

## 中金财富期货策略周报（2025年第32期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

[zhangwei@cicc.com.cn](mailto:zhangwei@cicc.com.cn)

刘紳

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

[liushen@cicc.com.cn](mailto:liushen@cicc.com.cn)

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

[yuruiguang@cicc.com.cn](mailto:yuruiguang@cicc.com.cn)

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

[lixiaowei@cicc.com.cn](mailto:lixiaowei@cicc.com.cn)

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

[yi2.lu@cicc.com.cn](mailto:yi2.lu@cicc.com.cn)

## 周度投资视点

**宏观策略：**美联储降息对商品市场的实际影响有限，更大程度是情绪上的影响，我们认为降息预期对外围定价品种、或者国际大宗影响更大。预计情绪对期货市场的影响，在9月份可能上升。

**股指期货：**指数未经历一轮明显调整强行上冲，我们仍认为这会未来留下隐患，目前多单可以继续持有，但不建议追高操作。

**原油：**我们认为，原油市场趋势性进入下行周期，并将长期深陷过剩泥潭，且伴随着波动性加剧的特征。主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势全面熄火，如果未来市场形势不发生改变，国际原油或从今年四季度到明年一步步滑向熊市深渊。

**橡胶：**我们早在2020年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，现在这一大级别走势的拐点已经悄然到来。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，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情。虽然距离2011年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实，今后不宜再作为空配品种看待。

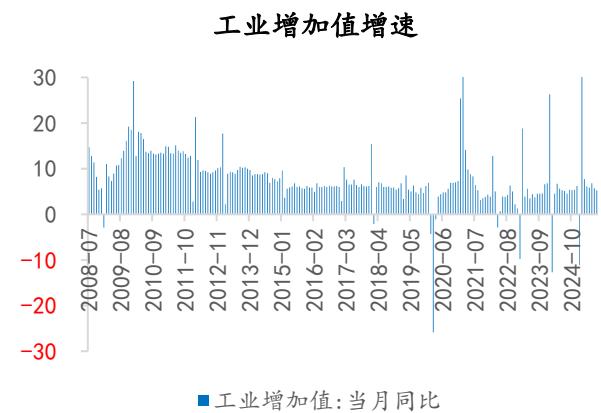
**油脂油料：**美豆即将进入收割期，优良率下降也无法改变美豆丰收大局。中美贸易谈判悬而未决，美豆对华出口受挫将推高库存，CBOT大豆市场因缺少中国需求提振而涨能不足。从目前船期来看，国内四季度进口大豆订单已经基本落实，以巴西大豆货源为主，并不断扩大阿根廷和乌拉圭等进口渠道。国内豆粕近端供应充足，但远期进口大豆供应收紧预期犹存。粕类期货市场多空交织，中美贸易谈判进展对近期市场影响较大。印尼政府官员表示，该国可能在实施B50前，先执行B45，即将生物柴油的强制棕榈油掺混比例定为45%。此举将导致棕榈油工业消费低于先前预期，棕榈油市场的反弹节奏再度受阻。国内油脂库存高企，主动上涨动力仍显不足，有望跟随外盘油脂市场维持震荡状态。国产新豆零星上市，价格整体平稳。豆一期货宽幅震荡，新豆集中上市后的市场表现以及中储粮和地方龙头企业收购意向对未来行情影响较大。

## 目录

周度策略：“降息交易”开启 .....	- 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 .....	- 6 -
2 对美出口增速降幅扩大，“抢出口”效应显著退坡 .....	- 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 .....	- 9 -
锌 .....	- 11 -
1 锌：影响因素 .....	- 11 -
2 总结 .....	- 12 -
原油 .....	- 13 -
1 OPEC+继续小幅增产 .....	- 13 -
2 市场权衡过剩程度 .....	- 13 -
3 中东局势再生变故 .....	- 13 -
4 二级制裁黔驴技穷 .....	- 14 -
5 淡季缺乏利好条件 .....	- 14 -
6 熊市周期基本确认 .....	- 14 -
7 原油期现数据 .....	- 15 -
天然橡胶 .....	- 17 -
1 盘面高位存在分歧 .....	- 17 -
2 供需平衡边际好转 .....	- 17 -
3 老龄制约增产潜力 .....	- 17 -
4 下游需求尚未证伪 .....	- 18 -
5 库存拐点等待确认 .....	- 18 -
6 周期重拾上升大势 .....	- 18 -
7 橡胶期现数据 .....	- 19 -
油脂油料：MPOB 利空报告释放，棕榈油止跌回升 .....	- 22 -
1 外部豆类市场分析 .....	- 22 -
2 国内豆类市场分析 .....	- 22 -
4 油脂油料市场主要数据 .....	- 23 -

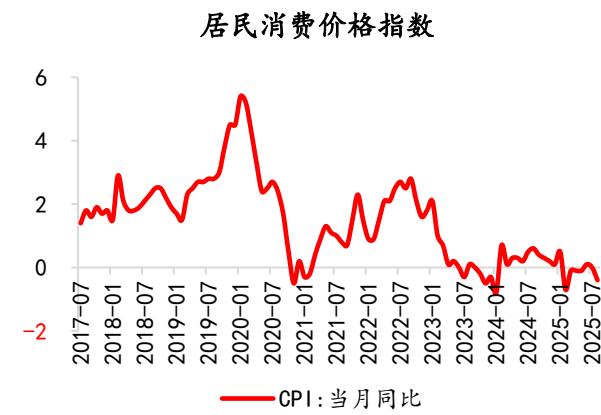
## 重要经济指标概况

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 3：中国居民消费价格指数



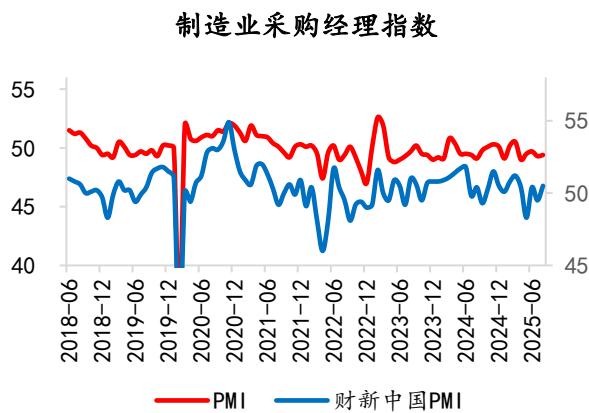
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



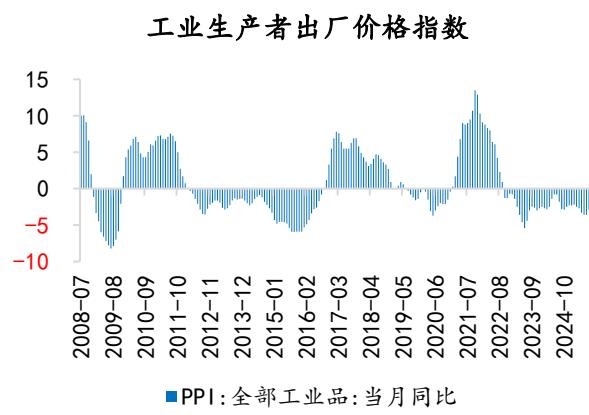
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



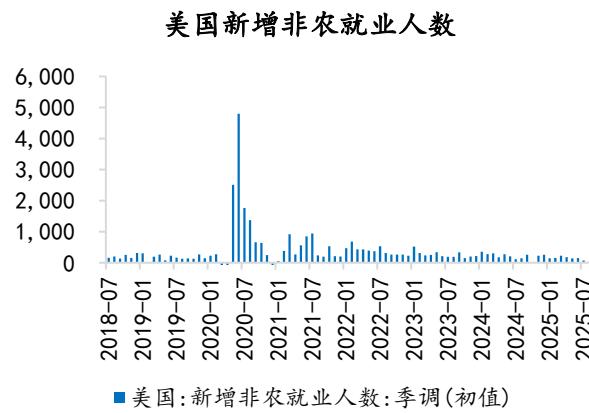
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：“降息交易”开启

