

中金财富期货策略周报（2025 年第 40 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

weik.zhang@cicc.com.cn

刘坤

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

宏观策略：商品市场继续分层，从影响因素看，金融数据的超预期回落，为稳增长亮起了警示，这对内盘商品市场而言，“弱现实”是实实在在存在的现状，关注政策端的变化。对于金融属性较强的黄金和有色，美联储 12 月暂停降息的概率较大，关注这一因素对金融属性的影响。

股指期货：证监会表示，防止指数“大起大落”，政策端对市场的支撑依然明显。短期内需要外围市场波动对 A 股的影响，整体看市场走势以震荡为主

铜：铜矿供应紧缺格局不变，加工费维持低位，副产品硫酸价格继续回落，冶炼端可能出现阶段性减产，加剧了全球铜矿供应短缺的担忧。高铜价已对下游消费产生抑制，下游多以刚需采购为主。宏观情绪提振和供应短缺担忧的双重驱动，沪铜市场短期面临“强预期”与“弱现实”的博弈，维持高位运行。

锌：海外锌矿在复产以及新投带动下同比高增，全球矿端的增量是在逐步兑现的。供应宽松逻辑由锌矿端传导至锌锭端，并逐步兑现，叠加硫酸价格回落，冶炼利润压缩背景下后续供应增产幅度或有限。进入 11 月淡季后，预计下游各板块开工或难有好的表现。在国内供应压力减弱、需求走弱的背景下，沪锌大概率低位区间震荡。

钢材：当前价格短期受成本与预期支撑仍偏抗跌，但在高产量-弱需求-高库存的格局未扭转前，钢价仍难形成趋势性反转。当前价格处于低位震荡区间，情绪端交易降温、资金面偏谨慎，行业仍处弱平衡与底部磨底阶段。

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：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。

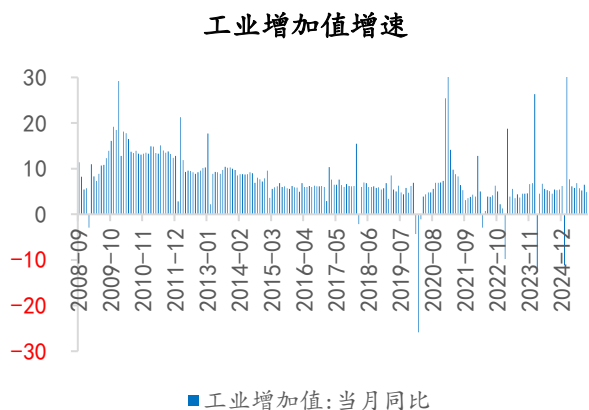
油脂油料：2025 年美豆产量基本尘埃落定，市场关注点集中在错过对华出口黄金期的美豆如何化解过剩库存。中美大豆贸易恢复提振美豆出口需求，并推动美豆价格大幅反弹。由于当前中国对进口美豆实施 13% 的关税税率，较其他地区高出 10%，相比南美大豆，美豆对华出口仍处劣势。巴西大豆平稳开局将削弱美豆需求炒作的持续性。近期国内豆粕市场与美豆保持较强成本联动，呈现触底反弹状态。由于国内进口大豆近端供给充足，下游需求平稳，豆粕库存仍保持在 100 万吨左右的宽松水平，尤其是随着进口美豆陆续到港，远期供给形势将进一步得到改善，国内豆粕市场跟涨动能有望先于美豆减弱。此外，豆类市场的关注点正在向南美天气切换，在南美大豆生长季，异常天气容易引发减产炒作，从而提升盘面的抗跌性。国内三大油脂因基本面差异，分化行情仍在持续。国产大豆市场走势相对独立，中储粮随行就市收购提振市场信心，令豆价明显脱离底部。国产大豆市场相对独立，整体保持反弹运行的过程中也要注意美豆高位回调对市场看涨情绪的冲击。

目录

周度策略：实体经济与金融市场延续分化	- 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 6 -
2 10 月宏观数据延续下行走势	- 6 -
4 宏观策略	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 7 -
铜	- 9 -
1 影响因素	- 9 -
2 结论	- 10 -
钢材	- 14 -
1 处于支撑区间，政策信号托底但反弹乏力	- 14 -
2 供应高位难降	- 14 -
3 钢材供需延续弱平衡，库存高位去化仍显乏力	- 14 -
4 小结	- 15 -
5 钢材期货现货数据	- 15 -
原油	- 18 -
1 多空僵持缺乏驱动	- 18 -
2 OPEC 首次承认过剩	- 18 -
3 沙特阿美下调售价	- 18 -
4 短期交易逻辑割裂	- 18 -
5 对俄制裁效果显现	- 19 -
6 熊市周期已经确认	- 19 -
7 原油期现数据	- 20 -
天然橡胶	- 22 -
1 产能上限制约供应	- 22 -
2 成本松动拖累盘面	- 22 -
3 进口偏高现货充裕	- 22 -
4 下游需求跟进不足	- 23 -
5 可考虑 NR-BR 套利	- 23 -
6 周期重拾上升大势	- 23 -
7 橡胶期现数据	- 24 -
油脂油料：美豆自 17 个月高点回落，国内油脂走势分化	- 27 -
1 外部豆类市场分析	- 27 -
4 油脂油料市场主要数据	- 28 -

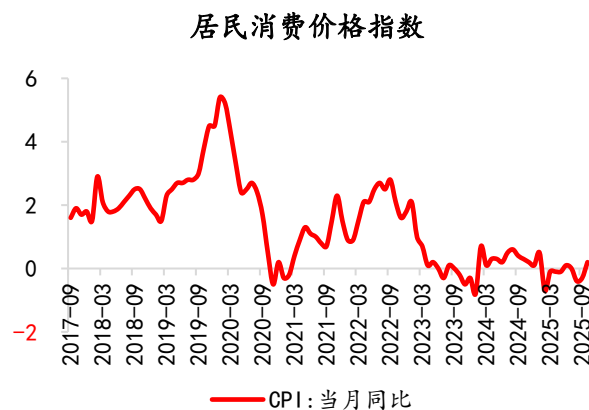
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



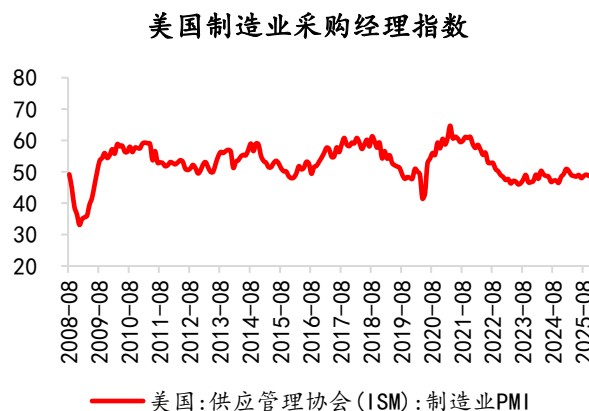
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



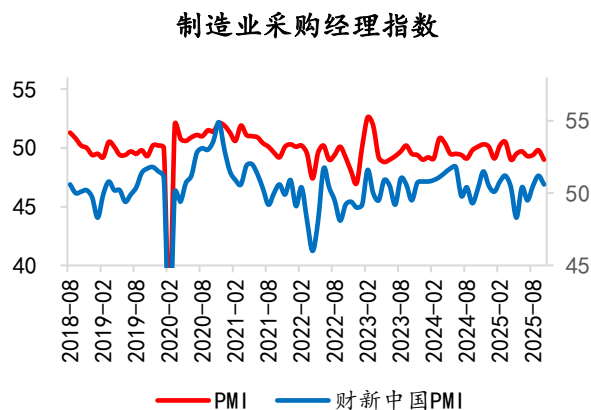
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



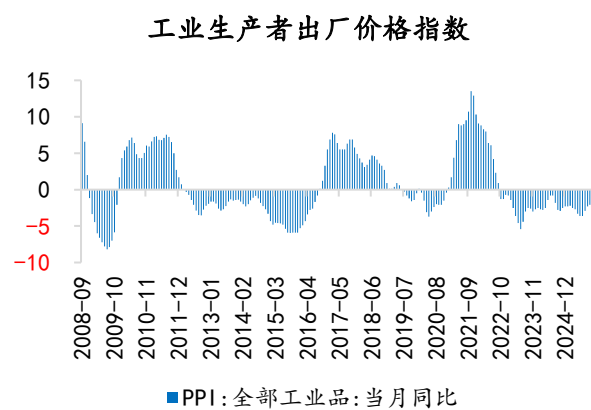
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



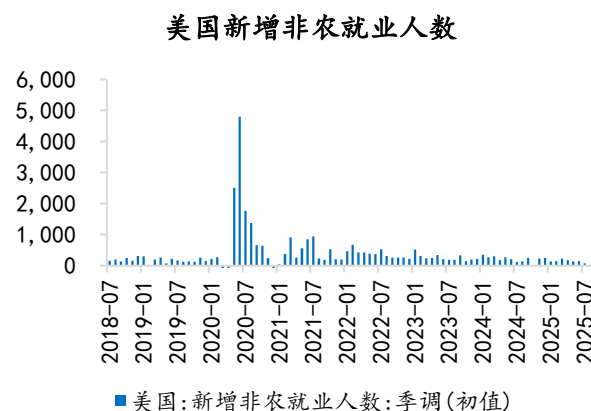
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：实体经济与金融市场延续分化

10 月金融数据呈现“总量走弱、结构承压”的特征。社融增速进一步回落至 8.5%，反映融资需求整体不足，也指向年底的经济数据前瞻上看存在压力。但是资本市场表现亮眼，除了股市不断新高之外，商品市场中金融属性较强的品种也持续强势。

