中金财富期货策略周报（2025 年第 41 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：美联储 12 月降息预期再起波澜，AI 泡沫担忧，引发全球主要大类资产回落，大宗商品市场跟随下行。随着市场情绪的逐渐恢复稳定，预计情绪端对工业品的影响逐渐消退，密切关注美股为代表的风险资产走势。

股指期货：近期 A 股出现明显调整，主要受外围市场下跌、国内经济数据走弱、美元指数走强、年底业绩压力和资金面落袋为安等多因素影响。我们认为，如果美股结束调整，重回强势，A 股有望更快走出调整，否则建议耐心等待调整行情结束。

铜：铜矿供应短缺的核心逻辑并未改变，这构成了铜价坚实的底部支撑。高铜价对下游消费的抑制以及宏观情绪转弱，又限制了价格的上涨空间。许多企业面临资金压力，采购意愿受到抑制，普遍采取按需采购。市场对美国经济数据的发布保持敏感，全球经济"软着陆"与否存分歧，近期价格走势将随市场情绪变化呈现震荡。

锌：矿端供应紧张是当前最核心的支撑逻辑。同时，极低的 LME 库存以及因此开启的锌锭出口窗口，都为价格提供了缓冲垫。需求季节性下滑表征显著，下游企业开工低于历史表现，限制了锌价的上涨高度。宏观层面美联储政策的不确定性也限制了市场的风险偏好，沪锌大概率低位区间震荡。

钢材：当前钢材市场正处在政策预期升温、基本面弱现实的局面。一方面，上游反内卷持续强化，形成较强成本支撑；另一方面，下游需求仍显不足但政策可能即将补位。在外部宏观恶化与内部政策预期增强的共振下，钢价仍将呈现区间震荡偏强的格局，短期“易涨难跌”。

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：在传统原油输出国增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，而地缘政治局势尚不明朗，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。

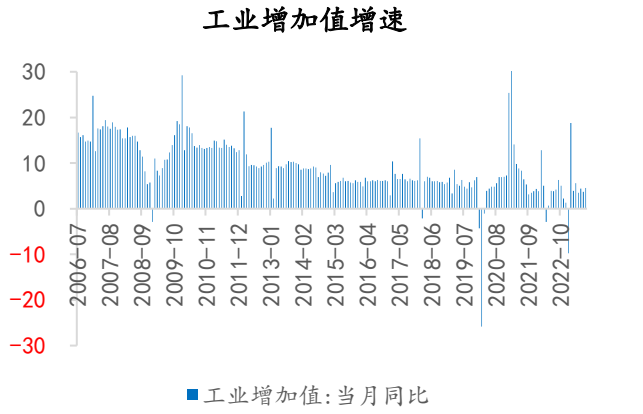
橡胶：总体而言，天然橡胶市场处于强现实向弱预期过渡和兑现阶段，基本面供需相比三季度出现明显转弱迹象。我们的经验是，通常在四季度沪胶仍可保持中高位震荡运行，以宏观和金融属性的交易逻辑为主。从估值的角度看，系统性风险在上一轮下跌后已得到充分计价，当前沪胶处于中性估值水平，后市单边行情驱动有限，因而忌追涨杀跌。

油脂油料：美国农业部陆续恢复公布常规报告，2025 年美豆丰产目标基本实现，美豆对华出口进展备受关注。中国持续落实中美元首会晤成果，但在年底前完成美方预计的 1500 万吨采购计划难度较大。目前美豆进口成本仍显著高于其他地区，这有利于降低美豆需求炒作的持续性。南美大豆开局整体正常，天气因素对市场的影响力逐步提升。年底前国内进口大豆采购计划基本落实，供给宽松仍是国内市场的主要特征。目前豆粕库存在 100 万吨左右，下游需求较为平稳，油厂提价动力不强。随着美豆库存向中国转移，远期供给宽松度扩大，豆粕市场表现可能继续弱于美豆。产地棕榈油仍处于供强需弱局面，对棕榈油价格的上行驱动相对有限。在美国生物柴油需求炒作降温后，国内外棕榈油市场纷纷重回弱势，国内棕榈油破位下跌，并拖累油脂板块整体走弱。国内三大油脂品种因基本面差异可能行情有分化，但整体上行难度较大。近期中国进口商持续增加美豆采购，国内远期大豆供应形势向好，国产大豆油用压榨需求预期下降，市场卖压升高，豆一期货市场进入震荡回调状态。

目录

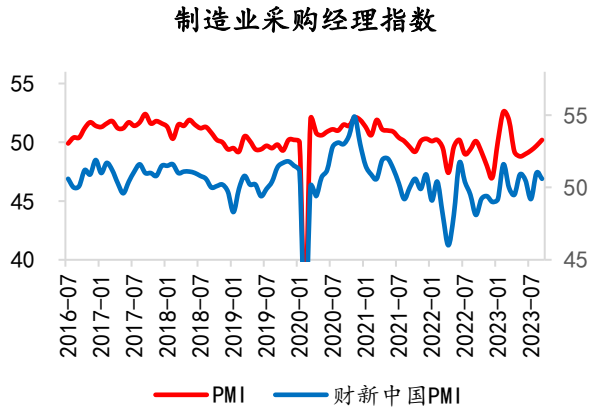
周度策略：外围市场波动，商品市场调整 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 5 -
2 宏观高频数据：地产季节性回升，港口吞吐量下行 ..... - 6 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
铜 ..... - 9 -
1 影响因素 ..... - 9 -
2 结论 ..... - 10 -
钢材 ..... - 14 -
1 政策预期走强 ..... - 14 -
2 钢材供应稳中有增 需求阶段性回暖 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 期限结构月差走弱 ..... - 18 -
2 OPEC 观点重大转向 ..... - 18 -
3 增产暂停压力缓解 ..... - 18 -
4 过剩加剧趋势难改 ..... - 19 -
5 仍需警惕地缘风险 ..... - 19 -
6 熊市周期已经确认 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 产能上限制约供应 ..... - 22 -
2 旺季初期原料坚挺 ..... - 22 -
3 下游需求跟进不足 ..... - 22 -
4 季节累库拐点到来 ..... - 23 -
5 可考虑 NR-BR 套利 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：美豆涨势受阻，国内豆类市场承压回落 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

图表 1：国内工业增加值增速



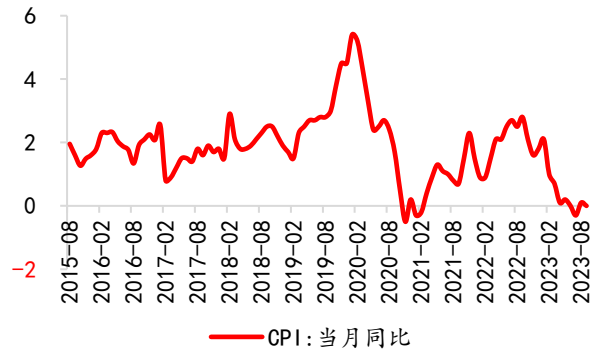
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



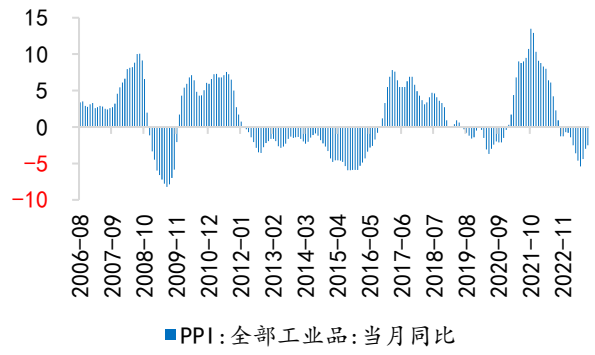
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



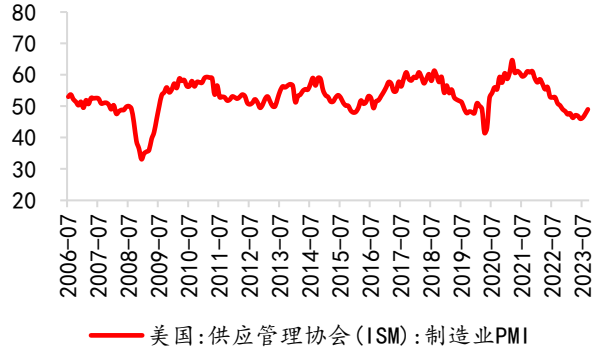
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



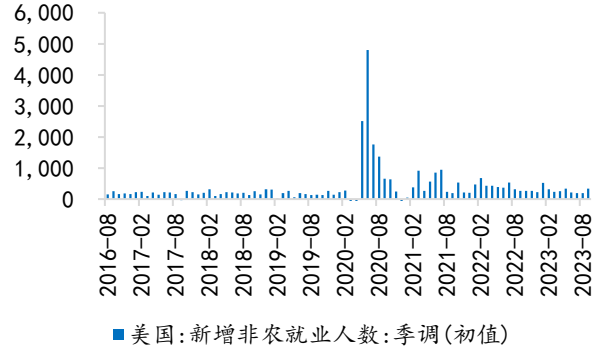
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：外围市场波动，商品市场调整

近期，外围市场在美联储降息预期波动，以及美国 AI 叙事遭受质疑的情况，全球主要资产都出现了回落，如股市、比特币、黄金和商品市场。尤其是 12 月降息摇摆不定，对主要资产都有明显影响。美联储公布会议纪要，显示官员对 12 月是否降息意见不一。纪要指出，更多官员主张年内维持利率不变，担心进一步降息可能加剧通胀，或削弱公众对美联储控通胀承诺的信心。

