中金财富期货策略周报（2025 年第 43 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：工业品市场变化不大，白银逼仓带来的上涨效应继续引爆有色金属板块。这里提醒逼仓行情不等于供需极度短缺，注意情绪炒作带来的大幅震荡或者调整的风险。

股指期货：策略方面，A 股延续震荡特征。政治局会议内容相对积极，联储降息也确认海外流动性的宽松过程。总体来看，市场将在政策推动和流动性预期下反弹，不过年末时点的临近，资金延缓配置步伐，预计行情仍偏震荡。

铜：全球主要铜矿生产中断、2026 年铜精矿加工费谈判僵局推高成本预期，以及为规避美国潜在关税加速将库存转移至美国，共同加剧现货紧张。供应端阴霾持续，预期主导市场情绪，整体价格强势。

锌：国内北方矿山季节性检修导致原料趋紧，锌精矿加工费随之大幅下调，进而严重挤压了冶炼利润。12 月精炼锌产量预计将环比下降，供应收缩预期正逐步兑现。消费端仍处于传统淡季，需求侧未能形成有效配合，初端企业开工率维持不温不火。锌产业偏弱的现状与宏观情绪偏强的预期并不共振，预计锌价上行空间相对有限。

钢材：随着重大会议落幕，市场正式步入两会前的政策空窗期，宏观叙事对盘面的提振作用边际减弱。从会议定调来看，明年经济工作定调偏紧，地产端支持力度不及市场乐观预期，导致此前支撑估值的“强预期”逻辑证伪。当前市场重回“弱预期、弱现实”的共振阶段，叠加淡季现货成交乏力，基本面缺乏上行驱动。预计短期钢价将承压运行，延续低位震荡格局，后续需关注冬储心理价位对盘面下方的支撑力度。

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。

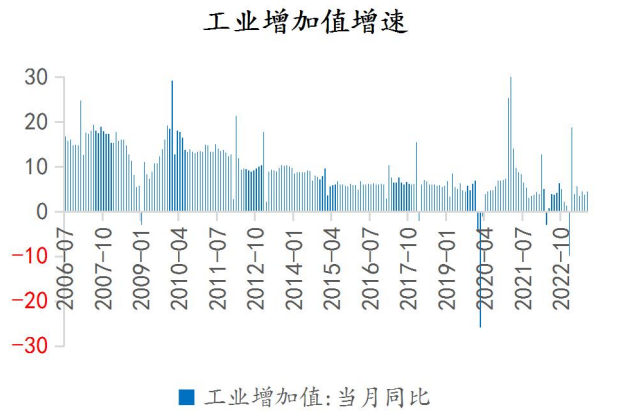
油脂油料：美国农业部 12 月供需报告平稳落地，美豆主要供需指标均与上月保持一致。市场对南美天气的关注度逐步提升，南美大豆乐观的产量前景有助于对冲局部天气炒作。中国进口大豆保持高速增长，此次海关延长进口大豆通关时间与中储粮启动进口大豆拍卖形成互补，提升近月豆粕市场的同时并不能扭转远月供应宽松的基本格局。随着进口美豆陆续发运到港，明年一季度国内进口大豆将继续保持供过于求状态。巴西早熟大豆将于 1 月中旬上市，巴西大豆报价是国内豆粕期货 2605 合约的定价之锚。国内豆粕期货市场在内外双重供给压力下维持震荡下行的概率依然较大。三大油脂供需基本面存有差异，有望维持分化行情，但整体库存压力需要时间消化，尚难打破震荡区间。进口大豆政策收紧为国产大豆市场带来提振，豆一期货市场因消息刺激止跌回升，反弹行情的连续性仍需现货加以配合。

目录

周度策略：白银逼仓行情继续主导外围大宗走势 ..... - 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 CPI 持续回升，PPI 仍较弱 ..... - 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 政策不及预期 ..... - 14 -
2 出口许可证制度落地 出口承压 ..... - 14 -
3 供需双弱 钢厂被动累库 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 OPEC 评估真实产能 ..... - 18 -
2 沙特阿美大幅降价 ..... - 18 -
3 关注俄乌谈判进展 ..... - 18 -
4 制裁效力部分显现 ..... - 18 -
5 海上库存等待买家 ..... - 19 -
6 熊市周期已经确认 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 供强需弱蛛网模型 ..... - 22 -
2 泰国洪水偏短期性 ..... - 22 -
3 下游淡稳支撑不足 ..... - 22 -
4 青岛累库趋势确认 ..... - 23 -
5 强制注销仓单低位 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：美豆震荡回调，国内豆粕市场近强远弱 ..... - 26 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

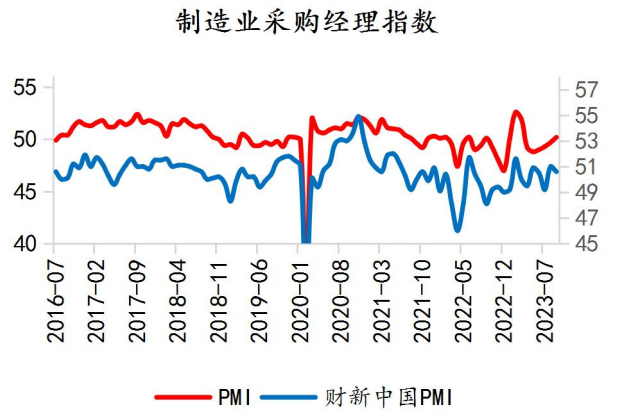
重要经济指标概况

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



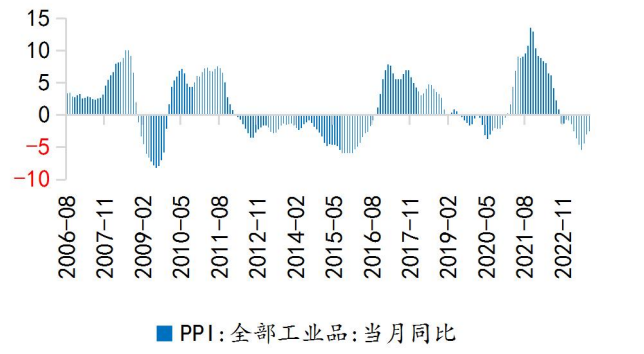
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



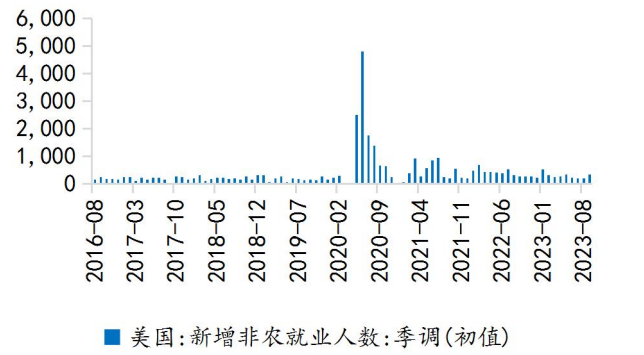
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：白银逼仓行情继续主导外围大宗走势

我们上上周发布了策略《白银逼仓行情蔓延到有色板块》，上周贵金属和有色板块集体大涨。短期看，这种偏炒作的行情难以猜测顶部，建议入场早的投资者可继续持仓，但是务必注意市场剧烈波动的风险。

中央经济工作会议：政策更具针对性

中央经济工作会议强调，明年经济工作延续稳中求进的政策取向，“战略定力更强、政策节奏更稳、结构导向更明确”。

本次会议对宏观政策的定调“更加积极有为”，预计 2026 年 GDP 增速目标仍为 5%。政策目标部署强调经济工作在“质的有效提升”上取得更大突破，将做强国内大循环摆在重点任务首位，并未提到“能早则早”，说明政策靠前发力的必要性将相对减弱，凸显了政策更具备针对性，年内经济增长节奏的稳健性有望进一步提高。

