

中金财富期货策略周报（2025年第5期）

研究员：

周度投资视点

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘坤

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

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

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

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

宏观策略：两会临近，市场将进入政策驱动阶段，2025年的宏观政策对市场影响仍然较大。从年初 deep seek 引发的科技股大幅上行，到流动性偏紧引发债市大跌，以及外围关税因素，“股债汇”不可能三角的压力依然较大，宏观政策的走向值得期待，关注两会给出的具体指引，商品市场将进入政策主导阶段。

股指期货：科技股行情对十几次行情绪影响较大，若对比2023年上轮AI科技股N字型行情，第一波拔估值的定价过程还难言结束，受益于近期主动多头科技类产品的扩张，我们倾向于认为后续AI领域资本开支是关注重点，中期看或许会对科技再次凝聚共识，但是需要耐心等待调整结束，目前位置不建议激进参与。

铜：美国开启新一轮关税威胁，特朗普签署行政命令，对铜启动232调查，令美商务部对铜进口可能征收的新关税，以重建美国的铜生产。全球铜价表现差异扩大，三地价差均走向极端，COMEX铜目前已经基本反应了加征10%关税的场景定价，同时围绕价差形成的套利机会。LME铜亚洲库存正在向北美地区转移，加速隐性库存暴露，全球铜库存来到历史高位水平，后期还需要看国内需求回归的情况。铜供应约束仍存，需求端处于淡季但后续将边际转好，这对铜价底部产生支撑，短期或因为宏观情绪价格有所反复。

锌：锌矿供应增量推动加工费持续上行，TC快速抬升后冶炼开工意愿提升，预计锌锭产量回升幅度有限。终端订单改善有限，使得初端企业开工虽有回升，但恢复情况不及预期，不过专项债发行同比增长，节奏超预期，有望在金三银四传统消费旺季体现。关税扰动及国内政策释放均存不确定性，宏观情绪仍有反复，下游需求低于预期，锌价维持震荡思路。

钢材：本周两会将在3月5日召开，强政策预期是否能兑现，将在本周揭晓。赤字率、专项债、特别国债及地产政策等是当前市场关注的焦点。考虑到当前市场预期普遍较高，应提防消息落地后预期回落的风险。

原油：全球原油供需格局正在从之前的偏紧平衡转向过剩甚至严重过剩，国际油价重心将在这一过程中逐渐震荡下移。主流机构预测2025年Brent原油平均价格为76美元/桶左右，一季度不排除低至65-70美元/桶。整体而言，我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险，当前原油价格处于偏中性估值水平，但今年不确定性因素较多，未来油价的波动率不容小觑。

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新一轮牛市，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，国内青岛地区库存节奏亦十分罕见，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：南美主要产区天气条件转好，天气炒作情绪降温，增产预期进入兑现阶段。在南美巨大的供应压力下，CBOT大豆市场涨势受限。国内豆粕市场在跟随美豆波动的同时，也受到来自国内高基差的支撑，阶段性表现略强于美豆。产地棕榈油因产量下滑导致的库存偏低对棕榈油价格仍有抗跌支撑。不过，马来西亚政府官员关于没有计划将棕榈油生物柴油的掺混比例从当前的10%提高至20%的表态，无疑为棕榈油生柴炒作浇了一盆冷水。此外，印尼为B40政策实施设置的过渡期即将结束，该国如何让B40落地尚不明朗。印尼国内有关棕榈油的各种政策措施层出不穷，若此次B40政策如期启动，新增需求有望继续提振资金做多棕榈油，否则，预期差甚至可能造成剧烈的踩踏风险。国内棕榈油完全依赖进口，成本传导是国内棕榈油市场跟随外盘波动的内在原因，而豆油和菜油在自身供给压力下，基本无力为棕榈油市场提供额外上涨动能。国产大豆产量已连续三年站稳2000万吨平台，国产食用大豆供给过剩状况持续扩大，无论是停拍还是延拍，供应压力后移，并不能从根本上解决国产大豆需求转化的困境。因此，豆一期货市场反弹的持续性仍需更多利多政策和现货加以配合。

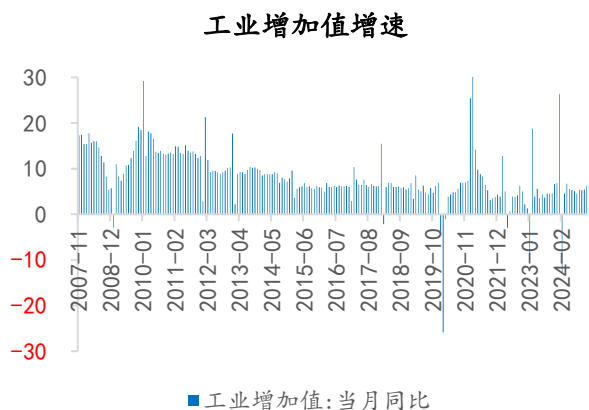
目录

周度策略：市场仍处在预期支配的阶段	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 8 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 8 -
2 PMI：服务业复苏相对薄弱	- 8 -
3 流动性为何紧张？	- 9 -
4 宏观策略	- 9 -
5 股指期货市场分析	- 10 -
铜	- 12 -
1 影响因素	- 12 -
2 结论	- 13 -
3 铜期货现货数据	- 13 -
锌	- 14 -
1 锌：影响因素	- 14 -
2 总结	- 15 -
钢材	- 16 -
1 25 年粗钢减产测算	- 16 -
2 两会前瞻	- 16 -
3 铁水产量回升 库存上升速度放缓	- 17 -
4 小结	- 17 -
5 钢材期货现货数据	- 17 -
原油	- 20 -
1 能源需求预期走弱	- 20 -
2 俄乌和平曙光初现	- 20 -
3 OPEC 或仍按兵不动	- 20 -
4 委伊制裁形成对冲	- 21 -
5 油价波动趋于稳定	- 21 -
6 下行风险高于上行	- 21 -
7 原油期现数据	- 22 -
天然橡胶	- 24 -
1 供需两淡均衡博弈	- 24 -
2 天气预测利于增产	- 24 -
3 终端保持一定韧性	- 24 -
4 关注库存边际变化	- 25 -
5 合成橡胶支撑减弱	- 25 -
6 沪胶重拾上升大势	- 25 -
7 橡胶期现数据	- 25 -
油脂油料：美豆震荡回落，豆一期货强势反弹	- 29 -

1 外部豆类市场分析.....	- 29 -
2 国内豆类市场分析.....	- 29 -
3 油脂油料市场展望.....	- 30 -
4 油脂油料市场主要数据	- 30 -

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



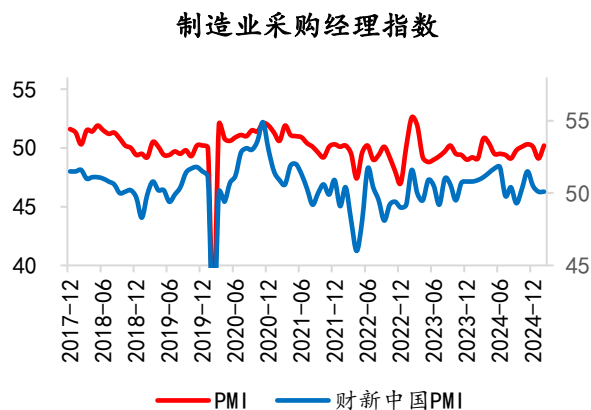
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



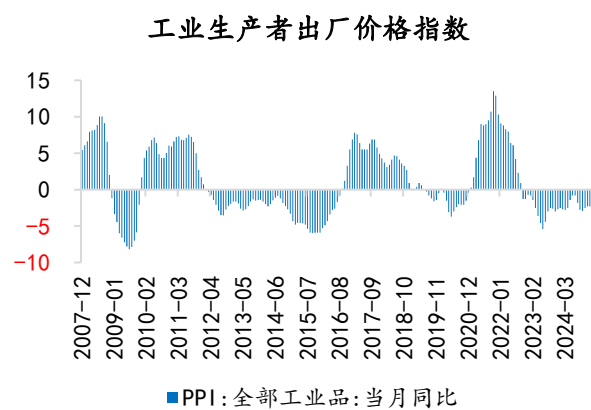
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



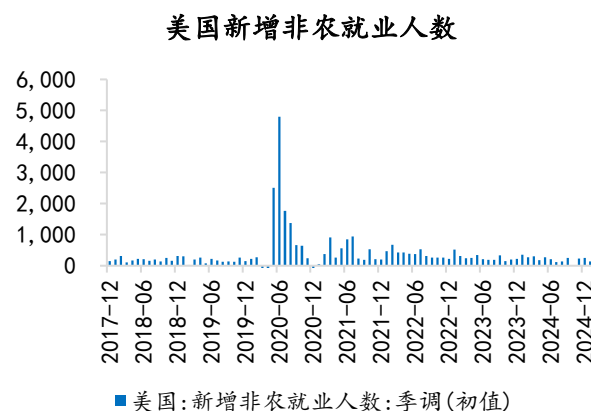
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场仍处在预期支配的阶段

本周市场将逐渐进入两会节奏，其中市场关注度较高的财政规模、GDP 目标等都可能披露。尤其是财政的“三支箭”：提高赤字率、增加发行超长期特别国债和增加地方政府专项债券等对市场预期影响较大。海外方面，川普的关税将逐渐落地，美国经济也进入“经济硬着陆”的担忧之中，关税持续对外围定价的品种形成扰动。

两会关注什么？

3 月，历来是政策密集的月份，2025 年经济仍然面临下行压力，加之外部不确定性增加，财政与货币政策仍将组合发力，因此宏观政策仍是市场关注的焦点。

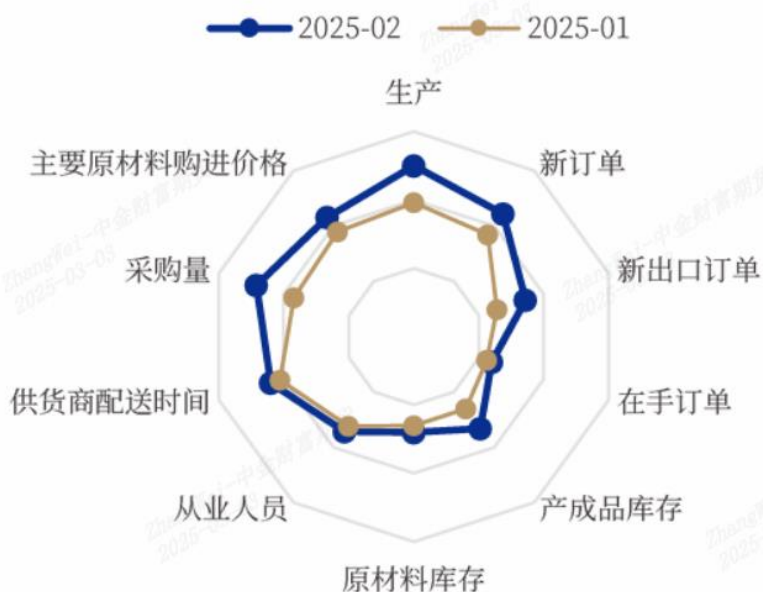
全国两会关注什么？重点关注以下四个方面：1、总量目标；2、政策工具；3、结构亮点；4、中长期改革方向。

