

## 中金财富期货策略周报（2025 年第 12 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：**一季度经济数据表现较好，但是市场对二季度出口的担忧仍未显著消除，目前市场的预期仍处在相对较弱的位置。目前大部分产业链工业品处在低位，且部分品种跌破成本价，处在估值较低，上行驱动不足的情况下，预计继续低位震荡；外围定价的品种，尚处在高位的品种，依然有回落的风险。

**股指期货：**救市政策已经完全显性且明牌，将主导盘面走势。但是从成交看，成交量持续萎缩，指数“托而不举”的态势明显，建议不追高，逢大幅调整可短多。

**铜：**市场对关税政策及经济不确定性的交易笼罩铜市行情。TC 或维持低位震荡。现货以刚需采购为主，市场整体成交僵持。四月份冶炼厂可能扩大检修范围，冶炼产量可能较三月下滑。精铜杆企业整体生产预期较高，在本周订单补充后，部分企业的检修、降产计划均做了调整，后续生产有望维持较高水平。目前关税贸易冲突尚未结束，铜行情波动仍具有不确定性，待宏观噪声退去后，盘面将回到基本面交易，短期仍关注海外贸易博弈。

**锌：**全球贸易战下全球经济下行预期，悲观情绪蔓延，锌价破位下跌。3 月以来伴随着 TC 加速回升，炼厂利润修复，生产积极性较高，产量增加，4 月预计月产提升至 57 万吨左右。终端消费持续复苏，锌价回落后，下游交投转好，但关税雾霾并未全部消散，出口订单不确定性较高。关税的反制及谈判仍在继续，预计锌价波动仍将加大。

**原油：**我们初步认为，原油市场主要趋势进入熊市下行周期，且伴随着波动性加剧的特征。美国发动贸易战是全球经贸格局的重塑，OPEC+ 启动价格战是产业竞争格局的重塑，中东局部热战是地缘政治格局的重塑，此刻国际原油很可能处于价值重估的开端，市场参与者需要重新考量宏观经济、国际局势、供需关系的变化，未来原油市场风高浪险或成为新常态。

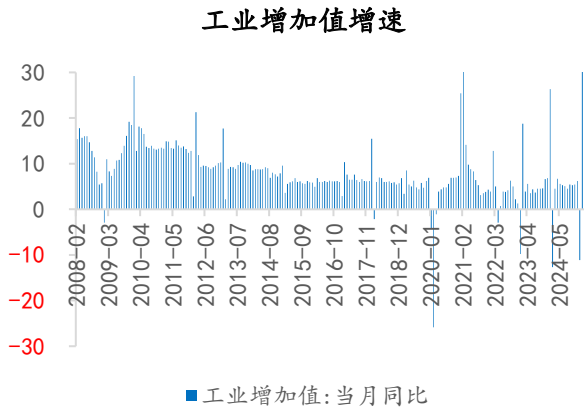
**橡胶：**我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启新一轮牛市，现在这一大级别走势的拐点已经悄然到来。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情。虽然距离 2011 年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实，今后不宜再作为空配品种看待。

## 目录

周度策略：经济形势向好，但是预期仍需提振 .....	- 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 .....	- 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 .....	- 7 -
2 财政提速加码，蓄势待发 .....	- 7 -
3 降准、降息可能渐进落地 .....	- 8 -
4 宏观策略 .....	- 9 -
5 股指期货市场分析 .....	- 9 -
铜 .....	- 11 -
1 影响因素 .....	- 11 -
2 结论 .....	- 11 -
锌 .....	- 13 -
1 锌：影响因素 .....	- 13 -
2 总结 .....	- 13 -
原油 .....	- 15 -
1 市场经历剧烈动荡 .....	- 15 -
2 关税长期利空施压 .....	- 15 -
3 OPEC: 需求增速放缓 .....	- 15 -
4 IEA: 供需重新平衡 .....	- 16 -
5 伊朗胡萝卜加大棒 .....	- 16 -
6 价值重估风高浪险 .....	- 16 -
7 原油期现数据 .....	- 17 -
天然橡胶 .....	- 19 -
1 辩证看待关税影响 .....	- 19 -
2 轮胎海外建厂风险 .....	- 19 -
3 产区新季旺产预期 .....	- 19 -
4 进口集港累库延续 .....	- 20 -
5 云南原料上量顺利 .....	- 20 -
6 沪胶重拾上升大势 .....	- 20 -
7 橡胶期现数据 .....	- 20 -

## 重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



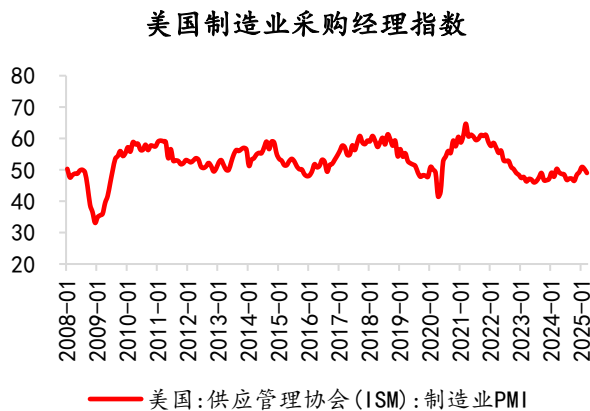
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



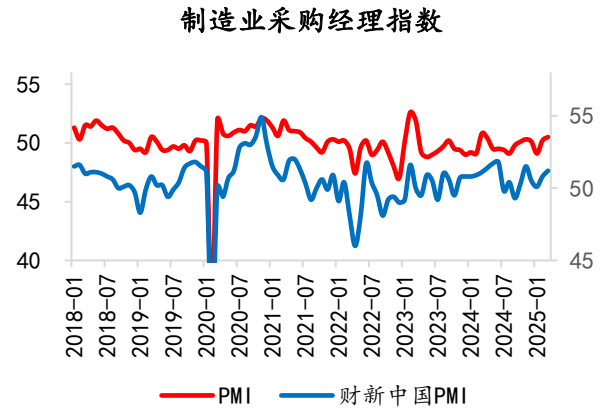
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



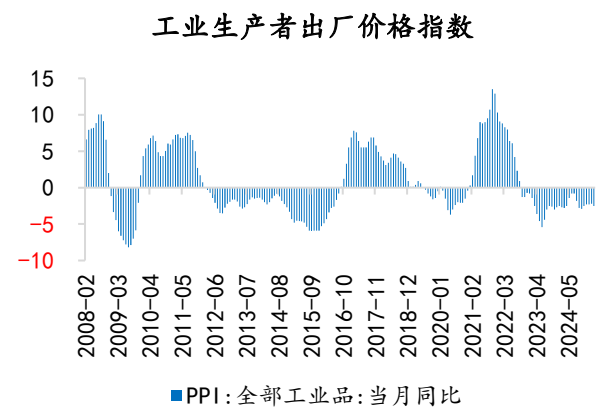
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



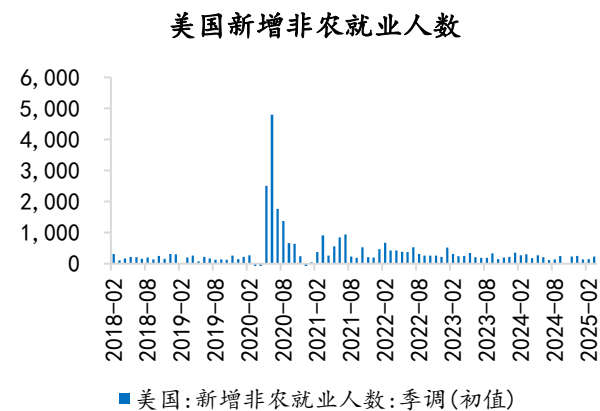
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济形势向好，但是预期仍需提振

