需求。沪锌短期内缺乏明确的单边行情驱动，大概率维持震荡格局，但价格重心有缓慢下移的倾向。

钢材：上周中美元首会晤，中美反制措施各自或撤回或延期，宏观情绪有所回暖。但从基本面数据来看，淡季特征逐步显现，库存去化速度明显放缓，终端需求疲软，成本支撑虽在，但上行动能不足。短期内钢市缺乏实质性利好，预计弱势震荡的格局仍将延续。

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：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，基本面供需相比三季度出现明显转弱迹象。我们的经验是，通常在四季度沪胶仍可保持中高位震荡运行，以宏观和金融属性的交易逻辑为主。从估值的角度看，系统性风险在上一轮下跌后已得到充分计价，当前沪胶处于中性估值水平，后市单边行情驱动有限，因而忌追涨杀跌。

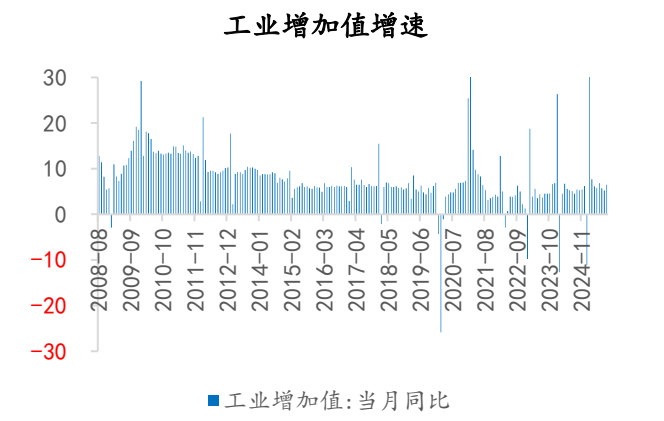
油脂油料：中美贸易谈判取得的积极成果改善美豆对华出口需求预期，为近期美豆强势反弹注入动力。受美豆基准合约升至 1100 美分附近影响，进口美豆到中国港成本将大幅提升。美豆连涨带动进口大豆成本快速升高，成本驱动通道再度打通，内外盘联动性明显恢复。从近期豆粕期货市场盘面表现看，中美恢复大豆贸易预期引发豆粕期货空头资金主动离场避险，而油脂市场的深度回调也为豆粕市场走强提供支撑。短期内豆粕期货市场技术买盘活跃，有望继续推动粕类期货短期保持偏强行情，但中长期粕价走势仍受供应压力限制，尤其是中国恢复采购美豆将进一步深化国内供应宽松局面。印尼 2025 年棕榈油强势增产削弱 B50 炒作情绪，棕榈油回吐此前价格升水，在三大油脂中重新建立价格平衡。国内棕榈油库存攀升，内外盘弱势联动，技术破位，市场抛压仍未有效缓解。受棕榈油市场弱势拖累，国内豆油和菜油价格重心震荡下移，尚未止跌。国产大豆市场走势相对独立，来自现货端的利多支撑犹存，豆一期货市场有望延续震荡偏强走势。

目录

周度策略：宏观消息扰动减弱，商品回归基本面逻辑 ..... - 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 ..... - 6 -
2 中美进入贸摩擦缓和期 ..... - 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 ..... - 13 -
1 中美元首会晤，宏观情绪修复 ..... - 13 -
2 铁矿石估值偏高，基本面偏弱 ..... - 13 -
3 焦煤受政策与供应双重约束 ..... - 13 -
4 库存降幅扩大，表需回升但利润明显收缩 ..... - 13 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 14 -
原油 ..... - 17 -
1 中美会晤宏观修复 ..... - 17 -
2 沙特力推持续增产 ..... - 17 -
3 反季去库难掩过剩 ..... - 17 -
4 天量浮仓失衡隐忧 ..... - 18 -
5 地缘题材老调重弹 ..... - 18 -
6 熊市周期基本确认 ..... - 18 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 21 -
1 金融属性超基本面 ..... - 21 -
2 旺季过渡上量预期 ..... - 21 -
3 内需尚可出口缩减 ..... - 21 -
4 期现库存延续去化 ..... - 22 -
5 合成橡胶表现分化 ..... - 22 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 22 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：贸易前景改善提振美豆连涨，国内豆类市场粕强油弱 ..... - 26 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

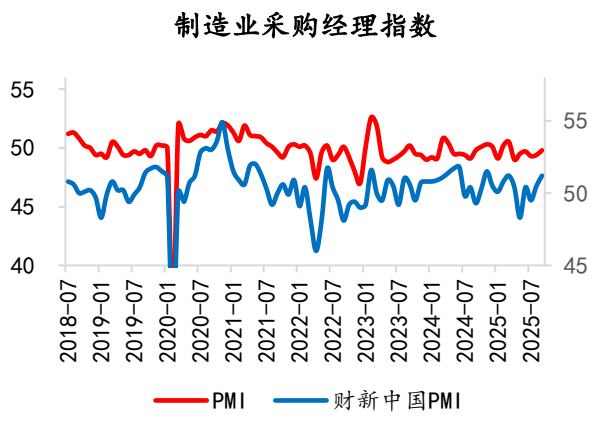
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



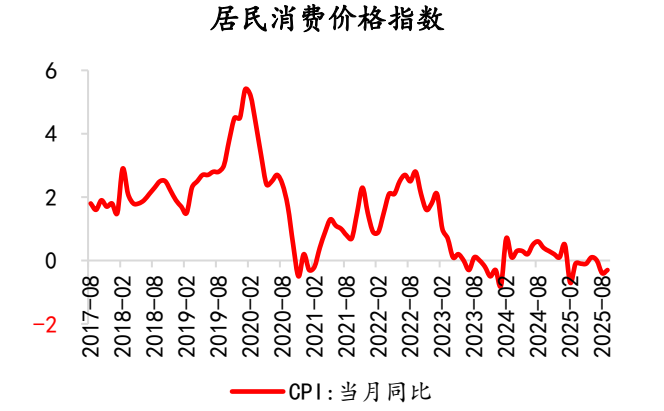
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



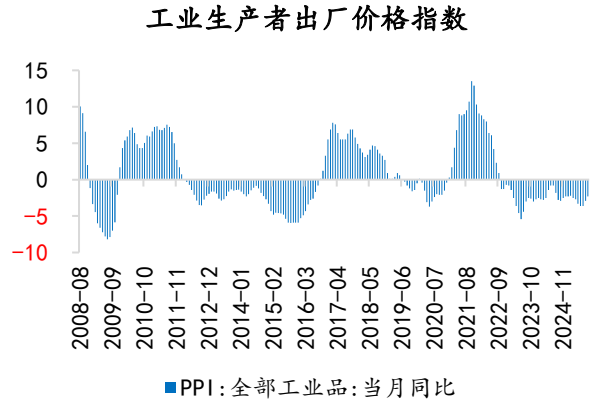
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



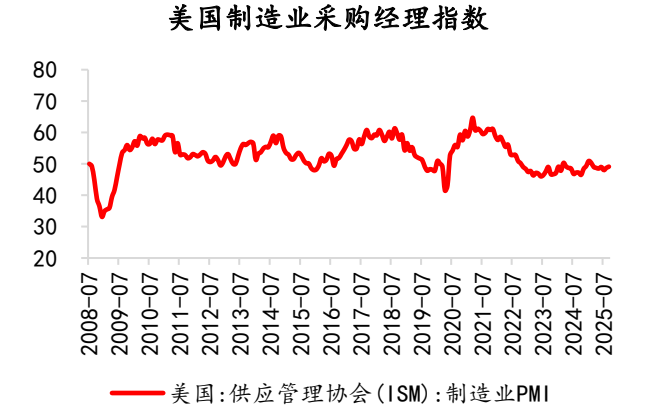
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



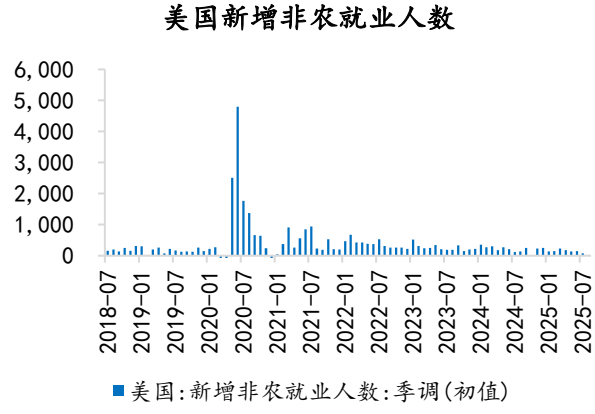
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：宏观消息扰动减弱，商品回归基本面逻辑

随着中美领导在韩国会晤结束，消息面再度进入沉浸期，我们认为消息端对商品市场的影响逐渐减弱。

PMI 转弱，企业信心仍待提振

国家统计局数据显示，10 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 0.8 个百分点，制造业景气水平有所回落。