首先是总量目标，预计 5% 增长目标预计不变，提振消费是关键。如何提振消费？中央经济工作会议提出，要推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级，并用好支持性政策工具，从具体措施来看，重点推进可能仍然围绕以下五个方面：一是提升中低收入人群的收入水平，可以通过相对精准的收入补贴政策来加以支持，二是加快银发经济的发展，三是广义财政发力进一步加大对基本公共服务和基础设施的建设和支持，四是用好消费品补贴政策，五是改善营商环境，挖掘消费潜力。

宏观政策方面，财政积极、货币宽松，兼顾扩内需、调结构。一是货币财政协同，广义财政发力助力扩内需，二是财政预算内工具发力，助力政府消费及政府投资，三是预算外的准财政领域也是广义财政发力的重要补充。

中长期改革关注四大领域，重在调动各方面积极性。一是统一全国大市场，破除地方保护主义与同质化竞争，二是推进民营经济高质量发展，三是深化国企改革，在统筹发展与安全、产业转型与创新领域发挥更大作用，四是改善消费、营商环境。

图表 1：PMI 分项



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

我们认为财政规模仍是市场的焦点，也是对市场影响最大的部分。

我们对财政方面的预计是：一是继续强调置换地方政府存量隐性债务，提振地方积极性；二是发行超长期特别国债，预计可能 1-2 万亿；三是补充大行资本金，增加对实体经济的支持，预计可能 5000 亿-1 万亿；四是提升赤字率，预计 3.5-4% 左右；五是更大规模发行地方专项债，可能在 4 万亿以上。

对于宽财政的力度，暂时不应持过于乐观的预期，一方面，后续如果出现贸易摩擦明显加剧的情形，则存在年中加大财政力度的可能，这也是 2023、2024 年年末财政加力的启示，另一方面，我们认为资金的用途、机制的完善、化债对地方现金流的改善等变化较资金规模更具稳增长的意义。

因此，两会期间的财政是否符合预期，对市场预期影响较大，值得密切关注。

海外市场的预期大幅变化

海外市场，处在特朗普上台的满月期，大事件频出。单从美股表现来看，市场的方向是偏向交易“滞涨”，但结合美元和美债走势，更像是交易“衰退”，因此整体显得扑朔迷离。

首先，美国经济放缓担忧升温，消费走弱的信号集中释放：沃尔玛业绩指引“惨淡”；2 月咨商会消费信心指数和密歇根消费信心指数大跌；2 月 Markit 服务业 PMI 初值 49.7 大幅低于预期值 53；1 月美国零售月环比创 2 年来最大跌幅。亚特兰大联储 GDPNow 模型在 2 月 5 日将一季度经济增速从 3.9% 大幅下调至 2.9%，2 月 14 日进一步下调至 2.3%。

其次，关税预期在下落后又起。由于特朗普就职以来的关税政策落地有限，不及竞选承诺般激进，市场似乎暂“松一口气”；但近期特朗普再次强调对加墨 25% 关税计划于 3 月 4 日如期生效、重启对数字服务税的调查、发布《美国优先投资政策》备忘录，重回强硬立场。

最后，特朗普-财长贝森特的“紧财政倾向”已见雏形，并且债务上限问题未决，限制财政扩张。

综合消费、房地产等读数看，美国经济仍保持一定韧劲，通胀有回升风险，美联储暂停降息、观望评估，因此整体情况仍继续观察。关税政策和政府改革及减税将给通胀带来影响。美元方面，美国基本面较欧洲强，美欧货币政策分化，美元将维持相对强势状态。美股方面，特朗普政策不确定性扰动，美股估值相对偏高，资金全球再配置，美股震荡转弱。美债方面，再通胀风险下，美债中长端利率将维持在相对高位。

商品市场将进入政策主导阶段

两会临近，市场将进入政策驱动阶段，2025 年的宏观政策对市场影响仍然较大。从年初 deepseek 引发的科技股大幅上行，到流动性偏紧引发债市大跌，以及外围关税因素，“股债汇”不可能三角的压力依然较大，宏观政策的走向值得期待，关注两会给出的具体指引，商品市场将进入政策主导阶段。

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	2 月 24 日	国常会：在电信、教育、文化、医疗、金融等领域研究推出一批新开放举措	继续加大对外开放	对抗美国的小院高墙政策
	2 月 28 日	外交部回应美威胁对华再加征 10% 关税：将采取一切必要措施	中方对此强烈不满，坚决反对，将采取一切必要措施，坚定维护自身的正当利益。	美方再次以芬太尼问题为借口威胁对中国输美产品加征关税
数据	2 月 24 日	美国服务业 PMI 意外萎缩	美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值 49.7，创 2023 年 1 月份以来新低	预期 53，前值 52.9
	2 月 24 日	密歇根消费者长期通胀预期飙升至 3.5%	创 1995 年以来新高	消费者信心低迷
事件	2 月 28 日	美国对墨加两国加征关税 3 月 4 日如期生效	特朗普表示，原定于 3 月 4 日生效的对墨西哥和加拿大的关税将如期实施。4 月 2 日的对等关税计划仍将完全生效。	贸易战之下，没有赢家

资料来源：中金财富期货研究所

2 PMI：服务业复苏相对薄弱

2025 年 2 月中国综合 PMI 产出指数为 51.1%，比上月上升 1.0 个百分点。

服务业的现状与建筑业的预期相对薄弱。三大行业中，建筑业商务活动指数回升至 52.7%，去年 12 月和今年 2 月的运行水平较去年 6-11 月明显抬升，反映财政政策加码后，建筑业景气度得到了较明显恢复。制造业 PMI 生产指数自去年 9 月回升，2 月创下自此以来的新高，反映制造业景气也得到有效回升。但服务业商务活动指数降至 50%，1、2 月份均未回到去年 12 月创下的高点，反映服务业可能是本轮经济回暖的薄弱环节。从预期指标来看，建筑业、服务业、制造业业务活动预期指数分别处于 2021 年以来的 6.1%、28.5%、44.8% 分位水平，服务业和建筑业预期均在去年 10 月后呈现出运行中枢的有效回升，但 1、2 月建筑业预期连续回落，反映建筑商对于房地产止跌回稳的信心可能仍较脆弱。

制造业原材料行业初现回暖信号。制造业各分项指标多较上月改善，体现春节假期后制造业产需较快恢复，价格呈现修复。从制造业原材料购进价格指数与 PPI 环比之间的相关性推断，我们预测 1 月 PPI 环比增速持平于上月的 -0.2%，对应同比增速从上月的 -2.3% 回升至 -2.2%。值得注意的是，2 月制造业原材料库存指数降至 2021 年以来 6% 分位水平；而采购量指数升至 2021 年以来 90% 分位水平、供应商配送时间指数升至 92% 分位水平、大型企业 PMI 也升至 92% 分位水平。这组较有特点的数据，反映了当前制造业原材料库存较低，企业积极采购且原材料供应商交货时间较快，意味着上游原材料行业（多为大型企业）的需求开始有所好转，产能利用率或将回升，进而价格回升的基础有望逐渐酝酿。

非制造业投入品呈“供大于求”。2 月非制造业 PMI 各分项多数回落，其上游供应也呈现出与制造业类似的特点：非制造业投入品价格指数降至 2021 年以来 4%分位水平；而供应商配送时间指数升至 2021 年以来 98%分位水平。这说明非制造业（特别是服务业）的投入品呈现“供大于求”的局面，其中包含譬如人力投入、制造业下游产品投入等，意味着物价水平整体回升的基础尚欠缺。建筑业中，随着投资项目（尤其是基础设施建设项目）陆续动工、复产，商务活动、新订单、价格相关指标均较上月回升，而业务活动预期和从业人员指数均从上月高位回落，反映建筑行业似乎正从强预期、弱现实向二者收敛过度。服务业中，随着节后假日效应消退，各分项指标的变动方向与建筑业恰相反，服务业企业预期相对稳健。

当前中国经济复苏的亮点在于基建和制造业，而服务业回暖程度较有限、房地产回稳的信心仍相对脆弱。尽管近期一线城市二手房、家电零售、电影票房、快递揽收量等高频数据展现出结构性亮点，AI 科技领域风头正劲，但中国经济真正企稳回升，还需要在如何解决内卷式恶性竞争、稳定就业和收入预期、改善民营企业家中长期信心等关键问题上持续发力。

3 流动性为何紧张？

年初以来，资金面维持紧平衡状态，尤其是短端利率明显抬升。那么，一季度政府债供给还剩多少？3 月流动性缺口有多大？资金面后续会改善么？

开年资金为何紧？资金利率方面，2025 年资金面维持紧平衡态势，与 1 月相比，2 月资金面压力略有缓和，流动性分层现象缓解。央行操作方面，春节前央行重启 14 天逆回购，1 月和 2 月央行继续缩量续作 MLF，而买断式逆回购操作保持较高规模，对中长期流动性构成重要补充。长债利率方面，2025 年长债收益率呈现先震荡后上行的走势，资金面持续收紧成为影响债市的主要因素。债券托管方面，2025 年 1 月债券托管规模环比增速放缓，分券种看，利率债托管环比增量收缩，其中地方债继续贡献主要增量；分机构看，1 月银行和广义基金大幅减持。

政府债供给多少？国债方面，参考 1-2 月同类型国债单只发行规模，我们预计 3 月国债或将发行 1.4 万亿元，考虑 7122 亿元的到期量，国债净融资规模或近 6500 亿元。地方债方面，我们预计 3 月地方政府新增债和普通再融资债规模分别为 4100 亿元和 4200 亿元；今年特殊再融资债发行进度已近半，3 月特殊再融资债发行规模或约 4500 亿元，则地方债发行总规模近 1.3 万亿元，净融资规模约 1.2 万亿元。总的来看，我们预计 3 月国债和地方债发行分别约 1.4 万亿元和 1.3 万亿元，政府债净融资规模合计超 1.8 万亿元。

