中金财富期货策略周报（2025 年第 45 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：贵金属逼仓行情扩散，强势品种逐渐增多。但是需要注意的是，逼仓行情并非正常行情，也往往导致品种出现超涨行情，且加速和震荡是孪生兄弟，参与相关行情需要注意风险。

股指期货：在国家战略方向指引下，叠加关键时刻的政策与资金托底、新动能的持续显现，带动市场信心活化、增量资金入市不断形成合力，且盈利修复有期待，市场向上态势明确。

铜：国内跨年政策预期积极，市场情绪高涨，铜价创历史新高。美国高溢价虹吸全球现货供应，非美缺口加剧是中期主导逻辑，近期 LME 连续出库，挤仓信号明显，刺激铜价走高。沪铜站上 10 万，是“绿色转型”的长期价值重估、全球流动性宽松的宏观背景、短期供需紧平衡的现实、以及市场亢奋情绪共同造就的结果。

锌：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。随着海外逼仓风险缓和，沪伦比值修复，锌矿进口窗口开启，TC 存在止跌企稳迹象。冶炼端，因利润承压企业主动减产控产增多，精炼锌产量上行幅度有限。短期锌价上下驱动均受限，预期震荡运行。

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。发改委上周重申产量调控，有助于稳定市场情绪，遏制钢厂复产冲动，对冬储价格形成支撑。

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。

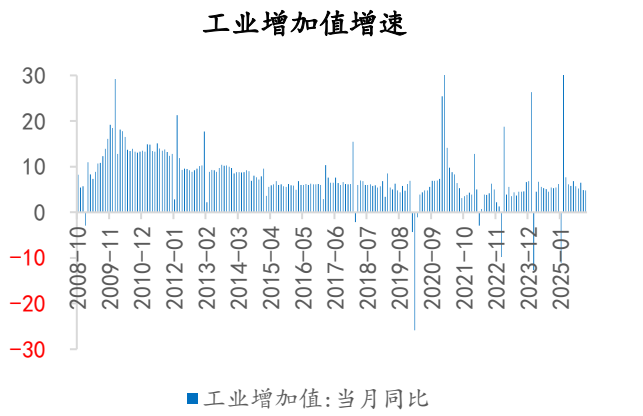
油脂油料：中美大豆贸易稳步推进，根据咨询机构 StoneX 的数据，目前中方已购买超过 800 万吨美豆，低于美国农业部确认数量。未来几周，巴西大豆将陆续收割上市，如缺少减产天气题材支撑，增产预期仍是限制美豆涨能的主要阻力之一。马来西亚棕榈油供需形势好转，为棕榈油市场带来止跌动力，但印尼新公布的 2026 年生物柴油方案令市场失望，B50 计划前景复杂多变，仍是影响未来棕榈油市场走势的关键变量。国内棕榈油市场在外盘假日期间表现偏强，反弹持续性仍需外盘复市后加以配合。进口储备大豆持续投放，国内进口大豆供应宽松且压榨量保持高位，豆粕现货库存在连降两周后再度回升，下游需求平稳，豆粕库存压力将继续向远期递延。随着美豆订单陆续发运以及巴西大豆上市压力显现，国内豆粕期货市场因供给压力升高涨幅仍然受限。国产大豆拍卖成交好于预期，政策底支撑再度经受住考验，在周边市场回暖之际，豆一期货市场有望保持温和上行状态。

目录

周度策略：贵金属逼仓行情全线蔓延 - 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 人民币升值破 7 - 6 -
4 宏观策略 - 7 -
5 股指期货市场分析 - 7 -
铜 - 10 -
1 影响因素 - 10 -
2 结论 - 11 -
钢材 - 15 -
1 发改委“十五五”产业定调：实施粗钢产量调控 - 15 -
2 铁水小幅回升，库存去化加快但需求仍弱 - 15 -
3 小结 - 16 -
4 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 19 -
1 外盘假期交易转淡 - 19 -
2 主流机构预期悲观 - 19 -
3 警惕美国打地缘牌 - 19 -
4 三大市场强弱差异 - 20 -
5 金融属性比价关系 - 20 -
6 熊市周期已经确认 - 20 -
7 原油期现数据 - 21 -
天然橡胶 - 23 -
1 供应达峰增速放缓 - 23 -
2 原料坚挺现货累库 - 23 -
3 进口保持增长预期 - 23 -
4 下游需求承接不利 - 24 -
5 合成橡胶止跌转机 - 24 -
6 周期重拾上升大势 - 24 -
7 橡胶期现数据 - 24 -
油脂油料：美豆连跌不止，国内豆类市场整体下跌 - 28 -
1 外部豆类市场分析 - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 - 29 -

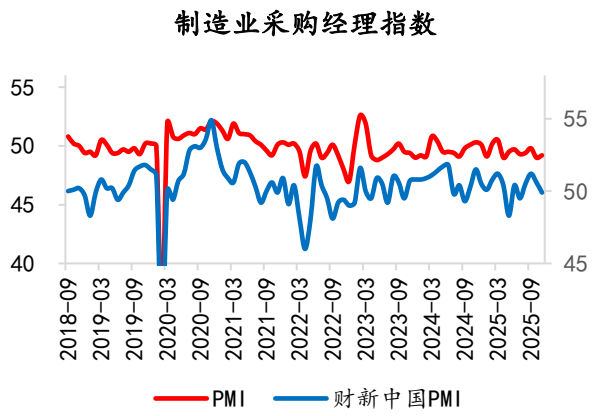
重要经济指标概况

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



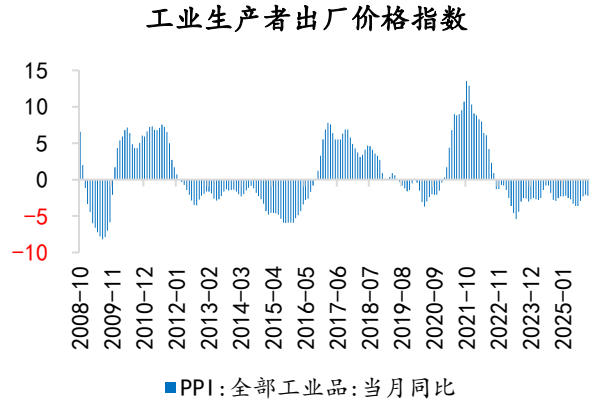
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



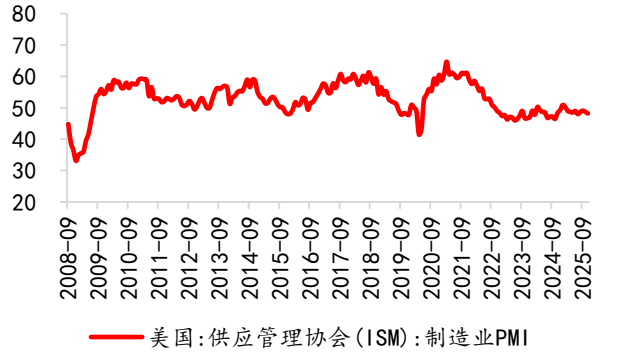
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



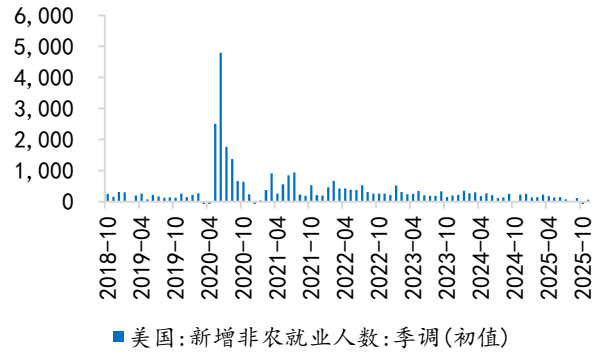
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：贵金属逼仓行情全线蔓延

贵金属上涨速度加快，黄金用半年的时间涨 50%，白银用一个月的时间涨 50%，铂金只用一个星期就上涨 50%，如果铜价站上 10 万元，这一历史事件将使得逼仓行情范围更大。

