中金财富期货策略周报（2025 年第 39 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：指数在外围波动的情况下，屡次出现的“低开即大幅反弹”，凸显监管层对资本市场的重视和呵护。但是需要注意的是，A 股经历半年多的单边上涨之后，仍需要时间震荡整固，最佳策略是等待调整之后的买入机会，追涨并无必要。

铜：铜矿供应干扰不断，特别是印尼 Grasberg 铜矿停产等事件，加剧了全球铜矿供应短缺的担忧。考虑到当前高铜价已对下游消费产生抑制，新增订单增长放缓，下游多以刚需采购为主。宏观情绪提振和供应短缺担忧的双重驱动，短期将继续维持高位震荡，后续关注需求端边际变化、中美关税谈判节奏。

锌：海外锌矿在复产以及新投带动下同比高增，全球矿端的增量是在逐步兑现的。供应宽松逻辑由锌矿端传导至锌锭端，并逐步兑现，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，关注供应端由宽趋紧的拐点信号。消费进入淡旺季过渡阶段，终端提振有限的背景下，初端企业开工预计温和回落。累库加速趋势显现，库存压力压制价格上行。

钢材：当前钢市正处于阶段性底部的构筑过程中。螺纹钢价格跌至 3000 元关键支撑区，短期下行空间有限，但反转基础尚不充分。供给端仍维持相对高位，而需求端进入淡季，叠加需求前景承压，整体供需格局仍偏弱。

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。

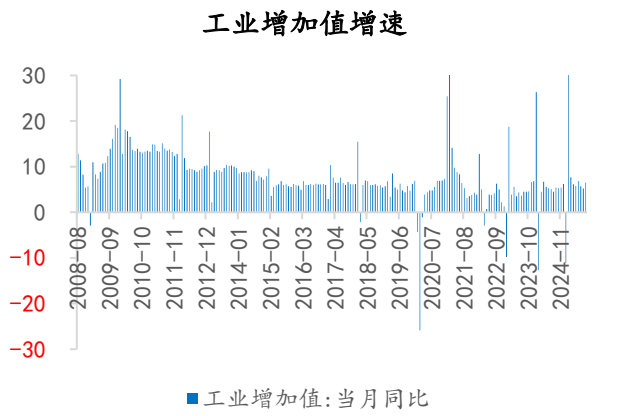
油脂油料：近期国内外棕榈油在主要油脂中表现最弱，其核心下跌动力在于印尼增产降低国际市场棕榈油供应紧张的预期。市场对下周 MPOB 月报存有利空预期，关注报告公布后市场反应。如果印尼棕榈油供需数据依然偏空，棕榈油市场将继续释放此前因生柴需求炒作形成的价格升水，从而推动三大油脂价差向正常水平回归。进口菜籽压榨几乎归零，中加菜籽贸易短期难恢复，菜油供给收紧预期对价格仍有支撑。美豆冲高回落，豆油市场成本支撑可能松动。油脂板块整体处于超跌修复行情，如缺少实质性利多提振，存在再度转弱的可能。国内豆粕市场与美豆联动性提升，成本交易仍是重点。美豆连涨将削弱其对华出口竞争力，美豆过度炒作需求不可持续。国产大豆市场走势相对独立，产区大豆现货上市以来整体低开高走，中储粮随行就市收购提振市场信心，并带动大豆价格重心抬高。豆一期货技术买盘活跃，但受美豆下跌拖累，冲高动能可能减弱。

目录

周度策略： 出口同比转负 ..... - 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 事件冲击逐渐平息，宏观基本面回归 ..... - 6 -
4 宏观策略 ..... - 6 -
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 钢价跌至关键支撑位，短期下行空间有限 ..... - 14 -
2 利润压缩，原料压力大增 ..... - 14 -
3 产量回落叠加需求走弱，利润继续承压 ..... - 14 -
4 小结 ..... - 15 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 宏观情绪修复转机 ..... - 18 -
2 本轮增产告一段落 ..... - 18 -
3 原油累库汽油去库 ..... - 18 -
4 成品油裂解差走强 ..... - 19 -
5 地缘题材老调重弹 ..... - 19 -
6 熊市周期基本确认 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 沪胶回归供需逻辑 ..... - 22 -
2 成本坚挺交投冷清 ..... - 22 -
3 内需尚可出口缩减 ..... - 22 -
4 青岛累库迹象乍现 ..... - 23 -
5 合成橡胶分化走弱 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：美豆强势震荡，国内油脂超跌反弹 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

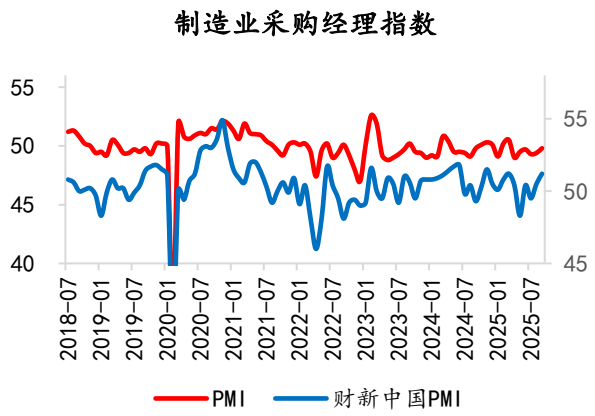
重要经济指标概况

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



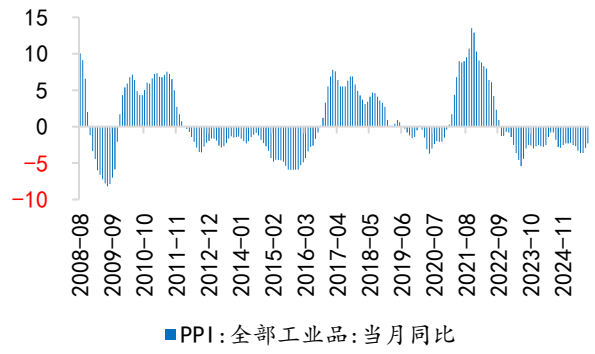
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



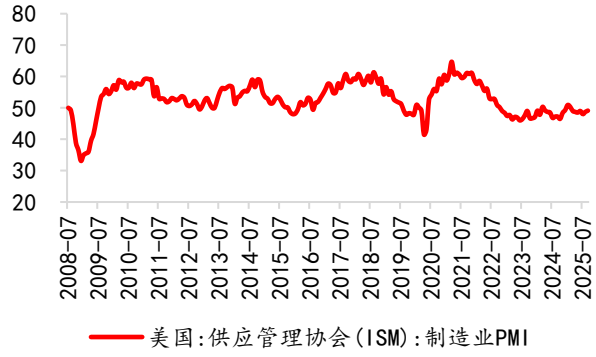
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



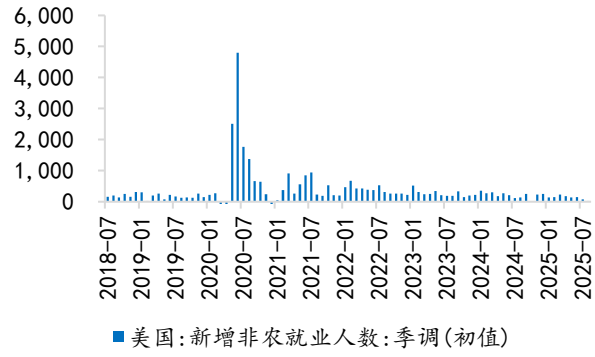
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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： 出口同比转负

10 月份出口数据转负，基数原因，以及抢出口可以部分解释，但是进口呈现分化态势，虽然铜矿砂、铁矿砂进口边际改善，但包括原油煤炭、铜材、钢材在内的产品进口增速加快下滑。量价上来看，进口数量的下降幅度更加明显，凸显内需增长的动能仍不稳固。

出口数据转负

11 月 7 日，海关总署公布数据显示，中国 10 月出口（以美元计价）同比-1.1%，前值+8.3%，Wind 一致预期同比+3.2%，10 月出口同比超预期下行，是今年 3 月以来首次负增长。