正常来说，每年 10 月制造业 PMI 的下跌并不显意外，因为“十一”节假日放假、工作日天数边际减少，以及节前部分需求已前置释放等因素的共同影响下，通常 10 月 PMI 都会季节性走弱，2015 年以来，只有 2016 年和 2024 年成为“例外”。2016 年正值供给侧结构性改革之际，而 2024 年主要跟“924”一揽子政策下带来的市场信心提振相关。

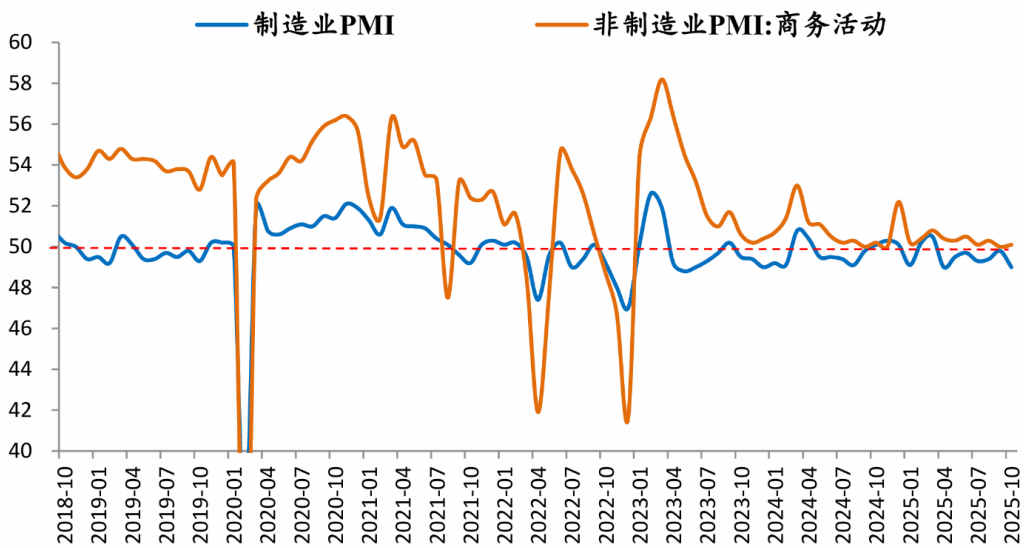
10 月制造业 PMI 属于正常现象，但是此次幅度略大，自 2015 年以来，10 月 PMI 的环比增速均值约为-0.3pct，而今年 0.8pct 的跌幅略大于季节性，反映出当前经济运行仍存在结构性矛盾。

10 月生产转弱幅度大于需求，显示企业信心有待提振。参考历史走势，相较于代表需求的 PMI 新订单指数，10 月代表生产的 PMI 生产指数降幅更超越季节性。与此同时，10 月 PMI 生产经营活动预期指数也下降了 1.3pct、录得 52.8%，年内降幅仅次于 4 月美方“对等关税”时期，反映出企业预期趋于谨慎、扩产积极性不高的现状。

PMI 转弱的核心在于需求端：内需方面，除了 PMI 新订单指数的下降，PMI 进口指数也在 10 月降至 46.8%，处于年内较低位，反映国内市场需求尚未完全复苏。外需方面，10 月 PMI 新出口订单指数下降 1.9pct 至 45.9%，体现出全球经贸环境不确定性导致的即期外需边际收缩。

同时，非制造业的运行压力也暂未完全缓解。10 月建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 49.1%、50.2%，环比增速分别为-0.2pct、0.1pct。建筑业 PMI 的下降反映出四季度基建及地产下行压力仍具，后续需要重点观察政策的变化，否则 PMI 指向需求端依然较弱。

图表 1：PMI 回落



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

鲍威尔的鹰派言论影响不大

10 月 30 日的议息会议中，美联储下调联邦基金利率 25bp 至 3.75-4.0%，符合市场预期，并宣布将于 12 月 1 日结束缩表，此后抵押贷款支持证券的赎回本金将被再投资于短期国债。会议声明与 9 月相比，对经济的表述由“增长放缓”改为“温和扩张”，部分细节修改为“现有指标”、“截至 8 月”等措辞，主因政府停摆导致了部分数据延迟发布。值得关注的是，本次会议有 2 人投下反对票，其中，米兰主张降息 50bp，施密德主张不降息，这反映出美联储内部分歧进一步加剧。

鲍威尔称，停摆前的数据显示，经济可能正朝着更稳固的轨道发展。本次降息和 9 月一样是基于风险管理的逻辑，官员们对后续如何推进政策存在严重分歧，12 月再次降息远未板上钉钉。目前利率已处在很多中性利率预估的范围内，在缺乏数据的情况下，越来越多的官员希望推迟降息，认为应至少等待一个周期。

美联储存在 12 月不降息的可能，但是实际上对市场的影响可能有限。

白宫将在今年底之前确定下一任美联储主席人选，鲍威尔对明年利率路径的影响力已经明显衰减。白宫倾向于挑选更为“鸽派”、以及肯听命于总统的人士，接任美联储主席，一旦下一任美联储主席提名得到确认，这位继任者对明年利率路径的影响力将超过鲍威尔。

宏观扰动减弱，商品市场回归自身基本面

中美元首会晤之后，市场亢奋的情绪有所回落，但是整体变化不大。我们仍需要注意当前大类资产的逻辑差异巨大，股票市场完全由流动性和金融属性主导，但是大宗商品牢牢被供需关系所压制，即使金融属性较强的铜也不例外，估值扩张较为理性。整体看商品市场变化不大，震荡行情为主。

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 29 日	美联储 10 月会议宣布继续降息 25 基点	12 月结束缩表，两票委反对利率决议	政策符合预期
	10 月 28 日	“十五五”规划建议全文：全链条推动重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破	全面实施“人工智能+”行动、大力提振消费	科技攻关全方位
数据	10 月 31 日	10 月制造业 PMI 回落 0.8 百分点至 49%	为过去两年多最低水平	生产指数明显回落
	10 月 27 日	美国 9 月核心 CPI 增速放缓	大幅提升美联储年内两次降息的预期	通胀走势仍待观察
事件	10 月 30 日	习近平同美国总统特朗普在釜山举行会晤	中美经贸团队达成三方面成果共识	中美博弈的影响逐渐减弱

资料来源：中金财富期货研究所

2 中美进入贸摩擦缓和期

中美元首会晤；中美经贸团队通过吉隆坡磋商达成成果共识。

此次元首会晤及经贸谈判成果符合我们预期，即取得框架性成果及短期议题成果、战略议题实操层面成果。1）框架层面，双方达成延缓部分措施一年、缓和关系的共识；2）短期议题成果方面，双方就芬太尼关税、扩大农产品贸易议题取得共识；3）战略议题（出口管制、歧视性收费等）方面，双方在实操层面（而非原则层面）达成缓和共识，各自暂缓限制及反制措施一年。双方的成果体现了议题对等性原则。

另一方面，此次中美会晤达成的一年暂缓期，从时间上看将延续至明年美国中期选举前，正好与特朗普政府在选举前稳定美国经济和市场预期的需求相符。考虑到美国国内政治干扰，以及本周特朗普与亚洲盟友互动、G7 成立关键矿产生产联盟等，美国或将利用缓和期以弥补自身产业链漏洞、进一步协调盟友关系，为下一轮博弈积蓄筹码。

中美高层在韩国釜山会晤，尽管分歧犹存，但重启对话机制本身已对外部风险形成一定缓冲，提升了市场对稳定中美经贸关系的预期，短期内对市场情绪有所提振，中期的不确定则无需当前担忧。

3 十一月狭义流动性预计延续偏松

信贷投放缓慢使得商业银行超储消耗速率放慢、月末季末流动性摩擦程度下降等，同时央行积极投放中长期流动性，特别是将重启国债买卖，是 11 月狭义流动性延续偏松的两个理由。

11 月狭义流动性延续偏松的两个理由信贷投放缓慢使得商业银行超储消耗速率放慢，是狭义流动性内生性宽松的基础。当前，一方面是客观上实体融资需求有待提振，另一方面是金融业增加值考核方法修改后，商业银行月末季末冲刺低息贷款的主观意愿明显下降。10 月 30 日，国

股银票转贴现收益率全线走低，隔夜、7 天、1M、3M、6M 分别为 1.29%、0.19%、0.16%、0.17%、0.55%。票据收益率明显低于存单收益率，或意味着 10 月末商业银行实体信贷投放不及预期，“以票冲贷”行为明显。同时，这也意味着宏观审慎考核中“广义信贷”科目余额充足，月末时点商业银行向非银机构融出资金顺畅，流动性摩擦下降。