一季度实际 GDP 同比增长 5.4%，名义 GDP 同比增长 4.6%，高于市场一致性的预期，2025 年经济开局良好，反映“924”以来的积极政策效果，同时可以为全年经济增长目标预留一定缓冲。但是二季度以来的外需的边际变化值得重视，4 月初美国对海外关税落地，未来一个时段出口下行将构成对经济增长一定程度的拖累。目前市场预期仍纠结在外需之上，仍需提振。

### 一季度经济数据略超预期

第一季度实际 GDP 同比增长 5.4%、预期 5.0%、前值 5.4%；3 月规上工业增加值当月同比增长 7.7%、预期 5.8%、前值 5.9%；社会消费品零售总额当月同比增长 5.9%、预期 4.2%、前值 4.0%；固定资产投资累计同比增长 4.2%、预期 4.1%、前值 4.1%。

居民人均可支配收入、人均消费支出季度同比分别为 5.5%、5.2%，居民支出倾向有明显提升。从本轮消费支出的周期来看，其在 2021 年二季度触顶并经历第一波下行；2023 年二季度开始第二波下行，至 2024 年三季度触底，底部增速为 3.5%。去年四季度、今年一季度初步反弹。我们理解第一波下行主要是房地产市场调整所带来的家庭部门资产负债表效应；第二波下行叠加提前还贷的影响。本轮反弹则受益于存量房贷利率调整的政策红利，以及“924”以来促消费政策的影响。上述节奏对我们认识消费类资产应有一定启示。

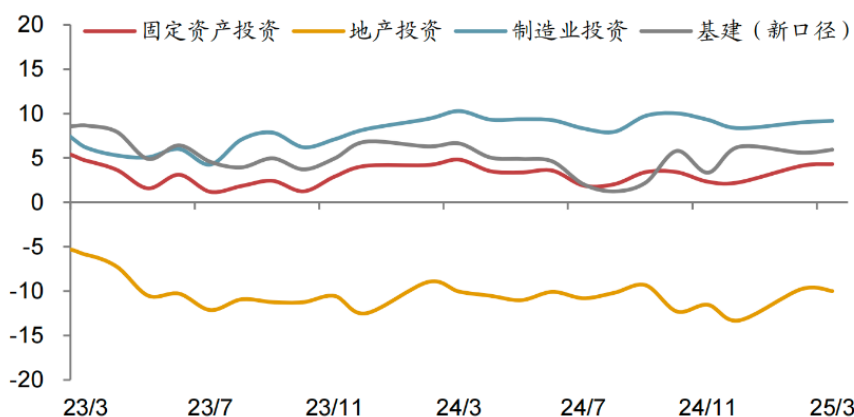
从居民消费支出的季度同比增速来看，2021 年一二季度分别为 17.6%、18.5%，三四季度分别为 11.5%、8.6%。2022 年波动较大，一至四季度分别为 6.9%、-2.4%、5.5%、-2.4%。2023 年一季度反弹至 5.4%，二季度进一步达到 11.9%，三季度起逐步下行。2023 年三四季度分别为 10.9%、9.1%。2024 年前三季度分别为 8.3%、5.0%、3.5%。2024 年四季度和 2025 年一季度分别为 4.5%、5.2%。

3 月单月经济整体较为活跃，六大口径数据（工业、服务业、出口、消费、投资、地产销售）当月同比均不同程度高于 1-2 月。从数据背后线索推测，一是 3 月出口显著偏强，企业可能基于不确定性存在一定“抢出口”现象，并进一步对工业部门形成带动；二是 3 月地产销售好转，叠加耐用品“以旧换新”升温，从而进一步对居民部门形成带动。

二季度以来的边际变化值得重视。4 月初美国对海外关税落地，未来一个时段出口下行将构成对经济增长一定程度的拖累。

要对冲外需的下行，需求端的系统性“对冲”仍是一个关键线索。首先是带动 GDP 占比 40%左右的居民消费需要提振，形成对制造业生产能力的部分承接；二是通过扩大地方有效投资弹性、进一步推动房地产市场企稳，稳定中国经济资本形成速度和投资率；三是通过优化产能和供求比，稳定 PPI 中枢和制造业部门利润率。可继续期待 4 月底政治局会议，在目前外部环境下大概率会有对扩内需政策的系统性部署。

图表 1：固定资产投资增速



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

### 美联储对降息保持谨慎

“对等关税”导致美国滞胀压力加大，政策延后导致不确定性同样后置，美联储相机抉择背景下 2 季度大幅降息空间有限。耶鲁大学的预算实验室预计“对等关税”及 2025 年以来特朗普关税政策可能提高美国个人消费支出物价指数 (PCE) 2.85%，降低 2025 年 GDP 增速约 1.05%。4 月 11 日密歇根联储 1 年期通胀预期数据上涨至 6.7%，处于 1981 年以来最高。通胀预期的自我实现将成为联储降息的重要约束。

结合鲍威尔 3 月议息会议和 4 月以来表态来看，美联储货币政策强调“保持耐心”，要等待政策扰动充分显现之后再出手以防政策误判。4 月 10 日特朗普宣布“对等关税”豁免 90 天将政策不确定性进一步后置，由此 2 季度在特朗普政策保持不确定性的背景下美联储大幅降息的概率有限。

美国参议院预算决议法案可能进一步推高赤字规模。2025 年 4 月 4 日美国参议院 2025 年预算决议获得通过，可能增加未来 10 年预算赤字约 5.8 万亿美元，较此前众议院 2.8 万亿美元赤字版本净增加赤字 3 万亿美元。参议院版本预算决议的赤字增量规模接近 2017 年减税和就业法案（1.5 万亿美元）的 4 倍。

美国 3 月零售数据高于预期，基于贸易政策的不确定性，短期内美联储或继续保持观望。尽管后续零售数据或有转弱风险，但就 3 月数据本身而言，环比+1.4%的增幅并不差。进入 4 月后，美国对华高额关税生效，叠加对其他国家征收 10%基础关税，预计高关税带来的供给短缺和成本上升，将逐步体现在通胀数据中。基于贸易政策的不确定性，短期内美联储或继续保持观望。

当前市场避险情绪和流动性环境下，最近美债遭遇的抛售潮催化剂背后体现的是对美元资产信任的退潮、以及对流动性风险的担忧。尽管价、量指标显示当前的美元流动性冲击尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产震荡的余波在二季度大概率仍将延续。

### 市场情绪仍有待回升

一季度经济数据表现较好，但是市场对二季度出口的担忧仍未显著消除，目前市场的预期仍杵在相对较弱的位置。目前大部分地产链工业品处在低位，且部分品种跌破成本价，处在估值较低，上行驱动不足的情况下，预计继续低位震荡；外围定价的品种，尚处在高位的品种，依然

有回落的风险。



## 宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

### 1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	4 月 19 日	国常会：研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干措施	持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展	政策继续加码的概率较大
	4 月 18 日	特朗普一天三遍点名炮轰：美联储早该降息，鲍威尔在玩政治、早就该开掉	特朗普曾讨论前美联储理事沃什提前接替鲍威尔，沃什反对	美联储的独立性可能遭受影响
数据	4 月 17 日	中国一季度 GDP 同比增长 5.4%	超出市场预期	924 以来政策效果显现
	4 月 17 日	3 月社会消费品零售总额同比增速 5.9%	以旧换新”政策加力扩围效果明显	政策对需求影响明显
事件	4 月 17 日	国家主席对东南亚三国进行访问	习近平主席对越南、马来西亚、柬埔寨进行国事访问	主席出访书写周边命运共同体建设新篇章