随着美联储今年降息三次的预期逐渐明朗，目前商品市场进入降息周期的模式。随着美元指数的走弱，且有进一步走弱的预期，黄金和有色等品种集中释放了市场的降息交易预期。

### PPI 反弹能持续吗？

PPI 的反弹，给资本市场的交易思路带来明显的影响。

8月 PPI 环比 0.0%（前值-0.2%）；同比-2.9%（前值-3.6%），其中新涨价因素贡献-2.2个百分点（前值-2.2个百分点），翘尾因素贡献-0.7个百分点（前值-1.4个百分点）。PPI 同比虽然已经连续 35 个月为负，但 8 月是 2 月以来首次收窄降幅，让市场情绪得到明显提振。

PPI 的止跌给市场带来乐观预期，但是从 PPI 上下游的价格变化来看，PPI 价格改善普遍集中在上游和中游。与 2016 年上游涨价向下游传导不同的是，本轮供给过剩更多在中下游，导致上游涨价向下游传导受阻。

“内卷式”竞争是指在某一领域或行业内，由于竞争过于激烈，参与者为争夺有限资源和机会，不惜过度投入，最终导致资源浪费和效率下降的现象。产业实践显示，“内卷式”竞争的表现多种多样，大致可以从政府行为和企业行为两个角度分析。

从地方政府行为看，某些地方政府为实现招商引资和产业落地的目的，出台了大量便利政策，例如“代建厂房”等。这些政策虽然在一定程度上吸引了企业入驻，但也忽视了市场规律，助长了部分企业“短期套利”行为，加大地方财政负担和项目烂尾风险，阻碍了全国统一大市场的形成。拉长时间维度看，“内卷式”竞争不仅影响产业长远竞争力，干扰了市场秩序，使投资者和企业家失去信心，也将阻碍经济良性循环。

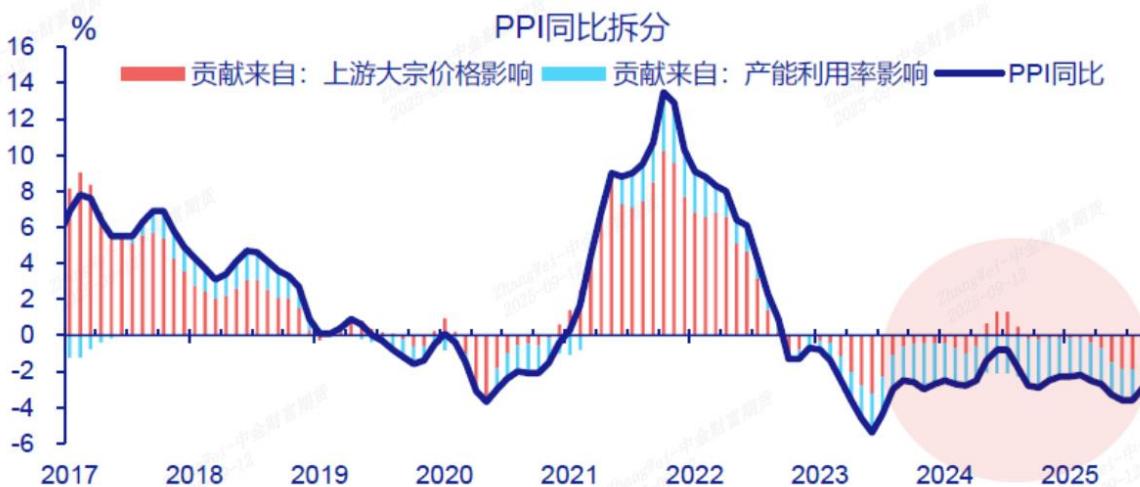
从企业行为看，一些企业为争夺有限的市场份额和资源，不得不投入大量人力、物力和财力进行重复建设，陷入恶性竞争，忽视了技术创新和产业升级的重要性。这种短视行为不仅削弱了企业核心竞争力，产生“劣币驱逐良币”的恶劣影响，也将阻碍行业发展。

反内卷政策或可作为调动政府和市场两种力量作为机制的发力点，当前综合整治“内卷式”竞争的政策着力点更多侧重于控制增量。

“反内卷”将聚焦依法依规治理企业无序竞争、重点行业产能治理与规范地方招商引资行为等三方面，需求侧的吸纳能力决定 PPI 的上行速率。目前的政策组合更多指向提振信心，我们认为终端需求和供需缺口弥合的实质性改善仍需观察。

因此，目前 PPI 回升是否具有持续性，不确定性依然较大。我们倾向于认为，宏观回暖是 PPI 趋势回升的暴涨。

图表 1：PPI 同比及拆分



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

### 美联储可能将开启连续降息

美国 8 月 CPI 同比上升 2.9%、环比上升 0.4%，均较 7 月份反弹；核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.3%，相对平稳。总的看，美国通胀总体再度回升，但核心通胀同比增速较 7 月保持平稳，且基本符合市场预期，显示关税对美国通胀的冲击已体现的较为明确。往后看，由于 2024 年 9 月后基数逐渐上行，且考虑到特朗普关税政策已基本稳定，通胀水平持续反弹或告一段落，但我们仍需要观察美国通胀的持续性。

核心通胀有望迎来下行。总的看，8 月 CPI 数据显示美国通胀如期反弹，但核心通胀相对平稳。而核心商品的持续再通胀，或显示关税对美国通胀的冲击已经较为明显。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，8 月份同比、环比增速分别较 7 月份持平、下降 0.15 个百分点。往后看，随着高基数效应的逐渐显现，总体通胀水平及核心通胀水平的持续反弹或告一段落。但不确定的是，美国企业是否会进一步的将关税成本转嫁给消费者，因此后续通胀仍然面临较高的不确定性，持久性也有待观察。

市场预期美联储将开启连续的降息。8 月非农数据扫清了此前鲍威尔所称“就业市场仍坚韧”的降息阻碍，预计 9 月降息 25BP 是基准情形，各方均就此达成了较为一致的预期，而更大幅度 50BP 的降息也概率较大。往后看，通胀数据对降息造成阻碍的可能仍然较低，尤其是劳动力市场的走弱，薪资增速进一步降低，显示需求继续走弱，将成为通胀压力的有效对冲项。

大宗商品方面，“降息周期”已经开启，大部分外围定价的品种，尤其是基本面相对较好的品种，出现了较强的走势，带动内盘品种也阶段性走强。

### 工业品可能延续震荡走势

美联储降息对商品市场的实际影响有限，更大程度是情绪上的影响，我们认为降息预期对外围定价品种、或者国际大宗影响更大，预计情绪对期货市场的影响，在 9 月份可能上升。

## 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	9月12日	中国商务部：密切关注美方提税动向，中方将根据实际情况采取必要措施	墨西哥的提税举措符合美方长期以来的遏华企图	对损害我方利益的行为坚决反对
	9月10日	发改委郑栅洁：努力完成全年经济社会发展目标任务	下半年不断释放内需潜力，进一步推动科技创新和产业创新深度融合	稳增长有望加码
数据	9月10日	8月PPI止跌	8月中国制造业PMI为49.4%，较上月回升0.1个百分点	整体变化不大
	9月12日	美国上周首申失业金人数不降反增至26.3万	跃升至近四年高位	美国劳动力市场走弱
事件	9月7日	易会满被查	涉嫌严重违纪违法，曾执掌证监会超五年	严厉打击资本市场腐败行为

资料来源：中金财富期货研究所

## 2 对美出口增速降幅扩大，“抢出口”效应显著退坡

2025年8月，我国进出口总金额为5412.9亿美元，同比增长3.1%。其中，出口金额3218.1亿美元，同比增长4.4%；进口金额2194.8亿美元，同比增长1.3%；贸易顺差为1023.3亿美元，同比增长11.77%。8月出口增速为2025年次低值，“抢出口”效应显著退坡，出口压力加大。