经济先行指标表征实体经济仍需呵护，支持性的货币政策基调延续。

关注央行重启国债买卖的金额和持续时间。2025 年一季度货政报告明确“长期有降准、国债买卖，中期有 MLF、买断式逆回购操作以及各类结构性工具，短期有公开市场 7 天期逆回购、临时隔夜正、逆回购”。2025 年 6 月份以来，央行持续净投放买断式逆回购 14000 亿元、MLF10180 亿元，并且潘行长在 2025 金融街论坛上称“将恢复公开市场国债买卖操作”。央行重启国债买卖的金额和持续时间将直接影响补充基础货币的乐观程度。

4 宏观策略

中美元首会晤之后，市场亢奋的情绪有所回落，但是整体变化不大。我们仍需要注意当前大类资产的逻辑差异巨大，股票市场完全由流动性和金融属性主导，但是大宗商品牢牢被供需关系所压制，即使金融属性较强的铜也不例外，估值扩张较为理性。整体看商品市场变化不大，震荡行情为主。

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-0.43%，上证 50 指数-1.13%，中证 500 指数+1%，中证 1000 指数+1.18%。

上周上证指数涨 0.11%，沪深 300 跌 0.43%，创业板指涨 0.50%，恒生指数跌 0.97%，价值风格表现强于成长，上周全 A 日均交易额 23166 亿，环比上上周有所上升。对于上证综指上周一度突破 4000 点，迎来大盘指数近十年新高，这客观反映出我们此前强调：10 月底 APEC 会议中美元首会晤成功对于风险偏好抬升显著。我们依然认为，大盘指数当前要稳稳站上 4000 点上方需要流动性牛向基本面牛的逐步过渡。

指数有望迈入震荡行情

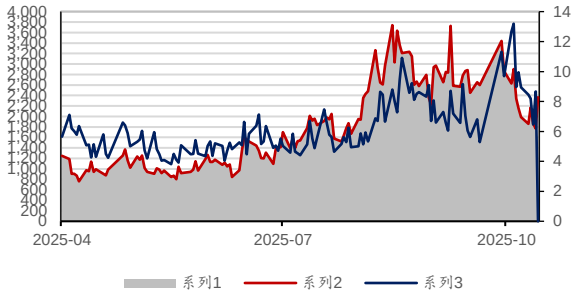
结构层面，步入四季度 A 股呈现“高位品种震荡回落，低位品种超额回升”，可以看到 10 月涨幅靠前行业与 Q3 科技一枝独秀形成鲜明反差，对应“A 股高切低行情指数”已经处于明显触顶回落的过程，基于交易视角，本轮高切低过程中结构风格表现较为复杂。一方面，低位品种虽然超额回升，但轮动较快且尚缺乏绝对主线，这意味着当前高切低还未形成清晰风格切换，更多是体现是风格再均衡。另一方面，注意到：10 月科技内部投资已经出现在有基本面支撑的强势品种上抱团的迹象，这也是这是近期部分科技品种创新高的首要原因。

对于高位科技板块：后续关注 AI 配置能否向下游应用环节转移以及 A 股科技自身内部高切低。例如创新药。目前基于 Q3 机构持仓来看，基于基金三季报，A 股机构投资者科技仓位已经突破 40%，达到 40.16%。这一持仓水平已经超过 2020-2022 那一轮新能源（车）浪潮下机构泛新

能源持仓的峰值水平（接近 40%），目前尚低于 2019-2021 年消费升级浪潮下机构对“茅指数”的持仓水平（大致 45%）左右。如果我们将 40%作为一轮产业浪潮机构持仓一个重要参考阈值，显然当前 A 股机构持有科技的仓位已经处于非常高的水平。

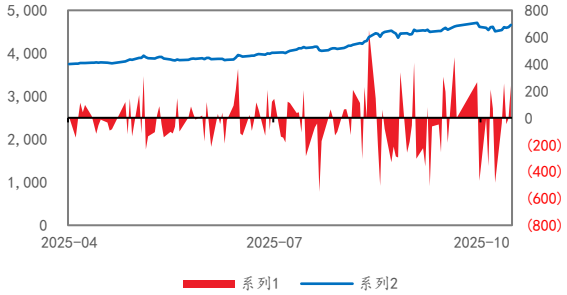
中美贸易谈判、三季报、四中全会召开结束后，市场进入到一段时间的业绩、事件、政策的真空期，市场缺少决定方向的催化剂，因此市场会进入到一段时间的震荡阶段以等待年底的新的变化。

图表 8：融资融券数据图



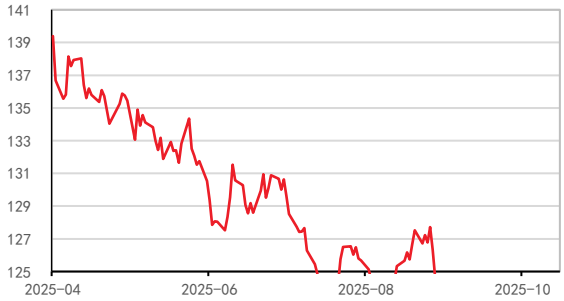
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



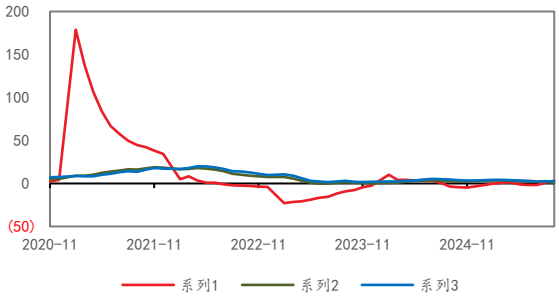
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。冶炼厂进口铜矿加工费录得-43.7 美元/干吨，散单加工费继续下挫，仍然处于深度倒挂状态，目前海外矿商正寻求与中国冶炼厂谈判来压低长单加工费，冶炼厂整体压力较大，后续关注是否出现减产动作。

极低的加工费严重挤压了国内冶炼厂的利润，导致市场不断传出大型冶炼厂可能计划减产或检修的消息。如果减产成为现实，虽然会减少精炼铜供应，但更深远的影响是削弱对铜精矿的需求，从而向矿山端施压。目前，市场交易的是“供应中断”的恐慌逻辑。

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。

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 1-9 月房地产开发投资降幅比前 8 月扩大 1%。单月来看，9 月投资同比下降 21.3%，降幅比 8 月扩大 1.3%。9 月新开工面积同比下降 15%，降幅比 8 月收窄 4.8 个百分点。2025 年 9 月房地产施工面积同比下降 9.4%，降幅比 8 月扩大 0.1%。1-9 月房屋竣工面积同比下降 15.3%，降幅比前 8 月收窄 1.7&。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，房地产投资降幅扩大。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 等全球多座大型铜矿因故减产，导致铜精矿供应紧张。冶炼环境仍较差，部分冶炼厂仍面临亏损状态，未来可能引发减产，供应预期开始小幅走低。近期宏观上的需求预期推动是对铜价震荡走强的主要驱动，在未出现风险的情况下，铜价相对走势偏强，但突破走高仍缺乏驱动，需要密切关注宏观风向的转变，以及“故事”与“现实”之间的差距。

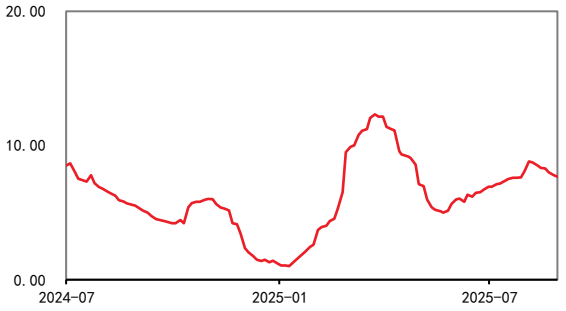
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



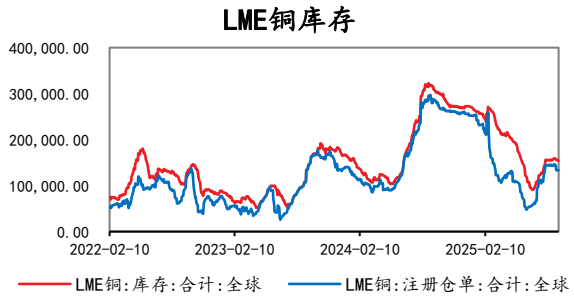
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



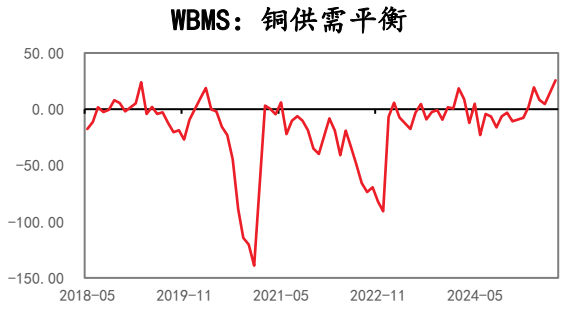
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



