

重构与锚定

要点

2025 年全球金融市场在地缘政治冲突、货币政策错位与美元信用松动的多重影响下，呈现出深刻的结构性变革。本报告在分析指出当下金融市场的具体发展及变化的同时展望 2026-2027 年，三大市场的核心驱动逻辑具备较强延续性，投资者应摒弃单一趋势思维，转向“逻辑验证+工具对冲+多策略组合”的综合应对框架，在把握长期趋势的同时有效管理短期风险。

摘要

2025 年全球金融市场处于多重变量交织的复杂环境：地缘政治冲突持续发酵、主要经济体货币政策周期错位、美元信用体系遭遇多重挑战，期货市场呈现出显著的结构特征。内外股指期货市场在美股权重集中与国内政策托底的双重作用下震荡上行，期权工具成为风险对冲的核心载体；黄金期货突破传统估值框架，在货币体系裂变与避险需求共振下创历史新高；大宗商品则受产业链重构与供需错配影响，呈现能源与有色的分化格局。

本报告基于 2025 年市场运行数据，系统解析股指、黄金及大宗商品的核心驱动逻辑与策略运用，结合宏观环境演变趋势，对 2026-2027 年市场前景做一框架式展望，为机构及个人投资者提供分析参考。本报告分析结论基于公开市场数据及宏观环境推演，不构成任何确定性价格预测及投资操作承诺。

研究发展部

分析师：谭江

期货交易咨询资格：

Z0016990

联系方式

020-28129902

tanjiang@btqh.com

一、2025 年期货市场核心品种运行特征与逻辑解析

（一）股指期货：权重引领与政策托底下的波动率管理

1. 全球与国内市场运行特征

2025 年股指期货市场呈现“外强内稳”的格局。美股市场由少数大科技股主导上行，纳斯达克 100 指数今年至今上涨 20.68%，其中前几大成分股（苹果、微软、英伟达等）贡献了指数涨幅的大部分，权重集中效应显著。国内市场则在政策托底作用下呈现止跌震荡上行态势，沪深 300 股指期货全年上涨 19.85%，期间经历两次较大调整：年初一次形态战术调整，4 月初受宏观经济指标 PMI、CPI 不利数据及调样预期影响，完成震荡上行前最后一次显著调整。

从资金层面看，国内托底资金选择通过 ETF 入市发挥了关键作用。2025 年前三季度股票型 ETF 净流入规模近 8000 亿元，其中金融地产类 ETF、科技类 ETF（如芯片、CPO、卫星产业）持续获得资金注入，不过进入 10 月后，短期资金偏好有由宽基向高景气行业 ETF 偏移的意愿。同期市场 A 股市场资金则呈现流出现象，结合市场指数表现，托底资金有效的入市路径有助于维护指数健康，对地缘政治博弈站位、产业升级、新技术革命下结构性行情的延续起到积极作用。

2. 核心驱动逻辑

美股权重集中逻辑：人工智能技术突破驱动科技股盈利高增，2025 年美股前五大科技股英伟达、微软、谷歌、META、苹果净利润同比增速达 150%、30%、35%、45%、12%，显著高于标普 500 指数整体利润 7.2% 的增速，资金抱团效应强化了权重股对指数的引领作用。

国内政策托底逻辑：面对经济复苏压力，监管层通过“国家队”入市、优化融资融券规则等组合政策稳定市场，其中 ETF 成为资金入市的核心渠道，有效稳定了指数表现。

波动率管理需求逻辑：地缘政治博弈加剧（如俄乌战争持续、中东危机升级、中美贸易摩擦反复）推动市场对冲需求上升，2025 年至今国内金融期权总成交量达 18.2 亿张，较 2024 全年数增长 10.4%，日均成交量 720 万张，日成交额最高接近 330 亿元，主要由中证 1000、中证 500 及创业板 ETF 期权放量驱动。

（二）黄金期货：货币体系重构下的价值重估浪潮



1. 价格运行与核心数据表现

2025 年黄金期货呈现加速上涨态势，目前为止 2025 年伦敦现货黄金涨超 60%，上海黄金期货价格涨幅达 49.31%，刷新历史纪录，目前持仓量达 180 万手，较年初增长近 74%。价格运行打破传统估值框架，这是在美元指数维持在 98 附近、美国 10 年期国债收益率则冲高随后回稳 4% 以上高位的背景下实现同步走强，凸显新驱动逻辑的主导作用。

2. 多维度驱动逻辑解析

(1) 美元信用体系松动：2025 年第二季度全球央行外汇储备中美元占比跌破 57%，创 20 年来新低，每 1% 的美元替代需求对应约 400 吨黄金增量需求。至 2025 年中国央行连续增持黄金，期间累计增持 288 吨，黄金储备占外储比例提升至 7.64%（仍远低于美国 71.33% 的水平），官方储备多元化进程持续推进。

(2) 美债信用风险加剧：美国联邦政府债务规模突破 38 万亿美元，财政赤字率升至最高 6.3%，处于历史高位。美债拍卖屡次出现需求疲软，市场对美债信用溢价的担忧推动黄金的“避险锚”需求上升。

(3) 地缘与投资需求共振：俄乌冲突延宕、中东局势升级推动避险需求释放，同时国内楼市低迷、A 股波动背景下，黄金成为资产配置优选，2025 年中国黄金 ETF 规模增长近 210%。

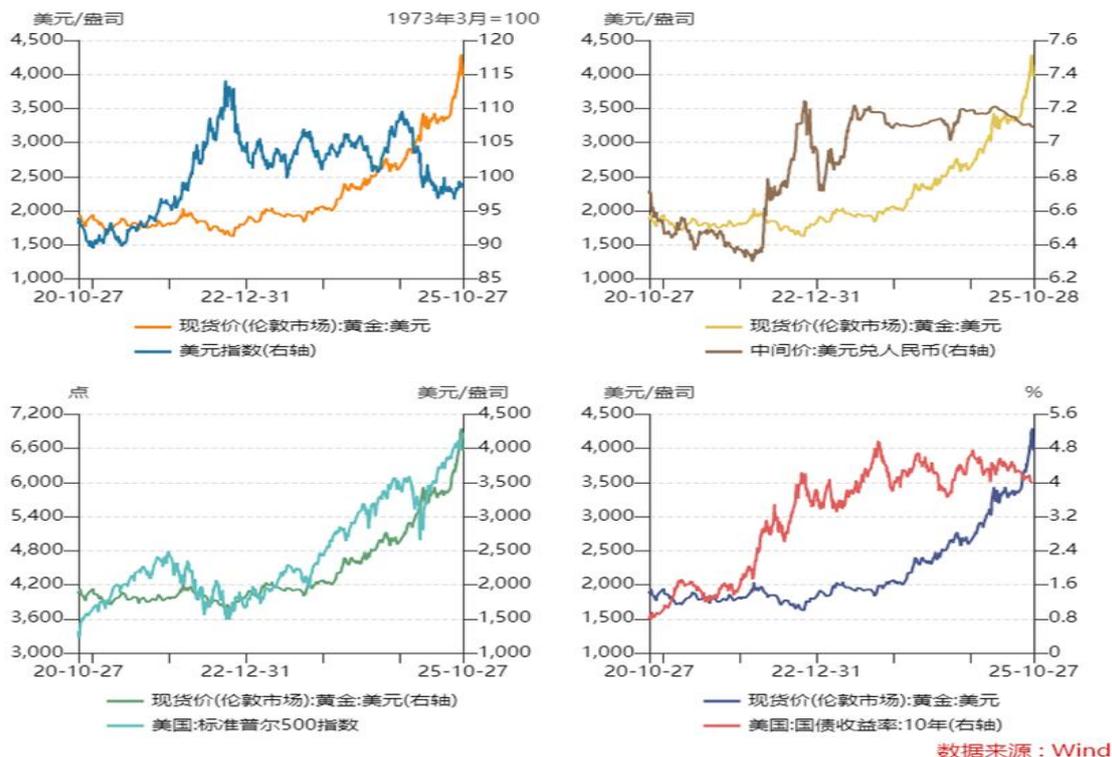
3. 关键指标联动分析

表 1：2025 年黄金与核心金融指标变动联动表

指标名称	年初至今变动幅度	与黄金价格相 关系数	核心影响逻辑
纽约 COMEX 黄金期货	+51.4%	0.90	核心观测标的
美元指数	-3.2%	-0.96	负相关关系
美国 10 年期国债收益率	稳定在 4.01%	-0.85	信用风险依旧
全球央行黄金增持量	—	0.82	官方储备替代推动长期需求
美债收益率波动率指数	变化不大	-0.78	不确定性维持黄金避险价值

（数据来源：WIND）

图 1：2025 年黄金期货与核心金融指标变化联动表



数据来源：Wind

(数据来源:WIND)

(三) 大宗商品期货：地缘与货币交织的结构性分化

1. 市场运行整体特征

2025年初至今大宗商品市场呈现显著结构性分化，不同品类走势差异明显：有色金属逆势上涨，波动率明显提升，沪铜、沪锡分别上涨 11%、10%；能源类品种则震荡下行，原油期货下跌 4.45%；农产品整体低迷。从价格指数看，中国大宗商品价格指数（CBPI）则温和回升，有色金属强劲，黑色金属与能源板块承压，地缘政治风险与全球流动性预期成为关键变量。

2. 核心驱动逻辑拆解

(1) 地缘政治博弈主导定价分化：全球产业链重构下，大宗商品定价呈现“资源安全优先”特征。稀有金属因供给端受地缘限制（如锂、钴主产国政策收紧），叠加新技术革命、能源转型需求，价格稳步走高；原油则因美国页岩油增产、俄乌冲突影响减弱，供给压力下持续走低。

(2) 货币政策周期错位影响：2025年美联储开启降息周期，预计全球流动性宽

松会提升大宗商品金融属性；但国内化债背景下基建投资降速、地产疲弱，压制工业品需求，形成“外松内紧”的矛盾格局，导致国内大宗商品价格仍会普遍低于国际市场。

(3) 产业链重构改变波动特征：贸易线路调整与库存布局优化降低部分品种波动率，如大豆因国内增加巴西、阿根廷进口渠道建立战略储备，全年波动率降至 1.6%（较 2024 年继续下降）；而有色金属因供应链集中度提升，波动率提升，期权工具需求激增。

二、2025 年市场策略运用与机构行为分析

（一）股指期货策略：对冲与套利并行

2025 年机构在股指期货市场以“Beta 捕捉+ Alpha 增强+基差管理”为主策略。2025 年量化机构通过成分股增强策略捕获超额收益，重点布局中证 A500 指数增强与国证 2000 指数增强，例如头部私募华商、华夏指数增强产品年初至今收益率 21.14%、17.79%。国内市场方面，政策托底带来的基差波动创造套利机会，沪深 300 股指期货基差升水 9.57 点，IC、IM 远月则有深度贴水，具有较好的跨期套利机会。

期权工具成为风险对冲核心，2025 年初至今金融期权日均持仓量维持高位，其中科创 50ETF 日均持仓达 165.41 万张，显示科技板块配置与对冲需求旺盛。

（二）黄金期货策略：长期配置与趋势交易结合

黄金市场呈现“央行配置 + 基金交易”的双主力格局。全球央行以长期战略配置为主，2025 年初至今官方黄金储备增量占全球需求 17.5%，主要通过现货市场增持；对冲基金则借助期货期权工具放大收益，COMEX 黄金期货非商业净多头持仓全年均值达 29.2 万手，较 2023 年增长 8.9%。

跨市场套利策略表现活跃，2025 年上海与伦敦黄金价格多次突破 25.65 美元/克理论价差，例如 10 月 15 日因美国关税政策打破传统套利平衡，价差曾扩大至 69.75 元/克。同时，黄金与美债的对冲策略（多黄金空美债）全年收益率超 30%，成为宏观对冲基金核心盈利来源。

（三）大宗商品策略：多品种分散与波动率交易

面对结构性分化，机构普遍采用“多有色空能源”的对冲策略，2024 年该策略在国内市场收益率达 16.7%。针对波动率差异，专业机构加大期权工具运用，大宗商品期权全年成交量达 4.2 亿张，较 2023 年增长 72%，其中有色金属期权占比超 60%，通

过 "买入波动率" 策略捕获行情波动收益。

农产品市场则以套利策略为主，因波动率降低，机构运用 "日历价差" 策略获取时间价值，大豆期货日历价差策略全年收益率达 8.3%。对于能源品种，地缘事件驱动的短期交易机会增多，事件驱动型基金在中东危机升级期间，通过原油期权多头单日收益超 20%。

三、2026–2027 年市场延续性分析与展望

（一）股指期货：结构性机会延续，波动率中枢上移

1. 核心运行逻辑延续性判断

美股权重集中逻辑：人工智能技术商业化应用仍处于加速期，预计 2026–2027 年头部科技企业仍将维持高于市场平均水平的盈利增速，资金抱团效应短期内难以显著消散。但需关注权重集中度过高带来的市场脆弱性风险——若科技行业出现政策监管收紧或技术突破不及预期，可能引发指数阶段性调整。IMF 预测 2026–2027 年全球经济增速分别为 3.0% 和 3.1%，美国经济虽保持韧性但增速可能放缓，将对科技股盈利增长形成约束。

国内政策托底逻辑：从政策导向看，稳定资本市场运行、发挥直接融资功能仍是重要政策目标，通过 ETF 等渠道实施的资金托底机制具备较强延续性。2026 年国内经济有望逐步改善，但复苏基础仍需巩固，政策层面大概率维持积极支持态度，这将为指数提供底部支撑。

