中金财富期货策略周报（2025 年第 44 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

周度投资视点

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

股指期货：A 股整体依然呈现震荡特征。政策端方向已经明确，外部风险虽仍待进一步出清，但市场在偏下沿的有力反弹，降低了行情的进一步走低风险。后续伴随跨年时点及其后春季躁动时点的临近，行情有望在低位逐步酝酿回升行情。

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，铜价创历史新高后，现货出现有价无市状态，大量前期多单选择在高位平仓、锁定利润，形成了集中的技术性卖压。全球铜矿供应紧张的中长期故事并未改变，回调深度可能有限。价格维持高位震荡，等待新的驱动。

锌：锌价及零单 TC 为锌矿企业提供了充足利润，锌矿达产预期较高，锌矿供应仍然充足。虽然内外矛盾短期限制了锌精矿的进口，造成国内锌供应边际收紧。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。冬储炒作被再次提起，且短期无法被证伪，预计炒作持续，但我们对冬储需求不看好。连续两年冬储亏损使贸易端风险偏好显著下降，而 2026 年钢材出口许可证实施后，出口压力加大，使市场对节后价格上行缺乏信心。在需求未见改善、政策进入真空期的阶段，冬储很难形成合力，当前的反弹更多仍是情绪驱动。

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。

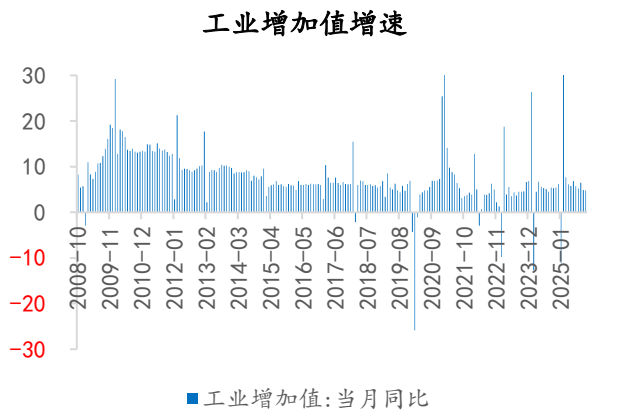
油脂油料：美豆出口需求低于预期叠加巴西大豆丰产压力，CBOT 大豆期货市场自年内高点展开调整行情至今尚未止跌。CBOT 大豆和豆油市场承压连跌，国内豆油市场看空情绪不断升温，进口菜油退运炒作昙花一现，豆油和菜油市场相继回归偏弱的基本面运行。产地棕榈油出口降幅超预期，需求下降无力为棕榈油市场带来额外支撑。国际原油市场近期宽幅震荡，整体降至多年低位，增加印尼 B50 生柴计划明年落地实施的难度。国内棕榈油价格长时间高于豆油价格，在成本下滑和需求低迷的双重驱动下，跟随外盘维持震荡调整状态。从技术上看，国内三大油脂期货相继破位并交替领跌，技术卖压下整体保持下行节奏。美豆连跌以及进口大豆连续拍卖，豆粕期货因远期供给压力升高而反弹受阻，油脂深跌有望暂缓粕类市场下行压力，但上行驱动仍显不足。国产大豆拍卖即将启动，产区大豆现货看涨预期出现松动，豆一期货市场承压加大，政策底价的支撑再度面临考验。

目录

周度策略：富有争议的美国通胀数据 - 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 财政：广义支出回升 - 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 冬储意愿较弱 但短期无法证伪 - 14 -
2 产量持续下行，需求偏弱，去库加速 - 14 -
3 小结 - 15 -
4 钢材期货现货数据 - 15 -
原油 - 18 -
1 供需主导地缘弱化 - 18 -
2 主流机构预期悲观 - 18 -
3 成品油裂解差走强 - 18 -
4 中国需求增长失速 - 19 -
5 基调过剩油价承压 - 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 供强需弱蛛网模型 - 22 -
2 内外供应扰动仍存 - 22 -
3 进口保持增长预期 - 22 -
4 下游淡稳缺乏提振 - 23 -
5 合成橡胶止跌转机 - 23 -
6 周期重拾上升大势 - 23 -
7 橡胶期现数据 - 23 -
油脂油料：美豆连跌不止，国内豆类市场整体下跌 - 26 -
1 外部豆类市场分析 - 26 -
4 油脂油料市场主要数据 - 27 -

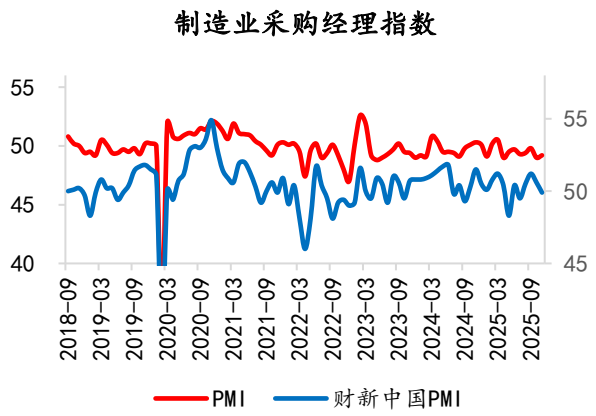
重要经济指标概况

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



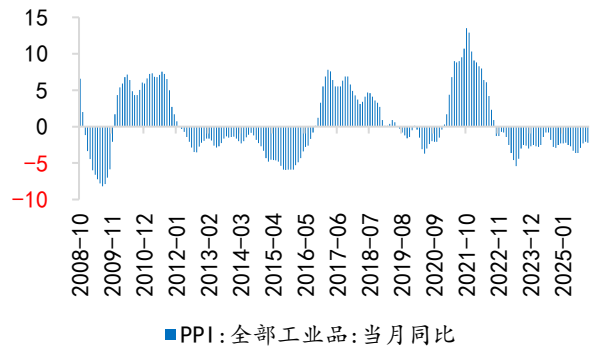
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



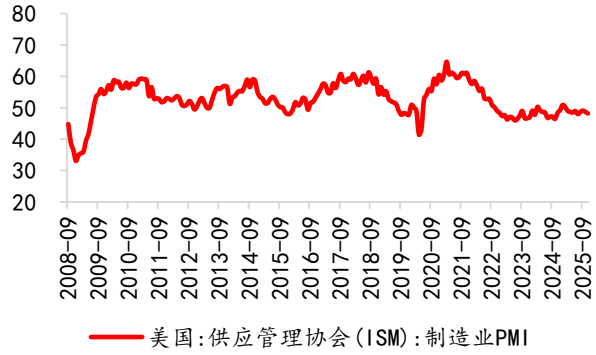
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



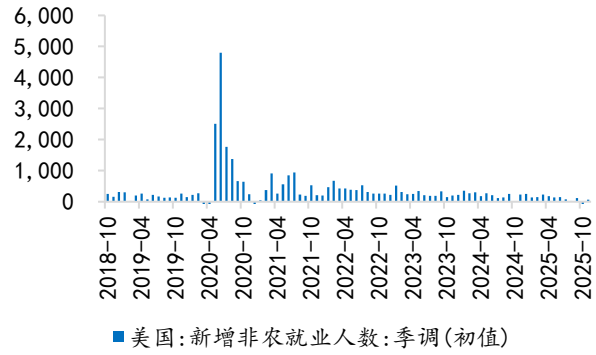
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：富有争议的美国通胀数据

日本央行加息结束之后，全球资本市场终于松了一口气，尤其是美股市场投资者一直担忧流动性收紧，美股近期出现调整。但是随着日本央行加息落地，美国通胀数据明显好于预期，市场风险偏好重新回归，金融属性较强的贵金属和有色继续领涨。

“促内需”政策已经开始预热

中央经济工作会议相比去年中央经济工作会议，主要增量信息和表述调整如下：

“外部环境带来的不利影响加深”调整为“外部环境变化影响加深”，措辞更加中性，一来反映中美贸易争端“休战”之下明年外部环境相对转好，二来反映我国对外部环境变化由被动应对向主动积极干预转变，整体应对更加从容;经济面临的困难与挑战方面，由去年的“国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力”调整为精炼的“供强需弱矛盾突出”，更加聚焦经济运行的主要矛盾。

会议将内需扩大任务从“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”调整为“坚持内需主导，建设强大国内市场”，凸显当前国际复杂局势下内需重要性提升的战略判断。

2025 年 12 月 15 日，国家统计局发布 11 月份国内宏观经济数据。11 月份全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%，社会消费品零售总额同比增长 1.3%；1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 2.6%，房地产开发投资同比下降 15.9%。