贵金属逼仓行情蔓延

贵金属的逼仓行情蔓延到基本面较好的品种，如铜和碳酸锂。

以铜为例，我们看期货市场如何将铜的优势放大，做到软逼仓。

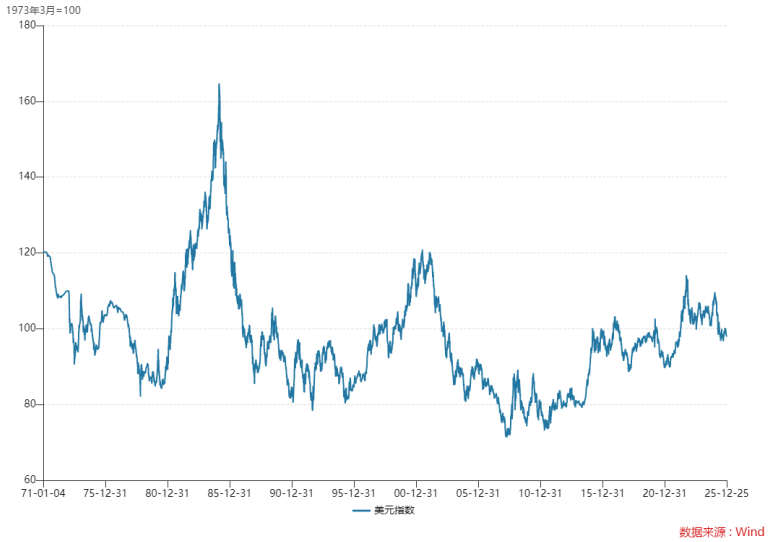
2025 年铜矿遭遇负增，2026-2028 年均增量锁定在 60 万吨以内。2025 年全球铜矿干扰事件频发，原本预期的 40~50 万吨铜矿增量并没有如期兑现。减量明显的项目有印度尼西亚 Grasberg、刚果金 Kamoa-Kakula、智利 El Teniente、智利 QB 等。主流预计 2025 年全球铜矿是减量的，SMM 预计减产 22 万吨，其余机构给减 10-20 万吨的水平。2026 年，主放量矿山是中国巨龙、印尼 Butu Hijau、厄瓜多尔米拉多等，总增量在 50 万吨以内； 2027 年除巨龙、朱诺爬坡外，其余未见明显增量，叠加第一量子的全复产，得到的总增量仅 60 余万吨；2028 年洛钼扩建 KFM 和 TFM 当年增量约仅为 30 万吨。如果叠加精炼产能，2026-2028 年铜供应增幅分别为 1.1%、2.9%、1.4%。

2026-2028 年全球用铜增长 2.9%、2.4%、2.3%，据此测算，2026-2028 年持续缺口 16 万吨、36 万吨、61 万吨，且远期缺口呈现扩大趋势。

而对于逼仓行情，不在于短缺程度多大，而是综合了诸如“市场流动性不足、持仓集中度高、市场情绪极端、持仓量大幅高于仓单”等因素。

而对于铜，上述因素均存在，如果贵金属板块的逼仓行情扩大，以铜为代表的基本面相对较好的一些品种，也将迎来逼仓行情。

图表 1：美元指数走势



资料来源：wind 资讯，中金公司

美国“贬值交易”延续

2026 年受益于美联储降息，高利率对可贸易品的压制效应消失，叠加补库需求释放，全球制造业有望延续温和修复过程。美国经济受益于货币+财政双宽松，过热风险较低，处于软着陆模式。

货币上看，2026 年美联储可能降息 100bp。市场预期美联储 2026 年降息约 50-60bp。但美联储面临双重压力，降息幅度可能达到 100bp。一是美国联邦政府试图降低政府债务融资成本，在 2026 可能有效削弱美联储独立性。二是美国劳动力市场面临下行风险，同时通胀统计数字被劳工部低估，支持美联储下调利率。

财政上看，赤字增量在欧洲。美国或在 2026 年维持 6%左右的赤字率，而德国将赤字率提升约 0.9 个百分点至 4%。这可能推动美元相对欧元贬值。

风险：降息周期尾声的“加息”魅影。1995-1996、1997-1998 两次软着陆+降息情景，一旦美联储接近降息周期尾声，加息预期往往快速升温。这在 2026 下半年可能重演。

资产展望。2026 上半场：美联储降息推动“贬值”交易延续，海外大类资产有望实现普涨。黄金“顺风顺水”，预计延续上涨。美股估值处于历史上相对高位，在上涨过程中，波动可能加大。美债受益于降息，短端优于长端。

2026 下半场：美联储降息终点临近时，软着陆情境下，市场可能提前定价加息预期。美股可能出现类似 2022 年的调整。美债利率面临上行压力，长端面临更大调整。

注意逼仓品种大幅波动的风险

贵金属逼仓行情扩散，强势品种逐渐增多。但是需要注意的是，逼仓行情并非正常行情，也往往导致品种出现超涨行情，且加速和震荡是孪生兄弟，参与相关行情需要注意风险。

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 26 日	日本新财年拟推出 122 万亿日元史上最大预算	较 2025 年增 6.3%	全球债务扩张大趋势
	12 月 25 日	中国央行四季度例会：继续实施适度宽松的货币政策	加大逆周期和跨周期调节力度	综合运用多种工具，加强货币政策调控
数据	12 月 25 日	圣诞前夕美国就业市场回温，上周首申 21.4 万人	较前值小幅回落	整体数据显示劳动力市场仍具韧性，企业裁员持续处于低位
	12 月 24 日	美国三季度 GDP 超预期增长 4.3%	创两年最快增速	12 月耐用品订单环比下降 2.2%、远逊预期
事件	12 月 21 日	日本如期加息 25 基点	强调未来“审慎行事”	日本央行加息并未引发市场动荡

资料来源：中金财富期货研究所

2 人民币升值破 7

2025 年 8 月以来，人民币兑美元呈持续回升走势，12 月 24 日离岸人民币汇率一度升穿 7.0 关口，人民币升值成近期市场关注焦点，对此我们解读如下：

三季度以来人民币加速升值，内生动能逐步走强。回顾 2025 年美元兑人民币走势，除去 4 月特朗普“对等关税”扰动和中美贸易摩擦升温影响外，人民币自年初以来整体呈现持续升值走势。分阶段来看，年初人民币升值更多受美国货币政策宽松预期和美元走弱被动催化，美国关税加码预期一定程度导致人民币兑一揽子非美货币承压。而 8 月份以来，人民币相对美元升值幅度进一步提速。拆解来看，除了美元走弱的被动贡献外，人民币相对一揽子非美元货币也由贬转升，人民币升值的内生动能也在走强。

人民币升值“推力”和“拉力”的三重框架正在逐渐得到验证。我们在 11 月 17 日报告《格局重塑，汇率新升——宏观叙事三部曲之三》中率先讨论了人民币的升值机会和潜力，详细阐述了为何我们认为人民币还未市场充分定价，并提出了我们认为人民币存在三重“推力”和“拉力”，能够有效帮助人民币实现升值。近期一个月以来，逻辑正在逐步兑现。

拉力方面，逆周期因子转正进一步论证本轮人民币升值源自市场力量。本轮逆周期因子于 12 月初转正，表明央行在认可本轮升值方向的同时，开始温和调节升值速度，本轮人民币升值的核心可能更多源自于市场的力量。我们在《20251117-格局重塑，汇率新升》中已详细分析，人民币过去的压力可能成为未来的潜力，如果 2022-2024 年经常项下的“‘留’”资金和资本项下对中国资周周期“‘弃’”的资金回，对应的规模体量大致在 1.2 万亿美元级别。考虑岁末年初企业结售汇增加，可能助推了资金回流，进一步增强人民币升值动能。

推力方面，美国货币政策宽松下的美元走弱趋势助推了人民币的升值大方向。我们在海外宏观年度策略报告《离不开的宽松》中，阐述了 2026 年美国对货币政策宽松的核心诉求，不论是为了缓解政府财政压力，还是对 AI 的托举和对较差的经济韧“托底，都离不开宽松的货币政策作为支持。因此，美元走弱可能是后续全球资周的伏线，近期大宗商品尤其是黄金和白银的走高也支撑了这个逻辑。而在此基础之上，随着美国明年超预期宽松的开启，美国国债收益率跟

随下行，美中利差进一步收窄，对于持有美债的套息类资金吸引力会显著下降，从而可能会进一步推升人民币汇率的走高。

3 美国三季度 GDP：“头重脚轻”的韧性

美国 2025 年三季度实际 GDP 年化季环比增长 4.3%，高于预期的 3.3%和二季度的 3.8%。

进口缩量对 GDP 形成拉动，服务消费韧性强。私人消费韧性较强，是三季度 GDP 的主要拉动；进口缩量致使净出口项增加，也对 GDP 增速形成正向拉动；私人固定投资、政府支出对 GDP 贡献较小，库存变化项对 GDP 构成小幅拖累。剔除库存、进出口等扰动项，国内最终私人需求（私人消费+私人固定投资）在 2025 年前三个季度对实际 GDP 增速的拉动分别为 1.6pct、2.5pct 和 2.6pct。

汽车和家具等耐用品消费需求弱，非耐用品消费升温。价格压力下汽车、家具等耐用品消费较弱，而《美丽大法案》自 2025 年三季度取消了电动汽车税收补贴，也对需求形成冲击。各项非耐用品消费三季度环比增速均小幅升温，其中食饮类和其他非耐用品（如药品）对非耐用品消费拉动较大。