社融数据走弱

10 月的金融数据超季节性回落，与 10 月的 PMI 数据超预期回落可以交替验证。

具体看，10 月数据的几个主要特征：

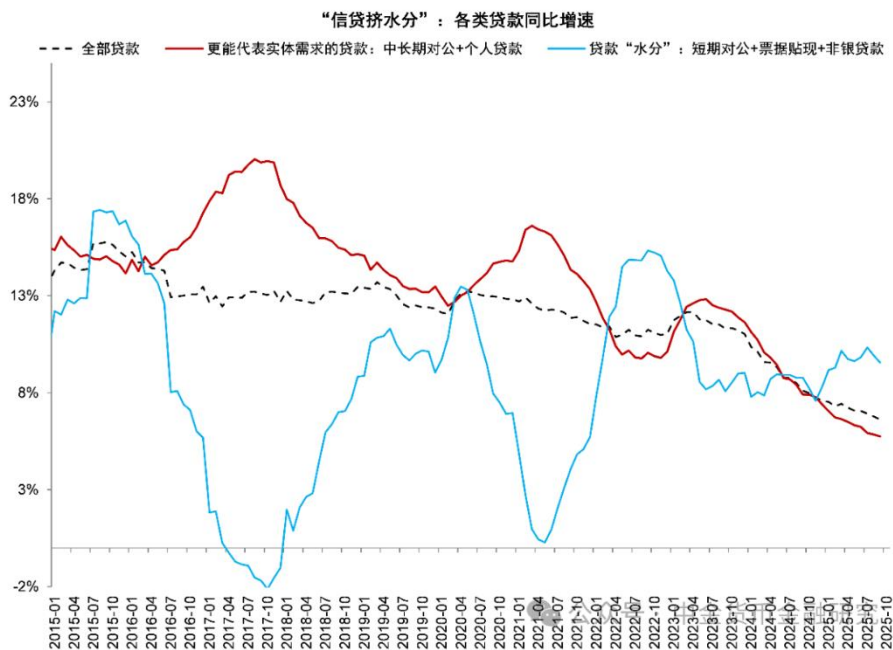
10 月社融回落斜率大于最近三年同期均值，表现明显偏弱。与过去三年同期绝对金额比较，今年 10 月社融处于历史最低水平；从同比角度看，政府债券环比减少幅度较大拖累社融增速，本月社融增速继续回落至 8.5%。相较去年同期，10 月社融同比少增 5970 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献-93.3%）、信贷（贡献-44.2%）、非标（贡献 6.0%）和直融（贡献 31.5%）。

10 月信贷数据走弱，企业端结构有所恶化。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 2200 亿元，同比少增 2800 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增-401 亿元，同比少增 2656 亿元。

当月存款增加 6100 亿元，M2 同比增速继续回落至 8.2%。从结构看，居民、企业存款减少，财政、非银存款明显增加。同比看，居民、企业存款少增，财政、非银存款多增。与此同时，M1 同比增速较 9 月明显回落（回落 1.0pct 至 6.2%），回落幅度基本持平去年同期的基数效应（去年 10 月较 9 月上升 1.0pct），指向实际货币流通变化不大，与本月偏弱的私人部门金融数据表现一致，亮点主要在于资本市场走强格局下存款定期化有所缓解。

金融数据的超预期回落，为稳增长亮起了警示，这对商品市场而言，“弱现实”是实实在在存在的现状，关注政策端的变化。

图表 1：信贷数据：同比走弱



资料来源：wind 资讯，中金公司

美联储降息预期再起变化

多位中间派官员对 12 月降息保持谨慎，这让 12 月降息预期大幅回落到 50% 以下，对美元类资产造成较大影响。

圣路易斯联储主席穆萨莱姆的观点具备代表性，他认为当前利率水准“更接近中性，而不是明显偏紧”，意味着在不过度放松的前提下，美联储可以继续观望，但进一步大幅降息的空间有限。

穆萨莱姆坦言，前期支持降息更多是出于对就业的担忧，而在通胀黏性仍存、经济表现相对有韧性的背景下，接下来需要更加谨慎，以防政策过度宽松。同一天内，其他地区联储主席也释放了类似信号。

克利夫兰联储主席哈玛克表示，利率政策目前仍应保持在“限制性区间”，以继续对仍高于目标的通胀施加下行压力；明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，约 3% 的通胀“仍然偏高”，部分劳动力市场指标已经显露压力迹象，不宜过快放松。

旧金山联储主席戴利认为，在今年已两次降息之后，美联储在“充分就业”和“物价稳定”这两大目标之间的风险大致重新回到平衡状态，但服务业通胀尚未出现持续回落，市场对进一步宽松的预期需要更克制一些。

整体看，美联储的整体思路是当前的形势适合观望。如果美联储 12 月暂停降息，那么当前如火如荼的美股，以及各类美元类资产，可能出现调整的压力，这对市场的风险偏好会造成明显影响，对于商品市场，金融属性较强的黄金和有色，也会受到影响。

注意工业品波动的风险

商品市场继续分层，从影响因素看，金融数据的超预期回落，为稳增长亮起了警示，这对内盘商品市场而言，“弱现实”是实实在在存在的现状，关注政策端的变化。对于金融属性较强

的黄金和有色，美联储 12 月暂停降息的概率较大，关注这一因素对金融属性的影响。

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	11 月 13 日	证监会副主席李明：坚决防止市场大起大落、急涨急跌	持续完善长钱长投的市场生态，加力推动中长期资金入市实施方案落地见效	政策对市场的影响依然明显
	11 月 12 日	13 项措施进一步促进民间投资	扩大准入、打通堵点、强化保障	稳民间投资进一步落实
数据	11 月 14 日	10 月新增社融 8100 亿元	社融数据不及预期	稳增长压力进一步增加
	11 月 10 日	10 月 CPI 同比增 0.2%	核心 CPI 创 2024 年 3 月最高	PPI 环比年内首次上涨
事件	11 月 14 日	美国众议院通过临时拨款法案，美国政府关门结束，开始“漫长重启”	美国国会众议院表决通过联邦政府临时拨款法案，为结束美国史上最长的政府“停摆”迈出决定性一步	六周停摆将使第四季度 GDP 减少 1.5 个百分点，最终造成约 110 亿美元的净损失

资料来源：中金财富期货研究所

2 10 月宏观数据延续下行走势

10 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.9%，前值为 6.5%；前 10 个月规模以上工业增加值累计同比实际增长 6.1%，2024 年全年累计同比为 5.8%；10 月社会消费品零售总额同比增长 2.9%，前值为 3.0%；前 10 个月社会消费品零售总额累计同比增长 4.3%，2024 年全年累计同比为 3.5%；2025 年 1-10 月全国固定资产投资累计同比下降 1.7%，前值为下降 0.5%，2024 年全年累计同比增长 3.2%。

总体上看，受外需放缓，国内消费、投资增长动能减弱，以及稳增长政策需要传导时间等影响，10 月宏观经济运行延续三季度以来的稳中见弱态势。不过，当前高技术制造业生产和投资增速继续保持领先，显示新质生产力发展对宏观经济运行有较明显的拉动作用；另外，10 月耐用消费品以旧换新、大规模设备更新政策对宏观经济供需两端仍有重要支撑，显示促消费、扩投资政策效应依然较为明显，后期可进一步发力。

往后看，着眼于稳定四季度及明年一季度宏观经济运行，在顺利完成今年经济增长目标的同时，推动“十五五”实现良好开局，年底前稳增长政策有望进一步加力，重点是扩大国内需求，释放消费潜力，增加有效投资，有效对冲外需放缓带来的影响，同时着力推动房地产市场止跌回稳。我们判断，在“两个 5000 亿”政策之后，接下来财政政策在促消费方面会进一步加码，货币政策则有可能实施新一轮降息降准。当前我国政府负债率较低，现阶段国内物价也处于偏低水平，财政政策和货币政策在稳增长方向都有充足的发力空间。

3 存款搬家信号再度出现

资本市场表现较好，非银存款同比大幅多增。10 月非银存款增加 1.85 万亿元，同比多增 0.77 万亿元；居民+企业存款减少 2.43 万亿元，同比少增 1.13 万亿元。随着季末理财回表扰动结束，资本市场表现向好，市场风险偏好持续回升，存款非银化持续。

存款搬家信号在 9 月数据暂缓，但是 10 月再度明显。新增非银存款同比多增 0.77 万亿元，新增居民存款同比多减 0.77 万亿元。新增非银存款和居民存款同比走势再度分化，一方面是季节性因素的扰动，另一方面或也指向权益市场持续向好下，居民“存款搬家”再度演绎。10 月上交所新增开户数虽不及去年极端峰值，但也高于季节性水平。

4 宏观策略

商品市场继续分层，从影响因素看，金融数据的超预期回落，为稳增长亮起了警示，这对内盘商品市场而言，“弱现实”是实实在在存在的现状，关注政策端的变化。对于金融属性较强的黄金和有色，美联储 12 月暂停降息的概率较大，关注这一因素对金融属性的影响。

5 股指期货市场分析

指数延续震荡

本周市场一度创出新高后回落。周度表现看，其中沪深 300 指数-1.08%，上证 50 指数+0%，中证 500 指数-1.26%，中证 1000 指数-0.52%。

市场呈现较为明显的高低切行情。

2025 年 10 月的高切低行情发生的背景是，中美经贸冲突再起，美联储降息预期不确定性强化，美股科技股震荡加剧。同时，国内机构持有科技板块的集中度偏高引发市场普遍担忧，因此高位科技板块涨势减缓并开始小幅度回调。与此同时，年底政策密集期叠加通胀回暖预期，推动低位的顺周期资源品补涨，包括煤炭、油气、钢铁等。也包括具有防御属性的公用事业、银行，以及受益 CPI 改善的消费链条，包括零售、纺服、社服、食品饮料等。

板块的高低切对盘面的影响有限，在银行股的持续强势下，指数延续了震荡的走势。

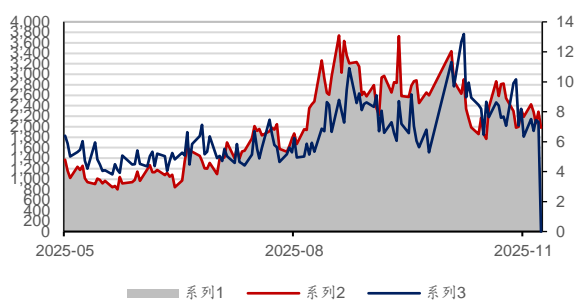
指数有望延续震荡行情

指数高位震荡，短期内预计延续类似行情。

从政策上看，证监会副主席李明表示，更好发挥中长期资金稳定性、压舱石作用。此外，强化战略性力量储备和稳市机制建设，提升资本市场内在稳定性，坚决防止市场大起大落、急涨急跌。