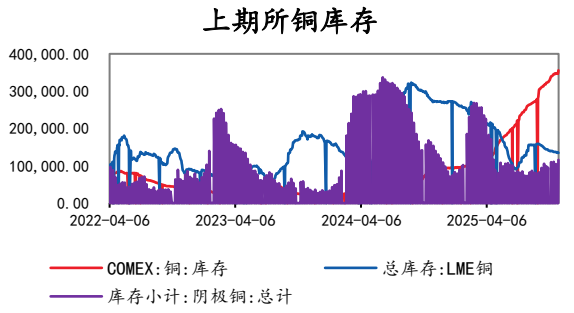
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



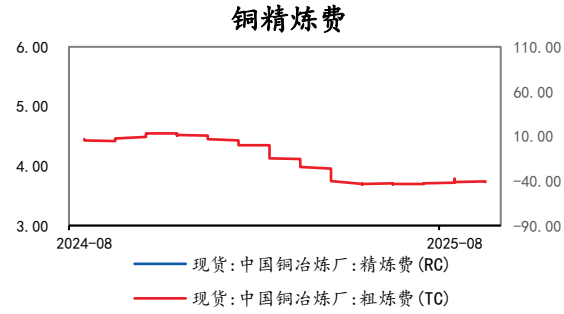
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。全球 1-8 月产出锌精矿 830.5 万吨，同比增加 6.46%，主因俄罗斯、刚果、欧洲、南美的几个大型项目集中复产、增产。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，中国市场国产锌矿现货加工费从 2024 年末的 1450 元/吨在今年最高上调至 3900 元/吨，进口矿从-40 美元/吨上调至 118.75 美元/吨。

高产量已经入阈值

根据 SMM，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%。随着国内矿加工费下行以及硫酸价格走低，冶炼厂利润存在压缩，同时再生原料价格走高，利润倒挂下部分再生锌冶炼厂主动下调产量，整体限制产量上行幅度。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。

9 月精炼锌进口量为 22678 吨，环比-11.61%，同比-57.03%；9 月中国精炼锌出口量 2478 吨，同比 158.39%，环比+696.78%。7-9 月进口窗口持续关闭，市场以长单进口量为主。

需求不及预期，镀锌开工略有回落

三大初级加工行业开工率基本稳定，其中镀锌板块由于下游基建、地产终端表现偏弱开工率存在下行 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。

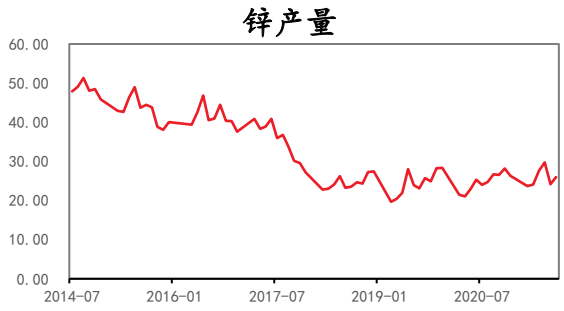
据中国汽车工业协会数据，2025 年 8 月中国汽车产销分别为 281.5 万辆和 285.7 万辆，环比增长 8.7%和 10.1%，同比增长 13%和 16.4%。 1-8 月汽车产销分别完成 2105.1 万辆和 2112.8 万辆，同比增长 12.7%和 12.6%。以旧换新政策持续释放置换需求，叠加行业综合整治缓解“内卷”，企业新车型密集投放，均对市场韧性形成支撑，行业复苏力好于预期。

2 总结

供应宽松逻辑由锌矿端传导至锌锭端，并逐步兑现，目前国产 TC 与进口矿 TC 均下行，叠加硫酸价格回落，冶炼利润压缩背景下后续供应增产幅度或有限。下游各版块开工率持续走低回落，整体需求疲软，难以拉动需求。沪锌短期内缺乏明确的单边行情驱动，大概率维持震荡格局，但价格重心有缓慢下移的倾向。

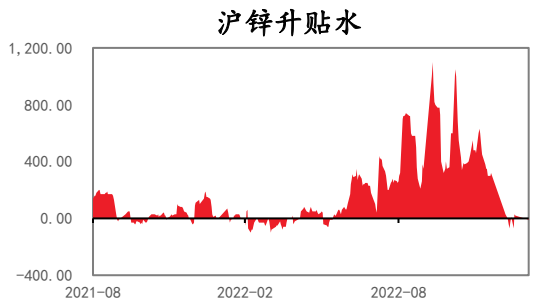
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



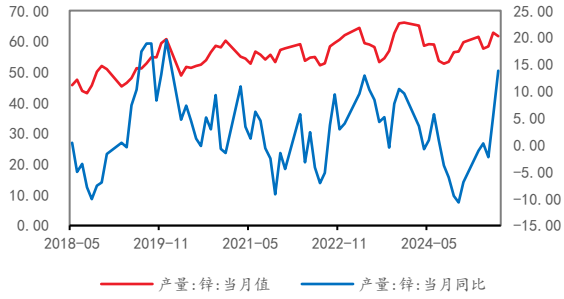
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



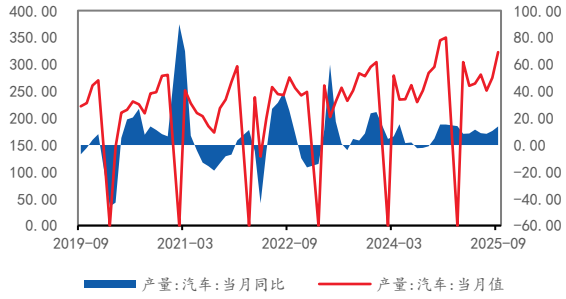
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 中美元首会晤，宏观情绪修复

上周中美元首会晤成为市场的焦点，两国在多项议题上达成了阶段性成果，美方在部分关键问题上做出让步。首先，芬太尼关税从 20%降至 10%，其次，美方同意将多项施压措施延后一年执行，包括出口管制中“50%穿透原则”与对海事物流领域的 301 调查。在当前高频博弈的中美关系中，延后意味着一个重要的缓冲窗口，有助于双方暂时缓解摩擦、恢复沟通机制。

此次会晤释放的信号是“竞争可控、冲突可管”，为中美关系带来短暂的稳定预期，缓解了市场对外需与地缘风险的担忧。然而，这种缓和只是阶段性的。美国国内“反华共识”依旧牢固，产业脱钩和供应链重塑的中长期方向并未改变。可以认为，这次会晤是一次短期的战术停火，不可能真的暂停一年，未来的竞争与对抗仍将长期存在。

2 铁矿石估值偏高，基本面偏弱

铁矿价格在会晤后受到宏观情绪提振，但基本面继续恶化。上周日均铁水产量从 239.9 万吨降至 236.36 万吨，显示钢厂生产节奏有所放缓。随着气温下降和施工季节性淡季到来，下游需求萎缩，钢厂补库意愿明显减弱。与此同时，海外铁矿发运与到港维持高位，港口库存加速累积，矿石结构性过剩问题加剧。

从估值角度看，当前铁矿价格已处于相对高位，而钢厂利润压缩、需求走弱的情况下，成本端的支撑正在减弱。短期来看，铁矿市场将继续在宏观情绪与基本面压力之间震荡，但从中期供需格局出发，矿价高位可持续性较差，“高估值+供需双弱”的格局难以维持。预计矿价将呈现震荡偏弱走势。

3 焦煤受政策与供应双重约束

焦煤价格在近期波动中表现出较强韧性，虽于上周五短暂回落，但支撑仍然稳固。

其一，安全生产趋严。中央安全巡视组正进驻主产区，对煤矿企业开展全面巡查，叠加年底煤矿自查、地方政府保安全压力，国内焦煤供应上限被严格限制。

其二，超产核查仍在进行。此前多地被要求自查超产问题，国家能源局 108 号文相关的整改行动尚未结束，未来若核查结果进一步公开，将对部分地区产量形成实质性压缩。

其三，蒙煤进口受扰。蒙古国内政治局势动荡，边境运输一度受限，导致通关量下降明显。作为国内焦煤的重要补充来源，蒙古煤供应受限进一步加剧国内市场的紧张情绪。

在铁水产量下降、成材需求偏弱的背景下，焦煤价格依然“易涨难跌”。供应侧的刚性约束与政策压力形成了新的底部支撑，即便上游需求边际回落，焦煤仍难出现大幅下跌行情。

4 库存降幅扩大，表需回升但利润明显收缩

上周全国高炉产能利用率回落、电炉产能利用率小幅增加。247 家钢厂高炉产能利用率为 88.6%，

环比下降 1.3 个百分点，同比微增 0.1 个百分点；五大品种钢材周产量为 875.3 万吨，环比增长 1.2%，同比下降 0.6%。长流程产量出现回落，日均铁水产量下降 3.5 万吨至 236.3 万吨。钢材结构方面，螺纹钢产量增幅大于热卷，显示出部分建筑项目仍在延续施工进度，板材环比略有走弱。