波动率管理需求逻辑：地缘政治博弈的长期性与复杂性决定了市场不确定性难以显著降低，中美战略博弈、区域冲突等因素将持续存在，叠加全球货币政策调整节奏的分歧，市场对期权等对冲工具的需求将保持旺盛。

2. 市场展望

美股市场：指数整体或维持震荡上行态势，但上涨动能可能较 2025 年有所减弱，结构性分化特征仍将突出。权重科技股的领涨作用可能延续，但涨幅或逐步收窄；中小盘股有望在经济韧性支撑下呈现相对收益。期权波动率指数（VIX）中枢或较 2025 年有所上移，反映市场对潜在风险的警惕性提升。

国内市场：指数大概率呈现震荡攀升格局，政策托底与经济复苏形成双重支撑，宽基指数有望实现稳健表现。中证 1000 等中小盘指数或因中小企业盈利改善而表现



更优。金融期权市场规模将持续扩张，期权工具在机构风险管理中的应用深度和广度将进一步提升，预计 2026 -2027 年金融期权日均成交量较 2025 年实现显著增长。

（二）黄金期货：货币属性强化，长期趋势明确

1.核心运行逻辑延续性判断

美元信用体系松动逻辑：全球央行“去美元化”进程具有长期性和不可逆性，美国财政赤字高企、债务规模持续扩张的态势短期内难以扭转，美元作为全球核心储备货币的地位将持续面临挑战。世界黄金协会预测，2026-2027 年全球央行黄金增持规模将与过去三年基本持平，官方储备多元化需求仍是黄金的核心支撑因素。

美债信用风险逻辑：美国联邦政府债务规模预计将继续扩大，2026-2027 年突破 40 万亿美元的可能性较高，财政可持续性担忧将持续发酵。美债市场需求疲软态势若延续，将进一步强化黄金的信用对冲价值，传统利率与黄金的负相关关系可能反复弱化，信用风险定价成为主导因素之一。

地缘与投资需求逻辑：全球地缘政治紧张局势难以根本性缓解，区域冲突、贸易摩擦等因素将持续催生避险需求。同时，在股债相关性维持高位的背景下，黄金作为非相关性资产的配置价值凸显，投资需求有望保持增长态势。世界黄金协会指出，滞胀风险、衰退预期及资产相关性上升等因素将继续推动黄金投资需求加速增长。

2.后期展望

黄金期货的长期上行趋势具备较强确定性，2026-2027 年大概率延续震荡走高态势，货币属性强化成为核心驱动力量。全球央行持续购金、美债信用风险累积及地缘政治不确定性将形成多重支撑，推动黄金需求稳步增长。

短期内或受美联储货币政策调整、风险资产波动等因素影响出现阶段性回调，但回调空间预计有限，难以改变长期趋势。国内黄金期货将与国际金价保持联动，上海金与伦敦金的溢价可能因国内需求旺盛而维持在合理区间，跨市场套利机会仍将阶段性出现。需关注 2026 年全球货币政策转向、地缘冲突缓和等潜在风险因素对短期走势的影响，但长期支撑逻辑发生根本性逆转的可能性较低。

（三）大宗商品期货：分化格局延续，结构机会凸显

1.核心运行逻辑延续性判断

地缘政治博弈逻辑：全球产业链重构进程仍在推进，地缘政治因素对大宗商品定价的影响将持续深化，“资源安全”成为各国政策优先目标，导致不同品类大宗商品呈



现差异化供需格局。稀有金属、战略矿产等品种的供给端约束难以显著缓解，而能源品种受地缘冲突与供给调整的交替影响，价格波动将持续。

货币政策周期逻辑：2026-2027 年全球货币政策大概率呈现分化调整态势，美联储或进入降息周期，而新兴经济体可能根据自身通胀与增长情况灵活调整政策，全球流动性环境整体偏向宽松，对大宗商品金融属性形成支撑。国内货币政策预计维持稳健偏宽松基调，为大多数大宗商品需求提供边际改善空间。

产业链重构逻辑：贸易线路调整、库存布局优化等产业链重构举措对品种波动率的影响将持续存在，不同品种的供应链稳定性差异将导致波动率分化格局延续。能源转型带来的结构性需求变化将持续，对有色金属、新能源相关矿产的需求支撑具备长期持续性。

2. 市场展望

能源类：整体或维持区间震荡格局，供需两端因素交替主导行情。原油市场受美国页岩油供给、OPEC+ 政策及全球需求增速变化等因素影响，价格波动将较为频繁；天然气市场因库存水平、季节性需求等因素影响，阶段性行情特征明显。2026 年若全球经济复苏超预期，能源需求有望回升，为价格提供上行动力。

有色金属：整体有望维持震荡上行态势，新技术革命、能源转型需求成为核心支撑。铜、铝、锡等品种受新能源汽车、光伏等行业需求增长拉动，需求端具备较强韧性；供给端受矿产资源约束、环保政策等因素影响，扩张速度有限，供需紧平衡格局可能延续。稀有金属因战略属性突出，在供给约束与需求增长双重作用下，表现或优于基本金属。

农产品：整体呈现震荡调整格局，波动率维持相对低位。2025 年国内货币政策宽松及需求改善可能推动价格阶段性回升，在经历近期阵痛后，后续畜产品或因产能调整出现恢复性上涨；2026 年若全球主要产区天气正常，供给端压力可能显现，价格上行空间受限。贸易线路调整与战略储备体系完善将继续抑制农产品波动率，套利机会多于趋势性机会。

四、风险提示

（一）宏观政策风险

美联储货币政策调整节奏超预期，如过早或过快降息 / 加息，可能引发全球资产价格重估，对股指、黄金及大宗商品市场产生冲击；国内政策托底力度不及预期，可



能影响指数稳定运行。

（二）地缘政治风险

俄乌战争升级、中东局势、台海冲突等黑天鹅事件（市场预期 2027 年是敏感时点）可能导致市场避险情绪急剧升温，引发大宗商品价格剧烈波动及全球金融市场动荡，对市场的延续性造成重大干扰。

（三）流动性风险

美债市场流动性恶化若加剧，可能引发全球流动性紧缩，导致风险资产被集中抛售，期货市场可能出现价差扩大、成交萎缩等流动性不足问题。

（四）产业基本面风险

受地缘政治博弈，贸易战升级，大宗商品供给端出现突发变化，如主要产国政策调整、矿产事故、极端天气等因素，可能导致供需格局逆转，打破原有运行逻辑。

（五）市场操纵风险

期货市场可能存在虚假申报、蛊惑交易等操纵行为，可能扭曲价格信号，对基于基本面分析的投资策略造成不利影响。

五、小结

2025 年期货市场的结构性特征源于宏观环境的深刻变革：全球货币体系面临重构、产业链布局重新调整、政策调控方式持续创新。股指、黄金及大宗商品的运行逻辑均突破传统框架，呈现“新变量主导、波动率上升、工具化增强”的共性特征。

2026-2027 年，上述核心驱动逻辑具备较强延续性：股指期货的政策托底与权重引领（指数化）格局不会逆转，市场对波动率管理工具的需求持续旺盛；黄金的货币属性强化趋势难以撼动，美元信用松动与信用风险累积形成长期支撑；大宗商品的结构性分化将随供需格局演变呈现新特征，地缘政治、新技术革命与能源转型仍是核心影响因素。

对投资者而言，需摒弃传统单一趋势判断思维，转向“逻辑验证 + 工具对冲 + 多策略组合”的应对框架。在股指期货市场聚焦结构性机会与风险对冲，在黄金市场把握长期配置价值并管理短期波动，在大宗商品市场深耕结构性分化带来的套利机会。同时，需持续跟踪核心驱动逻辑的边际变化，动态调整策略组合，在把握长期趋势的

同时有效管理短期风险，能在复杂市场环境中实现稳健收益。

数据来源说明：本报告数据来源于Wind、新浪财经、证券时报网、东方财富网、世界黄金协会、美联储官网、国家统计局、中国物流与采购联合会、国际货币基金组织（IMF）等公开渠道，截至 2025 年 10 月 27 日。



焦煤供需紧平衡，价格中枢再重塑

要点

国内原煤供应收缩，炼焦煤进口量下降，港口炼焦煤持续去库，独立焦企双焦库存下降，矿山焦煤库存维持低位，钢厂铁水日产量高位震荡，成材出现累库迹象，地产景气度持续下行。

研究发展部

分析师：魏宏杰

期货交易咨询资格：

Z0000599

联系方式：

weihongjie@btqh.com

摘要

- 2025 年全年，焦煤期货行情呈现 V 字形走势。
- 2025 年 1-9 月焦煤供需缺口测算约为 3569 万吨，这是导致焦煤库存持续去化的根本原因。
- 随着反内卷、查超产政策推进，煤炭行业正在从“保供应”转为“优结构”，预计 2026 年焦煤供应持续收紧，焦煤需求由强转弱，焦煤价格在供需紧平衡的状态下稳中偏强。
- 后市展望，焦煤价格维持震荡偏强态势，价格中枢有望上移，主要受益于上游供给趋势收紧，中下游环节利润受终端需求偏空影响边际趋弱，产业链利润重心向上游转移。

一、期货行情回顾

图 1：焦煤期货行情走势



(数据来源：期货通)

2025年上半年，国内原煤产量同比去年逐月持续增长，焦煤在矿山、港口的库存同比去年大幅增长，焦炭在钢厂、独立焦企的日均产量同比去年呈现波动态势，高供给低需求的格局导致焦煤期货持续下跌。

2025年下半年，焦煤期货行情走势在7月迎来拐点，国内原煤产量同比去年减少，矿山和独立洗煤厂日均产量同比去年减少，焦煤在矿端和港口的库存持续大幅下降，钢厂铁水产量同比去年增长并维持高位。受国内“反内卷”政策以及国家矿山安全监察局新版《煤矿安全规程》的影响，焦煤在供给收缩和需求增长的共振下持续上涨并维持高位震荡。