三驾马车承压

10 月份经济数据显示，政策空窗期的情况下，经济仍面临一定压力。

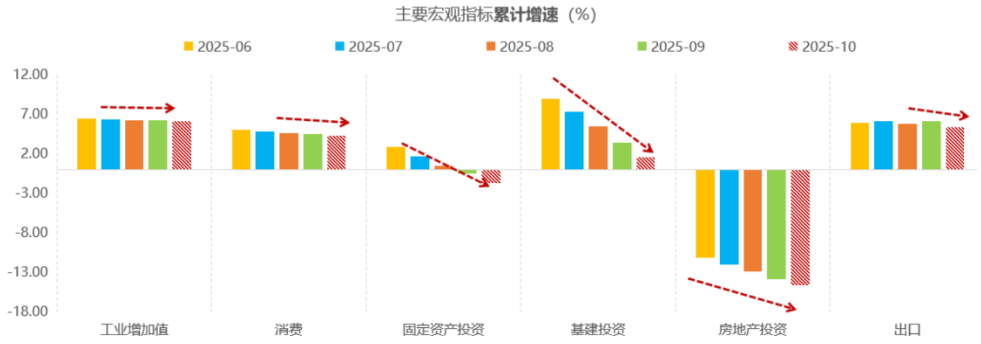
从 10 月数据上看，支撑 GDP 的“三驾马车”消费、投资和净出口压力增大，短期经济增长或面临一定的挑战，考虑到今年前三季度经济表现较好，完成 25 年总量+5%的经济增长目标压力不大，因此四季度的经济可能面临自然回落的局面。

10 月社会零售同比+2.9%，增速连续五个月回落。10 月进出口总值同比较上月大幅下滑，出口同比-0.8%，较上月下降 9.2 个百分点，对欧盟出口较上月大幅下降 13.3 个百分点。1-10 月固投完成额负增长 1.7%、基建（累计同比亦负增长（yoy-0.1%）与房地产开发投资持续探底（-14.7%）凸显传统增长模式乏力。未来半年政策利率下调与增量工具落地或成关键支撑手段。固定资产投资主项基建和房地产承压，相比于过去，未来支承性政策或更倾向于刺激消费。

10 月消费增速持续回落，服务消费表现持续突出。10 月社会消费品零售总额 4.6 万亿元，同比+2.9%，增速已连续五个月回落。1-10 月社会消费品零售总额同比+4.3%，较上期-0.2 个百分点。分项看，1-10 月商品零售额和服务零售额同比分别+4.4%/+5.3%，较 1-9 月分别-0.2 个百分点/+0.1 个百分点。往后看，24 年 11 月和 12 月单月社零平均同比增速为+3.35%，较 24 年 10 月有所下滑，25 年 11、12 月面临同比高基数压力较 10 月较小。去年 11 月和 12 月国补相关品类（如家用电器和音像器材等）同比高增，今年同期或面临增长压力。

整体看，10 月经济数据持续放缓，固投累计同比增速负增长，传统投资经济驱动模式或将难以为继。当前经济运行中，支撑经济的“三驾马车”均面临压力。去年 11 月和 12 月国补相关品类同比高增，今年同期或面临增长压力；固定资产投资中基建和房地产累计同比增速均负增长，房地产开发投资累计同比增速加速下滑；12 月出口同比增速面临去年的高基数，25 年上半年因“抢出口”效应整体外贸数据较好，明年上半年出口增长压力或较大。

图表 1：10 月主要宏观经济指标



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

流动性：税期影响下，资金面起波澜

11 月 17-21 日，资金面波澜再起，周初（17-18 日）受税期、政府债缴款及北交所打新等因素影响，资金面显著承压，R001 迅速攀升至 1.57%，R007 也升至 1.53%。周三起，随着央行持续加力投放，且税期走款即将结束，资金利率迎来下行。直至周五，资金利率才回归合理定价，R001 回落至 1.39%，低于 OMO 利率，R007 也逐步下行至 1.50%水平。

本周（11 月 24-28 日）进入跨月周，资金面风浪依旧未平。周一起，拆借 7 天利率可跨月。参考今年二季度以来季中月（5 月、8 月）资金利率在跨月周的变化情况，R007 最大上行幅度分别为 11、8bp，而 R001 多在跨月当日显著上行，幅度在 5-10bp。

与此同时，本周公开市场还面临 2.58 万亿元到期，单周到期规模仅次于国庆后一周的 2.66 万亿元。其次，政府债缴款规模可能依然不低。根据已披露的发行计划，本周缴款额预计为 2337 亿元。不过，本周三（26 日）还将有国债 2 个月、3 个月期贴现国债计划发行，实际缴款压力将更大，据估算，实际缴款规模或仍在 3000 亿以上，约为 3087 亿元左右。

因此，对于跨月周，地方债发行缴款以及 MLF 续作情况将是两个关键变量。不过，考虑到三季度基本面压力显现，央行宽货币态度延续，下周央行或同步加大短期逆回购资金投放，缓解资金压力，预计跨月期间隔夜、7 天资金成本高点或在 1.60%附近。

继续关注全球大类资产走势

美联储 12 月降息预期再起波澜，AI 泡沫担忧，引发全球主要大类资产回落，大宗商品市场跟随下行。随着市场情绪的逐渐恢复稳定，预计情绪端对工业品的影响逐渐消退，密切关注美股为代表的风险资产走势

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	11 月 21 日	中国 LPR 连续六个月维持不变	11 月 5 年期以上 LPR 为 3.5%，1 年期 LPR 为 3%	年底前经济运行有望延续回升态势，政策利率将保持稳定
	11 月 20 日	美联储会议纪要暴严重分歧：多人认为不适合 12 月降息	降息预期变化大幅影响资本市场	建议继续关注降息预期的变化
数据	11 月 17 日	10 月社会消费品零售同比增 2.9%	消费数据明显回落	稳增长仍有迫切性
	11 月 22 日	欧元区 11 月制造业 PMI 初值 49.7	意外重回荣枯线下方	德法制造业双双恶化
事件	11 月 22 日	特朗普下“最后通牒”：27 日是乌接受美和平 28 点计划最后期限	普京：已收到美提出的计划，俄方愿谈判	俄乌问题是近期外围市场焦点之一

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观高频数据：地产季节性回升，港口吞吐量下行

周度高频数据显示经济需求端依然较弱。

消费：汽车销售增速同比下行，物价表现有所下行。上期汽车批发同比下行 5.00%，零售同比下行 9.00%。批发同比增速 4WMA 和零售同比增速 4WMA 均下行。本期电影票房周度环比下行 22%，观影人次 7DMA 周度环比下行 22%。农产品价格有所下行，猪肉价格周度环比下行 0.83%；蔬菜价格周度环比下行 6.08%。

投资：建筑施工表现较好，商品房市场季节性上行。本期水泥库容比周度环比上行 0.1pcts，水泥价格指数周度环比上行 0.43%，水泥发运率周度环比持平上周。螺纹钢库存周度环比下行 3.8%，全国盈利钢厂比例周度环比下行 1.3pcts，螺纹钢表观需求周度环比上行 6.7%。总体来看，建筑施工终端需求表现较好。本期 30 大中城市商品房成交面积 7DMA 周度环比上行 24.2%。分能级来看，一线商品房成交面积下行，二线和三线商品房成交面积均上行。本期 16 城二手房成交面积 7DMA 周度环比下行 0.1%；全国城市二手房出售挂牌价指数周度环比下行 0.2%。本期百城成交土地面积上行，成交土地溢价率周度环比下行。

出口：港口吞吐量有所下行，航运指数多数上行。本期港口货物吞吐量周度环比下行 1.1%，集装箱吞吐量周度环比下行 5.4%。本期 BDI 指数周度环比上行 7.06%，国内 SCFI 指数和 CCFI 指数周度环比分别下行 3.98%和上行 2.63%。

工业生产：生产表现较弱。从上游来看，本期全国电厂样本区域用煤量周度环比下行 1.27%，石油沥青装置开工率周度环比下行 4.20pcts 至 24.80%，高炉开工率周度环比下行 0.62cts 至 82.17%，粗钢产量周度环比上行 6.00%。从地产链来看，螺纹钢开工率周度环比上行 1.31pcts 至 43.29%，浮法玻璃开工率环比下行 0.34pcts 至 74.96%，磨机运转率周度环比下行 0.39pcts 至 33.29%。从泛消费品链来看，涤纶长丝开工率周度环比上行 0.10pcts 至 91.33%，PTA 开工率周度环比下行 1.89pcts 至 74.29%，甲醇开工率周度环比下行 0.17pcts 至 83.77%。从汽车链来看，汽车半钢胎开工率周度环比下行 2.61pcts 至 71.07%，汽车全钢胎开工率周度环比下

行 3.19pcts 至 61.31%。

3 美联储 12 月降息存在较大变数

美国 9 月新增非农就业大幅反弹，服务业就业表现稳健，薪资增速平稳，但失业率升至近 4 年新高，8 月新增就业下修为负。ADP 私营就业、Indeed 网站招聘数和 PMI 就业指数等市场数据显示就业有短期企稳迹象。由于联邦政府前期停摆，12 月议息会议将缺乏 10-11 月就业数据，同时关税可能小幅回落但仍高于目标水平，美联储议息决策将更加谨慎，可能保持利率不变而推迟至明年一季度降息。但近期流动性趋紧引发证券市场波动，如果市场出现动荡，美联储可能出于稳定市场考虑而选择降息。预计明年年底之前合计有两次降息，明年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%，接近中性利率水平。