11 月社零增速进一步放缓至 1.3%，一方面上年高基数叠加今年以旧换新补贴退坡产生明显扰动，另一方面“双 11”同样带来一定影响；1-11 月全国固定资产投资（不含农户）同比-2.6%，降幅继续扩大，制造业、地产、基建投资增速均进一步走低；房地产市场继续走弱，投资、销售、价格均延续下降趋势。

在中央经济工作会议的定调下，各项消费政策陆续落地。

15 日，商务部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于加强商务和金融协同 更大力度提振消费的通知》包括：加大消费重点领域金融支持、升级商品消费、扩大服务消费、培育新型消费、创新多元化消费场景、助力消费帮扶、助力消费帮扶等方面。

16 日，国家发改委在《求是》杂志发表文章《坚定实施扩大内需战略》中指出，着力释放居民消费潜力。

内需政策，成为近期政策的核心，相关新政策方向值得密切关注。

富有争议的美国通胀数据

11 月美国 CPI 同比+2.7%，9 月为+3.0%，市场预期+3.1%；核心 CPI 同比+2.6%，9 月为+3.0%，市场预期+3.0%。

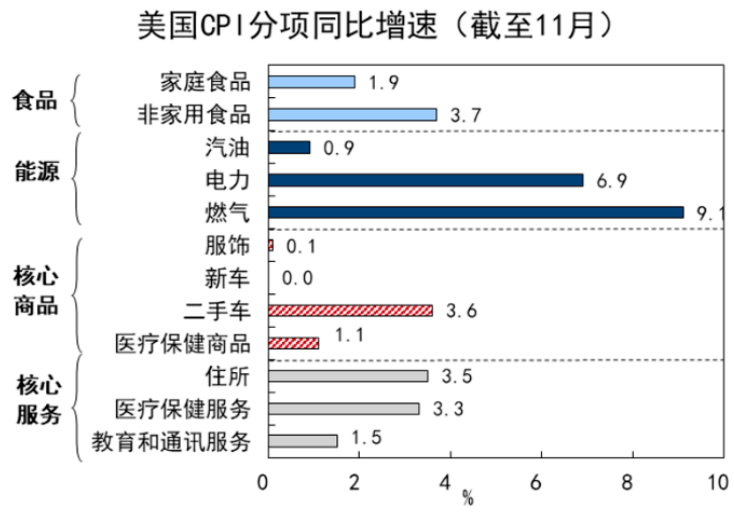
11 月美国通胀意外走低，主要源于政府停摆扰动下的统计“失真”。一是，11 月数据采集时间较短且集中在下半月促销季，价格统计存在下行偏差；二是，由于 10 月数据缺失，9 月数据被结转至 10 月使用，导致 11 月住房价格涨幅低估。因此，对这份“失真”的数据，市场反应有

限，须等待 12 月数据出炉之后进一步观察。

抛开“噪声”之外，我们也注意到当前通胀上行节奏确实存在放缓迹象。一方面，关税对通胀的传导持续，但幅度较为缓和。另一方面，9 月以来市场租金价格环比走弱、薪资增速持续放缓，有助于服务通胀降温。但考虑到当前美国经济韧性尚存，过快的降息操作，叠加明年特朗普为赢得中期选举而推出的退税等财政刺激手段，可能会再度带来通胀上行压力。因此预计美联储短期仍保持谨慎降息立场，待新一届美联储主席上任后，降息节奏或有所加快。

美国的通胀边际上缓解了市场对通胀再度抬头的担忧，使得美国的风险资产与久期资产同时受益。美股方面，通胀压力的阶段性缓释降低了“利率再上行”的尾部风险，有助于稳定估值预期。美债方面，核心通胀和服务通胀的回落强化了中期降息逻辑，长端收益率随之下行。黄金的表现则相对分化。一方面，实际利率下行预期与美元走弱对金价形成支撑；另一方面，降息预期并未出现明显重估，限制了黄金进一步单边上行的空间，使其更多表现为高位震荡、反复博弈。

图表 1：美国 CPI 分项同比增速



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

贵金属逼仓行情提升工业品市场情绪

贵金属的逼仓行情，其外溢效应不仅限于有色板块，而是蔓延到整个工业品市场，并引发工业品市场是否有一轮新的行情的讨论。我们美元流动性过剩引发的资产价格上涨可能仅限于外盘定价的期货品种，内盘工业品整体仍较为弱势。

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	12 月 18 日	欧央行连续第四次按兵不动	欧央行重申通胀将在中期回归 2%目标，未释放明确宽松指引	欧央行未预设利率路径，任何选项都应考虑
	12 月 17 日	德国史无前例，上调明年发债规模至 5120 亿欧元	为基建和国防输血	德国大举提升债务水平
数据	12 月 18 日	美国 CPI 好于期降	11 月核心 CPI 同比上涨 2.6%，创 2021 年以来最低	统计数据存在误差
	12 月 16 日	11 月新增社融 2.49 万亿元，新增人民币贷款 3900 亿元	M2-M1 剪刀差扩大	11 月社融数据保持稳定
事件	12 月 16 日	中央财办：房地产供给端要严控增量、盘活存量	扩大内需是明年排在首位的重点任务	供给端要严控增量、盘活存量，鼓励收购存量商品房用于保障性住房等合理用途，加快消化库存

资料来源：中金财富期货研究所

2 财政：广义支出回升

11 月广义财政收入同比-5.2%，10 月同比-0.6%；11 月广义财政支出同比-1.7%，10 月同比-19.1%。

财政支出超预期，主要在于中央经济工作会议重提“跨周期”，财政部明确对标。

12 月 12 日，蓝部长表示“要对标、对表这次会议的要求，编制好明年的预算盘子，抓好政策的实施，确保党中央的方针政策落地见效”；财政部党组会议提出“按照中央经济工作会议部署安排，明年政策取向上，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，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。

理解：财政“跨周期”，收入端或是重要的底气来源。不考虑结转结余等沉淀资金，财政支出=财政收入+债务；参考中央经济工作会议的表述，在“保持”支出总量的前提下，对债务的表述由去年的“提高、增加”变为今年的“保持”→收入端或是重要的底气来源：去年（“逆周期”）：“提高财政赤字率”，“增加发行超长期特别国债”。今年（重提“跨周期”）：“保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量”；相应的，近几年资本市场对于财政，更关心赤字率、政府债总量等债务指标，明年或需提升对财政收入（尤其是税收收入）的关注度。

3 央行加大跨年流动性投放

央行以 7 天+14 天逆回购组合加大跨年流动性投放，12 月 18 日净投放 697 亿元，19 日续作 1562 亿元，重点平滑年末资金面、稳预期，明年初降准预期升温。

12 月 18 日：7 天期 883 亿元（利率 1.40%）+14 天期 1000 亿元；当日逆回购到期 1186 亿元，净投放 697 亿元。12 月 19 日：7 天期 562 亿元（利率 1.40%）+14 天期 1000 亿元；当日到期约 1000 亿元，净投放约 562 亿元。14 天期操作：时隔近 3 个月重启，采用固定数量+多重价位中标，精准匹配跨年资金需求。核心目的应对年末银行考核、财政收支、居民提现等扰动，熨平短期资金面波动。以期限结构调整为主，避免“大水漫灌”，兼顾流动性与防资金空转。与买断式逆回购、MLF 续作等搭配，构建短中长期流动性支持体系。

市场影响与预期短期：稳定跨年资金价格，降低 DR007 等利率波动风险，提振债市情绪。中期：机构普遍预期 2026 年 1 月降准 0.5 个百分点，或释放约 1 万亿元长期流动性，支持年初信贷投放与春节流动性安排。

4 宏观策略

贵金属的逼仓行情，其外溢效应不仅限于有色板块，而是蔓延到整个工业品市场，并引发工业品市场是否有一轮新的行情的讨论。我们美元流动性过剩引发的资产价格上涨可能仅限于外盘定价的期货品种，内盘工业品整体仍较为弱势。

5 股指期货市场分析

指数震荡回升

本周探底回升。周度表现看，其中沪深 300 指数-0.28%，上证 50 指数+0.32%，中证 500 指数+0.01%，中证 1000 指数-0.56%，指数一度明显回落，但是在国家队干预下最终回升。