8月我国出口金额3218.1亿美元，同比增长4.4%，仅高于春节假期所在的2月份，低于“对等关税”推出的次月，也显著低于季节性（2020-2024年，我国8月出口增速均值为8%），主要原因在于对美“抢出口”效应显著退坡。2024年11月特朗普宣布胜选，在其加征关税的政策预期下我国开启“抢出口”进程；今年5月中美双方就对等关税达成一致，为出口争取了90天的窗口期，“抢出口”效应持续。虽然8月中美双方确认24%的对等关税再次延长90天，但此前持续的“抢出口”透支未来出口需求，8月我国对美出口金额降幅达33.12%，仅次于“对等关税”推出的次月（-34.52%），“抢出口”效应显著退坡。从运价指数来看，8月美东、美西航线出口集装箱运价指数持续回落，8月底分别较月初下降13.4%和11.7%，也表明对美出口需求的下降。

8月对主要经济体出口表现分化，其中对美直接出口同比降幅大幅扩大，对东盟、香港、欧盟、非洲出口保持较快增速，转口贸易和非美伙伴是出口的重要支撑。分地区看，8月我国对美国出口金额下降33.12%，降幅较上月大幅扩大11.5个百分点，反映对美“抢出口”效应大幅退坡。8月我国对东盟和香港出口金额分别增长22.5%和17.24%，增速分别较上月大幅上升5.9和6.5个百分点，虽然特朗普与部分国家达成的框架性协议中对转口商品规定了较高的关税税率，但转口贸易仍然是我国出口的重要支撑。今年以来欧元区制造业PMI持续回升，8月欧元区制造业PMI为50.7%，重回扩张区间，受此影响，8月我国对欧盟出口金额增长10.4%，增速较上月上升1.1个百分点；8月我国对非洲出口金额增长25.9%，增速连续6个月在25%以上，表明我国不断巩固贸易伙伴多元化，非美贸易成为我国出口的另一重要支撑。8月在高基数影响下，我国对拉丁美洲出口金额下降2.33%。

### 3 债市被悲观情绪放大

当前债市定价逻辑仍主要围绕市场风险偏好与机构行为展开。结合近期债市收益率走势来看，尽管权益市场上涨步调有所放缓，市场风险偏好可能依然不低，因此在更强的宽货币信号落地之前，“股债跷跷板”或仍是债市定价的关键因素。与此同时，机构行为或作为市场调整行情的催化剂。当前的市场参与者对利空因素反应更为敏感，而对利多因素则表现相对钝化。这也使得如果市场情绪偏弱，机构之间的羊群效应可能会进一步放大市场的悲观的情绪。

当前债市收益率已突破前期关键点位，叠加银行自营尚未完全兑现，后续多头动力能否回升，关键可能在于九月下旬降息及央行购债预期能否进一步强化。同时继续观察市场对各类消息的反应，如果开始对利空钝化，市场的稳定性可能上升，再考虑进入久期策略的博弈。

当前债市底部震荡过程中呈现倒三角形收敛、做多赔率不足的新特征，建议投资者耐心等待，10年国债利率在1.80%-1.85%区间或为逐步加仓机会。

### 4 宏观策略

美联储降息对商品市场的实际影响有限，更大程度是情绪上的影响，我们认为降息预期对外围定价品种、或者国际大宗影响更大，预计情绪对期货市场的影响，在9月份可能上升。

### 5 股指期货市场分析

#### 指数震荡，走势依然强势

上周指数出现震荡行情，但是场外资金依然大举涌入，市场调整幅度有限。周度表现看，其中沪深300指数+1.38%，上证50指数+0.89%，中证500指数+3.38%，中证1000指数+2.45%。其中，中证500指数再创收盘新高。

9月初至今，A股呈V型走势，截至今日万得全A已全部收回9月初跌幅，本轮趋势性上涨行情的中长期逻辑依旧坚韧。

一是决策层对资本市场的重视程度依然坚决。无论是决策层对资本市场的态度从“稳定活跃”到“巩固回稳向好势头”层层递进。还是9月4日中国多部门、地方政府和机构集中发布公众号，引述多家外资金融机构的观点“当前中国股市估值合理，投资者对后市普遍乐观”，都传达出决策层重视资本市场的态度坚决和积极看待资本市场的良好信心。

二是微观流动性资金入市热情和趋势仍将长期延续。“资产荒”现象突出，A股整体赚钱效应愈加亮眼，这种结构性差异将更加助推微观流动性的持续流入。代表微观流动性流入的两融余额潜在提升规模上，若按历史上大级别行情的峰值成交额与两融余额比例角度考虑，两融余额仍有巨大的可提升潜在空间。此外美联储9月中旬降息在即，海内外流动性有望进一步共振宽松。

三是成长科技、主题性热点不断，持续激发市场交投热情。今年以来，成长行业热点如AI算力、生物科技等多点开花，政策热点如反内卷、深海、低空、“十五五”规划等层出不穷，都有力维持A股持续活跃的交投热情。

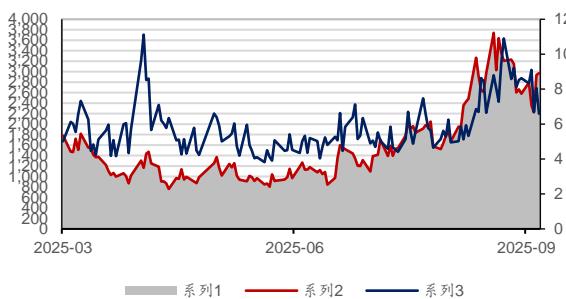
### 关注调整之后的买入机会

上周指数一度调整，但是随后主要指数马上收复此前的跌幅，创业板和北证50指数更是已经创下新高。此次指数整理时间比我们所预估的要更短，显示了当前牛市的背景下，多头方的强势。

但是需要注意的是，这种流动性推升的行情，其上方空间基本能确定，行情的短期走势过急，仍有隐忧。

因此，指数经历小幅震荡，走势依然极强。但是从市场表现看，指数未经历一轮明显调整强行上冲，我们仍认为这会未来留下隐患，目前多单可以继续持有，但不建议追高操作。

图表 8：融资融券数据图



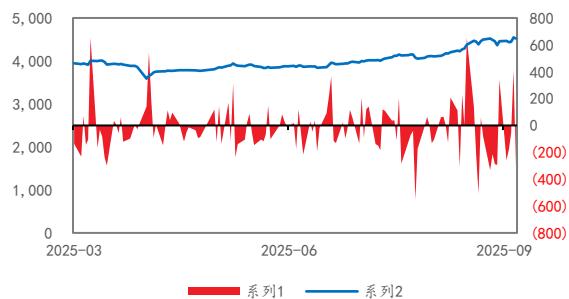
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生AH溢价指数



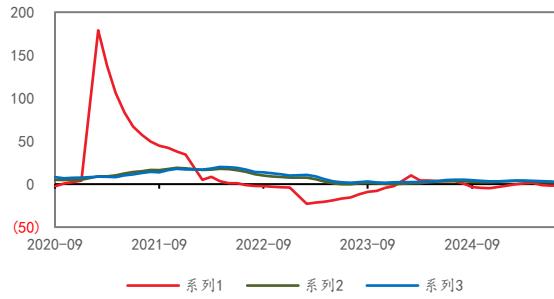
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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

#### 未来新建或扩建项目较少，缺乏大型新铜矿项目

近年来全球铜矿扰动频发，对有效供给形成约束。今年上半年多家大矿产量不及预期并下调全年产量预期，最重大的减产是艾芬豪因6月卡库拉矿区地震而下调年度产量指导15万吨。根据目前主要矿企的2025年产量指引，考虑到潜在的矿山生产扰动，2025年全年全球铜矿产量增速或低于1%。

海关总署数据显示，2025年7月中国进口铜精矿及其矿砂256.0万吨，同比增加18.24%，环比增加8.94%；2025年1-7月中国进口铜精矿及其矿砂1.731.4万吨，同比增加8.0%。截至2025年8月22日，Mysteel统计中国16港口进口铜精矿当周库存为47.3万吨，较上周增加5.1万吨。整体铜矿进口及港口库存均环比回升，短期国内原料端货源充足。

#### 供给压力减弱

Antofagasta与中国冶炼厂2025年中谈判结果TC/RC敲定为0.0美元/干吨及0.0美分/磅，远超市场预期，这意味着2025-2026年铜精矿市场将延续紧平衡格局。目前铜精矿市场现货TC仍延续跌势，处于负值区间。