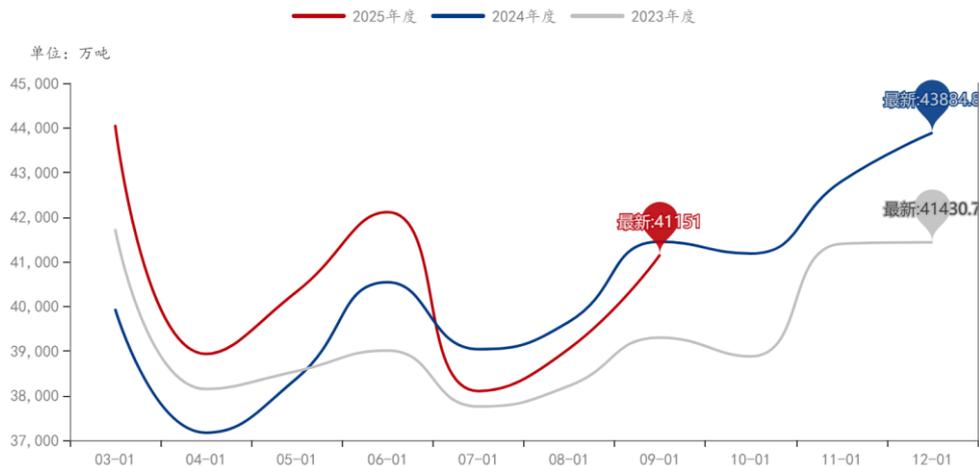
2025年全年，焦煤期货行情呈现V字形走势。

二、宏观经济及供需分析

(一) 国家统计局原煤月度产量

图 2：9 月原煤生产环比上升

中国：工业产品：产量：原煤（月）

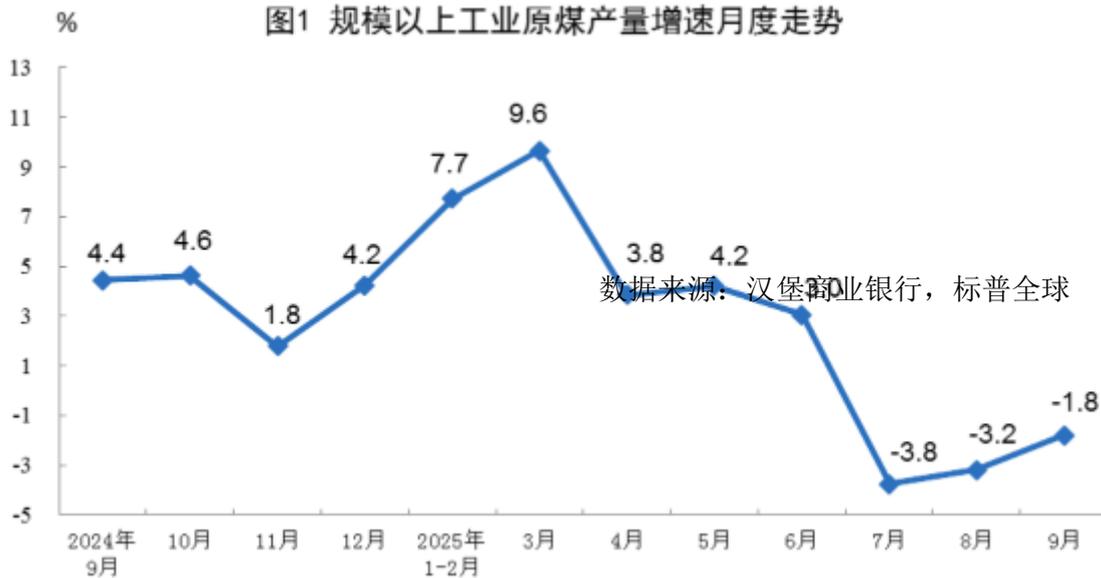


数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

图 3：9 月原煤产量同比下降

图1 规模以上工业原煤产量增速月度走势



数据来源：汉堡商业银行，标普全球

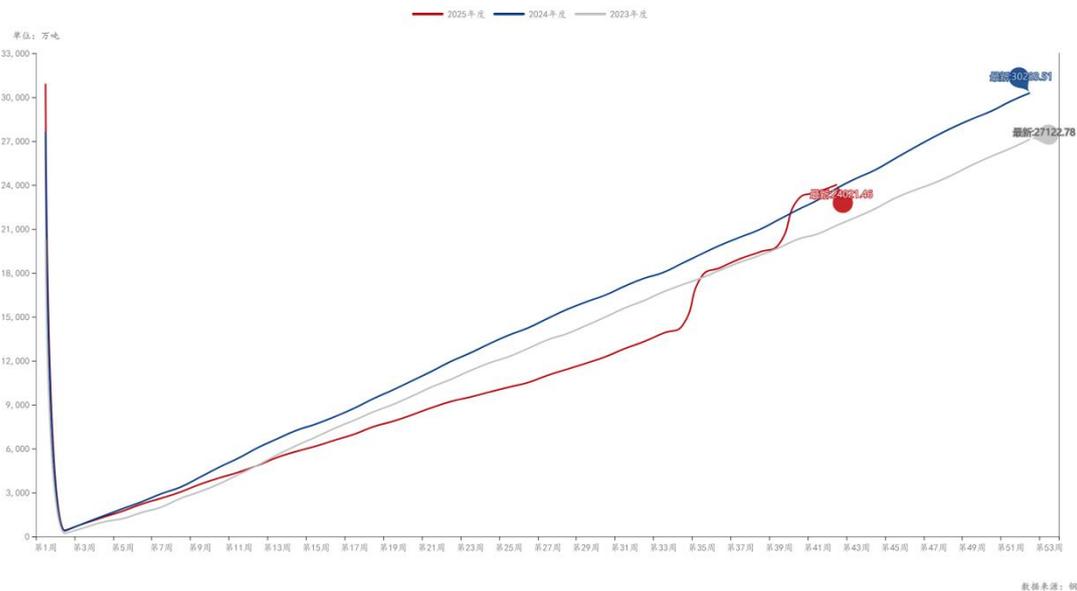
(资料来源：国家统计局)

9 月份，规模以上工业原煤产量 4.1 亿吨，同比下降 1.8%，降幅比 8 月收窄 1.4 个百分点，日均产量 1372 万吨。1-9 月份，规模以上工业原煤产量 35.7 亿吨，同比增长 2.0%。

(二) 进口煤炭发运量累计值

图 4：全球发运至中国的进口煤炭数量同比上升

煤炭：发运量累计值：全球→中国：明细（周）



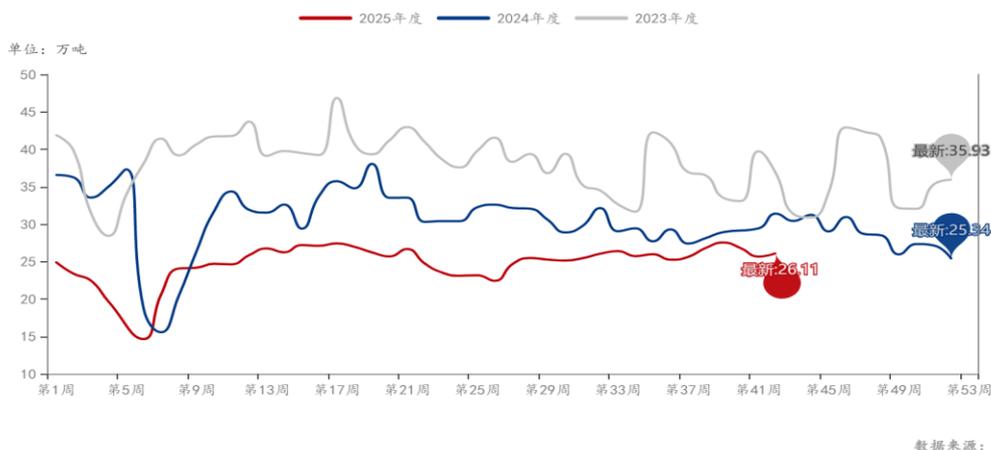
(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，2025年全球发运至中国的进口煤炭数量为2.4亿吨，较去年同期2.37亿吨上升1.2%，创近三年同期新高。

(三) 精煤产量

图 5：独立洗煤厂精煤周度日均产量同比下降

精煤：样本洗煤厂（314家）：日均产量：中国（周）

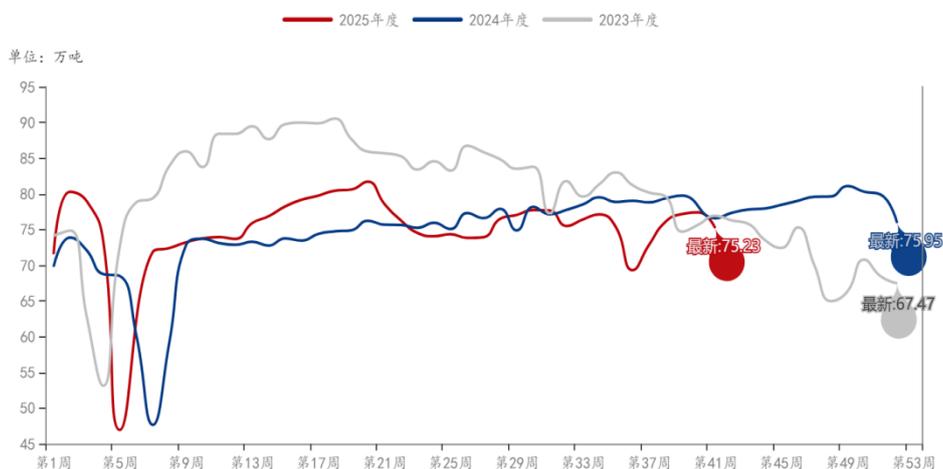


(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，314家样本洗煤厂周度精煤日均产量为26.11万吨，较去年同期31.4万吨下降16.85%，为近三年同期新低。

图6：矿山精煤周度日均产量同比下降

精煤：523家样本矿山：日均产量（周）



数据来源：钢联数据

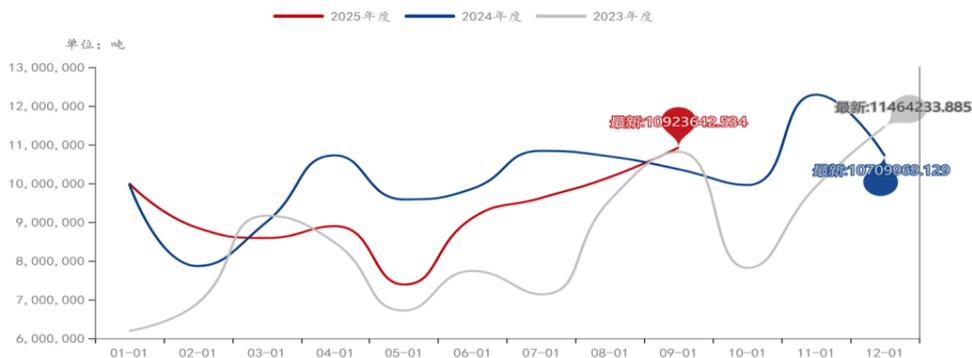
(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，523家样本矿山精煤周度日均产量为75.23万吨，较去年同期76.59万吨下降1.78%，为近三年同期新低。

(四) 炼焦煤月度进口量

图7：炼焦煤9月进口量同比上升

炼焦煤：进口数量合计：中国（月）

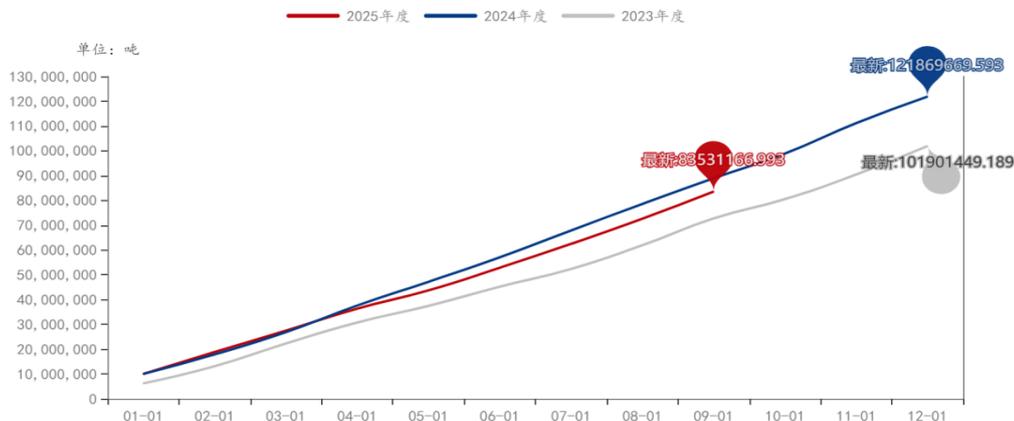


数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

图 8：炼焦煤月度累计进口量同比下降

炼焦煤：进口数量合计累计值：中国（月）



数据来源：钢联数据

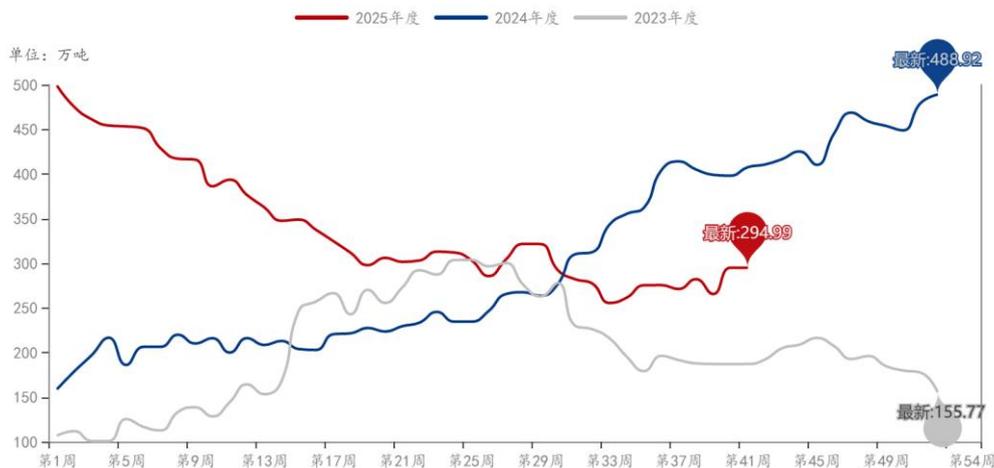
（资料来源：钢联数据终端）

9 月份，炼焦煤进口量为 1092 万吨，较去年同期 1036 万吨上升 5.41%。1-9 月份，炼焦煤累计进口量为 8353 万吨，较去年同期 8891 万吨下降 6.05%。

（五）炼焦煤库存情况

图 9：炼焦煤港口库存量同比下降

炼焦煤：进口：港口库存（周）



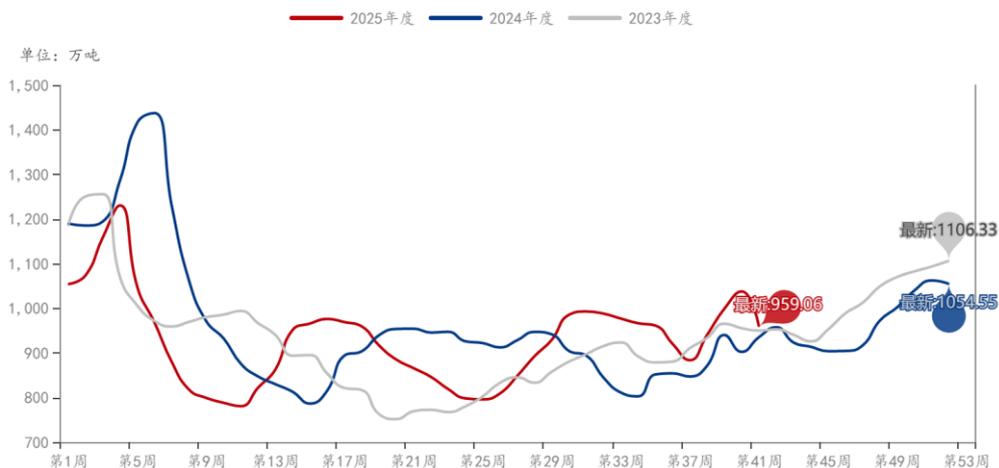
数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

截至 10 月 15 日，炼焦煤港口库存量为 294.99 万吨，较去年同期 407.56 万吨下降 27.62%。

图 10：炼焦煤独立焦企库存量同比上升

炼焦煤：全样本：独立焦化企业：库存：中国（周）



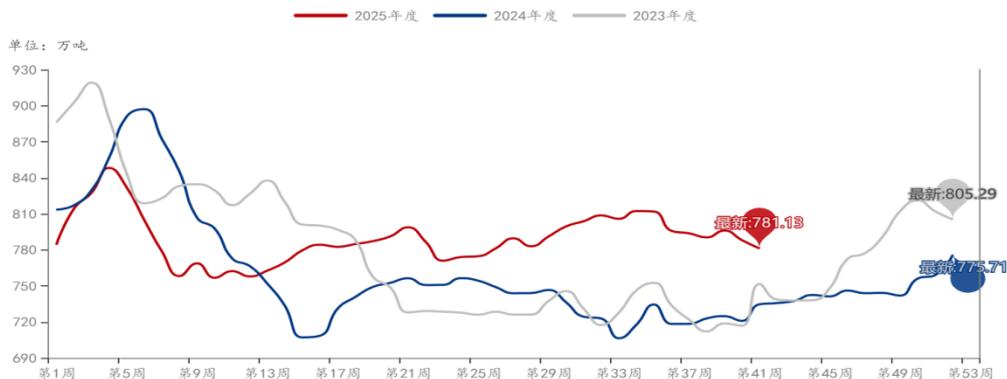
数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，炼焦煤独立焦企库存量为959.06万吨，较去年同期935.17万吨上升2.5%。独立焦企利润修复，备货积极性高，生产意愿强。