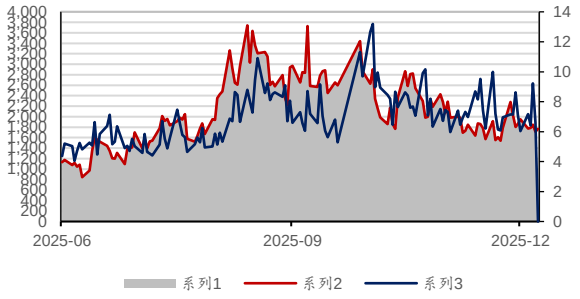
政策方面，中央财办有关负责同志详解 2025 年中央经济工作会议精神。宏观政策方面，在财政支出结构的优化上，2026 年将推动更多资源“投资于人”，意味着民生类投资比重将提高；货币政策则强化了对物价回升目标的关注以及对多种货币工具的灵活使用。具体任务方面，强调“扩大内需是明年排在首位的重点任务”，消费端，文旅、养老、托育等服务消费将是明年政策落地的重要着力点，同时有望迎来推广中小学春秋假、落实职工带薪错峰休假等举措的支持；投资端，在“止跌回稳”要求下，“十五五”重大项目建设将发挥牵引带动作用。“反内卷”方面，针对企业端，明确明年将“让落后产能有序退出”，有助于从供需层面进一步巩固价格端的回升基础。

整体而言，稳消费，扩内需需要居民的财富效应稳定，股市也需要相对稳定的走势。

关注指数能否突破盘整区间

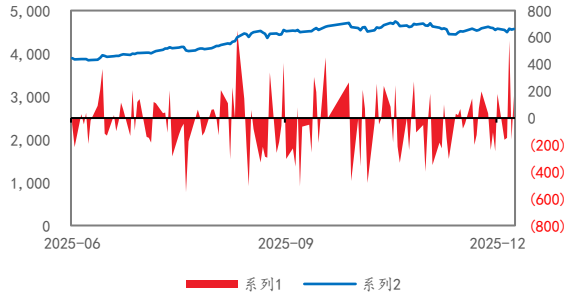
A 股整体依然呈现震荡特征。政策端方向已经明确，外部风险虽仍待进一步出清，但市场在偏下沿的有力反弹，降低了行情的进一步走低风险。后续伴随跨年时点及其后春季躁动时点的临近，行情有望在低位逐步酝酿回升行情。

图表 8：融资融券数据图



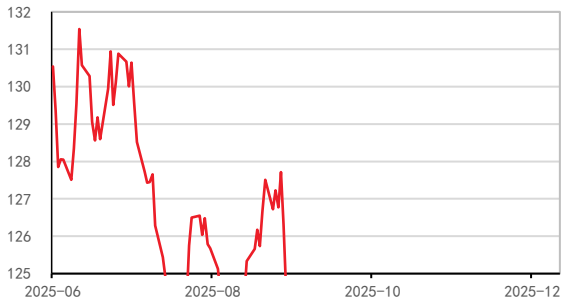
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



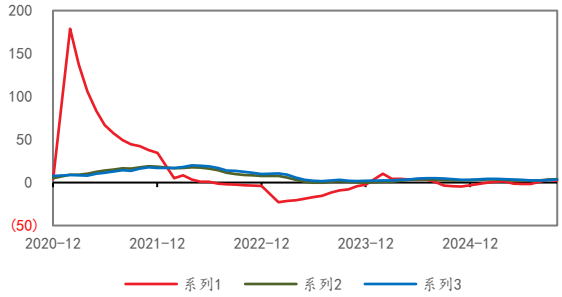
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%。

进出口方面，海关总署数据显示 1-10 月累计进口量为 322.54 万吨，累计同比-0.28%，其中 10 月精炼铜进口量为 32.31 万吨，同比-22.10%。主要为刚果地区电力不稳定、硫酸供应不足以及港口拥堵等问题导致冶炼厂发运量下降。

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

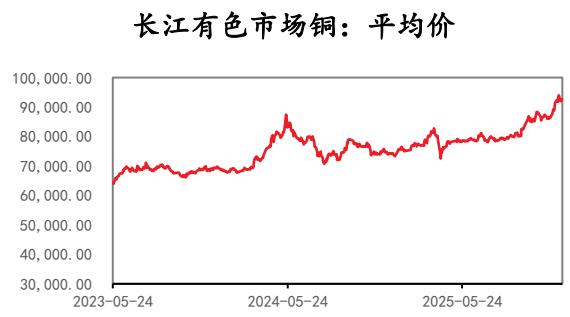
COMEX 和 LME 差价导致贸易商将全球库存大量运往美国以锁定高价。这使得非美地区的现货库存被“抽干”，造成区域性紧张预期上升。在 COMEX-LME 溢价背景下，非美库存向美流动成为虹吸根源，也是非美地区仓单紧张的原因。

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，铜价创历史新高后，现货出现有价无市状态，大量前期多单选择在高位平仓、锁定利润，形成了集中的技术性卖压。全球铜矿供应紧张的中长期故事并未改变，回调深度可能有限。价格维持高位震荡，等待新的驱动。

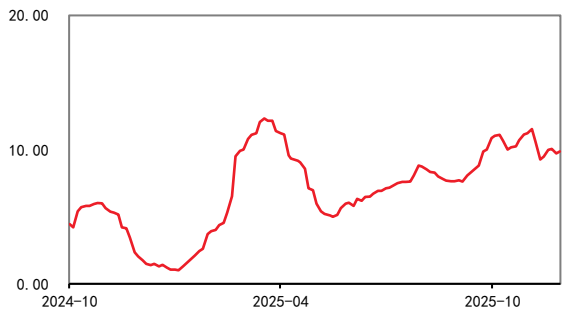
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



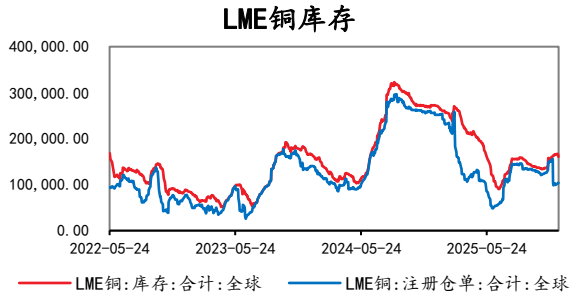
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



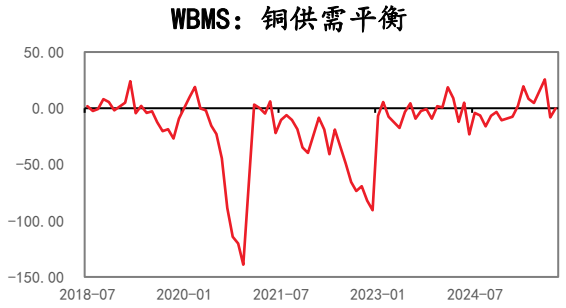
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



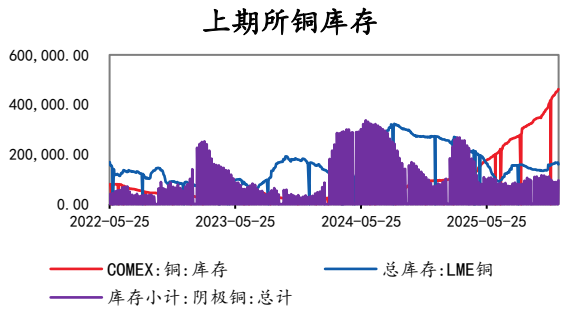
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



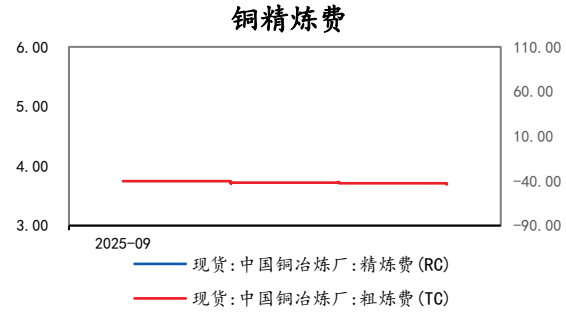
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌产业链供应宽松转为偏紧

自 2025 年初以来，全球锌矿山供应实现显著增长。根据 CRU 统计，在去年低基数背景下，今年前三季度全球矿山供应同比分别增长 7%、8%与 5%。根据海外矿企三季度报告，Tizapa 矿山复产、Kipushi 矿山持续爬产，带动锌精矿产量环比提升，但部分矿山仍受停电、地震、原矿品位下降等扰动影响，Antamina、RedDog 等矿山产量出现显著下降。

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

目前年底长单谈判来看，预计加工费难有显著上行，目前市场对 26 年锌矿 TCBenchmark 预估再度下调，悲观预期甚至持平去年 80 美元/干吨的历史低位。

12 月份国内炼厂在加工费进一步下跌、内外比价短期无法修复的情况下，普遍选择了检修减产，11-12 月减量预估共达 4 万吨，超出市场原先预计的一季度减产时间点。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。