8月SMM中国电解铜产量环比下降0.24%，同比上升15.59%；1-8月累计产量同比增加97.88万吨，增幅为12.30%；SMM预计9月国内电解铜产量将环比下降4.48%，产量环比下行原因包括冶炼厂例行检修，以及因阳极铜供应紧张而导致的冶炼厂减产；此外8月中下旬开始硫酸价格已经开始回落，若后市硫酸价格持续回落，冶炼厂或难以维持现金流利润，将打击冶炼积极性。

进口方面，1-7月累计净进口151.7万吨，同比-11.0%；1-7月累计净进口同比下降主要因美国加征进口铜关税政策预期使得美铜价格溢价，导致其他地区的电解铜多数流向美国。

#### 淡季效应

据钢联数据显示，2025年7月国内精铜杆产能利用率为61.32%，环比降低0.99%，同比降低0.85%。开工率不及预期，下游企业提货跟进谨慎，精铜杆企业出现减产停产的现象，企业无囤货意愿，库存水平保持低位，目前正值淡季，且下游对高价铜接受意愿不高，精铜杆企业有超预期减产现象。电网投资达2911亿元，同比大增14.6%，创历史新高；新能源车、电网、光伏、3D打印及低空经济等新兴领域蓬勃发展，持续为铜消费注入增长动力。

2025年1-7月，商品房销售面积5.16亿平方米，同比下降4.00%，房地产开发投资完成额53580亿元，同比下降12.00%，房屋新开工面积3.52亿平方米，同比下降19.40%，房屋竣工面积2.50亿平方米，同比下降16.50%。新开工、竣工和施工面积跌幅均走阔，开发投资持续承压，内需不足叠加销售回款能力弱，地产新政效果有望进一步考察。

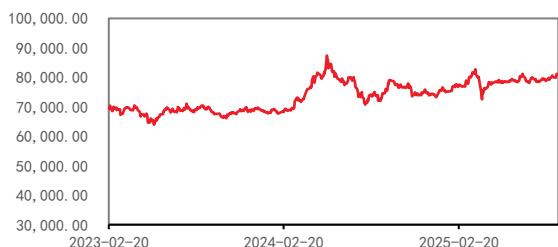
### 2 结论

美联储降息预期情绪炒作再起，国内冶炼密集检修，叠加因新的税收政策或导致废铜冶炼利润受限，供给面临紧缺；需求方面，进入“金九”以来，下游需求恢复较为缓慢，铜价高位也抑制了部分订单扩张，光伏、空调等白色家电需求受限。总体来看，沪铜短期内大概率会维持偏强震荡的格局。上方空间会受到海外库存压力和高价对需求的抑制限制，下方则有供应收紧和宏观降息预期支撑。

### 3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价

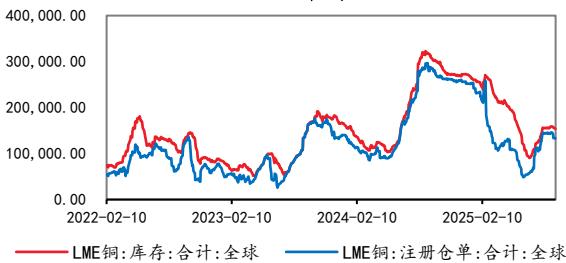
长江有色市场铜：平均价



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存

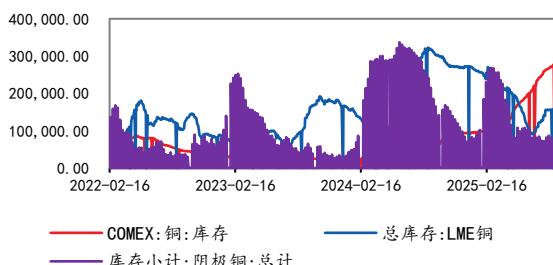
LME铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

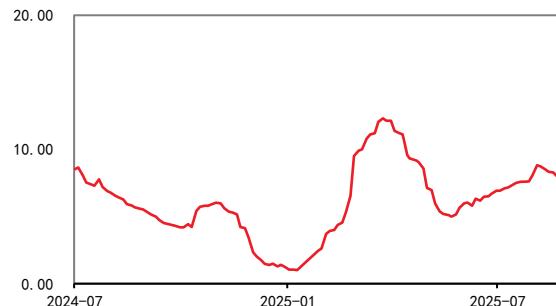
图表 16：上海期货交易所铜库存

上期所铜库存



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 15：WBMS 供需平衡

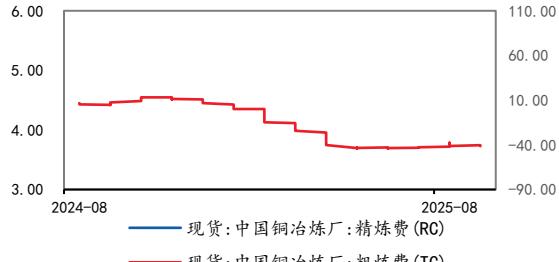
WBMS：铜供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费

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

### 锌矿供应偏宽松

根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 113.6 万吨，同样本范围内，2 季度产量 117 万吨，其中有 3 家矿企财报尚未公布，假设此 3 家 2 季度产量与 1 季度相同，则 2 季度样本矿山产量 121.5 万吨，环比增加 8 万吨左右，同比增加 11 万吨。按照上述统计主要矿山全年指引产量，2025 年产量预计增加 55 万吨左右。

今年以来自然因素干扰较少，且部分矿山品位回升，全年增量维持在 55-60 万吨，主要增量来自中国、秘鲁和澳大利亚。国内方面，随着国内矿产资源规划推进，国内锌矿勘探和开采力度加大，1-6 月全球锌矿产量同比+7.08%，有效弥补国内锌矿产量缺口，锌矿进口同比增长明显，7 月锌精矿进口量同比增加 33.58%，1-7 月累计锌精矿进口量累计同比增加 45.2%，预计 2025-2026 年中国锌精矿自给率将提升至 50%以上（2024 年约 45%），进一步缓解冶炼厂的原料压力。随着内弱外强格局延续，沪伦比值延续弱势，8 月进口窗口仍处于关闭状态，四季度进口锌矿补充或延续较低。

### 产量释放稳步推进

国内锌矿供应边际宽松特征明显，加工费持续上调，MM 数据显示，9 月国产锌精矿加工费均值环比持平于 3950 元/金属吨，进口锌精矿加工费均值环比增加 14.71 美元/干吨至 70.68 美元/干吨。冶炼利润持续修复，冶炼厂开工率位居近年来同期高位，强于季节性。8 月冶炼厂除湖南地区新增部分冶炼厂检修外，其他冶炼厂产量维持或继续放量，其中陕西、内蒙古、云南、青海等地以检修复产为主，江西、湖南、湖北、河南等地新增产能继续释放，整体产量或突破新高。SMM 预计 2025 年 9 月国内精炼锌产量环比下降 2%以上，同比增加 22%以上，预计 2025 年 1-9 月产量累计同比增加 9%以上。

进口方面，7 月中国精炼锌进口量达 1.79 万吨，环比下滑 50.35%，系内弱外强影响下进口窗口持续关闭，零单进口大幅减少所致，后续来看，内外库存分化趋势加深，沪伦比短期较难修复下，后续锌锭进口规模预期维持低位。

### 消费旺季支撑终端消费改善

北方环保限产限车预计持续至 9 月 4 日，月初镀锌企业开工预计延续承压，但随着车辆管控影响解除及下游消费改善，预计开工有望逐步回升。终端内需订单存韧性，叠加出口订单改善支撑，预计压铸锌合金企业开工持续回升。

中汽协数据显示，2025 年 1-7 月份，我国汽车产销累计分别在 1823.5 万辆和 1826.9 万辆，同比增长 12.7% 和 12%。其中，1-7 月乘用车累计产销 1583.8 万辆和 1584.1 万辆，同比增幅达 13.8% 和 13.4%，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；1-7 月商用车累计产销 239.7 万辆和 242.8 万辆，同比增长 6% 和 3.9%，物流需求回暖与政策刺激推动行业呈现温和复苏，整体来看，行业延续复苏态势。