图 11：炼焦煤钢厂库存量同比上升

炼焦煤：247家钢铁企业：库存：中国（周）



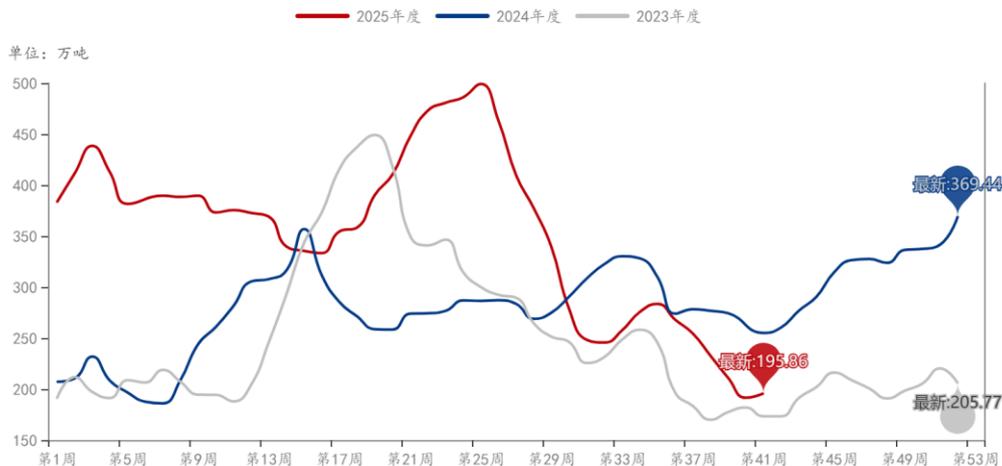
数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，炼焦煤247家样本钢厂库存量为781.13万吨，较去年同期734.63万吨上升6.33%。钢厂利润压缩，备货积极性减弱。

图 12: 精煤矿山库存量同比下降

精煤: 523家样本矿山: 库存(周)



数据来源: 钢联数据

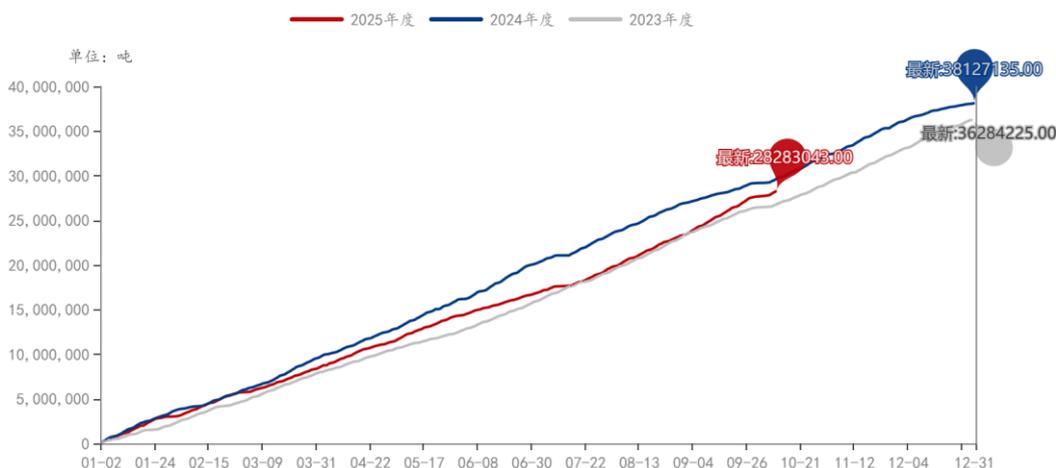
(资料来源: 钢联数据终端)

截至10月15日, 精煤523家样本矿山库存量为195.86万吨, 较去年同期255.08万吨下降23.22%。供给收缩, 库存持续去化。

(六) 蒙煤通关量

图 13: 甘其毛都口岸通关量同比下降

煤炭: 进口: 蒙古产: 通关量: 甘其毛都口岸(日)(累计值)(季节性分析)



数据来源: 钢联数据

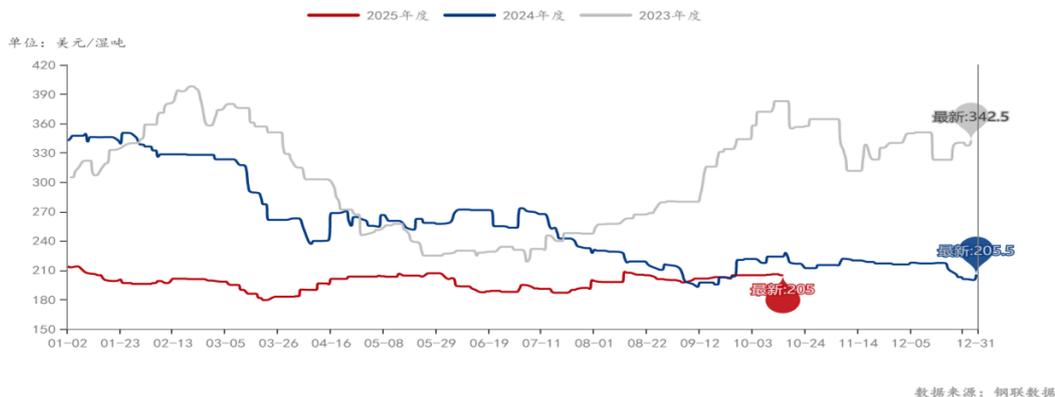
(资料来源: 钢联数据终端)

截至10月15日，蒙煤甘其毛都口岸通关量为2813万吨，较去年同期2948万吨下降4.5%。

(七) 主焦煤现货价格走势

图 14：澳煤景峰 CFR 价格同比下降

主焦煤：A<10.5, V<20, S<0.6, G>90, Y>19, MT<10, CSR>70；澳大利亚产；CFR价；峰景（日）

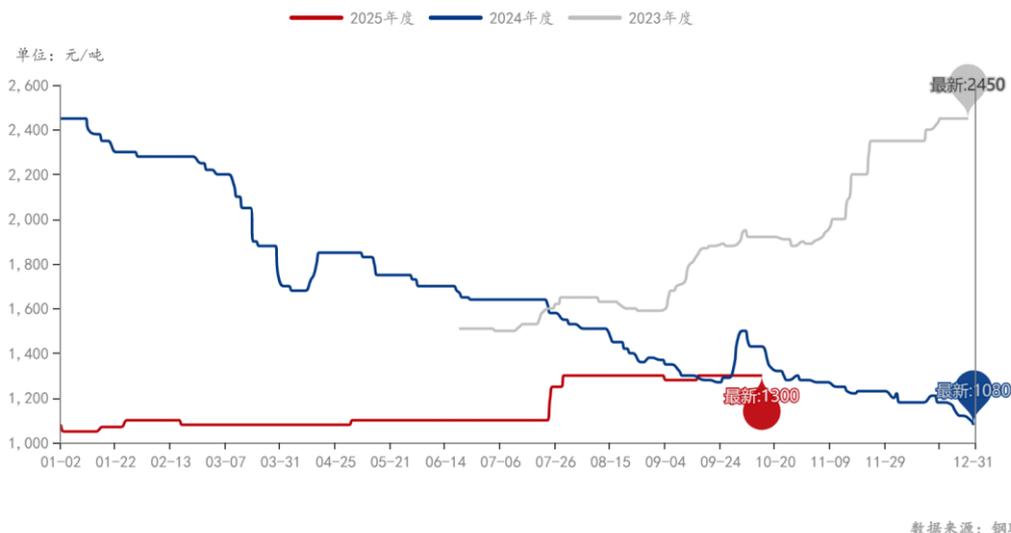


(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，澳煤景峰CFR价格为205美元/湿吨，较去年同期224美元/湿吨下降8.48%。

图 15：俄煤 K4 日照港自提价同比下降

主焦煤：A≤10, V≤24, S≤0.4, G≥95, Y≤20, MT≤10.5；俄罗斯产；自提价；日照港：K4（日）

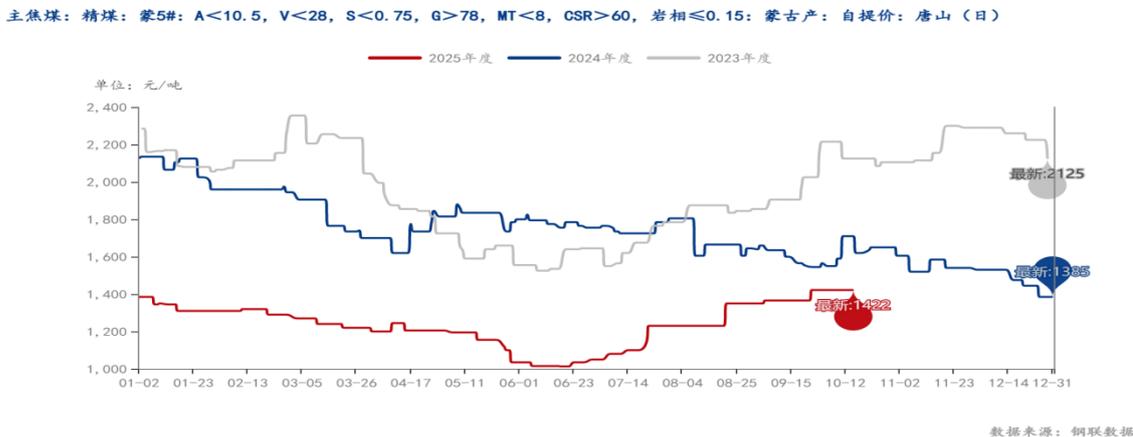


(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，俄煤K4日照港自提价为1300元/吨，较去年同期1430元/吨下

降 9.09%。

图 16: 蒙 5#唐山自提价同比下降

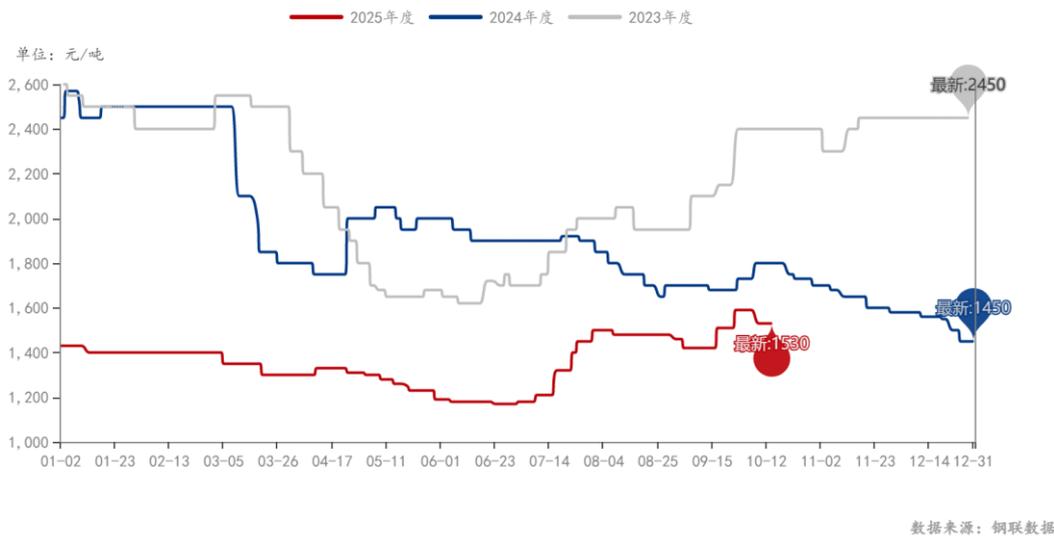


（资料来源：钢联数据终端）

截至10月15日,蒙5#唐山自提价为1422元/吨,较去年同期1710元/吨下降16.8%。

图 17: 临汾安泽产主焦煤出厂价同比下降

主焦煤：低硫：A<9, V<18, S<0.5, G>88, Y>15, MT<10, CSR>70, 岩相<0.08；安泽产：出厂价：临汾：玉和泰煤业（日）



（资料来源：钢联数据终端）

截至10月15日,临汾安泽产主焦煤出厂价为1530元/吨,较去年同期1800元/吨下降15%。

(八) 焦炭产量

图 18: 钢厂焦炭周度日均产量同比下降

焦炭: 247家钢铁企业: 日均产量: 中国(周)



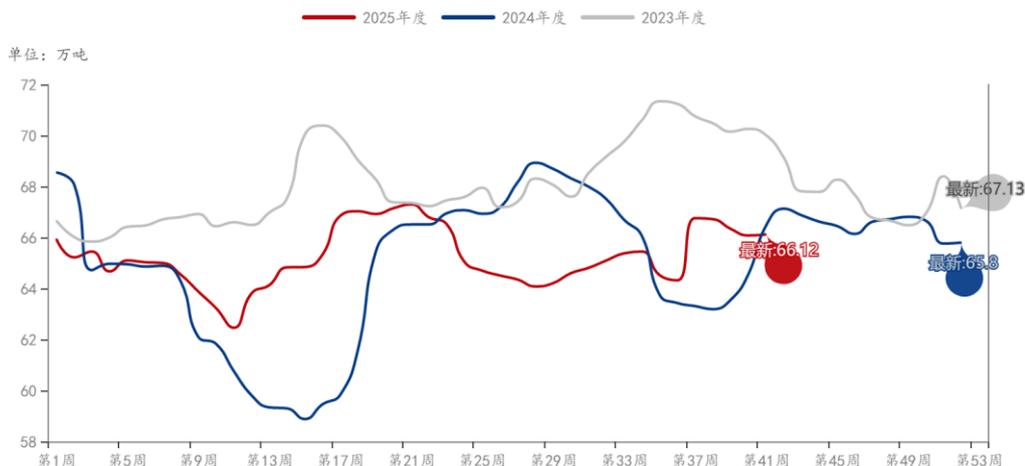
数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢炼数据终端)