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。

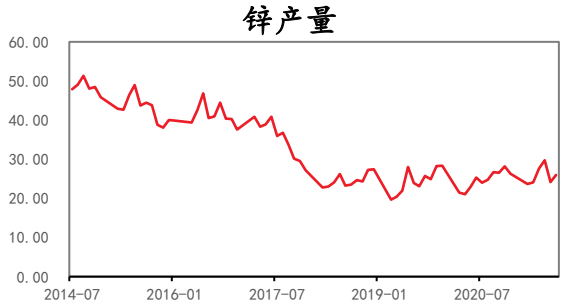
2 总结

锌价及零单 TC 为锌矿企业提供了充足利润，锌矿达产预期较高，锌矿供应仍然充足。虽然内

外矛盾短期限制了锌精矿的进口，造成国内锌供应边际收紧。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。

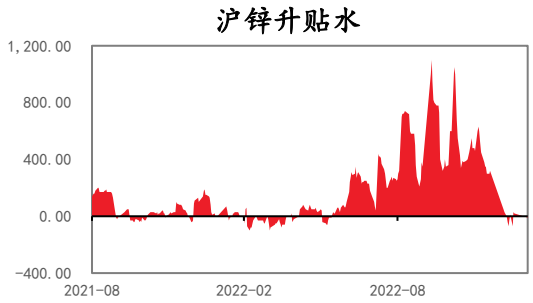
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



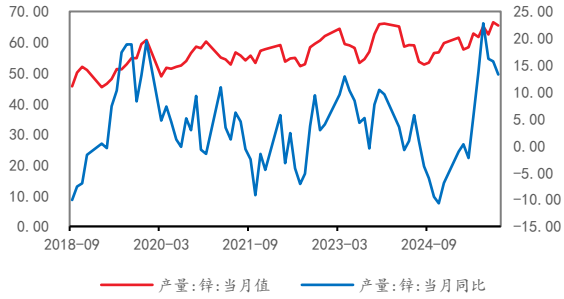
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



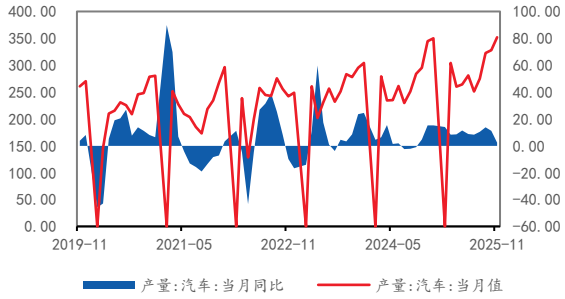
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 冬储意愿较弱 但短期无法证伪

钢材行业每年冬季需求季节性下滑，高炉又具有刚性生产特征，春节后又有集中开工带来的需求反弹。因此贸易商会在冬季提前补库存，以博取节后行情。然而，冬储的前提是对“节后价格上涨”的高度一致预期，一旦市场形成“节后仍将下跌”的共识，冬储行为就难以发生，贸易商不仅不会累库，甚至会主动去库以降低风险。

从过去三年的数据来看，冬储的收益正在持续收缩。2023 年冬储期间钢价出现明显上涨，但进入 2024 年与 2025 年后，冬储阶段钢价均出现下跌，且跌幅不小，导致贸易端连续两年亏损。连续两次亏损后，冬储的风险认知发生了结构性变化，贸易端更加谨慎，资金成本约束也更明显，冬储积极性呈现逐年下降趋势。这一行为变化具有长期性，不会轻易逆转。

在当前时间点，市场逐渐进入冬储炒作周期，但与往年相比，我们认为今年冬储需求难有亮点，甚至可能弱于去年。一方面，出口环境急剧恶化。2026 年实行钢材出口许可证后，既阻断了“买单出口”的通道，又显著抬高了企业的出口门槛。过去两年出口之所以强势，很大程度上依赖于价格竞争与灵活通道，现在在监管加强的背景下，高增速难以持续，而出口压力将迫使国内供给更多流入国内市场，形成新增竞争，从而压制冬储对节后价格的乐观预期。

另一方面，终端需求依旧在恶化。房地产仍处于深度调整阶段，竣工、施工、新开工等指标没有见底迹象；制造业订单恢复缓慢；基建受限于财政约束，力度有限。需求端整体缺乏亮点，市场对春节后能否出现有力反弹存疑。在缺乏需求改善预期的情况下，冬储的逻辑支撑明显减弱。

综合来看，今年的冬储情绪多半是交易端的“概念性炒作”，而非真实需求驱动。在供需偏弱、政策未明、出口受限、冬储连续两年亏损的背景下，冬储行情难以形成较强合力。我们认为，一旦市场情绪被短期资金炒高，而基本面并未改善，这反倒为策略端提供了相对明确的配置方向：冬储炒作导致的短期反弹，可能是一个优质的逢高做空机会。。

2 产量持续下行，需求偏弱，去库加速

上周全国高炉产能利用率进一步下降，电炉产能利用率小幅回升。247 家钢厂高炉产能利用率降至 84.9%，环比下降 1.0 个百分点，同比下降 2.4 个百分点，反映在弱利润与季节性检修背景下，高炉主动或被动减产加速。电炉产能利用率略有回升，主要受废钢成本回落和部分区域复产带动，但整体仍处偏低区间。供应侧的边际收缩已经延续数周，供给拐点特征进一步明确。

五大品种钢材周产量下降至 798 万吨，环比下降 1.0%，同比下降 7.3%。长流程环节表现更弱，日均铁水产量降至 226.5 万吨，环比下降 2.6 万吨，为近月新低。钢材产量继续回落，结构上热卷降幅明显大于螺纹钢，体现制造业需求的弱弹性，以及钢厂主动调节品种结构以缓和成材压力。整体来看，重点钢企产量收缩趋势比预期更快，供应端改善对钢市压力形成一定对冲。

库存方面，五大品种钢材社会库存降至 906.5 万吨，环比回落 3.7%，同比仍高 16.8%；钢厂库存降至 388.3 万吨，环比回落 0.5%，同比增长 7.0%。钢材总库存周环比回落 2.8%，降幅较上

周继续扩大 0.3 个百分点，体现需求偏弱背景下的被动去库和季节性去库共同作用。从结构看，社会库存去化速度明显快于钢厂库存，显示贸易端出货改善以及钢厂订单仍偏弱的矛盾格局。

表观消费方面，本周五大品种钢材周表观消费降至 835.3 万吨，环比下降 0.5%，同比下降 5.3%。其中螺纹钢表观消费为 208.6 万吨，环比回升 2.7%，同比下降 12.2%，反映建筑端短期有一定修复，但需求整体仍弱；热卷需求则出现更明显回落，制造业链条整体韧性不足仍是拖累表需的核心因素。建筑钢材成交周均值为 9.9 万吨，环比增长 1.1%，但仍处偏弱水平，显示需求复苏力度有限。总体上，本周需求端仍偏弱，季节性支撑不足，表需未能有效改善。

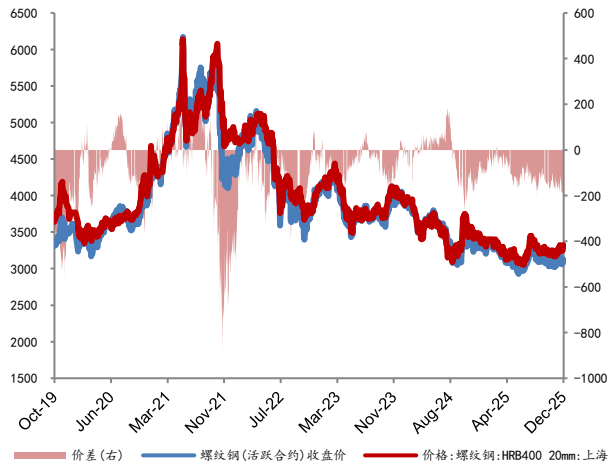
价格方面，本周钢材现货价格小幅上涨，主流钢材品种即期毛利有所改善，钢厂利润率保持在 35.9%，与上周持平。尽管钢价略有反弹，但需求不足与产量下行并存，使利润波动仍较大；黑色产业链结构性矛盾依旧明显，后续仍需关注供应端进一步收缩能否形成有效的成本支撑与钢价底部共振。。

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。冬储炒作被再次提起，且短期无法被证伪，预计炒作持续，但我们对冬储需求不看好。连续两年冬储亏损使贸易端风险偏好显著下降，而 2026 年钢材出口许可证实施后，出口压力加大，使市场对节后价格上行缺乏信心。在需求未见改善、政策进入真空期的阶段，冬储很难形成合力，当前的反弹更多仍是情绪驱动。