## 国内外库存分化明显

上期所数据显示，近期沪锌库存继续回升，截至9月8日已连增11周至87032吨，增至去年11月份以来新高，类库现象，对沪锌价格构成压力。LME锌50,625吨，持续去化，处于历史低位，如果内外价差（如沪伦比值）进一步扩大，使得出口变得有利可图，国内部分锌锭可能转而出口至海外市场，从而缓解国内的库存压力。

## 2 总结

锌精矿供应稳步恢复，国产矿加工费涨势放缓，进口矿加工费加速回升。炼厂原料库存高位，生产利润较佳，国内精锌产量高位 <https://futures.hexun.com/2025-09-10/221269885.html>，矿端供应宽松。市场上对金九银十的预期较为一般，目前消息称镀锌厂减停产较多，还需要持续观望开工率。综合来看，锌市依旧供强需弱，基本面过剩格局不改，多空拉锯，预计短期锌价维持区间整理，后续持续关注宏观情绪变动及需求变化。

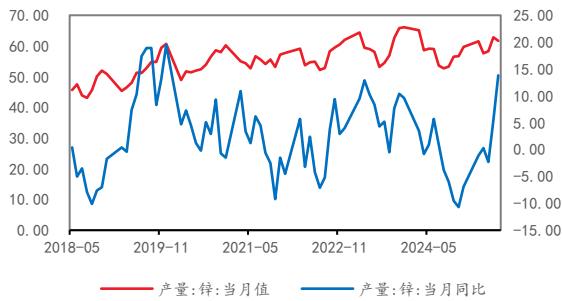
## 3 锌期货现货数据

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 20：锌产销变化



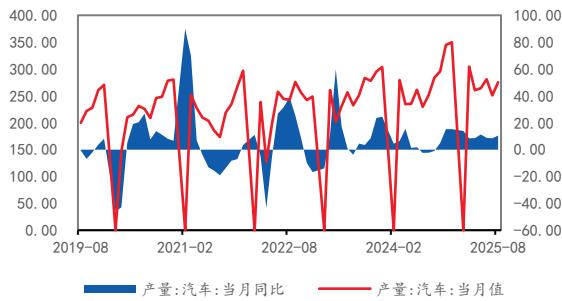
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



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

## 原油

### 1 OPEC+继续小幅增产

OPEC+在本次会议上仅用11分钟就批准了新一轮增产决议，明确释放出该组织市场战略重大转向的信号，即从减产稳价转向争夺份额，对过剩加剧的担忧情绪促使原油市场走弱。

按照现行计划，9月OPEC+将完全退出220万桶/日的自愿减产，10月拟批准初步恢复产能13.7万桶/日，属于原计划冻结到2026年底的166万桶/日闲置产能，OPEC+领导者沙特和俄罗斯同意提前使其回归市场，旨在加速收回被美国页岩油商等竞争对手蚕食的市场份额。沙特坐拥高达1200万桶/日的可持续生产能力，可通过迅速扩大产量来抵消油价下跌对财政收入的影响；此外特朗普呼吁降低油价平抑通胀，为其接下来推动降息铺平道路。

鉴于全球燃料消费即将迎来季节性下滑，此时OPEC+选择继续小幅增产，将对实物原油市场迅速造成库存压力。不过，OPEC+将评估整体形势再做后续决定，毕竟油价下跌是过剩的最佳解药，低价对供应的负面影响形成托底支撑。从原油走势的反应来看，市场大方向上抱有过剩预期，但对OPEC+操作空间持谨慎态度。

### 2 市场权衡过剩程度

原油交易者在权衡OPEC+温和增产的影响，尽管10月决定继续增产超出普遍预期，但重新采取13.7万桶/日的保守计划，显著低于此前数月41.1-54.8万桶/日的幅度，一定程度上消化了担忧情绪。而且提前解封最后一批限产措施的提案，将给部分难以增产的成员国带来压力，受制于资金、技术和地缘政治等因素，非核心产油国更倾向于支撑油价，实际投放市场的供应增量将低于目标水平。

参考历史经验我们认为，后续OPEC+实际产量增长很难达到理论目标，更多应关注原油库存的回升节奏，以及现货供需过剩的严重程度。对此能源和投资机构的解读存在一定分歧：主流观点较为一致，预测未来数月内原油市场将面临非常严重的过剩压力，国际油价仍有大幅下跌空间；然而有观点称，OPEC+退出220万桶/日的减产过程中，实物原油市场并未被过剩压垮，悲观预期有些过度夸大了。从油价走势来看市场整体保持审慎，截至目前仍表现的相对抗跌，不过还有足够时间来验证。

### 3 中东局势再生变故

据媒体报道，以色列突然对卡塔尔首都多哈的哈马斯高层发动空袭，白宫当局接到关于以色列行动的情报后，向卡塔尔方面通报了这一情况，不过卡塔尔在袭击发生10分钟后才接到电话。卡塔尔是美国在中东地区的传统盟友，其领土遭遇侵犯令外界感到震惊，事件引发原油市场一定的担忧情绪。

卡塔尔是天然气资源大国，但并非传统原油输出国，也早已退出OPEC多年，本次袭击对原油供应几乎没有直接影响。尽管如此，原油相关地缘政治仍存在很多不确定性，包括对购买俄罗斯原油的二级制裁，更多影子船队和炼厂买家受到制裁，以及红海局势不稳带来的长途运输等。

从原油走势来看，整体形势空头略占上风，但并没有形成压倒性优势，国际油价呈现震荡拉锯中重心缓慢下移的复杂走势。

#### 4 二级制裁黔驴技穷

近期市场风险事件频发，交易者评估特朗普在俄乌问题上采取进一步制裁措施的可能性，以及其对原油供需的影响。

据路透社披露，美国总统特朗普意外向欧盟提出一个超乎寻常的要求：希望欧盟对购买俄罗斯原油的中国和印度都加征100%的所谓二级关税，意在通过极限施压来尽快结束俄乌冲突。这一消息已得到多方确认，且美方的意图是让欧盟充当马前卒，然后自己才可能会跟进。实际上，在欧盟通过重大决议需要27个成员国一致同意，两个亚洲大国更是其难以割舍的重量级贸易伙伴，目前来看特朗普这一提法的可行性并不大。

综合各方面因素，未来数月内原油基本面将呈供应宽松而需求下滑的局面，期间若无重大突发性事件冲击，地缘政治对油价的利多支撑有限，过剩逻辑主导下国际油价大概率震荡偏弱运行。

#### 5 淡季缺乏利好条件

美国能源信息署EIA高频数据显示：截至上周，美国商业原油库存增加394万桶，延续此前的累库节奏，与分析师预期的去库196万桶大相径庭，且美国原油和成品油库存总量创2023年以来最大周度增幅。

业界通常将美国劳工节假期视为北美夏季出行高峰期结束的标志，按照季节性规律：通常9月中下旬开始，汽油消费对原油需求的带动显著减弱；11月到来年3月期间，美国炼油厂进入传统集中检修期，装置产能利用率将滑向淡季低谷。与此同时，美国宏观经济指标有趋弱迹象，拖累能源长期需求增长缓慢，难以匹配供应快速释放的节奏。随着OPEC+增产压力日趋兑现，再加上对制裁风险担忧情绪的消退，原油市场呈现积贫积弱的疲态。

客观来看，诸多不确定性因素仍存，原油市场短期内进入观察期，等待局面的进一步明朗。然而应该明确，未来供应严重过剩的预期有待兑现，长期过剩的确定性令油价缺乏看多逻辑。鉴于国内SC原油表现相较Brent原油更为弱势，我们认为如果接下来油价反弹放大波动，则会为空头留出更多的安全边际。