资料来源：中金财富期货研究所

### 2 财政提速加码，蓄势待发

3 月的财政数据显示，财政收入降幅收窄，非税增速回落。1-3 月，全国一般公共预算收入 6.0 万亿，同比-1.1%、较上月收窄 0.5pct。其中，税收、非税收入增速分别为-3.5%、8.8%（前值分别为-3.9%、11%），非税增速回落，税收缓慢修复。1-3 月公共财政收入完成度为 27.4%、高于 2024 年同期水平，但低于过去 5 年均值水平（28%）。

个人所得税回落，企业经营有所改善。1-3 月，分税种来看：随着春节错位因素影响的减弱，个人所得税同比增速回落至 7.1%，拉动财政收入 0.5pct、是主要贡献；企业所得税同比-6.8%、拖累财政收入 1.3pct，但降幅较上月（-10.4%）明显收窄；国内增值税则同比续升至 2.1%，一方面指向企业经营状况有所修复，另一方面也与去年同期基数较低有关；国内消费税亦同比续升至 2.2%、拉动财政收入 0.2pct，与一季度社零消费表现较好相印证；地产类各税种合计降幅收窄至-6.9%、合计拖累财政收入 0.6pct，随着地产的逐渐企稳，其对财政的拖累作用或有减缓；此外，出口退税同比增长 14%、保持较高增速，与当前企业抢出口有关，关注后续该指标的走势变动情况。

财政支出提速，民生支出占比提升。1-3 月，全国一般公共预算支出 7.3 万亿，同比 4.2%、较上月扩大 0.8pct，公共财政支出进度为 24.5%、与 2024 年同期基本持平，高于过去 5 年均值水平（23.7%），财政支出继续靠前发力。分项目来看：1-3 月社保就业、教育、卫生健康等民生支出合计占比约为 42.1%、较去年同期提升 0.8pct，同比增长 6.2%、合计拉动财政支出 2.8pct，与政府“投资于人”的理念相吻合。1-3 月基建相关支出占比 20.1%、较去年同期回落 1.6pct，同比下降 3.4%、合计拖累财政支出 0.7pct，后续随着超长期特别国债开启发行，农林水、城乡

社区等支出或有改善。此外，1-3 月债务付息支出同比增长 18%，支出占比较去年同期提升 0.5pct。

土地成交仍低迷，政府性基金支出提速。1-3 月，全国政府性基金收入 0.9 万亿，同比下降 11%，其中，土地出让收入同比下降 15.9%、降幅较上月有所扩大；政府性基金收入完成度为 14.8%、较去年同期快 0.1pct。1-3 月，全国政府性基金支出 2.0 万亿，同比增长 11%，主要是因为今年一季度新增专项债发行规模高于去年同期，政府性基金累计支出进度为 15.8%、较去年同期快 1pct。

财政提速加码，蓄势待发。1-3 月广义财政收入、支出增速分别为-2.6%、5.6%，与前值（-2.9%、2.9%）相比均有改善，主要是政府债靠前发行对支出端形成有力支撑，但距全年预算目标（0.2%、9.3%）仍有一定差距，主要是收入端的税收收入以及土地出让收入仍待修复。往前看，美国关税政策这一外部冲击或对我国经济平稳运行造成一定压力，但我们已做好充足应对，其中财政政策的应对主要可以分为“加速存量、调整结构、储备增量”三大类工具。具体来看：1）加速存量方面，主要是对年初既定的存量政府债额度加快发行使用。截至 4 月 18 日，1-4 月政府债（含隐债置换债）同比多增 3.3 万亿，主要是普通国债及化债资金靠前发行，而据财政部披露，1.3 万亿超长期特别国债以及用于银行注资的 0.5 万亿特别国债均将于 4 月 24 日起开启发行，后续重点关注用于项目建设的新增专项债发行提速情况，二、三季度或是年内政府债券发行高峰，进而对广义财政支出、以及经济运行形成有效支撑。2）调整结构方面，主要是财政资金投向的优化，政策着力点更多转向惠民生、促消费。政府工作报告明确提出要“推动更多资金资源‘投资于民’、服务于民生”，1-3 月公共财政支出用于民生的占比较去年同期确有一定提升，今年 1.3 万亿超长期特别国债中有 0.3 万亿资金（占比 23%）用于“以旧换新”、较去年（15%）亦有提升，此外，近期各地出台育儿补贴、调高基础养老金，后续关注针对出口企业和失业群体的降税降费、失业补助，还有针对地产的土储专项债加力扩容等。3）储备增量方面，主要是使用债务限额空间、央行利润上缴以及年内调整债务额度等政策。2024 年末，我国的政府债仍有两万亿左右限额空间（不含置换债）；2025 年 3 月末，央行其他负债规模约 1.7 万亿；平均两月一次的人大常委会亦可以根据国内经济形势变化，年内调整债务额度；此外，李强总理近期表示要“靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策”，关注 4 月政治局会议召开情况。

### 3 降准、降息可能渐进落地

当下中国的货币政策站在十字路口，将在二季度逐步走向实质性宽松。进入 4 月，美国“对等关税”的落地并没有带来美国政策，特别是贸易政策不确定性的降低，反而走向了更大的不确定性。在此背景下，市场将目光再次聚焦中国 4 月底即将召开的中央政治局会议，期待中国的逆周期政策助力自身经济增长的确定性，为全球的不确定性注入来自中国的确定。本篇报告试图给出我们对于中国货币政策的二季度前瞻判断。

内外兼顾下，中国货币政策将在二季度从宽松的序曲渐进走向实质性宽松，配合财政政策协同发力。货币政策优先目标将逐步过渡到经济增长和充分就业，结构与总量工具将双重发力。25-50BP 降准很有可能在 4 月政治局会议前后落地，20BP 左右的降息也可能在 5 月或者 6 月到来。3 月 MLF 的续作时隔一年重回净投放，当月买断式逆回购同样实现净投放，我们认为这是重要的政策信号，代表流动性已掠过最紧张时刻，是货币重启宽松的序曲。当下的货币政策就像站



在十字路口，二季度将逐步完成切换，走向实质性宽松。

货币政策优先目标从金融稳定、汇率稳定到经济增长和充分就业。展望 2 季度，内部和外部可能都将出现新的边际变化。从内部来看，美国对中国加征关税可能给中国出口带来一定冲击，中国经济增速可能阶段性放缓，并面临一定的就业压力；从外部看，基准假设下，美联储将在 6 月再次开启降息，汇率压力可能随之缓解。中国货币政策是多目标制，内外兼顾之下，天平可能将向经济增长和充分就业倾斜，目标排序再次完成切换。

货币政策将与财政政策协同发力，保持流动性充裕。近日，财政部公告，2025 年超长期特别国债、中央金融机构注资特别国债将于 4 月 24 日开始发行。5 月 23 日将首发 50 年期特别国债。4 月即将召开的中央政治局会议也可能推动现有财政政策加快落实。这意味这政府债券发行的节奏可能在 2 季度进一步加快，为后续新一轮增量财政政策留足空间。

货币政策操作工具：降准、结构性货币政策工具、降息可能渐进落地。

## 4 宏观策略

一季度经济数据表现较好，但是市场对二季度出口的担忧仍未显著消除，目前市场的预期仍杵在相对较弱的位置。目前大部分地产链工业品处在低位，且部分品种跌破成本价，处在估值较低，上行驱动不足的情况下，预计继续低位震荡；外围定价的品种，尚处在高位的品种，依然有回落的风险。