美国就业数据好于预期，ADP 新增私营就业从 9 月的 2.9 万人回升至 10 月的 4.2 万人，Indeed 网站总招聘数在 10 月底开始回升，PMI 制造业与服务业就业指数也在 9-10 月连续回升，显示就业市场经历上半年联邦政府裁员和关税冲击之后开始短期改善。但未来两个季度经济活动和就业需求可能放缓，移民政策减少劳工供应，AI 广泛应用抑制部分初级工作岗位需求，就业市场可能再度走弱。由于联邦政府停摆，美联储 12 月议息会议将缺乏 10-11 月就业数据，而房价、房租和油价回落可能抵消关税对商品通胀影响，通胀可能小幅下降但仍高于目标水平，美联储 12 月议息决策将更加谨慎，可能保持利率不变而推迟至明年一季度降息。

4 宏观策略

美联储 12 月降息预期再起波澜，AI 泡沫担忧，引发全球主要大类资产回落，大宗商品市场跟随下行。随着市场情绪的逐渐恢复稳定，预计情绪端对工业品的影响逐渐消退，密切关注美股为代表的风险资产走势。

5 股指期货市场分析

指数出现明显调整行情

本周市场出现调整行情。周度表现看，其中沪深 300 指数-3.77%，上证 50 指数-2.72%，中证 500 指数-5.78%，中证 1000 指数-5.8%。

11 月以来，受联储降息预期回落、“AI 泡沫”言论影响，全球风险资产跟随美股同步调整，近期 A 股与港股的波动也随之加剧。

海外市场波动是 A 股调整的主要原因，过去一段时间全球投资者对 AI 强资本开支的持续性质疑渐起，而英伟达超预期的财报发布后，其高开低走的股价表现加剧了投资者担忧及市场的去杠杆化；这一现象背后一部分来源于年末投资者保收益情绪较浓重，另一部分则源于美元流动性预期边际收紧对全球风险资产的扰动，此前投资者对 12 月美联储降息预期一度回落至约 30%，此外 A 股及港股上周供给侧也有大额解禁压力。

因此，本轮 A 股的调整与全球市场同步，主要是受外围市场拖累的影响。

调整结束后仍可低吸

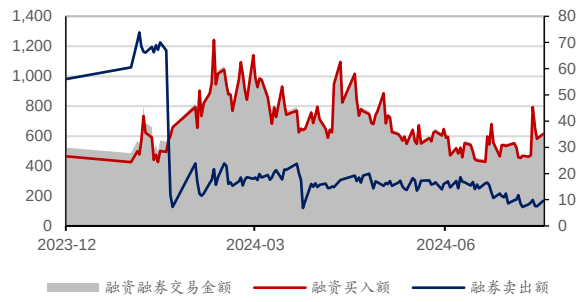
往后看，海外冲击影响下中国资产已调整出性价比，随着海外风险释放带来的情绪冲击逐步落地、消化，中国资产有望凭借自身独立逻辑迎来修复。

首先，随着周五联储主席发表鸽派言论，市场已在对此前美联储降息的悲观预期重新定价，压制全球风险偏好的关键因素正在迎来缓和。

其次，流动性预期缓和、全球 AI 应用持续迭代升级的背景下，市场对于“AI 泡沫”的担忧也有望缓解。

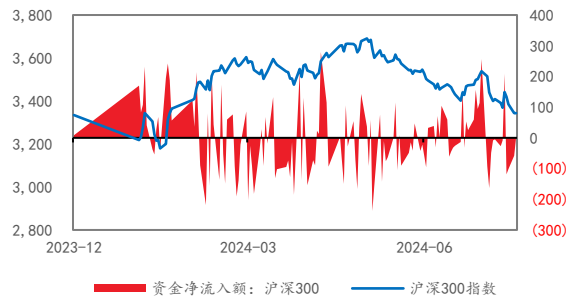
对于中国资产而言，海外冲击下已调整出性价比，随着海外风险释放带来的情绪冲击逐步落地、消化，当前迎来布局契机：海外冲击下，当前全 A 已调整至 60 日均线以下，历史经验来看，后续进一步回落的空间有限，短期消化后市场将重回涨势；而对于本轮调整更早、跌幅更深、对外部敏感程度更高的港股而言，其走势具备先行性，可重点关注。

图表 8：融资融券数据图



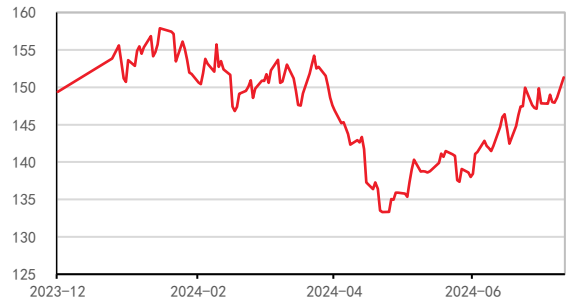
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



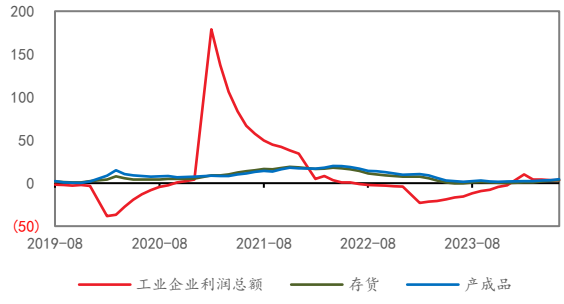
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。据 ICSG 统计，2025 年 8 月全球铜精矿产量为 193.7 万吨，同比+0.5%，环比-0.3%；2025 年 1-8 月全球铜精矿累计产量为 1534.9 万吨，同比+3.2%。

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。10 月中国电解铜产量 109.1 万吨，环比下降 2.94 万吨，环比降幅 2.62%，同比增幅 9.63%。1-10 月累计产量 1115.1 万吨，累计同比增长 11.96%。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”

随着铜价下挫，下游采购意愿有所恢复，现货升贴水有所走强。现货交易多以刚需采购为主，

整体备货情绪有限。市场流通货源尚可，但高价位下实际成交量相对有限。

新能源产业链延续高景气，1-10 月产销量同比分别增 33.1%、32.7%，加速汽车用铜的消费。电网投资侧重“十五五”能源通道优化及智能微网建设，特高压、智能化长景气周期确立。

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。近期“十五五”规划强调 AI 产业布局，单台 AI 服务器用铜 18kg，单座 10MWAI 数据中心电力线缆耗铜超百吨，AI 需求广阔为铜价提供强劲底部支撑。

2 结论

铜矿供应短缺的核心逻辑并未改变，这构成了铜价坚实的底部支撑。高铜价对下游消费的抑制以及宏观情绪转弱，又限制了价格的上涨空间。许多企业面临资金压力，采购意愿受到抑制，普遍采取按需采购。市场对美国经济数据的发布保持敏感，全球经济"软着陆"与否存分歧，近期价格走势将随市场情绪变化呈现震荡。

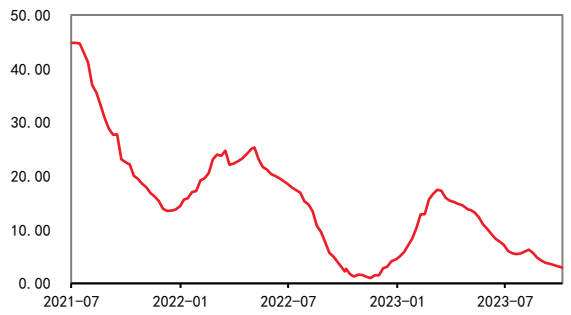
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



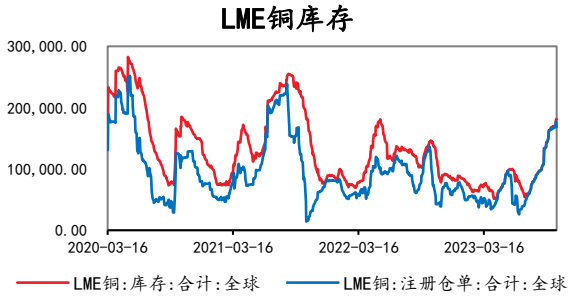
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



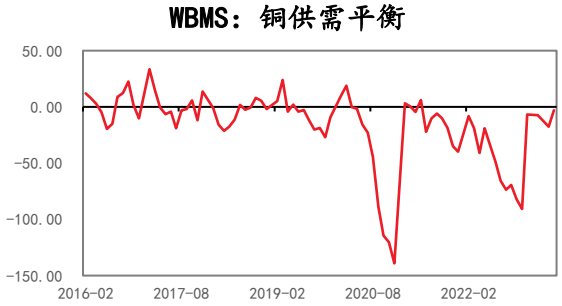
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



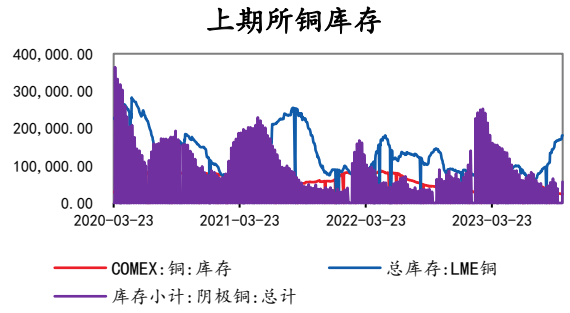
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



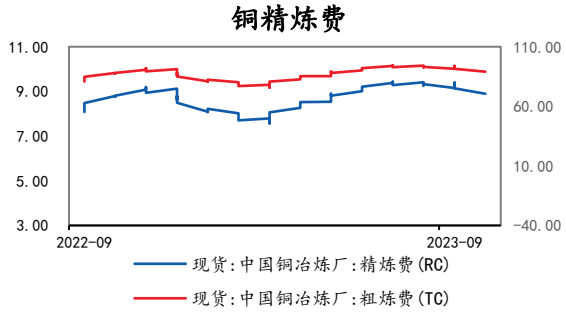
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌产业链供应宽松逻辑基本兑现