出口数据的转负，很大程度是短期扰动造成。

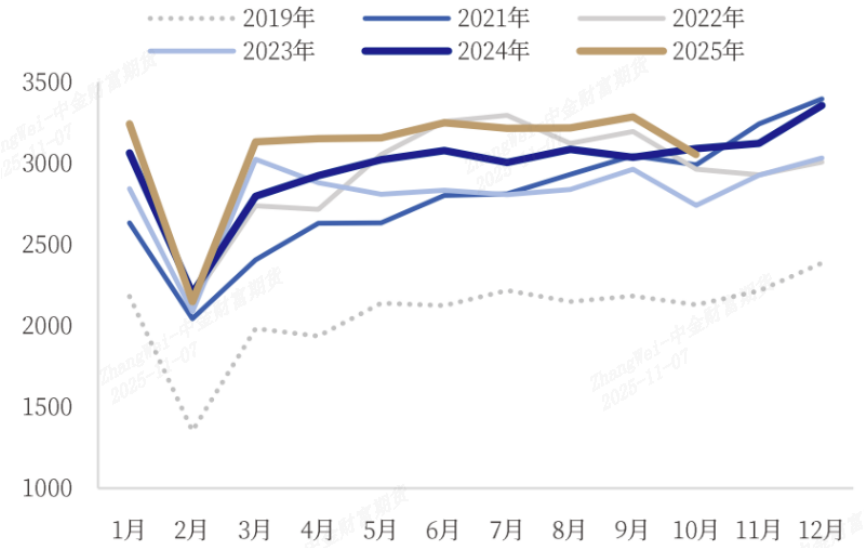
首先是基数原因的影响，去年 9 月和 10 月出口错位的影响凸显。从出口的环比季节性变化来看，受国庆假期影响，10 月出口环比会呈现季节性回落趋势，过去十年 10 月份出口环比增速均值为-3.8%，而去年 10 月份出口环比增速逆季节性为近 10 年首次正增长（+1.8%），造成去年 9 月和 10 月出口数据错位，即 9 月数据偏低，10 月数据偏高，因此使得今年 10 月份出口环比季节性回落对出口同比读数的影响加剧。

其次是欧美关系缓和对我国出口的影响。在今年 4 月美国对等关税落地以来，欧美贸易关系的不确定性下我国对欧盟出口环比持续增长，使得我国出口持续超预期。而在 8 月份欧美公布贸易协议联合声明后，欧美贸易关系有所缓和，我国对欧盟出口也开始边际走弱，9 月份我国对欧盟出口环比增速录得-7.1%，而 10 月份则进一步回落至-8.6%，欧美关系缓和下，我国对欧盟出口受到的扰动。

另外，“抢转口”告一段落，对出口影响较大。受对等关税影响，我国出口呈现明显的“抢出口”特征，随着中美贸易的缓和以及“抢出口”动能的逐步减弱，10 月份对东盟、非洲以及其他新兴市场出口同比增速的放缓或也指向“抢转口”告一段落。因为从 10 月份非洲和东盟经济体 PMI 指数均处于扩张区间，因此并非是实际需求的减弱。往后看，在 11 月和 12 月基数进一步走高的背景下，出口环比动能的减弱或使得出口同比增速仍有进一步走弱的风险，四季度出口同比增速或有转负的可能。

出口转负对市场情绪会造成一定程度的影响，尤其是进口数据较弱，凸显国内总需求仍较为低迷。

图表 1：出口金额：季节性特征



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

就业市场成为美联储是否降息的关键

10 月美国私营雇主新增就业岗位三个月来首次增长。由于联邦政府停摆，私营部门的数据成为了美联储评估经济现状的重要参考，就业市场企稳大概率成为 12 月联邦公开市场委员会 FOMC 暂停降息的重要变量之一。

当前美国劳动力市场正面临自疫情以来最严峻的压力，这主要归因于三方面因素：反复拉锯的贸易战、移民政策收紧导致潜在劳动力储备减少，以及企业开始采用人工智能替代部分人力岗位。业内认为，除非贸易战平息，且利率进一步下调以给经济注入 “强心剂”，否则劳动力市场难以实现实质性回暖。

另外，对美联储而言，当前物价上行压力的主要来源是关税，而非国内需求。货币政策无法很好解决关税引发的通胀问题，不过到目前为止，关税驱动的通胀尚未呈现扩散态势。

因此，此时可以理解鲍威尔在新闻发布会上称，12 月会议降息并非 “既定事实”，关键取决于经济增长与就业之间的反差将如何化解，目前预测，依有一定的不缺性。

商品市场变化不大

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	11 月 7 日	美国 10 月挑战者企业裁员人数同比暴增 175.3%	AI 革命加速裁员潮	10 月非农转负，就业减少 9100 人
	10 月 4 日	财政部长蓝佛安：将不新增隐性债务作为“铁的纪律”	进一步落实好一揽子化债方案，做好地方政府存量隐性债务置换工作	推动建立统一的地方政府债务长效监管制度
数据	11 月 6 日	欧元区 10 月综合 PMI 升至 29 个月新高	德国强劲复苏成增长引擎，法国深陷收缩泥潭	财政赤字刺激欧洲经济增长
	11 月 7 日	10 月出口转负	中国 10 月出口（以美元计价）同比-1.1%	短期因素成为主要影响因素
事件	11 月 7 日	美政府已停摆 37 天，创史上最长纪录	特朗普表示，政府“停摆”正在对股市、航空业和“补充营养援助计划”（SNAP）食品补助造成负面影响	政府关门也很大程度影响市场的流动性

资料来源：中金财富期货研究所

2 事件冲击逐渐平息，宏观基本面回归

中美元首会晤结束后，事件扰动逐渐平息。

国内方面，10 月制造业 PMI 较前值回落且弱于季节性，内外需均有下行；非制造业 PMI 则受假期和电商促销活动等影响小幅回升，其中建筑业 PMI 继续受实物工作量落地情况限制。贸易数据方面，10 月出口同比增速在高基数和海外需求阶段性降温作用下萎缩，压力持续显现，细分项中仅汽车、船舶以及集成电路等具有产业链优势的产品作出正贡献；进口同比增速也超预期下滑，包括农产品、原油和铜、铁矿砂在内的大宗商品进口表现相对较好。10 月底以来，国内政策不仅在中长期改革方面积极布局，也在兼顾短期年内增长达标。财政政策在新型政策性金融工具资金下达、地方债务限额盘活联动下将助力有效投资加速落地；货币政策则通过逆回购和国债购买的多元化方式营造更为稳定的流动性环境，

就高频数据而言，下游方面，房地产成交小幅回升，农产品批发价格基本持平。中游方面，钢铁价格回落，水泥价格上涨。上游方面，焦煤焦炭价格震荡，有色金属和黄金价格走低，原油价格震荡下行。

3 流动性稳定充裕状态有望延续

预计央行 11 月还会开展一次 6 个月期买断式操作，估计加量续作的可能性比较大。

10 月安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，用于化解存量债务及扩大有效投资，这意味着年底前会加发 5000 亿元地方债，11 月政府债券发行规模有可能处于较高水平。另外，10 月 5000 亿元新型政策性金融工具投放完毕后，接下来会带动配套贷款较快增长。最后，11 月银行同业存单到期量也有明显增加。以上都会在一定程度上带来资金面收紧效应。

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

本周市场延续震荡。周度表现看，其中沪深 300 指数+0.82%，上证 50 指数+0.89%，中证 500 指数-0.04%，中证 1000 指数+0.47%。

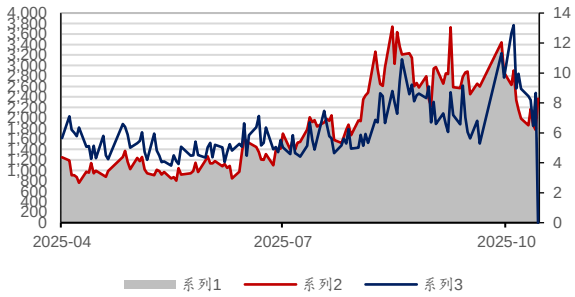
2025 年三季度，全 A 股整体营收同比上升 1.16%，相比第二季度有较大改善；归母净利润同比增速回升至 5.34%，较二季度上升 2.88 个百分点。分市值看，大盘稳健修复，中盘表现亮眼，小盘盈利回暖。全 A 股在 2025 第三季度的 ROE（TTM）为 7.95%，较二季度上升 0.22 个百分点；从杜邦分析上看，A 股 ROE 上升主要受到净利率和权益乘数影响。三季度销售利润率达到 9.45%，较 2025 年二季度上升 0.26%。

指数有望延续震荡行情

11 月增量资金有望整体保持平稳净流入，融资资金可能阶段性放缓，私募量化可能重新占主导。宏观流动性方面，10 月资金市场在央行的支持性货币政策下实现了平稳过渡。展望 11 月，考虑到央行货币政策支持性立场明确，资金面大概率将继续保持合理充裕。外部流动性方面，10 月美联储在数据缺失和内部存在分歧的挑战下选择了继续降息并结束缩表，但同时对未来的宽松路径持开放和谨慎的态度，未来市场可能会反复交易降息预期，美元指数或阶段性走强。股票市场资金供需方面，10 月股票市场可跟踪资金净流入规模继续缩小，资金供给端，新发偏股基金规模有所回落，ETF 净申购规模缩小，融资资金净流入规模有所缩小。资金需求端，重要股东净减持规模小幅下降；IPO 发行及再融资规模均回升，资金需求规模整体缩小。10 月主力增量资金方面，融资资金继续成为市场主力增量资金。展望 11 月增量资金有望整体保持平稳净流入，融资资金净流入或有所放缓。