## 5 股指期货市场分析

### 指数持续反弹

上周市场持续反弹，沪深 300 周+0.59%，上证 50 周+1.45%，中证 500 周-0.37%，中证 1000 周-0.52%，国家队护盘明显。

对等关税冲击下，美股市场上周表现：标普 500、纳斯达克指数、道琼斯工业指数均下跌，跌幅分别为 1.5%、2.62%、2.66%。

港股上周表现：上周恒生指数、恒生中国企业指数和恒生香港中资企业指数均上涨，涨幅分别为 2.3%、1.23%、2.03%。上周恒生科技指数下跌了 0.27%。

上周市场主要指数震荡反弹。板块上看：红利风格走势较强，消费回落出口续弱。市场情绪：沪深成交环比回落，股指期货合约大多贴水。资金流向：两融余额微幅下降，电子 ETF 净流入最多。化“黑科技”：创业板指数估值分位数较低，下跌能量模型处于正常水平。

指数维持强势，主要原因是政策支持，以及国家队护盘因素

经济和政策层面，国常会：要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展；2025 年一季度中国 GDP 同比增 5.4%，经济增长态势平稳向好；2025 年一季度中国外贸景气延续；欧央行 4 月利率决议将三大政策利率调降 25 基点。

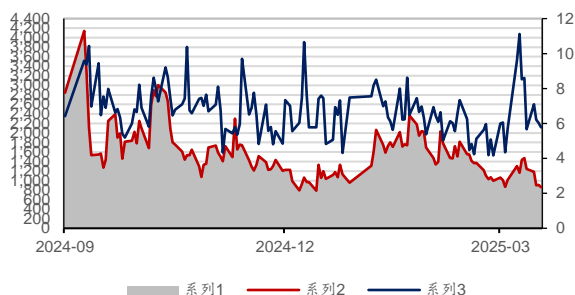
### 托市因素主导盘面：逢低配、莫追高

展望方面，由于市场走势呈现出两个特点：一是主要指数表现强势、重心继续拉高，使得 4 月

10 日的跳空缺口（3186-3201）成为 4 月 7 日低点之后的“第二重防线”；二是部分指数在上试缺口上沿时，遇到缺口上方成交密集区压力，上行斜率有所下降。基于上述观察，我们认为：4 月 7 日的跳空缺口上沿仍是多数宽基指数的压力，而下方支撑也在逐步抬高；“上有压力，下有支撑，窄幅震荡”的大格局并未发生变化，但是震荡区间进一步收窄。

救市政策已经完全显性且明牌，将主导盘面走势。但是从成交看，成交量将持续萎缩，指数“托而不举”的态势明显，建议不追高，逢大幅调整可短多。

图表 8：融资融券数据图



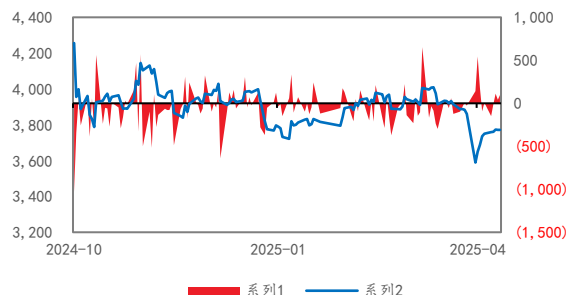
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



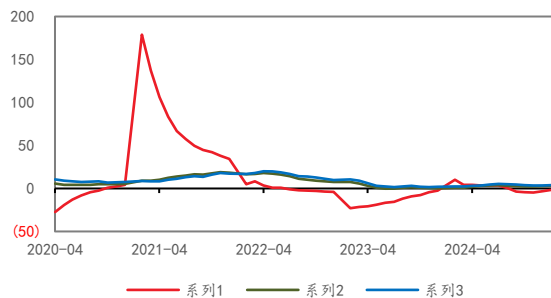
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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。考虑到矿山及配套冶炼厂用电需求较大，且从供电恢复至生产完全恢复还需要一定时间，本次停电或影响智利全年铜产量预期。但短期内铜精矿市场弱势格局难改，TC 或维持低位震荡。据海关总署数据显示，2025 年 3 月中国铜矿砂及其精矿进口量为 239.4 万吨，1-3 月累计进口量为 710.8 万吨，较上年同期的 698.0 万吨增长 1.8%。

#### 供应端趋于偏紧

铜精矿 TC 现货价为-14.81 美元/磅，仍处于 2007 年 9 月以来的低位。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。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。二季度国内计划检修的冶炼厂数量明显增加，4-6 月均有多家冶炼厂有检修计划，根据我们推算的精炼铜产量影响，检修主要集中在 4 月和 5 月，不过 CRU 预测国内冶炼厂检修带来的损失将主要体现在 6 月。此外，考虑海外套利操作对精炼铜进口带来的影响将在二季度持续体现，国内精炼铜有望在二季度经历一轮收紧过程。

#### 特朗普关税政策加码 负面影响持续发酵

一季度线缆企业整体生产表现较往年同期偏弱。铜价走弱促部分中大型精铜杆企业接单量增加，再生铜杆成交仍显清淡且原料采购困难，再生铜杆企业原料（成品）库存量较上周减少；国内经济刺激政策加码和传统消费旺季来临，或使国内 4 月铜材企业产能开工率和生产量环比升高。

2025 年 1—3 月份，全国房地产开发投资 19904 亿元，同比下降 9.9%（按可比口径计算）；其中住宅投资 15133 亿元，下降 9.0%。1—3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 613705 万平方米，同比下降 9.5%。其中，住宅施工面积 427237 万平方米，下降 9.9%。房屋新开工面积 12996 万平方米，下降 24.4%。其中，住宅新开工面积 9492 万平方米，下降 23.9%。房屋竣工面积 13060 万平方米，下降 14.3%。其中，住宅竣工面积 9502 万平方米，下降 14.7%。

国内光伏市场仍处于调整阶段，不过“430”、“531”新政带来一波抢装潮。统计局数据显示 1-2 月中国太阳能电池（光伏电池）产量 8736.4 万千瓦，同比增 5.9%，增幅大幅回落；1-2 月新增装机 39.47GW，同比增 7.49%。海关数据显示 2024 年 2 月光伏组件出库量同比增 17.98%，1-2 月累计出口同比增 29.71%。

### 2 结论

市场对关税政策及经济不确定性的交易笼罩铜市行情。TC 或维持低位震荡。现货以刚需采购为主，市场整体成交僵持。四月份冶炼厂可能扩大检修范围，冶炼产量可能较三月下滑。精铜杆企业整体生产预期较高，在本周订单补充后，部分企业的检修、降产计划均做了调整，后续生产有望维持较高水平。目前关税贸易冲突尚未结束，铜行情波动仍具有不确定性，待宏观噪声退去后，盘面将回到基本面交易，短期仍关注海外贸易博弈。

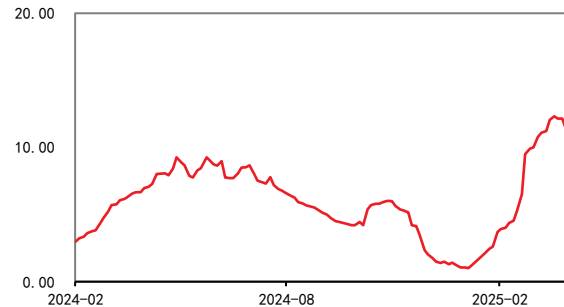
### 3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



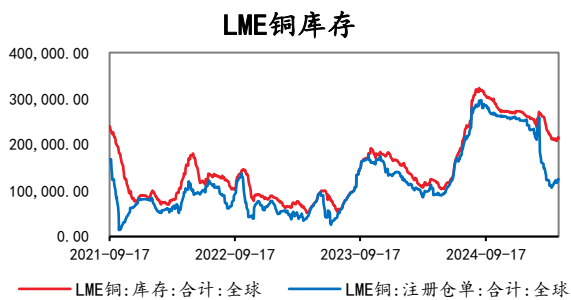
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