库存端表现亮眼，五大品种钢材社会库存为 1077.1 万吨，环比下降 2.1%，同比上升 27.0%；钢厂库存为 436.7 万吨，环比下降 4.1%，同比上升 6.2%。总库存降幅较上周进一步扩大，周环比回落 2.6%，降幅较上周扩大 0.9 个百分点。其中，钢厂库存降幅明显大于社会库存，表明厂内去库压力较大，钢厂销售端去化积极。库存去化的持续推进对价格形成一定支撑。

需求方面继续保持复苏态势。五大品种钢材周表观消费为 916.4 万吨，环比上升 2.6%，同比增长 2.5%；其中螺纹钢表观消费为 232.2 万吨，环比上升 2.7%，同比下降 4.6%。热卷消费同步改善但幅度略小。建筑钢材成交周均值为 10.4 万吨，环比增加 3.7%，显示终端需求活跃度有所提升。随着天气转凉、施工条件改善，需求有望进一步延续，但总体来看恢复节奏仍偏温和。

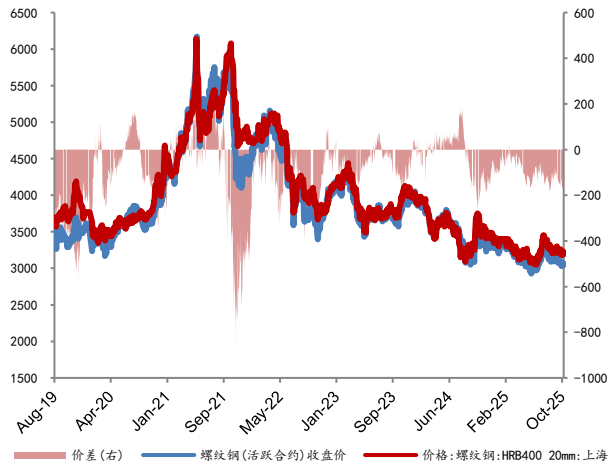
价格与利润方面，钢材现货价格上周延续走强，主流钢材品种即期毛利小幅回落。247 家钢厂盈利率为 45%，环比下降 2.6 个百分点，表明虽然钢价有所上行，但原料端焦煤、铁矿价格仍处高位，成本压力持续挤压利润空间。钢厂在利润收缩背景下，对后续生产的主动性或将逐步减弱。

5 小结

中美元首会晤，中美反制措施各自或撤回或延期，宏观情绪有所回暖。但从基本面数据来看，淡季特征逐步显现，库存去化速度明显放缓，终端需求疲软，成本支撑虽在，但上行动能不足。短期内钢市缺乏实质性利好，预计弱势震荡的格局仍将延续。

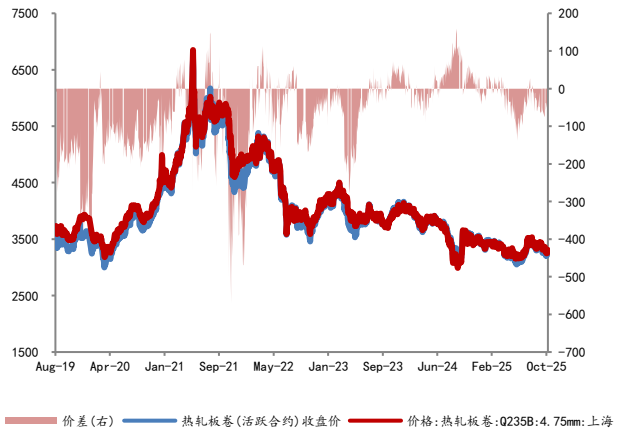
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



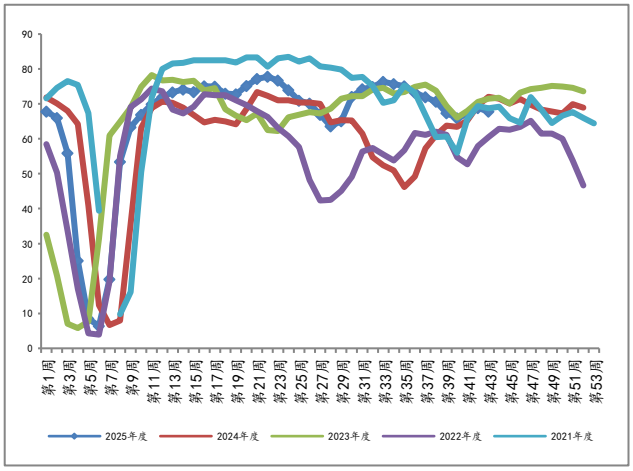
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



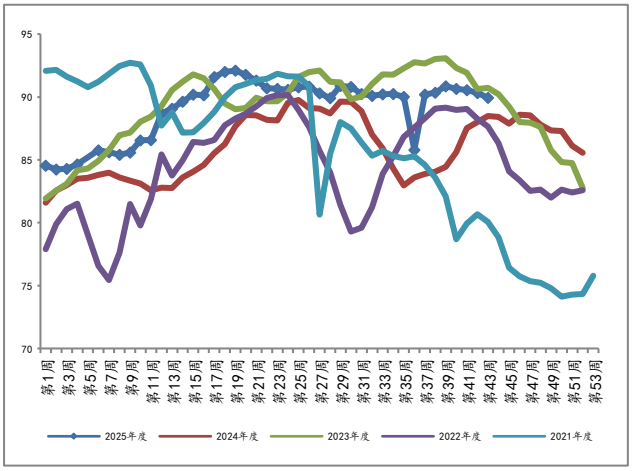
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



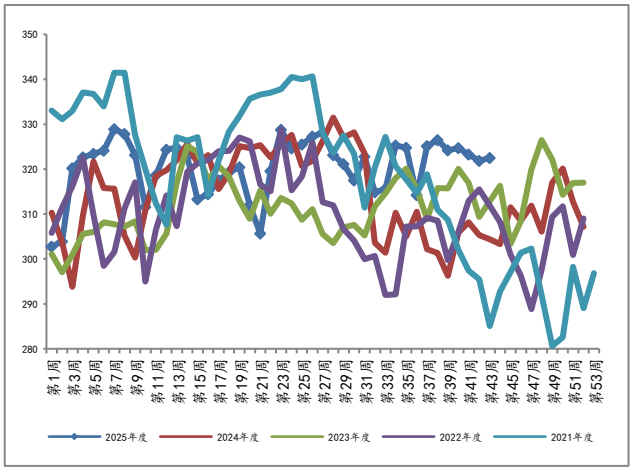
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



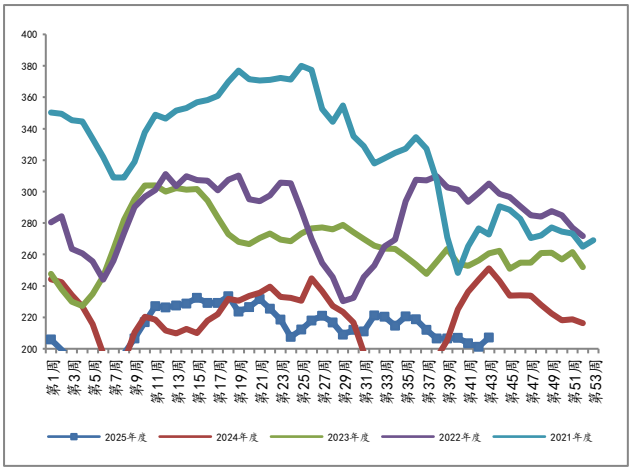
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



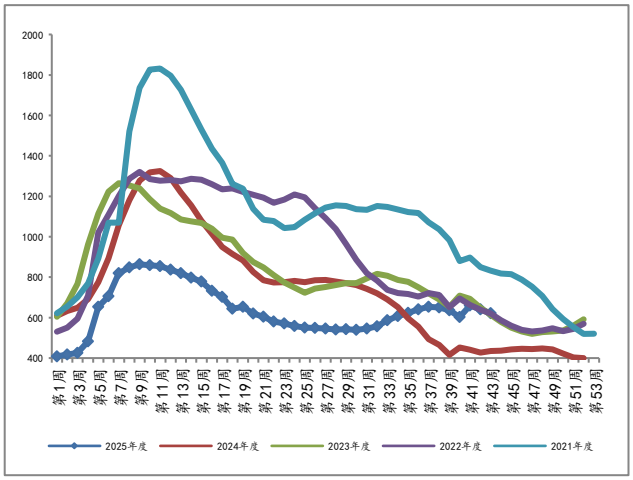
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