宏观调控上看，强调了政策提质增效，灵活降息值得期待。

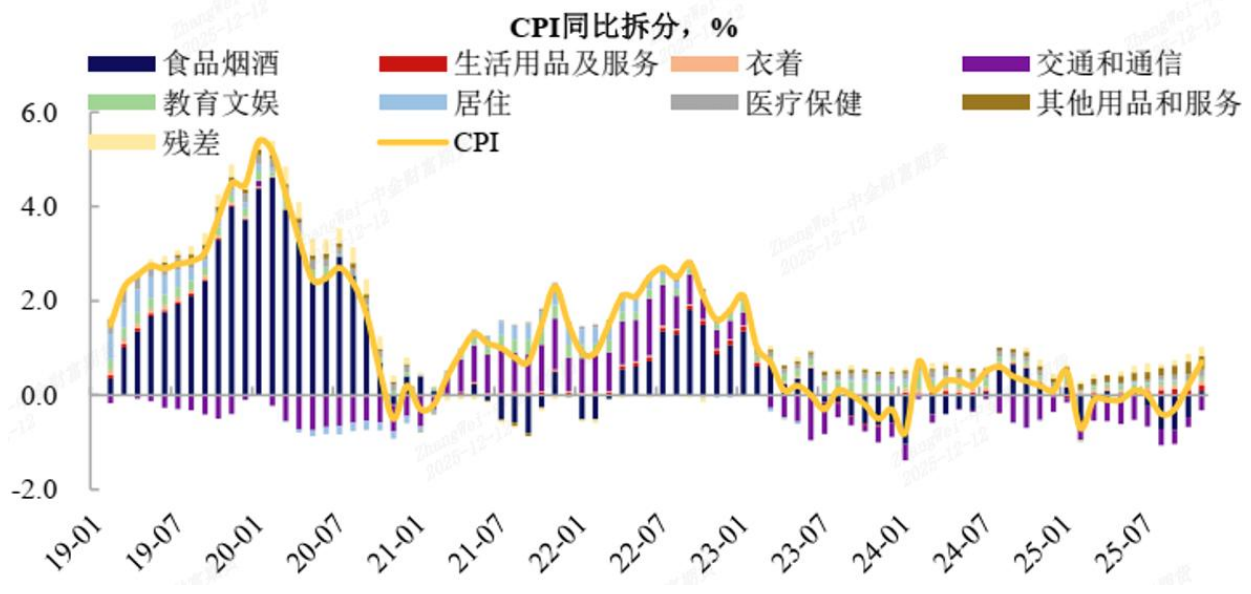
会议首提“提质增效”，政策取向由偏重增量扩张转向强调存量与增量政策协同发力，更加注重执行效率与政策有效性，逆周期与跨周期调节力度加大，节奏稳健。财政政策继续保持积极取向，在维持必要赤字和债务规模的同时，强化财政支出结构优化与税收、补贴规范管理，以提升政策传导效率。货币政策延续适度宽松基调，强调灵活高效运用降准降息等工具，并首次将“物价合理回升”纳入中央会议定调，畅通政策传导、提振总需求和推动通胀修复成为后续重点。

对于期货市场影响比较大的，可能在于其发展规划：强调内需主导，整治内卷竞争。

会议确立“内需主导”，政策着力扩内需。居民端首次提出“城乡居民增收计划”，并配合清理消费领域不合理限制，释放需求潜力。投资端重心进一步向中央倾斜，明确增加中央预算内投资以推动投资止跌，基建与城市更新仍是主要抓手；“两新两重”和专项债更强调优化适用条件而非单纯扩量。产业政策聚焦科技创新，突出制度供给与创新链完善，并首次提出“创新科技金融服务”。改革层面，“整治内卷式竞争”上升为改革攻坚任务，财税体制、平台经济与中小金融机构改革同步推进，供给优化与风险化解并行，政策取向更加注重长期效率与内生动能培育。

建议进一步关注政策的细则和实际落地，经济会议为 2026 年的经济工作预留了空间和悬念。

图表 1：CPI 同比及拆分



资料来源：wind 资讯，中金公司

贵金属逼仓的影响依然明显

白银期货近三周的涨幅分别为：+8.96%，+7.54%，+8.8%，连续三周大涨。

白银年内涨幅已超 110%，强势跑赢黄金的 60%。在当前贵金属牛市格局中，白银因其高贝塔特性，正获得全球资金显著的溢价青睐。

目前白银逼仓的“充分必要条件”依然存在，未来的空间较难预测。

当前伦敦库存偏低、上海库存接近耗尽、COMEX 空头展期意愿下降，挤仓风险持续上升。在市场结构脆弱、实物交割比例可能上升的背景下，短期内任何资金扫货都可能触发新一轮逼空。此外，伦敦浮动库存急速减少、交割月临近，以及 ETF 持续扫货导致的纸面流动性收缩，共同放大白银价格波动；而部分交易者倾向于在银价新高后获利了结，进一步加剧了短期波动加剧。

目前白银逼仓大涨带来的影响外溢到有色金属市场，有色金属板块大涨的情况未出现明显变化。但是需要注意的是，逼仓行情与供需极度短缺不是一回事，注意情绪炒作带来的大幅震荡或者调整的风险。

关注金融属性主导的有色板块

工业品市场变化不大，白银逼仓带来的上涨效应继续外溢至有色金属板块。这里提醒逼仓行情不等于供需极度短缺，注意情绪炒作带来的大幅震荡或者调整的风险。

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	12 月 10 日	日央行行长：若实现经济前景将加息	特殊情况下将增加购债规模	未来加息将“不止一次”
	12 月 9 日	中共中央政治局会议	明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应	持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量
数据	12 月 11 日	中国 11 月 CPI 同比上涨 0.7%	创 2024 年 3 月来最高	PPI 同比降幅略有扩大
	12 月 11 日	美国上周首申人数增 4.4 万人，创 2020 年来最大增幅	续请人数骤降至 8 个月低点	劳动力市场在假期季节性波动之外可能面临更深层压力
事件	12 月 12 日	中央经济工作会议在北京举行，习近平发表重要讲话	继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，着力稳定房地产市场	2026 年宏观政策更具针对性

资料来源：中金财富期货研究所

2 CPI 持续回升，PPI 仍较弱

11 月 CPI 明显回升，同比上涨 0.7%，涨幅扩大 0.5 个百分点，为 2024 年 3 月份以来最高。CPI 环比下降 0.1%，由正转负，主要受到非食品方面影响。11 月 CPI0.7%的同比变动中，翘尾影响约为 0，翘尾影响的拖累明显减少。食品同比价格转正，对 CPI 同比的影响由下拉转为上拉。扣除能源的工业消费品和服务的同比价格连续上涨。值得关注的是，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，持平上月，涨幅连续 3 个月保持在 1%以上。核心 CPI 维持平稳高位，显示出需求稳中有升。PPI 跌幅略有扩大，主要行业中，黑色金属矿采选业、煤炭开采和洗选业等行业价格跌幅有所收窄或回升；石油开采、石油加工、医药、食品、黑色金属冶炼等价格降幅有所扩大。总体来看，PPI 稳中偏降。

11 月价格走势有所分化。CPI 继续改善，PPI 跌幅略有扩大，整体仍延续低位运行态势。CPI 的变动受到食品价格变动的影响，食品价格由负转正，对 CPI 的下拉转为上拉，另外去年基数同期基数偏低也促进了 CPI 的增长。核心 CPI 仍稳中有升，需求偏稳。工业品价格也保持基本稳定。我们认为价格的低位运行，为政策加码发力创造了空间。政治局会议要求要实施更加积极有为的宏观政策，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

3 美元流动性再度转为转松

前期美元流动性存在紧张的情况，美元流动性趋紧的原因是什么？第一，2022 年以来美联储持续缩表的影响从量变走向质变是美元流动性紧张的核心原因。第二，此前美国政府债务上限提高及政府“停摆”对财政账户资金流动的影响加剧了短期流动性紧张。第三，美联储设立的常备回购工具（SRF）未能充分发挥作用，是近期货币市场利率波动较大的结构性因素。

然而，美联储开始转向向市场释放流动性。虽然短期仍可能有动荡，但美元流动性问题最终缓解的可能性较高。第一，美联储宣布于 12 月 1 日起停止量化紧缩，表明其密切关注金融体系

流动性的演变。第二，美国政府已重新“开门”，美国财政一般存款账户余额下降趋势有望延续。下一步，美联储还可能采取两方面举措以应对美元流动性的潜在波动：一是推动 SRF 工具在流动性调节中发挥更大作用。二是最早于 12 月的议息会上宣布通过购买短期国债等方式进行技术性扩表以稳定流动性环境。

4 宏观策略

工业品市场变化不大，白银逼仓带来的上涨效应继续外溢至有色金属板块。这里提醒逼仓行情不等于供需极度短缺，注意情绪炒作带来的大幅震荡或者调整的风险。

5 股指期货市场分析

指数窄幅震荡

本周市场延续震荡行情。周度表现看，其中沪深 300 指数-0.08%，上证 50 指数-0.25%，中证 500 指数+1.01%，中证 1000 指数+0.39%。

上周重要指数涨跌不一；其中，上证综指微幅收跌 0.06%，创业板指收涨 3.14%；风格层面，沪深 300 收涨 0.12%，中证 500 收涨 1.00%。成交量方面有所放量，两市统计区间内成交 9.30 万亿元，日均成交额达到 1.86 万亿元，较前五个交易日的日均成交额增加 2059.80 亿元。行业方面，申万一级行业跌多涨少，其中，通信、综合、国防军工行业涨幅居前，而煤炭、石油石化、钢铁行业跌幅居前。

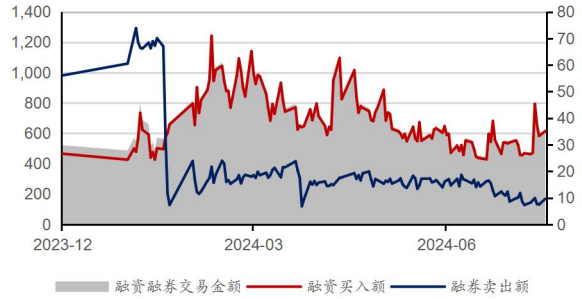
数据方面，11 月出口同比增长 5.9%，较 10 月显著回升，主要受基数走低、外需平稳、假期扰动消退等多重因素影响。从出口区域来看，11 月对美出口同比降幅扩大，而对日、韩、欧盟则出现大幅回升，显示出口结构的优化持续加深。11 月 CPI 同比上涨 0.7%、环比下降 0.1%。推动 CPI 同比增速回升的因素主要为食品项，11 月在基数走低以及供给端扰动下，鲜菜价格大幅上行。PPI 方面，11 月 PPI 同比下降 2.2%、环比上涨 0.1%；其中，PPI 同比降幅的扩大主要受基数走高影响。