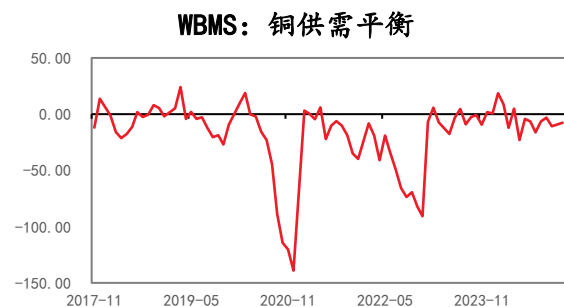
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



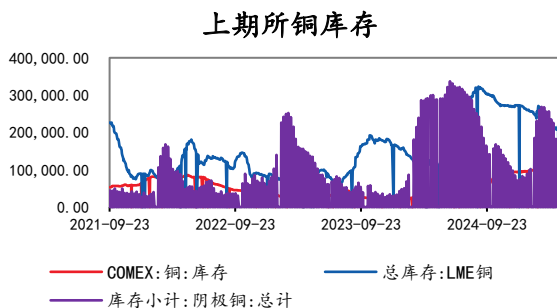
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



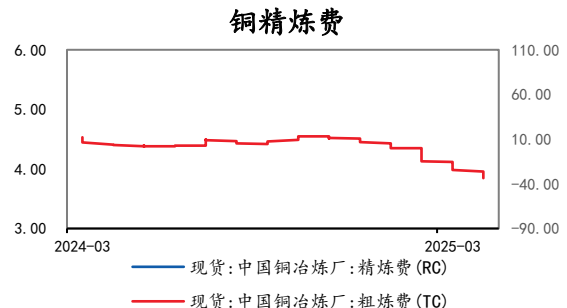
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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。

2025 年 2 月锌矿砂及其精矿进口量 49 万吨，同比增加 83.7%；2 月进口量大的主要原因为 24 年底进口窗口打开，炼厂积极备货，原料供应增加明显。

#### 炼厂利润修复，精炼锌月供应明显回升

随着锌矿供应增量边际兑现，TC 重心继续上移，炼厂已经达到盈亏平衡线之上，国内部分炼厂检修时间延后，锌锭供应增量的预期加强。据彭博消息 TC benchmark 落在 80 美金，为历史极低水平，由于海外炼厂减产预期已有部分交易过，叠加宏观氛围偏空，消息释出后对价格的支撑作用有限。但该加工费下海外炼厂亏损面积加大，仍需关注后续海外炼厂发布减产消息的可能性。

据 SMM，预计 2025 年 4 月国内精炼锌产量环比增加 4%，同比增加 12%以上，预计 2025 年 1-4 月累计同比增加 1%左右。整体来看 4 月冶炼厂产量继续增加，主因随着冶炼厂利润好转，前期停产的企业基本复产，部分企业积极提产，计划检修整体延后。

#### 锌价下行，下游逢低补库

镀锌板块周内开工继续回升，主要基于铁塔等领域订单的持续旺盛，以及锌价下跌后镀锌相关生产意愿亦有支撑。氧化锌板块，也受低价影响小幅上调开工率。压铸锌板块开工率下滑，出口至海外的订单在一定程度上受到关税冲击影响。

特朗普对进口汽车加征 25%关税。特朗普于 2025 年 3 月 26 日签署行政令，宣布自 4 月 2 日起对所有进口汽车及关键零部件加征 25%关税，4 月 3 日正式执行。该政策以“国家安全”为由实施，覆盖乘用车、轻型卡车及发动机、变速箱等零部件，并可能扩展至其他部件。经济学家警告，关税将推高汽车价格（每辆或涨数千美元），抑制消费需求并加剧通胀压力，可能引发行业裁员。

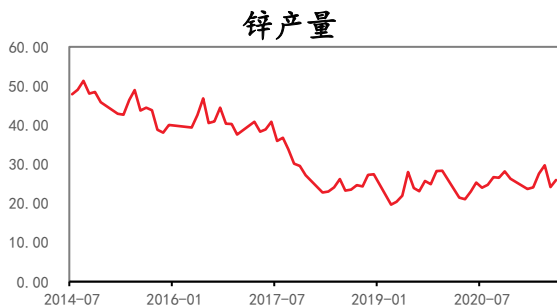
### 2 总结

全球贸易战下全球经济下行预期，悲观情绪蔓延，锌价破位下跌。3 月以来伴随着 TC 加速回升，

炼厂利润修复，生产积极性较高，产量增加，4 月预计月产提升至 57 万吨左右。终端消费持续复苏，锌价回落后，下游交投转好，但关税雾霾并未全部消散，出口订单不确定性较高。关税的反制及谈判仍在继续，预计锌价波动仍将加大。

### 3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



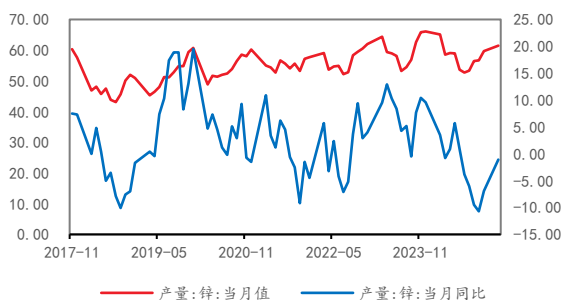
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：沪锌升贴水



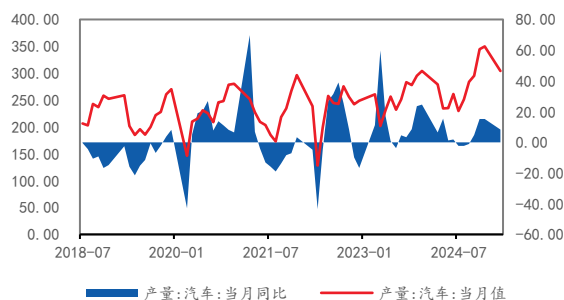
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



## 原油

### 1 市场经历剧烈动荡

过去一周国际原油市场经历了剧烈动荡，特朗普关税大棒挥向全世界，引发的需求忧虑和避险情绪重创油价，但地缘政治的不确定性配合盘面超跌修复。

面对特朗普咄咄逼人的单边霸凌行径，中国对其加征的关税进行对等反制，表明将奉陪到底的严正立场。如此强有力的举措令特朗普惯用的极限施压手段受挫，目前已对关税政策做出一定让步调整，90 天内暂时向部分国家征收 10% 的较低税率，且对消费电子产品豁免加税。另一方面，贸易战碰壁的特朗普当局转而对伊朗极限施压，为迫使其停止铀浓缩活动，美国派遣大兵压境并威胁阻断伊朗原油出口，此举可能导致全球原油供应减少约 100 万桶/日的风险。

目前，宏观预期、地缘政治和市场情绪共同塑造原油走势，虽然一边倒的空头局面短暂缓和，但中美硬脱钩和逆全球化背景下，经济衰退和贸易萎缩将削弱原油总需求，对油价长期构成下行压力。

### 2 关税长期利空施压

由于特朗普一意孤行启动所谓的对等关税，引发中国等实施反制措施，贸易战引发原油市场近四年来最剧烈震荡；随后，执行层面碰壁令美方态度有所软化，极度悲观情绪修复带来油价跌势暂缓。