截至 10 月 15 日, 247 家样本钢厂焦炭周度日均产量为 46.38 万吨, 较去年同期 46.46 万吨下降 0.17%。

图 19: 独立焦企焦炭周度日均产量同比下降

冶金焦: 全样本: 独立焦化企业: 日均产量: 中国(周)



数据来源: 钢联数据

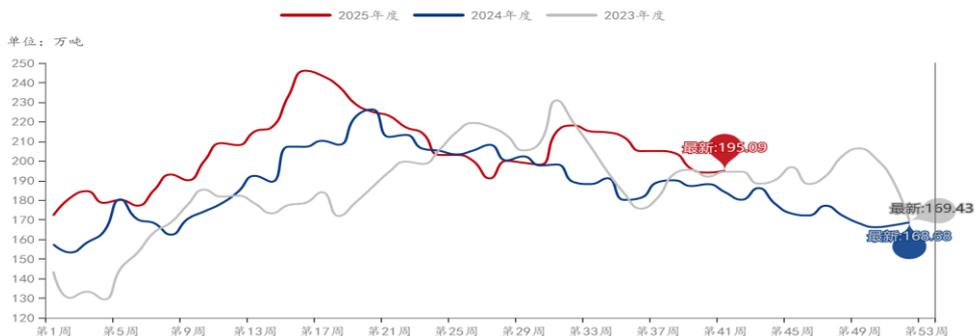
(资料来源: 钢联数据终端)

截至10月15日，全样本独立焦企焦炭周度日均产量为66.12万吨，较去年同期66.47万吨下降0.5%。

(九) 焦炭库存情况

图 20：焦炭港口库存同比上升

焦炭：港口库存：中国（周）



数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，焦炭港口库存为195.09万吨，较去年同期184.16万吨上升5.9%。

图 21：焦炭独立焦企库存同比上升

焦炭：230家独立焦化厂：库存：中国（周）



数据来源：钢联数据

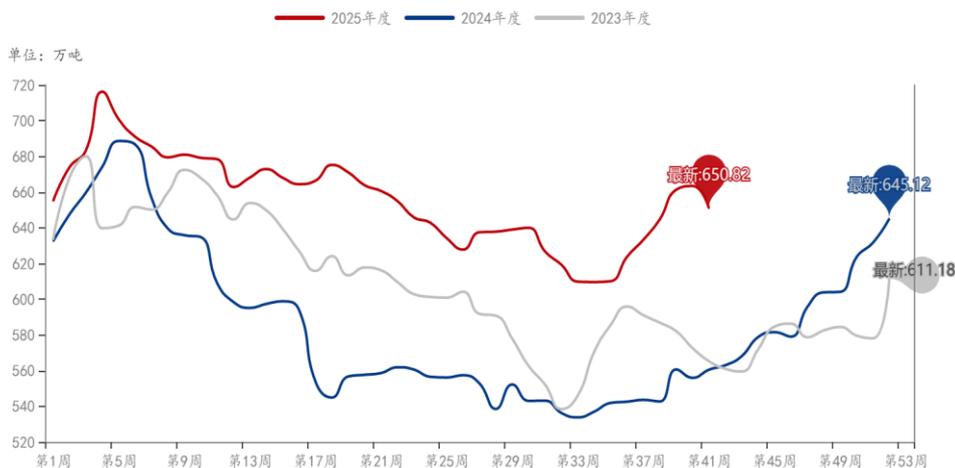
(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，焦炭230家样本独立焦企库存为42.54万吨，较去年同期37.46

万吨上升 13.56%。

图 22：焦炭钢厂库存同比上升

焦炭：247家钢铁企业：库存：中国（周）



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

截至 10 月 15 日，焦炭 247 家样本钢厂库存为 650.82 万吨，较去年同期 560.5 万吨上升 16.11%。

图 23：焦炭全样本库存同比上升

焦炭：库存：全样本（周）



数据来源：钢联数据

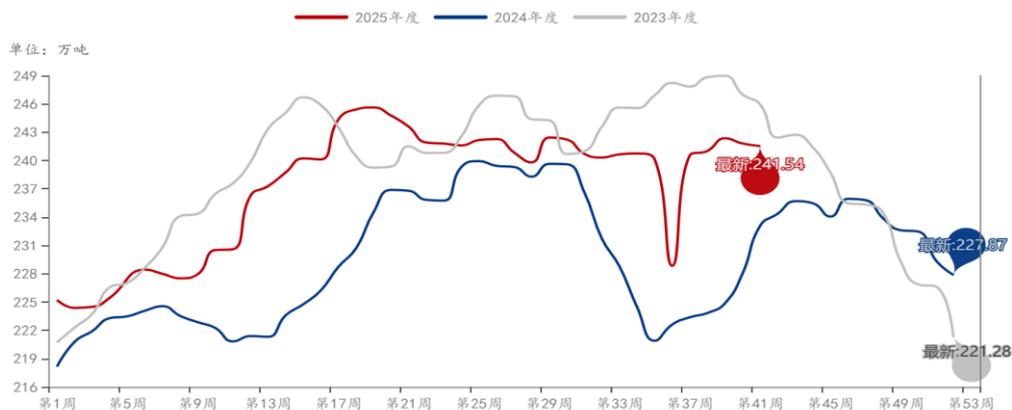
（资料来源：钢炼数据终端）

截至 10 月 15 日，焦炭全样本库存为 909.75 万吨，较去年同期 814.24 万吨上升 11.72%。

(十) 高炉炼铁生产情况

图 24：钢厂铁水日均产量同比上升

247家钢铁企业：铁水：日均产量：中国（周）



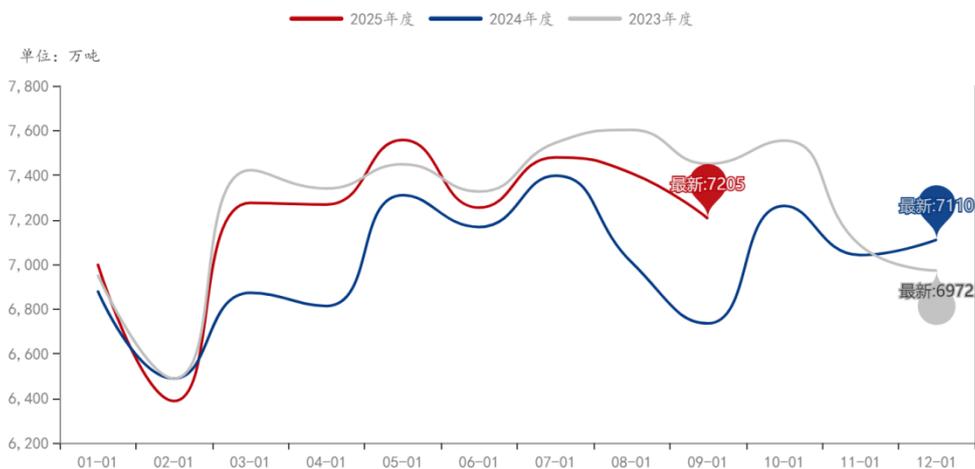
数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

截至10月15日，247家样本钢厂铁水周度日均产量为241.54万吨，较去年同期233.08万吨上升3.62%。

图 25：钢厂铁水月度产量同比上升

铁水：247家钢铁企业：产量：中国（月）



数据来源：钢联数据

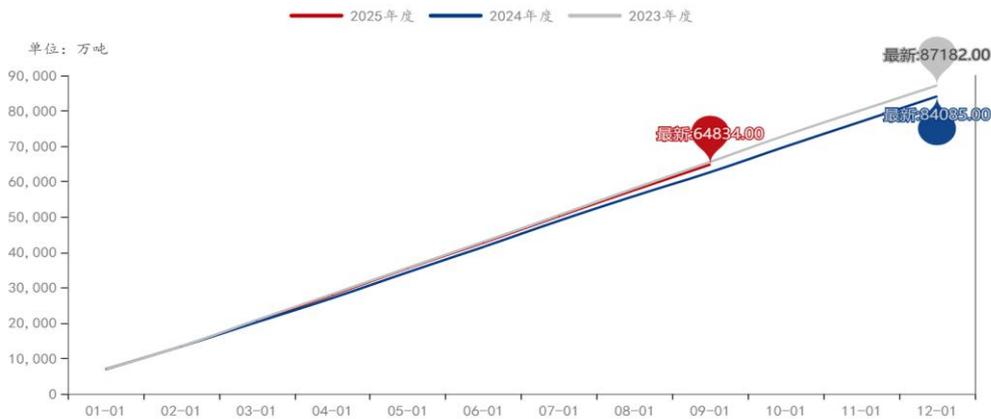
(资料来源：钢联数据终端)

9月份，247家样本钢厂铁水月度产量为7205万吨，较去年同期6735万吨上升

6.97%。

图 26: 钢厂铁水月度产量累计值同比上升

铁水: 247家钢铁企业: 产量: 中国 (月) (累计值)



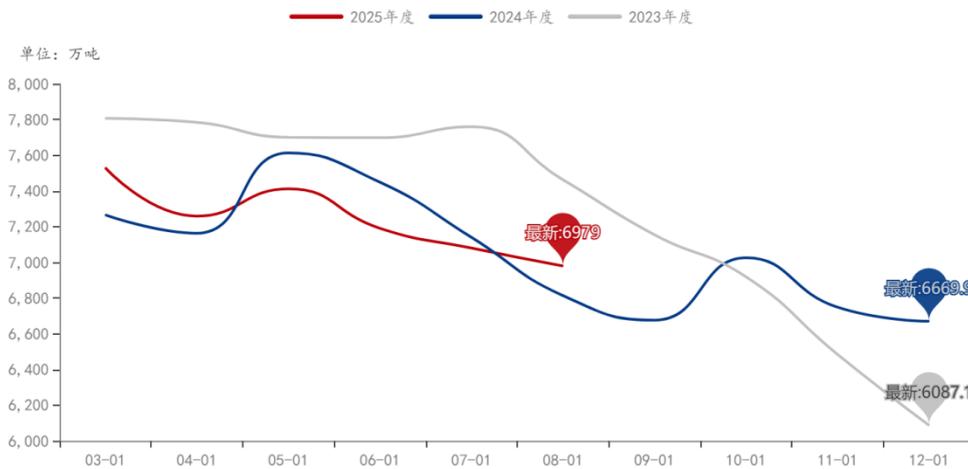
数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

1-9 月份, 247 家样本钢厂铁水月度产量累计值为 64834 万吨, 较去年同期 62672 万吨上升 3.44%。

图 27: 中国生铁月度产量同比上升

中国: 工业产品: 产量: 生铁 (月)



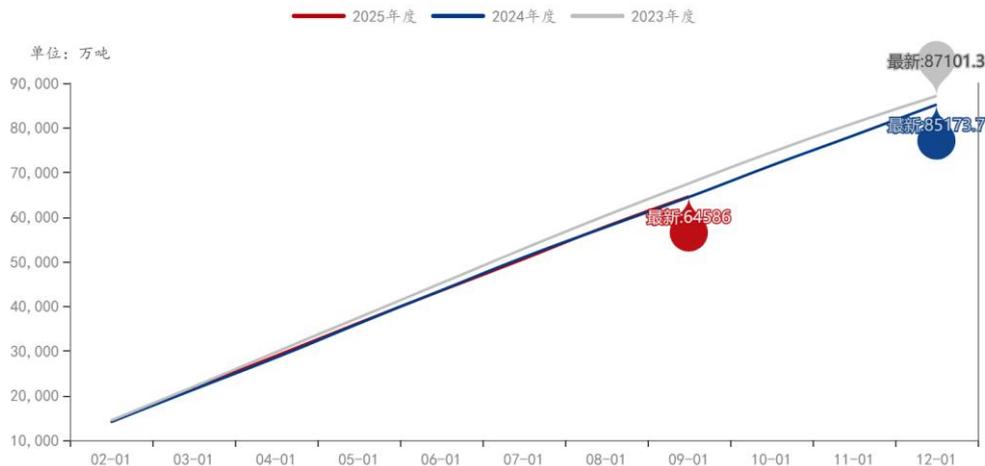
数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