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。全年来看，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。国际铅锌周上市场普遍预计 2026 年锌矿供应转紧，但预计 2026 年长协加工费有望超 100 美元/干吨。周度加工费持续承压回落，部分炼厂有进一步减产计划，供应压力边际减少。

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。1-10 月国内锌精矿累计产量 279.2 万吨，同比下降 5.1%。

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。国内锌精矿加工费保持稳定，而进口锌精矿加工费则出现回落。目前冶炼厂锌精矿库存处于同期中位偏上水平，在计入副产品硫酸收益后，冶炼利润依然存在。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。

进出口方面，9 月我国精炼锌进口量 2.27 万吨，环比-11.61%，同比-57.03%，出口量 0.25 万吨，环比+696.78%，同比+158.39%，净进口 2.02 万吨。锌价外强内弱延续，内外比值继续下修，精炼锌现货出口窗口打开。

库存继续增长

三大初级加工行业开工率基本稳定，北方环保影响减弱，镀锌管企业开工回升，且南方大棚管、交通订单较好，镀锌结构件企业开工稳定；小五金企业对锌价较敏感，锌价走高抑制需求，压铸锌合金企业开工微降；天气转冷及北方环保拖累需求，氧化锌企业开工小降。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。

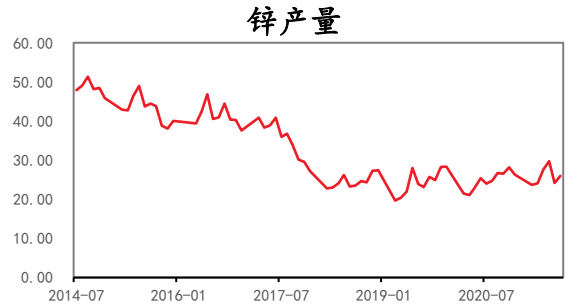
中汽协数据显示，2025 年 9 月汽车产销分别完成 327.6 万辆和 322.6 万辆，环比分别增长 16.4%和 12.9%，同比分别增长 17.1%和 14.9%。以旧换新政策持续释放置换需求，叠加行业综合整治缓解“内卷”，企业新车型密集投放，均对市场韧性形成支撑，行业复苏力好于预期。

2 总结

矿端供应紧张是当前最核心的支撑逻辑。同时，极低的 LME 库存以及因此开启的锌锭出口窗口，都为价格提供了缓冲垫。需求季节性下滑表征显著，下游企业开工低于历史表现，限制了锌价的上涨高度。宏观层面美联储政策的不确定性也限制了市场的风险偏好，沪锌大概率低位区间震荡。

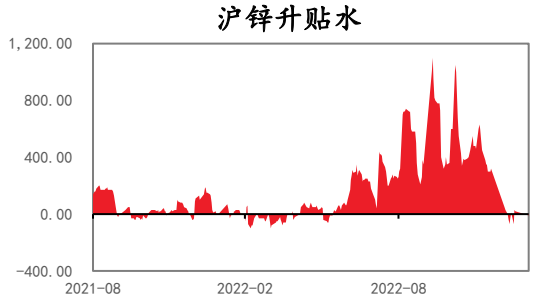
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



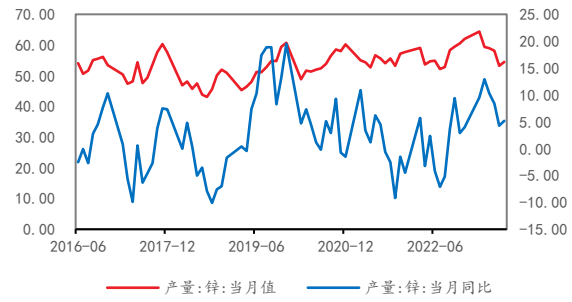
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



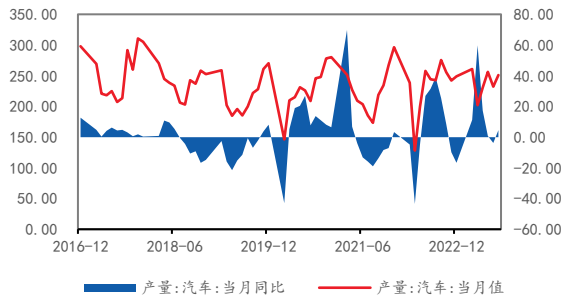
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 政策预期走强

当前黑色产业链的核心矛盾逐渐从“成本端过热”转向“需求端缺乏接力”。反内卷政策自 7 月以来在上游资源端表现最为明显，焦煤、焦炭在供给约束下出现显著反弹，但向中下游传导的难度极高，近期价格已有所回落。钢材价格并未同步大幅走强，原因正是下游需求端尚未形成足够的政策支撑。目前可观察到的政策体系仍呈现“上游强管控、下游弱托底”的特征，政策链条明显不完整，这正是后续政策预期增强的基础。

第一，反内卷要真正形成系统性的改革，必须要有下游配套政策联动。目前上游压产、减量、控安全生产已经在落地，但中游钢铁、高耗能行业以及终端地产、制造业并未形成对应的改革与托底措施，导致成本端上涨难以顺利传导。价格形成机制中断，也使钢铁产业链出现“上游刚性上涨、下游需求乏力、钢材易涨难跌”的结构性局面。因此，即将召开的 12 月政治局经济会议极为关键，有概率会讨论如何将“反内卷”从资源端向更广泛的产业端、消费端、投资端延伸，补齐链条。政策预期明显走强，一旦房地产治理、产业政策、制造业投资或城市更新方面出现新的落地措施，在当前基本面缺乏行情驱动力的背景下，钢价将呈现“易涨难跌”的特征。

第二，外部宏观环境正在发生快速恶化。中日关系近期持续紧张，而中日关系被视为中美关系的前置反应层，属于全球地缘政治格局中最敏感的“晴雨表”。其恶化本质上意味着中美关系的进一步复杂化。与此同时，特朗普政府的贸易政策持续强化对中国商品的限制，在关税、壁垒、投资收紧等方面保持高压态势，外部需求环境面临下行压力。出口端已经显现边际走弱迹象。外需萎缩叠加外部压力加码，意味着中国经济必须进一步依赖内需的支撑，政策取向势必加大向“内循环”“国内大市场”“战略性新兴产业”“城市更新”等方向倾斜。

在这样的背景下，12 月政治局会议可能迎来政策层面的“超预期”。不是大水漫灌，也不是完全重启地产刺激，而可能是加强逆周期调节的系统组合拳，包括结构性财政政策、产业链稳链措施、城市更新和保障性住房制度优化、民营经济政策支持、以及进一步落实反内卷的配套方案。政策力度一旦增强，将强化市场对“稳定需求端”的信心。

总体来看，钢材市场正处在政策预期升温、基本面弱现实的局面。一方面，上游反内卷持续强化，形成较强成本支撑；另一方面，下游需求仍显不足但政策可能即将补位。在外部宏观恶化与内部政策预期增强的共振下，钢价仍将呈现区间震荡偏强的格局，短期“易涨难跌”，中期需等待政策的真正落地及需求端的实际改善。

2 钢材供应稳中有增 需求阶段性回暖

上周全国高炉及电炉产能利用率双双小幅增加，显示供应端韧性仍强。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 88.6%，环比上升 0.3 个百分点，同比微降 0.04 个百分点；电炉产能利用率虽未公布，但整体供应释放速度并未明显减缓。五大品种钢材周产量为 849.9 万吨，环比增加 1.9%，同比下降 1.4%，增产逻辑主要来自建材端。截至当前，钢材供应仍处于相对高位区间，旺季前的主动减产迹象不明显。

本周长流程产量略降，日均铁水产量下降 0.7 万吨至 236.2 万吨，但整体铁水供应仍保持在较高水平。与此同时，钢材成品产量继续增加，螺纹钢增幅明显高于热卷，体现出建材端在季节性需求修复背景下的主动排产。总体来看，尽管铁水略有回落，但成材供应的调整更多体现在品种结构上，而非绝对量的缩减。

库存方面，本周五大品种钢材周社会库存为 1029.4 万吨，环比下降 3.0%，同比增加 26.7%；钢厂库存为 403.7 万吨，环比下降 2.9%，同比增加 3.2%。钢材总库存降幅进一步扩大，周环比回落 3.0%，较上一周降幅扩大 1.3 个百分点，社会库存与厂库同步去化，显示终端需求开始季节性恢复，钢材库存明显去化优于此前市场预期。

需求端表现积极。本周五大品种钢材周表观消费为 894.2 万吨，环比大幅增加 3.9%，同比增长 2.0%，为近期表现最强的一次。其中螺纹钢表观消费达到 230.8 万吨，环比增长 6.7%，同比基本持平（-0.02%），建材端需求强于板材需求，且更符合当前季节性特点。建筑钢材成交周均值为 10 万吨，环比小幅增长 0.3%，虽然增幅不大，但整体成交维持稳定，有助于库存向下调整。

价格方面，本周钢材现货价格小幅上行，钢价底部支撑再次得到验证。主流钢材品种即期毛利变动不大，247 家钢厂盈利率为 37.7%，环比减少 1.3 个百分点。尽管盈利率持续承压，但尚未触及大规模主动减产的敏感区间，供应端的高位运行仍可能延续。