梳理关税的影响逻辑，我们大致可以从四个维度上评估：作为化石燃料的忠实拥趸，特朗普对油气产品进口豁免关税，因此对原油市场直接影响不大；然而，关税壁垒直接造成贸易量锐减，航运等交通运输业对燃油需求下滑；再进一步，关税将推动进口成本和商品价格上涨，明显抑制大宗消费需求；最终，在全球经济复苏放缓的背景下，前两大经济体之间从贸易战升级到多个领域对抗，极大增加了陷入衰退的概率。

我们认为，不宜对短期超跌反弹过于乐观，特朗普关税的负面影响具有长期性，或将对未来数年的油价走势施加沉重压力。

### 3 OPEC: 需求增速放缓

虽然特朗普的强硬立场有所软化，但贸易战已经对原油等大类资产估值造成了深刻影响，围绕关税引发的宏观及需求预期变化展开博弈。

OPEC 发布最新一期月报，对全球经济和原油市场展望做出了下修调整，主要是基于中美在经贸等领域对抗，以及一季度一些关键指标未达预期，全球经济前景面临更大的不确定性。OPEC 报告中预计，2025 年全球原油需求将增加 130 万桶/日，2026 年将增加 128 万桶/日，两项预测均较前值减少 15 万桶/日，这是今年首次对需求增速作出下调。同样地，OPEC 将 2025 年全球经济增长预期从 3.1% 调降至 3.0%，2026 年预期从 3.2% 降至 3.1%。

报告反映出，OPEC 承认未来经济和需求将有所放缓，但仍维持增长的基本预判。然而国际能源

署 IEA 观点更为保守，坚称全球原油需求即将历史性触顶，还有部分机构担忧会出现负增长。高盛认为，关税和贸易战将加剧原油大量过剩的风险，预计 2025 年全球原油市场将产生约 80 万桶/日的供应敞口。因此，短期修复不等于高枕无忧，我们对市场的乐观情绪持质疑态度。

#### 4 IEA:供需重新平衡

全球原油投资者正在重新适应特朗普 2.0 时代，在激进的关税政策压力下，未来原油需求增长预期大幅放缓。

国际能源署 IEA 认为，关税政策将严重拖累全球经济表现，随着衰退风险进一步加剧，原油需求端前景不容乐观。IEA 在最新报告中，将 2025 年全球原油需求增速大幅下调 30 万桶/日至 73 万桶/日，这一数字远低于 EIA 的 90 万桶/日及 OPEC 的 130 万桶/日，并预计 2026 年增速将进一步放缓至 69 万桶/日。不过 IEA 也指出，油价大幅下跌正在令美国页岩油行业陷入困境，WTI 基准原油需要稳定在 65 美元左右才能令钻探新油井有利可图，如果低油价延续甚至继续下跌，大概率将触发供应端的再平衡机制。

目前，原油市场已经初步消化了过剩和累库的影响，国际油价回到可上可下的偏中性位置，但这一暂时的稳态依然十分脆弱，需要在美国经济避免硬着陆，且 OPEC+增产幅度可控的前提下保持有效。

#### 5 伊朗胡萝卜加大棒

在关税冲击余波逐渐减弱的同时，中东地缘政治又开始酝酿新的危机。

继 2018 年之后，特朗普对伊朗第二次祭出胡萝卜加大棒策略，在核问题上大兵压境并抛出谈判。具体来说，美国和伊朗代表团在第三方国家阿曼举行非接触式会谈，由阿曼官员代为转达双方利益诉求，首轮来看氛围较为温和。然而，美国两个航母战斗群已经部署在中东地区，摆明以武力胁迫伊朗签订城下之盟。目前美国已经启动对伊朗的严格制裁，除了打击参与运输的油轮船队，还制裁了一家购买伊朗原油的亚洲私营炼厂。美方威胁称将伊朗原油出口再次降为零，这一行为冲击全球原油现货供应，短期内强化了地缘政治风险溢价。

然而，这种脉冲式的短线上涨通常不可持续，即使制裁伊朗可能会导致约 100 万桶/日的供应损失，但也同样给 OPEC 增产政策留出操作空间，相比数百万桶/日的闲置产能，伊朗潜在缺口并不难以对冲。因此，我们对于地缘政治不做预设，持走一步看一步的态度，而经济低迷和需求疲软却实实在在地压制油价反弹的持续性。

#### 6 价值重估风高浪险

“2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，国际油价重心将在这一过程中大幅下移”，我们此前观点不幸一语成谶。

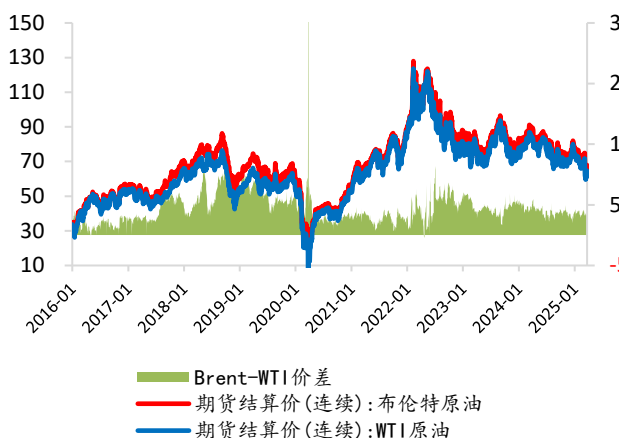
现在我们初步判断，本次油价暴跌不仅是短期情绪的释放，还标志着原油主要趋势进入熊市下行周期，且伴随着波动性加剧的特征。美国发动贸易战是全球经贸格局的重塑，OPEC+启动价格战是产业竞争格局的重塑，中东局部热战是地缘政治格局的重塑，此刻国际原油很可能处于价值重估的开端，市场参与者需要重新考量宏观经济、国际局势、供需关系的变化，未来原油市

场风高浪险或成为新常态。

华尔街主流投行下调未来油价重心，高盛最新观点是，在基准预测情景下，到 2026 年底 Brent 和 WTI 原油基准价格分别为 55 和 51 美元；而极端情景下，例如全球经济大萧条和 OPEC+ 完全退出减产，不排除油价低至 40 美元的可能。特朗普引发的不确定性对油价构成重压，我们坚持中长期原油价格的下行风险超过上行风险。

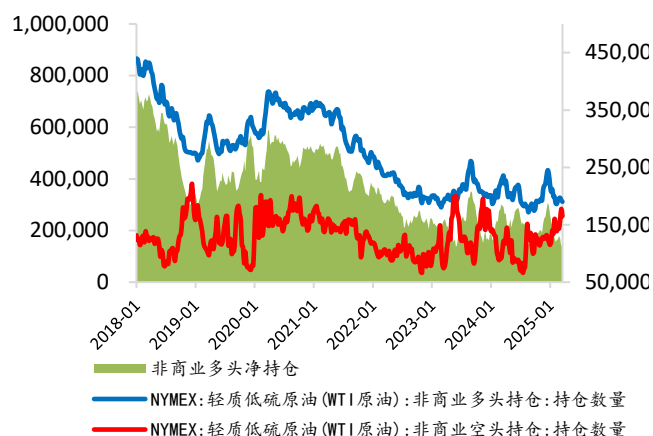
## 7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



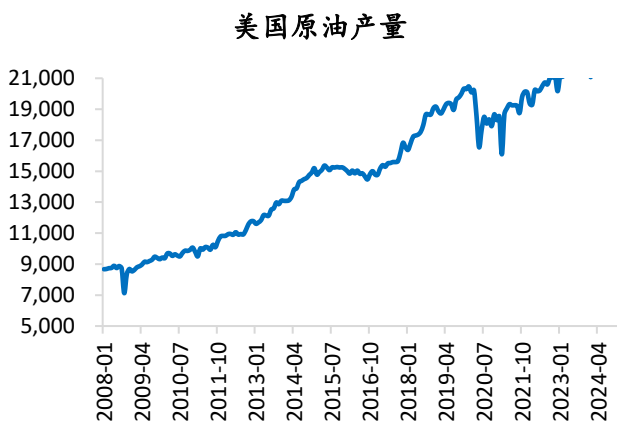
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：CFTC 原油期货持仓