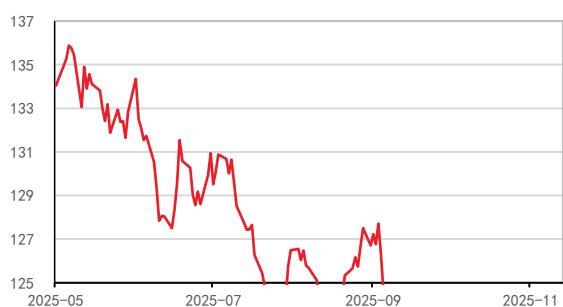
注意海外市场波动的影响。美股方面，投资人重新担忧估值过高与政策不确定性，导致全面抛售。市场急速修正对美联储的降息预期。多位联储官员接连发表偏鹰派讲话，令市场原本对 12 月降息的期待大幅降温。虽然政府正式重启，但部分关键经济数据可能无法及时发布，使投资者更难判断联储后续动作，从而进一步压低风险偏好。

图表 8：融资融券数据图



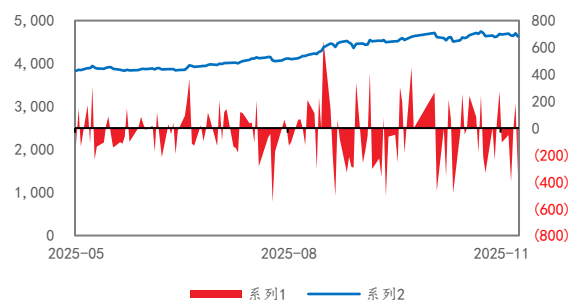
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



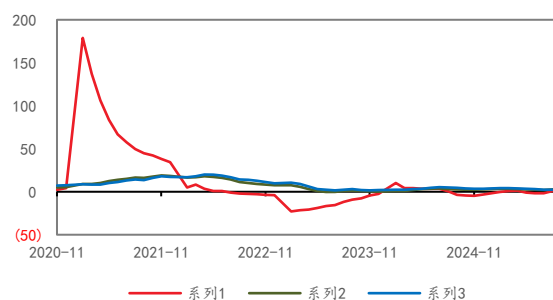
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球铜矿供应扰动频发

近年来全球铜矿扰动频发，对有效供给形成约束。2025 年上半年，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。

近期铜矿供应再生扰动，印尼 Grasberg 铜矿的地下矿井遭大量潮湿泥土堵塞了部分通道，矿场的采矿作业目前已暂停，此次铜矿的停产加剧了市场对于铜矿供应的担忧，也导致 Q4 产量预计仅为原指引的 1%（20.2 万吨→0.2 万吨），2026 年全年产量较原计划减少 27 万吨（下修 35%），直至 2027 年才能完全恢复。这一冲击远超市场预期，直接改写全球铜供需平衡表。

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。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。

极低的加工费严重挤压了国内冶炼厂的利润，导致市场不断传出大型冶炼厂可能计划减产或检修的消息。10 月中国电解铜产量 109.1 万吨，环比下降 2.94 万吨，环比降幅 2.62%，同比增幅 9.63%。1-10 月累计产量 1115.1 万吨，累计同比增长 11.96%。如果减产成为现实，虽然会减少精炼铜供应，但更深远的影响是削弱对铜精矿的需求，从而向矿山端施压。目前，市场交易的是“供应中断”的恐慌逻辑。

1-9 月中国精炼铜进口约 290.2 万吨，同比增幅收窄至 1.9%，其中 9 月中国精铜进口量同比增长约 7%，环比增幅高达 21.7%。10 月沪伦铜比继续走跌，进口亏损扩大，出口窗口打开，预计 10 月铜进口量增幅有限。

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%。9 月铜价走强为国内废铜供应带来价格优势，预计 10 月废铜供应有望持稳，但绝对量上对铜矿紧张造成的供应补充有限。进口方面，受 9 月底海关查验趋严影响，10 月乃至四季度废铜进口量或面临回落压力。

需求呈现“强预期、弱现实”

随着铜价下挫，下游采购意愿有所恢复，现货升贴水有所走强。现货交易多以刚需采购为主 <https://www.shmet.com/news/newsDetail-2-905168.html>，整体备货情绪有限 <https://m.cnai.com/news/653544/http://goodsfu.10jqka.com.cn/20251010/c671622890.s>

[html](#)。市场流通货源尚可，但高价位下实际成交量相对有限。

1-9 月中国电网投资额同比增长 9.94%，从季节性规律来看，预计四季度投资增速在年末冲量目标下仍有望企稳甚至扩张。2025 年 1-9 月房地产开发投资降幅比前 8 月扩大 1%。单月来看，9 月投资同比下降 21.3%，降幅比 8 月扩大 1.3%。9 月新开工面积同比下降 15%，降幅比 8 月收窄 4.8 个百分点。2025 年 9 月房地产施工面积同比下降 9.4%，降幅比 8 月扩大 0.1%。1-9 月房屋竣工面积同比下降 15.3%，降幅比前 8 月收窄 1.7%。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。加上反内卷、关税等因素，下半年新能源车家电的需求增速将大幅放缓，旺季需求提高的力度有限。

2 结论

铜矿供应紧缺格局不变，加工费维持低位，副产品硫酸价格继续回落，冶炼端可能出现阶段性减产，加剧了全球铜矿供应短缺的担忧。高铜价已对下游消费产生抑制，下游多以刚需采购为主。宏观情绪提振和供应短缺担忧的双重驱动，沪铜市场短期面临“强预期”与“弱现实”的博弈，维持高位运行。

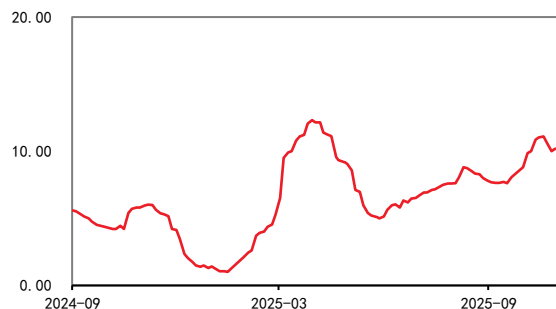
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



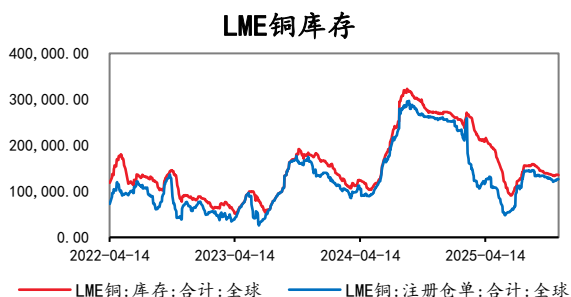
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



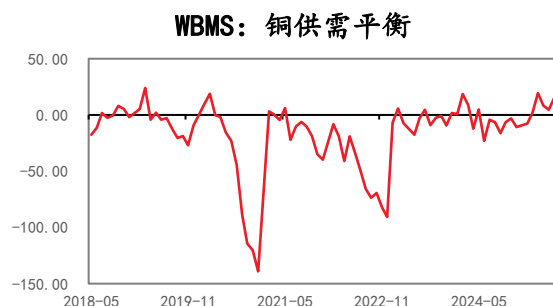
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



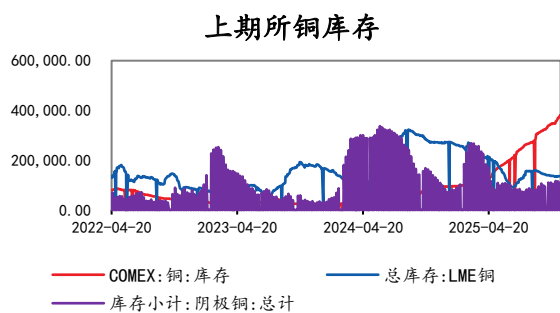
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



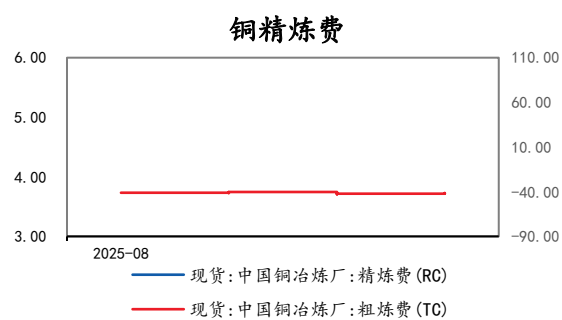
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球锌精矿供应如期恢复

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。全球 1-8 月产出锌精矿 830.5 万吨，同比增加 6.46%，主因俄罗斯、刚果、欧洲、南美的几个大型项目集中复产、增产。海外锌矿生产维持稳定，新增矿山如 OZ 矿、Buenavista 矿等新增项目顺利爬产，锌精矿供应恢复较好兑现。全年来看，考虑潜在扰动因素及客观存在的部分矿山品位下滑的影响，预计海外锌精矿增量在 55 万吨左右。

四季度以来，北方天气转冷，部分高海拔地区矿山陆续进入季节性生产淡季，锌矿月度产量环比回落态势显著。1-10 月国内锌精矿累计产量 279.2 万吨，同比下降 5.1%。