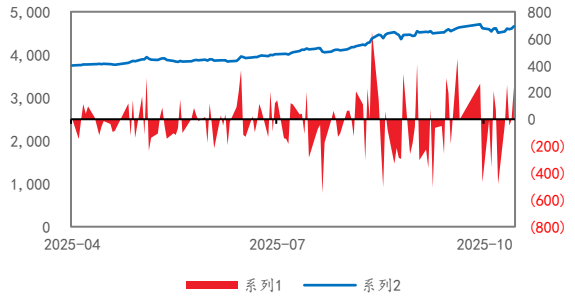
指数在外围波动的情况下，屡次出现的“低开即大幅反弹”，凸显监管层对资本市场的重视和呵护。但是需要注意的是，A 股经历半年多的单边上涨之后，仍需要时间震荡整固，最佳策略是等待调整之后的买入机会，追涨并无必要。

图表 8：融资融券数据图



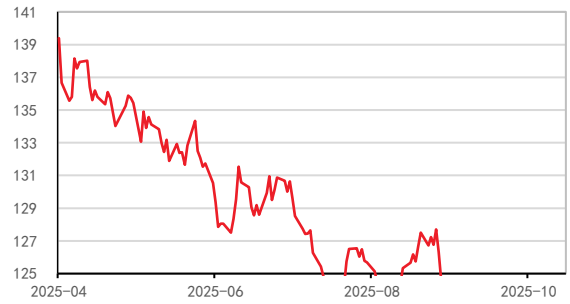
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



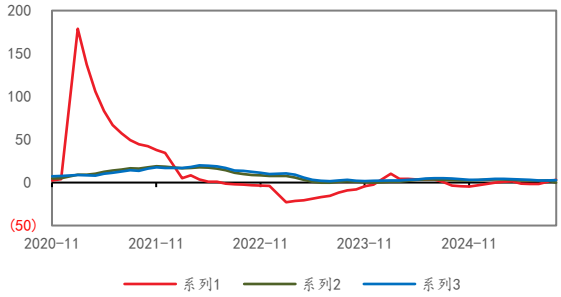
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

1-9 月中国精炼铜进口约 290.2 万吨，同比增幅收窄至 1.9%，其中 9 月中国精铜进口量同比增长约 7%，环比增幅高达 21.7%。10 月沪伦铜比继续走跌，进口亏损扩大，出口窗口打开，预计 10 月铜进口量增幅有限。

废铜产量有回落迹象

9 月国内废铜产量 9.77 万吨，环比增长 3.6%，同比增长 17.85%。进口方面，9 月中国废铜进口约 18.41 万吨，同环比大幅增长。1-9 月废铜累计进口同比增长约 1.53%。9 月铜价走强为国内废铜供应带来价格优势，预计 10 月废铜供应有望持稳，但绝对量上对铜矿紧张造成的供应补充有限。进口方面，受 9 月底海关查验趋严影响，10 月乃至四季度废铜进口量或面临回落压力。

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.s

html。市场流通货源尚可，但高价位下实际成交量相对有限。

1-9 月中国电网投资额同比增长 9.94%，从季节性规律来看，预计四季度投资增速在年末冲量目标下仍有望企稳甚至扩张。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

铜矿供应干扰不断，特别是印尼 Grasberg 铜矿停产等事件，加剧了全球铜矿供应短缺的担忧。考虑到当前高铜价已对下游消费产生抑制，新增订单增长放缓，下游多以刚需采购为主。宏观情绪提振和供应短缺担忧的双重驱动，短期将继续维持高位震荡，后续关注需求端边际变化、中美关税谈判节奏。

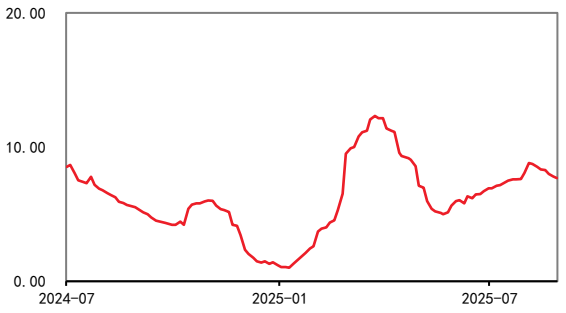
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



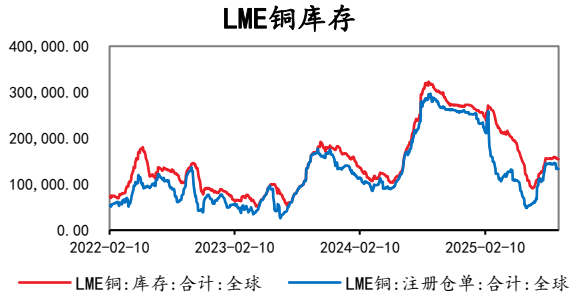
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



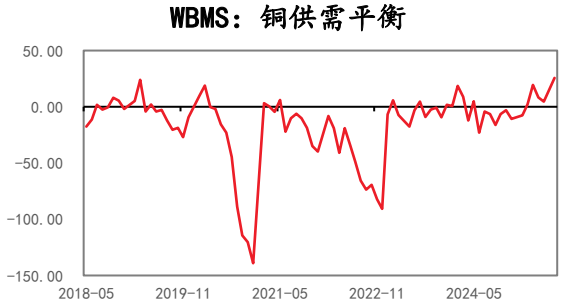
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



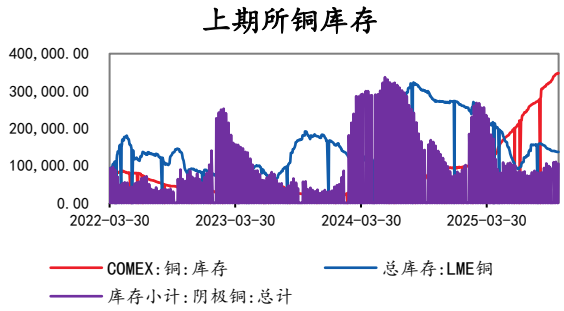
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



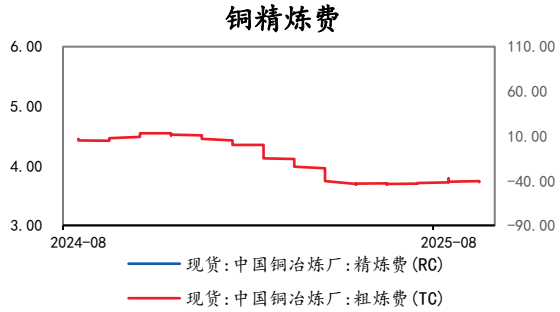
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球锌精矿供应如期恢复

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。海外锌矿生产维持稳定，新增矿山如 OZ 矿、Buenavista 矿等新增项目顺利爬产，锌精矿供应恢复较好兑现。全年看，考虑潜在扰动因素及客观存在的部分矿山品位下滑的影响，预计海外锌精矿增量在 55 万吨左右。

四季度以来，北方天气转冷，部分高海拔地区矿山陆续进入季节性生产淡季，锌矿月度产量环比回落态势显著。1-9 月累计产量 272.7 万吨，累计同比减少 3.97%。

高产量已经入阈值

10 月精炼锌产量 61.72 万吨，环比增加 2.85%，同比增加 21.45%，产量小幅不及预期。1-10 月累计产量 568.63 万吨，累计同比增加 10.1%。10 月产量不及预期，主要受原料矛盾突出导致，减量主要集中在河南、陕西、甘肃、江西、四川、湖南等地区，增量主要以内蒙古、河南、湖南、甘肃和广西等地。对于 11 月除常规检修减产外，主要因为矿加工费加速下跌冬储背景下冶炼厂原料库存压力增加，部分冶炼厂被迫压缩产量，另有部分再生锌厂因原料价格走高且采购困难，利润倒挂下主动减停产。

海关数据显示，2025 年 9 月精炼锌进口量 2.27 万吨，环比减少 11.61%，同比减少 57.03%。主要进口国为：哈萨克斯坦、伊朗、印度尼西亚等。1-9 月精炼锌累计进口 25.82 万吨，累计同比减少 19.27%。9 月沪伦比价加速回落，锌锭进口亏损不断扩大，但长单货源持续流入，单月进口量维持在 2 万吨以上的水平。