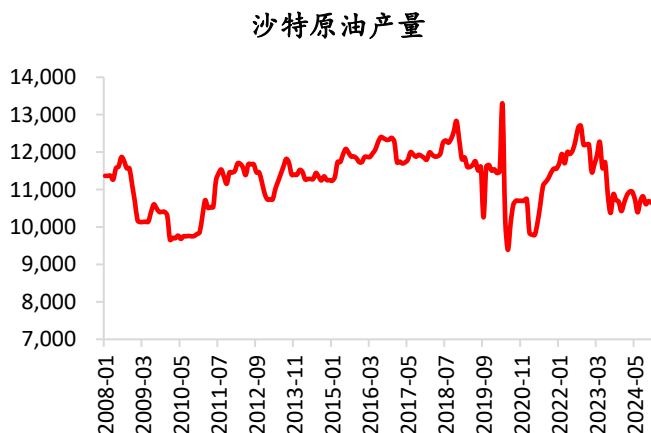
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国原油产量



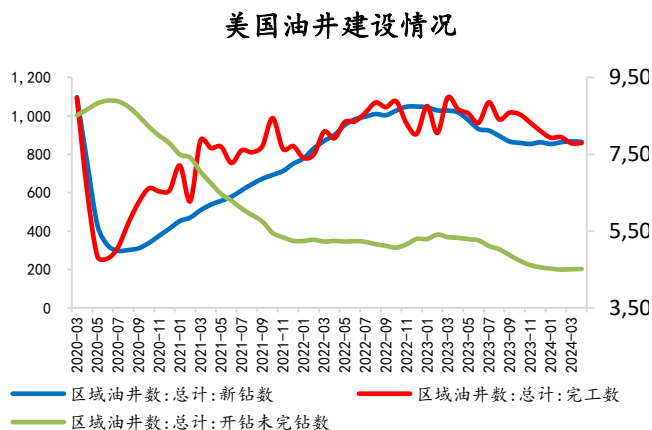
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



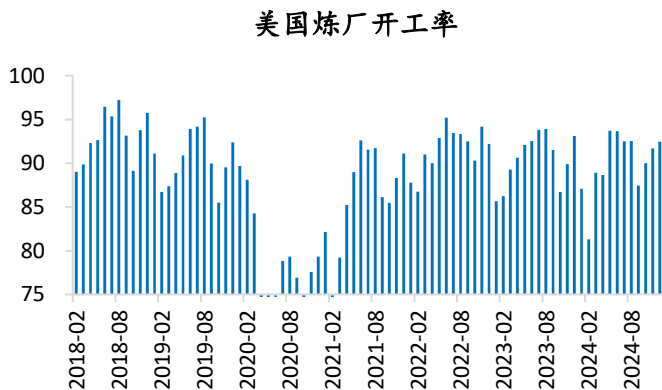
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26: 美国油井建设情况



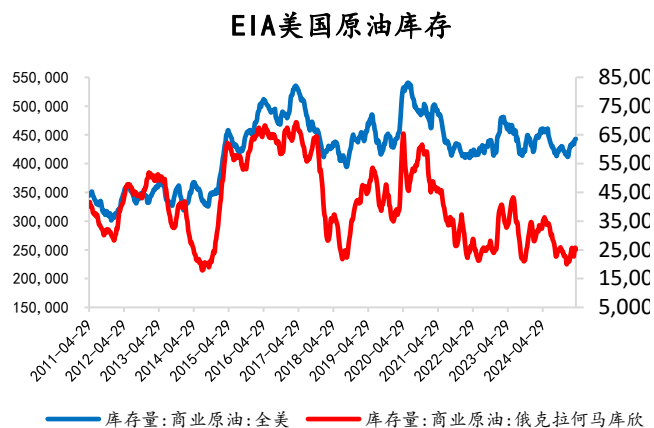
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28: 美国炼厂开工率



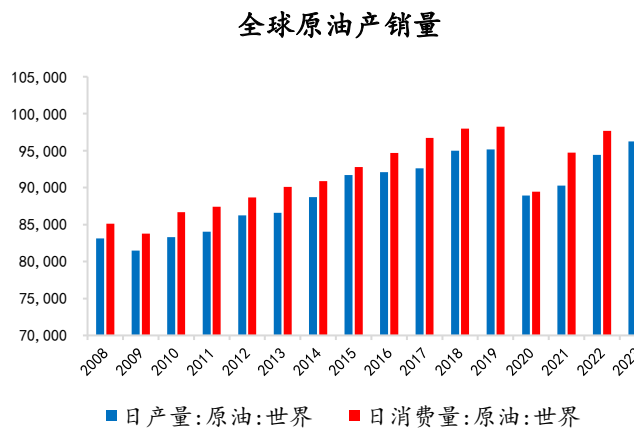
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 辩证看待关税影响

美国加征关税对天然橡胶产业链的直接影响，主要作用于中国轮胎对美出口市场，特朗普一再升级关税将导致全球贸易争端加剧，尤其是美国轮胎市场份额的丧失，对天然橡胶下游采购需求带来冲击。

天然橡胶下游 70%以上应用于轮胎制造业，需要明确的是，轮胎分为配套、替换和出口三大市场。过去一年多以来，中国轮胎行业开工率呈现出全、半钢胎分化的特征，其中半钢胎之所以能够长期维持高景气度，主要依赖海外出口订单支撑。

然而早在 2015-2019 年期间，美国对中国轮胎企业实施反倾销、反补贴调查以及第一轮贸易战，此后美国在中国轮胎出口市场中所占地位已经明显下降。因此，本次沪胶大跌与美国关税政策的直接关系不大，更多在于全球经济衰退预期下，引发大宗商品市场避险情绪，以及天然橡胶需求预期的恶化。

### 2 轮胎海外建厂风险

事实上，过去十年来受贸易摩擦影响，美国市场在中国轮胎出口总量中占比大幅下滑。海关总署数据显示，2024 年中国半钢轮胎出口量 325.54 万吨，出口美国占比仅约 1%；全钢轮胎出口量 458.93 万吨，出口美国占比约 3.2%。从数据上看，轮胎行业一个细分市场的局部变化，对天然橡胶供需平衡造成的影响极为有限。

值得注意的是，为规避双反和关税等风险，玲珑、赛轮等头部轮胎企业加速向泰国、越南等地扩建产能，以第三国原产地身份重新进入美国市场。相应地，2024 年泰国、越南对美国轮胎出口量攀升至美国进口总量的 40%以上。然而，本次美国通过原产地规则限制中国转口贸易，东南亚国家亦面临至少 25%的关税壁垒。与此同时，中国轮胎出口结构逐渐向新市场转移，俄罗斯、巴西、中东等成为新的增长点。

### 3 产区新季旺产预期

关税悲观情绪暂时有所缓解，推动沪胶估值修复此前超跌，市场导向因素由政策面回归基本面，关注主产国供应回升情况。

据 QirRex 最新产业数据，预估 2025 年泰国天然橡胶产量将增加 2.9%至 493 万吨，对比 2024 年初步数据为 479 万吨，其中泰国南部主产区增加 4%至 282 万吨。更多数据显示，2025 年泰国割胶面积从 2024 年的 2247 万莱轻微减少至 2245 万莱，全年亩产由 213 公斤/莱增加到 220 公斤/莱，南部地区为 221 公斤/莱。新兴产胶国方面，2025 年一季度非洲科特迪瓦天然橡胶出口量总计 40.29 万吨，较 2024 年同期增加 1.6%，对马来西亚、印尼等传统产胶国的减产形成补充。