高产量已经入阈值

10 月精炼锌产量 61.72 万吨，环比增加 2.85%，同比增加 21.45%，产量小幅不及预期。1-10 月累计产量 568.63 万吨，累计同比增加 10.1%。10 月产量不及预期，主要受原料矛盾突出导致，减量主要集中在河南、陕西、甘肃、江西、四川、湖南等地区，增量主要以内蒙古、河南、湖南、甘肃和广西等地。对于 11 月除常规检修减产外，主要因为矿加工费加速下跌冬储背景下冶炼厂原料库存压力增加，部分冶炼厂被迫压缩产量，另有部分再生锌厂因原料价格走高且采购困难，利润倒挂下主动减停产。

进出口方面，9 月我国精炼锌进口量 2.27 万吨，环比-11.61%，同比-57.03%，出口量 0.25 万吨，环比+696.78%，同比+158.39%，净进口 2.02 万吨。沪伦比价加速回落，锌锭进口亏损不断扩大。

需求不及预期，镀锌开工略有回落

三大初级加工行业开工率基本稳定，其中镀锌板块由于下游基建、地产终端表现偏弱开工率存在下行 https://cmcc.china-mcc.com/news_show-103-6395.html。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。

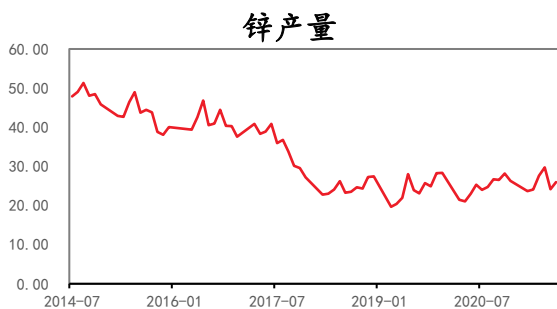
中汽协数据显示，2025 年 9 月汽车产销分别完成 327.6 万辆和 322.6 万辆，环比分别增长 16.4% 和 12.9%，同比分别增长 17.1% 和 14.9%。以旧换新政策持续释放置换需求，叠加行业综合整治缓解“内卷”，企业新车型密集投放，均对市场韧性形成支撑，行业复苏力好于预期。

2 总结

海外锌矿在复产以及新投带动下同比高增，全球矿端的增量是在逐步兑现的。供应宽松逻辑由锌矿端传导至锌锭端，并逐步兑现，叠加硫酸价格回落，冶炼利润压缩背景下后续供应增产幅度或有限。进入 11 月淡季后，预计下游各板块开工或难有好的表现。在国内供应压力减弱、需求走弱的背景下，沪锌大概率低位区间震荡。

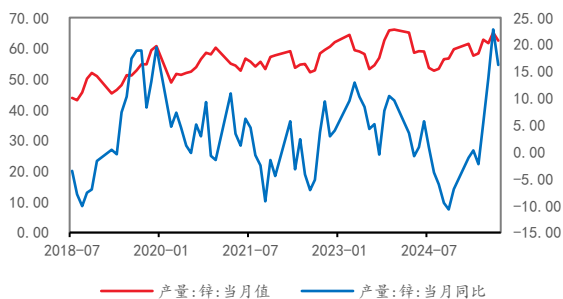
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



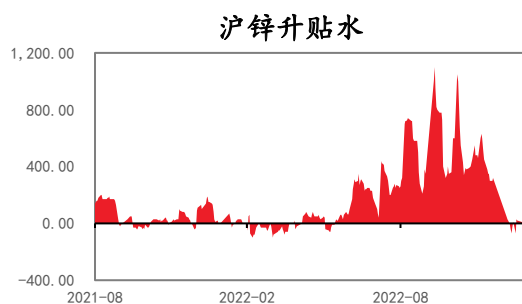
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



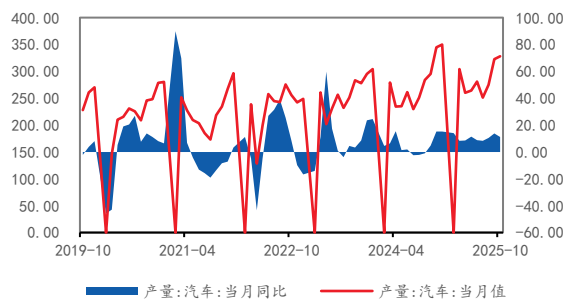
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

钢材

1 处于支撑区间，政策信号托底但反弹乏力

螺纹钢期货价格已跌至 3050 元/吨附近，正好处于 2020 年疫情初期的震荡平台下沿区域，对应区间为 3000 - 3200 元/吨。这一价位是 17 年以来的底部区间，价格走到这里，意味着市场已经进入典型的底部震荡阶段，继续下行的空间有限。

但与 6 月低点相比，当前的宏观环境更具支撑性。首先，国内“反内卷”政策的落地已开始体现在实体层面。从 7 月中央财经委提出“防止无序竞争、推动形成有序竞争环境”到 10 月《价格法》修正案明确将“低价竞争”纳入监管，政策导向正在逐步压缩过度竞争的空间，促使产业链中小企业收缩产能、稳价经营。这一轮“反内卷”并非短期口号，而是在宏观层面重塑市场秩序。近期 PPI 环比转正、CPI 连续两个月回升，反映出工业品价格体系的初步修复，通缩阴霾正在缓解。

其次，国际环境较年中有所改善。11 月中美元首会晤后，双方在关税与出口管制方面出现阶段性缓和，美国延后多项压力措施执行期限，双边贸易摩擦从对抗走向管理。对中国出口预期与市场信心都有一定提振，人民币汇率稳定、外资流出压力减轻。

然而，价格虽已探底，但上行动力不足。供应的惯性仍在、需求的恢复有限，使得钢价短期难有持续性反弹。当前 3000 元一线构成中短期强支撑，但价格反转仍需宏观或政策上的配合。

2 供应高位难降

供应是当前钢市的核心矛盾。国家统计局数据显示，2025 年 1-10 月粗钢产量同比仅下降 3.9%，整体幅度不大。钢联数据显示，全国铁水日均产量自 4 月以来长期维持在 240 万吨以上，仅在近几周利润下滑时小幅下降。

钢厂维持高产的原因主要有两点。

一是利润支撑。年内多数时间钢厂盈利率保持在 40% 以上，4-6 月一度突破 60%。高利润意味着企业现金流充裕、库存压力有限，缺乏主动减产的意愿。即便当前盈利率下降至 40% 以下，也未触及成本线，市场化减产动力不足。

二是政策限产的约束力显著减弱。近年来，政策重心从“能耗双控”“压产能”转向“稳增长”“保就业”。钢铁行业作为典型的劳动密集型行业，是地方财政与就业的支柱产业。钢铁企业直接和间接吸纳的就业人口超过 400 万，对地方税收贡献显著。在当前经济修复过程中，钢铁行业被视为“压不得”的行业。换言之，限产不再是政策优先项，行政性压产已经退出常态化调控。

此外，从供给结构来看，高炉企业仍处于高负荷生产状态，而电炉产能利用率虽低，但波动有限，说明整体供应仍具有较强的韧性。在没有价格或利润崩塌的前提下，供给端难以显著收缩。

3 钢材供需延续弱平衡，库存高位去化仍显乏力

本周全国高炉及电炉产能利用率双双回升，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 88.8%，环比上升 1.0 个百分点，同比上升 1.0 个百分点，显示钢厂生产意愿仍在，短期尚未因利润承压而主动收缩产能。五大品种钢材周产量为 834.4 万吨，环比下降 2.6%，同比下降 3.1%。虽然本周长流程产量有所增加，日均铁水产量回升 2.8 万吨至 236.9 万吨，但轧线产出依旧收缩，螺纹钢产量降幅大于热卷，反映出建筑需求端压力仍大、板材端相对韧性更强。

库存方面，本周五大品种钢材社会库存为 1061.4 万吨，环比下降 1.3%，同比仍高达+29.4%；钢厂库存为 416 万吨，环比下降 2.9%，同比上升 4.3%。钢材总库存环比下降 1.7%，较上周降幅扩大 1.1 个百分点，且钢厂库存降幅大于社会库存，显示上游主动降库力度增强，但中下游补库动力仍然偏弱。高库存结构未根本扭转，去库仍是市场最重要的矛盾之一。

本周五大品种钢材周表观消费为 860.6 万吨，环比下降 0.7%，同比下降 1.9%，需求整体呈弱势震荡。螺纹钢表观消费 216.4 万吨，环比下降 1.0%，同比下降 5.3%，建筑钢材受落地项目偏少与资金偏紧压制；热卷需求降幅相对有限，制造业订单结构仍有一定支撑。本周全国建筑钢材成交周均值为 10 万吨，环比回升 3.9%，虽有低价补库带动，但仍处季节性淡季下的弱修复阶段。

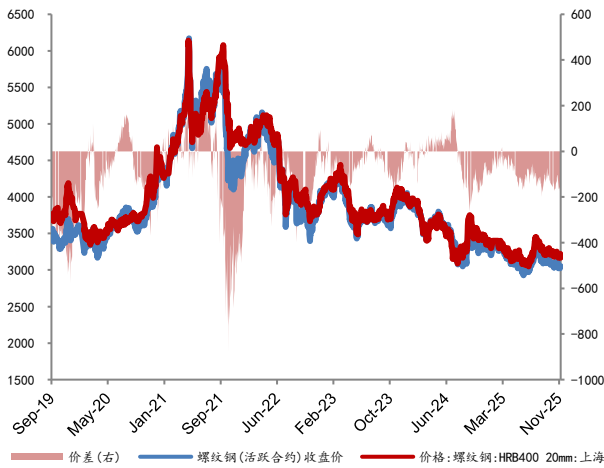
现货价格表现偏强震荡，但利润端并未同步改善。主流钢材品种即期毛利继续走弱，247 家钢厂盈利率降至 39%，环比减少 0.9 个百分点，已回落至阶段性低位。原料端铁矿石在矿山发运与港口库存高位背景下偏弱震荡，焦煤受政策与安全生产逻辑支撑相对坚挺，整体成本端对价格仍有托底，但难以形成实质上行驱动力。

4 小结

当前价格短期受成本与预期支撑仍偏抗跌，但在高产量-弱需求-高库存的格局未扭转前，钢价仍难形成趋势性反转。当前价格处于低位震荡区间，情绪端交易降温、资金面偏谨慎，行业仍处弱平衡与底部磨底阶段。