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。

中汽协数据显示，2025 年 9 月汽车产销分别完成 327.6 万辆和 322.6 万辆，环比分别增长 16.4%和 12.9%，同比分别增长 17.1%和 14.9%。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。

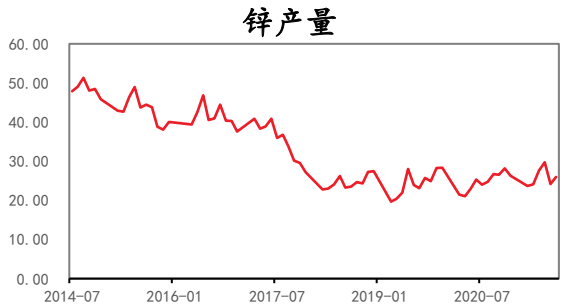
2 总结

海外锌矿在复产以及新投带动下同比高增，全球矿端的增量是在逐步兑现的。供应宽松逻辑由锌矿端传导至锌锭端，并逐步兑现，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，关注供应端由宽趋紧的拐点信号。消费进入淡旺季过渡阶段，终端提振有限的背景下，初端企业开工预计温和回落。累库加速趋势显现，库存压力压制价格上行。

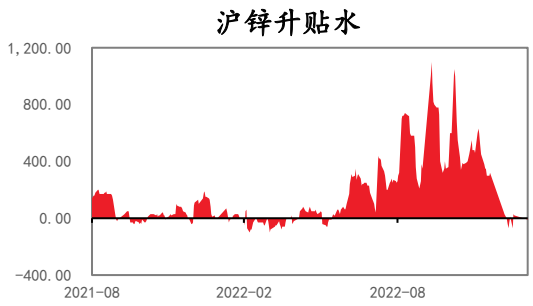
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



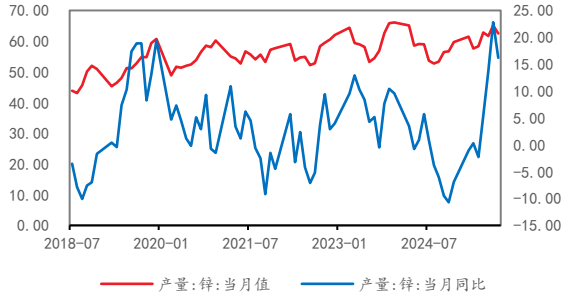
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



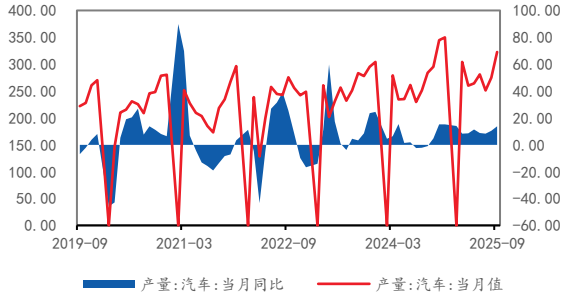
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 钢价跌至关键支撑位，短期下行空间有限

从月线级别观察，螺纹钢期货自 2021 年高点 6208 元/吨以来，已持续三年维持中长期调整格局。价格重心不断下移，反映出行业进入深度供需再平衡阶段。目前螺纹主力合约运行在 3050 元/吨附近，已回落至 2020 年疫情初期的震荡平台下沿区域，对应价格区间约为 3000－3200 元/吨。这一区间兼具历史成交密集带与成本支撑带的双重特征，是自 2019 年以来的关键支撑区。

从长期结构上看，螺纹钢月线处于下降通道末端，量能萎缩、波动收敛，市场阶段性底部特征逐步显现。虽然价格尚未有效反转，但从估值与供需格局上看，进一步下探空间有限，3000 元关口将成为短期市场博弈的核心区域。短期内市场或维持底部震荡格局，等待需求修复或政策信号的验证。

不过，从趋势角度判断，螺纹钢长期仍处于下行通道中，行业盈利能力尚未恢复，去产能与需求见底尚需时间。当前阶段更像是“筑底过程”而非“反转起点”。3000 元上下的支撑虽强，但若外部宏观环境恶化或出口走弱，仍可能再度测试前低。

2 利润压缩，原料压力大增

随着钢价持续下行、成材利润被压缩，钢厂盈利空间进一步收窄。据统计，全国钢厂平均盈利率降至 40%以下，已创下年内新低。钢厂在维持产量稳定的同时，通过压缩原料采购价格来维持利润，导致原料端价格承压。

铁矿石是首当其冲的受压品种。近期港口铁矿库存持续上升，已回到 1.5 亿吨以上水平。供应端，澳矿与巴西发运量维持高位；需求端，随着铁水产量连续两周下降，补库意愿明显减弱，矿价重心下移。铁矿市场面临“高供给+低需求”的典型过剩格局，价格易跌难涨，高估值面临回调。

焦煤、焦炭走势相对坚挺。焦煤供应仍受安全生产与政策检查的约束，叠加采暖季临近，煤炭价格整体表现偏强。尽管下游钢厂开工率下降、焦炭需求趋弱，但焦煤价格的韧性仍然较高，反内卷政策与安全监管带来的长期供给约束。

整体来看，原料端正在经历结构性分化：铁矿受库存与供给压力拖累，价格下行压力大；焦煤焦炭受政策与成本支撑，短期难以显著下跌。成本支撑对钢价仍存在托底效应，但由于钢厂利润持续被压缩，价格传导链条松动，后续需警惕利润负反馈传导至生产端，引发新一轮减产。

3 产量回落叠加需求走弱，利润继续承压

本周全国高炉及电炉产能利用率同步下降，供给端小幅回落。247 家钢厂高炉产能利用率为 87.8%，环比下降 0.8 个百分点，同比下降 0.6 个百分点；五大品种钢材周产量为 856.7 万吨，环比下降 2.1%，同比下降 1.2%。长流程产量回落明显，日均铁水产量降 2.1 万吨至 234.2 万吨，显示钢厂在利润收窄和需求转弱背景下主动减产意愿有所上升。钢材结构方面，螺纹钢与热卷产量同步下降，反映出终端需求整体趋弱。

库存方面，五大品种钢材社会库存为 1075 万吨，环比微降 0.2%，同比上升 29.8%；钢厂库存为 428.6 万吨，环比下降 1.9%，同比上升 5.3%。钢材总库存降幅收窄，周环比下降 0.7%，较上周降幅收窄 2 个百分点。钢厂库存降幅大于社会库存，显示终端采购仍以消耗厂库为主，社会流通端补库意愿不足。总体看，尽管库存仍处于去化阶段，但速度放缓，反映下游需求的季节性走弱趋势。

需求方面出现明显回落。五大品种钢材周表观消费为 866.9 万吨，环比下降 5.4%，同比下降 2.8%。其中螺纹钢表观消费为 218.5 万吨，环比下降 5.9%，同比下降 9.2%，与热卷降幅相当。建筑钢材成交周均值为 9.6 万吨，环比下降 7.6%，显示终端采购放缓，施工节奏减弱。随着天气转凉、项目收尾进入尾声，钢材需求步入季节性下行阶段，短期内难以出现明显反弹。

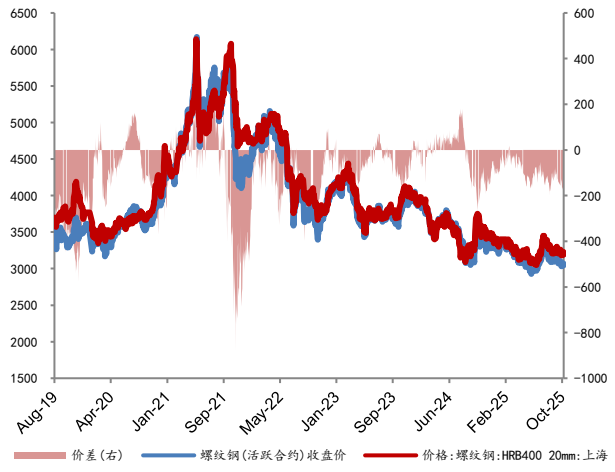
价格与利润方面，钢材现货价格本周延续回落，主流钢材品种即期毛利变化不大，钢厂盈利进一步压缩。247 家钢厂盈利率为 39.9%，环比下降 5.2 个百分点，创下近月新低。随着原料端焦煤价格高位震荡、铁矿价格偏强运行，成本端压力依旧突出。钢厂在盈利能力下降的情况下，预计后续高炉检修与限产现象将进一步增加。