业界对于今年新季天然橡胶顺利增产几乎抱有一致预期，主要是前期降水充足利于土壤保墒，橡胶树落叶病爆发概率下降，且开割面积仍处于历史高峰。现阶段全球天然橡胶进入增产期，



青岛地区呈累库存趋势，胶价承受较大供应压力。

#### 4 进口集港累库延续

由于海外进口船期集中到港，青岛地区橡胶库存长期呈累增趋势，且未来数周可能仍将延续，现货宽松令沪胶盘面承压。

海关总署最新公布的数据显示，2025 年 3 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 76 万吨，同比增长 16.7%；2025 年一季度中国橡胶进口量总计 218.3 万吨，较上年同期的 180.6 万吨显著增加 20.9%。截至 2025 年 4 月中旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量 61.92 万吨，较上期减少 0.15 万吨或 0.24%；其中，保税区库存 8.16 万吨，环比增加 1.76%；一般贸易库存 53.76 万吨，环比下降 0.54%。

按照以往经验，全球天然橡胶即将在 5-6 月迎来季节性上量，海内外主产区物候条件优于去年同期，中短期内橡胶原料及成品价格或将延续震荡筑底。

#### 5 云南原料上量顺利

泼水节后标志着云南西双版纳主产区开割季到来，近期调研结果显示，目前胶水产出较去年同期要好，业内估计今年原料供应没有太大问题。2024 年云南全乳胶产量约 17-18 万吨，浓乳胶约 6-7 万吨，而今年浓乳新产能投放稀释价格优势，对全乳胶的原料分流减少，二者产量料均有所增加。

临近的老挝和缅甸仍是天然橡胶价格洼地，2024 年云南替代指标共 43 万吨，其中缅甸 19 万吨，老挝 24 万吨。自去年 12 月实施关税减免后，2025 年 1-2 月中国从缅甸和老挝累计进口天然橡胶数量同比分别暴增 371% 和 106%。

相比 2024 年开割初期的干旱、病害和落叶问题，2025 年物候条件较为有利，橡胶树生长状态良好，开割时间明显提前，预计新胶原料产量将同比增加。

#### 6 沪胶重拾上升大势

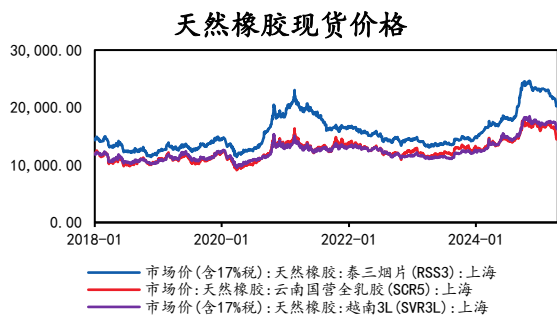
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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，当前策略上不宜追空可逢回调做多远月。

#### 7 橡胶期现数据

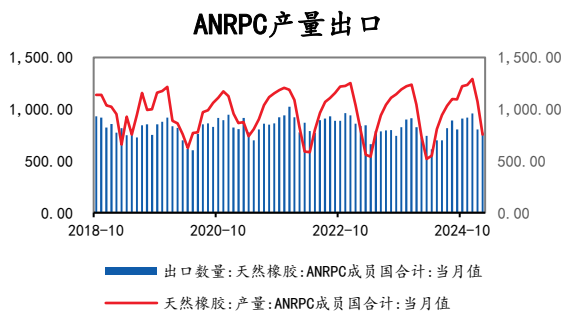


图表：天然橡胶现货价格



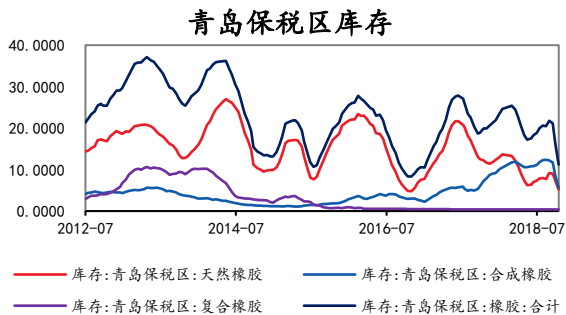
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：ANRPC 产量出口



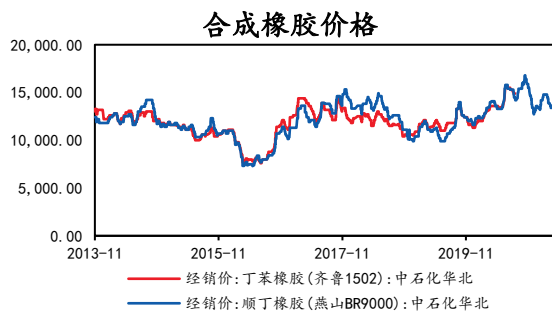
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：青岛保税区库存



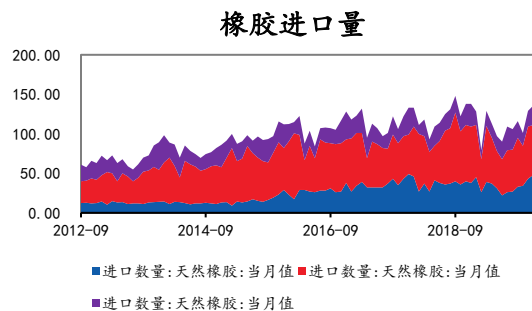
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：合成橡胶价格



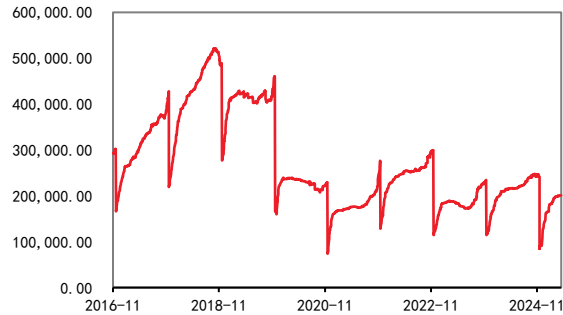
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：橡胶进口量



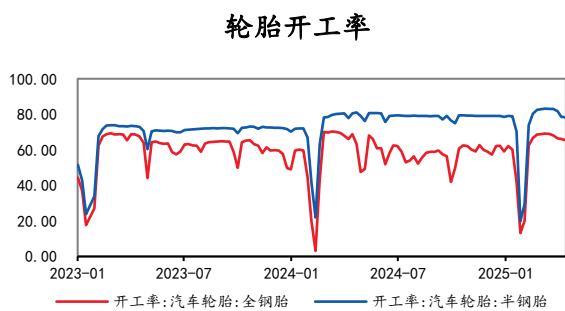
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：上期所注册仓单



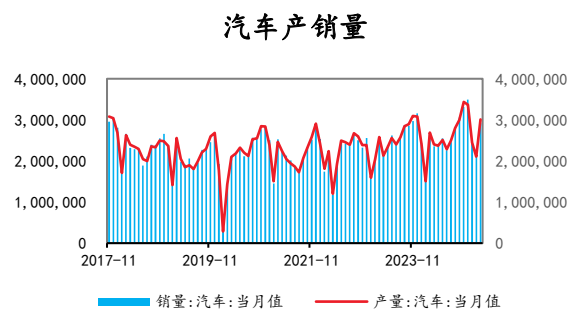
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35: 轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36: 汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所