预计震荡行情难以改变

政策方面，中共中央政治局召开会议，分析研究 2026 年经济工作。宏观政策延续 2024 年中央经济工作会议“更加积极有为”的基调，其中，财政政策和货币政策继续强调“更加积极”和“适度宽松”。同时，对“发挥存量政策和增量政策集成效应”的要求，意味着增量政策还将获进一步部署。整体而言，2026 年经济工作将围绕建设强大国内市场、培育壮大新动能等 8 个方面进行，更详细的部署内容将在中央经济工作会议中揭晓。

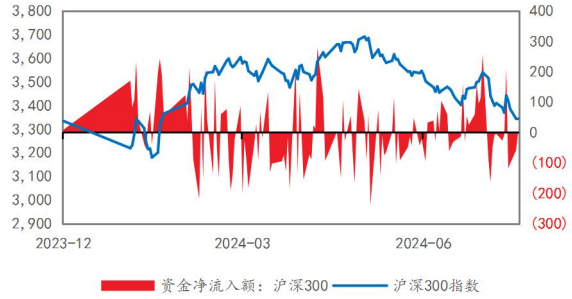
策略方面，A 股延续震荡特征。政治局会议内容相对积极，联储降息也确认海外流动性的宽松过程。总体来看，市场将在政策推动和流动性预期下反弹，不过年末时点的临近，资金延缓配置步伐，预计行情仍偏震荡。

图表 8：融资融券数据图



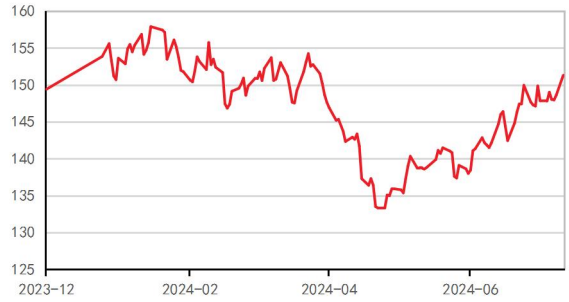
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



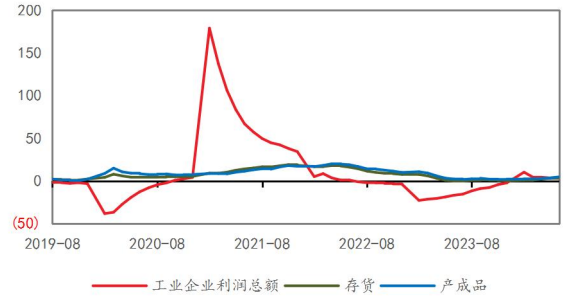
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

近年来全球铜矿供应端干扰率陡增，矿山事故频发，经常性的生产中断和暂停导致年内铜矿产量预期不断下修，未来铜矿供给端干扰或维持常态化，铜矿产量增长长期受限。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。2025 年以来，全球铜矿供应端干扰率陡增，矿山事故频发，经常性的生产中断和暂停导致年内铜矿产量预期不断下修，未来铜矿供给端干扰或维持常态化，铜矿产量增长长期受限。

供给压力减弱

2025 年以来， 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。

SMM11 月中国电解铜产量为 110.31 万吨环比增加 1.15 万吨环比增幅为 1.05%,同比增幅 9.75%，11 月来看，SMM 预计有 5 家冶炼厂进行检修，涉及粗炼产能 150 万吨，预计 11 月产量环比下降 0.4 万吨至 108.76 万吨。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。11 月 SMM 进口铜实物量为 27.99 万吨，环比-15.65%，同比-22.10%，累计进口 281.79 万吨，同比-4.20%。

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%。铜价走强给废铜供应带来价格优势，但 770 发布后，增加了废铜制杆企业的负税率，令江西和安徽多数企业失去成本优势后被迫陷入停工和减产局面，废铜供应逐步趋紧。

需求呈现“强预期、弱现实”

铜价处于历史高位区间，下游加工企业和终端厂商对当前价格接受度很低。买涨不买跌的心态在此刻失效，取而代之的是强烈的观望情绪。目前基本上都是刚需采购为主，仅满足生产所必需的刚性需求。企业普遍不会建立大规模的原料库存，而是按订单、小批量、多次数的进行采购，以规避价格风险。

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。

房地产销售呈现量价齐跌态势，开发投资同比跌幅继续走阔。随着前期多地房地产优化政策效

应快速消退，叠加去年同期高基数影响显现，10 月新建商品房销售面积和销售金额同比降幅均走阔，分别从 9 月的-10.5%和-11.8%下滑至-18.8%和-24.3%。1-10 月基建投资同比回落至+1.5%，10 月同比跌幅由 9 月的 8.0%进一步扩大至 12.1%。11 月三大白电排产总量为 2847 万台，同比下滑 17.7%，其中家用空调排产 1276 万台，同比下降 23.7%，冰箱排产下降 9.4%。

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。

移库

COMEX 和 LME 差价导致贸易商将全球库存大量运往美国以锁定高价。这使得非美地区的现货库存被“抽干”，造成区域性紧张预期上升。在 COMEX-LME 溢价背景下，非美库存向美流动成为虹吸根源，也是非美地区仓单紧张的原因。

2 结论

全球主要铜矿生产中断、2026 年铜精矿加工费谈判僵局推高成本预期，以及为规避美国潜在关税加速将库存转移至美国，共同加剧现货紧张。供应端阴霾持续，预期主导市场情绪，整体价格强势。

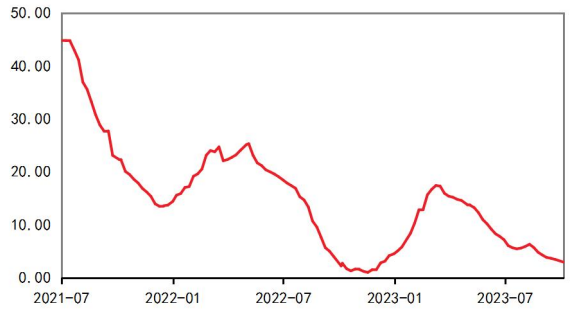
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



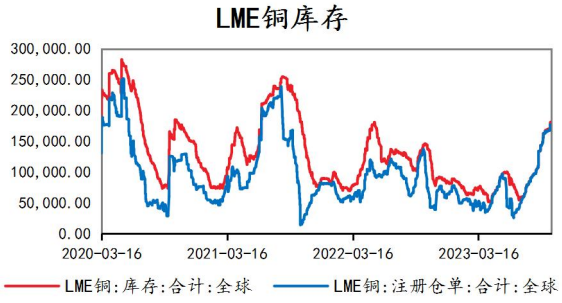
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



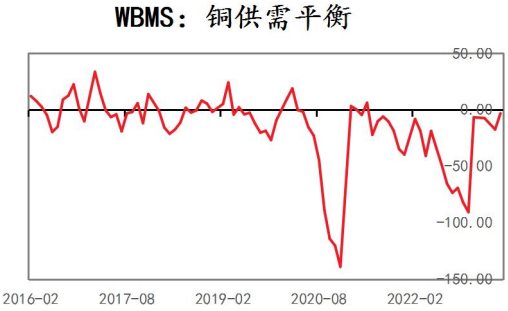
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



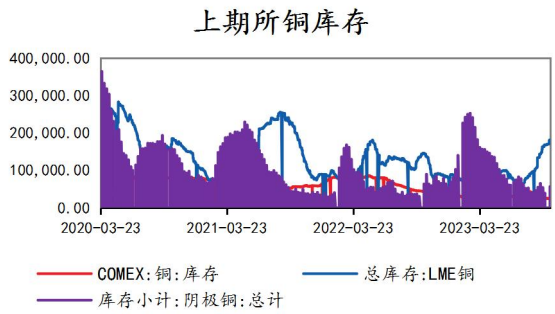
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



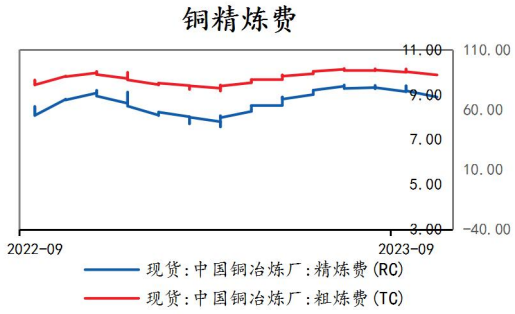
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

锌产业链供应宽松逻辑基本兑现

世界金属统计局数据显示，今年 9 月全球锌矿产量为 116.33 万吨，今年 1-9 月全球锌矿产量为 996.47 万吨。同时据 SMM 对海外部分矿企统计，2025 年三季度海外锌精矿产量共计 130.62 万吨，较去年三季度同比增加 14.16 万吨，同比增幅为 12.2%，但环比降低 2.15 万吨，环比降幅 1.6%，其中主要减量在于 Antamina、Reddog 等矿山。国内方面，主要受到新疆火烧云、江西银珠山等新建矿山贡献增量，同时兰坪金顶及郭家沟铅锌矿扩建项目爬产亦带动小幅增量。SMM 数据：预计 2025 年国内锌精矿累计产量达 377 万吨，累计同比增 1.89%。随着全球锌精矿产量释放增速放缓，预计供需格局从宽松转向紧平衡。随着全球锌精矿产量释放增速放缓，预计供需格局从宽松转向紧平衡。