4 小结

当前钢市正处于阶段性底部的构筑过程中。螺纹钢价格跌至 3000 元关键支撑区，短期下行空间有限，但反转基础尚不充分。供给端仍维持相对高位，而需求端进入淡季，叠加需求前景承压，整体供需格局仍偏弱。

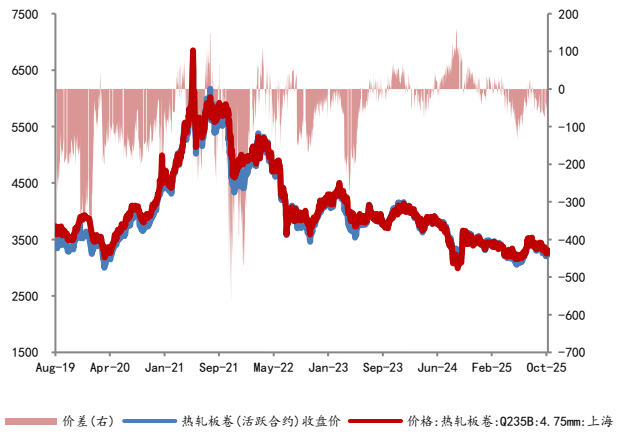
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



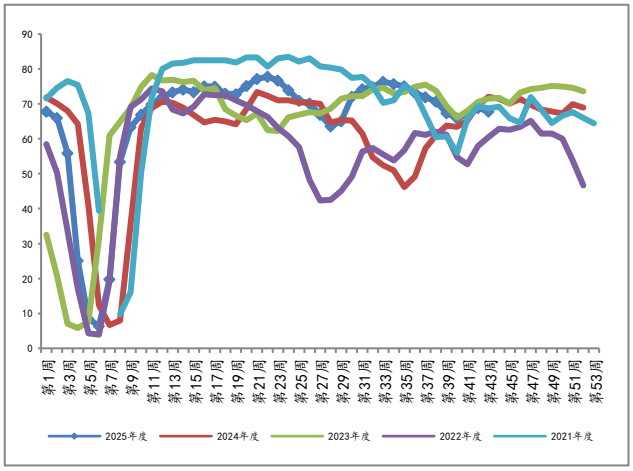
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



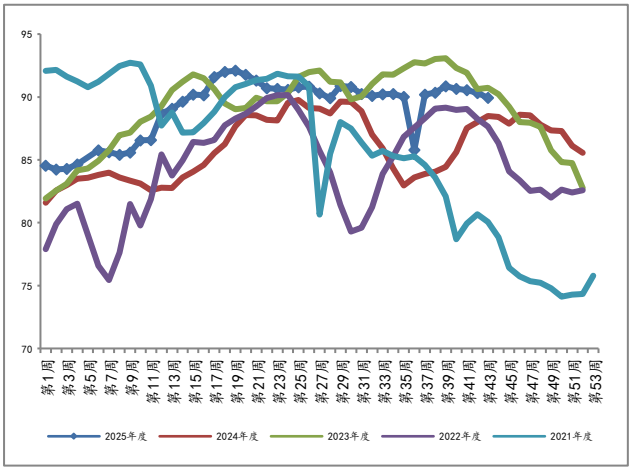
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



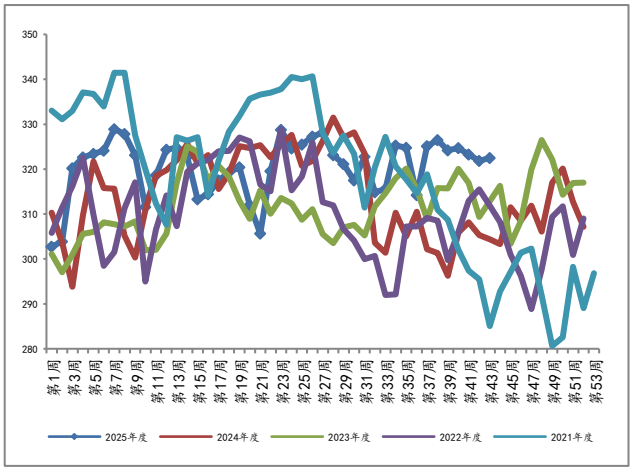
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



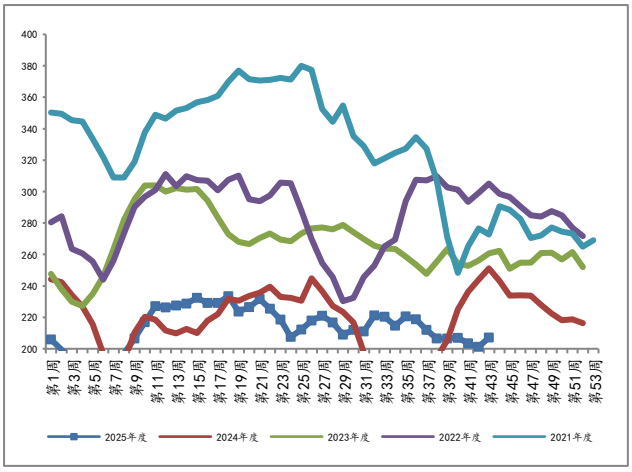
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



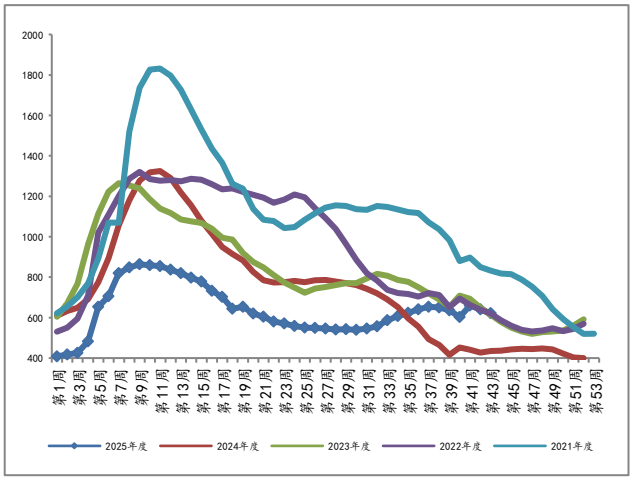
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



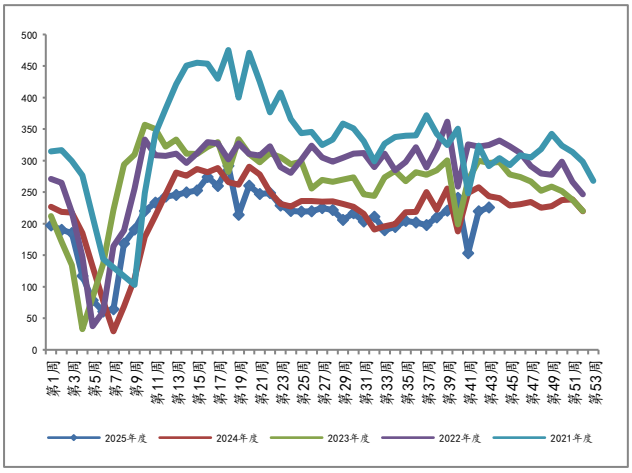
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 宏观情绪修复转机

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。

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、稀土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。APEC 中美领导人会晤结果来看，美方取消 10%的所谓芬太尼关税，并将 24%的对等关税继续推迟一年。

市场对此解读为，特朗普此前威胁的加征 100%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 本轮增产告一段落

供应端仍是原油基本面的核心关注点，在 11 月 2 日召开的关键成员会议上，OPEC+对后续产量政策做出决议，本轮为期九个月的增产计划按下暂停键，为动荡不安的原油市场安放了压舱石。

回顾沙特主导的 OPEC+增产计划，继完全退出 220 万桶/日的自愿减产后，继续分阶段重启此前协议冻结的 166 万桶/日产量，在四季度逐月小幅恢复原油产量 13.7 万桶/日，以夺回减产中让出的原油市场份额。自 2025 年 4 月以来，OPEC+将产量配额累计提升逾 270 万桶/日，相当于供需平衡总量的 2.5%左右。

而后 OPEC+宣布，将在 2026 年一季度暂停增产计划，旨在维持原油市场稳定。OPEC+此举略超预期但在情理之中，在能源消费季节性低谷期间，主动控产体现了对油价超跌的风险管理，不过按照目前的供需平衡动态来看，2025 年底至 2026 上半年盈余敞口仍将边际扩大。