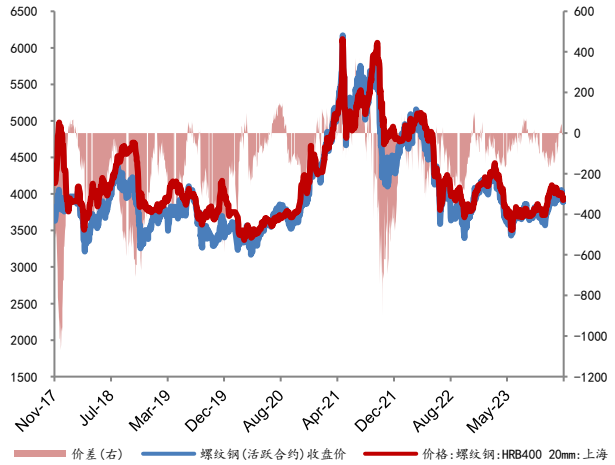
总体来看，钢材供应保持弹性，需求季节性回暖明显，库存降幅扩大，短期钢市呈现“供应稳、需求增、库存降、价格稳中偏强”的格局。但考虑到盈利水平偏弱、地产链条拖累未缓解以及出口不确定性仍高，后续行情仍需警惕需求持续性不足的潜在风险。

3 小结

当前钢材市场正处在政策预期升温、基本面弱现实的局面。一方面，上游反内卷持续强化，形成较强成本支撑；另一方面，下游需求仍显不足但政策可能即将补位。在外部宏观恶化与内部政策预期增强的共振下，钢价仍将呈现区间震荡偏强的格局，短期“易涨难跌”

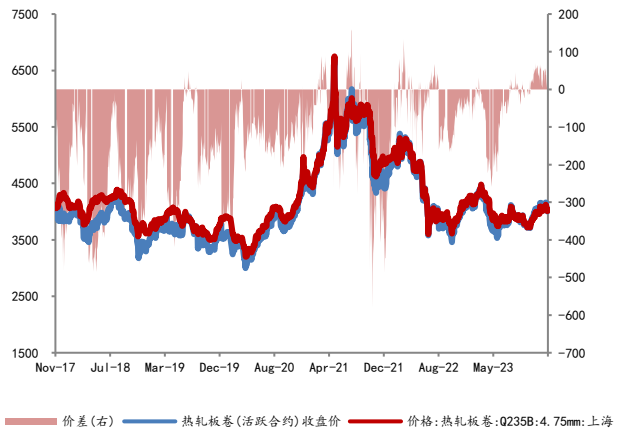
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



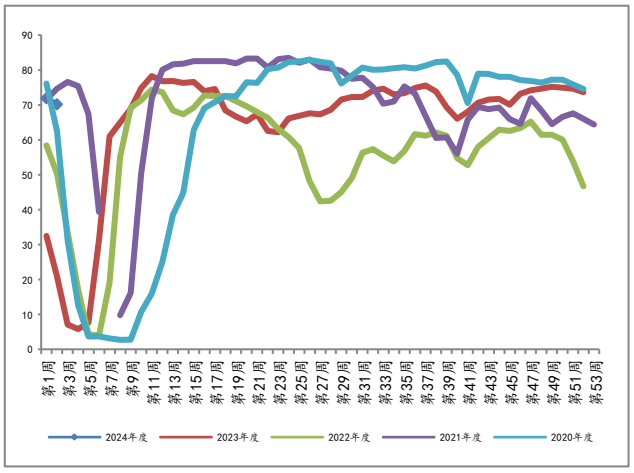
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



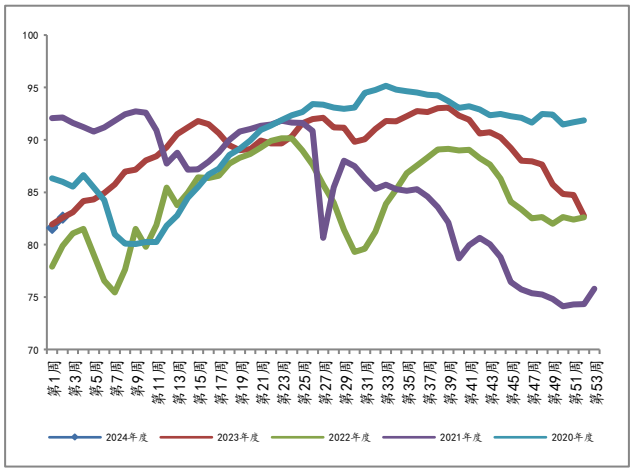
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



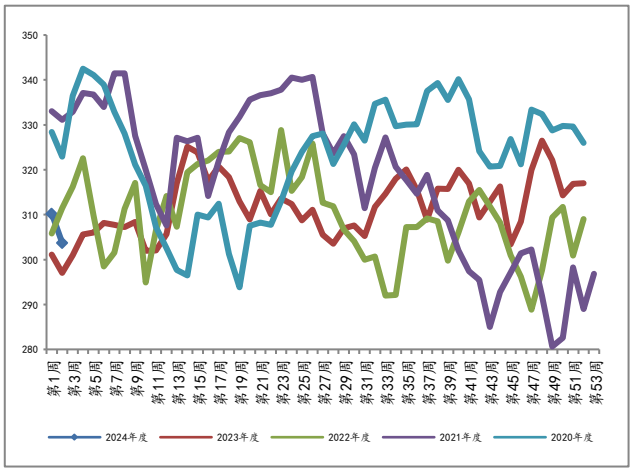
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



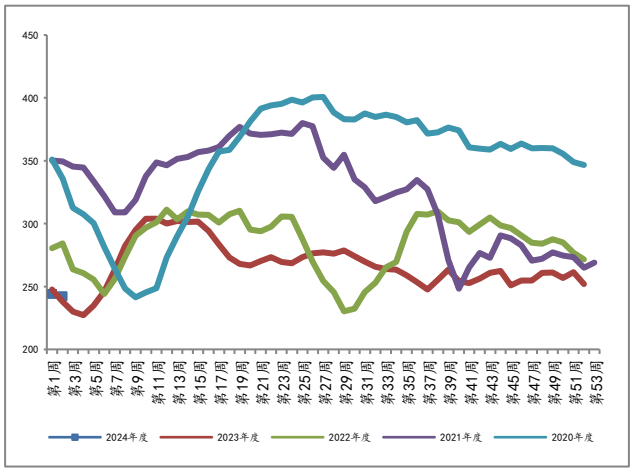
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



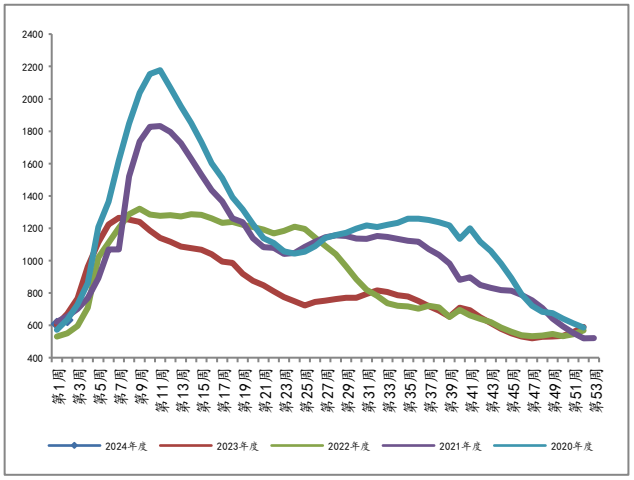
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



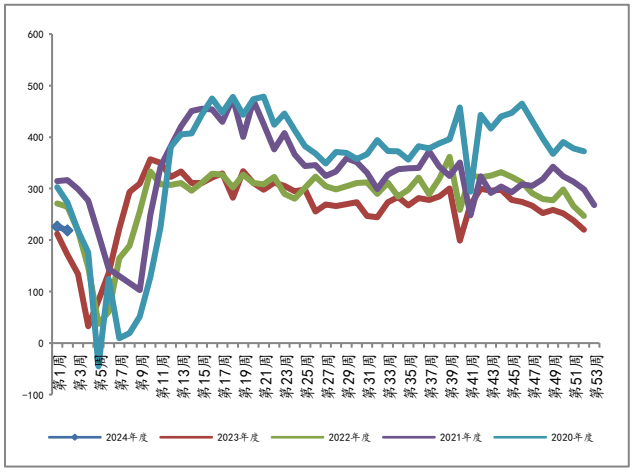
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 期限结构月差走弱

目前，全球原油市场供应过剩的迹象，在期限结构中表现得十分明显。

北美基准 WTI 原油期货曲线显示，2026 年大部分月份都处于 Contango 状态，即远月合约升水近月合约，表明美国原油市场近端需求相当疲软，鉴于 10 月美国原油出口量创近年新高，该国自身原油供需健康状况更显堪忧。国际基准 Brent 原油期货曲线在 2026 年 3 月之后则基本持平，这同样意味着即期需求表现乏力，但相比之下，两大基准原油期货反映出不同区域过剩程度存在差异。其他指标也释放出走弱信号，衡量北海相对中东基准原油的 Brent-Dubai 价差（EFS）一度转为负值，即其以折价进行交易。

尽管原油供应过剩的迹象愈发凸显，但地缘风险仍存在溢价空间，交易者在两种情绪左右下摇摆不定。短期应注意防范地缘政治冲击，尤其美国大兵压境委内瑞拉可能爆发战争风险；但长期依然坚持空头思路，明年油价重心大概率仍将下行；中性区间宜观望为主，顺应大势把握节奏。