服务消费保持较强韧性，既有结构性因素也有季节性表现。2025 年三季度娱乐消费、酒店住宿消费较二季度显著增长，显示暑假期间旅游文娱活动升温，未来或有所回落；医疗服务消费韧性仍强，其周期性属性较弱，受需求降温影响有限。“其他居民服务”增长迅速，主要来自“净国际旅游支出”的拉动（美国居民在外旅游消费减去外国居民赴美旅游消费），前者增加而后者减少，推动该项显著升温。

住宅投资继续下滑，企业投资增速下降。长端利率压制住房市场热度，住宅投资仍较低迷；计算机电子相关行业投资走弱，拖累制造业结构投资、设备与软件投资下滑。预计明年非住宅投资仍显著受到 AI 相关投资的影响并存在降速风险，但《美丽大法案》的税收优惠可能提振企业厂房、研发等投资。

三大厂商去库，库存变化项对 GDP 产生小幅拖累。2025 年三季度，制造商、批发商库存水平延续二季度的去库进程，而零售商累库速度放缓，使得 GDP 中的“库存变化”分项录得小幅负增长。同比来看，制造商、批发商、零售商库存去化。分行业来看，一是上游资源品补库；二是机械、计算机电子行业高端设备继续温和补库；三是非耐用品中，食饮和纺织业库存有所积累。零售商库存整体消耗，需关注关税成本向消费者传导的潜在压力。

三季度 GDP 数据显示经济结构性问题依然突出——高收入群体支撑服务消费保持韧性，但耐用品、地产和制造业投资等利率敏感部门仍需进一步宽松缓解压力

4 宏观策略

贵金属逼仓行情扩散，强势品种逐渐增多。但是需要注意的是，逼仓行情并非正常行情，也往往导致品种出现超涨行情，且加速和震荡是孪生兄弟，参与相关行情需要注意风险。

5 股指期货市场分析

指数连续上涨

本周市场出现全周上涨，沪指 8 连阳。周度表现看，其中沪深 300 指数+1.95%，上证 50 指数+1.37%，中证 500 指数+4.03%，中证 1000 指数+3.76%。

在中证 A500ETF 规模争夺战推动下，股票 ETF 市场再现资金净流入，推动全市场 ETF 规模逼近 6 万亿元大关。据银河证券基金研究中心数据统计，12 月 25 日，全市场股票 ETF（含跨境 ETF）资金净流入超 73 亿元，12 月以来资金净流入超过 1100 亿元。中证 A500ETF 继续成为股票 ETF 当日“吸金”主力，华泰柏瑞、华夏、南方旗下中证 A500ETF 资金单日净流入均超过 10 亿元。12 月以来，全市场中证 A500ETF 资金净流入接近 950 亿元。

Wind 数据显示，股票 ETF 中，华泰柏瑞、华夏、南方旗下中证 A500ETF 资金净流入均超过 10 亿元，南方及广发旗下中证 A500ETF 资金净流入均超过 5 亿元，全市场中证 A500ETF 合计资金净流入超过 60 亿元。截至 12 月 25 日，全市场中证 A500ETF12 月以来合计资金净流入更是高达 947.57 亿元。中证 A500ETF 资金净流入背后是基金公司对未来可能推出的中证 A500ETF 期权的争夺战。

预计指数继续偏强

大部分年份都有春季躁动，而且有不少年份是会前置开启的。以下三个重要因素出现时，出现春季躁动的可能性是非常大的：

1）年末会议偏积极政策定调托底风险偏好；

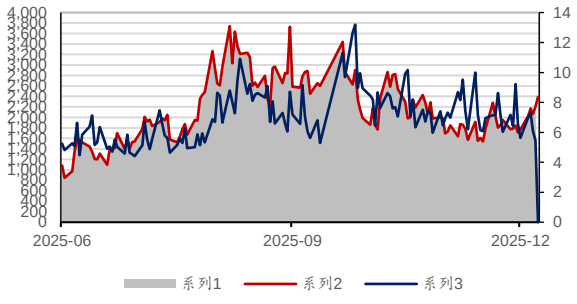
2）经济基本面稳中向好、企业盈利步入上行通道，经济数据及上市公司年报预告无明显扰动；

3）货币政策宽松、宏微观流动性充裕，有效支撑市场上行。

目前这些条件已具备良好基础。

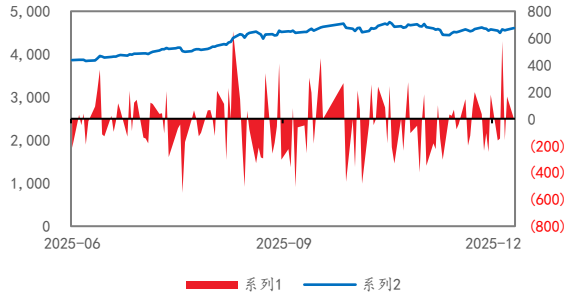
在国家战略方向指引下，叠加关键时刻的政策与资金托底、新动能的持续显现，带动市场信心活化、增量资金入市不断形成合力，且盈利修复有期待，市场向上态势明确。

图表 8：融资融券数据图



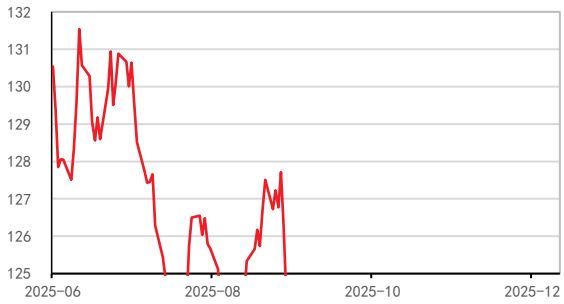
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



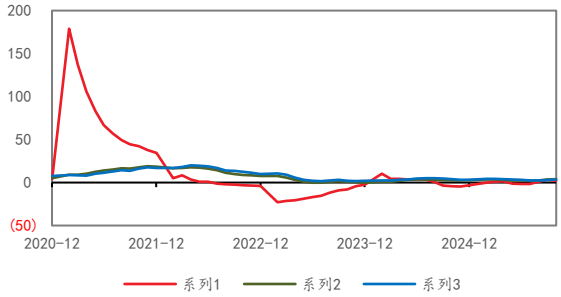
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

1-11 月累计产量同比增加 128.94 万吨，增幅达 1.76%，核心驱动因素包括原料结构优化及副产品盈利弥补。原料端，废铜流向冶炼端的比例提升至 55%，同时冶炼厂通过大量采购阳极铜，有效降低了对铜精矿的依赖，缓解了原料供应压力。

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。

“绿色革命”与能源转型的长期叙事

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。

这是本轮铜价上涨的根本性、结构性支撑。全球向清洁能源（太阳能、风能）和电动汽车转型，需要大量的铜。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。

国内地产方面，2025 年 1-10 月，新开工、施工及竣工面积同比均下行，新开工面积累计同比-19.8%，施工面积累计同比-9.4%，竣工面积累计同比-16.9%。房地产投资完成额同比不断下行，竣工贡献负增长，传统需求用铝量预计会持续下行。

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

国内跨年政策预期积极，市场情绪高涨，铜价创历史新高。美国高溢价虹吸全球现货供应，非美缺口加剧是中期主导逻辑，近期 LME 连续出库，挤仓信号明显，刺激铜价走高。沪铜站上 10 万，是“绿色转型”的长期价值重估、全球流动性宽松的宏观背景、短期供需紧平衡的现实、以及市场亢奋情绪共同造就的结果。

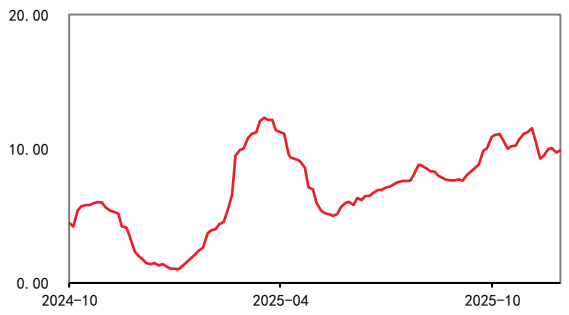
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



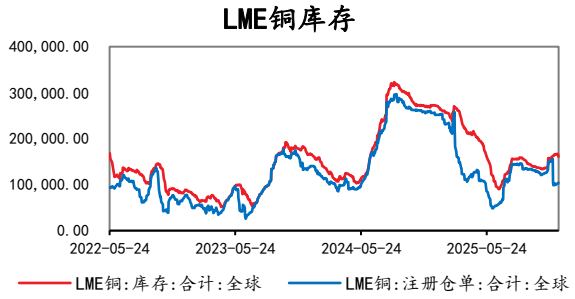
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