资金面会改善么？从资金供需的角度看，3 月政府债净供给规模较高，缴准规模增长也对流动性构成扰动，而提现回流对流动性有一定补充，在排除逆回购和 MLF 到期因素的情况下，我们预计 3 月流动性缺口约 2600 亿元，资金面存在一定的压力。往后看，“两会”后资金利率有望和往年类似趋于转松，央行净投放也将边际增加，随着后续国债发行规模提升，政府债供需失衡或边际缓解。在政府债供给放量的阶段，央行或主要通过买断式逆回购补充中长期流动性投放，汇率压力缓解后央行或将重启国债买入，届时资金中枢有望回落，尤其是短债利率和短期限存单利率。

4 宏观策略

目前工业品处在宏观数据和供需关系的相对真空期，但是却处在特朗普上台和关税政策的密集

期，因此价格波动主要由情绪所引起。对于部分炒高的工业品，可关注逢高卖出保值机会。

5 股指期货市场分析

科技股连续大涨之后回落

两市震荡回升，上周沪深 300 周-2.22%，上证 50 周-1.61%，中证 500 周-3.26%，中证 1000 周-2.77%，跟指数明显回落。

市场短期波动更多缘于外部冲击。参考过往牛市中促发回撤的因素：政策转向/加强监管引发的流动性收紧以及外围冲击，我们认为周五市场大跌主要缘于外部冲击：特朗普签署《美国优先投资政策》备忘录并再挥关税大棒。对内来看，虽然近期受央行对过快下行的债市收益率进行纠偏以及“稳汇率”侧重有所增强导致资金面持续偏紧，但我们认为政策仍将延续宽松的区间，货币政策“适度宽松”的基调不会改变，后续两会大概率会延续 12 月经济工作会议的宽松基调，降准、降息的指向依然明确，仅是时点的选择上可能偏后。

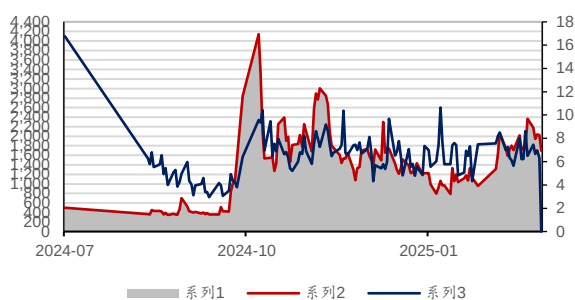
耐心等待调整结束

经济环境上看，因多项 1-2 月宏观数据将于 3 月份公布，1 月数据相对有限。1 月，CPI 温和增长，PPI 延续低迷。企业现金流压力仍然较大。1 月末，非金融机构企业人民币活期存款比上月末下降 11791.4 亿元，下降金额低于往年春节前水平（主要因春节前企业通常会集中发放年终奖和工资），同时，企业活期存款余额同比降幅大于往年水平。2 月制造业 PMI 指数回暖，主要体现在大型企业。大型企业 PMI 为 52.5%，上升 2.6 个百分点，中小企业仍然下滑。

政策环境上看，政策环境继续保持友好，强调科技创新引领新质生产力，内需消费成为经济发展主动力。《经济工作必须统筹好几对重要关系》一文指出，要加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。以科技创新为引领，大力培育壮大新兴产业和未来产业，推动新旧发展动能平稳接续转换。国务院国资委召开“AI+”专项行动会议，要求国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期。

我们认为在经历阶段性再均衡后，后续市场风格更多取决于流动性充裕与通胀回升之间的角逐，及对应以科技为代表的小盘成长与核心资产之间的权衡。短期在剩余流动性充裕之下，政策空中加油信号的显现或将促使市场风险偏好再次提升，增量资金进场小盘成长更为受益；经济复苏之下内需消费、周期资源品或具备更强的业绩弹性，若价格水平出现更明显的回升迹象，则市场或偏向高低切之下的核心资产。

图表 8：融资融券数据图



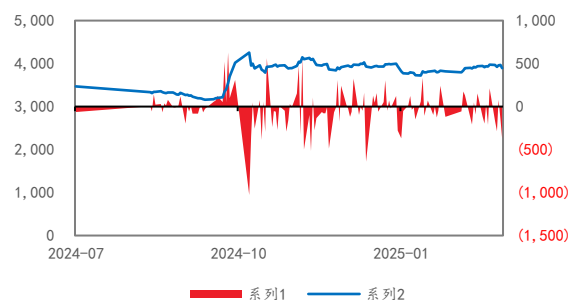
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



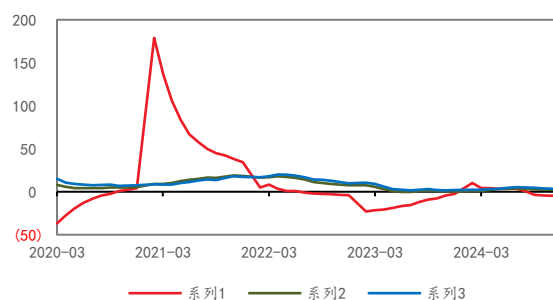
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海外矿端供应偏紧

近年来全球铜矿扰动频发，对有效供给形成约束。近年来，全球铜矿供给扰动率约为原定产量目标的 5%，背后反映出的是近年来前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。一系列因素将在中长期内影响矿业开采，对有效供给形成约束。全球铜精矿产量：据 ICSG 统计，2024 年 11 月全球铜精矿产量为 209.6 万吨，同比+7.9%。2024 年 1-11 月全球铜精矿产量合计为 2,090.70 万吨，同比+3.1%。近期智利铜矿经历大规模停电后正在逐步恢复运营，铜矿供应扰动暂缓。

供应端趋于宽松

铜精矿现货 TC 持稳处于低位，矿山新增产能有限与冶炼产能扩张的矛盾仍在继续演绎，CSPT 小组敲定 25 年 Q1 铜精矿加工费 TC 为 25 美金。铜冶炼加工费长单价格的大幅下滑。将进一步压缩国内铜冶炼厂利润，铜冶炼厂减产及矿端紧缺向电解铜传导的可能性也将增加。2025 年 1 月 SMM 中国电解铜产量为 101.38 万吨，同比上升 4.54%，新增铜产量 4.4 万吨，不过产量环比有所下降，除了统计时长减少（只到 25 日），还存在个别冶炼厂检修和原料供应问题。进入 2 月，铜冶炼厂总体生产稳定，预计 2 月国内电解铜产量环比增加 5 万吨左右。

需求复苏，但低于预期

精铜制杆开工率为 74.25%，环比+12.16pct；再生铜制杆开工率为 30.75%，环比+11.79pct。据 SMM，随着排除春节假期停产影响，精铜杆企业周度开工率环比回升，但本周消费仍明显受制于铜价的波动和终端消费的疲软，下游提货有较明显恢复，但铜价抬升后新增订单再度受抑，同时终端消费恢复缓慢，抑制精铜杆下游企业提货节奏。

国家统计局发布数据显示，1-10 月份全国房地产开发投资 86309 亿元，同比下降 10.3%（按可比口径计算）；其中，住宅投资 65644 亿元，下降 10.4%。1-10 月份房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米，同比下降 12.4%。其中，住宅施工面积 504493 万平方米，下降 12.9%。房屋新开工面积 61227 万平方米，下降 22.6%。其中，住宅新开工面积 44569 万平方米，下降 22.7%。房屋竣工面积 41995 万平方米，下降 23.9%。其中，住宅竣工面积 30702 万平方米，下降 23.4%。

关税将考虑其他国家的汇率、税收、关税、非关税壁垒以及任何“不公平限制”。特朗普提名的商务部长表示，政府将根据不同国家逐一处理，政策研究预计在 4 月 1 日前完成。白宫官员表示，美国将在 180 天内提出一份报告，详细说明针对具体国家的拟议措施，不排除全球统一关税的可能性。特朗普表示，通过其他国家运送商品以避开关税的做法将不被接受；将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；预计许多国家的关税将保持不变；不要期待会有任何豁免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税，汽车关税可能与其他行业关税同时实施；短期价格有可能上升。

2 结论

美国开启新一轮关税威胁，特朗普签署行政命令，对铜启动 232 调查，令美商务部对铜进口可能征收的新关税，以重建美国的铜生产。全球铜价表现差异扩大，三地价差均走向极端，COMEX 铜目前已经基本反应了加征 10% 关税的场景定价，同时围绕价差形成的套利机会。LME 铜亚洲库存正在向北美地区转移，加速隐性库存暴露，全球铜库存来到历史高位水平，后期还需要看国内需求回归的情况。铜供应约束仍存，需求端处于淡季但后续将边际转好，这对铜价底部产生支撑，短期或因为宏观情绪价格有所反复。

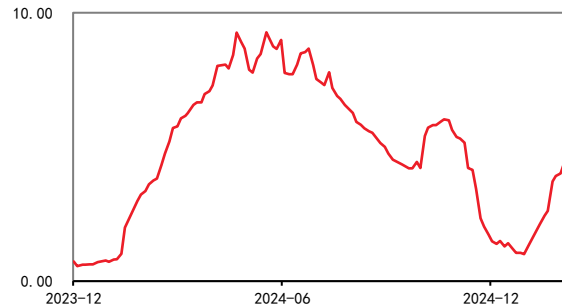
3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



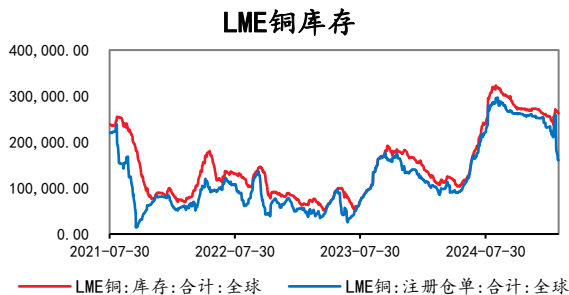
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



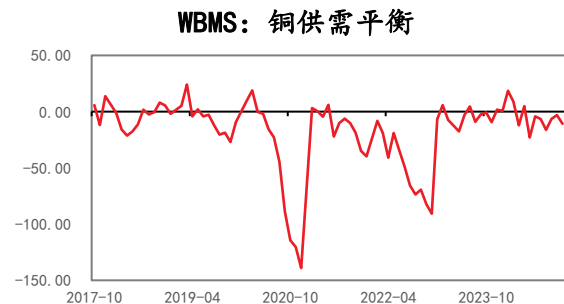
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



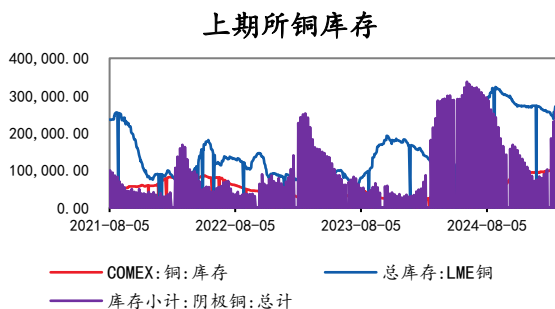
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