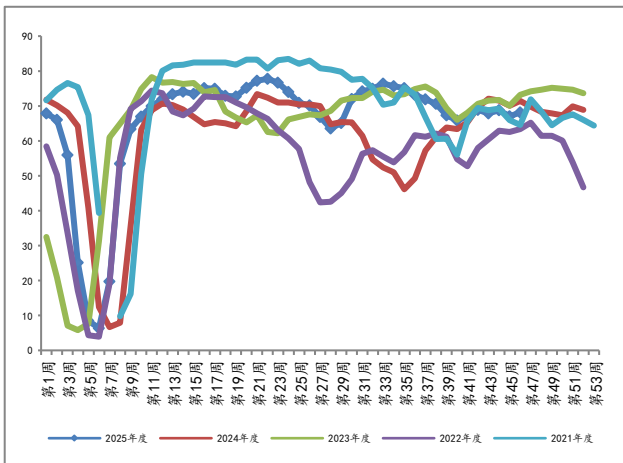
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



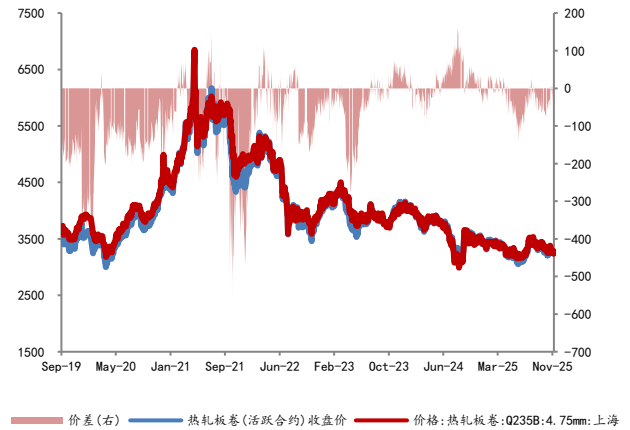
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



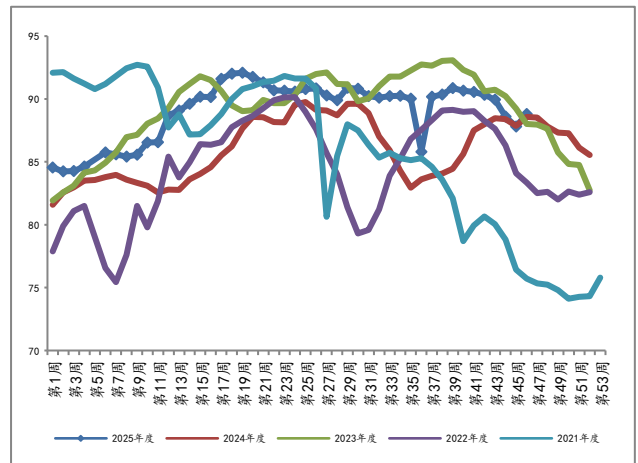
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



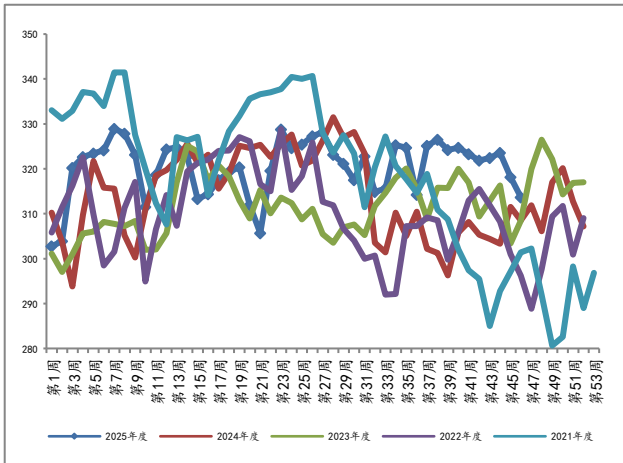
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



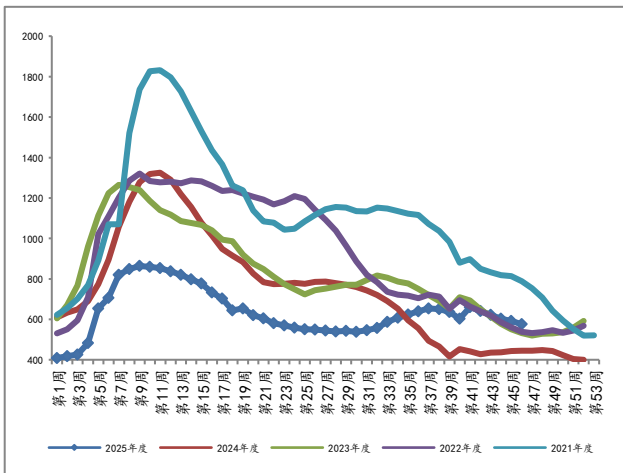
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



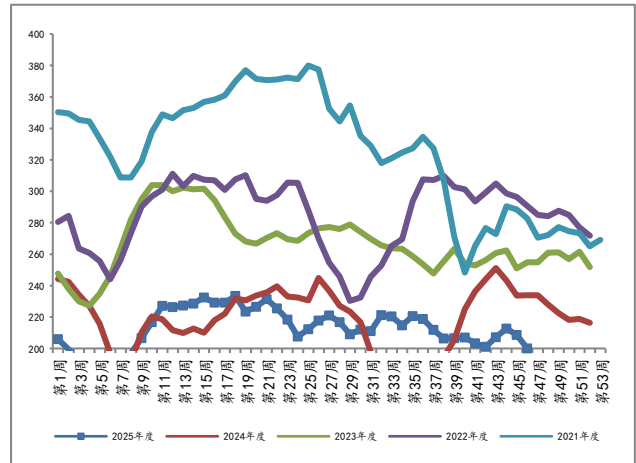
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



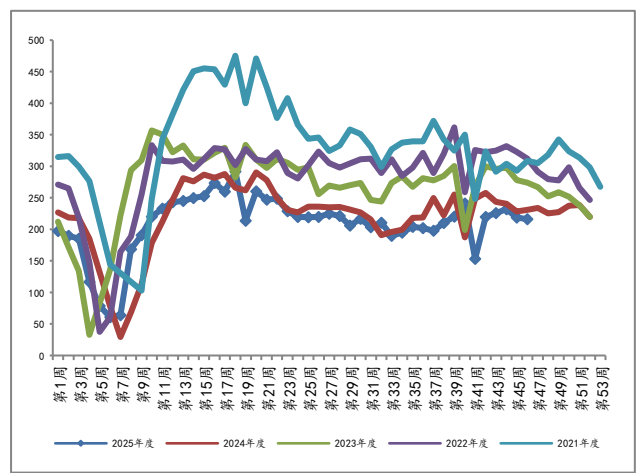
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 多空僵持缺乏驱动

从市场长期格局来看，未来供应端实际增量和需求端实质复苏的证据皆不充分，因此短期原油价格更多受高频数据和消息事件左右。

在四季度连续小幅增产之后，OPEC+在 2026 年一季度的产量政策按下了暂停键，释放出维持市场稳定的审慎信号。以美国为首的非 OPEC+产量仍在屡创新高，供需过剩的预期继续加强，对现货市场构成沉重压力。另一方面，因需求疲软和进口配额等问题，近月以来亚洲等地区近海浮仓显著增加，这部分海上在途原油的蓄洪效应不容忽视，叠加美国商业原油库存季节性累库趋势，令国际原油期货结构转向弱势。

近期油价表现也证实了我们的推测，即供需两端均缺乏硬性的驱动条件，仅依靠估值修复和情绪炒作，反弹空间和持续性有限，原油市场呈波段交易的特征。

2 OPEC 首次承认过剩

在最新一期报告中，OPEC 对全球原油市场平衡的统计产生重大转向，将三季度从供不应求调整为供应过剩，理由是该组织增产的同时美国产量亦超出预期。

月报显示，10 月 OPEC 及其盟友原油总产量为 4302 万桶/日，环比 9 月减少 7.3 万桶/日；但非 OPEC+产油国供应量增长 89 万桶/日，其中超过一半来自美国。OPEC 对 2025 和 2026 年全球原油需求增长预期维持不变，分别为 130 和 138 万桶/日。综合供需平衡结果来看，2025 年三季度全球原油市场出现约 50 万桶/日的过剩敞口，而上期预估存在约 40 万桶/日的供应缺口，这是 OPEC 首次承认今年旺季发生过剩。

在宏观情绪和地缘政治趋于平静后，原油走势缺乏明显的利好驱动，使得油价下行空间容易打开。

3 沙特阿美下调售价

沙特如期下调官方原油售价，显示出供需前景的不确定性，交易者情绪偏向悲观。

日前，沙特国有石油公司沙特阿美下调了 12 月面向亚洲市场主要原油等级的官方售价，将旗舰产品阿拉伯轻质原油价格下调了 1.20 美元/桶，对区域基准的升水缩窄到 1 美元/桶，为今年以来低点。尽管降价符合业界预期，但释放出产油国对市场前景信心不足的信号，即需求淡季难以消化新增供应量，年底到 2026 年初过剩局面将开始显现。

从期限结构来看，Brent 和 WTI 原油期货近月合约溢价近期持续收窄，观察到 WTI 两个合约一度罕见呈 Contango，月差走弱意味着过剩预期令市场承压。

4 短期交易逻辑割裂

全球实物原油面临沉重的在途库存压力，但欧美成品油裂解价差表现强势，令当前原油市场交

易逻辑比较割裂。

近期调查显示，全球原油发运总量处于 4515 万桶/日的年内较高水平，其中中东地区发运量 1920 万桶/日，沙特原油出口量攀升至约 700 万桶/日，创本轮增产以来新高。根据 Kpler 统计，不包括中国和美国 SPR 在内的全球海陆原油库存环比升至 30.3 亿桶，延续自 9 月以来的累库趋势。特别是海上原油方面，近期在途原油数量持续增至 12.7 亿桶，其中浮仓库存超过 1 亿桶。在途原油大幅激增意味着，全球原油发货与到货之间存在巨大的不平衡，并迟早将兑现到陆上原油库存上来。