高产量已经入阈值

据 SMM 数据，今年 1-11 月国内累计精炼锌产量为 628.15 万吨，同比增 10.69%，低于市场预期。其中 11 月国内精炼锌产量为 59.52 万吨，环比下降 2.2 万吨，环比降幅 3.57%，同比增长 8.54 万吨，增幅 16.75%；同期锌合金产量环比微降 0.2 万吨。11 月国内冶炼厂产量超预期下滑，主要受多因素驱动：一是内外矿加工费加速下跌，叠加冬储需求，冶炼厂原料库存与成本压力大增，部分企业被迫压缩产量；二是部分再生锌厂因原料采购困难、价格走高导致利润倒挂而主动减停产；三是电力系统检修也影响了部分产量。具体来看，11 月减量主要集中在陕西、内蒙古、四川、江西、云南等地；而甘肃、河南、新疆等地则因常规检修恢复和提产贡献了主要增量。

进出口方面，今年 1-10 月中国精炼锌进口量为 27.71 万吨，累计同比减少 26.63%。其中中国 10 月精炼锌进口量为 18836.76 吨，环比减少 16.94%，同比减少 67.38%。进口持续亏顺，进口窗口深度关闭，凸显内外市场强弱分化

需求端分析

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。

1-10 月新能源汽车产量为 1267.20 万辆，同比增长 28.10%，渗透率为 46.38%。以旧换新政策持续释放置换需求，叠加行业综合整治缓解“内卷”，企业新车型密集投放，均对市场韧性形成支撑，行业复苏力好于预期。

2 总结

国内北方矿山季节性检修导致原料趋紧，锌精矿加工费随之大幅下调，进而严重挤压了冶炼利润。12 月精炼锌产量预计将环比下降，供应收缩预期正逐步兑现。消费端仍处于传统淡季，需求侧未能形成有效配合，初端企业开工率维持不温不火。锌产业偏弱的现状与宏观情绪偏强的预期并不共振，预计锌价上行空间相对有限。

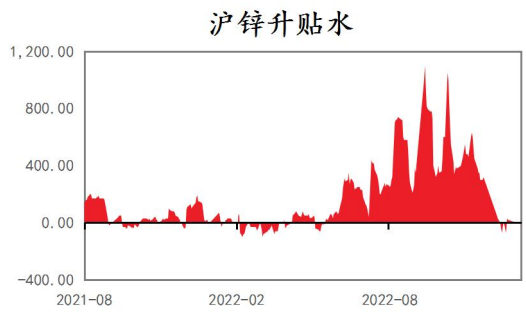
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 政策不及预期

上周政治局经济会议与中央经济工作会议的政策定调均明显弱于市场预期。两个会议对当年经济工作整体评价偏正面，认为“经济运行总体平稳、稳中有进”，因此在政策力度上未有超预期动作，与去年 12 月和去年 9 月相比均更为谨慎。今年首次出现政治局会议完全不提“房地产”的情况，而是将其纳入“持续防范化解重点领域风险”的表述中，且排位靠后，显示房地产不再被视为政策中优先托底的关键领域，而只是诸多风险项中的一部分。

中央经济工作会议的表述同样发生了微妙但重要的变化。房地产部分被放在全文末尾，且言辞克制，没有延续去年同期“优化工具箱、促进止跌回稳”的积极语言，仅是强调“推动高质量发展”，意在稳预期、防风险而非刺激需求。这说明地产不会承担拉动经济的任务，政策目标转为更长周期的风险管理，地产筑底期可能明显延长，对钢需修复速度构成压制。

尽管刺激不足，但会议中也存在对黑色产业链偏利多的因素。其一是“双碳”被重新强调，意味着钢铁、焦煤、焦炭等行业的供给端治理将持续推进，产能治理、能耗审查、安全生产等约束获或将为后续成本端提供中长期支撑。其二是“依法依规治理企业无序竞争”再次被提及，延续了反内卷政策的主线逻辑。反内卷在焦煤、合金等上游产业链已初见成效，供应端的紧平衡特征仍将延续，因此成本端大幅下行的空间有限。整体来看，政策对需求端缺乏支持，但对供给端的长期约束仍在加强，钢材市场短期反弹乏力，但中期成本托底仍存。

2 出口许可证制度落地 出口承压

钢材出口许可证制度正式落地，其核心目的在于管控“买单出口”。过去两年，中国钢材出口量从不足 6,000 万吨迅速增长到超过 1 亿吨，增速远超市场预期，其中相当部分增量来自“买单出口”等灰色路径。通过代出口资质或虚构贸易背景进行低价倾销，使国内价格被卷向海外，也导致多个国家不断发起反倾销调查，严重干扰了正常的贸易秩序。

政府此前多次尝试整治这一问题，但一直难以有效遏制。本轮引入出口许可证制，从源头审核出口主体资格、贸易真实性和产品流向，将对不合规出口形成强约束。此举不仅是贸易监管的升级，更是反内卷政策在外贸端的延伸。过去“以价换量”的出口竞争模式虽然短期支撑钢厂利润，但长期损害行业定价能力，并加剧海外保护主义压力。通过限制买单出口，监管部门意在恢复正常出口利润率，减少恶性竞争，保护产业链长期稳定性。

这一制度预计对明年钢材出口影响较大。海外需求背景本已不乐观，特朗普政府强化贸易壁垒、全球孤立主义回潮、反倾销调查增多，使出口增长已面临压力。而出口许可证制度将进一步压缩非正规增量渠道，使出口增速从“高增长”转向“稳规模”。政策信号十分明确：宁可保持出口质量与秩序，也不希望国内钢价继续卷向海外。因此，明年钢材出口仍将保持一定韧性，但高增速难以为继。

3 供需双弱 钢厂被动累库

上周全国高炉及电炉产能利用率呈现双回落态势，供应端收缩明显加速。国内 247 家钢厂高炉产能利用率降至 85.9%，环比下降 1.2 个百分点，同比下降 1.4 个百分点；五大品种钢材周产量为 806.2 万吨，环比下降 2.7%，同比大幅下降 6.4%。在利润持续承压及季节性淡季深入的背景下，钢厂主动减产意愿增强，供给压力正在通过产量调整逐步释放。

长流程生产强度显著减弱，日均铁水产量大幅下降 3.2 万吨至 229.1 万吨，跌破 230 万吨的重要心理关口。这一变化标志着负反馈逻辑在生产端得到实质性验证。品种结构上，螺纹钢产量降幅大于热卷，显示出建筑材受季节性与地产拖累影响更深，钢厂在亏损压力下优先压减建材产线。

库存方面呈现出“社库去化、厂库累积”的分化特征。本周五大品种钢材社会库存降至 941.7 万吨，环比下降 3.8%，同比仍高出 20.3%；而钢厂库存上升至 390.4 万吨，环比增加 0.9%，同比增加 3.5%。钢材总库存降幅收窄，周环比回落 2.5%。钢厂库存的小幅累积与社会库存的快速回落形成反差，表明贸易商接货意愿低迷，中间环节蓄水池功能减弱，钢厂端开始出现被动累库迹象。

需求端延续季节性走弱趋势。由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费降至 839.7 万吨，环比下降 2.8%，同比下降 4.0%。其中螺纹钢表观消费仅为 203.1 万吨，环比大幅下降 6.4%，同比下降 10.8%，降幅明显大于热卷。建筑钢材成交周均值降至 9.8 万吨，环比下降 0.8%，终端施工活动受低温与资金限制明显，需求基本面缺乏韧性。

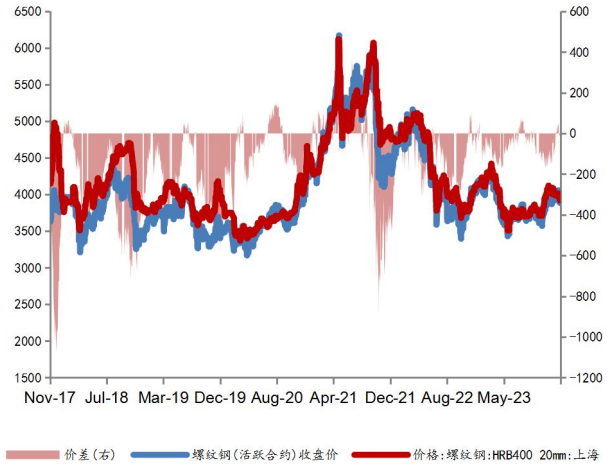
价格与盈利方面，受基本面疲弱拖累，本周钢材现货价格震荡走弱，主流钢材品种即期毛利进一步被压缩。247 家钢厂盈利率降至 35.9%，较上周回落 0.5 个百分点。低利润状态持续压制钢厂复产动力，行业正处于“低产量、低需求、低利润”的磨底阶段，短期内负反馈压力仍存，市场等待冬储逻辑的博弈明朗化。