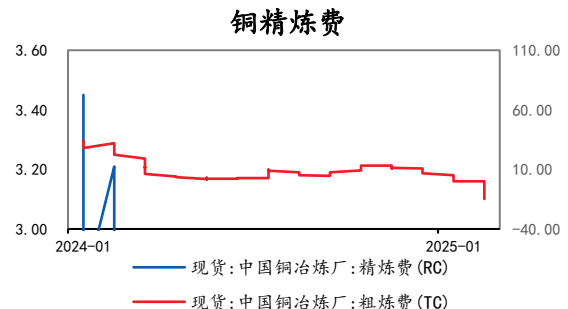
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

2025 年全球新增 65 万吨，同比增 5.5%

因天气、品味、罢工等因素扰动，海外矿山扰动不断，部分矿山项目延后，全球矿端偏紧格局暂未改善。根据百川盈孚调研结果显示，艾芬豪的刚果 Kipushi 已经在 6 月中旬投产出矿，预计最大年产能可达 25 万吨，2024 年预期出产量 4-5 万吨；俄罗斯的 OZ 矿延迟复产，乐观预期 2024 年年底出产，预计下半年难以带来增量。国内前期因暴雨等因素减产矿企逐步恢复正常，部分矿山有新增减产。月内陕西某铅锌矿已复产发货销售；四川某铅锌矿企业 8 月暂停生产，月内暂无锌精矿供应，目前已恢复运行；云南某矿山锌精矿产量下降，暂无外售锌精矿，9 月预计难提产；吉林某矿山因附近修路导致运输受阻，暂未对外发货。

2023-2024 年海外锌精矿因铅锌价格下跌导致部分高成本矿山停产，随着 2024 年强预期推动叠加供应约束下，锌价上行至最高 3284 美元/吨，下半年锌价平均值 2945 美元/吨，近半年时间基本覆盖 90% 以上的锌矿成本，同时 2024 年锌精矿 TC 大幅下滑，锌矿成本下行，锌矿利润大幅好转，全球锌矿项目复产+新增陆续贡献增量，2025 年全球矿山产出的稳定性会好于 2024 年。

据海关数据显示，中国 2024 年 1-11 月进口锌精矿 165.6 万吨，累计同比-15%，海外矿山投产不及预期叠加减产扰动，国内锌精矿整体供应严重下滑。

冶炼产量在矿端紧缺的影响下呈现萎缩状态

炼厂仍处于亏损状态，对加工费看涨情绪较为浓厚，目前国产主流 TC 报价 2,750 元/金属吨，进口 TC 上调至 20 美元/干吨，预计后续加工费将进一步抬升。1 月产量环比小幅增加，但增幅不及预期；2 月原料端限制减少，利润好转下炼厂生产积极性较高，但因自然日减少，2 月产量预计环比下滑。

根据海关数据，2024 年 12 月锌锭净进口 3.23 万吨，同比变动 41.4%，环比变动-15.6%，1-12 月累计净进口锌锭 47.32 万吨，累计同比变动 13.3%。

镀锌开工率偏低

节后下游复产稳步推进，各板块开工持续回升，但从终端来看，消费传导尚需时间，整体订单仍较弱。

2021 年至 2024 年，房地产开发投资额和住宅开发投资额逐年开始下滑，2024 年房地产开发投资额降至 10.1 万亿元，同比下降 10%，其中住宅开发投资额为 7.7 万亿元，开发投资回到 2017 年水平。房地产投资完成额同比不断下行，竣工贡献负增长，房地产行业用锌量预计会持续下行。锌的建筑需求主要体现在施工端墙体的骨架、屋顶使用镀锌钢材，消防水管、通风管道用镀锌管道，楼层板及施工浇筑平面用镀锌板块。竣工端则是门窗、护栏和卫浴等对镀锌板卷和锌合金的需求。进入 2024 年，随着房地产竣工端同比增速转负，房地产行业需求全方位下滑。

中汽协数据显示，11 月汽车产销分别完成 343.7 万辆和 331.6 万辆，环比分别增长 14.7% 和 8.6%，同比分别增长 11.1% 和 11.7%，月度产销创历史新高。1-11 月汽车产销分别完成 2790.3

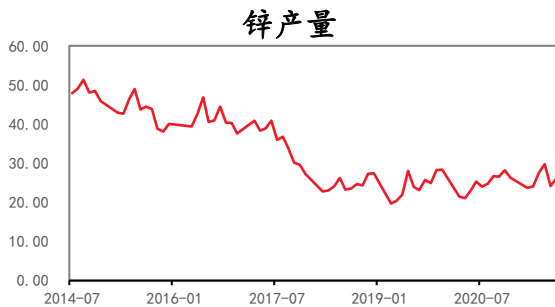
万辆和 2794 万辆，同比分别增长 2.9%和 3.7%，汽车产量增速较 1-10 月扩大 1.1%，销量增速扩大 1 个百分点。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.3%。四季度是国内消费旺季，补贴力度加大带动国内换新需求明显增加可部分抵消出口减弱，预计四季度国内汽车产量表现仍较好，但海外汽车产量可能持续偏弱。

2 总结

锌矿供应增量推动加工费持续上行，TC 快速抬升后冶炼开工意愿提升，预计锌锭产量回升幅度有限。终端订单改善有限，使得初端企业开工虽有回升，但恢复情况不及预期，不过专项债发行同比增长，节奏超预期，有望在金三银四传统消费旺季体现。关税扰动及国内政策释放均存不确定性，宏观情绪仍有反复，下游需求低于预期，锌价维持震荡思路。

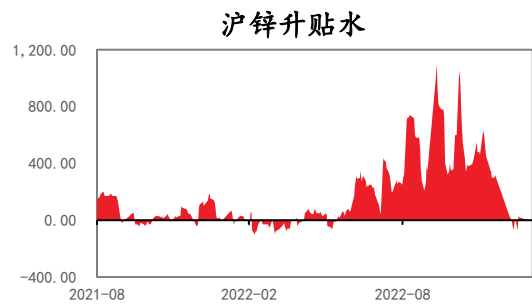
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



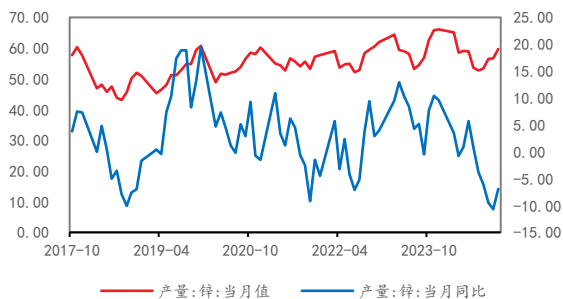
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：沪锌升贴水



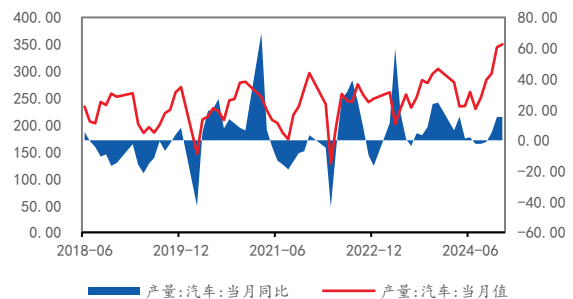
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 25 年粗钢减产测算

从 2020 年中国粗钢产量创下 10.65 亿吨的历史峰值后，围绕“双碳”目标的产能调控政策逐步加码。2021 年首次提出“全年产量平控”，通过关停小高炉、环保限产等行政手段实现压减 3200 万吨，2022 年随地产需求超预期下滑，粗钢产量进一步降至 10.13 亿吨，行业亏损面扩大倒逼政策转向市场调节。2023 年后，伴随海外出口激增和国内需求收缩的“剪刀差”，粗钢产量回升至 10.19 亿吨，政策工具逐步转向“能耗约束+出口税费调节”组合拳。至 2024 年，工信部再度暂停产能置换，叠加能耗双控深化，粗钢产量回落至 10.05 亿吨，行业供需矛盾边际缓和但产能过剩压力仍未根本解除。

近期，传闻 2025 年将设定压减 5000 万吨的目标，对标 2021 年高点压减 3200 万吨，意味着较 2024 年产量下降 5.0%。这一幅度远超“十四五”期间年均 1.4% 的降速和 2021 年 3% 的降幅。部分省份如河北、江苏、山东产量较高，三地占全国产量 45% 以上，这些地区若严格执行减产，可能面临较大经济压力。若 2025 年强行压减 5000 万吨，相当于要求三省合计减产 2250 万吨（按比例估算），可能造成直接税收流失超 200 亿元，而当前中央财政补偿机制（如 2024 年产能退出补偿基金仅 80 亿元）难以覆盖缺口，地方执行可能性较低。

产能结构调整路径存在显著瓶颈。电炉钢占比提升至 15% 的目标需新增 3000 万吨废钢供应，但回收体系滞后制约短期突破空间。尽管铁矿价格中枢下移至 108 美元/吨缓解成本压力，焦炭保供问题仍侵蚀钢厂利润空间，当前吨钢毛利不足 200 元的水平难以驱动主动减产。若转向行政化手段强制关停 1000m³ 以下高炉，理论最大减量约 3000 万吨。

综合研判，2025 年达成 5000 万吨粗钢减产目标概率较低，更可能通过 2% 左右的渐进式产能优化实现政策意图。

2 两会前瞻

面对内部需求疲软、青年失业率高企、外部关税冲击升级的多重压力，2025 年两会将成为中国经济政策从“危机应对”转向“系统重构”的关键转折点。政策制定者需在稳增长与防风险、短期纾困与长期转型之间寻找动态平衡，既要避免传统刺激手段的路径依赖，又要为“新质生产力”培育开辟制度空间。从财政发力、货币调节、产业突围到房地产纾困，一套兼顾短期托底与长期破局的政策组合正在酝酿。

财政扩张的力度与结构将体现“精准滴灌”思维。为对冲外需萎缩，赤字率可能从 3% 提升至 3.5%-3.8%，对应新增赤字规模约 4.5 万亿元，但资金投放严格锚定“新质生产力”导向。专项债额度或扩容至 4.2 万亿元，重点支持“东数西算”数据中心、城市更新中的地下管网改造、新能源充电桩网络等兼具短期投资拉动与长期结构升级的领域。

消费刺激政策告别粗放补贴模式，转向“供给创造需求”的创新路径。新能源汽车“以旧换新 2.0”可能将补贴从 1 万元提至 1.8 万元，同步取消购车资质限制；家电依旧换新的补贴力度、补贴范围和补贴额度将进一步上升，并常态化。