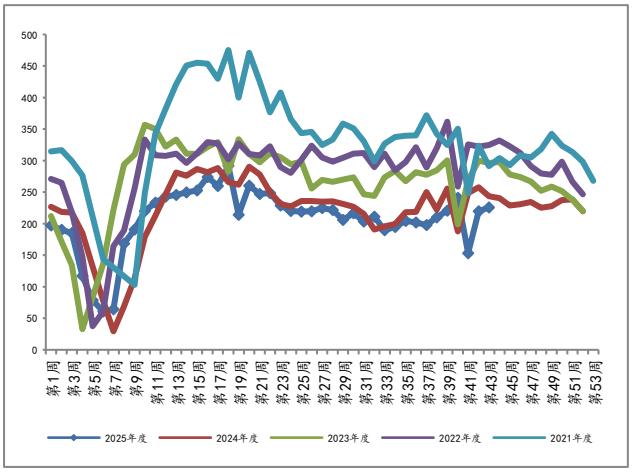
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 中美会晤宏观修复

近期，中美贸易局势阶段性缓和，带来需求预期和市场情绪修复，促使国际油价走势明显企稳回升。

根据官方发布：这次谈判围绕美对华海事物流和造船业 301 措施、延长对等关税暂停期、芬太尼关税和执法合作、农产品贸易、出口管制等双方共同关心的重要经贸问题，进行了坦诚、深入、富有建设性的交流磋商，就解决各自关切的安排达成基本共识；双方同意进一步确定具体细节，并履行各自国内批准程序。

市场对此解读为，特朗普此前威胁的全面加征关税再次 TACO，短期有助于风险资产整体回暖，并缓解原油供需边际劣化的矛盾。然而机构调查显示，本轮油价反弹受消息面驱动，而非基本面实质性改善，市场并未摆脱主要下行风险。考虑到 OPEC+产量扩充、需求恢复偏慢、季节性累库等因素，过剩背景下易遭遇抛压。

2 沙特力推持续增产

市场传闻称，在 11 月 2 日即将召开的关键成员会议上，OPEC+拟对后续增产事宜做出决议，基准情景方案为 12 月再次恢复小部分原油产量。

据外媒援引消息人士透露，继完全退出 220 万桶/日的自愿减产后，沙特正主导 OPEC+执行第二轮增产计划，预计将配额连续第三个月提高 13.7 万桶/日，分阶段重启此前冻结的 166 万桶/日产量，以夺回减产中让出的原油市场份额。自 2025 年 4 月以来，OPEC+经过连续数月的增产，将产量目标累计提升逾 270 万桶/日，相当于供需平衡总量的 2.5%左右。

当然，OPEC+代表的吹风不等于最终敲定，尽管西方对俄罗斯能源企业的制裁加码，客观上为增产创造了条件，但原油市场供应过剩和需求疲软迹象显现，国际贸易局势亦有重大不确定性。我们认为，国际油价处于区间波动运行状态，短期利多消化后基本面压力仍存，若油价反弹过高则关注沽空机会。

3 反季去库难掩过剩

近期，国际形势和宏观环境有所缓和，叠加北美旺季过后意外去库，令短期原油市场风险偏好有所改善。

EIA 高频数据显示，截至 10 月 24 日当周，美国油品库存数据呈全口径去库态势。具体地，除却战略储备的全美商业原油库存大幅减少 685.8 万桶至 4.16 亿桶，美国战略原油储备 SPR 库存增加 53.3 万桶至 4.091 亿桶，俄克拉荷马州库欣交割中心原油库存增加 133.4 万桶，精炼油库存减少 336.2 万桶，汽油库存减少 594.1 万桶。

出行高峰期结束后，美国商业原油和成品油反季去库，主要是出口增加、进口减少和战略收储所致。然而应注意，美国原油产量创下 1364.4 万桶/日的历史新高，叠加未来数月季节性累库

压力，预计油价延续区间震荡运行，市场心态谨慎等待宏观局势进一步明朗。

4 天量浮仓失衡隐忧

风险情绪释放后，市场注意到，随着 OPEC+及新兴产油国原油出口量持续增长，目前全球海上原油数量正在高位攀升，令国际油价上方承压。

能源机构 Vortexa 新近统计显示，全部油轮运输中的原油及凝析油总计约 12.4 亿桶，较前值 12.2 亿桶继续环比上升，且统计口径不包括浮动库存（即油轮停滞在海上超过 7 天），创下自 2020 年大流行以来的最高记录，全球原油市场弱平衡状态已变得岌岌可危。庞大的在途运量无疑和供应端高速增长密切相关：一方面，经过前期的连续大幅增产，9 月 OPEC+原油出口量触及近两年半以来高点；另一方面，美国、巴西以及圭那亚原油出口量也有明显提升；同时由于套利驱动增强，越来越多长途班次从大西洋驶向太平洋地区。

对此业界解读为，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。未来若地缘政治和贸易局势进一步缓和，全球原油供应攀升叠加需求趋弱，或将在 2025 年末到 2026 年初形成大规模累库，油价重心下行风险正在酝酿中。

5 地缘题材老调重弹

近期原油市场再次上演金融属性戏码，在供需过剩预期充分交易过后，地缘政治炒作配合情绪修复需要。

美国财政部宣布对俄罗斯石油公司（Rosneft）和卢克石油公司（Lukoil）实施新制裁，一旦实施将意味着俄罗斯四大石油巨头全部受到美国制裁；欧盟也正式通过对俄罗斯第 19 轮制裁，俄罗斯天然气工业石油公司将面临全面交易禁令。新制裁加码虽符合预期，但市场对俄罗斯原油供应可能中断的担忧加剧，因外界普遍猜测印度炼油商购买俄罗斯原油或将大幅减少。自俄乌战争以后，印度迅速成为俄罗斯海运原油的最大买家，据信该国原油进口总量中约 36%来自俄罗斯。美国特朗普当局以二级制裁胁迫印度，以期减少或停止对俄罗斯原油的购买，这可能作为美国与印度达成贸易协议的一部分。

短期地缘政治扰动助推油价修复反弹，但本次题材炒作仍是老调重弹，供需过剩基调制约上方空间，思路上整体维持逢高沽空节奏。

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。

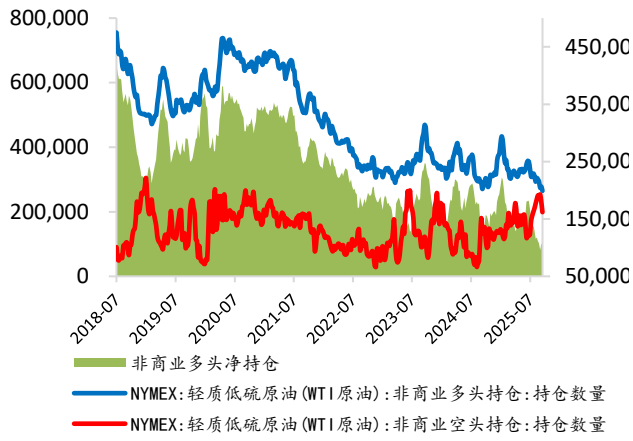
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



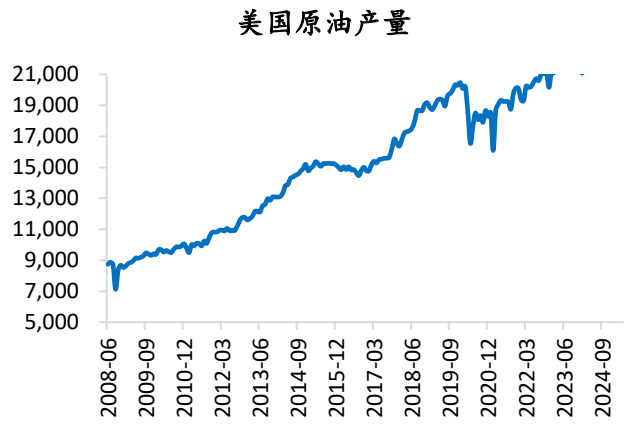
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



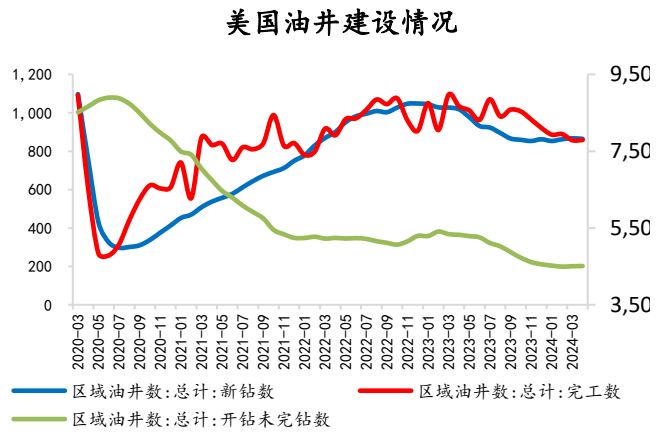
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