8 月份, 中国生铁月度产量为 6979 万吨, 较去年同期 6813.6 万吨上升 2.42%。

图 28：中国生铁月度产量累计值同比上升

中国：工业产品：产量累计值：生铁（月）



数据来源：钢联数据

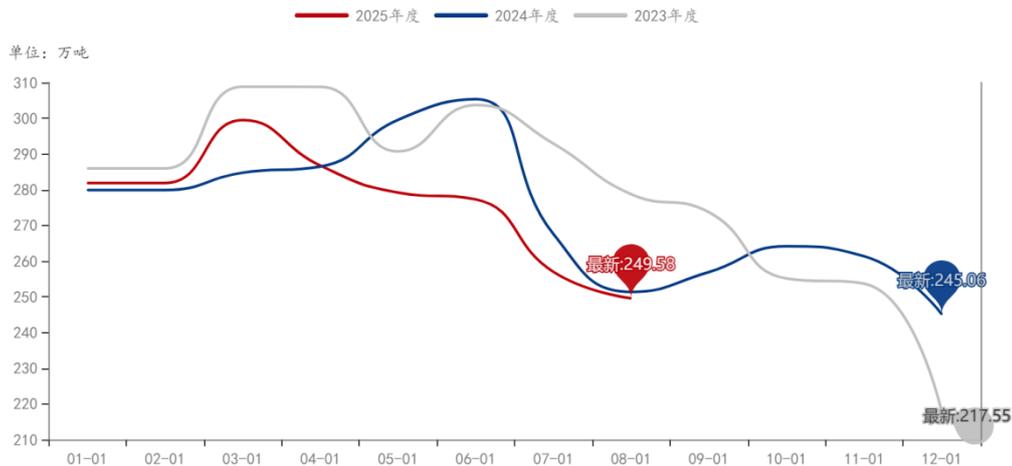
(资料来源：钢联数据终端)

1-9 月份，中国生铁月度产量累计值为 64586 万吨，较去年同期 64443.3 万吨上升 0.22%。

(十一) 粗钢生产情况

图 29：中国粗钢月度日均产量同比下降

统计局：粗钢：日均产量：中国（月）



数据来源：钢联数据

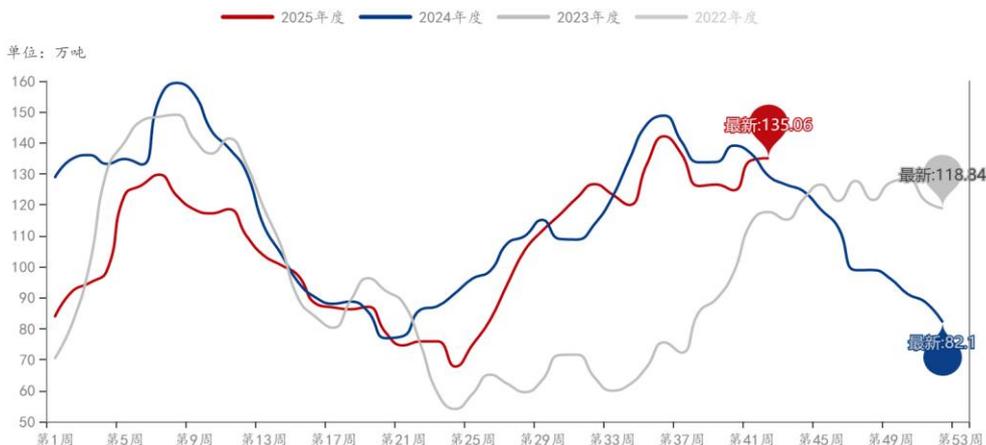
(资料来源：钢联数据终端)

8月份,中国粗钢月度日均产量为249.58万吨,较去年同期251.35万吨下降0.7%。

(十二) 钢坯库存情况

图 30: 唐山主流仓库钢坯库存同比上升

钢坯: 主流仓储库存: 唐山 (周)



数据来源: 钢联数据

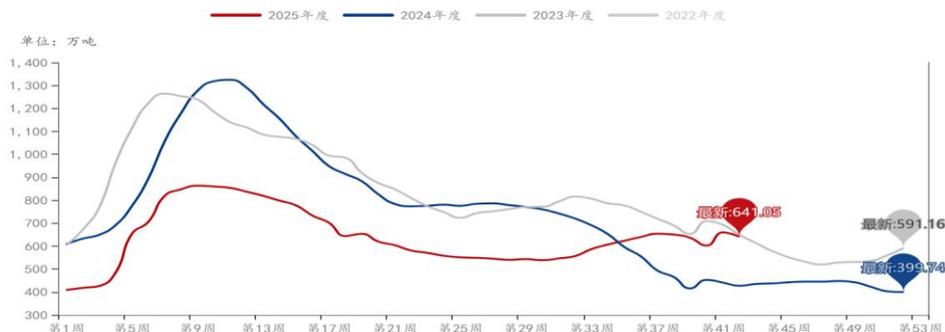
(资料来源: 钢联数据终端)

截至10月17日,唐山主流仓库钢坯库存为135.06万吨,较去年同期129.33万吨上升4.43%。

(十三) 五大材库存情况

图 31: 中国螺纹钢库存同比上升

螺纹钢: 库存: 中国 (周)



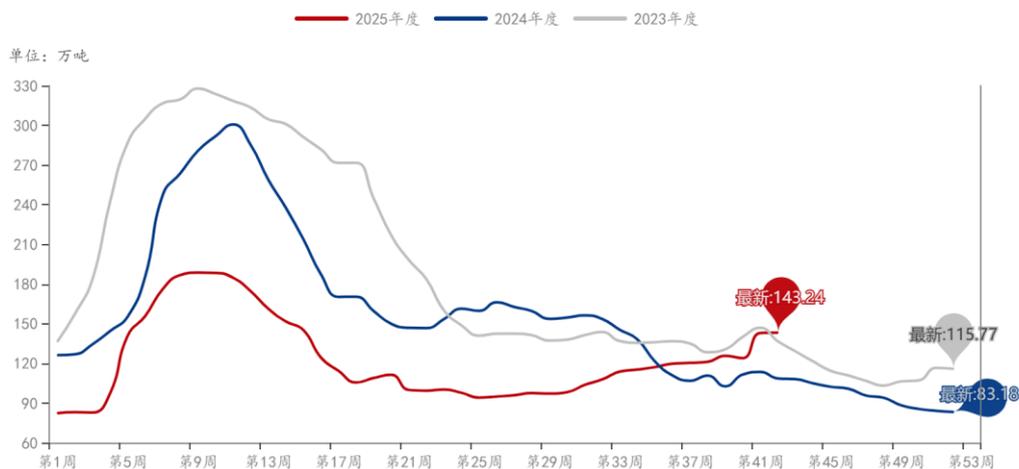
数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

截至10月17日，中国螺纹钢库存为641.05万吨，较去年同期427.08万吨上升50.1%。

图 32：中国线材库存同比上升

线材：库存：中国（周）



数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

截至10月17日，中国线材库存为143.24万吨，较去年同期108.59万吨上升31.91%。

图 33：中国热轧卷板库存同比上升

热轧板卷：库存：中国（周）



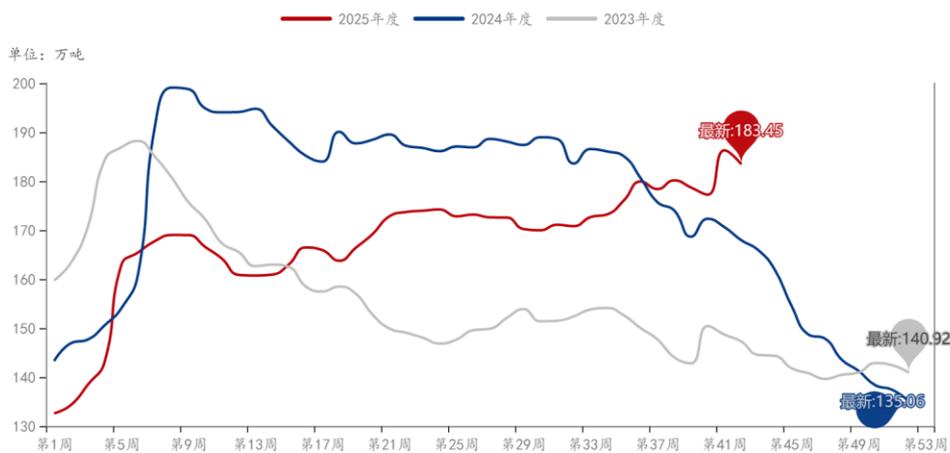
数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

截至10月17日，中国热轧卷板库存为419.19万吨，较去年同期369.84万吨上升13.34%。

图 34：中国冷轧卷板库存同比上升

冷轧板卷：库存：中国（周）



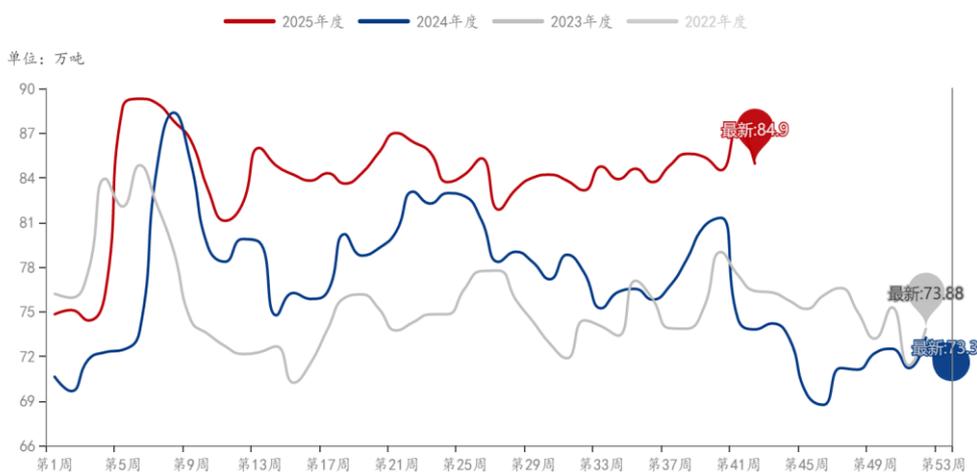
数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

截至10月17日，中国冷轧卷板库存为183.45万吨，较去年同期167.94万吨上升9.24%。

图 35：中国中厚板库存同比上升

中厚板：钢铁企业：厂内库存：中国（周）



数据来源：钢联数据

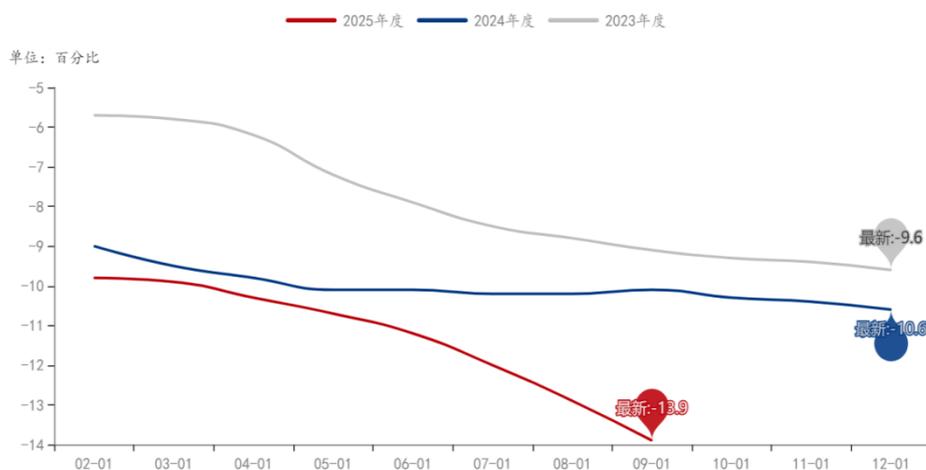
（资料来源：钢联数据终端）

截至10月17日,中国中厚板库存为84.9万吨,较去年同期73.8万吨上升15.04%。

(十四) 房地产市场基本情况

图 36: 全国房地产开发投资增速下降

房地产开发企业: 投资完成额累计同比: 中国 (月)



数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

图 37: 全国房地产月度累计开发投资完成额同比下降

房地产开发企业: 投资完成额累计值: 中国 (月)



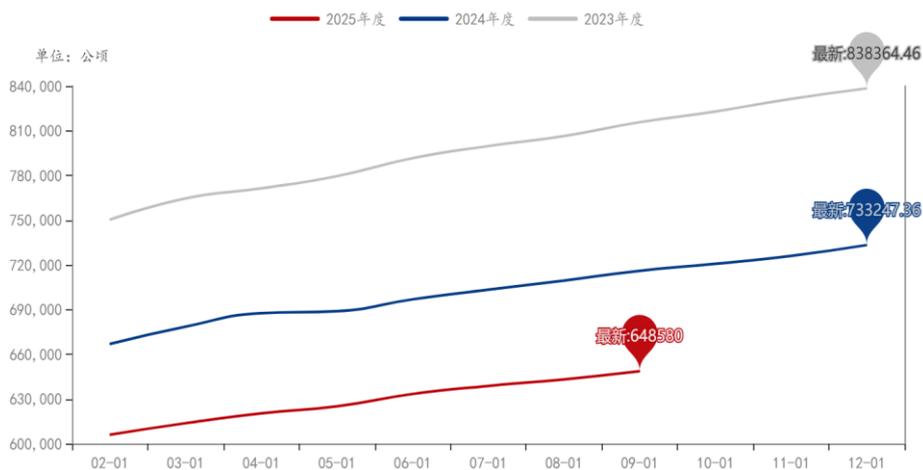
数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

1-9 月份，全国房地产开发投资完成 67706 亿元，同比下降 13.9%。

图 38：全国房地产月度累计施工面积同比下降

房地产开发企业：房屋：施工面积累计值：中国（月）



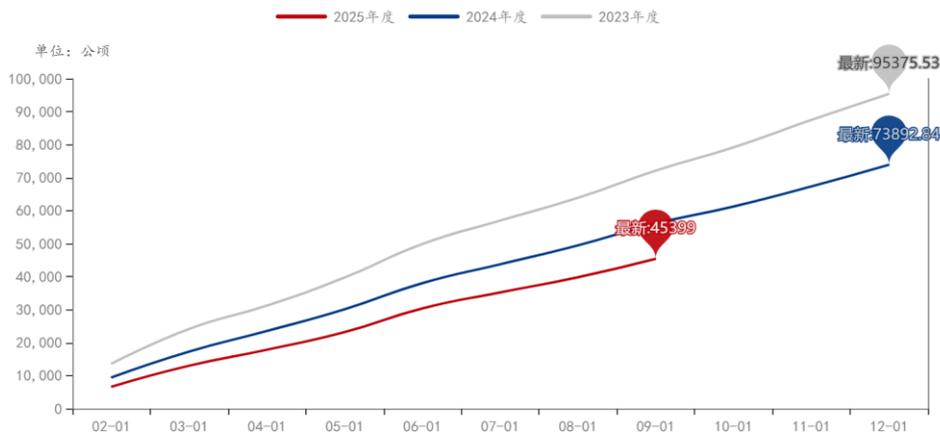
数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