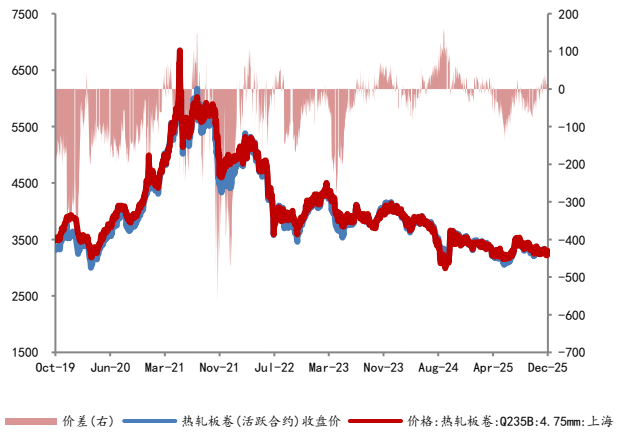
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



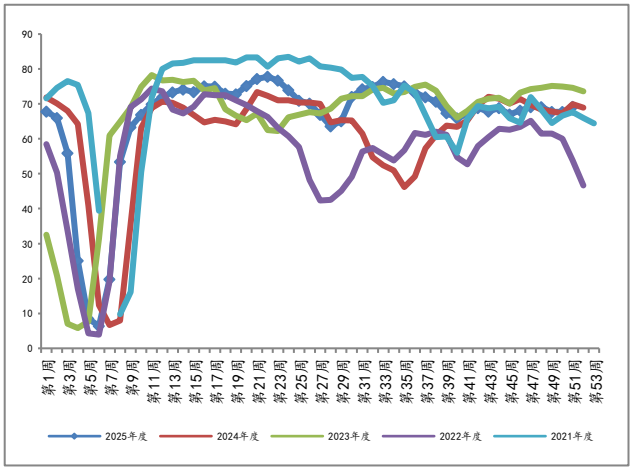
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



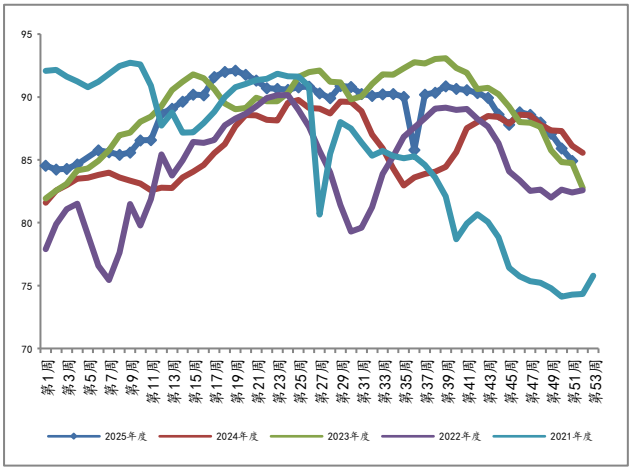
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



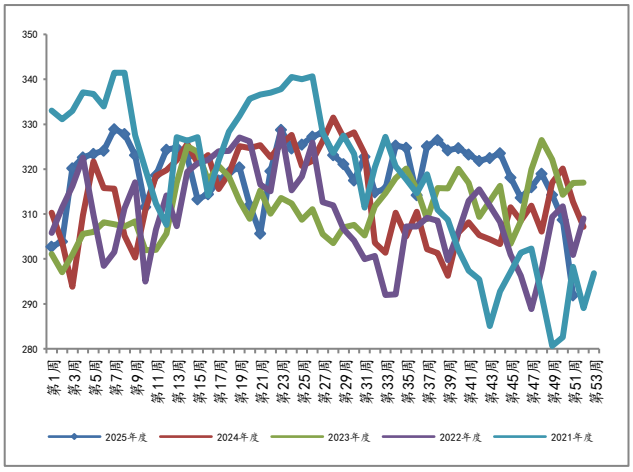
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



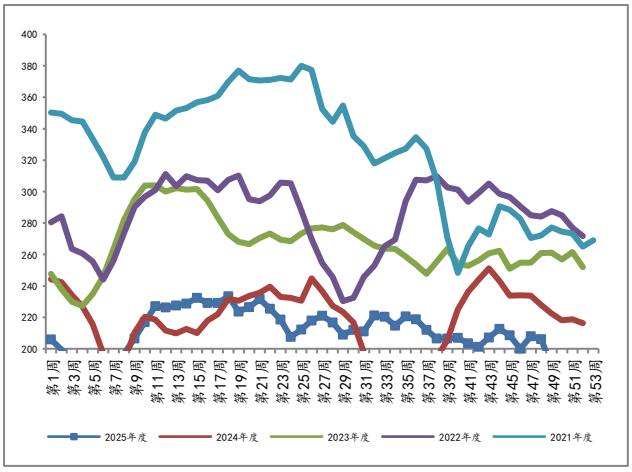
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



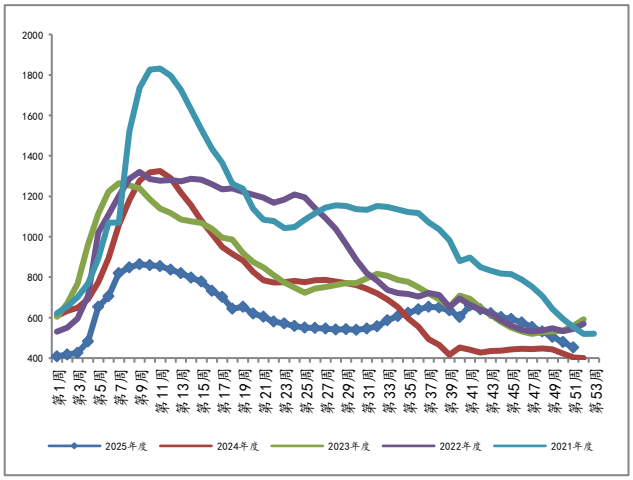
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



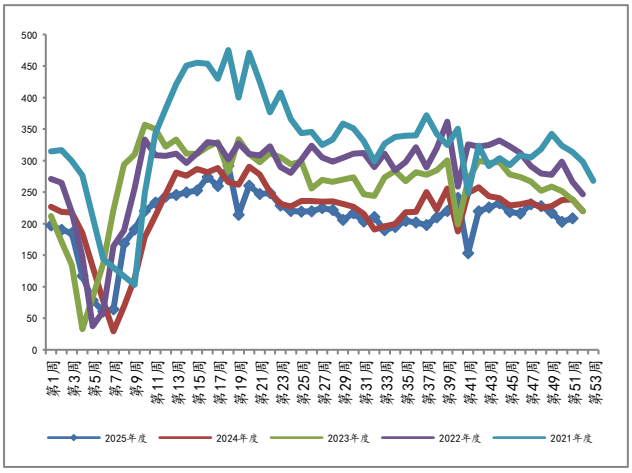
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 供需主导地缘弱化

近期国际原油市场表现弱势，美国扣押委内瑞拉巨型油轮引发地缘局势紧张，但油价走势却未能获得支撑。实际上，乌克兰对俄罗斯能源基础设施袭击不断，美国南方之矛行动潜在风险较高，然原油市场反应十分平静，表明供需过剩的长期叙事并未改变。

国际能源署 IEA 报告显示，全球原油整体供应增速显著领先于需求增速。IEA 预计，2025 年全球原油供应增量高达 300 万桶/日，而需求增量仅有 83 万桶/日，如此之大的敞口意味着快速累库，前十个月全球原油库存日均增长 120 万桶。在基本面承压的背景下，即便地缘问题偶尔注入风险溢价，其幅度和持续性也十分有限。

交易者对于黑天鹅事件的敏感度正在下降，油价走势的风向标从短期性风险转向结构性宽松，2026 年随着过剩加剧将面临破位下行风险。

2 主流机构预期悲观

三大机构最新月度报告显示，对今明两年全球原油需求增速均在不同程度上持悲观预期。

美国能源信息署 EIA：将 2025 年全球原油需求增量上调 9 万桶/日至 114 万桶/日，2026 年上调 17 万桶/日至 123 万桶/日；预计今明两年全球原油总需求分别在 1.0394 和 1.0517 亿桶/日。

国际能源署 IEA：将 2025 年全球原油需求增速预期维持 80 万桶/日不变，2026 年上调 10 万桶/日至 90 万桶/日；预计今明两年全球原油总需求分别在 1.0390 和 1.0480 亿桶/日。

石油输出国组织 OPEC：将 2025 和 2026 年全球原油需求增长预期分别维持 130 和 140 万桶/日不变；预计今明两年全球原油总需求分别在 1.0510 和 1.0650 亿桶/日。