3 原油累库汽油去库

原油市场长期过剩预期较为一致，震荡拉锯更多是基于预期差的调整，例如短期现货和库存高频数据的指引。

EIA 报告显示：截至 10 月 31 日当周，美国除却战略储备的商业原油库存大幅增加 520.2 万桶至 4.21 亿桶，与上一周 685.8 万桶的大幅下降形成鲜明对比，这一超预期累库主要是进口激增所致，当周美国原油进口量高达 592.4 万桶/日。实际上，今年出行旺季过后北美燃料需求依旧稳健，同期美国汽油库存下降 472.9 万桶，延续上周 594.1 万桶的去库态势，目前已降至近三年以来最低水平，取暖油和精炼油库存亦保持去化。

近期，美国汽油库存连续大幅下降，再加上欧洲柴油受地缘影响走强，欧美能源市场成品油表现明显好于原油。然而，市场对于供需结构宽松化保持警惕，由于原油季节性累库预期较强，使得终端需求利好被忽视，油价难以摆脱区间震荡偏弱的格局。

4 成品油裂解差走强

我们注意到，近期欧美成品油裂解差走强，显示出对能源供应稳定的担忧。在西方收紧对俄罗斯制裁，以及委内瑞拉局势吃紧之际，中东炼厂突发故障检修，令国际柴油市场紧张预期升温，新加坡、西北欧和美国墨西哥湾柴油裂解价差均升至近 21 个月来新高。

具体来看：10 月全球炼厂检修中的常减压产能约 550 万桶/日，环比增多近 40 万桶/日；尼日利亚 Dangote 炼厂和科威特 Al-Zour 炼厂等新建一体化装置运行尚不稳定，后者意外停产预计将影响约 370 万桶柴油供应，显著推升亚洲柴油裂解价差上行。同时，中国至新加坡柴油出口套利创 9 个月以来新高，油企纷纷申请将低硫燃料油或成品油加工贸易出口配额转换为成品油一般贸易配额以加大出口。

全球炼油产能下降叠加局部地缘政治风险，推动欧美柴油和汽油价格回升至旺季水平，短期对原油走势提供支撑。

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。

近月以来，美国对委内瑞拉的军事施压逐渐增强，令原油市场交易者不禁担忧，可能在中东和俄乌之外产生第三个地缘政治中心。事态始于美国特朗普当局对委内瑞拉政策的激进转向，目前美国海军舰机在委内瑞拉周边海域游弋，在该地区的部署规模和活动频率持续升级。虽然特朗普表示未批准对委境内目标发动打击，但回顾此前轰炸伊朗核设施同样不宣而战，市场对其表态很难完全相信。委内瑞拉拥有全球最大的已探明原油储备，原油出口量平均在 70-90 万桶/日，鉴于 OPEC+已经很难完成新的增产目标，任何供应中断都可能冲击全球原油供需平衡。

尽管原油市场总体仍深陷过剩泥潭，但短期局势升级和地缘风险难以忽视，后续事态演变或进一步放大油价波动。

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。

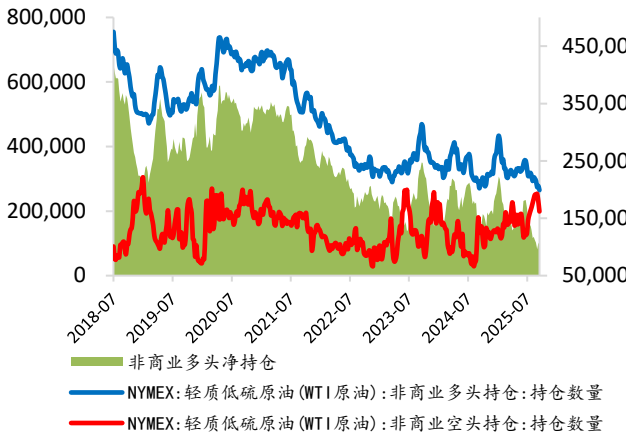
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



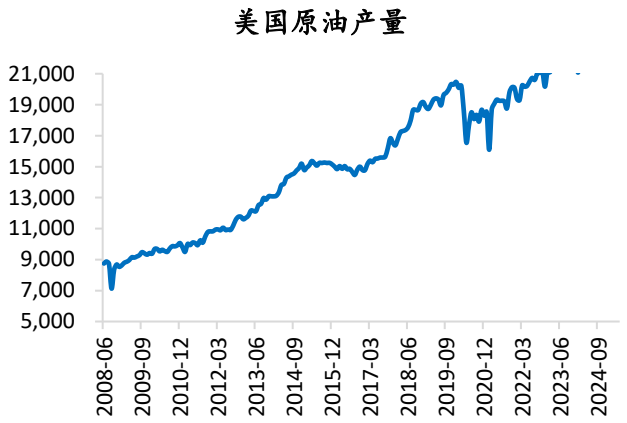
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



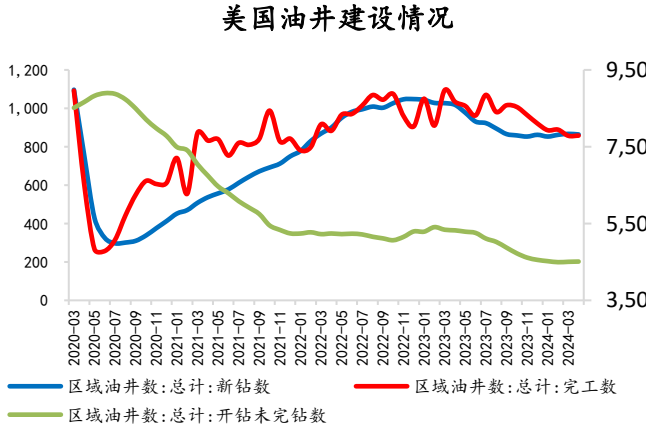
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



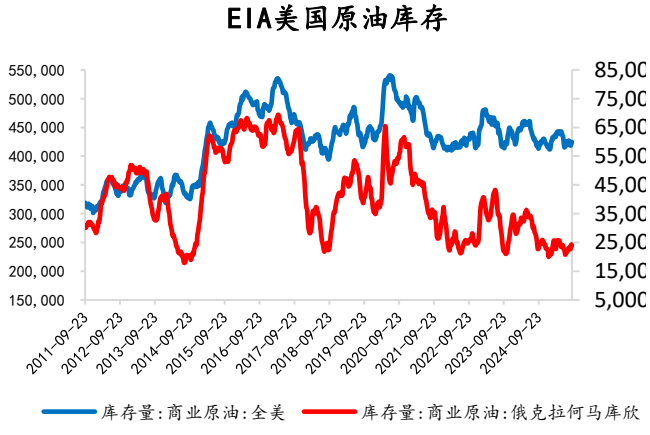
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



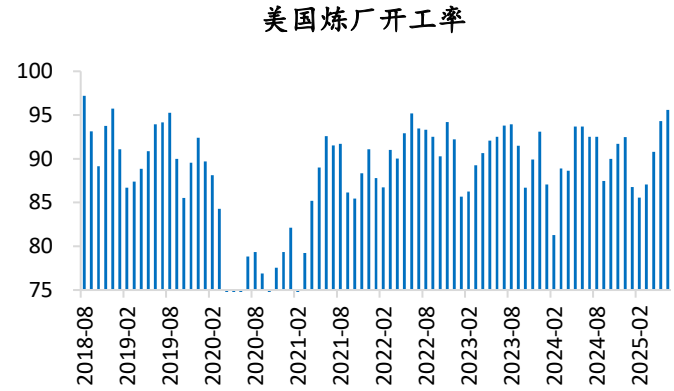
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



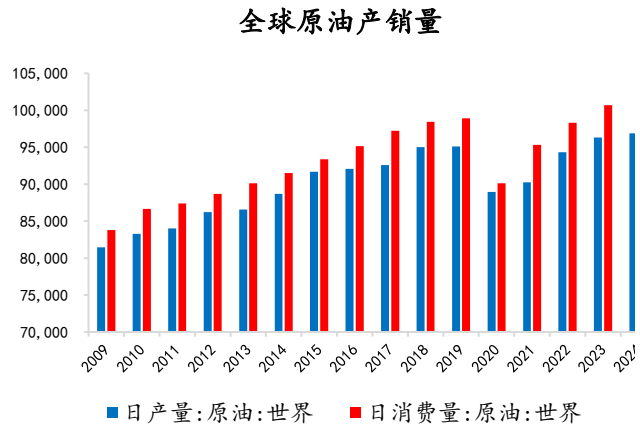
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 沪胶回归供需逻辑