房地产政策将在“防风险”与“去依赖”间艰难平衡。短期纾困聚焦流动性救援：设立 3000 亿元专项基金，通过债转股置换房企高息美元债，优先保障“保交楼”项目资金注入。需求端松绑限购政策，除一线城市核心区外全面取消购房资格限制，二套房首付比例从 40%降至 30%，三四线城市试点购房契税全额补贴。中期重构指向“市场+保障”双轨制，保障房建设目标从 200 万套提至 300 万套，创新“共有产权房异地置换”机制；土地财政替代路径上，试点城市将国企利润的 30%划入地方财政，并扩大基础设施 REITs 至商业物业领域。长期破局依赖房地产税试点扩围至 30 个城市，采用“阶梯税率+免征面积”设计，同步推动国企收购存量商业地产改造长租公寓，建立“租金收益率锚定资产价值”的新估值体系。

3 铁水产量回升 库存上升速度放缓

上周全国高炉产能利用率略增，电炉产能利用率继续增加。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 85.6%，环比上升 0.2 个百分点，同比上升 2.0 个百分点；91 家电炉产能利用率为 45.8%，环比增长 4.1 个百分点，同比增加 11.9%。五大品种钢材的周产量为 842.3 万吨，环比增长 0.7%，同比增长 2.7%。上周长流程产量略增，日均铁水产量增加 0.6 万吨至 228.0 万吨。节后需求持续恢复，钢厂利润尚可，电炉产量增加等因素带动钢材产量回升。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1341.8 万吨，环比增长 2.1%，同比下降 22.2%。钢厂库存为 537.4 万吨，环比下降 2.3%，同比下降 24.3%。钢材总库存的累积速度显著放缓，环比增长 0.8%，增幅较前一周收窄 1.5 个百分点。厂库在节后首次去库，螺纹钢降幅明显，社会库存环比增幅收窄。

根据产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 827.3 万吨，环比增长 4.1%，同比增长 18.4%。其中，螺纹钢的周表观消费为 190.7 万吨，环比增长 13.1%，同比增长 68.4%。上周五大品种钢材的表需环比持续好转，建筑钢材与板材消费同步回升，建筑钢材成交略有下降。

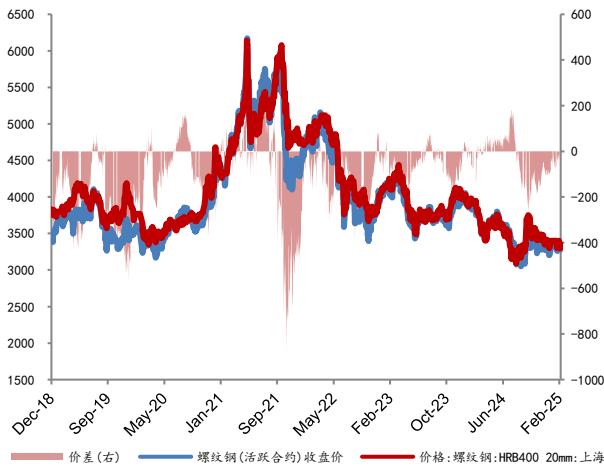
上周钢材现货价格走弱，主流钢材品种的即期毛利收窄。247 家钢厂的盈利率为 50.2%，环比增长 0.4 个百分点。

4 小结

本周两会将在 3 月 5 日召开，强政策预期是否能兑现，将在本周揭晓。赤字率、专项债、特别国债及地产政策等是当前市场关注的焦点。考虑到当前市场预期普遍较高，应提防消息落地后预期回落的风险。

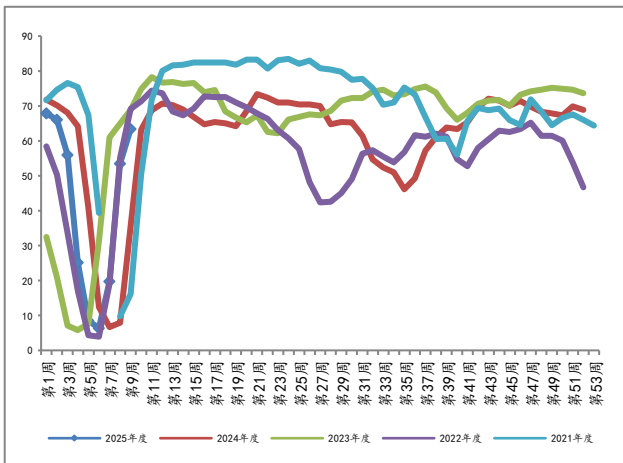
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



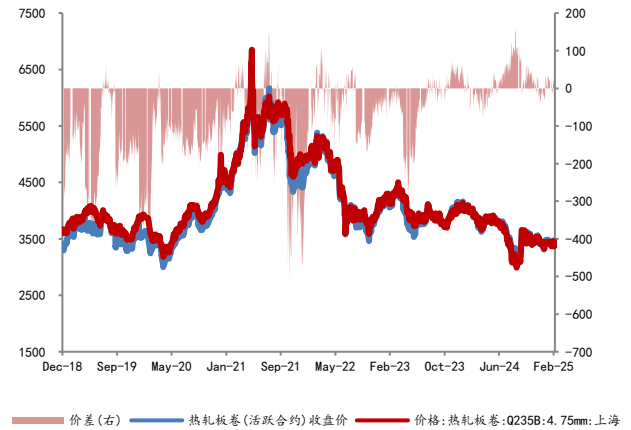
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



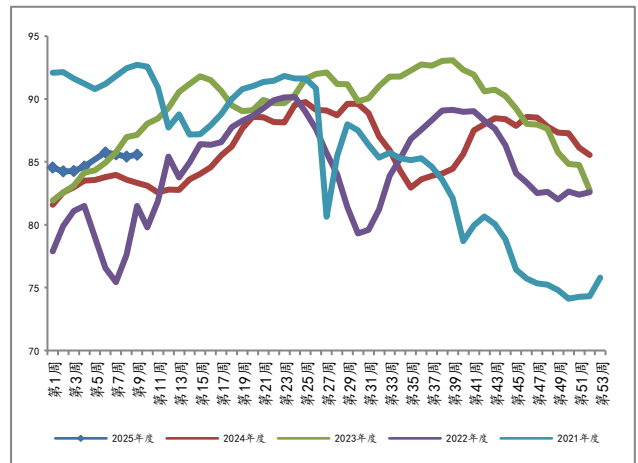
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



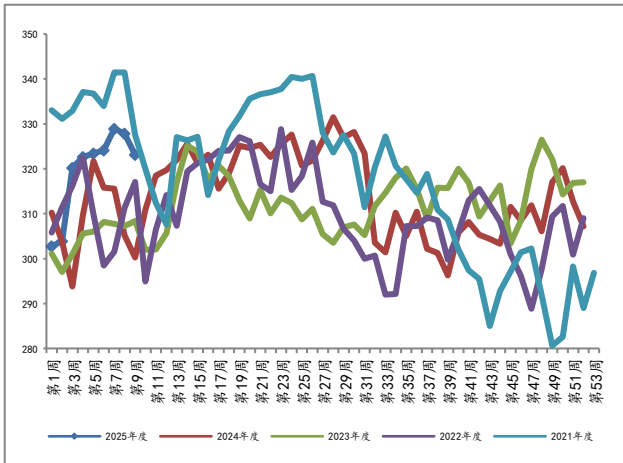
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



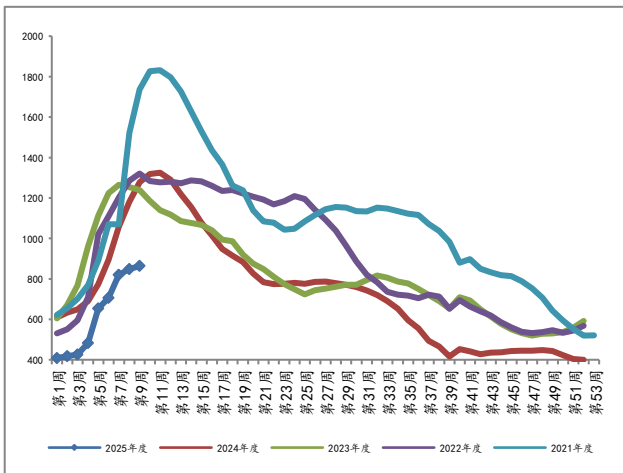
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



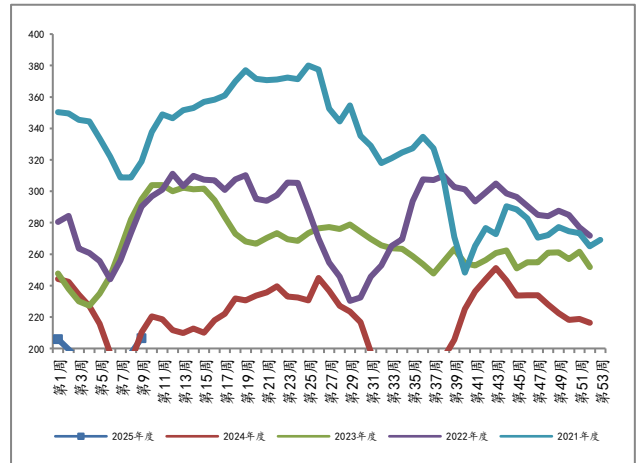
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



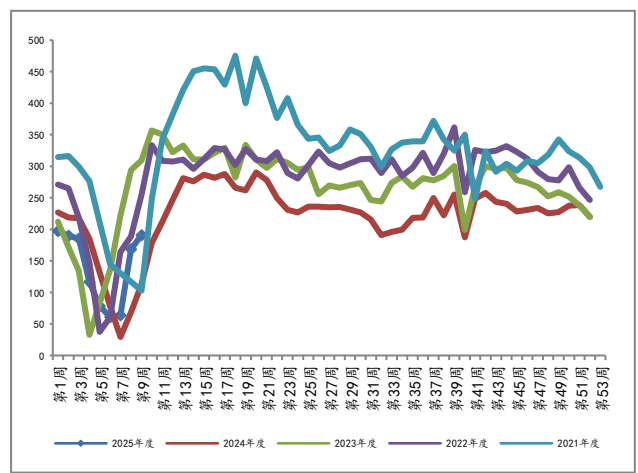
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 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 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 能源需求预期走弱

原油基本面缺乏利多提振，在未来需求不确定的前景下，偏悲观情绪令油价容易出现下行风险。

时值北半球能源需求传统淡季，随着美国寒潮天气逐渐消退，成品油消费变得青黄不接。美国炼油厂准备春季检修，导致原油加工量季节性下滑，尽管最新的高频数据意外录得去库，但需求拖累下美国商业原油库存仍以累库趋势为主。另一方面，特朗普政府对北美和欧洲盟友采取加征关税政策，其贸易保护主义将对包括能源在内的总需求造成负面影响，加剧了原油市场对此前过剩预期的担忧。