从跨区和跨期市场结构来看，中东、北美地区实物原油价格显著走弱，月差与升贴水均传递出过剩加剧的信号。不过，原油的疲弱表现尚未扩散到成品油市场，受欧盟制裁俄罗斯两家石油公司影响，欧洲柴油裂解差高达近 30 美元/桶，美国炼厂检修亦导致成品油反季去库，推动欧美柴油和汽油价格回升至旺季水平，短期对原油走势提供支撑。我们仍坚持逢高沽空思路，但需要注意配合位置把握节奏。

5 对俄制裁效果显现

俄乌地缘问题方面，交易者此前多预计，11 月俄罗斯原油出口量将大幅下降，主要因欧美加强对其能源出口渠道的制裁围堵。

近期，美国总统特朗普与匈牙利总理欧尔班在白宫举行会晤，美国同意对匈牙利购买俄罗斯原油提供为期一年的豁免，以免其脆弱的能源市场发生崩溃。匈牙利对俄罗斯原油进口依赖度高达 86%，作为内陆国没有出海口，难以获得其他进口来源。

尽管匈牙利得以同时豁免于美国和欧洲的二级制裁，但长臂管辖对印度显然开始奏效。据外媒报道，在美国决定制裁 Rosneft 和 Lukoil 之后，印度最大的私营炼油商信实工业停止购买俄罗斯原油。9 月信实工业从上述两家俄罗斯公司购买约 63 万桶/日原油，而印度原油进口总量在 160 万桶/日左右，预计后期印度购买俄罗斯原油数量将大幅缩水，但不会立即降为零。

经验表明，地缘消息短期扰动情绪，但实质性影响往往有限，原油市场疲弱难返，思路上看空节奏上不追空。

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。

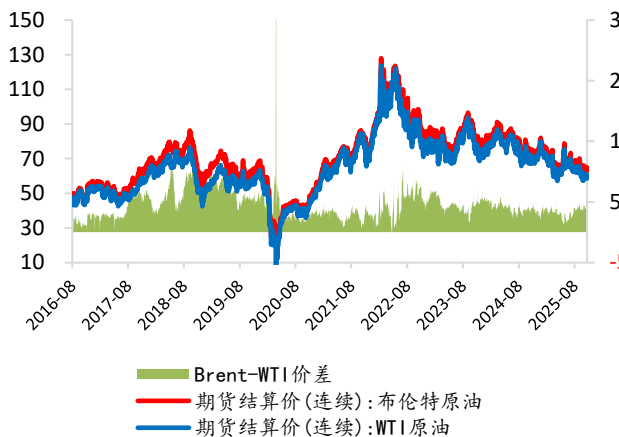
当前交易者基本达成共识，即 2025 年四季度到 2026 年一季度将集中出现大规模过剩，令原油价格持续面临下行压力，然而正因为这一预期被广泛接受，一定程度上将有助于避免无序抛售的发生。原油市场开始进入一个显著过剩且旷日持久的时期，但这个过剩敞口并不会无限扩大下去，低油价短期刺激囤油套利的交易行为，长期将推动供需再平衡进程。

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。

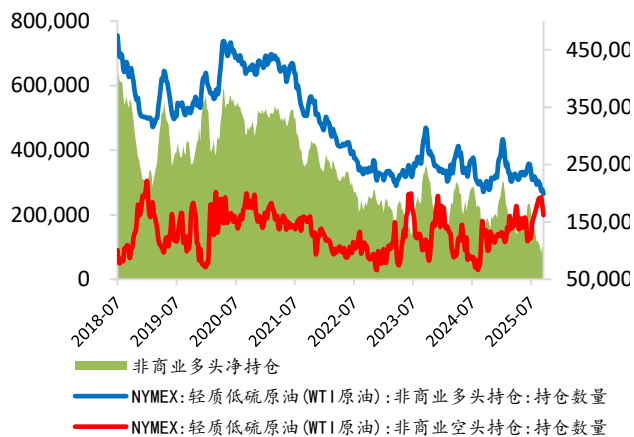
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



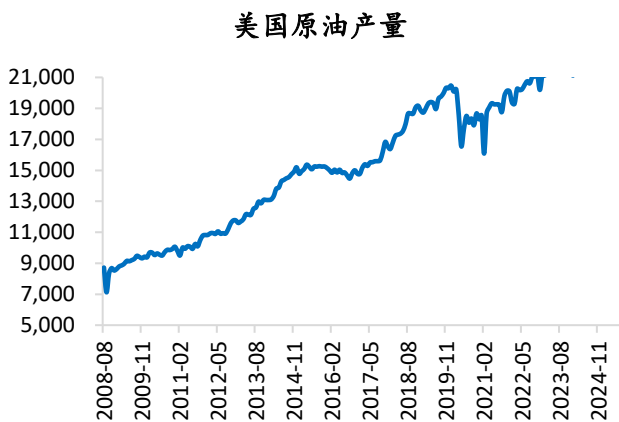
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



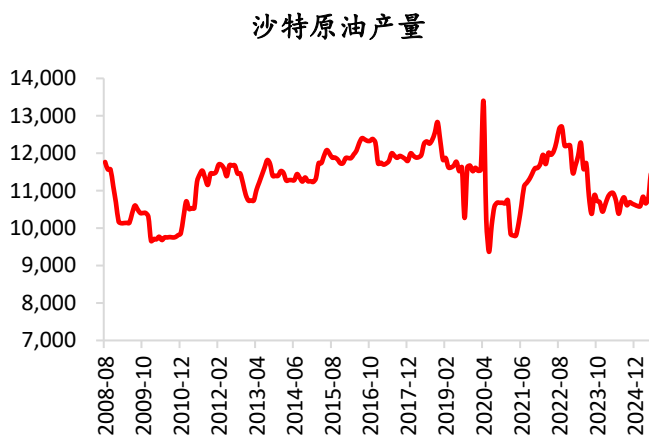
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



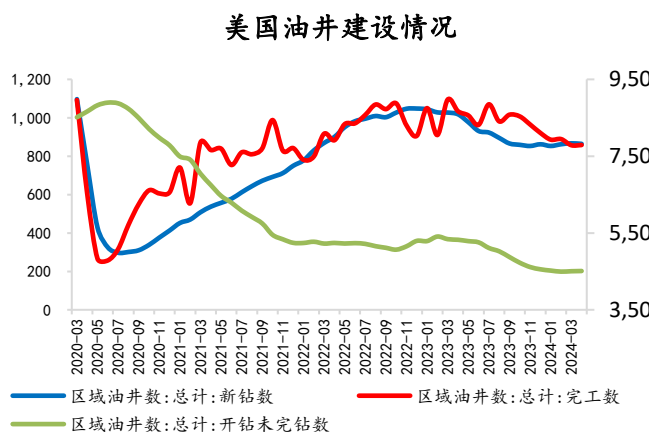
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



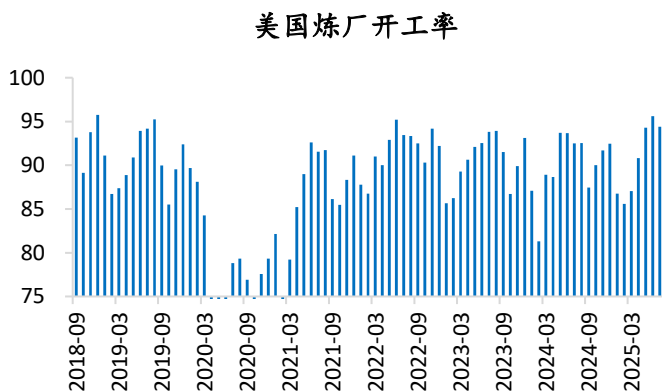
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



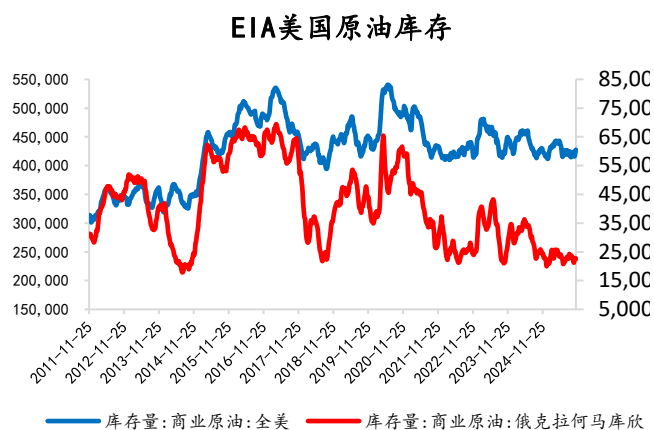
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



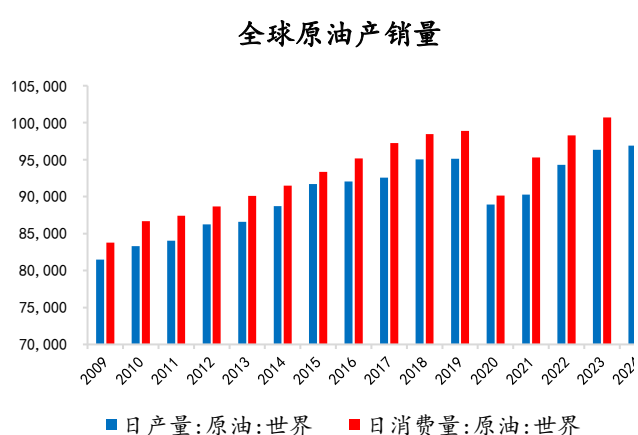
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 产能上限制约供应