2 OPEC 观点重大转向

在最新一期报告中，OPEC 对全球原油市场平衡的统计产生重大转向，将三季度从供不应求调整为供应过剩，理由是该组织增产的同时美国产量亦超出预期。

月报显示，10 月 OPEC 及其盟友原油总产量为 4302 万桶/日，环比 9 月减少 7.3 万桶/日；但非 OPEC+产油国供应量增长 89 万桶/日，其中超过一半来自美国。OPEC 对 2025 和 2026 年全球原油需求增长预期维持不变，分别为 130 和 138 万桶/日。综合供需平衡结果来看，2025 年三季度全球原油市场出现约 50 万桶/日的过剩敞口，而上期预估存在约 40 万桶/日的供应缺口，这是 OPEC 首次承认今年旺季发生过剩。

近期国际油价的疲弱走势，主要是由 OPEC 修正其供需平衡预期所驱动，然而市场对于明年过剩程度的预测仍有争议：究竟是正常的季节性过剩，还是上游引发的周期性过剩，抑或 IEA 所谓的历史性过剩？我们认为，原油市场在超跌状态下的悲观反应可能过度，至少在过剩发生前就已将预期做足。

3 增产暂停压力缓解

OPEC+即将暂停 2026 年一季度的增产计划，令市场对供应过剩的担忧情绪部分缓解，原油市场利空效应阶段性减弱。

从实际情况来看，本轮为期三个季度的增产计划已经到了强弩之末。一方面，如我们此前论证，除沙特等核心产油国外，大部分 OPEC+成员国有效闲置产能不足，后期已难完成增产目标。另一方面，补偿性减产仍将与增产同时进行，回顾在之前的减产阶段，哈萨克斯坦、伊拉克、尼日利亚等国原油产量明显高于配额，而增产政策下仍需履行前期未尽的义务。根据 OPEC 发布的相关产油国未来补偿减产计划表来看，2025 年 10 月-2026 年 6 月期间，合计月度补偿减产

量在 18.5-82.2 万桶/日不等，计划增产目标与实际供应增量之间存在明显差异。

综上，原油市场过剩预期较为一致，但过剩程度或被充分甚至过度交易，接下来整体维持震荡反复的波段节奏，鉴于地缘不确定性因素较多，不排除油价波动性将被放大。

4 过剩加剧趋势难改

参考国际能源署 IEA 展望，国际原油整体基调仍偏利空，缺乏趋势性反转的契机。

IEA 在最新报告中预测，由于供应激增的同时需求放缓，原油市场即将面临一场历史性的过剩考验。具体来看：IEA 将 2025 年全球原油供应增长预期上调 37 万桶/日至 250 万桶/日；将 2025 年全球原油需求增长预期下调 2 万桶/日至 68 万桶/日，并将 2026 年需求增长下调 2 万桶/日至 70 万桶/日，已经是第 5 个月连续下调需求预期。原油供需关系正从弱平衡迅速转向宽松，将导致 2025 年底至 2026 年一季度全球原油库存增加超过 200 万桶/日，过剩敞口甚至有可能高达 400 万桶/日的创纪录水平。

无论如何，未来全球原油库存将出现大幅攀升，将对中长期油价构成重大下行压力，参考 Brent 原油价格重心或将在 2025 年四季度降至 62-63 美元/桶左右，2026 年大概率进一步跌至 60 美元/桶以下。但油价下跌最终将引发供应端主动收缩，从而令累库趋势有所放缓。

5 仍需警惕地缘风险

现阶段地缘政治因素仍是原油市场的重要变量。

随着美国针对俄罗斯石油公司（Rosneft）和卢克石油公司（Lukoil）的制裁行将生效，俄罗斯原油和成品油供应紧张的预期兑现，印度等主要买家已经暂停部分采购。鉴于俄罗斯生产以及别国使用俄罗斯原油炼化的柴油，将被禁止用于洲际交易所（ICE）柴油合约实物交割，欧洲柴油市场看涨情绪高涨，观察到 ICE 柴油期货价格、月差和裂解差出现飙升。

目前大量美军舰艇在加勒比海集结，已经准备好对委内瑞拉发起“南方之矛”行动。特朗普表示，关于下一步他已“某种程度上作出决定”，但不能公布具体细节。这不禁令人想起，此前轰炸伊朗核设施前的模糊表态，不能说高度相似，也至少如出一辙。

原油期货盘面展开多空拉锯战，尽管过剩大势仍令油价承压，考虑到可能出现的短期供应风险，Brent 价格在 60 美元/桶附近具备一定支撑。

6 熊市周期已经确认

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。

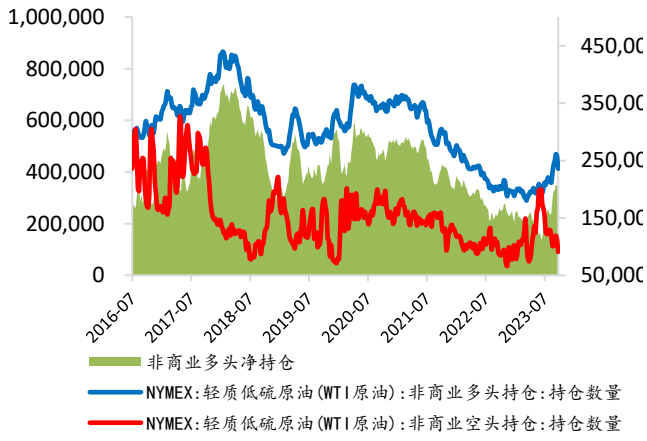
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



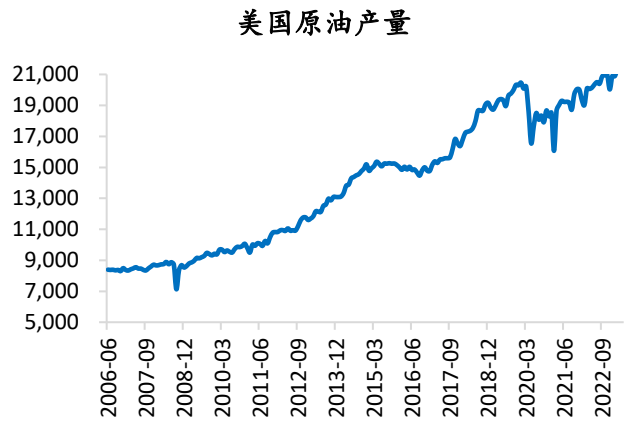
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



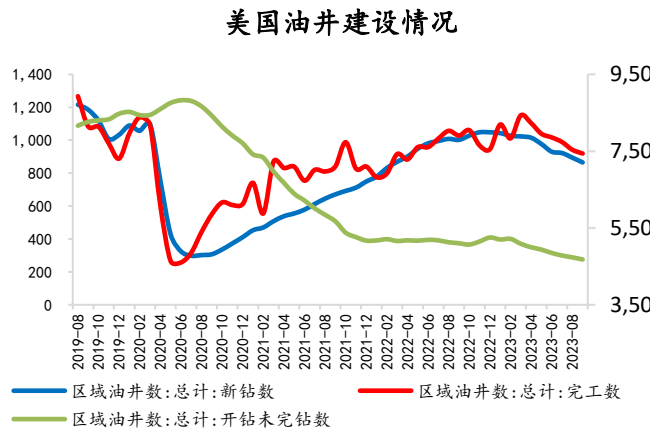
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



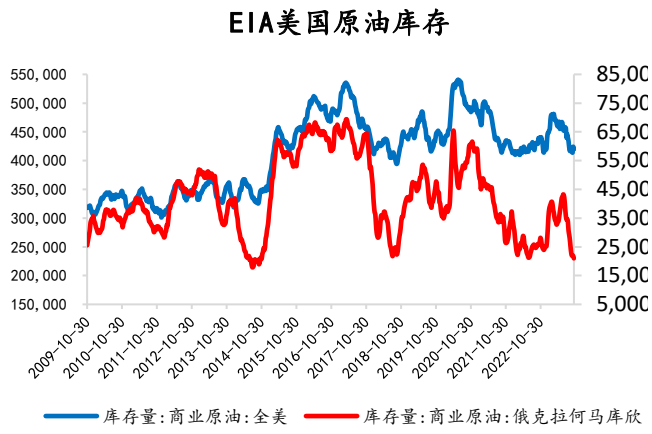
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



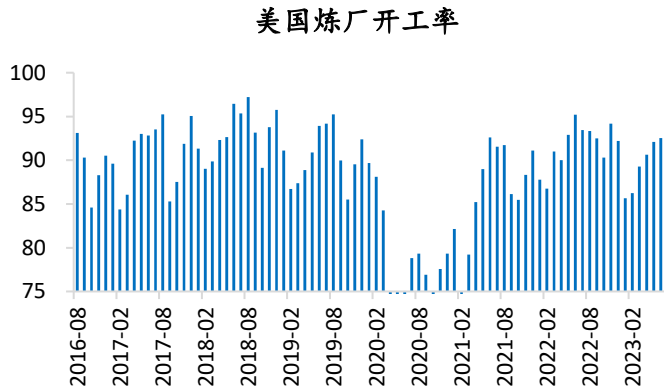
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



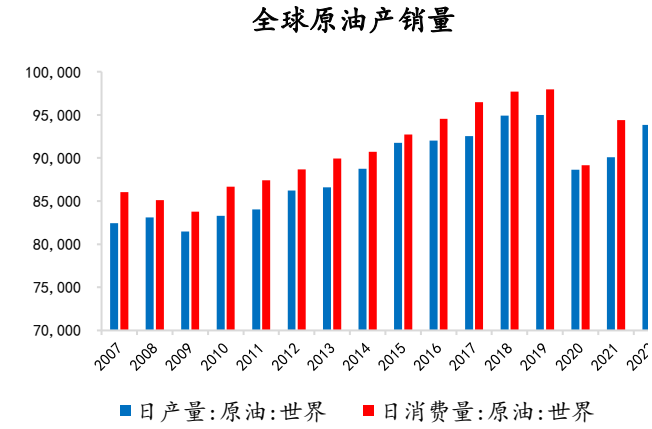
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 产能上限制约供应