从三大原油机构的月报来看，EIA、IEA 和 OPEC 对 2025 年全球原油需求增速预测分别为 136、110 和 145 万桶/日，虽较前值小幅上修但仍显著放缓。中长期来看，全球原油市场供需平衡转向宽松的概率依然较大，令国际油价中枢承压运行，即便有短期因素刺激亦难形成有效反弹。

2 俄乌和平曙光初现

三大国际能源机构对 2025 年原油基本面预测较为一致，但地缘政治因素可能打破供需平衡预期，眼下最受全球瞩目的就是持续三年的俄乌战争将如何落幕。

美国和俄罗斯代表团在沙特利雅得举行的会谈取得一定成效，双方就结束乌克兰战争相关事项达成四点共识。一、双方同意建立磋商机制，解决双边关系中的棘手问题，其目标是采取必要措施，使两国外交使团的运作正常化。二、双方同意任命各自的高级团队，着手努力以持久、可持续且为各方接受的方式尽快结束乌克兰冲突。三、双方同意为未来在共同地缘政治利益问题及经济和投资机会方面的合作奠定基础，这些合作将随着俄乌冲突结束而出现。四、当天与会团队承诺将保持接触，确保以及时和富有成效的方式推进谈判进程。

据外媒透露，特朗普政府的目标是争取在 2025 年复活节前推动俄乌达成停火协议，引发外界关于俄罗斯对欧洲能源供应恢复的猜测。第三方统计数据显示，俄罗斯原油平均产量下降至 897.7 万桶/日，略低于 OPEC+减产协议规定的 898 万桶/日的产量配额。从事实来看，在西方制裁导致的出口骤降后，俄罗斯原油供应水平长期稳定在 900 万桶/日左右，边际变化受外部影响并不大。西方对俄制裁最大的影响是改变原油出口结构，从欧洲转向中国和印度为主，但实际上俄罗斯原油总产量长期保持相当的刚性，假设俄乌停火后俄罗斯恢复对欧洲原油出口，或更多表现为区域性贸易流的重新调整。

3 OPEC 或仍按兵不动

按照提前一个月的惯例，OPEC+即将为二季度产量政策做出决定，尽管特朗普施压要求增产降价，但业界普遍预期，OPEC+大概率将再次推迟原定于 4 月开始的增产计划。

OPEC+数次暂停增产的核心理由是避免原油市场供需过剩矛盾加剧。国际能源署（IEA）预测，假设 OPEC+不额外增加任何供应，2025 年全球原油市场仍将出现约 45 万桶/日的过剩敞口。尽管特朗普呼吁沙特阿拉伯及其盟友降低油价，但 OPEC+更倾向于维持当前的产量水平，并且对

特朗普关税政策带来的需求增长放缓风险深表担忧。即使 OPEC+ 全年保持总产量稳定，也无法推动原油价格大幅上涨，Brent 艰难维持在 70 美元附近。面临供需两端的不确定性，按兵不动可能是该组织最理性的选择，华尔街主流投行亦持此观点。

4 委伊制裁形成对冲

美国财政部长表态，美国政府计划将伊朗原油出口量从当前估计的 150-160 万桶/日压缩至 10 万桶/日以下，以此削弱伊朗收入来源并遏制其推进核计划。回顾特朗普上一任期撕毁伊核协议后，曾一度迫使伊朗原油出口量下降逾 90%，只不过后期 OPEC 强力减产收紧供应，美国为遏制国内汽油价格飙涨，实际上默许了伊朗原油出口回升。若新的制裁全面落地，预计伊朗出口量或将减少 100 万桶/日以上，大致相当于全球原油需求的 1%。此外特朗普宣布，撤销前总统拜登在 2022 年对委内瑞拉的原油交易豁免协议，该政策向雪佛龙等石油公司发放许可证，允许有限恢复在委内瑞拉的开采业务并将产品运往美国。

特朗普政府不断扩大对伊朗和委内瑞拉的制裁，封锁其原油进出口贸易，可能导致全球原油供应收紧。至于供应大幅削减可能导致的短缺问题，这一次 OPEC 产量已经处在易增难减的境地，特朗普政府还可以扩大本土页岩油生产，或选择放松对俄罗斯的制裁来对冲供需缺口，对原油市场的实际影响仍需观察政策执行力度。

5 油价波动趋于稳定

近期，关于美国总统特朗普推行的一系列政策可能造成的影响，原油市场参与者正在变得越来越麻木，体现在国际油价波动性的降低。特朗普此次卷土重来后，其新政发布密度空前，包括推动结束俄乌战争，加强对伊朗制裁，敦促 OPEC 增产，威胁对原油产品加征关税等等。可现在无论特朗普将对原油供需平衡造成何种影响，国际原油期货盘面并未出现大幅波动，反而日渐趋于平稳运行。

其中的内在逻辑可能是，原油交易者在面对如此大量的信息轰炸时，在消息多空交织和情绪频繁切换时，产生了方向选择困难的问题。须知，特朗普随时发一条推特可能带来重大上行或下行风险，令很多机构投资者索性轧任何平敞口暴露。从国际油价波动幅度，即 Brent 原油期货隐含波动率来看，这一指标降至半年以来的最低水平，相当长一段时间内 Brent 价格几乎未偏离 70-75 美元附近区间。

6 下行风险高于上行

2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，我们的基本观点是：全球原油供需格局正在从之前的偏紧平衡转向过剩甚至严重过剩，国际油价重心将在这一过程中逐渐震荡下移。

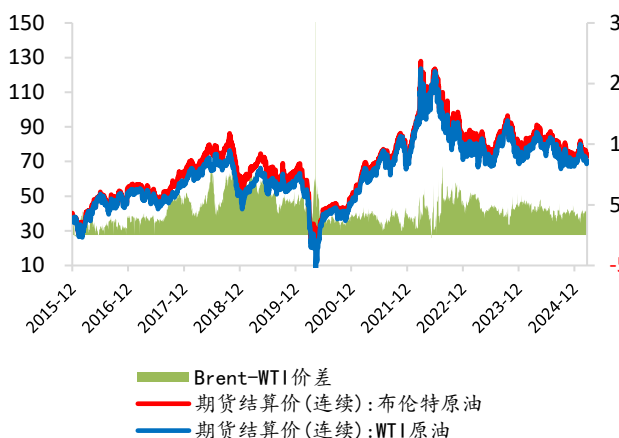
鉴于全球原油总供应量和闲置产能十分充裕，而能源消费难以像过去数十年那样保持旺盛，大部分业者倾向于对 2025 年原油市场整体持悲观态度。无论沙特主导 OPEC+ 继续延长减产，抑或是逐步恢复更多供给，美国为主的非 OPEC+ 供应增长已经能够满足持续放缓的需求增速，使得明年面临的过剩情况将进一步加剧。尽管市场不时担忧潜在的供应中断，激进多头押注中东局势升级，但地缘政治风险溢价已经被极大挤出，而任何区域性断供都会给 OPEC+ 留出更大的增

产空间。

以 Brent 基准原油为例，相较 2024 年国际油价 72-85 美元/桶的主要运行区间，华尔街主流投行下调未来油价估值重心，预测 2025 年 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶左右，一季度不排除低至 65-70 美元/桶。总体而言，我们认为这一预测具有参考价值，虽然估值仍不免于过高或者过低，但我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险。

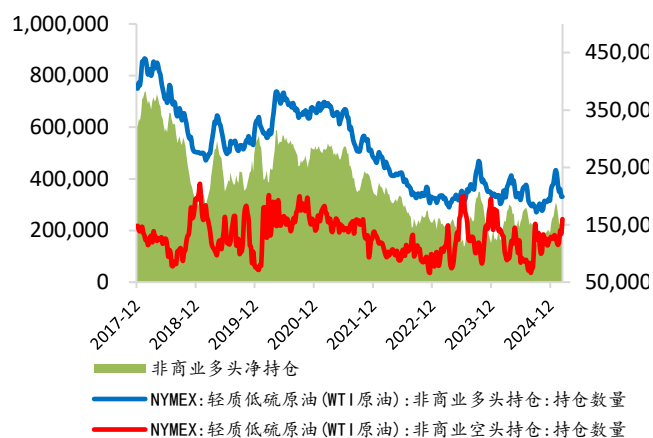
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



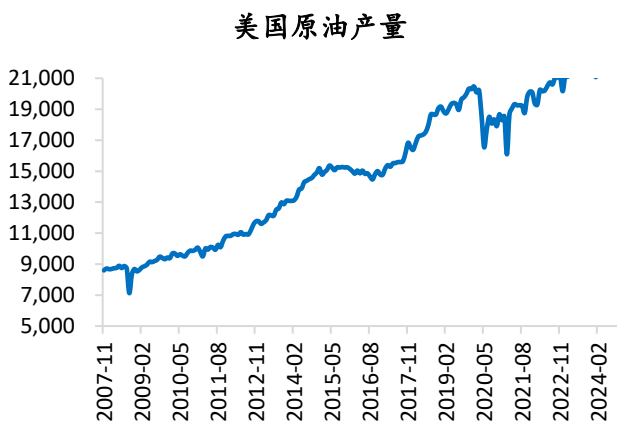
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



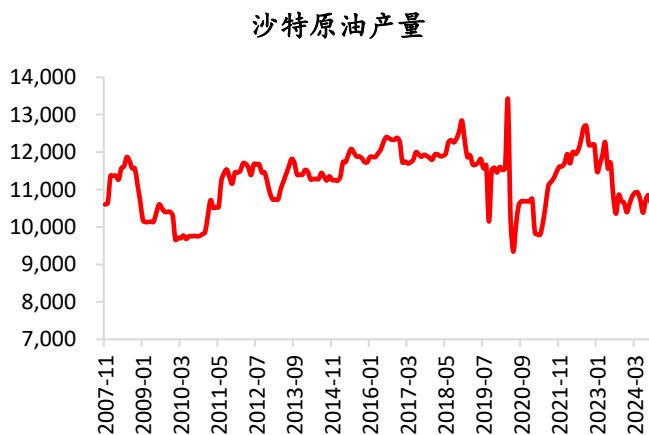
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