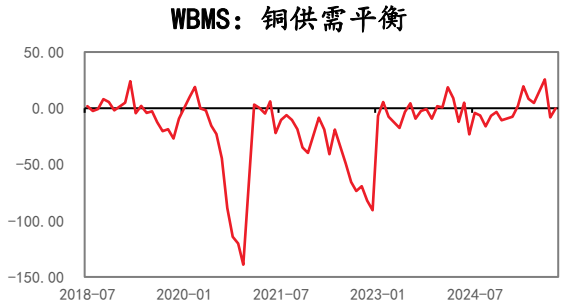
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



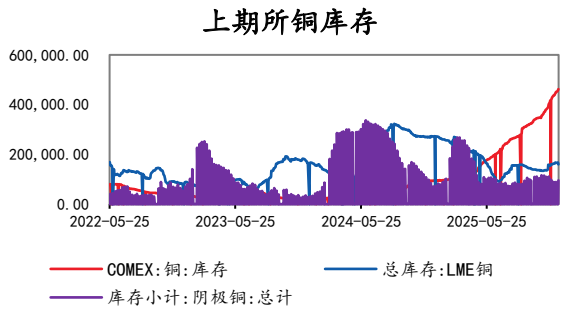
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



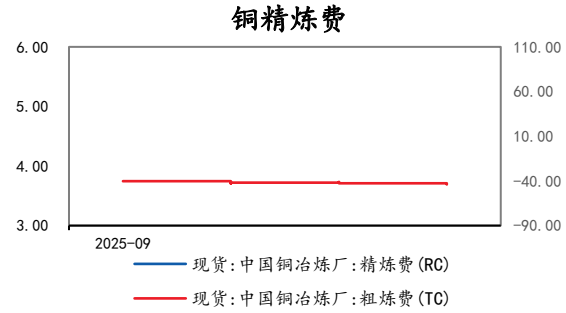
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

从镀锌板卷、压铸合金和氧化锌的周度产量数据跟踪来看，其绝对位置并不低。镀锌板卷的数据远高于去年同期，并且绝对位置已经来到 2018 年至今的同期次高位。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。

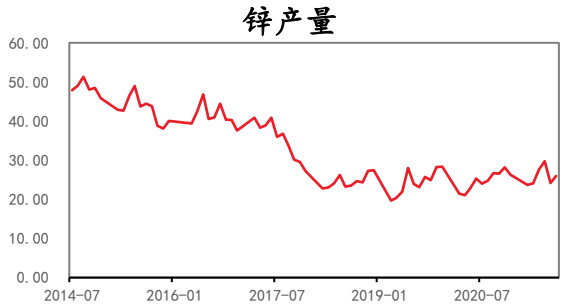
2 总结

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。随着海外逼仓风险缓和，沪伦比值修复，锌矿进口窗口开启，TC 存在止跌企稳迹象。冶炼端，因利润承压企业主动

减产控产增多，精炼锌产量上行幅度有限。短期锌价上下驱动均受限，预期震荡运行。

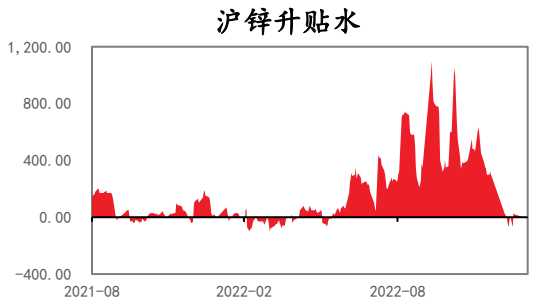
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



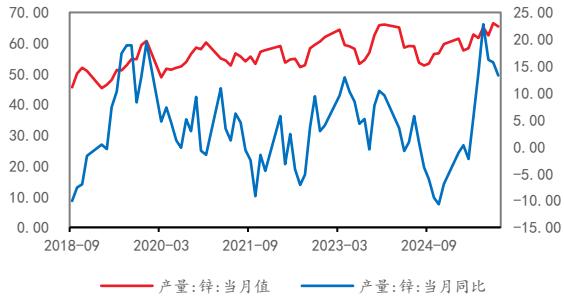
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



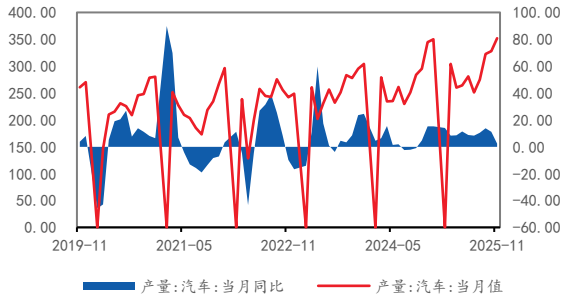
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 发改委“十五五”产业定调：实施粗钢产量调控

国家发改委发布的关于“十五五”传统产业优化提升的政策文件，是黑色系产业链未来三到五年最重要的顶层设计之一。对于钢材市场而言，这份文件的核心边际变化在于确立了“减量发展”与“反内卷”的长期基调。如果说“十四五”期间的限产更多源于双碳和环保的阶段性扰动，那么“十五五”明确提出的“持续实施粗钢产量调控”则意味着供给侧的硬约束将成为常态化机制。

市场警惕的表述是针对钢铁行业明确提出“持续实施粗钢产量调控，严禁违规新增产能”。在当前 2025 年末的时间节点，这一表述打破了市场关于“稳增长背景下限产政策可能放松”的幻想。这意味着，即便宏观层面有强刺激，钢材的供给弹性已被政策“锁死”。对于盘面而言，这将大幅降低钢价下方风险，因为一旦需求侧出现微幅改善，缺乏供给弹性的钢材将迅速通过价格上涨来平衡供需。这种“供给刚性”是未来支撑螺纹钢和热卷估值的重要力量。

该政策对原料端（铁矿石、焦煤）的影响偏空。发改委强调“供需基本平衡”，在粗钢产量被调控的背景下，铁水产量的上限已被明确。这意味着铁矿石和双焦的需求侧失去了“想象空间”。过去十年，原料价格的强势依赖于中国钢铁产量的不断在创历史新高，而一旦产量进入“平台期”甚至“微缩量期”，原料的供需格局将由紧平衡转向宽松。结合政策中提到的“反内卷”和“优胜劣汰”，大型钢企的话语权将增强，它们对上游原料的压价能力将显著提升。因此，从跨品种套利的角度看，“多成材、空原料”或“做多盘面钢厂利润”将是配合“十五五”产业政策周期的较好策略。

虽然文件淡化了地产基建，但重点提及了“新三样”（新能源车、锂电、光伏）和高端装备（造船、机床）。这说明钢材需求的总量时代已经结束，结构时代全面开启。对于螺纹而言，其金融属性将更多跟随宏观情绪波动；但对于特钢、高强板、造船板等品种，将受益于制造业升级带来的需求韧性。对于即将到来的 2026 年，市场交易的逻辑不应再是“强刺激带来的总量复苏”，而是“供给侧出清后的剩者为王”。

2025 年年底的淡季，发改委重申产量调控，有助于稳定市场情绪，遏制钢厂复产冲动，对冬储价格形成支撑。建议投资者关注近期盘面在成本线附近的支撑力度。

2 铁水小幅回升，库存去化加快但需求仍弱

上周全国高炉产能利用率小幅回升、电炉产能利用率回落。247 家钢厂高炉产能利用率为 85.0%，环比上升 0.1 个百分点，同比下降 1.2 个百分点。整体来看，高炉端在前期明显回落后出现企稳迹象，但回升幅度有限，电炉端仍处于相对低位，反映出淡季背景下钢厂整体生产积极性依旧不高。

从产量和铁水情况看，上周五大品种钢材周产量为 796.8 万吨，环比小幅下降 0.1%，同比下降 6.2%。长流程产量略有修复，日均铁水产量小幅增加 0.1 万吨至 226.6 万吨，但整体仍处于偏低区间。分品种看，螺纹钢产量略有回升，而板材产量偏弱，显示在终端需求结构性分化下，

钢厂更多进行品种间调整而非整体扩产。

库存方面，去化节奏明显加快。上周五大品种钢材社会库存为 872.6 万吨，环比下降 3.7%，同比仍高出 13.6%；钢厂库存为 385.4 万吨，环比下降 0.7%，同比上升 9.9%。钢材总库存周环比回落 2.8%，降幅较上周进一步扩大，且社会库存降幅明显大于钢厂库存，反映阶段性出库主要来自贸易端消化，而非钢厂主动大幅减产。