1-9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 648580 万平方米，较去年同期 715967.59 万平方米下降 9.4%。

图 39：全国房地产月度累计新开工面积同比下降

房地产开发企业：房屋：新开工面积累计值：中国（月）



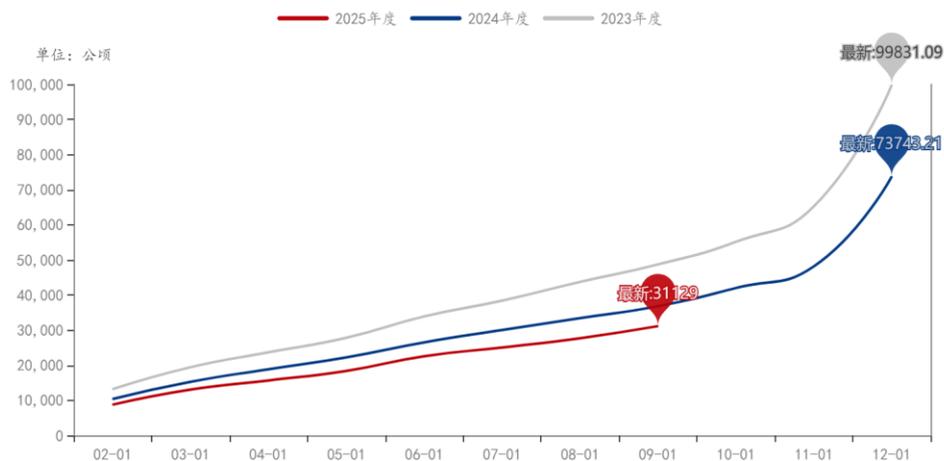
数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

1-9 月份,房地产开发企业房屋新开工面积 45399 万平方米,较去年同期 56050.75 万平方米下降 19%。

图 40: 全国房地产月度累计竣工面积同比下降

房地产开发企业: 房屋: 竣工面积累计值: 中国 (月)



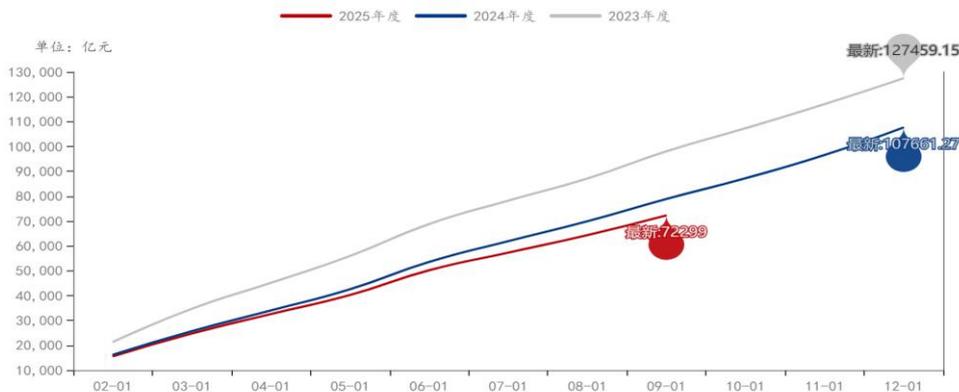
数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

1-9 月份,房地产开发企业房屋竣工面积 31129 万平方米,较去年同期 36815.56 万平方米下降 15.45%。

图 41: 全国房地产月度累计资金来源同比下降

房地产开发企业: 本年资金来源小计累计值: 中国 (月)

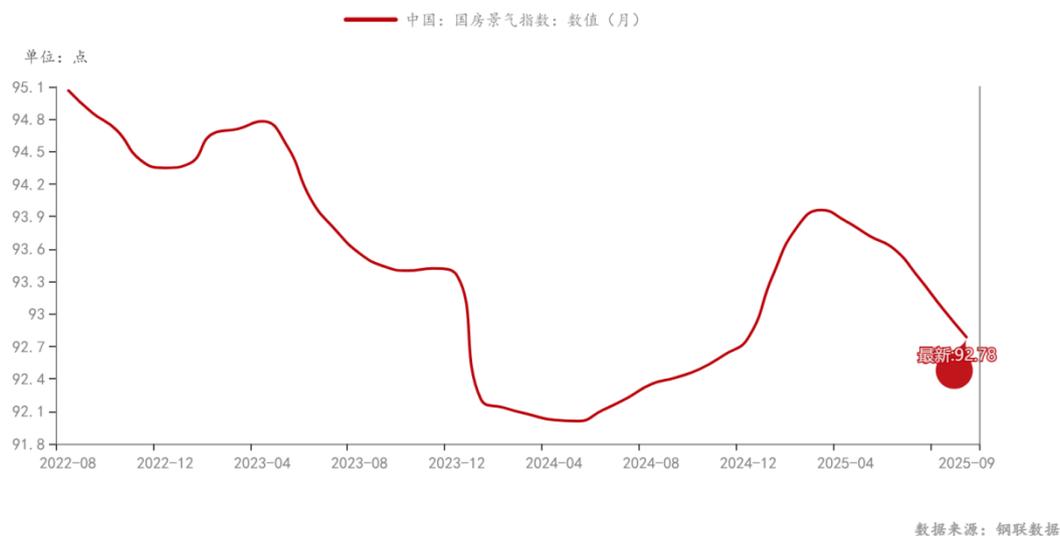


数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

1-9 月份，房地产开发企业到位资金 72299 亿元，较去年同期 78897.91 亿元下降 8.36%。

图 42：全国房地产景气指数环比下降



(资料来源：钢联数据终端)

9 月份，国房景气指数为 92.78，环比上月 93.05 下降 0.27。

三、成本利润分析及供需预测

2025 年第 3 季度焦钢企业利润由盈转亏，主要原因在于上游原料煤价格持续上涨，下游成材销售不畅，价格走弱，终端地产数据持续偏空。预计短期内焦钢企业生产积极性由强转弱，季节性补库预期支撑对原料煤的需求，产业链利润中心向上游煤炭开采及洗选企业转移，原料煤受供给偏紧影响，价格表现为稳中偏强。

2025 年 1-9 月累计铁水产量 64834 万吨，生产一吨铁水大约消耗 0.45 吨焦炭，生产一吨焦炭大约消费 1.32 吨焦煤，由此测算 2025 年 1-9 月焦煤需求量为 38511 万吨。

根据 523 家样本矿山周度日均精煤产量数据测算 2025 年 1-9 月焦煤供给量为 19999 万吨。根据 314 家独立洗煤厂周度日均精煤产量数据测算 2025 年 1-9 月焦煤供给量为 6590 万吨。根据 2025 年 1-9 月焦煤进口量为 8353 万吨，由此测算 2025 年 1-9 月焦煤总供给量为 34942 万吨。

综上所述，2025年1-9月焦煤供需缺口测算约为3569万吨，这是导致焦煤库存持续去化的根本原因。

根据中国国家气候中心与美国NOAA最新监测，2025年拉尼娜事件已于10月初正式形成并将持续影响冬季气候至2026年2月。拉尼娜现象可能导致气温低于常年平均值，预计出现强寒潮天气，可能对煤炭冬季运输形成阻碍，增加中下游环节提前补库的预期，从而对煤炭中期需求和价格形成支撑。长期来看，随着钢铁限产政策持续推进，电炉钢占比提升，焦钢企业利润压缩，生产积极性呈现周期性波动，预计2026年国内粗钢产量继续下降，终端地产需求继续下行，成材累库边际趋稳。随着反内卷、查超产政策推进，煤炭行业正在从“保供应”转为“优结构”，预计2026年焦煤供应持续收紧，焦煤需求由强转弱，焦煤价格在供需紧平衡的状态下稳中偏强。预计2027年焦煤需求进一步缩减，废钢占比预计持续提升，电炉钢占比持续扩大，长流程炼铁产能继续压缩。焦煤供应方面预计同步缩减，尤其是进口煤数量有望回落，原因在于进口煤与国产煤价格有出现倒挂的可能。

四、总结与展望

上游环节，2025年下半年，国内原煤供应由扩张转为收缩，进口煤数量出现较快增长，但其中炼焦煤进口量有所下降；独立洗煤厂与矿山精煤日均产量均保持稳定；港口炼焦煤库存在经历了上半年持续去库后保持相对稳定，独立焦企焦煤库存在年初快速下降后保持相对稳定，钢厂焦煤库存较前两年大幅升高，矿山焦煤库存持续去库并维持低位。进口煤价全年表现为稳中有升，国产主焦煤以临汾为例价格表现为先抑后扬，年末维持高位震荡。

中游环节，2025年下半年，钢厂与独立焦企焦炭日均产量均保持稳定。焦炭港口库存在上半年累库后持续去化，较近两年维持相对高位；独立焦企焦炭库存持续去库，年末保持低位；钢厂焦炭库存高位运行；焦炭全样本库存创近三年新高。钢厂铁水日均产量在经历上半年持续攀升后维持高位震荡，月度产量亦维持高位，累计值较去年有所上升。全国生铁月度产量逐月趋势性下降，累计值与去年基本持平。全国粗钢月度日均产量在上半年保持相对稳定后持续走低。唐山主流钢坯库存在上半年持续去库后逐步累库并保持相对高位。

下游环节，2025年下半年，五大材库存均出现不同程度累库，其中螺纹钢与线材库存保持相对稳定但较去年大幅增加；热轧卷板库存在经过上半年去库后逐步累库并较前两年小幅增加；冷轧卷板全年基本维持累库趋势，年末库存创下近三年新高；中厚板库存在年初大幅增加后保持高位，年末库存亦创下近三年新高。



终端表现，2025年全年房地产企业开发投资增速持续走低，累计开发投资完成额持续下降，资金到位情况、施工面积、新开工面积与竣工面积均创下近三年新低，房地产景气指数在年初小幅回升后持续走低，年末创下全年低点。

结合产业链各环节表现来看，终端实际需求偏弱导致下游环节持续累库，成材价格承压下行，焦钢企业利润由盈转亏，被迫向上游寻找利润，但上游供给持续收缩，库存持续去化并维持低位，进口煤价格上涨及港口库存下降，以至于中间贸易商囤货意愿由弱转强，中游环节生产积极性高，补库意愿强，最终导致上游价格在下半年表现坚挺。

后市展望，焦煤价格维持震荡偏强态势，价格中枢有望上移，主要受益于上游供给趋势收紧，中下游环节利润受终端需求偏空影响边际趋弱，产业链利润重心向上游转移。关注终端需求表现，下游成材库存变化，中游采购、生产情况以及价格变动，上游供应波动以及相关环保限产政策、进出口政策，新能源产能替代效应。



结构弱平衡与政策稳预期的博弈

要点

2026年钢材市场反弹空间的逻辑核心：从“需求故事”到“供给故事”。天花板由“供给弹性”决定；反弹的持续力由“减产持续性”决定；政策是最大的“不确定性溢价”。

全年的策略核心可围绕“区间震荡”的思路展开，忌追涨杀跌。在区间下沿寻找买点，在区间上沿注重锁价。结构性机会关注“螺矿比”修复。

研究发展部

分析师：魏宏杰

期货交易咨询资格：

Z0000599

联系方式：

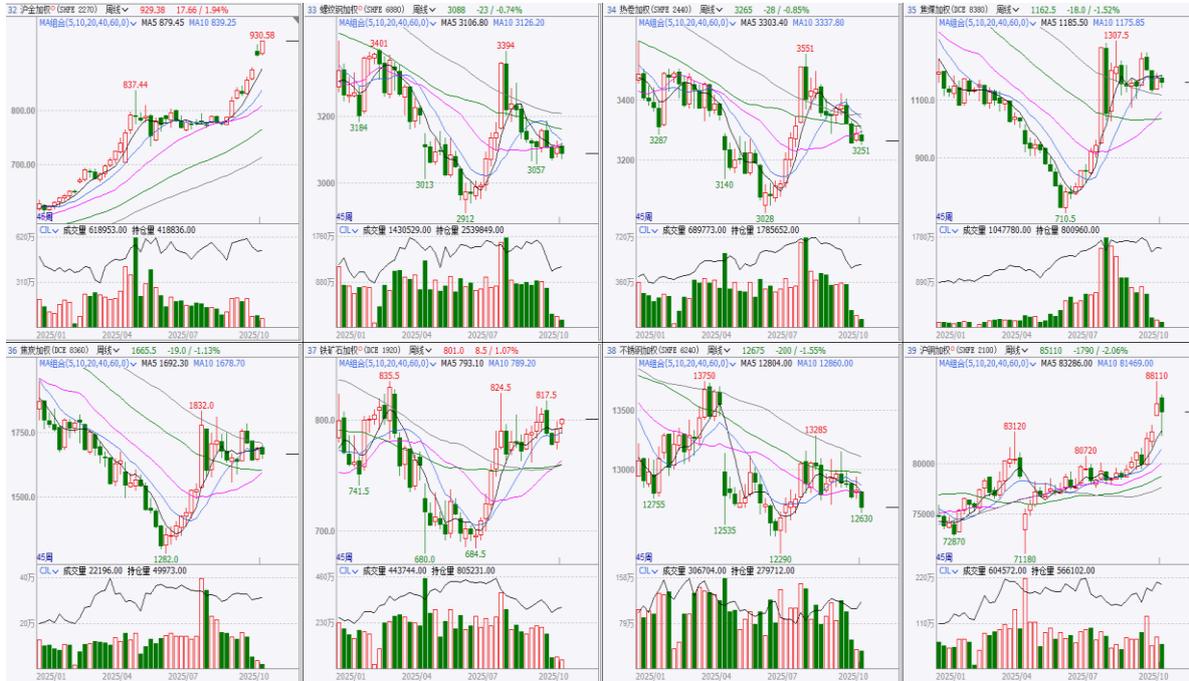
weihongjie@btqh.com

摘要

- 卷相对螺纹钢表现出更强的韧性，主要是因为制造业需求相对好于建筑业，以及出口渠道的差异。这种差异在期现价差上体现得尤为明显，热卷的基差结构持续强于螺纹钢，直接反映了“卷强螺弱”的市场格局。
- 预计四季度钢材需求将呈现“上有顶、下有底”的约束格局。上方受制于房地产的持续疲软和制造业可能出现的季节性转弱；下方则得益于强劲的出口韧性和基建政策的托底。
- 2025年四季度钢材市场品种分化依然是核心特征。螺纹钢：供需两侧同步收缩，但需求降幅预计大于供应降幅，导致供需平衡将从第三季度的“紧平衡”转向“温和过剩”。库存将在季末开始累积，对价格形成压制。
- 热轧卷板：供需两侧的收缩幅度相对温和，且得益于出口和制造业的支撑，需求韧性更强。市场有望从第三季度的“温和过剩”回归至“弱平衡”，其基本面健康状况相对优于螺纹钢。
- 2026年定位：2026年是钢材市场的“筑底之年”和“布局之年”。趋势性的大牛市难以出现，但继续单边下跌的空间也相对有限。