#### 6 熊市周期基本确认

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

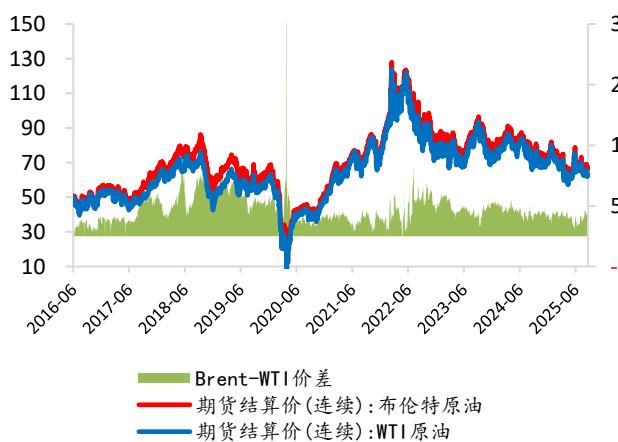
当前交易者基本达成共识，即2025年四季度到2026年一季度将集中出现大规模过剩，令原油价格持续面临下行压力，然而正因为这一预期被广泛接受，一定程度上将有助于避免无序抛售的发生。原油市场开始进入一个显著过剩且旷日持久的时期，但这个过剩敞口并不会无限扩大下去，低油价短期刺激囤油套利的交易行为，长期将推动供需再平衡进程。

我们初步预测，中短期 Brent 原油价格主流运行区间在 60-68 美元/桶附近；结合传统季节性因素分析，2025 年四季度 Brent 原油平均价格可能会低于 65 美元/桶，到明年二季度之前或进一步走低；不过鉴于 Brent 原油远期曲线的远端价格较为稳定，在 60 美元/桶附近仍具有相对坚实的支撑。

附带一提，从俄乌停火谈判和中美关税协议两件大事上，市场对特朗普临阵退缩（Trump Always Chickens Out），即 TACO 交易已经充分达成共识，对其相关言论应持谨慎态度，警惕油价波动性潜在的扩大风险。

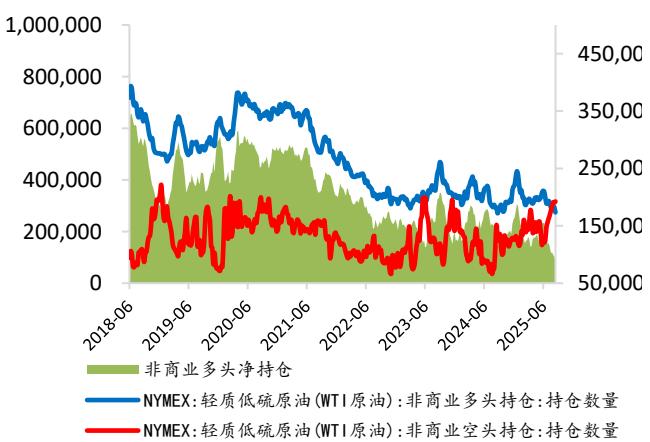
## 7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



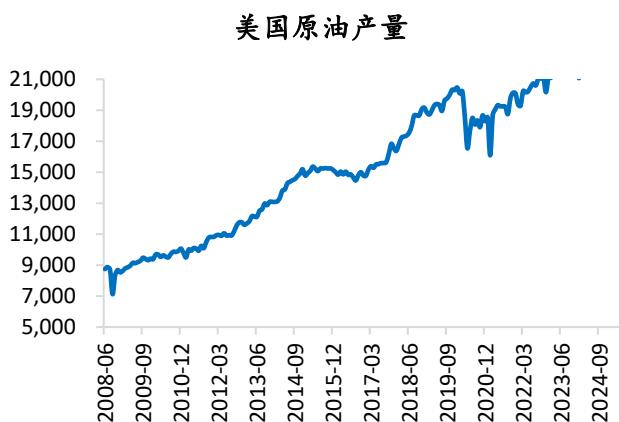
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



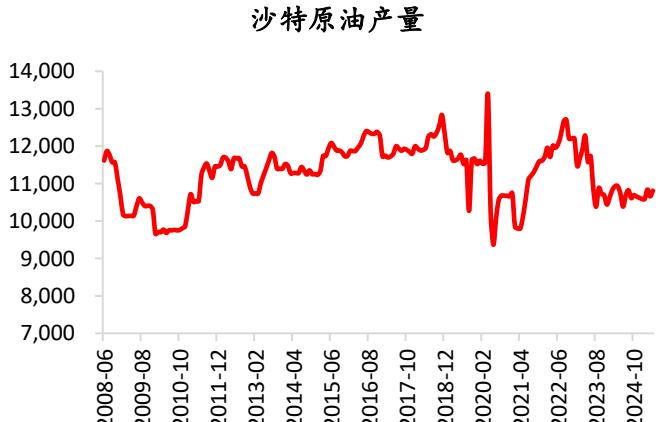
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



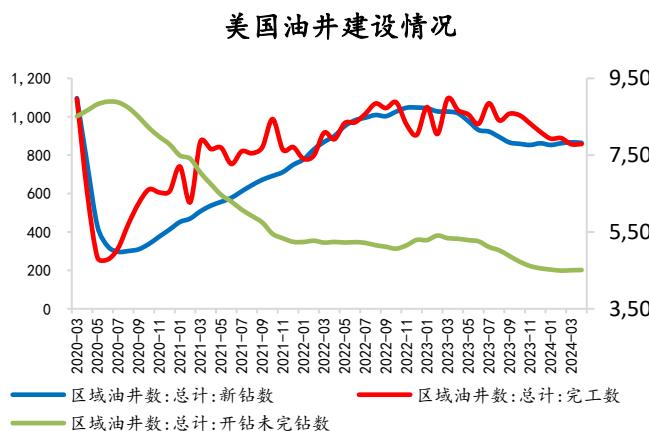
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：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 26：美国油井建设情况



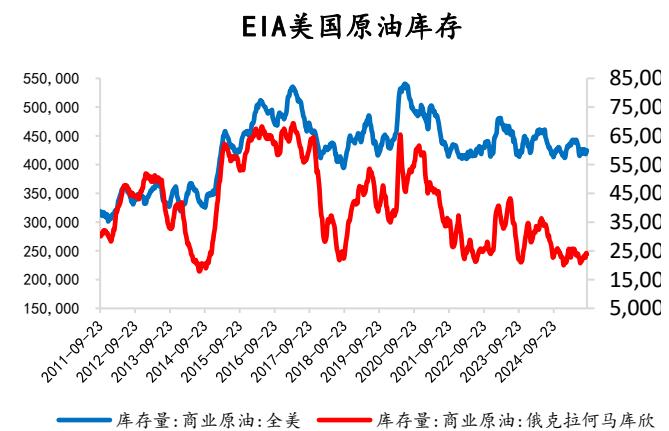
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：美国炼厂开工率



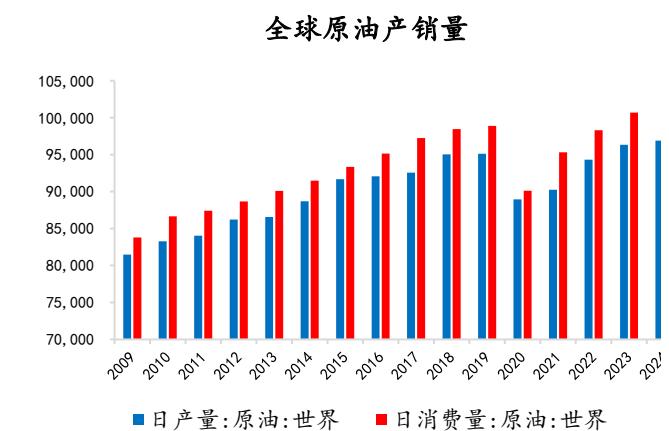
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：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 盘面高位存在分歧

沪胶盘面高位上存在一定分歧，但当前基本面仍可提供有效支撑。

利多因素主要集中在上游供应端，今年东南亚雨季延续偏长，部分产区原料释放受天气影响较大。9月上旬泰国天然橡胶原料市场行情坚挺，胶水和杯胶分别报盘55.8和54泰铢/公斤。听闻泰国南部主产区再迎降水，割胶工作难以顺畅展开，新胶上量进程不及预期。

下游轮胎企业开工率季节性回升，但出口销往欧洲等市场面临压力，尤其是半钢胎工厂成品库存难以消化，其他橡胶制品订单增长有限。供需保持基本平衡的情况下，若9月进口到港压力有所缓解，青岛地区现货库存有望延续去库节奏。