在风险释放和估值修复后，天然橡胶期货走势或逐渐从金融属性向基本面供需逻辑回归。

近期，东南亚主产区降雨天气仍有反复，原料收购价格小幅反弹，但胶水-杯胶价差收缩至低位区间，表明割胶作业受影响不大，未来上量预期压制原料及成品橡胶价格。需求预期整体跟随宏观氛围回暖，APEC 上中美达成阶段性共识，贸易争端进入中场休息，但国内房地产和消费依然拖累工程类和物流类终端需求，前期抢出口和购车政策红利透支需求，下游缺乏实质性长足改善。中短期内，沪胶行情很大程度将取决于青岛地区库存变化这一关键指标，目前保税区与一般贸易仓库绝对库存总量并不多，但旺产季后期仍有反转累库预期。

目前，沪胶走势重回低位震荡局面，情绪偏空但下行空间有限，预计胶价短期维持偏弱整理，低估值区间支撑相对坚实。

2 成本坚挺交投冷清

天然橡胶原料端保持相对坚挺，11 月初泰国当地原料市场行情持稳，胶水和杯胶报盘分别为 56.00 和 54.65 泰铢/公斤。然而，近日青岛地区天然橡胶现货报价普遍下调，表明现货市场供应充裕而需求疲软，持货商成本支撑难抵采购商询盘冷清，以致期现价格承压下行。

上游季节性规律看，当前全球产区处于向高产期过渡阶段，国内云南版纳地区今年供应水平同比偏高，海外产区受雨季和台风影响较多，但天气对割胶的干扰有望减弱。下游需求始终不温不火，国内轮胎企业开工负荷提升有限，轮胎成品库存较多抑制原料补货积极性。

整体而言，未来两三个月出现严重洪涝灾害，抑或国际贸易局势剧变的概率都不大，行情缺乏重大利多或利空因素驱动。

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 青岛累库迹象乍现

近期，青岛主港天然橡胶出现大幅累库现象，在基本面逐步季节性转弱的预期下，沪胶期货盘面再度弱势下行。

统计显示，截至 11 月初，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存量合计 44.77 万吨，环比上期增加 1.54 万吨或 3.57%；其中，保税区库存 6.83 万吨，下降 0.58%；一般贸易库存 37.94 万吨，增加 4.36%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 1.79 个百分点，出库率增加 0.79 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 4.30 个百分点，出库率减少 1.49 个百分点。最新数据打破了连续三个月的去库节奏，但库存变化以及可能出现的拐点，是符合正常季节性规律的。

进入 11 月天气向好，国内云南、海南产区处于割胶高峰期，泰国南部主产区继续旺季上量过渡，而下游需求端表现平平，青岛主港自然会转向累库周期。通常来讲，市场对于旺季累库是抱有充分预期的，可理解为利空因素已经被提前交易了，除非后续发生超预期大幅累库。当前沪胶走势不建议追空杀跌，反弹同样缺乏实质性驱动。

5 合成橡胶分化走弱

相比天然橡胶 RU 和 NR 品种，合成橡胶 BR 表现更为弱势，原因是受供需疲软和成本坍塌双重利空压制。

上游来看，主要原料丁二烯装置开工率回升，国内现货供应充裕，主流出厂价降低至 6900 元/吨，港口库存大幅回升至 3.2 万吨，成本端对 BR 期货盘面呈空头导向。自身供需来看，近期国内丁二烯橡胶装置开工率有所回落，且下游轮胎企业开工率小幅回升，但现货交投氛围仍显清淡，接盘意愿倾向于低端报价。尽管供应压力边际缓解，但需求恢复同样缓慢，中国顺丁橡胶社会库存继续累增至 1.48 万吨。

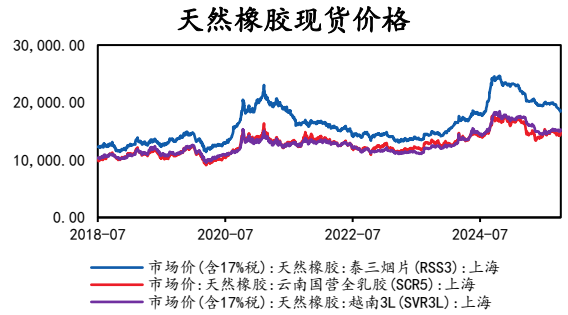
丁二烯橡胶价格下跌以后，下游买涨不买跌采购心态谨慎，市场货源流通速度放缓，或有进一步累库的空间。鉴于基本面的乏善可陈，预计中短期内 BR 延续偏弱运行，但经过前期超跌后位置较低，不排除跌无可跌后触底反弹。

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。

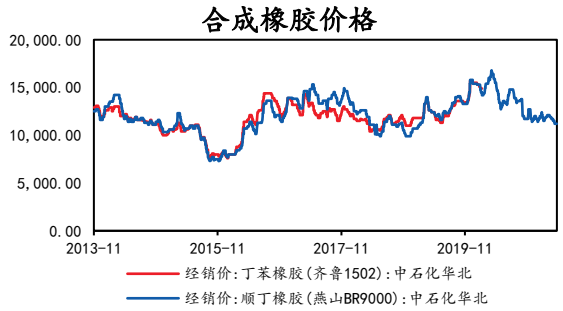
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



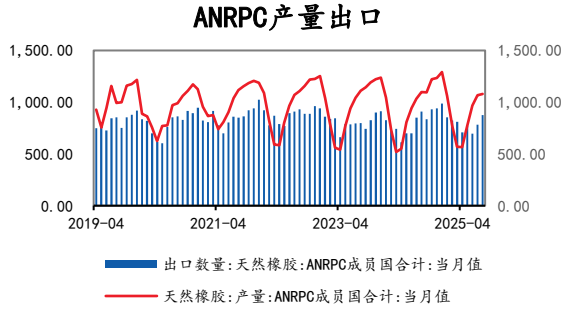
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



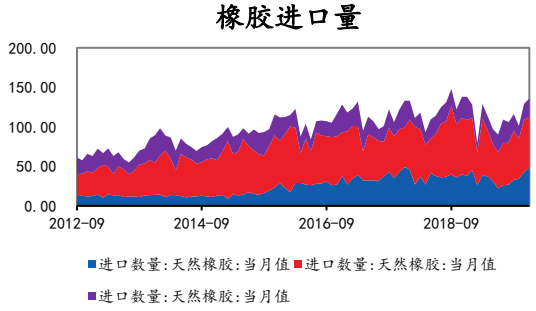
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



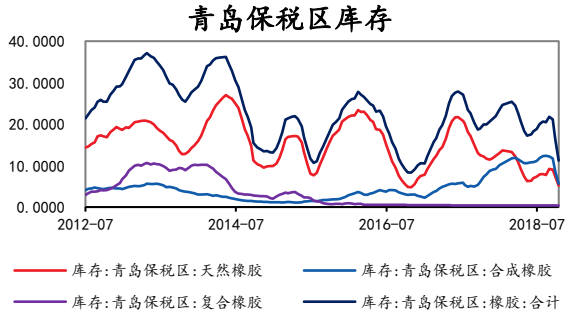
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



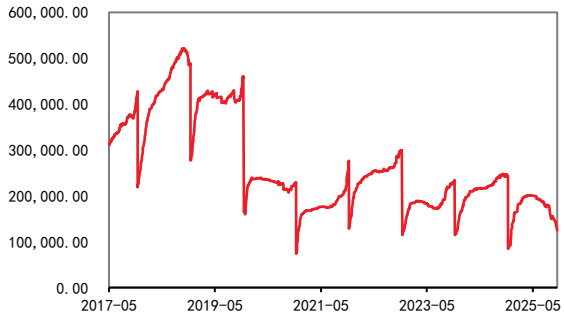
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



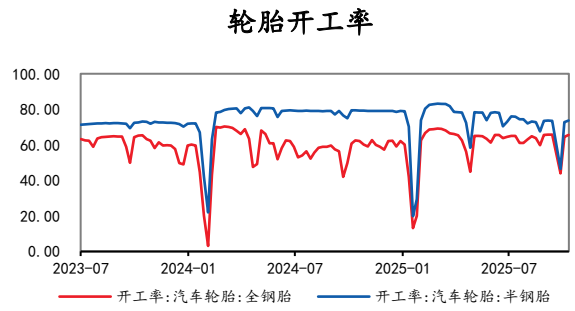
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



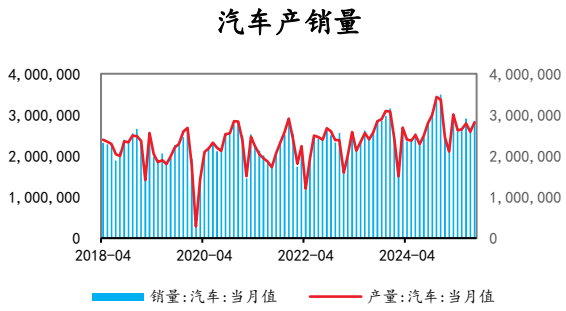
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆强势震荡，国内油脂超跌反弹