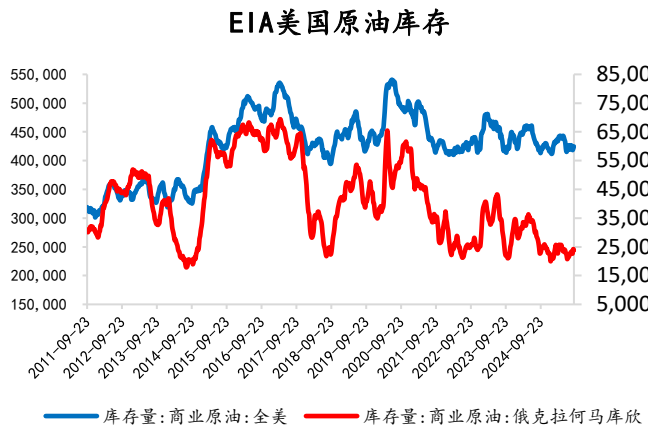
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



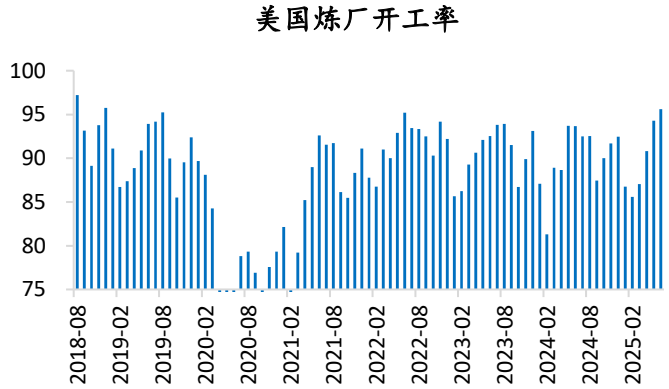
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



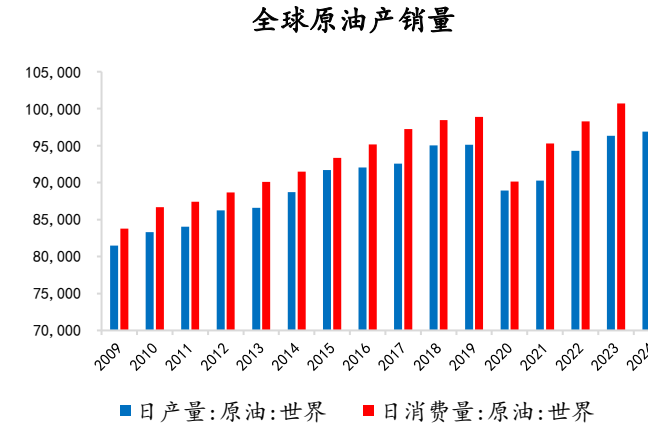
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，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 旺季过渡上量预期

全球第一大产胶国泰国即将进入旺季高峰期，南部主产区天气整体向好，原料上量预期较强，将反馈到进出口环节上。

统计显示，2025 年前三季度，泰国出口天然橡胶（不含混合、复合胶）共计 199.3 万吨，较上年同期下降 8%；然而，其中出口到中国天然橡胶为 75.9 万吨，较上年同期增加 6%。同期，泰国向中国出口混合胶总计 124.7 万吨，同比大幅增加 42%。总体来看，今年前三季度泰国天然橡胶及混合胶对华出口合计 200.6 万吨，比上年同期增加 26%。

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%。

基于气象指标趋于稳定，加上去年减产造成旺季不旺，预计四季度进出口同比增幅仍将进一步扩大。然而需要注意的是，天然橡胶是一个季节性规律很强的品种，通常市场对旺产季增产是抱有充分预期的，反而上量不及预期容易引发行情上涨。

3 内需尚可出口缩减

近期，因中美贸易谈判取得实质性进展，加上橡胶自身需求预期略有好转，沪胶回到中性价格区间并恢复稳健走势。

当前现货端未有明显变化，贸易商低价出货意愿不强，下游厂商以刚需采购为主、逢低补货为辅，交投氛围清淡谨慎。主要需求方面，截至 10 月下旬，山东橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷为 65.29%，同比走高 2.81 个百分点，环比提升 0.21 个百分点；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负

荷为 74.49%，同比走低 4.53 个百分点，环比增长 0.12 个百分点。

高频数据表明，全钢胎成品累库对排产的压制减轻，但半钢胎出口海外订单显著放缓，欧盟对中国轮胎的双反影响较大，令四季度轮胎出口预期较差。海关数据显示，2025 年 9 月中国出口至欧盟卡客车轮胎 1.52 万吨，同比-23.38%，环比-25.55%，累计同比增幅缩减 3.08 个百分点。中国出口至欧盟小客车轮胎 5.44 万吨，同比-22.75%，环比-38.92%，累计同比增幅缩减 3.77 个百分点。滞后的数据也已经反映出，在前期抢出口窗口结束后，预计四季度海外订单将有所减量。

虽然需求端整体似乎缺乏亮点，但在产量和进口递增的情况下，青岛地区天然橡胶库存依然延续去化态势，证明国内市场刚需支撑的有效性。

4 期现库存延续去化

从库存环节来看，10 月青岛地区仍延续去库趋势，另外 RU 仓单库存去化至低位，给予期货盘面有效的托底支撑。

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%。

尽管供需预期边际劣化，国内天然橡胶现货库存仍维持去库态势，在观察到明显的累库迹象之前，配合估值可对沪胶期货盘面形成支撑。

5 合成橡胶表现分化

在天然橡胶品种企稳反弹之际，合成橡胶走势出现明显分化，主要因供应过剩压制盘面反弹乏力。

国家统计局公布的数据显示，2025 年 9 月中国合成橡胶产量为 77.4 万吨，同比增加 13.5%；前三季度合成橡胶累计产量为 661.6 万吨，较上年同期增加 11.2%。随着国内丁二烯橡胶装置开工率持续小幅攀升，卓创统计截至上周中国顺丁橡胶社会库存继续增至 1.4 万吨。下游轮胎企业开工率尽管节后环比回升，但表现明显弱于同期水平，工厂轮胎成品库存继续积压。由于供应压力较大而需求回升偏缓，国内丁二烯橡胶累库趋势难改，与天然橡胶去库形成鲜明对比。

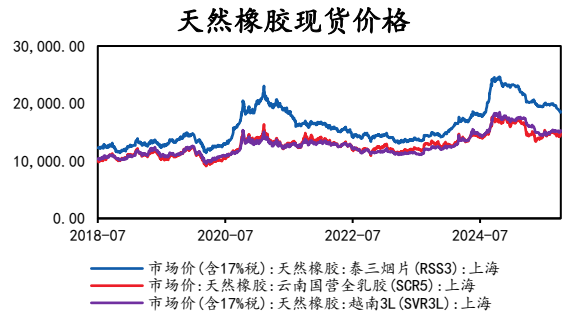
不过，成本端原油价格收复失地带动能化板块情绪，主要原料丁二烯装置开工率小幅下滑，同时丁二烯进口货源到港有限，国内港口库存已大幅降至 2.46 万吨，估值来看丁二烯橡胶当前位置相对抗跌。

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。

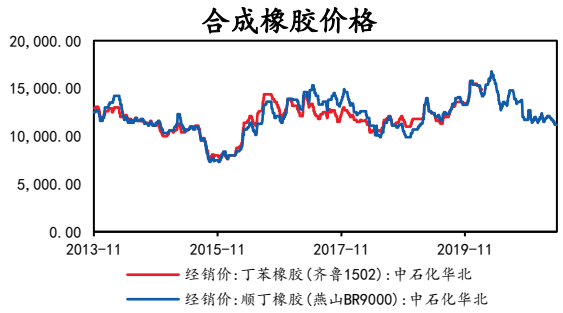
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



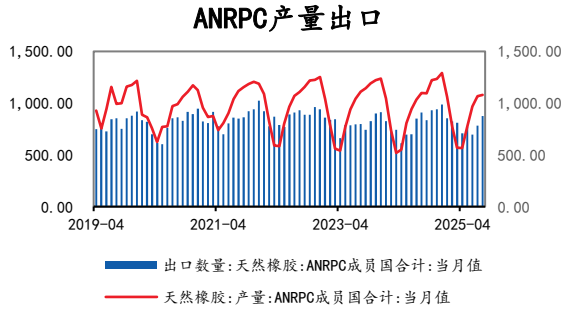
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



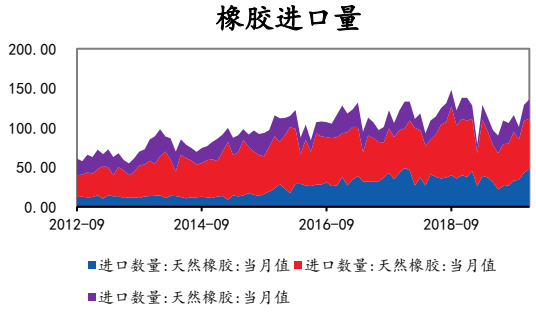
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