需求端依旧承压。由产量与库存推算，上周五大品种钢材表观消费为 833.6 万吨，环比下降 0.2%，同比下降 4.3%。其中螺纹钢表观消费 202.7 万吨，环比下降 2.9%，同比下降 15.1%，建筑钢材需求弱势延续；相比之下，热卷需求略有改善，但难以对冲建材端的明显回落。建筑钢材成交周均值为 9.5 万吨，环比下降 4.3%，淡季特征依然突出。

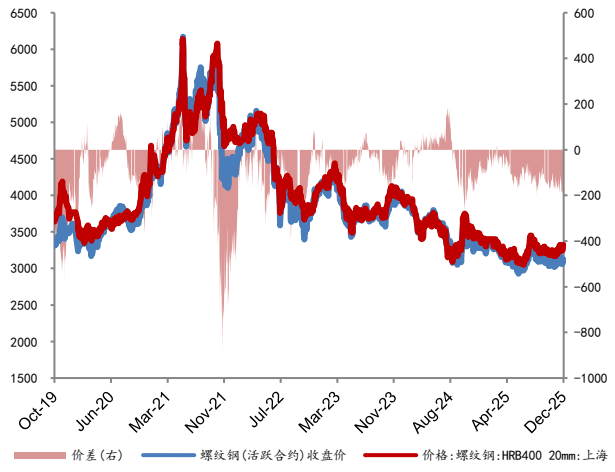
价格与利润方面，上周钢材现货价格小幅回落，主流钢材品种即期毛利整体变化不大。247 家钢厂盈利率回升至 37.2%，较上周上升 1.3 个百分点，但仍处于历史偏低水平。综合来看，当前市场呈现“低产量、弱需求、快去库”的阶段性特征，库存去化对价格形成一定支撑，但在需求未见实质改善之前，钢价反弹空间仍然有限，整体仍以震荡偏弱运行为主。

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。发改委上周重申产量调控，有助于稳定市场情绪，遏制钢厂复产冲动，对冬储价格形成支撑。

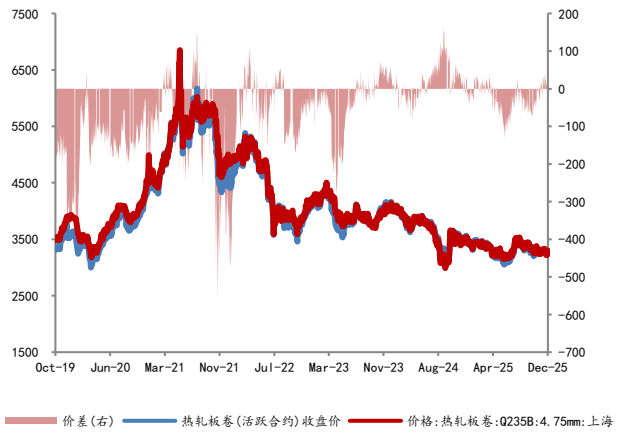
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



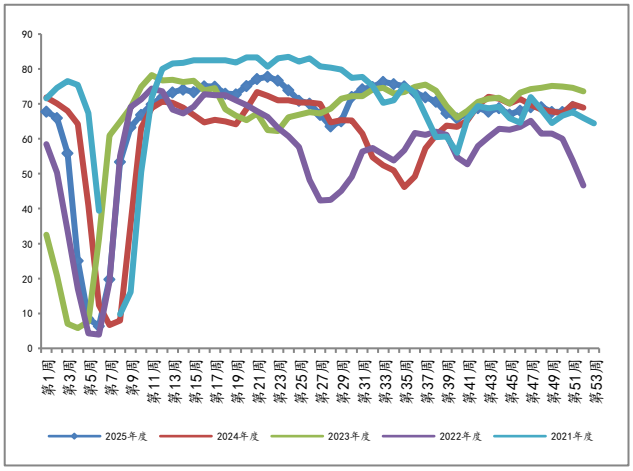
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



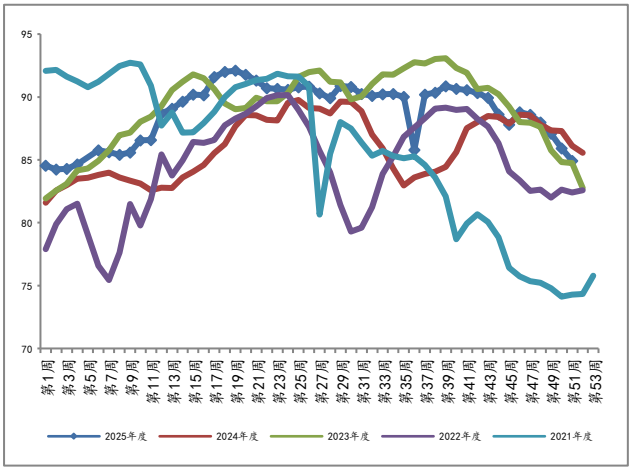
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



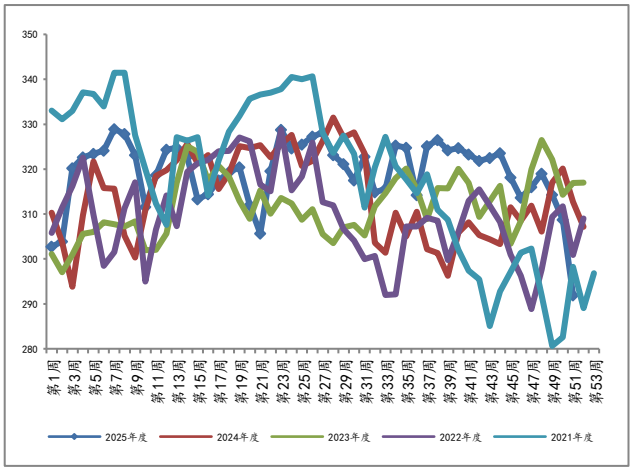
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



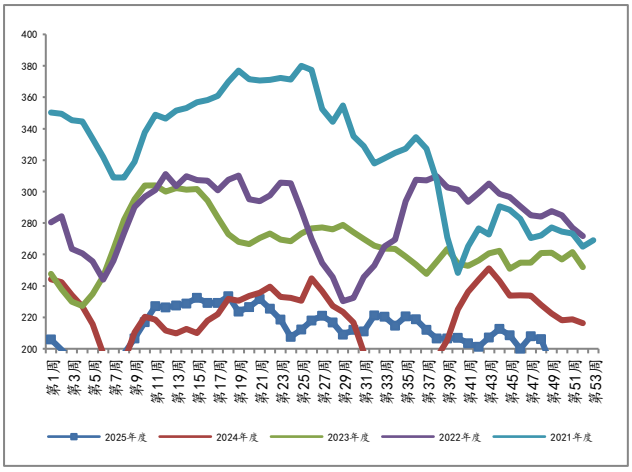
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



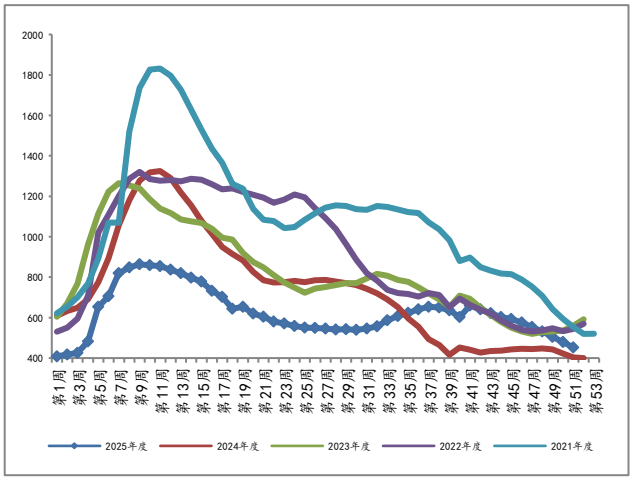
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



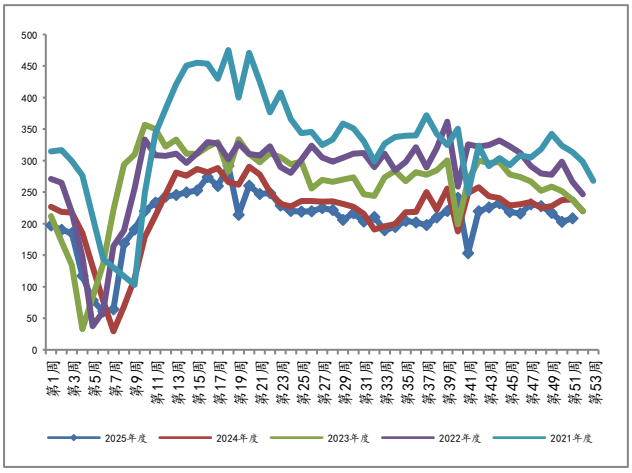
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 外盘假期交易转淡