尽管原油买方和卖方最新市场预测仍有分歧，但百万桶/日量级的需求增速显然难以消化三倍之多的供应增速，过剩加剧预期仍是油价重心下移的主导逻辑。

3 成品油裂解差走强

尽管全球原油深陷过剩泥潭，但欧美成品油市场表现强势，与国际油价的疲弱形成鲜明对比，裂解价差走强成为 2025 年能源行业一大明显特征。

过去连续三年全球炼油利润下滑，叠加新能源激进转型，使得欧美国家永久关闭了一部分炼厂产能，为成品油供应的结构性问题埋下伏笔。今年四季度以来，欧盟和美国对俄罗斯加码新一轮严厉制裁，尤其是对俄罗斯石油公司（Rosneft）和卢克石油公司（Lukoil）的禁令，导致俄罗斯油品出口遭到全面封堵。此外，乌克兰使用无人机针对俄罗斯能源基础设施持续发动袭击，也降低了该国的原油加工能力和终端出口效率。

俄罗斯是全球三大产油国和主要出口国，其出口下降导致部分地区出现供应短缺，尤其是加剧

了欧洲柴油市场的紧张。在自身缺乏炼油产能的背景下，欧洲区域性能源危机被放大，供应端扰动推升裂解利润达到五年同期高位，一定程度上对原油需求形成支撑。

4 中国需求增长失速

过去长期以来，中国一直都是拉动全球原油市场需求的火车头，然而无论从原油进口量还是炼厂加工量看，2025 年中国原油需求缺乏增长亮点。

海关总署发布数据，2025 年 1-11 月，我国进口原油总计 5.22 亿吨，累计同比保持 3.2%的较低增速。行业调查显示，2025 年前 11 个月，中国主营和独立炼厂原油加工量共计 6.8 亿吨，同比增幅 0.07%基本持平；主营炼厂常减压开工率稳定维持在 70-80%左右，地炼开工率偏低在 55%-60%左右。

国内炼厂经营季节性波动明显，开工负荷和加工量在三季度旺季达峰，但相较近年同期水平整体略低，反映出国内市场终端消费不足。另外，欧美对俄罗斯原油出口制裁升级后，将长臂管辖范围扩大到油轮船队、油运码头和炼油企业，地炼原料进口受外部性扰动加强。总之，中国原油需求增长失速的背景下，全球原油需求前景依然黯淡，令国际油价缺乏上行驱动。

5 基调过剩油价承压

展望 2026 年，在排除黑天鹅事件的假设下，全球原油市场格局仍将以供需过剩为基调，且宽松程度预计将进一步加大。

2025 年是全球原油增产大年，OPEC+至少有 200 万桶/日闲置产能回归，美国页岩油再创历史新高，巴西、圭亚那、阿根廷等非传统产油国均呈增长态势。同时，全球原油需求仅有百万桶/日量级的增速，很难消化如此巨大的供应增量，因而造成了严重的结构性失衡。目前，主流能源机构测算的原油过剩敞口多在 200-280 万桶/日不等，2026 年大部分时间将在 200 万桶/日或更高的预测几无争议。当然，相关不确定性因素瞬息万变，OPEC+下一步政策何去何从，欧美对俄罗斯制裁能否松绑，都会在相当程度上左右市场风向。

我们整体维持原油过剩走势承压的基本观点，根据消息事件的影响，对油价重心下移目标进行上修或下修。至于短期性的多空拉锯，则需要观察实物原油市场情况，例如油轮追踪和 EIA 库存等高频数据指引。

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。

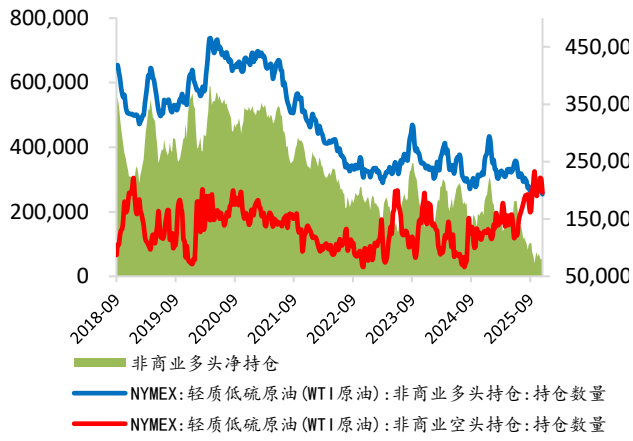
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



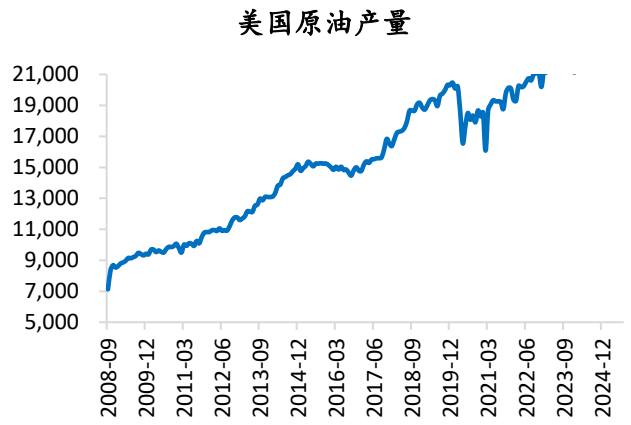
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



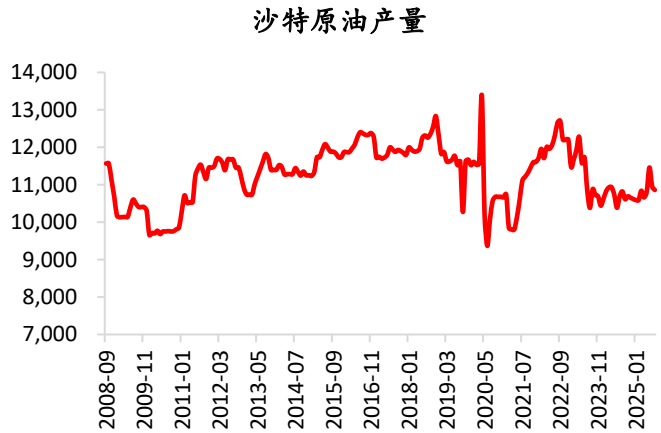
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



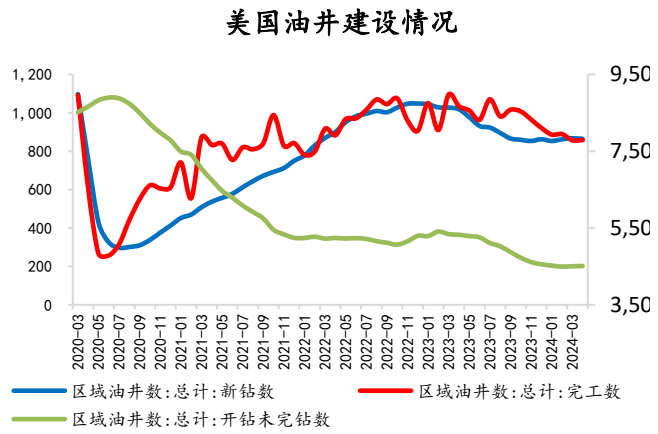
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



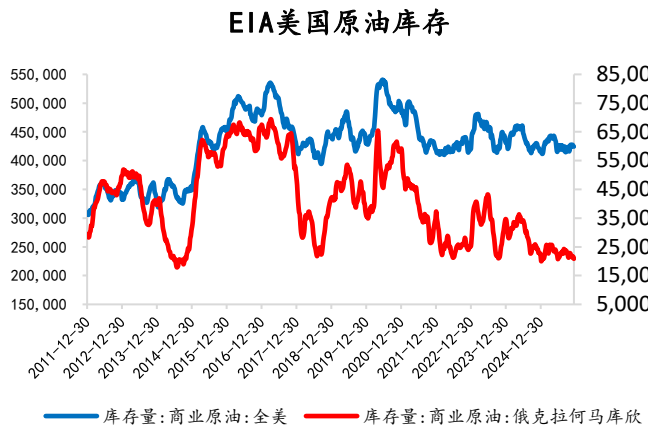
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



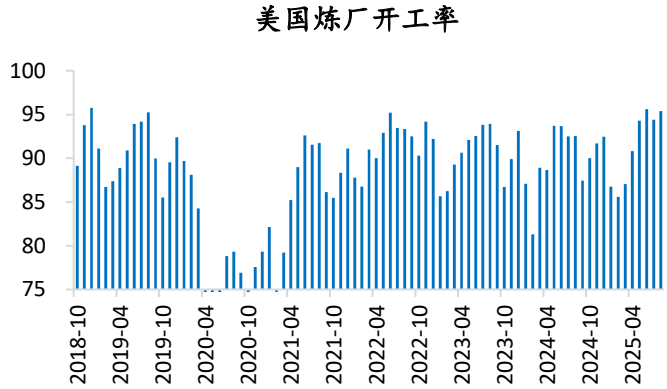
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