1 外部豆类市场分析

对华出口需求炒作降温，CBOT 大豆期货市场冲高回落

在上周中美达成新的贸易休战协议后，中国进口商开始恢复美国大豆采购。美国财政部长贝森特表示，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。随着中美大豆贸易重启，美豆出口前景获得改善，CBOT 大豆市场出现连续上涨行情，美豆基准合约一度升至近一年半高点。为落实中美双方达成的贸易协议，本周中国商务部宣布降低对美国进口商品加征的关税水平，最新的进口美豆关税税率为 13%，较其他地区进口关税高出 10%。尤其是近日美豆连续上涨，进一步推高进口成本，出口竞争力仍不及南美大豆。本周四，CBOT 大豆市场出现大幅回调，美豆出口需求炒作有降温迹象。

巴西大豆种植率接近一半，阿根廷大豆播种平稳推进

农业咨询机构 AgRural 表示，截至 10 月 30 日，巴西大豆种植率达到 47%，低于去年同期的 54%，该机构预估的巴西大豆产量为 1.767 亿吨。巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的出口数据显示，巴西 10 月大豆出口量为 672.78 万吨，同比增加 43%。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。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，目前阿根廷大豆播种率已达到 4.4%，该机构预计本年度阿根廷大豆产量为 4850 万吨。

印尼 2025 年棕榈油产量增长超预期

印尼棕榈油协会（GAPKI）近日表示，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，较此前预估上调约 240 万吨。印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，该国棕榈油强势增产，有助于增强棕榈油出口供给能力，降低该国实施 B40 甚至未来实施 B50 生物柴油政策对国际市场的影响。

印尼前 9 个月棕榈油出口大幅增长

目前印尼仍在执行 B40 生物柴油政策，市场此前一度担忧 B40 政策将增加印尼国内棕榈油消费，进而削弱该国棕榈油对国际市场的供应能力。印尼实施新的生物燃料政策是导致近几年棕榈油涨幅大于其他油脂震荡关键所在。然而，近日印尼统计局公布的数据显示，该国 9 月份棕榈油出口量为 138 万吨，同比下降 6.9%，但 1-9 月印尼棕榈油和精炼棕榈油出口同比增长 11.62%。印尼对国际市场棕榈油供应不降反增，对改善国际市场供应的作用显著。

马来西亚 10 月底棕榈油库存预计攀升

独立检验公司 AmSpec Agri 发布的数据显示，马来西亚 10 月棕榈油出口环比增加 4.3%，ITS 的同期增幅为 5.2%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，马来西亚 10 月棕榈油产量环比增加 5.55%。产地棕榈油通常从 11 月开始进入产量淡季，但目前来看，季节性减产周期存在延后的可能。在 MPOB 下周公布月报前，一项调查显示，因 10 月产量升至七年高点，且超过出口需求，预计马来西亚 10 月底棕榈油库存将攀升至两年高位。

2 国内豆类市场分析

中国 10 月进口大豆 948.2 万吨，前十个月累计增幅为 6.39%

国家海关总署公布的数据显示，中国 10 月大豆进口 948.2 万吨，环比减少 338.7 万吨，较 2024

年 10 月进口量增加 139.5 万吨，增幅为 17.25%。2025 年 1-10 月中国累计进口大豆总量为 9568.2 万吨同比增 574.5 万吨，增幅为 6.39%。

国内棕榈油进口成本大幅下降，棕榈油与其他油脂价差得到修复

由于国内棕榈油供给完全依赖进口，成本驱动是国内棕榈油价格变动主要的原因之一。供给压力令产地棕榈油连续下跌，国内棕榈油进口成本也出现大幅下降。据统计，10 月 9 日棕榈油进口成本价为 9640 元/吨，11 月 4 日降至 8906 元/吨，累计下跌 734 元/吨，降幅为 7.6%。同期棕榈油期货 2601 合约累计下降 954 元/吨，降幅为 9.97%。受棕榈油价格快速回落影响，豆油和棕榈油价差得到快速修复，两者现货价差已由 10 月初的-1000 收窄至-50 元/吨左右。

国内豆粕库存回升，菜粕库存严重紧张

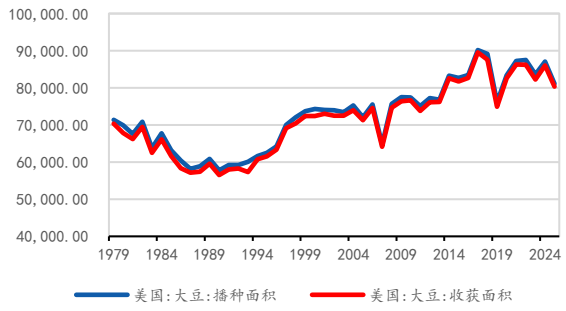
据国家粮油信息中心，截至 10 月 31 日，全国主要油厂进口大豆库存 765 万吨，周环比下降 43 万吨，月环比下降 47 万吨，同比上升 153 万吨，较过去三年均值上升 309 万吨；豆粕库存 114 万吨，周环比上升 9 万吨，月环比上升 7 万吨，同比上升 15 万吨，较过去三年同期均值上升 51 万吨。整体来看，国内进口大豆供应较为充足，豆粕库存高企限制粕价回升。由于进口加拿大油菜籽处于停滞装填，油厂原料断供，进口菜籽压榨全面停机，国内没有新增菜粕压榨供应，供给严重短缺推动菜籽粕现货价格涨幅明显大于豆粕。11 月 6 日，沿海地区普通菜籽粕报价 2640~2720 元/吨，较上周同期上涨 110~120 元/吨。四季度为国内水产养殖淡季，下游需求疲软，在一定程度上避免了库存短缺对菜粕价格推涨效应。

3 油脂油料市场展望

近期国内外棕榈油在主要油脂中表现最弱，其核心下跌动力在于印尼增产降低国际市场棕榈油供应紧张的预期。市场对下周 MPOB 月报存有利空预期，关注报告公布后市场反应。如果印尼棕榈油供需数据依然偏空，棕榈油市场将继续释放此前因生柴需求炒作形成的价格升水，从而推动三大油脂价差向正常水平回归。进口菜籽压榨几乎归零，中加菜籽贸易短期难恢复，菜油供给收紧预期对价格仍有支撑。美豆冲高回落，豆油市场成本支撑可能松动。油脂板块整体处于超跌修复行情，如缺少实质性利多提振，存在再度转弱的可能。国内豆粕市场与美豆联动性提升，成本交易仍是重点。美豆连涨将削弱其对华出口竞争力，美豆过度炒作需求不可持续。国产大豆市场走势相对独立，产区大豆现货上市以来整体低开高走，中储粮随行就市收购提振市场信心，并带动大豆价格重心抬高。豆一期货技术买盘活跃，但受美豆下跌拖累，冲高动能可能减弱。

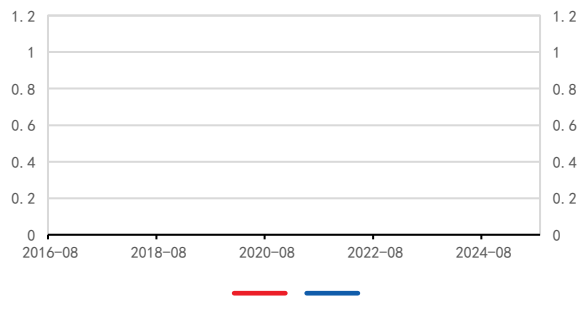
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



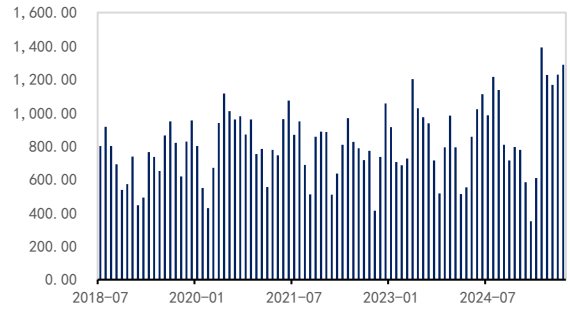
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



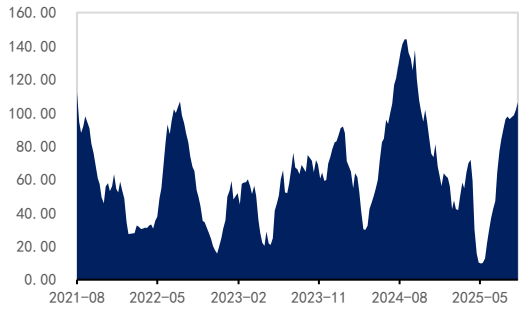
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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