3 小结

随着重大会议落幕，市场正式步入两会前的政策空窗期，宏观叙事对盘面的提振作用边际减弱。从会议定调来看，明年经济工作定调偏紧，地产端支持力度不及市场乐观预期，导致此前支撑估值的“强预期”逻辑证伪。当前市场重回“弱预期、弱现实”的共振阶段，叠加淡季现货成交乏力，基本面缺乏上行驱动。预计短期钢价将承压运行，延续低位震荡格局，后续需关注冬储心理价位对盘面下方的支撑力度。

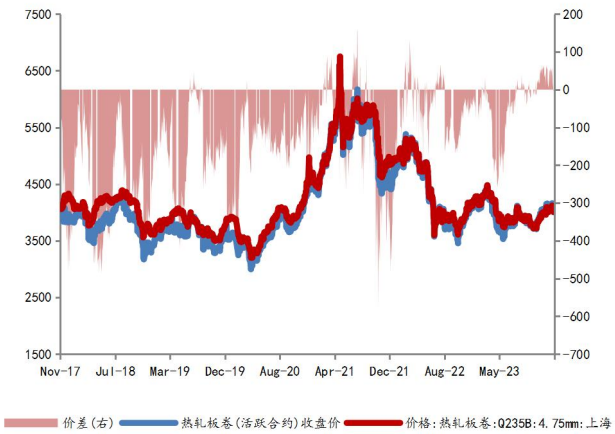
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



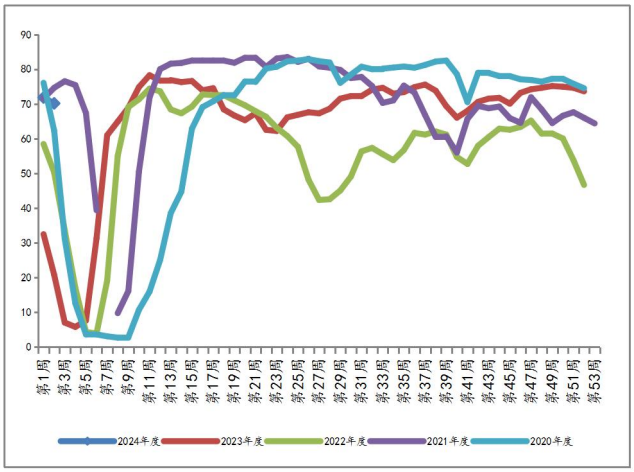
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



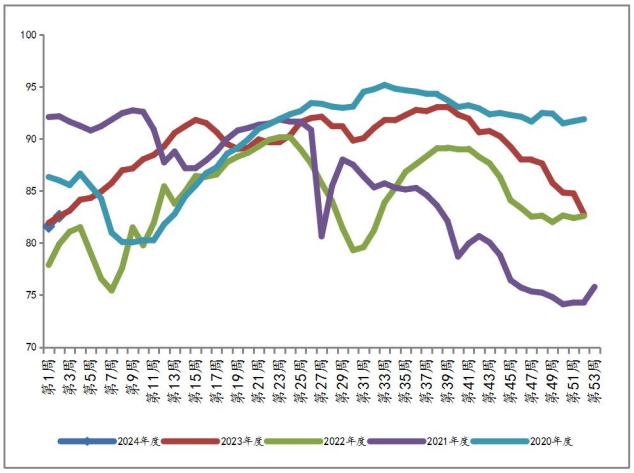
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



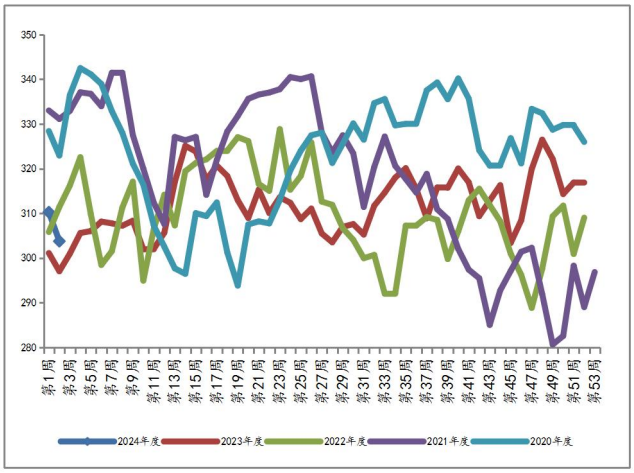
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



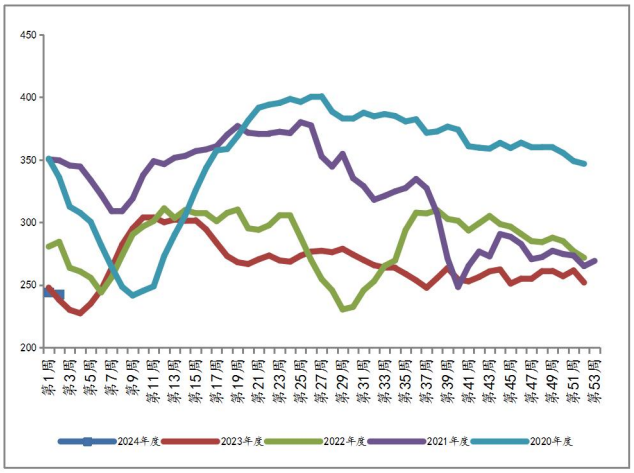
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



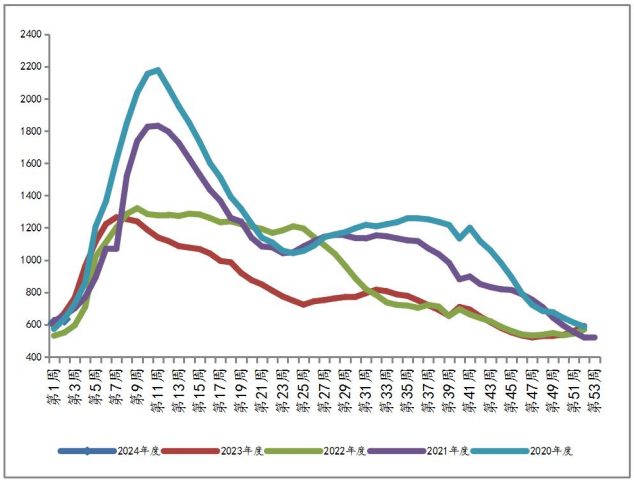
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



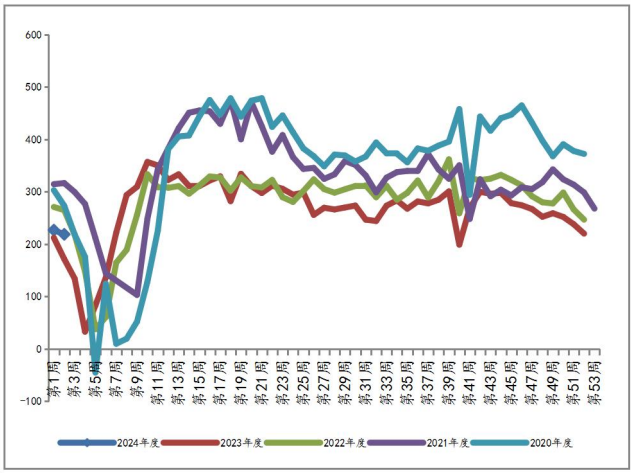
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 OPEC 评估真实产能

在全球原油过剩迹象日益显现之际，OPEC+再次确认按计划在未来三个月暂停增产，此外还批准了一项机制，委托第三方机构 DeGolyer & MacNaughton Corp.对各成员国真实生产能力进行审查，作为 2026 年以后产量配额的设定依据。

对于该组织而言，重新评估最大可持续产能较为敏感，因为成员国倾向于尽可能寻求认证，以便获得更大比例的配额，但实际上难以达到理论产量水平。目前沙特、阿联酋仍具备进一步增产的能力，而大部分成员国实际产量已经低于目标，产能瓶颈掣肘政策效力，意味着后期供应相较官宣将存在很大差异。

在能源消费传统淡季，OPEC+的谨慎做法维护了原油市场稳定性，但也传递出供需失衡的风险信号，2026 年前期市场前景或进一步劣化，国际油价长期趋势面临下行压力。

2 沙特阿美大幅降价

沙特阿美宣布，将 2025 年 1 月销往亚洲的旗舰油品阿拉伯轻质原油官方售价下调 80 美分/桶，较 Dubai/Oman 基准均价升水从此前的 1.7 美元/桶大幅缩水至 0.9 美元/桶，并将其他油品售价全线下调 60 到 70 美分/桶不等。沙特阿美官方声明中将降价理由归结为能源消费季节性回落，然而我们认为，作为拉动全球原油需求增长的核心，亚洲市场表现不及预期甚至面临失速风险，才是本次大幅调价背后的逻辑。这也从侧面反映出，除非 OPEC+增产政策逆转，或南美发生激烈地缘冲突，否则单靠需求自然增长将无法改变原油过剩加剧的现状。