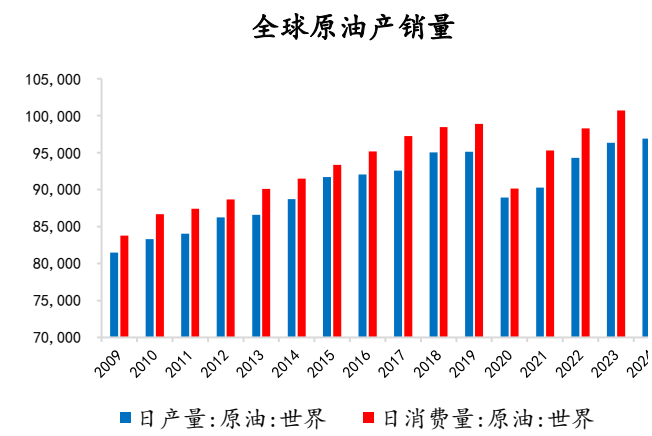
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 内外供应扰动仍存

当前，天然橡胶供应端仍存在部分利多，东南亚主产区受自然或人为等不可抗因素影响，导致原料减产或放量不及预期。

从 11 月中下旬开始，泰国南部连降暴雨引发洪水，尤其是宋卡府遭受 300 年一遇的洪灾，造成的损失包括大量胶园被淹。据泰国防灾减灾厅通报，近期南部地区受灾形势有所缓解，洪涝逐渐消退后割胶作业陆续恢复。

此外，泰国和柬埔寨边境冲突强度持续升级，据泰媒报道，泰方正考虑切断柬埔寨的燃料补给航线，引起对柬埔寨天然橡胶生产和出口的担忧情绪。

国内产区方面：云南版纳地区临近全面停割，目前以生产胶块为主；海南产区天气情况尚可，但胶水干含季节性下滑，产量下滑向低产期过渡。

无论如何，全球天然橡胶总产量正处于一年中最大的时期，各扰动因素多起到托举支撑作用，而难以驱动胶价大幅上涨。

3 进口保持增长预期

海关总署公布的数据显示，2025 年 11 月，中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 79 万吨，同比增加 11%；1-11 月中国橡胶进口量总计 757.2 万吨，较 2024 年同期的 649.8 万吨增加 16.5%。轮胎为主的橡胶制品企业走货一般，使得成品库存偏高成为常态，对原料橡胶以逢低刚需补货为主，需求端缺乏实质性增长驱动，进口货源消化不良体现在累库节奏上。

值得注意的是，2025 年 1-11 月，非洲科特迪瓦橡胶出口量共计 151.8 万吨，较 2024 年同期的 135 万吨增加 12.4%。上期能源新增非洲 10 号胶作为 20 号胶的替代品纳入实物交割范围，未

来套利交易或刺激非洲胶大量流入国内市场。

现阶段，天然橡胶市场呈上游供应放量、下游持稳运行、中游库存累积的局面，不过在青岛地区观察到累库加速迹象之前，预计短期内天然橡胶期货价格或延续窄幅震荡运行。

4 下游淡稳缺乏提振

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。

5 合成橡胶止跌转机

自 10 月下旬以来，受制于主要原料丁二烯价格下跌，BR 期货行情相对弱于 RU 及 NR 品种，但近期丁二烯橡胶成本端出现一定转机。

由于美金可售货源增加大幅压低报盘，11 月上旬国内丁二烯价格降至近两年来低点，一度跌破 7000 元/吨大关，但成本利润改善提升下游开工积极性，悲观情绪逐渐得到消化。12 月初，随着一船中国丁二烯货源 1 月底装船出口的消息传出，多数外销厂家出货预期改善，对丁二烯及合成橡胶市场氛围拉动明显，二者价格均触底反弹。

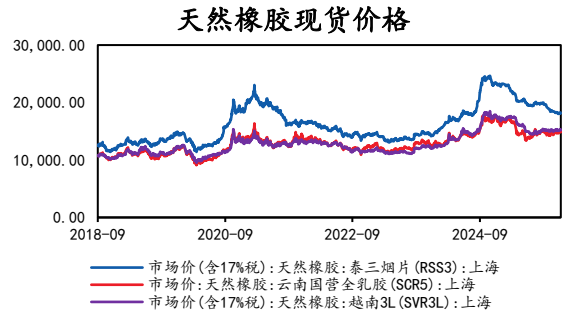
目前国内丁二烯装置多数维持正常运行，预计全国月度产量或达到 49 万吨左右；丁二烯进口货源到港依旧充裕，12 月估计在 5-6 万吨附近；华东地区供应压力短期难以缓解，港口库存去化尚需时日。综上，丁二烯止跌企稳对丁二烯橡胶价格形成底部支撑，但出口持续性仍有待观察，BR 期货盘面上行空间暂时有限。

6 周期重拾上升大势

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

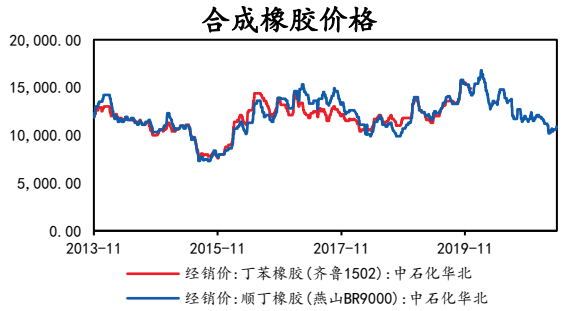
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



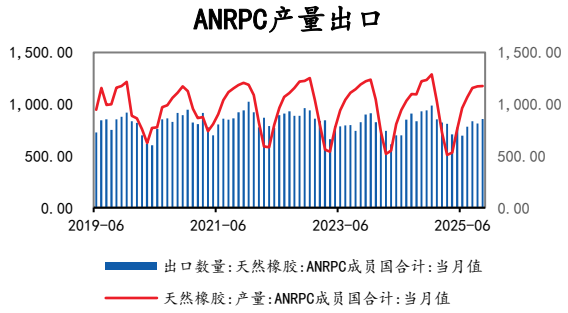
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



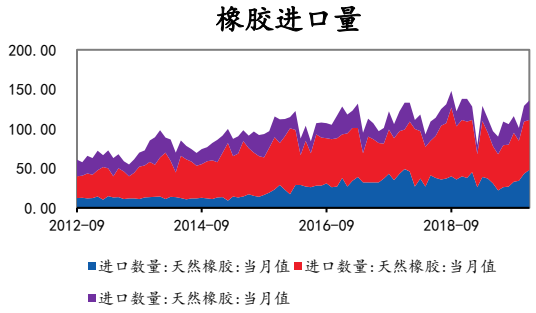
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



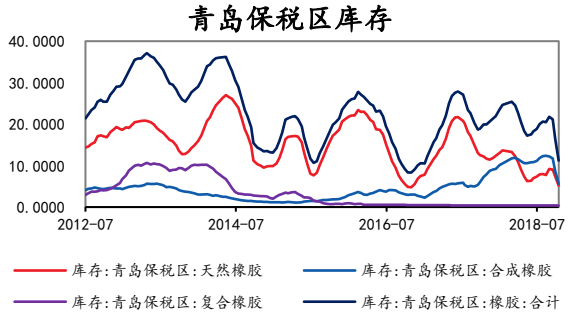
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



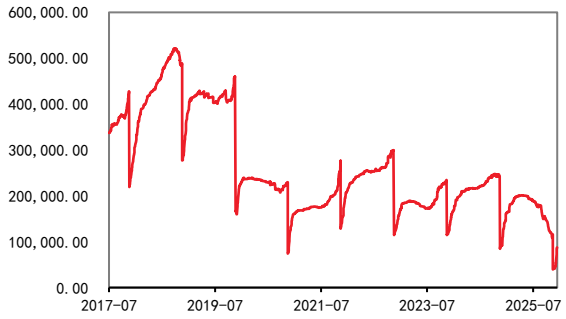
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