天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新发布的报告显示，全球主要传统产胶国天然橡胶产量虽录得季节性增长，但产能扩张周期性见顶制约其增产上限。

ANRPC 统计，9 月全球天然橡胶产量为 143.3 万吨，同比增加 5%，环比下降 1%；9 月全球天然橡胶消费量为 127.4 万吨，同比减少 3.3%，环比增加 1.2%；2025 年前三季度，全球天然橡胶产量累计增长 2.3%至 1037.4 万吨，消费量累计下降 1.5%至 1142.2 万吨。供应端具体来看，1-9 月 ANRPC 成员国产量合计 816.70 万吨，较上年同期增加 28.38 万吨，或 3.60%；第一大产胶国泰国产量为 328.60 万吨，同比小幅增加 8.18 万吨或 2.55%。

新兴产胶国方面，9 月科特迪瓦橡胶出口量同比增加 17.7%，环比增加 16.1%；1-9 月科特迪瓦出口橡胶累计 122 万吨，较 2024 年同期的 106 万吨大幅增加 15%；理论推算科特迪瓦年产上限在 280 万吨左右，预计将于 2029 年达峰。

整体来看，传统产胶国已经处于产能萎缩的临界点，新兴产胶国势头迅猛但无法完全弥补，长周期胶价重心抬升对季节性压力起到托底支撑作用。

2 旺季初期原料坚挺

今年割胶旺季已经到来，但国内外原料价格相对坚挺，说明产区天气影响仍是关键。

云南产区方面，11 月仍受局部降雨影响，虽近期天气有所好转，但随着全国开始大面积降温，将导致胶水干含下降，关注今年版纳减产停割时间，正常将在 12 月完全进入停割期，若冷冬预期兑现则会提前停割。泰国产区方面，东北部近期降雨天气减少，割胶正常上量节奏，南部主产区仍有阶段性降雨扰动，短期原料价格不降反升。按照季节性经验，后期恶劣天气和病虫害影响逐渐趋弱，泰国天然橡胶产量将在 12 月-明年 1 月达到一年中的峰值水平。

今年割胶旺季初期来看，原料收购价格较为坚挺，且加工厂原料库存储备相对较少，反映出供需仍显偏紧或上量不及预期，从成本端对现货价格构成利好支撑。现货市场来看，天然橡胶现货价格略有反弹，使得期现基差边际缩窄，但下游制品企业刚需采购为主，实单交投氛围一般，高价区间成交欠佳。接下来，沪胶大概率维持窄幅震荡格局，忌跟随波动追涨杀跌。

3 下游需求跟进不足

就目前来看，天然橡胶上游供给侧压力暂时有限，但下游需求端表现拖累期货走势。

客观地，近期国内橡胶轮胎企业开工率维持同比较高水平，但工厂轮胎成品库存较多，限制原料补库积极性。截至 11 月中旬，中国全钢胎样本企业产能利用率为 64.29%，同比+6.04%，环比-1.08%；半钢胎样本企业产能利用率为 72.999%，同比-6.74%，环比+0.10%。2025 年 10 月，中国橡胶轮胎外胎产量为 9795.1 万条，同比下降 2.5%；1-10 月累计生产橡胶轮胎外胎 9.96421 亿条，较上年同期增加 1%。

近期数据显示需求支撑不足，橡胶制品企业开工负荷有进一步下滑预期，其本质原因是出口前景萎缩且内需增速放缓。随着全球主产区进入高产季，割胶顺畅将反映为船货到港高位，预计青岛地区将呈季节性累库状态，胶价承压缺乏大幅上涨空间。

4 季节累库拐点到来

在青岛主港累库拐点出现的同时，中国天然橡胶社会库存也在攀升，从而抵消了国内产区停割和老仓单注销的利多预期。

截至 11 月中上旬，中国天然橡胶社会库存总计 105.63 万吨，环比微幅增加 0.03%。具体来看：中国深色胶社会库存 66.43 万吨，环比增加 0.97%，其中，青岛地区现货库存增加 0.4%，云南地区增加 1.38%，越南 10#胶下降 4.32%，NR 库存增加 5.97%；中国浅色胶社会库存 39.21 万吨，环比下降 1.52%，其中，老全乳胶下降 2.93%，3L 胶减少 0.63%，RU 库存微增 0.08%。

展望未来 2-3 个月，在海内外天气扰动不大的情况下，上游原料及天然橡胶旺季放量，船货到港增量预期较强，进口累计同比增长令国内供应压力加大，而下游需求转淡承接能力不足，港口及社库大概率呈季节性累库状态，对橡胶期货品种估值造成一定拖累。

5 可考虑 NR-BR 套利

丁二烯橡胶期货盘面深跌后暂时企稳，现货主流企业高顺顺丁橡胶出厂报盘稳定。

前期下跌的主因成本坍塌问题依然无解，上游丁二烯装置开工率继续回升，国内港口丁二烯库存小幅回落至 2.98 万吨，但中期原料供应预期十分宽裕。自身基本面来看，国内丁二烯橡胶装置开工率略有提高，茂名厂家检修推迟叠加前期停车装置重启，国内顺丁橡胶短期供应增加。下游依然表现平平，山东地区轮胎企业开工率环比微幅回升，但工厂产成品库存积压抑制补库需求。供应压力不减而需求缺乏转机，卓创统计的中国顺丁橡胶社会库存继续增加至 1.57 万吨。

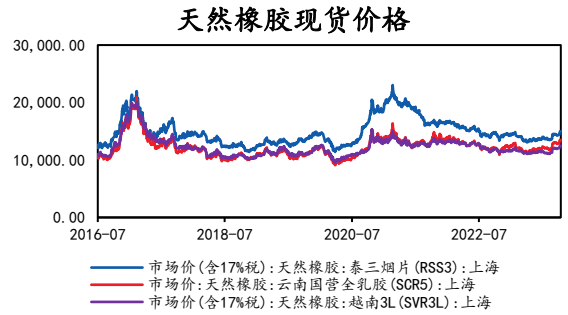
目前天然-合成橡胶价差较大，令丁二烯橡胶短期看空心态缓解，但实盘依然询价清单成交受阻。橡胶品种同样面临供强需弱局面，但考虑到丁二烯成本支撑松动，策略上可关注 NR-BR 跨品种套利机会。

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



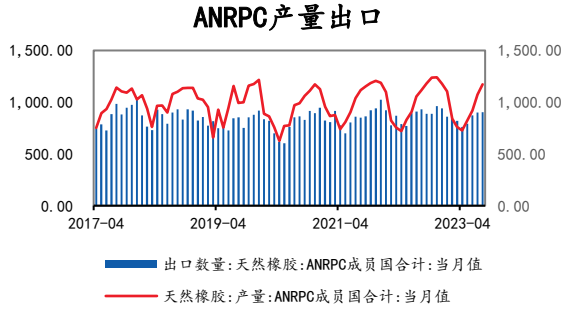
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



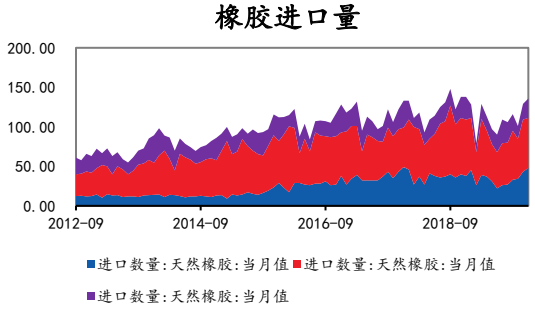
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



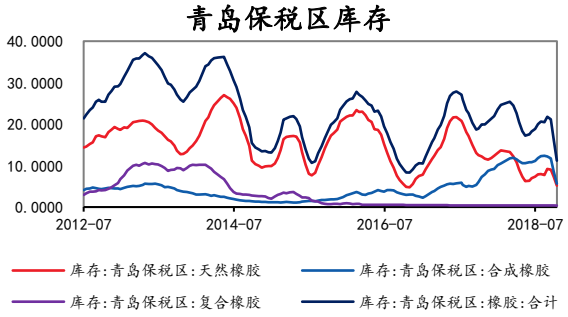
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



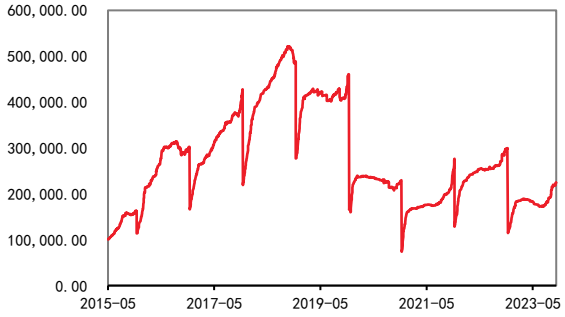
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



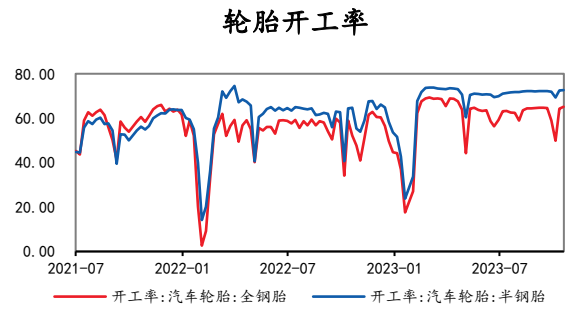
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