原油交易者正在权衡两大要素：高度一致的供应过剩预期，不确定性的地缘政治局势。不过随着欧美圣诞节到来，国际原油市场进入交投清淡的假期模式。

主流能源机构普遍认为，尽管 OPEC+在 2026 年一季度暂停增产，但非 OPEC+产油国项目持续规划，且 OECD 和新兴市场能源消费均明显放缓，未来原油基本面仍将呈供大于求的格局。由于节假原因，EIA 原油库存高频数据将推迟至 12 月 29 日公布，短期暂时缺乏指引。

另一方面，俄乌和南美仍面临区域性供应中断风险，对油价构成底部支撑。关于最新版本的 20 点和平计划，各方核心利益仍产生冲突，俄乌谈判短期难以取得实质性成果；特朗普当局加大对委内瑞拉施压，密切关注封锁禁运对该国原油出口的影响。

总之，圣诞和元旦节假接踵而至，按照传统交易量会变得稀少，期间原油市场正常应无太大波澜。

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 警惕美国打地缘牌

美国总统特朗普发文称，“认定委内瑞拉马杜罗政府为外国恐怖组织，下令全面封锁所有进出该国的受制裁油轮”，游弋在加勒比海的美国海军已经对三艘油轮进行拦截和扣押，加剧了市场对区域性和结构性油品供应中断的担忧。委内瑞拉原油出口量正常在 80-90 万桶/日左右，鉴于最近的事态发展，前往委内瑞拉的油轮数量出现下降，预计后续该国原油出口量将无法达到 60 万桶/日，对此原油市场可能会赋予约 2-3 美元/桶的风险溢价。

特朗普又一次施展出极限施压的惯用伎俩，南美区域性对抗升级给油价带来一定上行驱动，但全球原油供应仍保持充裕，俄乌和中东两大地缘中心降温后，能源贸易流受阻断的威胁降低，

供应端整体风险依然可控。后续关注委内瑞拉局势演变，如果长期封锁禁运甚至爆发冲突，部分重质油种或有进一步炒作倾向，但国际原油市场仍难有超预期表现。

鉴于节假期间外盘流动性较低，应警惕特朗普趁机大打地缘政治牌。不过，近年来交易者已逐渐对此类情况脱敏，市场倾向于避免提前过度进行计价，油价走势的风向标从短期性风险转向结构性宽松。

4 三大市场强弱差异

整体来看，现阶段原油市场价格和月差走弱较为明显，低位修复反弹主要依靠地缘风险溢价注入，而非建立在供需平衡预期实质性改善的基础上。

当前正处于欧美炼厂秋季检修结束的节点，前期成品油裂解差扩大改善炼厂利润，尤其是柴油价格上涨刺激欧洲炼厂复产明显。另一方面，里海管道联盟（CPC）虽然官宣恢复正常运营，但乌克兰无人机袭击的威胁依旧令人担忧，贸易商继续抢购相关油种。受此影响，北海原油升贴水仍处于偏高水平，内外盘原油期货反映的基本面强弱呈 Brent>WTI>SC 的格局。

值得注意的是，全球海上存在天量的在途原油及浮仓库存，关注后续集中到港对现货端的影响，以及兑现到陆上显性库存的节奏。时值圣诞节外盘交易量较低的窗口期，日本加息也使得美元流动性进一步收紧，金融市场情绪偏保守，令原油等风险资产承压明显，暂时持中性偏空看法。

5 金融属性比价关系

单就基本面推演来看，我们对油价中期走势依旧偏悲观，市场整体难有超预期表现。然而，从比价关系的角度上，在贵金属和有色金属炒作浪潮中，原油的金融属性使其仍具有一定性价比。

众所周知，黄金、原油、铜是商品市场中金融属性最强的三大品种。黄金及贵金属创历史新高，可归因于美元走软及多头逼仓；铜价表现易涨难跌，主要依托新能源和 AI 叙事；原油固然不乏地缘政治题材，但受其商品属性的过剩矛盾拖累，全年走势在三者之中最为疲弱。

不过辩证来讲，未来如果再次炒作通胀逻辑，低油价反而赋予多头较好的安全边际。不妨假设这样的情景：待 2026 上半年基本面压力充分释放后，夏季燃料消费旺季可能会是个转折点，届时原油价格反弹空间或取决于再通胀路径的演绎。

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。

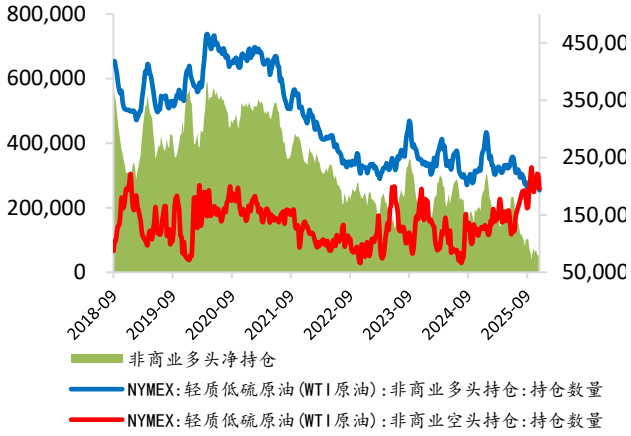
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



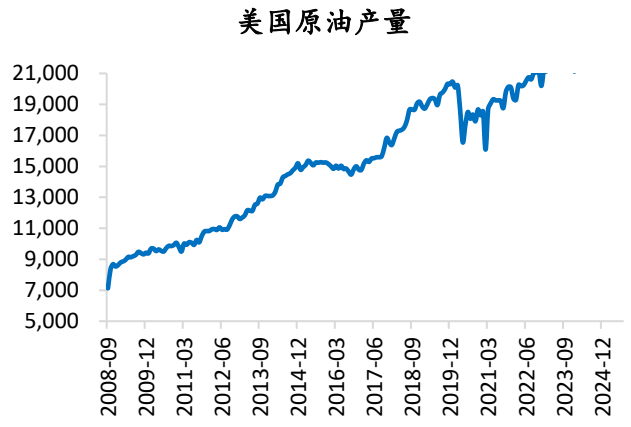
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



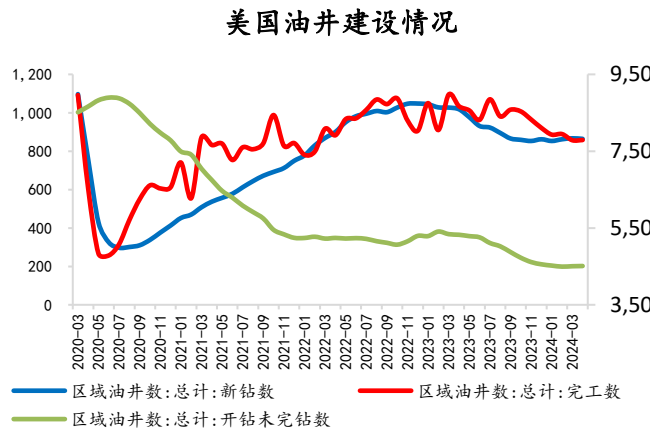
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



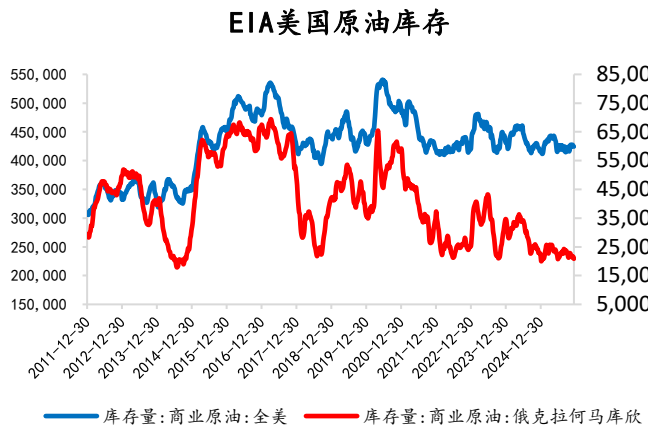
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



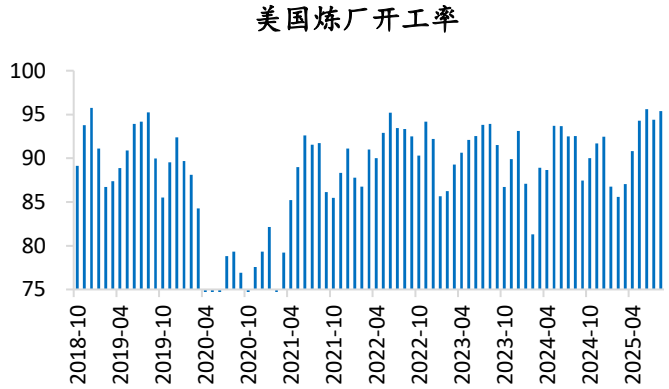
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