天然橡胶生产国协会（ANRPC）最新发布的报告显示，全球主要传统产胶国天然橡胶产量虽录得季节性增长，但产能扩张周期性见顶制约其增产上限。

ANRPC 统计，9 月全球天然橡胶产量为 143.3 万吨，同比增加 5%，环比下降 1%；9 月全球天然橡胶消费量为 127.4 万吨，同比减少 3.3%，环比增加 1.2%；2025 年前三季度，全球天然橡胶产量累计增长 2.3%至 1037.4 万吨，消费量累计下降 1.5%至 1142.2 万吨。供应端具体来看，1-9 月 ANRPC 成员国产量合计 816.70 万吨，较上年同期增加 28.38 万吨，或 3.60%；第一大产胶国泰国产量为 328.60 万吨，同比小幅增加 8.18 万吨或 2.55%。

新兴产胶国方面，9 月科特迪瓦橡胶出口量同比增加 17.7%，环比增加 16.1%；1-9 月科特迪瓦出口橡胶累计 122 万吨，较 2024 年同期的 106 万吨大幅增加 15%；理论推算科特迪瓦年产上限在 280 万吨左右，预计将于 2029 年达峰。

整体来看，传统产胶国已经处于产能萎缩的临界点，新兴产胶国势头迅猛但无法完全弥补，长周期胶价重心抬升对季节性压力起到托底支撑作用。

2 成本松动拖累盘面

目前，海内外天然橡胶产区自北向南进入割胶旺季，原料成本端挺价支撑逐渐减弱。

云南版纳地区天气条件良好，原料放量节奏正常，但受生产利润不佳影响，加工厂原料收购报盘有所压价，各片区采购略有差异，部分有落价预期，当地现货呈小幅趋弱态势。海南产区今年降雨天气持续扰动，局部遭遇台风、洪涝等灾害，割胶作业难以顺利开展，新鲜胶水供应偏紧，当地实际可收购的原料数量有限，对浓乳加工厂开工压制明显，本年度表现出旺季不旺的特征。

现货市场来看，由于下游刚需增长乏力，实盘交投氛围冷清，加工厂盈利空间相对微薄，经营状况不佳导致原料补库更为谨慎。前期加工利润持续亏损下，产地橡胶加工厂原料采购意愿低迷，成本端走弱拖累天然橡胶盘面，但下游及终端需求仍具有韧性，原料和成品橡胶价格触及低位或止跌企稳。

3 进口偏高现货充裕

随着割胶旺季到来，上游原料释放递增，天然橡胶供应压力逐步显现。

近期受冷空气和台风等影响，海南和越南等地区割胶受到扰动，但泰国东北部、南部和马来群岛北部主产区降雨减少，天气条件整体有利于海内外原料上量。

国内方面，云南统计数据显示，2025 年前三季度，西双版纳地区累计加工天然橡胶标准胶 63.4 万吨，同比增长 14.1%；累计生产干胶 24.89 万吨，同比增长 6.3%。

进口方面，海关总署数据显示，2025 年 10 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 66.7 万吨，同比增加 1.2%；1-10 月中国橡胶进口量累计 678.2 万吨，较上年同期的 578.7 万吨增加 17.2%。

参考季节性规律，12 月开始云南、海南将陆续减产停割，但今年进口持续处于偏高水平，令现货交投表现缺乏信心。综上，沪胶基本面预期仍显宽松，依托低加工利润支撑，胶价偏弱震荡运行，需关注青岛主港累库拐点是否确认。

4 下游需求跟进不足

目前，天然橡胶进入旺季上量阶段，但需求跟进不足以承接增量，多空围绕累库拐点进行博弈。

下游轮胎排产恢复至常规水平，整体产能利用率稍有恢复，多数企业开工运行稳定。截至 11 月上旬，国内全钢轮胎样本企业产能利用率 65.37%，同比+6.51%，环比+0.03%；半钢轮胎样本企业产能利用率 72.89%，同比-7.03%，环比+0.77%。同期，全钢胎样本企业平均库存周转天数 39.20 天，半钢胎样本企业平均库存周转天数 45.05 天，后者同比增长明显。今年全钢胎和半钢胎景气度和上年截然相反，主要因欧盟相继启动反倾销和反补贴调查，对乘用车胎海外订单和出口前景的担忧增加。

在上游即将大面积割胶之际，下游需求却呈内稳外弱的现状，令季节性累库的空头色彩更重，胶价超跌修复后或仍震荡偏弱。

5 可考虑 NR-BR 套利

丁二烯橡胶期货盘面深跌后暂时企稳，现货主流企业高顺顺丁橡胶出厂报盘稳定。

前期下跌的主因成本坍塌问题依然无解，上游丁二烯装置开工率继续回升，国内港口丁二烯库存小幅回落至 2.98 万吨，但中期原料供应预期十分宽裕。自身基本面来看，国内丁二烯橡胶装置开工率略有提高，茂名厂家检修推迟叠加前期停车装置重启，国内顺丁橡胶短期供应增加。下游依然表现平平，山东地区轮胎企业开工率环比微幅回升，但工厂产成品库存积压抑制补库需求。供应压力不减而需求缺乏转机，卓创统计的中国顺丁橡胶社会库存继续增加至 1.57 万吨。

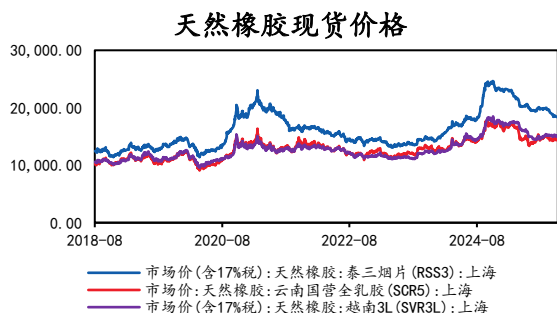
目前天然-合成橡胶价差较大，令丁二烯橡胶短期看空心态缓解，但实盘依然询价清单成交受阻。橡胶品种同样面临供强需弱局面，但考虑到丁二烯成本支撑松动，策略上可关注 NR-BR 跨品种套利机会。

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。

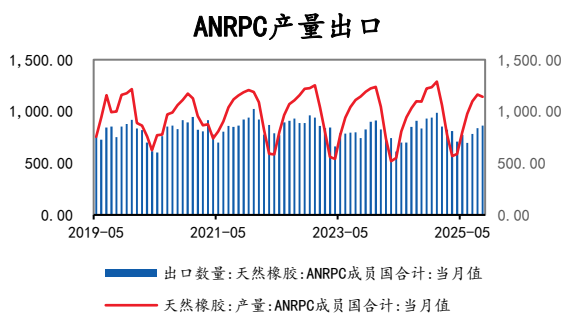
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



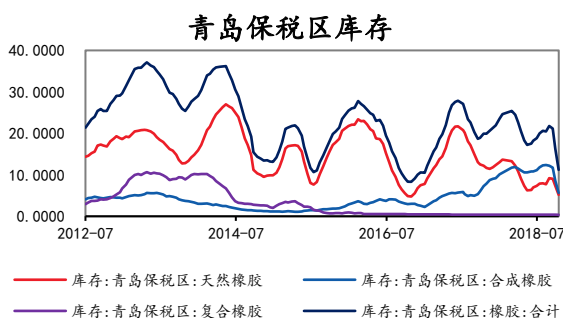
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



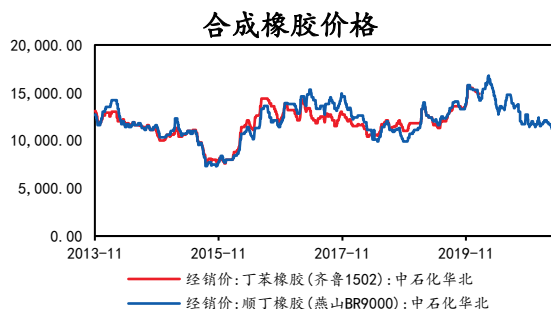
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



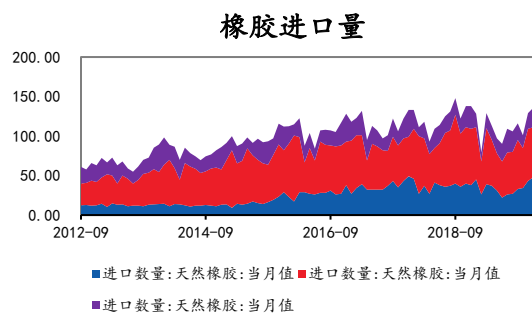
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



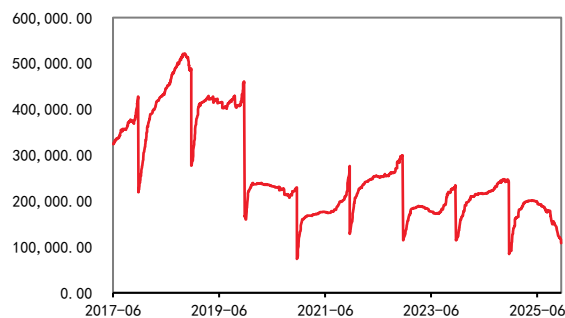
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



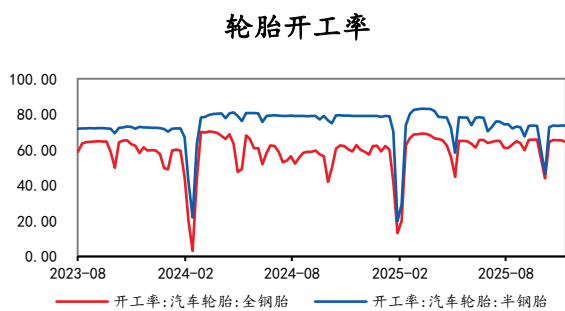
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



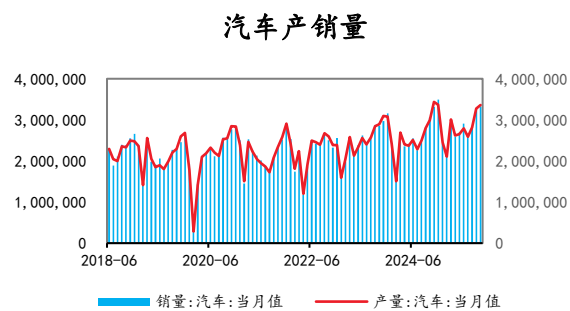
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆自 17 个月高点回落，国内油脂走势分化