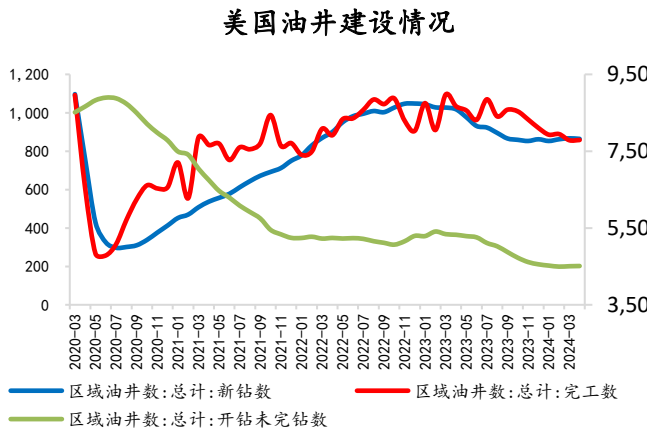
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



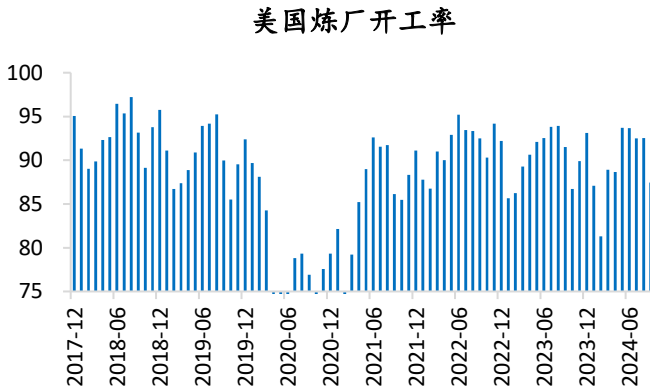
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



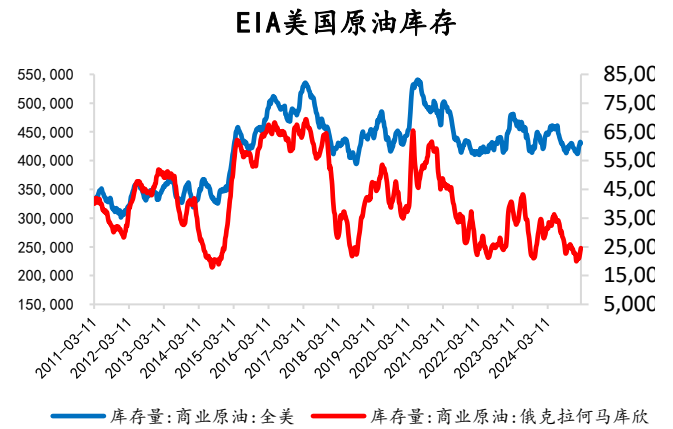
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



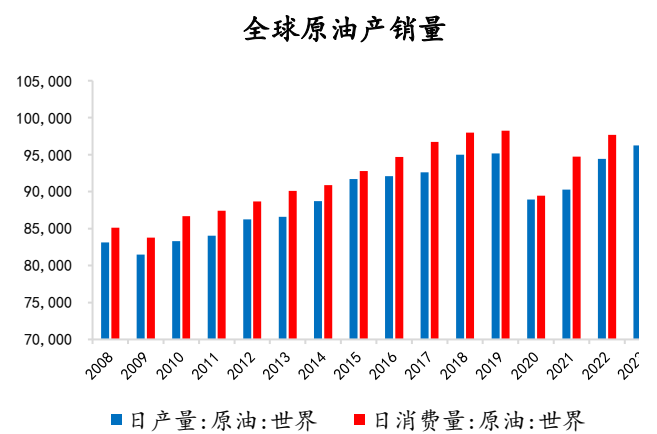
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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 供需两淡均衡博弈

短期沪胶期货盘面震荡运行，主要受低产期上游原料成本支撑，但中下游库存压力依然沉重，继续向上突破阻力较大。

2 月中下旬开始，泰国南部地区产出季节性下滑，原料收购价格回升，加上套利盘空单回补，令天然橡胶流通货源收紧，进口胶报盘水涨船高。当前库存压力仍然较大，不过近期部分胶种现货结构性偏紧，港口部分仓库累库节奏略有放缓，关注后续仓库出入库情况。下游多数轮胎企业开工状态恢复，但整体出货表现不佳，工厂成品库存仍然处于较高水平，尤其是全钢胎去库缓慢。

由此可见，在减产停割季天然橡胶的主要逻辑是，高价原料和进口成本支撑下，配合有限的需求能否推动被动去库，期间胶价缺乏趋势性上涨的核心驱动。

2 天气预测利于增产

现阶段全球天然橡胶产能周期拐点已经到来，市场对这一观点基本不再争议。天然橡胶的产能即割胶面积，但并不等同于产量，实际供应水平受天气、病害、原料价格等多种因素影响。

回顾 2024 年，东南亚天然橡胶产量受天气影响最大，主产区先干旱后多雨，又发生台风、洪涝等灾害，主要可能归结为厄尔尼诺现象的影响。最新气象监测结果显示，赤道中东太平洋表层海水温度已进入拉尼娜状态，预测或将维持到春季，之后将会减弱至中性状态。根据以往经验，历史上厄尔尼诺之后如果次年出现拉尼娜，那么天然橡胶产量回升的概率较大，典型代表是 2017 和 2021 年均大幅增产。因此，2025 年天气题材炒作的可能性或有所降低，需关注拉尼娜的发展强度。如果开割季进展顺利，一季度显性库存累积衔接 4 月后新胶供应释放，现货胶价承压或拖累期货盘面。

3 终端保持一定韧性

2 月东南亚主产区进入低产期，到 4 月新季开割之间，天然橡胶市场供应端几无变数，而需求端成为稳定价格重心的压舱石。

下游方面，截至 2 月下旬，山东地区橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷为 66.67%，同比走高 23.47 个百分点；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷为 79.98%，同比上涨 16.80 个百分点。从终端汽车市场来看，2024 年中国汽车产销量累计完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，较上年分别增长 3.7% 和 4.5%，产销量在 3000 万辆规模之上再创新高。其中，最主要是新能源汽车继续保持快速增长，年产量首次突破 1000 万辆，销量占比超过 40%。政策方面，国家发改委和财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，其中扩大汽车报废更新支持范围、完善汽车置换更新补贴标准等政策继续利好汽车市场。不过需要注意的是，美国总统特朗普称将对汽车等产品征收新的关税，或将对相关出口市场造成一定负面影响。

我们综合认为，接下来橡胶市场重点仍以内需为主，消费刺激政策逐渐落实在车企销售折扣力

度上，上半年汽车产销量或能够维持季节性同比偏强态势，从而令胶价逢低获得支撑。

4 关注库存边际变化

全球天然橡胶处于低产期背景下，主产区原料价格持续高位坚挺，供应端整体符合季节性规律。现在主要的不确定因素是下游开工提升情况，对橡胶原料补库的刚需支撑能否平衡现货进口增量，体现在青岛港口库存的边际变化上。

截至 2 月下旬，青岛地区天然橡胶总库存为 43.42 万吨，较上期增加 0.35 万吨；其中，一般贸易仓库库存为 36.23 万吨，较上期增加 0.26 万吨；保税区区内库存为 7.19 万吨，较上期增加 0.09 万吨。

根据产业节奏推测，接下来国内天然橡胶显性库存将延续累库状态，但下游隐性库存或逐渐开始去库，中短期内沪胶震荡盘整运行为主。考虑到减产停割期供应较为低迷，后市应关注下游开工提升进度以及港口库存变动，胶价趋势性上涨需有去库基础配合。

5 合成橡胶支撑减弱

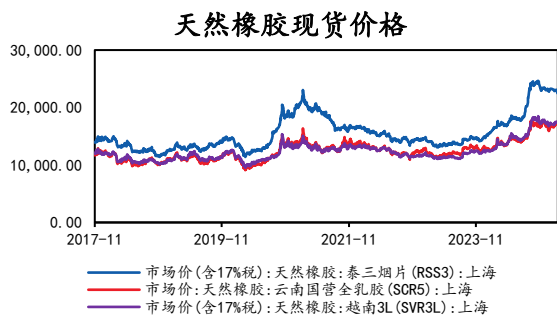
合成橡胶方面，前期受丁二烯成本支撑，以及天然橡胶的替代性提振，BR 橡胶期货重心大幅抬升。天然橡胶进入季节性淡季后，与合成橡胶价差持续回落，部分轮胎企业重新调整配方。因此，丁二烯橡胶价格的主导逻辑发生转变，从下游对天然橡胶的替代性需求，回到上游丁二烯原料价格成本。现在随着丁二烯价格走弱，丁二烯橡胶也失去了最核心的上涨驱动。后期海外装置重启，丁二烯供应存在回升预期，预计 BR 期货盘面有一定下行空间。不过，由于丁二烯价格整体仍相对偏高，顺丁橡胶生产利润处于亏损状态，供应端缺乏进一步宽松的条件，估值降低后或更为坚挺抗跌。

6 沪胶重拾上升大势

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，国内去库节奏亦十分罕见，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，当前策略上不宜追涨可逢回调做多。

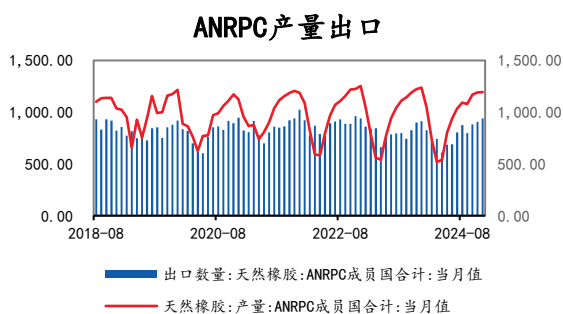
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



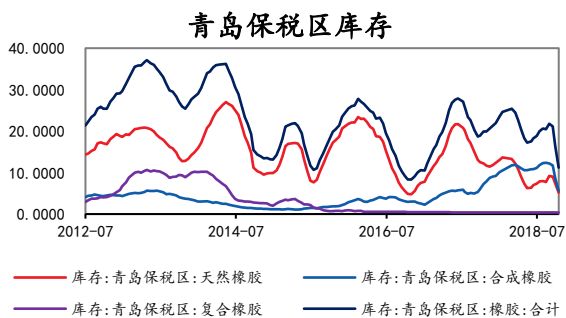
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



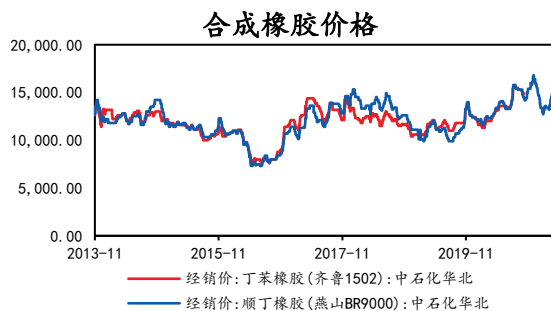
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