3 关注俄乌谈判进展

目前，交易者密切关注俄乌问题多边谈判进展，如果达成实质性阶段成果，则欧美对俄罗斯制裁有望松动，引发对原油供应过剩加剧的担忧情绪。

经过多次博弈反复修正，俄乌地缘的核心逻辑已经十分明确：乌克兰针对俄罗斯能源基础设施的袭击破坏构成有限的上行风险，但任何停火协议或谈判突破都可能利于俄罗斯释放更多原油产量。最新情况是，乌克兰及英法德对美国提出的和平方案进行修改，谈判围绕领土问题和安全保障的争议仍悬而未决，但整体将以“20 点计划”为蓝本进行讨论。

不过站在交易的角度上，市场其实无需等待正式协议的签署，在油价缺乏基本面有效支撑下，特朗普推动结束冲突的任何行为，都有可能引发俄罗斯原油出口回升的预期。有机构提出，假设制裁完全解禁或促使 200 万桶/日的原油重新流入市场，我们认为这一数字略显夸张，但供应过剩正在照进现实，Brent 基准价格将在 2026 年继续考验 60 美元大关。

4 制裁效力部分显现

就目前来看，美国在加勒比海的军事行动并未阻碍到委内瑞拉原油出口，反倒是欧盟对俄罗斯的严厉制裁效果开始显现。

最新油轮航运数据显示，11 月委内瑞拉原油出口量不降反升至 92.1 万桶/日，其中对美国原油出口增至约 15 万桶/日，月度平均出口水平达年内第三高。自 2022 年俄乌战争爆发以来，俄罗斯原油出口持续受到西方制裁，但随后通过调整贸易流向，仍维持相对较高的出口规模，换言之，俄罗斯原油供应从未真正中断过。然而，欧美对俄罗斯最新一轮制裁加码，从设置价格上限转向全面禁令，并针对相关石油公司、船东和炼厂。此举迫使主要买家印度规避二级制裁，购买俄油数量预计将大幅减少，部分需求转向其他所谓合规货源。受此影响，11 月俄罗斯海运原油出口量显著下滑，四周均值约为 484 万桶/日，较此前高点回落约 12.47%。

虽然地缘政治的不确定性对油价存在扰动，但在局势进一步明朗之前，难以成为主导国际原油走势的核心逻辑。

5 海上库存等待买家

原油市场一大谜团是，全球海上原油正积聚起规模空前的库存，但油价却对这一重大利空因素熟视无睹，有观点认为，大量受制裁的货源应计入还是剔除有效供应，令原油交易员难以做出判断。

油轮追踪公司 Vortexa 数据显示，目前全球约有 14 亿桶原油漂浮在海上，高于近十年同期平均水平 24%，这些原油状态可能是到港途中，也可能是浮仓贮存，甚至还没找到买家。海上原油库存增量具有多重来源，首先是欧美所谓的“合规货源”，包括 OPEC+数月以来持续增产，以及美国页岩油等非 OPEC+补充；然而能源咨询机构 Kpler 调查显示，目前全球高达 15%的原油供应处于西方制裁之下，俄罗斯、伊朗和委内瑞拉等国出口的大量原油被困在海上等待出售，因此过剩加剧暂未体现到陆上库存上来，这或许解释了 Brent 油价尚可维持在 60 美元的原因。

历史经验表明，制裁加码后随着时间推移，这些原油最终仍会找到规避渠道，当过剩兑现在显性库存中，将继续对油价施加下行压力。

6 熊市周期已经确认

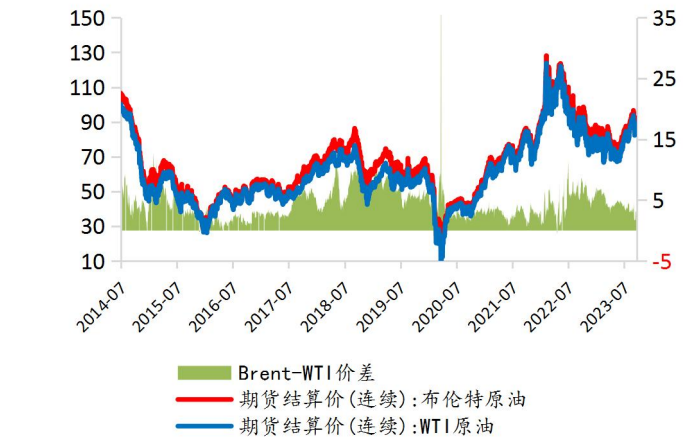
原油市场的主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势整体降温，令国际原油或将在 2025 年末到 2026 上半年表现出显著的熊市特征，但期间仍存在各种不确定性因素。

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。

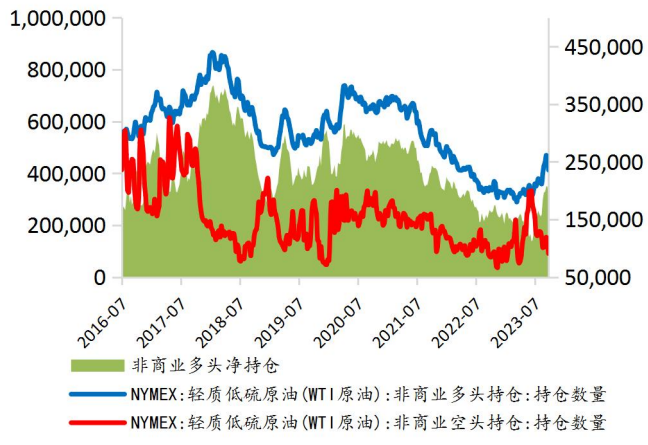
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



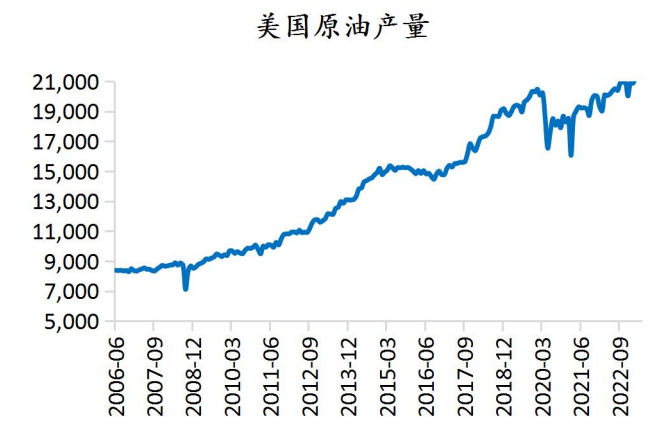
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



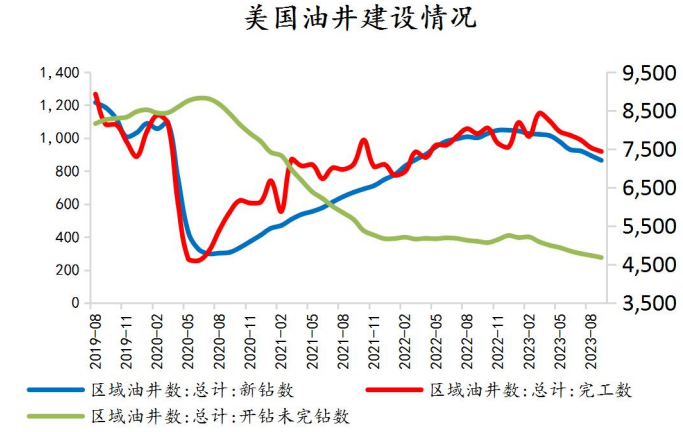
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



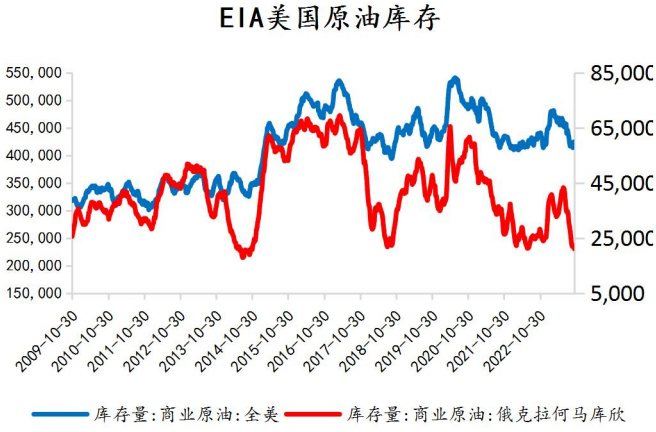
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



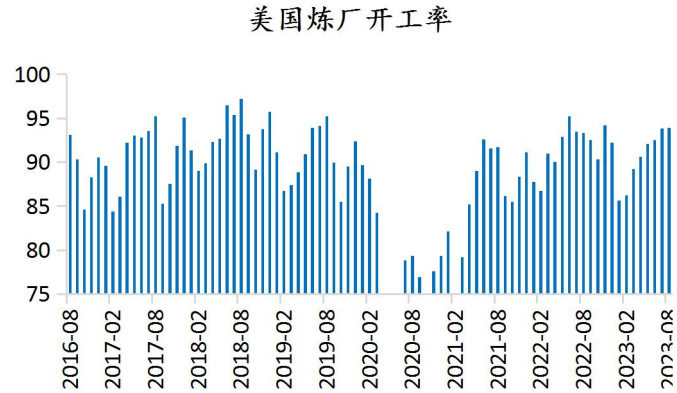
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