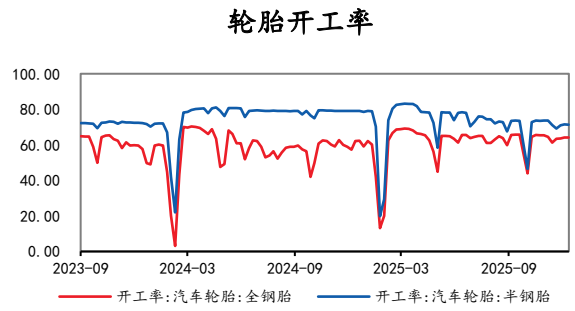
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



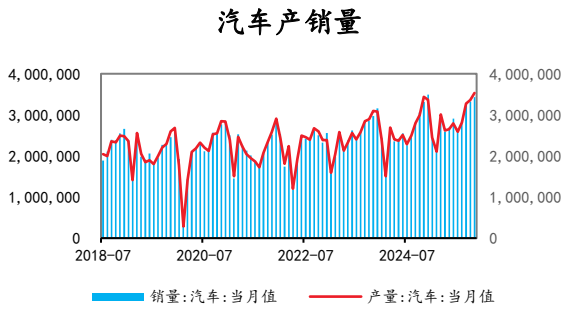
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆连跌不止，国内豆类市场整体下跌

1 外部豆类市场分析

美国推迟 2026 年生物燃料配额落地，CBOT 豆油承压连跌

近日，关于美国推迟 2026 年生物燃料配额落地的消息备受各方关注。综合外电报道，特朗普政府预计不会在今年年底前敲定 2026 年的生物燃料掺混配额，这使得石油和农业两大竞争行业密切关注的政策前景持续不明朗。按照惯例，配额应提前公布以供行业规划，但此次延迟可能导致 2026 年掺混要求推迟至明年甚至更晚才明确，影响炼油企业、生物燃料生产商及农产品市场。受此影响，CBOT 豆油市场自 12 月初开始出现行情拐点，近日更是加速下跌，技术上已经回落至近半年低位。

巴西大豆保持丰产预期，美豆出口需求担忧加剧

巴西农业咨询机构 AgRural 表示，截至 12 月 11 日，巴西大豆播种率达到 97%，高于近五年平均水平。该机构还指出，近期巴西几乎所有产区都迎来了良好降雨，未来数日将有更多降雨且气温也相对有利。巴西大豆良好开局将降低未来天气炒作的风险，并有助于提振巴西大豆丰产前景。此外，市场还担心随着巴西大豆在 1、2 月上市，巴西大豆的价格竞争优势可能导致中国对美国大豆需求将进一步下降。

出口降幅扩大，马来西亚棕榈油价格重心下移

继马来西亚棕榈油局（MPOB） 在 11 月供需报告中意外调高棕榈油库存后，检验机构发布的高频数据显示，马来西亚 12 月 1-15 日棕榈油出口环比下降 15.9%-16.4%，降幅较前 10 日扩大；南部半岛棕榈油压榨协会（SPPOMA）公布的数据显示，12 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比下降 2.97%。尽管产量下降有助于缓解出口下滑对价格的不利影响，但市场仍担心马来西亚 12 月底棕榈油库存将继续因出口下降而升高，供强需弱的基本面令棕榈油市场承压下行，目前已跌至逾五个月低位。

2 国内豆类市场分析

进口储备大豆连续拍卖，供应压力向远月集中

12 月以来中储粮已连续两周开展进口储备大豆拍卖，拍卖数量分别为 51.25 万吨和 51.39 万吨，成交率分别为 77.5%和 62.9%，市场参拍热情较高。进口大豆持续投放，国内豆粕和豆油库存维持高位，叠加外盘弱势传导，供应压力进一步向远期市场集中。机构统计显示，截至 2025 年 12 月 12 日当周，国内三大油脂（豆油、棕榈油、菜油）商业库存总量为 211.86 万吨，周环比下降 3.42%。该库存水平较去年同期高出 9.83%，高于过去两年同期均值，整体供应仍处于近年来的高位水平。本周国内三大油脂期货相继破位，技术形态全面转弱，整体进入下行节奏。机构统计显示，截至上周末国内豆粕库存量为 108.0 万吨，周度减少 5 万吨。国内豆粕现货市场一度因海关延长进口大豆通关时间而止跌回升，但当前豆粕库存处于近几年同期最高水平，库存压力令粕价反弹高度受限。随着进口大豆启动拍卖以及美豆连跌，豆粕市场追涨动力快速减弱，呈现冲高回落状态。

国产陈豆启动拍卖，关注政策底对豆一期货的支撑

国产大豆自秋季上市以来呈现低开高走局面，价格重心较上年同期有所抬高。这与中储粮调整 2025 年国产大豆收购政策有关。2025 年中储粮针对不同蛋白含量的国产新豆制定不同的收购价格，目前符合大连商品交易所期货交割要求的标准品大豆收购价格为 2.025 元/斤。该价格在

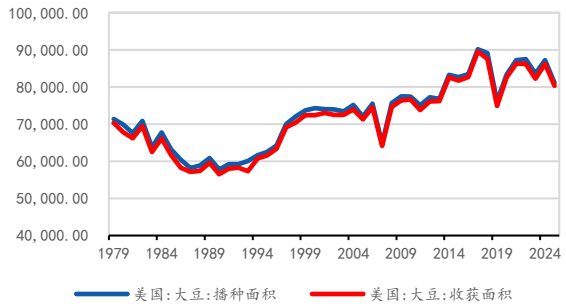
近期豆一期货市场调整行情中发挥了托底作用。周三，中储粮油脂公司发布通知，12 月 22 日将进行 21.1108 万吨 2022 年产国产大豆竞价销售。受此消息冲击叠加近期相关市场表现偏弱，豆一期货进一步承压，各合约纷纷失守 4100 元/吨关口，空头形态得到强化。由于国产大豆供需相对独立，政策性收购仍是稳定豆价的关键利器。豆一期货市场受拍卖影响容易出现过度反应，随着利空消息得到消化，政策底的支撑作用有望再度增强。

3 油脂油料市场展望

美豆出口需求低于预期叠加巴西大豆丰产压力，CBOT 大豆期货市场自年内高点展开调整行情至今尚未止跌。CBOT 大豆和豆油市场承压连跌，国内豆油市场看空情绪不断升温，进口菜油退运炒作昙花一现，豆油和菜油市场相继回归偏弱的基本面运行。产地棕榈油出口降幅超预期，需求下降无力为棕榈油市场带来额外支撑。国际原油市场近期宽幅震荡，整体降至多年低位，增加印尼 B50 生柴计划明年落地实施的难度。国内棕榈油价格长时间高于豆油价格，在成本下滑和需求低迷的双重驱动下，跟随外盘维持震荡调整状态。从技术上看，国内三大油脂期货相继破位并交替领跌，技术卖压下整体保持下行节奏。美豆连跌以及进口大豆连续拍卖，豆粕期货因远期供给压力升高而反弹受阻，油脂深跌有望暂缓粕类市场下行压力，但上行驱动仍显不足。国产大豆拍卖即将启动，产区大豆现货看涨预期出现松动，豆一期货市场承压加大，政策底价的支撑再度面临考验。

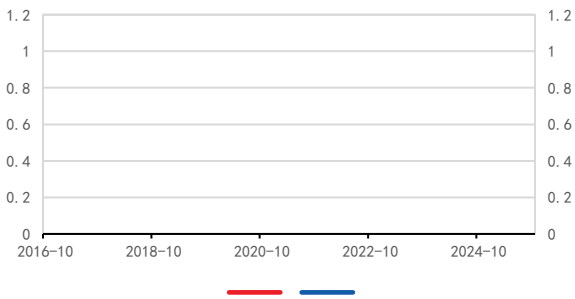
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



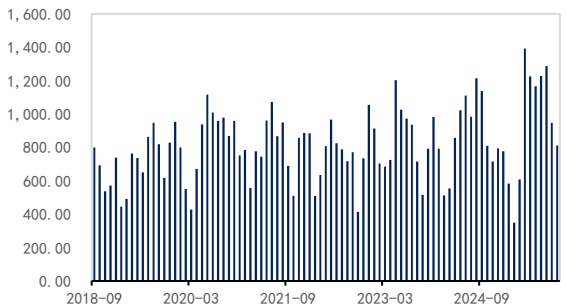
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



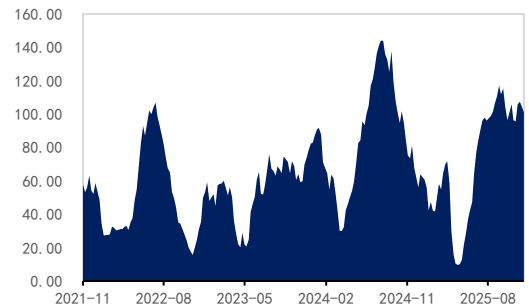
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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