1 外部豆类市场分析

出口需求预期好转，美豆强势回升

10 月 30 日，中美元首在韩国釜山进行成功会晤。随后中国商务部宣布一系列改善中美贸易关系的相关举措，其中包括在一年内继续暂停实施 24% 的对美加征关税税率和恢复 3 家企业大豆对华出口资质等实质内容。中美大豆贸易的实际障碍正在逐步清除，包括中粮集团和建发集团等大型国企陆续展开美豆采购。中美贸易关系改善，缓解美豆出口困境。自 10 月 25 日中美展开经贸磋商以来，CBOT 大豆市场累计最大涨幅超过 7%，目前美豆基准合约仍在 1100 美分/蒲式耳关口之上，处于近 17 个月最高水平，出现年内最大一波涨幅。

USDA 报告利多程度低于预期，美豆自高位急跌

美国农业部在 11 月供需报告中预计 2025 年美国大豆单产为 53.0 蒲式耳/英亩，低于 9 月预测的 53.5 蒲式耳/英亩；美豆总产量为 42.53 亿蒲式耳，低于 9 月预测的 43.01 亿蒲式耳。市场期待的美豆产量指标较此次官方报告更低，报告后市场抛售情绪迅速升温。美豆自 17 个月高位大幅回落，反弹节奏遭遇较强阻力。

南美大豆平稳，产量前景保持乐观

农业咨询机构 AgRural 表示，截至 11 月 6 日，巴西大豆种植率达到 61%，低于去年同期的 67%，该机构预估的巴西大豆产量为 1.767 亿吨。巴西国家商品供应公司（Conab）发布的数据显示，截至 11 月 8 日当周，巴西大豆种植率为 58.4%，低于去年同期的 66.1%，但是超过五年均值 57.0%。该机构预计近期的降雨有助于缓解种植户的播种困境。目前主流分析机构多对巴西新年度大豆产量保持乐观预期。巴西是全球第一大大豆生产国和出口国，该国大豆增产有助于维持全球大豆供应宽松格局，也有助于避免美豆市场出现过度需求炒作。布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）表示，阿根廷大豆播种工作已正式展开。截至 11 月 12 日，该国大豆播种进度为 12.9%，较去年同期落后近 4 个百分点。该机构预计本年度阿根廷大豆产量为 4850 万吨。美国农业部在 11 月供需报告中维持 9 月报告对巴西和阿根廷大豆产量作出的评估，分别为 1.75 亿吨和 4850 万吨。

印尼棕榈油增产强劲，削弱该国生柴需求炒作

印尼棕榈油协会（GAPKI）近期表示，受益于有利天气和强劲价格，印尼 2025 年棕榈油产量有望增长 10% 至 5600 万吨左右，较此前预估上调约 240 万吨。印尼棕榈油协会主席本周表示，印尼 1-9 月棕榈油产量超过 4300 万吨，同比增长 11%；1-9 月棕榈油出口量超过 2500 万吨，同比增长 13.4%。印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，该国棕榈油强势增产，有助于增强棕榈油出口供给能力，降低该国实施 B40 甚至未来实施 B50 生物柴油政策对国际市场的影响。

马来西亚 10 月底棕榈油库存攀升，供需基本面依然偏弱

马来西亚棕榈油局（MPOB）11 月 10 日公布的月报显示，10 月底棕榈油库存环比增加 4.4% 至 246 万吨，略高于报告前预期的 244 万吨。当月棕榈油出口量增加 18.58% 至 169 万吨，明显高于预期的 148 万吨；当月产量环比增加 11.02% 至 204 万吨，高于预期的 194 万吨。船货检验机构 ITS 和 AmSpec 发布的出口数据显示，11 月 1-10 日马来西亚棕榈油出口环比降幅分别为 12.3% 和 9.5%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据显示，11 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量环比下降 2.16%。产地棕榈油通常从每年 11 月进入产量淡季，目前来看，11 月产量降

幅并不明显，供给压力依然偏大。此外，受棕榈油价格长时间较豆油保持较高升水影响，印度棕榈油进口量降至 5 年低点，而豆油采购量则创下历史新高。

2 国内豆类市场分析

10 月进口大豆继续高位运行，远期进口大豆供给形势保持宽松

国家海关总署公布的数据显示，中国 10 月份大豆进口量为 948 万吨，较去年同期增长 17.2%。今年前 10 个月，中国累计进口大豆 9568 万吨，同比增加 6.4%。自 4 月中美贸易关系紧张后，中国进口大豆节奏明显提速。据统计，今年 5 月至 10 月期间，中国大豆进口已连续第六个月创下同期最高纪录。其中 5-10 月购买的大豆量较去年同期多出 902 万吨，有效降低了减少美豆进口对国内进口大豆供应的不利影响。随着中美大豆贸易恢复，12 月船期大豆采购完成率近四成，预计美豆占比约为 40%，其余主要是巴西大豆。明年 1 月船期大豆采购陆续展开，预计将以美豆为主。届时，巴西新豆将陆续上市，中国进口商将有更多选择。

国内三大油脂总库存下降，油脂间价差关系持续修正

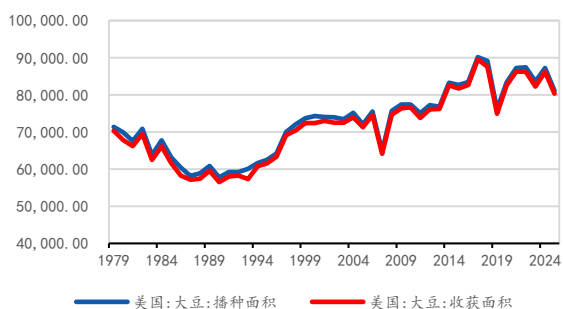
据监测，截至 11 月 7 日，国内三大食用油库存总量为 223 万吨，其中豆油商业库存为 117 万吨，周环比下降 5 万吨，月环比下降 7 万吨；油厂菜籽油库存为 46 万吨，周环比下降 6 万吨，月环比下降 9 万吨；国内棕榈油库存为 60 万吨，周环比上升 1 万吨，月环比上升 1 万吨，同比上升 5 万吨。进口菜籽供应中断导致油厂处于停机状态，菜油低库存炒作持续升温，价格重心快速升高。印尼棕榈油产量和出口量双增，缓解该国明年实施 B50 生柴政策造成国际市场棕榈油供应量下降的担忧。产地棕榈油供需基本面依然偏弱，国内棕榈油缺少上行驱动。因成本联动和菜油连涨的外溢效应，国内豆油市场保持反弹节奏。目前外盘棕榈油筑底行情仍在持续，国内棕榈油弱势震荡，而菜油和豆油因基本面偏强而保持反弹节奏，棕榈油与其他油脂间的不合理价差关系保持修正状态。

3 油脂油料市场展望

2025 年美豆产量基本尘埃落定，市场关注点集中在错过对华出口黄金期的美豆如何化解过剩库存。中美大豆贸易恢复提振美豆出口需求，并推动美豆价格大幅反弹。由于当前中国对进口美豆实施 13% 的关税税率，较其他地区高出 10%，相比南美大豆，美豆对华出口仍处劣势。巴西大豆平稳开局将削弱美豆需求炒作的持续性。近期国内豆粕市场与美豆保持较强成本联动，呈现触底反弹状态。由于国内进口大豆近端供给充足，下游需求平稳，豆粕库存仍保持在 100 万吨左右的宽松水平，尤其是随着进口美豆陆续到港，远期供给形势将进一步得到改善，国内豆粕市场跟涨动能有望先于美豆减弱。此外，豆类市场的关注点正在向南美天气切换，在南美大豆生长季，异常天气容易引发减产炒作，从而提升盘面的抗跌性。国内三大油脂因基本面差异，分化行情仍在持续。国产大豆市场走势相对独立，中储粮随行就市收购令豆价明显脱离底部。国产大豆市场相对独立，整体保持反弹运行的过程中也要注意美豆高位回调对市场情绪的冲击。

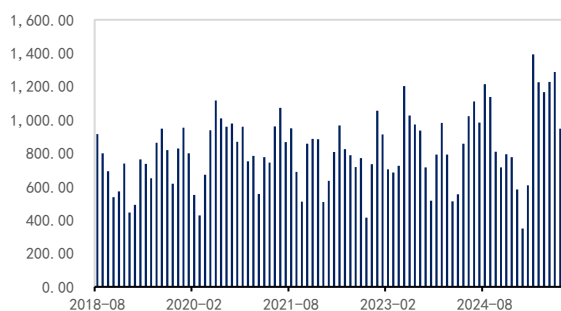
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



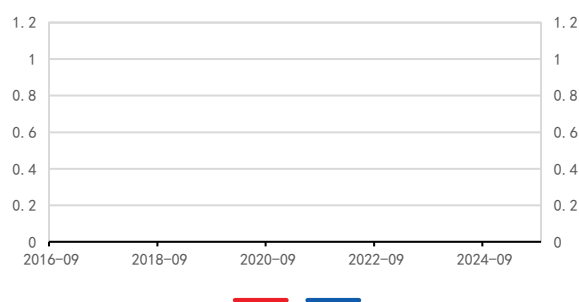
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



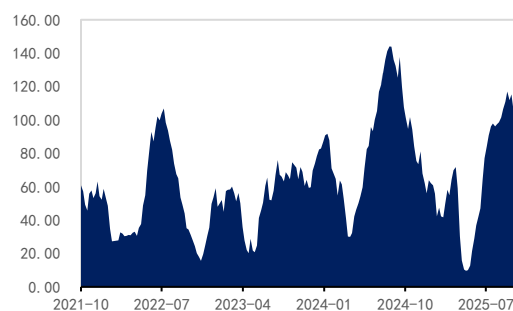
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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