中短期内受宏观和产业层面偏强提振，传统旺季不宜过早看空，橡胶走势调整后无需过度悲观。

### 2 供需平衡边际好转

受供需两端季节性因素共同影响，近期天然橡胶市场平衡状况边际好转。

ANRPC 最新发布的月报显示：2025年7月全球天然橡胶产量为132.8万吨，同比微降0.1%，环比增加7.9%；1-7月全球天然橡胶产量累计同比增加0.1%至747.7万吨。7月全球天然橡胶消费量为124.6万吨，同比下降4.1%，环比微降0.3%；1-7月全球天然橡胶消费量累计同比下降0.6%至888.8万吨。

ANRPC 预测：2025年全球天然橡胶产量将增加0.5%至1489.2万吨；其中，泰国+1.2%，印度尼西亚-9.8%，马来西亚-4.2%，越南-1.3%，中国+6%，印度+5.6%，柬埔寨+5.6%，缅甸+5.3%，其他国家+3.5%。2025年全球天然橡胶消费量将增加1.3%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%，印度尼西亚-7%，越南+1.5%，斯里兰卡+6.7%，柬埔寨+110.3%，其他国家-3.5%。

结合以上数据我们初步认为，今年沪胶市场形势或与2023年相类似，之所以选择2023年进行类比，是因为当年上游天气属于正常年景，下游亦解除大流行限制，对行情判断具有一定的参考价值。

### 3 老龄制约增产潜力

进入9月以后，全球天然橡胶产区整体向高产季过渡。第一大产胶国泰国来看，预计2025年总产量增加1.2%，单产将提升1.9%至217公斤/莱，而割胶面积下降0.1%至2250万莱，主要因降雨充足土壤保墒，令本轮旺季高产预期较强。

然而，泰国等传统产胶国面临的橡胶树老龄化问题日益严峻，原料产出能力江河日下，制约了橡胶产量的增长潜力。通常，东南亚种植的橡胶树适宜割胶的经济寿命多在15-20年，且树龄在8-12年的青壮阶段最为理想。根据ANRPC新种植面积和重新翻种面积数据测算：2023-2024年青壮龄橡胶树占比从31%下降至28%，估计2025年将大幅降至约22%，预计到2026年以后占

比将不足 20%。随着橡胶树老龄化趋势逐年加深，对全球天然橡胶供应的影响将愈发显著，侧面印证我们提出的超级周期观点。

#### 4 下游需求尚未证伪

沪胶期货盘面冲高回落，原因并非基本面实质性劣化，而是市场预期尤其对需求端产生较大分歧。

天然橡胶主要下游是轮胎制造业，进一步分为配套、替换和出口三大细分市场。

轮胎行业方面：2025年7月，中国橡胶轮胎外胎产量为9436.4万条，同比下降7.3%，已连续三个月呈负增长，轮胎企业开工率提升空间有限，成品库存压力长期偏高。

配套市场方面：7月中国汽车产销量分别达到259.1万辆和259.3万辆，同比分别增长13.3%和14.7%，创历史同期最高纪录，汽车行业的持续复苏态势，显著利好轮胎配套需求。

替换市场方面：工程类和物流类车辆替换需求，主要与基建、房地产和大消费等联系紧密，鉴于国内固定资产投资和居民消费恢复进程缓慢，对轮胎替换需求构成利空。

出口市场方面：1-7月中国橡胶轮胎出口量总计4.16亿条，同比增长6.2%，较2024年10.25%的增速明显放缓，当今国际环境复杂多变，贸易壁垒对轮胎出口的威胁日益加深。

整体来看，橡胶下游需求增长较为乏力，然而上述统计数据较为滞后，并未反映出金九银十的旺季特征，因此我们认为现在讨论需求证伪为时尚早。

#### 5 库存拐点等待确认

近期，国内天然橡胶库存持续小幅去化，提振实盘交投氛围有所好转。

截至8月底，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易库合计库存量60.2万吨，环比上期减少0.4万吨或0.6%；其中，保税区库存7.32万吨，下降0.14%；一般贸易库存52.9万吨，下降0.7%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加2.9个百分点，出库率下降0.7个百分点；样本一般贸易仓库入库率增加2.1个百分点，出库率增加1.6个百分点。

库存的边际变化是供需两端此消彼长的结果：一方面，全球天然橡胶供应符合季节性规律，泰国等东南亚产区处于雨季后期，科特迪瓦已经进入干季，待降雨减少后割胶将恢复正常；另一方面，下游主要需求正在回暖中，国内轮胎企业生产经营走出淡季，汽车市场产销数据表现亮眼。天然橡胶从平衡表来看整体改变有限，但供需两旺阶段走势预期偏强。

#### 6 周期重拾上升大势

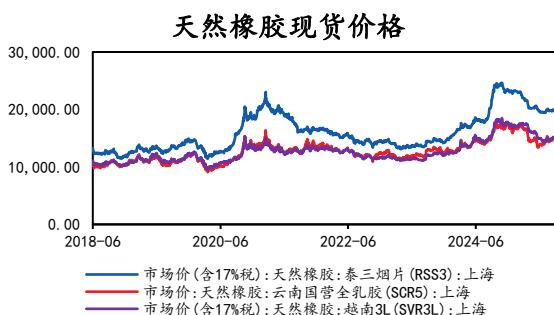
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。展望2025年度，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情，当前策略上可逢回调做多远月。

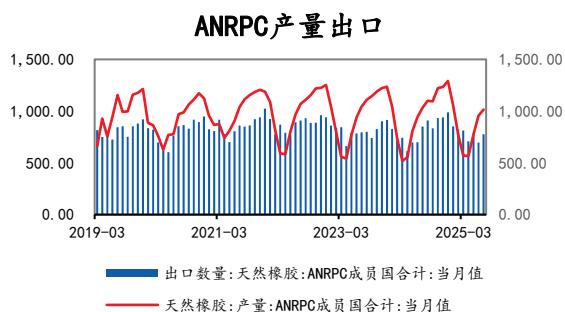
## 7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



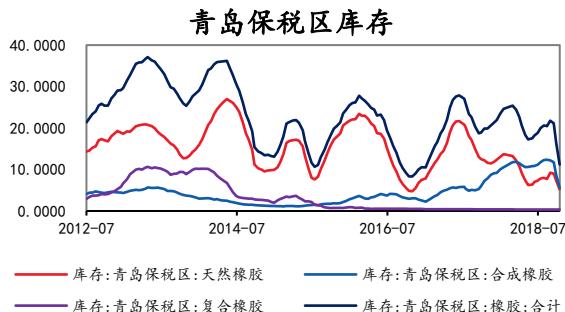
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31: ANRPC 产量出口



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33: 青岛保税区库存



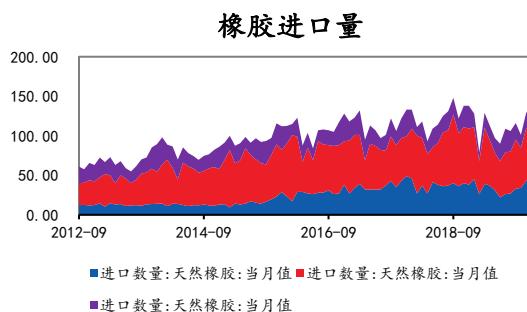
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30: 合成橡胶价格



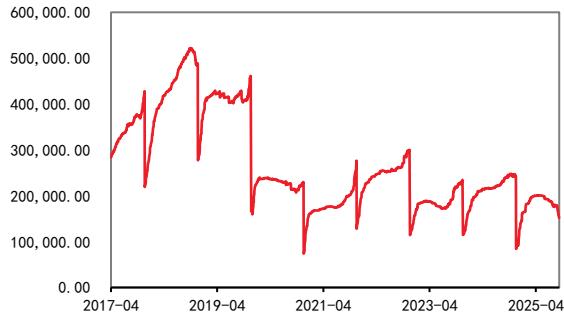
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32: 橡胶进口量