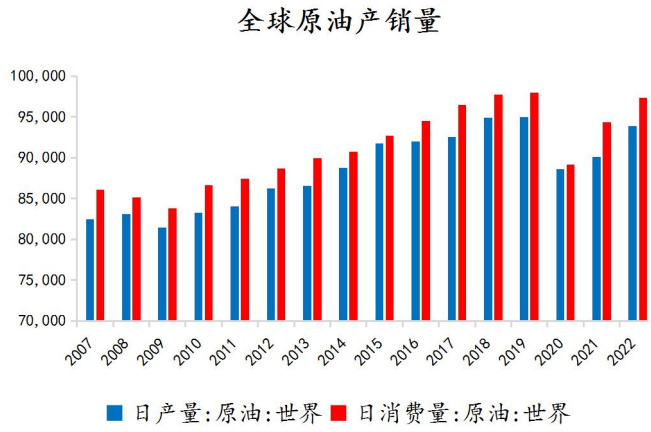
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供强需弱蛛网模型

ANRPC 最新发布的月度报告显示，四季度全球天然橡胶市场整体明显呈供强需弱格局。

ANRPC 统计显示：2025 年 10 月，全球天然橡胶产量为 149.6 万吨，同比增加 2.7%，环比增加 1.7%；全球天然橡胶消费量为 126 万吨，同比减少 4.2%，环比下滑 1.2%；前 10 个月，全球天然橡胶产量累计同比增长 2.6%至 1190 万吨，消费量累计同比下降 1.8%至 1268.4 万吨。

ANRPC 预计：2025 年全球天然橡胶产量料增加 1.3%至 1489.2 万吨；其中，泰国+1.2%、马来西亚-4.2%、印尼-4.3%、越南-1.3%、柬埔寨+5.6%、中国+6%、印度+5.6%、其他国家+3.5%。2025 年全球天然橡胶消费量料增加 0.8%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%、印尼-19.3%、越南+1.5%、柬埔寨+110.3%、其他国家-3.5%。

ANRPC 研判，尽管今年天然橡胶下游需求表现疲软，但产量和出口量因 7-9 月胶价上涨而大增，然后供应的增加又对四季度走势施加下行压力，这符合我们此前提及的蛛网模型的特征。

2 泰国洪水偏短期性

泰国核心产区洪涝灾害吸引关注，短期支撑天然橡胶价格表现坚挺。

据泰媒消息，泰国橡胶管理局（RAOT）表示，自 11 月中下旬以来，泰国南部地区暴雨导致洪水泛滥，已造成 9 个府约 410 万莱种植园受灾，天然橡胶产量损失超过 4.3 万吨；如果交通恢复缓慢令加工厂无法运营，最终产量损失或达到 9 万吨左右。QinRex 数据显示，截至上一年度统计，泰国天然橡胶总种植面积 2382 万莱，其中 1365 万莱位于该国南部地区，总割胶面积 2238 万莱中南部地区占 1272 万莱，包括受灾最严重的宋卡府。宋卡府已进入紧急状态，合艾市单日降水量创近三百年之最，令交易者不禁联想到 2016 年底洪水引发的大幅上涨行情。

然而到目前，期货市场尚未明显交易天气题材，参考 2017 年初的经验，洪水属于偏短期性扰动因素，造成的割胶产能永久性损失不多，对长期供应端难以产生实质性影响。

3 下游淡稳支撑不足

今年天然橡胶主要下游整体持稳运行，但厂商走货一般使得成品库存偏高成为常态，对原料橡胶采买以逢低刚需补货为主，需求端缺乏有效提升的空间。

2025 年轮胎原料成本压力明显减轻，行业理论加工利润实现扭亏为盈，支撑工厂生产经营活动回暖，但受终端跟进不足制约，开工负荷持续弱稳推进。目前来看，全钢轮胎企业订单尚可维持开工稳定，成品库存压力较上年有所缓解，半钢轮胎出口订单受圣诞节假影响短期走弱。内需市场到春节前将处于传统淡季，配套市场年底冲量后订单透支，出口市场未来仍存在不确定性。

因此，在供应季节性增长阶段，下游需求对橡胶价格具有托底支撑，但难以形成上涨驱动。

4 青岛累库趋势确认

随着天然橡胶上中游进口递增而下游需求淡稳，青岛地区库存拐点确认并形成累库趋势。

供需方面：海外主产区进入到季节性高产期，泰国南部地区洪水逐渐退去，业界对接下来两个月旺产预期升温，上游加工厂库存压力累积，加上国际市场需求一般，预计将有更多货源流入国内；下游轮胎行业进入开工淡季，订单减少拖累排产存下滑预期，圣诞假期出口市场也将走弱，厂商预计维持逢低刚需补库节奏。

库存方面：截至 11 月底统计，青岛地区天然橡胶样本仓库库存 47.5 万吨，环比上月增加 3.87 万吨或 8.87%；其中，保税区内库存 7.45 万吨，环比增加 0.32 万吨或 4.49%；一般贸易库存 40.05 万吨，环比增加 3.55 万吨或 9.73%。

阶段性供强需弱格局下，预计 12-2 月青岛地区整体仍将延续累库状态。按照经验，通常在一季度之前沪胶难以大幅转弱，但基本面供大于求和季节性累库压制反弹空间。

5 强制注销仓单低位

目前支持沪胶走势的利多条件，除了产区天气引发的供应担忧外，还因 RU 期货库存正处于老仓单集中注销后的空窗期，合约设计规则对空头形成天然制约。按照往年规律，每年 11 月中下旬会对上年 5 月前入库的老全乳仓单强制注销，此后沪胶期货仓单数量发生断崖式下降。今年 RU 仓单集中注销转现后，期货库存小计降至仅 7.87 万吨，录得 2012 年同期以来最低水平，虽会有新仓单陆续补充进来，但低库存状态中短期内难以扭转。

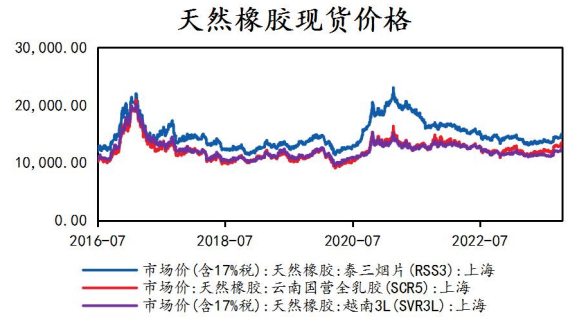
理论上，期货仓单短缺通常会刺激价格上涨，目前沪胶仓单数量处于绝对低位，历史上多对应强势逼仓行情。但这一逻辑显然已经失效，原因在于今年国内橡胶现货市场相当宽裕，仓单问题难以成为主要矛盾，更多体现在月差结构近月走强上。

6 周期重拾上升大势

天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，国际橡胶市场价格时隔十余年或重拾上涨趋势。2024 年迄今，天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶基本面主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明显上移。

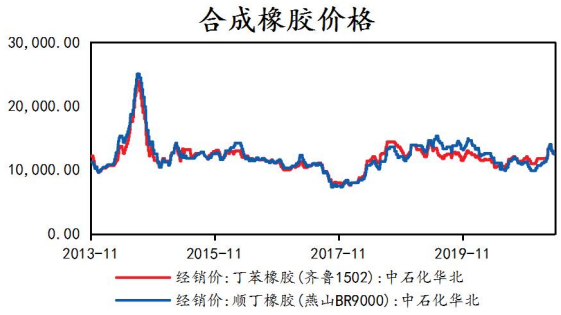
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



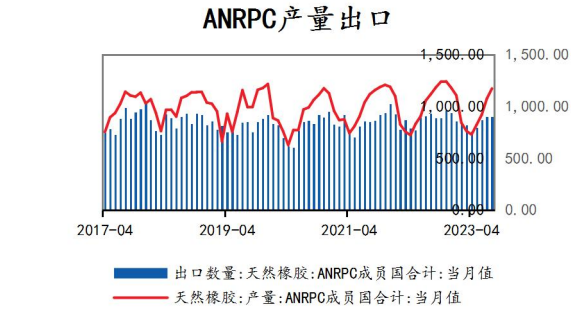
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



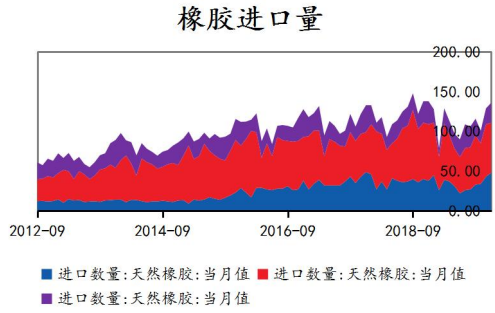
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



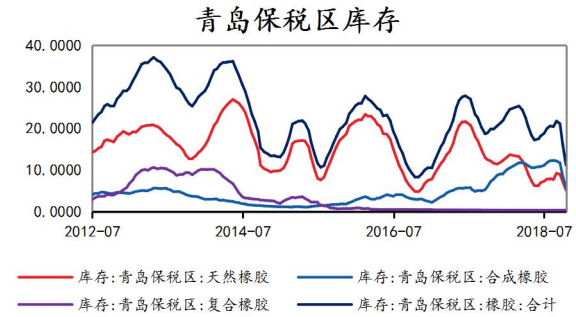
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