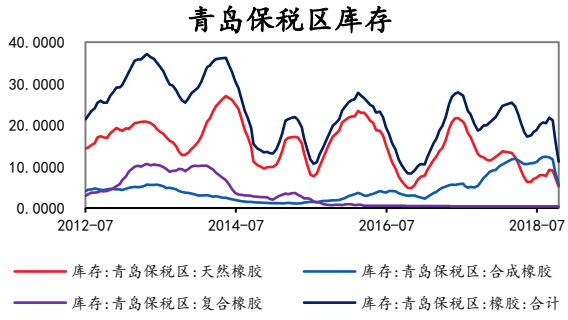
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



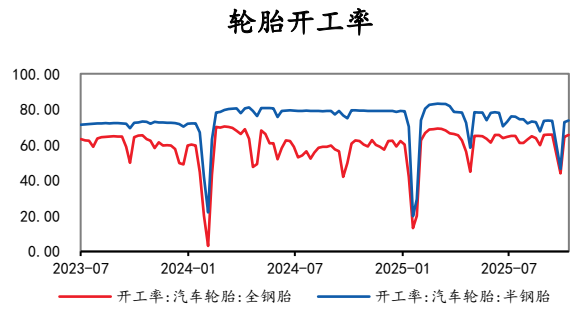
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



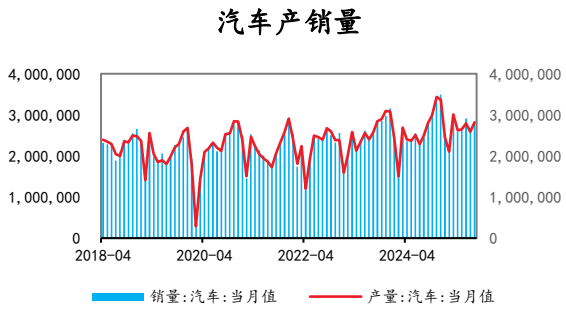
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：贸易前景改善提振美豆连涨，国内豆类市场粕强油弱

1 外部豆类市场分析

需求前景改善，CBOT 大豆期货市场触及 15 个月高点

10 月 30 日，中美元首在韩国釜山进行会晤。随后中国商务部宣布一系列中美改善贸易关系的相关举措，其中包括双方将调整关税和加强农产品贸易合作等内容。另据外媒报道称，中美已达成新的贸易休战协议，中国将恢复大规模采购美国大豆。美国财政部长贝森特确认，中国将在当前季节购买 1200 万吨美国大豆，并在未来三年内每年采购至少 2500 万吨，与近年来进口规模（2500 万至 3000 万吨）大体一致。过去一段时间以来，中国进口商大幅削减采购美国大豆，而是转向巴西与阿根廷，以规避中国对美国大豆征收的 23%关税。随着中美大豆贸易重启，美豆出口前景改善，CBOT 大豆价格应声大幅反弹。

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 23 日，巴西大豆种植率达到 36%，与去年同期持平，该机构预估的巴西大豆产量为 1.767 亿吨。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深化全球大豆供应宽松格局。

印尼棕榈油大幅增产削弱 B50 炒作情绪，产地棕榈油承压下跌

印尼棕榈油协会（GAPKI）表示，受益于有利天气和强劲价格，印尼 2025 年棕榈油产量有望增长 10%至 5600 万吨左右，高于此前预估。GAPKI 秘书长介绍，今年 1 月至 8 月，该国毛棕榈油和棕榈仁油累计产量达 3904 万吨，较去年同期的 3452 万吨同比增约 13%。他指出，产量增长主要得益于种植园生产效率提升、生物柴油需求旺盛以及出口表现稳健。印尼能源局此前表示将于 2026 年实施 B50 计划。市场一度担心印尼因 B50 将减少棕榈油出口份额，进而推动棕榈油价格较豆油价格出现长时间较高幅度升水。目前来看，随着印尼实现棕榈油增产，国际市场担忧情绪有所缓解，成为近期产地棕榈油价格大幅回落的主要原因。

2 国内豆类市场分析

9 月进口大豆创天量，四季度国内大豆供给维持宽松

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%。目前国内进口大豆到港量仍然较高，尤其是 5-9 月购买的大豆较去年同期多出 753 万吨，加上前期增购的阿根廷大豆，均为四季度国内进口大豆供应保持宽松提供有效保障。当前国内港口大豆库存充足，主要港口库存已攀升至 950 万吨，处于近 3 年同期高位。预计 11 月大豆到港量 970 万吨，12 月、明年 1 月到港量预计分别为 700 万吨、500 万吨。中美大豆贸易重启，预计也将有大量进口美豆陆续发运，国内远期供给形势将进一步改善。

国内三大油脂库存止降回升，棕榈油进口成本跟随外盘大幅回落

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 263.10 万吨，周度增加 7.42 万吨，其中豆油和棕榈油库存分别增加 6.74 万吨和 1.55 万吨，菜油库存下降 0.88 万

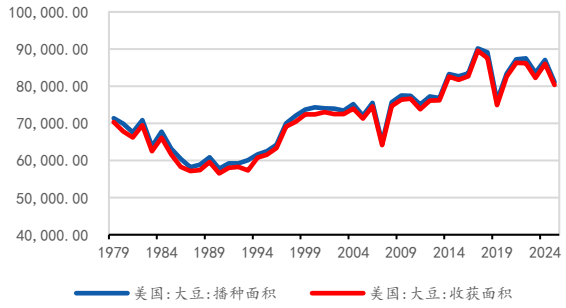
吨。近期国内外棕榈油价格整体下行，国内跌幅更大，我国近月船期棕榈油进口价格倒挂幅度扩大。本周国际棕榈油 CNF 报价大幅下跌，我国棕榈油进口成本明显下降。监测显示，10 月 29 日，11、12 月船期 24 度棕榈油进口 CNF 报价 1069 美元/吨、1073 美元/吨，周环比下跌 31~38 美元/吨；折合华南地区到港完税成本 9060 元/吨、9080 元/吨，周环比下跌 290~350 元/吨。

3 油脂油料市场展望

中美贸易谈判取得的积极成果改善美豆对华出口需求预期，为近期美豆强势反弹注入动力。受美豆基准合约升至 1100 美分附近影响，进口美豆到中国港成本将大幅提升。美豆连涨带动进口大豆成本快速升高，成本驱动通道再度打通，内外盘联动性明显恢复。从近期豆粕期货市场盘面表现看，中美恢复大豆贸易预期引发豆粕期货空头资金主动离场避险，而油脂市场的深度回调也为豆粕市场走强提供支撑。短期内豆粕期货市场技术买盘活跃，有望继续推动粕类期货短期保持偏强行情，但中长期粕价走势仍受供应压力限制，尤其是中国恢复采购美豆将进一步深化国内供应宽松局面。印尼 2025 年棕榈油强势增产削弱 B50 炒作情绪，棕榈油回吐此前价格升水，在三大油脂中重新建立价格平衡。国内棕榈油库存攀升，内外盘弱势联动，技术破位，市场抛压仍未有效缓解。受棕榈油市场弱势拖累，国内豆油和菜油价格重心震荡下移，尚未止跌。国产大豆市场走势相对独立，来自现货端的利多支撑犹存，豆一期货市场有望延续震荡偏强走势。

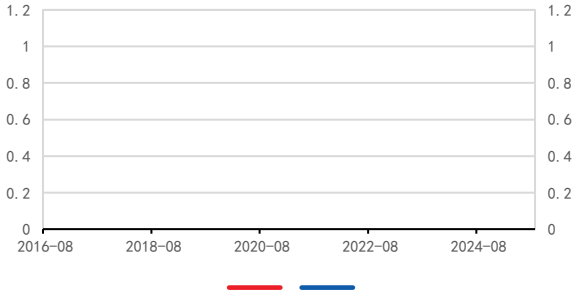
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



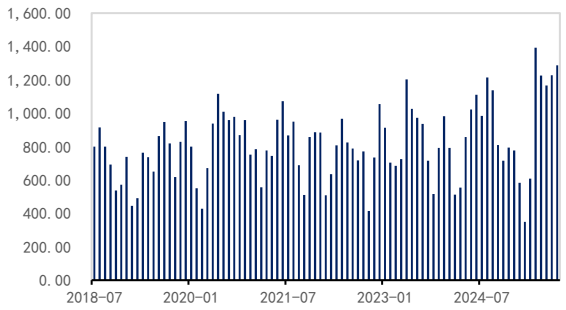
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



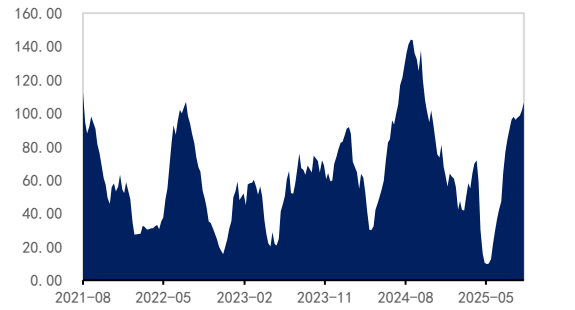
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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