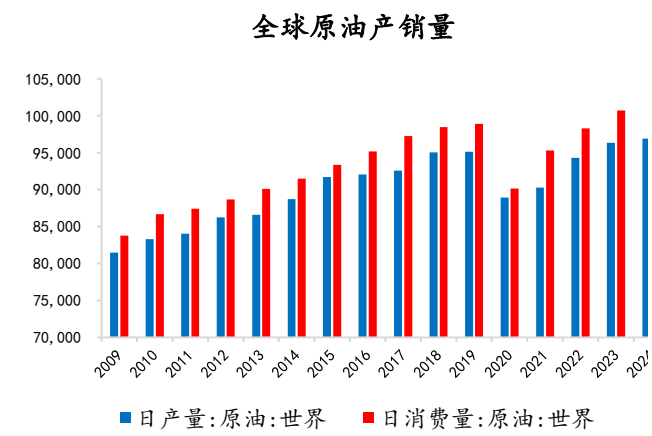
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供应达峰增速放缓

目前，天然橡胶品种的核心支撑仍取决于上游原料和供应端，而本轮东南亚割胶周期呈旺季不旺的特征。排除短期天气和地缘的影响，全球天然橡胶种植业整体概括为产能历史达峰、供应增长放缓、产区新老交替的格局。

我们早在 2020 年提出，下一个十年将是全球天然橡胶行业的周期性拐点。回顾 2021-2025 年，上一轮产能扩张的释放高峰期完全兑现，但胶价长期低迷使得新增种植意愿减弱，年均产量增速已出现明显放缓迹象。展望接下来五年：泰国、马来西亚、印尼三大产胶国可割胶面积见顶，且树龄结构老化加剧，将出现零增长甚至减产，但凭借体量仍占据主导地位；非洲科特迪瓦、缅甸、老挝、柬埔寨新兴产胶国成为供应增量的重要来源，部分弥补了主产国的缺口。

因此，未来全球天然橡胶供应将转入低增长背景下的结构性调整阶段，机构预测年度产量在 1458-1515 万吨左右，过剩的主要矛盾得到缓解，胶价重心长期趋势抬升。

2 原料坚挺现货累库

客观来看，天然橡胶原料端成本支撑依然坚挺，但现货端去化不畅累库延续。

近期，泰国南部主产区降雨频繁，干扰胶水正常放量节奏，泰柬冲突虽暂未直接波及到种植园，泰国遣返柬埔寨劳工导致割胶作业人手紧缺，加工厂收购价格表现抗跌。可 12-1 月毕竟是泰国传统旺产季，自然及人为因素扰动犹存，但造成大幅减产的可能性较小，无法消化的这部分供应体现为库存增量。

截至 12 月中旬，中国天然橡胶社会库存总量高达 115.2 万吨，环比增加 2.9 万吨或 2.6%；其中，深色胶社会库存 74.8 万吨，环比增长 2.5%；浅色胶社会库存 40.4 万吨，环比增长 2.8%。同期，青岛地区天然橡胶总库存攀升至近 50 万吨，其中，一般贸易库存增加 1.58%至 42.14 万吨，保税库存增长 4.88%至 7.75 万吨。下游厂商询盘欠佳，实盘成交氛围清淡，现货市场对高价接受度低，是沪胶上涨的主要阻力。

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 下游需求承接不利

制约沪胶行情的主要问题是，下游需求不足以支撑现货去库。今年大部分时间，国内橡胶轮胎企业开工负荷保持稳定，进入传统淡季后出货节奏放缓，后续轮胎出口订单预期减少，厂商对原料橡胶以刚需采购为主。

中汽协数据：2025 年 11 月，中国汽车产销量分别完成 353.2 和 342.9 万辆，同比分别增长 2.8%和 3.4%，环比分别增长 5.1%和 3.2%；1-11 月，全国汽车累计产销分别为 3123.1 和 3112.7 万辆，较上年同期分别增长 11.9%和 11.4%。汽车流通协会数据：2025 年 11 月汽车经销商综合库存指数为 1.57，同比上升 41.4%，环比上升 34.2%。

预计到年前，轮胎企业产利用率和汽车产销量大概率环比回落，天然橡胶需求驱动转弱的同时，进口到港量季节性回升，港口和社库将延续累库存趋势，现货市场对高价货源接受度不高，令沪胶料难有超预期表现。

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。

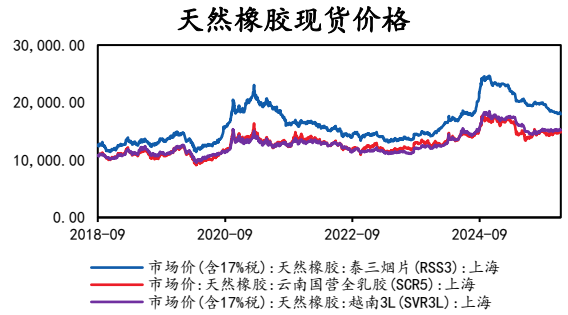
目前国内丁二烯装置多数维持正常运行，预计全国月度产量或达到 49 万吨左右；丁二烯进口货源到港依旧充裕，12 月估计在 5-6 万吨附近；华东地区供应压力短期难以缓解，港口库存去化尚需时日。综上，丁二烯止跌企稳对丁二烯橡胶价格形成底部支撑，但出口持续性仍有待观察，BR 期货盘面上行空间暂时有限。

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。

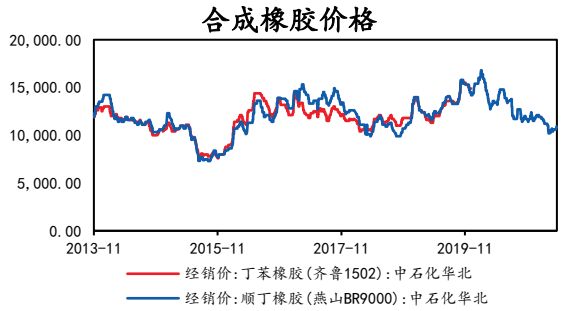
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



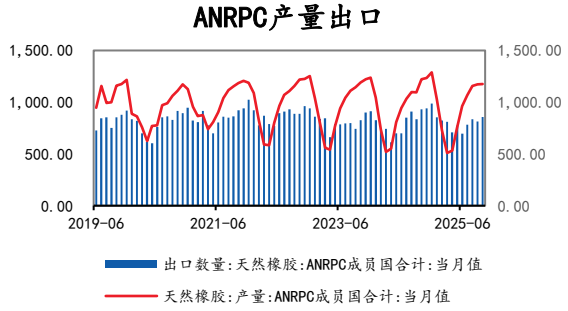
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



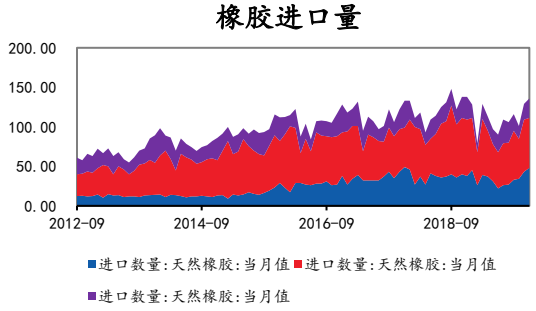
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



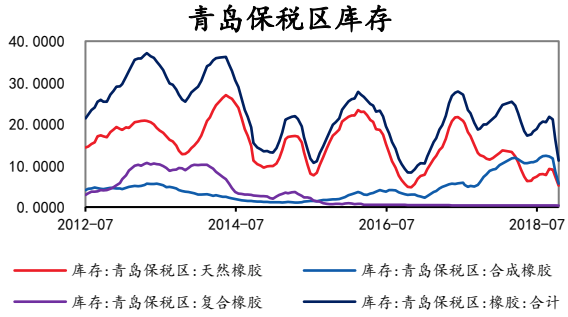
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



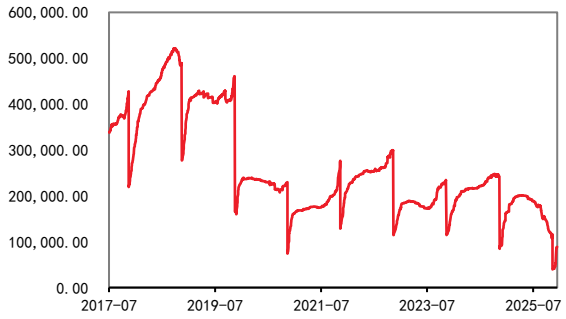
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