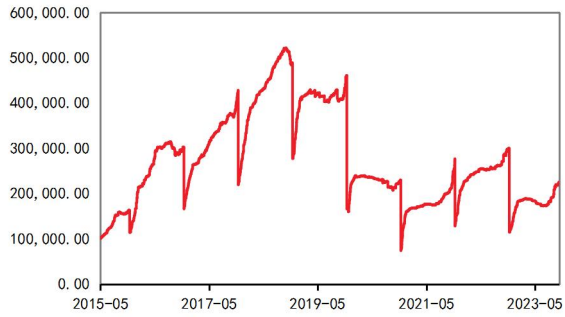
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



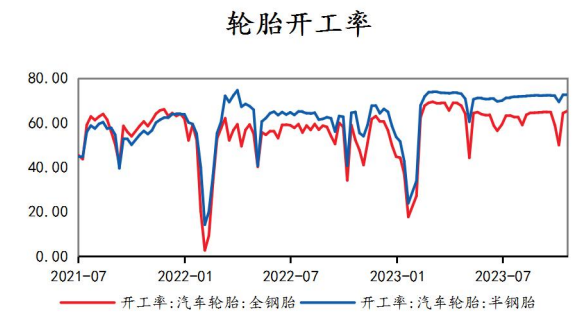
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



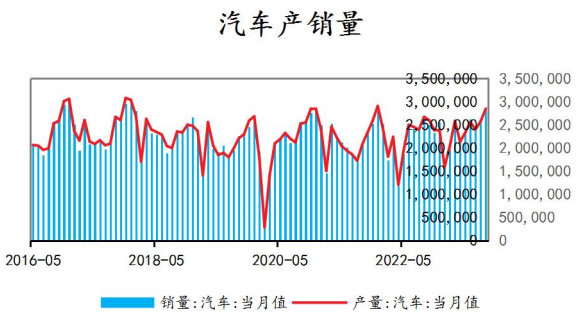
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆震荡回调，国内豆粕市场近强远弱

1 外部豆类市场分析

阿根廷降低出口税率，美豆出口竞争力下降

阿根廷经济部长表示，该国将在未来几天内降低谷物、大豆和豆制品出口税，阿根廷大豆出口税将从 26%下调到 24%，大豆副产品的税率将从 24.5%下调到 22.5%。阿根廷是全球最大的豆油和豆粕出口国，此次降税将提升该国相关商品出口竞争力，为美豆及其副产品出口带来新压力。

南美大豆保持丰产预期，美豆震荡回落

巴西农业咨询机构 AgRural 表示，截至 12 月 4 日，巴西大豆播种面积已达预期面积的 94%，该机构预估巴西大豆产量 1.785 亿吨。布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的数据显示，截至 11 月 26 日，阿根廷大豆播种率为 36%，去年同期为 45%。美国农业部在 12 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，均与 11 月预估相同。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。CBOT 大豆期货市场上行动力明显减弱，本周已回撤到 1100 美分关口之下。

MPOB 月报偏空程度超预期，棕榈油市场承压调整

本周三，马来西亚棕榈油局（MPOB）发布月度供需报告。11 月棕榈油实际出口 121.3 万吨，环比减少 28.13%，远低于此前预估的 143-145 万吨；11 月库存升至 283.5 万吨，环比增加 13.04%，高于此前市场预估的 266-272 万吨。正是由于出口低于预期，导致 11 月棕榈油库存升至历史同期次高位，供应压力显著升高。11 月马来西亚棕榈油出口和库存与预期出现较大偏差，对市场形成明显利空驱动。此外，船运调查机构发布的数据显示，12 月 1-10 日马来西亚棕榈油出口环比下降 15%；南部半岛棕榈油压榨协会（SPPOMA）公布的数据显示，12 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量环比增加 6.78%。马来西亚棕榈油供强需弱，12 月底库存升高压力依然较大。

2 国内豆类市场分析

中国进口大豆高速增长，供应过剩限制粕价上涨

国家海关总署公布的数据显示，2025 年 11 月中国进口大豆 810.7 万吨，同比增长 13.3%；2025 年 1-11 月中国累计进口大豆数量为 10378.9 万吨，较去年同期的 9709 万吨增加 669.9 万吨，同比增幅为 6.9%。市场预估 12 月份中国进口大豆量在 700 万吨左右，2025 年全年中国大豆进口量将创下历史新高，并有望站上 1.1 亿吨新平台。据统计，今年 5 月至 10 月期间，中国大豆进口已连续六个月创下同期最高纪录，5-11 月购买的大豆量较去年同期多出 997.5 万吨，远超国内需求端承接能力。原料供应过剩成为阻碍粕价上涨的突出因素。

海关严查非转基因菜油进口，菜油期货止跌反弹

近日有消息称，海关严查非转基因菜油进口以及部分港口菜油出现退运现象。本周国内菜油市场受此消息刺激，迅速扭转此前连跌局面。菜油期货市场之所以出现剧烈波动，也与此前连续回调释放空头压力有关，技术上在逼近前期低点附近后获得买盘支撑。不过，也有消息显示，退运现象仅在阿拉山口非转毛菜油出现，并未影响到所有港口，市场仍在密切评估退运的实际影响。根据中国粮油商务网的监测数据，国内三大食用油（豆油、棕榈油、菜油）库存总量在近期呈现波动变化。截至 2025 年 12 月 11 日当周，库存总量为 255.68 万吨，周度下降 3.76 万吨，其中豆油和菜油库存分别下降 4.56 万吨和 1.85 万吨，棕榈油库存增加 2.66 万吨。国内油

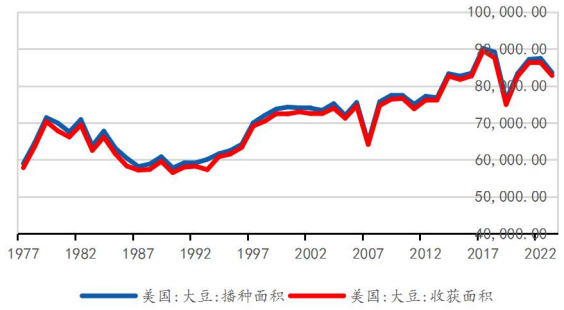
脂整体供应宽松，供应端并不支持油脂价格持续上涨。

3 油脂油料市场展望

美国农业部 12 月供需报告平稳落地，美豆主要供需指标均与上月保持一致。市场对南美天气的关注度逐步提升，南美大豆乐观的产量前景有助于对冲局部天气炒作。中国进口大豆保持高速增长，此次海关延长进口大豆通关时间与中储粮启动进口大豆拍卖形成互补，提升近月豆粕市场的同时并不能扭转远月供应宽松的基本格局。随着进口美豆陆续发运到港，明年一季度国内进口大豆将继续保持供过于求状态。巴西早熟大豆将于 1 月中旬上市，巴西大豆报价是国内豆粕期货 2605 合约的定价之锚。国内豆粕期货市场在内外双重供给压力下维持震荡下行的概率依然较大。三大油脂供需基本面存有差异，有望维持分化行情，但整体库存压力需要时间消化，尚难打破震荡区间。进口大豆政策收紧为国产大豆市场带来提振，豆一期货市场因消息刺激止跌回升，反弹行情的连续性仍需现货加以配合。

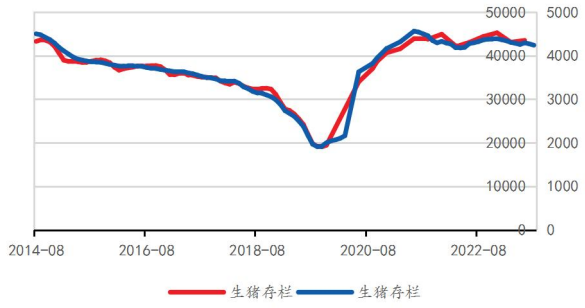
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



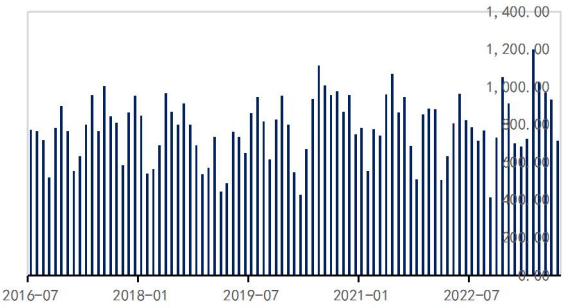
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



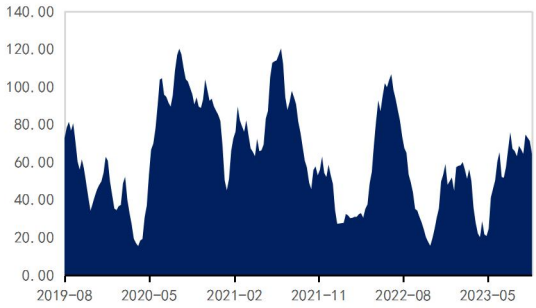
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

地址：深圳市南山区粤海街道海珠社区科苑南路2801号中金大厦1101

电话：0755-82912900