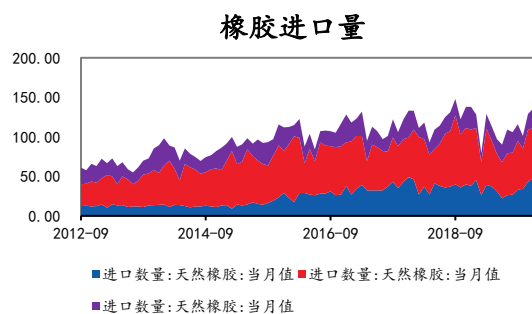
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



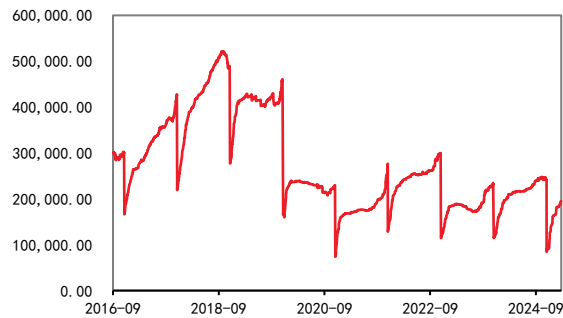
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



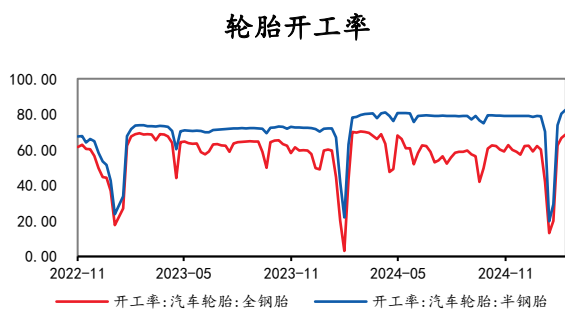
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



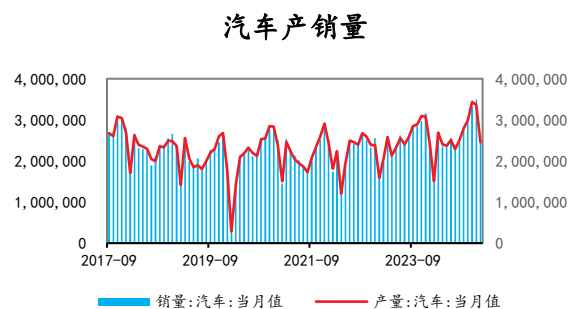
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43: 轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44: 汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆震荡回落，豆一期货强势反弹

1 外部豆类市场分析

南美天气炒作降温，大豆供应压力陆续兑现

近日，巴西作物区天气转好，农户抢抓时机加快大豆收割工作。农业咨询机构 AgRural 称，截至 2 月 20 日，巴西大豆收割率为 39%，较前一周提升 16 个百分点，基本追平去年同期的 40%。该机构将巴西大豆产量预估从 1 月份的 1.71 亿吨下调至 1.682 亿吨，但该预估值仍刷新巴西大豆产量新纪录。阿根廷大豆因前期旱情造成部分减产，近日出现的强降雨缓解了作物生长压力。罗萨里奥谷物交易所 2 月 24 日表示，未来几天降雨可能会持续，这标志着受干旱影响的作物将迎来转折点。随着南美大豆逐步摆脱不利天气影响并兑现预期产量，南美大豆供给压力仍是限制美豆价格回升的关键阻力。

美国农业部预估美豆播种面积下降，市场反应一般

美国农业部在本周召开的展望论坛上预计，2025 年美国大豆种植面积为 8400 万英亩，低于上年 8710 万英亩；预计新年度美国大豆单产为 52.5 蒲式耳/英亩，高于上年的 50.7 蒲式耳/英亩水平；预计新年度美国大豆产量为 43.7 亿蒲式耳，与 2024 年的 43.66 亿蒲式耳产量基本持平。本次面积报告后，美豆市场反响一般，3 月底的种植意向报告通常对行情更具指导性。

高价抑制需求，产地棕榈油出口明显下降

自 2024 年下半年开始，棕榈油市场受印尼 B40 生柴政策等利多因素提振，价格出现较大涨幅。由于棕榈油长时间保持对豆油和葵花籽油等替代油品的价格升水，性价比下降导致国际主要需求主体纷纷减少棕榈油进口。印度炼油协会近日公布的数据显示，2024 年 11 月至 2025 年 1 月期间，印度进口棕榈油数量大幅萎缩至 161.7 万吨，2025 年 1 月棕榈油进口量仅为 27.5 万吨，同比下降 65%，创 13 年新低。欧盟数据显示，2024/2025 年度迄今，欧盟棕榈油进口数量下降至 178 万吨，同比下降 21%。国家海关总署的数据显示，2024 年中国全年共进口棕榈油 280 万吨，同比降幅为 35.4%，市场需求主要以刚需为主。目前，4 月交货的国际棕榈油价格较豆油约高出 85 美元/吨，企业进口动力依然偏弱。

2 国内豆类市场分析

近端进口大豆供给紧张，高基差提升豆粕期货抗跌性

受年初巴西大豆收割推迟影响，国内 1 季度进口大豆到港量整体大幅下降，进口大豆供应持续收紧，部分区域出现油厂被迫停机等豆现象，由此导致国内豆粕现货出现较大涨幅。尽管上周国内豆粕库存量止跌回升至 47.8 万吨，周度增加 7.4 万吨，但仍较去年同期明显偏低。国内进口大豆和豆粕供给担忧短期内难以缓解，为油厂挺粕提供重要支撑。目前巴西大豆收割和发运节奏加快，但国内现货端大豆供应紧张状况仍未缓解，本周华东地区 5 月豆粕基差维持在 700 元/吨左右，高基差仍提振期货市场抗跌。整体来看，国内豆粕市场处于典型的“强现实、弱预期”特征，供需博弈可能持续到 3 月底，届时国内进口大豆到港情况将逐渐清晰。在此之前，在现货供应紧张得到有效缓解，粕价维持震荡抗跌的概率依然偏大。

国内油脂库存整体回升，豆油和菜油价格回升乏力

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 218.76 万吨，周度增加 8.16 万吨。其中豆油和菜油库存增加，棕榈油库存下降。由于当前进口棕榈油利润倒挂，企业进口动力依然不强，棕榈油库存短期修复难度较大。国内棕榈油市场将继续同产地棕榈油市

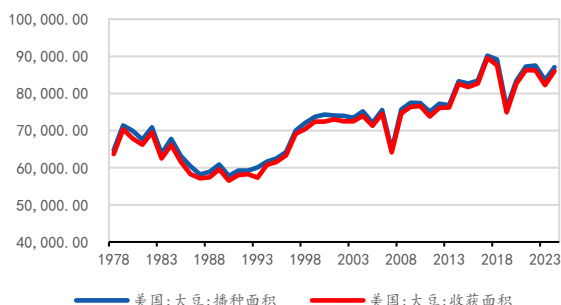
场保持联动。巴西大豆收割超四成，预计从 4 月份开始，进口巴西大豆到港量将快速攀升，国内豆油库存压力将进一步放大。国内菜油库存原本偏高，受加拿大菜籽下跌传导，菜油市场上行阻力更为突出。国内豆油和菜油库存升高，供给压力增加，对棕榈油市场的拖累效应仍未完全释放。

3 油脂油料市场展望

南美主要产区天气条件转好，天气炒作情绪降温，增产预期进入兑现阶段。在南美巨大的供应压力下，CBOT 大豆市场涨势受限。国内豆粕市场在跟随美豆波动的同时，也受到来自国内高基差的支撑，阶段性表现略强于美豆。产地棕榈油因产量下滑导致的库存偏低对棕榈油价格仍有抗跌支撑。不过，马来西亚政府官员关于没有计划将棕榈油生物柴油的掺混比例从当前的 10% 提高至 20% 的表态，无疑为棕榈油生柴炒作浇了一盆冷水。此外，印尼为 B40 政策实施设置的过渡期即将结束，该国如何让 B40 落地尚不明朗。印尼国内有关棕榈油的各种政策措施层出不穷，若此次 B40 政策如期启动，新增需求有望继续提振资金做多棕榈油，否则，预期差甚至可能造成剧烈的踩踏风险。国内棕榈油完全依赖进口，成本传导是国内棕榈油市场跟随外盘波动的内在原因，而豆油和菜油在自身供给压力下，基本无力为棕榈油市场提供额外上涨动能。国产大豆产量已连续三年站稳 2000 万吨平台，国产食用大豆供给过剩状况持续扩大，无论是停拍还是延拍，供应压力后移，并不能从根本上解决国产大豆需求转化的困境。因此，豆一期货市场反弹的持续性仍需更多利多政策和现货加以配合。

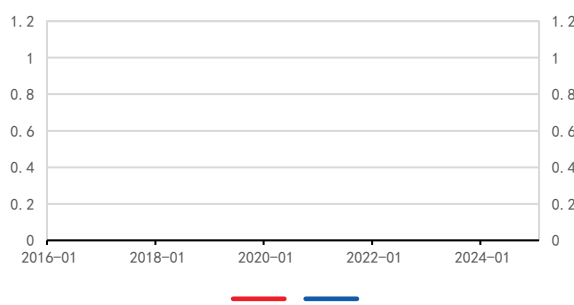
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



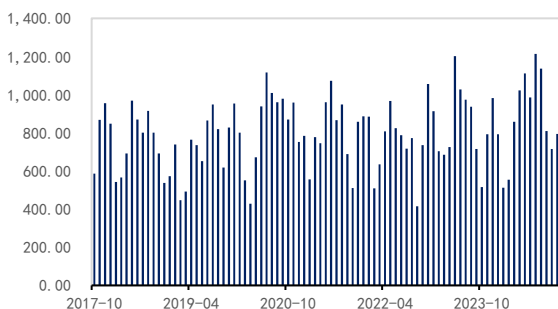
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



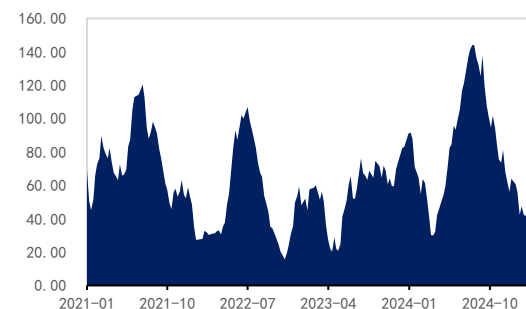
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

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

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

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



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.cicccwmf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