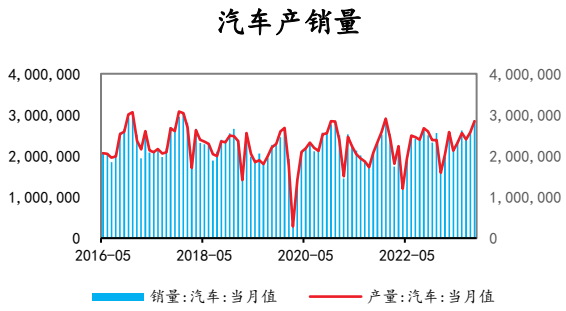
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆涨势受阻，国内豆类市场承压回落

1 外部豆类市场分析

中美大豆贸易恢复，美豆出口大单频现

自中美元首在韩国釜山进行成功会晤后，中方随即采取一系列积极措施改善中美贸易关系，包括大型国有集团陆续对美豆展开大豆采购。据美国农业部公布的消息显示，本周二至周四，民间出口商分别向美国农业部报告向中国出售 79.2 万吨、33 万吨和 46.2 万吨大豆。据估计，中国进口商自 10 月底展开美豆采购以来，累计购买量已超过 170 万吨。按照此前美国官员的说法，年底前中方还会继续大量购买美国大豆。中国需求极大缓解美豆库存压力，并为美豆市场带来年内最大一波涨幅。本周美豆虽冲高回落，但目前仍维持在一年多高点。

南美大豆播种有序推进，产量前景保持乐观

农业咨询机构 AgRural 表示，截至 11 月 13 日，巴西大豆种植率达到 71%，低于去年同期的 80%，该机构预估的巴西大豆产量为 1.767 亿吨。咨询公司 Safras & Mercado 将巴西大豆产量预估值下调 200 万吨至 1.7876 亿吨。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，截至 11 月 12 日阿根廷大豆播种率已完成 12.9%，该机构预计本年度阿根廷大豆产量为 4850 万吨。美国农业部在 11 月供需报告中预估的巴西和阿根廷大豆产量分别为 1.75 亿吨和 4850 万吨。南美大豆保持丰产预期，有助于遏制市场对美豆需求的过度炒作。

马来西亚棕榈油供需基本面依然偏弱

船货调查机构估算，马来西亚 11 月 1-20 日棕榈油产品出口环比下降 14.1%-20.5%，降幅较上半月扩大。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，11 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比增长 4.09%。结合 10 月份产量增幅看，马来西亚棕榈油通常每年 11 月开启的减产周期可能进一步延后，该国棕榈油库存高企现象有望在 11 月报告中得到证实。整体来看，目前马来西亚棕榈油供需基本面依然偏空，对棕榈油价格的上行驱动仍显不足。

印尼棕榈油保持增产状态，B50 计划提振棕榈油价格抗跌

印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，该国棕榈油供需及产业政策对棕榈油市场乃至全球植物油市场都有显著影响。印尼棕榈油协会（GAPKI）主管 11 月 16 日表示，2026 年印尼毛棕榈油产量同比增长预计在 3%-4%，而今年增速介于 4%-7%之间。该协会估计 2025 年棕榈油产量将达到 4961 万吨至 5154 万吨，高于 2024 年的 4816 万吨。有利的天气和补种计划带来的新树采收是今年产量增长的主要原因。该协会预计今年棕榈油出口量将同比增长 6%至 7%，印尼国内消费量将增长 4.5%达到 2490 万吨。该协会还表示，在 2026 年上半年之前，棕榈油价格将会维持在每吨 1050 美元-1150 美元之间。此外，印尼计划明年将柴油中的生物燃料掺混比例从目前的 40%提高到 50%，此举预计将加剧棕榈油供应短缺。。

2 国内豆类市场分析

10 月进口大豆继续高位运行，远期进口大豆供给形势保持宽松

国家海关总署公布的数据显示，中国 10 月份大豆进口量为 948.2 万吨，较去年同期增长 17.2%。其中自巴西进口大豆 712 万吨，占比为 75.1%；阿根廷大豆 157 万吨，占比为 16.5%。10 月份中国未进口美国大豆。今年前 10 个月，中国累计进口大豆 9568 万吨，同比增加 6.4%。自 4 月中美贸易关系紧张后，中国进口大豆节奏明显提速。据统计，今年 5 月至 10 月期间，中国大豆进口已连续第六个月创下同期最高纪录。其中 5-10 月购买的大豆量较去年同期多出 902 万吨，有效降低了减少美豆进口对国内进口大豆供应的不利影响。随着中美大豆贸易恢复，年底

前的采购计划正在有序推进。预计中方近期采购的美豆将于 12 月陆续发货，国内明年一季度的供给缺口将消失，甚至可能出现供应过剩状态。

国内三大油脂总库存略有回升，油脂品种间差异化行情凸显

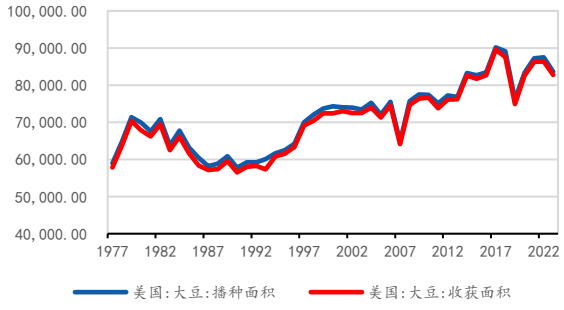
据监测，截至 11 月 14 日，国内三大油脂商业库存略有上升，为 224 万吨，周环比上升 1 万吨，月环比下降 17 万吨，同比上升 20 万吨，较过去两年同期均值上升 14 万吨。从分项数据看，国内大豆油商业库存 116 万吨，周环比下降 1 万吨，月环比下降 10 万吨，同比上升 6 万吨；菜籽油 43 万吨，周环比下降 3 万吨，月环比下降 11 万吨，同比上升 6 万吨；棕榈油 65 万吨，周环比上升 5 万吨，月环比上升 4 万吨，同比上升 8 万吨。由于国内三大油脂供需基本面存有差异，三大油脂品种近期走势较为分化。棕榈油因库存压力升高而维持弱势，豆油受美豆成本提振表现偏强，但随着美豆涨势受阻以及棕榈油破位下跌，豆油市场卖压也在升高，获利回吐情绪仍在释放。菜油库存虽低，但市场情绪受中加关系改善预期影响较大，目前也处于震荡回调节奏。

3 油脂油料市场展望

美国农业部陆续恢复公布常规报告，2025 年美豆丰产目标基本实现，美豆对华出口进展备受关注。中国持续落实中美元首会晤成果，但在年底前完成美方预计的 1500 万吨采购计划难度较大。目前美豆进口成本仍显著高于其他地区，这有利于降低美豆需求炒作的持续性。南美大豆开局整体正常，天气因素对市场的影响力逐步提升。年底前国内进口大豆采购计划基本落实，供给宽松仍是国内市场的主要特征。目前豆粕库存在 100 万吨左右，下游需求较为平稳，油厂提价动力不强。随着美豆库存向中国转移，远期供给宽松度扩大，豆粕市场表现可能继续弱于美豆。产地棕榈油仍处于供强需弱局面，对棕榈油价格的上行驱动相对有限。在美国生物柴油需求炒作降温后，国内外棕榈油市场纷纷重回弱势，国内棕榈油破位下跌，并拖累油脂板块整体走弱。国内三大油脂品种因基本面差异可能行情有分化，但整体上行难度较大。近期中国进口商持续增加美豆采购，国内远期大豆供应形势向好，国产大豆油用压榨需求预期下降，市场卖压升高，豆一期货市场进入震荡回调状态。

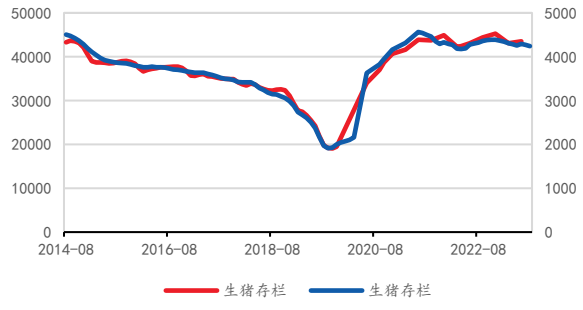
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



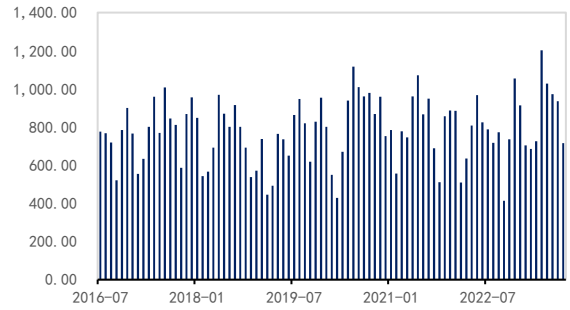
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



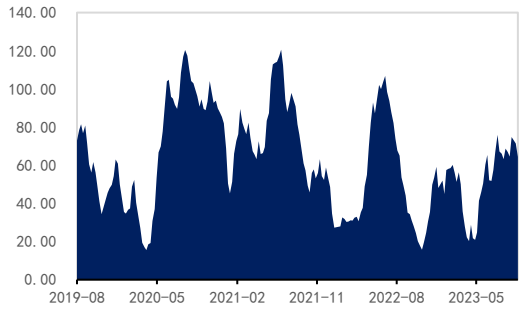
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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