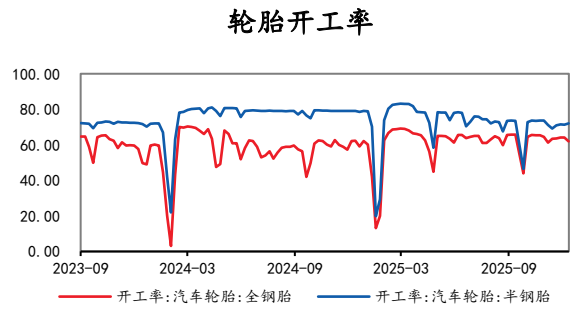
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



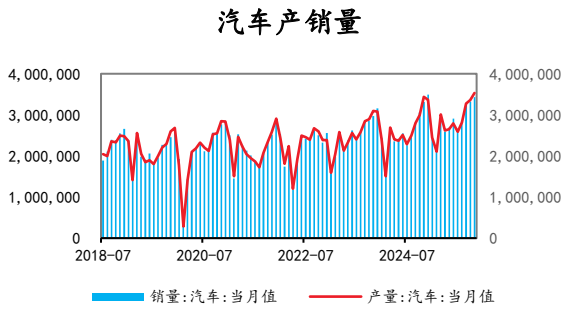
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

巴西大豆产量前景保持乐观，阿根廷大豆播种率已近七成

巴西国家商品供应公司（Conab）公布的数据显示，截至 12 月 20 日当周，巴西大豆种植率为 97.6%，上年同期为 97.8%，五年均值为 94.9%，该机构预计的巴西大豆产量为 1.771 亿吨。当前巴西农业气象条件整体利于作物生长，大豆产量前景保持乐观。农业咨询公司 AgRural 预计，巴西大豆产量将达到 1.804 亿吨，高于该机构此前预估的 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 12 月 17 日，阿根廷大豆播种率为 67.3%，当前已播大豆生长状态良好，已有 6.2%的大豆进入开花期。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 月预估持平。

巴西大豆出口能力大幅攀升，全年出口量预计达到 1.1 亿吨

巴西全国谷物出口商协会(ANEC)表示，2025 年 12 月巴西大豆出口量估计 357 万吨，高于一周前预估的 333 万吨，较 2024 年同期的 147 万吨增长 142.9%。作为参考，11 月份大豆出口量为 423 万吨，同比提高 80.8%；10 月份出口量为 639.8 万吨，同比增长 44.3%。ANEC 预计，2025 年巴西大豆出口量可能高达 1.1 亿吨，这对物流而言是一个需要克服的真正挑战。如果实现这一出口目标，将比 2024 年的出口量增加约 1300 万吨，也将超过 2023 年的历史峰值 1.013 亿吨。

马来西亚棕榈油供需形势好转，棕榈油价格止跌回升

船货检验机构 ITS 发布的数据显示，12 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口环比增加 1.6%，另据 AmSpec 数据显示，马来西亚 12 月 1-20 日棕榈油出口环比减少 0.87%。检验机构发布的出口高频数据均较此前统计好转。马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，12 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比下降 7.44%。马来西亚棕榈油产量下降、出口形势好转，缓解市场对月底棕榈油库存升高的担忧。低位买盘活跃，推动棕榈油价格止跌回升。

2 国内豆类市场分析

进口大豆高速增长，国内油粕供应保持宽松

据海关总署公布的数据显示：2025 年 11 月大豆进口 810.7 万吨，环比 10 月进口减少 137.30 万吨，较 2024 年 11 月进口量同比增加 95.30 万吨，增幅为 13.32%。2025 年 1-11 月中国累计进口大豆总量为 10378.14 万吨，同比增 668.72 万吨，增幅为 6.89%。12 月预估到港量为 900 万，2026 年 1 月 600 万吨，2 月 400 万吨，远月买船及到港时间仍有变化的可能，尤其是后期美豆陆续发运，实际到港量增加的概率依然较大。2025 年全年中国进口大豆预计站上 1.1 亿吨新台阶。受国内进口大豆高速增长影响，国内油厂开工率始终维持 56%-64%相对高位水平，大豆周度压榨量目前在 210 万吨左右，豆油和豆粕产出保持宽松，上周统计的库存分别为 112.35 万吨和 113.71 万吨，均显著高于过去几年同期水平。国内油粕库存高企供应宽松，市场整体运行平稳。

进口储备大豆与国产大豆连续投放，改善国内供应预期

自 12 月以来，中储粮启动新一轮进口大豆拍卖，于 12 月 11 日拍卖了 51.25 万吨大豆、12 月 16 日进行第二轮 51.39 万吨的大豆拍卖，成交率从 77%降至 32.66%，成交均价从 3935 元/吨降至 3852 元/吨，对市场来说起到进一步补充供应、压低原料成本的作用，同时也反映出市场采购意愿下降。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

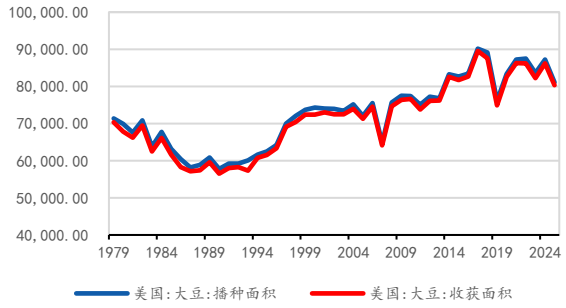
与中储粮调整 2025 年国产大豆收购政策有关。2025 年中储粮针对不同蛋白含量的国产新豆制定不同的收购价格，目前符合大连商品交易所期货交割要求的标准品大豆收购价格为 2.025 元/斤。该价格在近期豆一期货市场调整行情中发挥了托底作用。中储粮本周继续进行超过 20 万吨 2022 年产国产大豆竞价销售，成交率为 97%。国产大豆市场运行相对独立，国产陈豆拍卖成交火爆提振买盘情绪，豆一期货市场有望维持偏强状态，继续巩固底部支撑。

3 油脂油料市场展望

中美大豆贸易稳步推进，根据咨询机构 StoneX 的数据，目前中方已购买超过 800 万吨美豆，低于美国农业部确认数量。未来几周，巴西大豆将陆续收割上市，如缺少减产天气题材支撑，增产预期仍是限制美豆涨能的主要阻力之一。马来西亚棕榈油供需形势好转，为棕榈油市场带来止跌动力，但印尼新公布的 2026 年生物柴油方案令市场失望，B50 计划前景复杂多变，仍是影响未来棕榈油市场走势的关键变量。国内棕榈油市场在外盘假日期间表现偏强，反弹持续性仍需外盘复市后加以配合。进口储备大豆持续投放，国内进口大豆供应宽松且压榨量保持高位，豆粕现货库存在连降两周后再度回升，下游需求平稳，豆粕库存压力将继续向远期递延。随着美豆订单陆续发运以及巴西大豆上市压力显现，国内豆粕期货市场因供给压力升高涨幅仍然受限。国产大豆拍卖成交好于预期，政策底支撑再度经受住考验，在周边市场回暖之际，豆一期货市场有望保持温和上行状态。

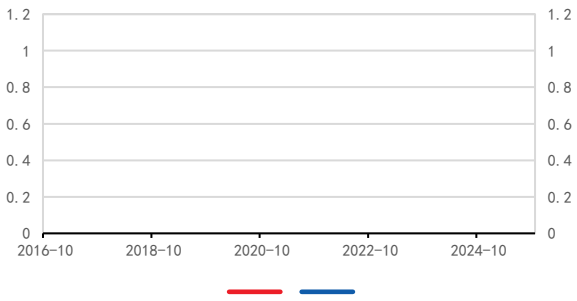
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



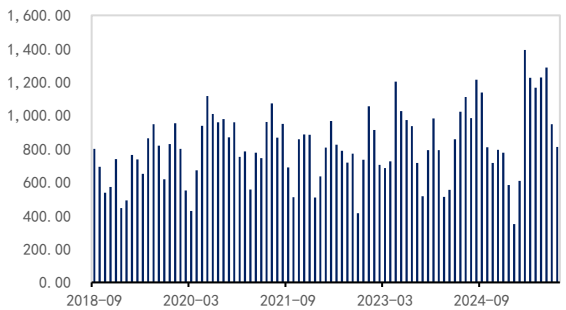
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



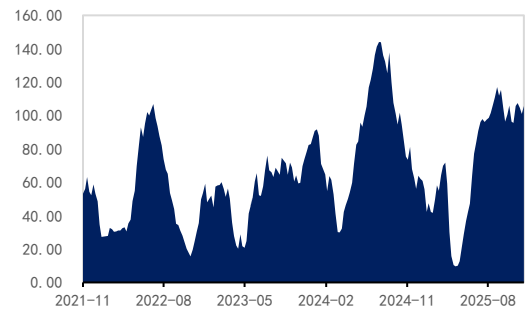
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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