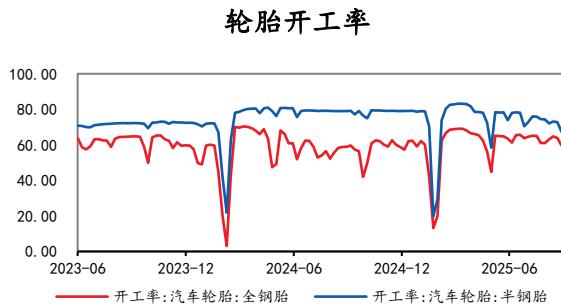


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

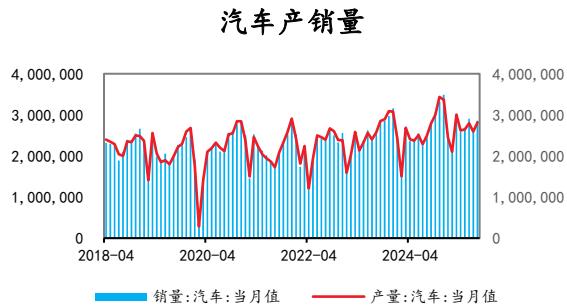
图表 34: 上期所注册仓单



图表 35：轮胎开工率



图表 36：汽车产销量





## 油脂油料：MPOB 利空报告释放，棕榈油止跌回升

### 1 外部豆类市场分析

#### 美豆优良率连续下滑，收割工作即将展开

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至9月7日当周，美国大豆优良率为64%，高于市场预期的63%，上年同期为65%。尽管美豆作物状况连续第二周下滑，但仍高于往年同期的平均水平。当周美豆结荚率为97%，与去年同期和五年均值持平；当周美豆落叶率为21%，去年同期为23%，五年均值为22%。美豆收割工作即将陆续展开，天气窗口即将关闭，在新季美豆缺乏中国采购的背景下，美豆供应压力将处于攀升状态。

#### 中美尚未达成贸易协议，美豆出口面临挑战

自2025年4月起，受中美贸易摩擦影响，中国对美豆加征关税后，美湾和美西大豆到岸成本远高于巴西大豆，从而推动中国进口商转向南美进行采购。与此同时，巴西大豆实现创纪录产量规模，也为其扩大对华出口创造条件。从目前美国农业部公布的出口销售数据看，中国进口商尚未进行美国新季大豆采购。2024年美豆对华出口量为2213万吨，是美国大豆最大的单一出口目的地，其他市场均无力承接如此巨量的美国大豆。美国大豆协会表示，受美豆对华出口停止影响，美国豆农正在遭受数十亿美元的损失。中美第四轮贸易谈判将于下周在西班牙展开，市场密切关注谈判进展。

#### MPOB 月报落地，棕榈油库存增幅符合预期

马来西亚棕榈油局（MPOB）周三中午公布了2025年8月供需报告。数据显示，8月棕榈油产量达到186万吨，环比增长2.35%，与市场预期一致；8月棕榈油出口量为132万吨，环比下降0.29%，低于市场预期的145万吨；截至8月底，马来西亚棕榈油库存为220万吨，环比增加4.18%，符合市场预期。马来西亚棕榈油库存连续六个月增加，不断攀升的供应压力正在引发市场新一轮抛售。

### 2 国内豆类市场分析

#### 进口大豆到港量保持高位，豆粕库存保持增长

海关总署公布的数据显示，8月份中国大豆进口量为1227.9万吨，环比增加5.2%，同比增长1.2%，为连续第四个月创下历史同期最高纪录。1-8月累计进口量7331.2万吨，同比增加4%。中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内豆粕库存量为116万吨，周度增加9.7万吨。预计9月进口大豆到港量依旧较高，豆粕因产出增加将保持累库状态。受此影响，国内豆粕现货价格涨能不足，9月初以来各地报价基本保持在2940-3050元/吨之间窄幅波动。

#### 三大油脂库存高企，油脂价格宽幅震荡

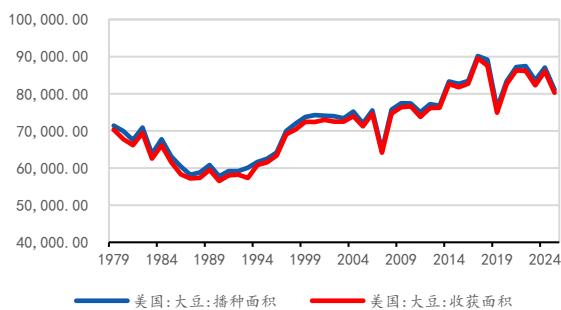
国内进口大豆原料供应充足，油厂月度大豆压榨量达到1000万吨左右。由于产出量大于消费量，国内豆油库存不断攀升。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为270.51万吨，周度增加0.34万吨，其中豆油库存达到144.30万吨，周度增加2.27万吨。目前油厂豆油库存连续刷新年内高点，并已攀升至历年同期第二高位。短期无法有效去库已成为困扰豆油价格上行的主要阻力。此外，来自棕榈油市场的利空压力得到释放，棕榈油低位买盘进场缓解市场跌势。国内油厂进口菜籽压榨量维持低位，进口压榨菜油产出有限，市场预期后期进口菜籽到港量偏紧，菜油市场暂获支撑表现偏强。

### 3 油脂油料市场展望

美豆即将进入收割期，优良率下降也无法改变美豆丰收大局。中美贸易谈判悬而未决，美豆对华出口受挫将推高库存，CBOT 大豆市场因缺少中国需求提振而涨能不足。从目前船期来看，国内四季度进口大豆订单已经基本落实，以巴西大豆货源为主，并不断扩大阿根廷和乌拉圭等进口渠道。国内豆粕近端供应充足，但远期进口大豆供应收紧预期犹存。粕类期货市场多空交织，中美贸易谈判进展对近期市场影响较大。印尼政府官员表示，该国可能在实施 B50 前，先执行 B45，即将生物柴油的强制棕榈油掺混比例定为 45%。此举将导致棕榈油工业消费低于先前预期，棕榈油市场的反弹节奏再度受阻。国内油脂库存高企，主动上涨动力仍显不足，有望跟随外盘油脂市场维持震荡状态。国产新豆零星上市，价格整体平稳。豆一期货宽幅震荡，新豆集中上市后的市场表现以及中储粮和地方龙头企业收购意向对未来行情影响较大。

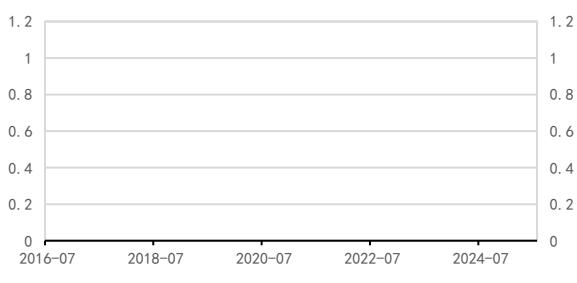
### 4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



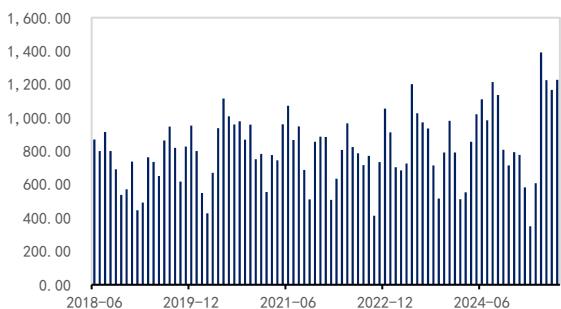
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：国内生猪存栏量



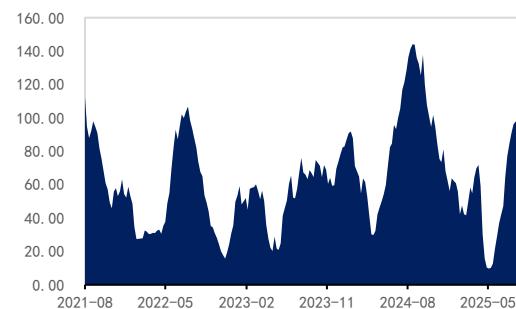
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：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 40：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所



## 法律声明

**版权免责声明：**本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

**报告内容免责：**本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

**报告使用免责：**本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

# 中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.ciccwmpf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