一、年度市场表现回顾

图 1：钢材期货行情走势对比



(资料来源：文华财经，交子期货)

(一) 市场走势回顾

2025 年前三个季度，螺纹钢和热轧卷板（以下简称“热卷”）市场整体呈现震荡下行的运行态势，价格重心逐步下移，传统季节性特点有所减弱。两者价格走势在整体趋同的背景下，因供需结构的差异而呈现出明显的品种分化特征。

第一季度，钢材市场未能走出单边行情，而是呈现箱体震荡格局，价格波动区间相对有限，但价格中枢已呈现小幅下移态势。

进入第二季度，钢材市场打破了一季度的平衡状态，价格呈现震荡下行走势，前期箱体震荡格局被破坏。螺纹钢受房地产行业深度调整影响，需求持续萎缩，表现继续弱于热卷。

第三季度钢材市场整体呈现区间震荡格局，价格在二季度下跌后并未持续下行，而是寻找新的平衡区间。

第三季度市场运行特点：

供应保持高位：虽然粗钢产量调控政策存在预期，但实际铁水产量依然处于偏高位置。

需求分化明显：建筑用钢消费受房地产行业深度调整影响，消费总量下滑趋势短期难以逆转；制造工业用钢消费受以旧换新和设备更新改造政策推进，下游需求相对较好。

政策预期增强："反内卷"和"推动落后产能有序退出"的产业政策利好开始市场中发酵。

库存压力显现：9月份建筑钢材库存出现阶段累库，对应产量回落，厂库回落带动整体库存压力降低。

表 1：2025 年前三季度螺纹钢与热卷价格走势对比

季度	螺纹钢特点	热卷特点	共同影响因素
第一季度	弱势震荡，需求疲软	箱体震荡(3360-3460 元/吨)	供强需弱，宏观消息多空交织
第二季度	下行压力加大	先震荡后下滑，打破箱体	供应增加，雨季影响需求
第三季度	低位震荡，政策托底	区间运行，库存压力增大	政策预期与基本面博弈

（二）期现价差分析

2025 年前三季度，螺纹钢和热卷的期现价差（基差）整体呈现收敛趋势，但在不同阶段受市场情绪和基本面影响波动较大。

年初时期，期货价格相对现货呈现贴水状态，反映了市场对后市的悲观预期。以上海地区 4.75mm 热卷为例，1 季度现货价格在 3360-3460 元/吨区间波动，而期货价格多数时间低于现货。

第二季度末，热卷基差约为 112 元/吨（现货 3200 元/吨，期货 3097 元/吨），期货贴水幅度较为明显。

进入第三季度,随着政策利好预期增强,期货市场情绪有所改善,基差逐步收窄。9月至10月初,热卷基差进一步收敛至55元/吨左右(现货3350元/吨,期货3286元/吨)。

期现价差变化反映了以下市场特点:

市场情绪变化:从年初的悲观到第三季度的政策预期增强,期货贴水幅度逐步收窄。

品种差异:螺纹钢由于基本面更弱,期货贴水幅度总体大于热卷

季节性特征:在需求旺季预期阶段,期货往往表现为升水或小幅贴水;而在需求淡季或库存累积阶段,期货贴水幅度扩大。

交割规则优化:上期所4月14日起实施的钢材期货交割新规提升了交割便利性,促进了期现价格的收敛。新规则允许更多企业申请厂库资格,优化提货地规定,使中西部地区钢厂能够实现"家门口"交割,降低了交割成本。

(三) 螺纹与热卷价差变化对比

2025年前三季度,螺纹钢与热卷的品种价差在整体走势趋同的背景下,因品种基本面差异而呈现出显著的分化特征。总体来看,螺纹钢的期货贴水幅度持续大于热卷,反映了市场对于建筑钢材需求的悲观预期更为强烈。

主要对比特点如下:

贴水幅度差异:前三季度,螺纹钢期货平均贴水幅度约为150-200元/吨,而热卷期货平均贴水幅度在80-120元/吨。例如,在二季度市场悲观情绪浓厚时,螺纹钢基差一度走阔至220元/吨以上,而热卷基差峰值约为180元/吨。

波动性与收敛节奏:热卷基差的波动相对平缓,且在第三季度政策预期升温后收敛更为迅速和明显;而螺纹钢基差则表现出"难走阔、难收敛"的特点,因现货价格弹性更差,导致期货价格在反映预期时更为犹豫。

驱动因素差异:

螺纹钢:基差变化主要受房地产政策及开工数据驱动。由于房地产行业深度调整格局未变,现货市场信心始终难以有效提振,导致期货深贴水成为常态。

热卷:基差变化更多与制造业PMI、出口订单及家电汽车等行业政策相关。其下游需求的多元化使得市场情绪对局部利好反应更敏感,故基差修复的动能和时点均优于螺纹。



表 2：2025 年前三季度螺纹钢与热卷价差(基差)对比回顾

对比维度	螺纹钢 (RB)	热轧卷板 (HC)	对比小结
价差幅度	贴水幅度大且深，平均 150-200 元/吨	贴水幅度相对温和，平均 80-120 元/吨	HC>RB(热卷基差结构更强)
波动特征	波动剧烈，与地产消息强相关	波动相对平缓，与制造业景气度同步	热卷基差稳定性更高
驱动因素	房地产政策、基建开工率、资金到位情况	制造业 PMI、出口政策、汽车家电产销	需求端结构差异是核心
品种强弱	基差结构持续偏弱，反映基本面疲软	基差结构多数时间强于螺纹，韧性足	HC-RB 价差走阔

(资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理)

(四) 主要行业政策总结

2025 年前三季度，影响钢材市场的行业政策主要可分为宏观调控政策、贸易环境政策和市场规则政策三大类，这些政策共同构成了钢材市场运行的制度环境。

1. 宏观调控政策

钢铁行业稳增长工作方案：2025 年 9 月，工信部等 5 部门联合印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，提出增加值年均增长 4%左右的目标，部署了 5 个方面 10 条具体举措。主要措施包括：

实施产能产量精准调控，推进钢铁企业分级分类管理，促进供需动态平衡。

扩大有效投资，推进工艺设备更新改造，加快数字化转型。

挖掘钢材应用需求，推广钢结构在住宅、公共建筑等领域的应用。

粗钢产量调控政策：前三个季度，粗钢产量调控政策预期一直影响着市场，但实际执行力度与节奏对市场的影响更为关键。2025 年四季度粗钢产量调控政策全面进入实施期可能性较大，钢铁产量预计将小幅下降。

2. 贸易环境政策

出口关税调整：多个国家和地区对中国钢材产品加征进口关税，如欧盟 10 月 7



日公布钢铁进口限制措施，拟将钢铁关税从 25% 上调至 50%。这些措施增加了热轧板卷等钢材产品的出口成本，对直接出口造成了一定限制。

内部产业政策：“反内卷”和“推动落后产能有序退出”的产业政策在第三季度开始发力，成为支撑钢价的重要因素。这些政策虽具体实施细节尚待各部门出台，但政策预期抬升了黑色产业链估值。

3. 市场规则政策

期货交割规则优化：4 月 14 日起，上期所实施新修订的钢材期货业务细则，主要优化包括：

优化厂库申请条件，钢厂的贸易企业也可以申请钢材厂库，提高了申请便利性。

优化提货地相关规定，不再仅仅局限于生产地及交割库，使得上下游产业客户能够实现“家门口”交割。

优化升贴水报价机制，产业客户可结合区域市场价格差异与销售半径情况申报厂库提货地升贴水。这些规则变化降低了产业客户参与期货市场的成本，特别是帮助了中西部地区钢厂更好地利用期货市场进行风险管理和定价。

表 3：2025 年前三季度影响钢材市场的主要政策汇总

政策类型	具体政策	出台时间	对市场的影响
宏观调控	钢铁行业稳增长工作方案	2025 年 9 月	设定行业增长目标，部署 10 条举措
产量调控	粗钢产量调控	全年持续	影响供应预期，具体执行力度关键
贸易环境	欧盟加征钢铁关税	2025 年 10 月	上调至 50%，影响出口前景
产业政策	“反内卷”与落后产能退出	第三季度	抬升黑链估值，支撑钢价
市场规则	钢材期货交割规则优化	2025 年 4 月	提升交割便利性，促进期现收敛

（资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理）



（五）市场表现总结与展望

回顾 2025 年前三个季度，螺纹钢和热卷市场整体呈现价格重心下移、结构分化明显的特征。受供强需弱的大格局影响，钢材价格多数时间承压运行，但政策预期与行业自律也在一定程度上减缓了下行速率。期货市场在反映基本面预期的同时，也受到政策因素的显著影响，期现价差整体呈现收敛趋势。

品种间差异方面，热卷相对螺纹钢表现出更强的韧性，主要是因制造业需求相对好于建筑业，以及出口渠道的差异。这种差异在期现价差上体现得尤为明显，热卷的基差结构持续强于螺纹钢，直接反映了“卷强螺弱”的市场格局。

展望 2025 年第四季度，钢材市场预计将继续在供需平衡定位与政策预期之间博弈。一方面，行业基本面仍面临终端需求不足与高库存的压力；另一方面，“反内卷”等产业政策细则的落地执行情况，以及可能出台的新的稳增长措施，也将为市场带来波动节奏不确定性。

五、品种供应变化的线索小结

（一）成材供应：螺纹钢与热卷分化延续，整体供应弹性受制

2025 年，螺纹钢与热卷的供应格局预计将继续呈现“板强长弱”的分化态势，整体产量增长空间有限，更多由利润和政策驱动阶段波动。

1. 产量：总量触顶，结构优化

螺纹钢：作为建筑钢材代表，其产量与房地产需求高度绑定。在房地产行业步入结构性调整的背景下，螺纹钢产量易降难增。预计全年平均产量水平将低于 2024 年。产量变化将更多体现为对需求信号的即时反应，波动性增加。

热卷：受益于制造业升级、汽车、家电、造船及出口的相对韧性，热卷需求支撑强于螺纹。其产量保持相对刚性，甚至存在小幅增长的可能。但需警惕海外贸易壁垒及国内制造业景气度波动带来的风险。

2. 库存：蓄水池功能弱化，库存周期缩短

社会库存：在“弱需求、高资金成本”的预期下，贸易商冬储及主动囤货的意愿将持续低迷。社会库存将阶段处于中性偏低水平，其“蓄水池”功能减弱，导致价格波动更直接地反映供需的实时匹配情况。



两者基本面分化的核心线索。

我们用一个表格来概括 2025 年（特别是下半年以来）钢材供应面的关键变化与定调。

表 4：2025 年下半年以来钢材供应面数据线索变化及定调对比

分析维度	核心线索与数据摘要	市场定调
铁矿石供应	价格与成本：8 月进口粉矿采购成本环比增 3.78% 至 752.95 元/吨。10 月铁水产量仍处 241.54 万/日高位。 供应与库存：澳洲中期出口预期上调。10 月港口库存累积，但钢厂库存大幅下降。	供需双强，高位震荡。高铁水需求支撑价格，但供应增加与港口累库限制上行空间。
焦煤供应	价格与成本：8 月炼焦煤采购成本环比大增 11.75% 至 1229.40 元/吨。10 月受国内矿难安全巡查刺激。 供应预期：澳洲下调中期炼焦煤出口预期。国内政策要求保供稳价，鼓励进口。	政策扰动，前紧后松。短期供应受安全巡查扰动，但中期进口增加与国内保供下，紧张局面有望缓解。
高炉生产	利润情况：9 月底螺纹钢平均利润 -60 元/吨，热卷利润 69 元/吨。效益驱动铁水流向板材。 生产状态：铁水产量维持高位，高炉开工率高。	刚性生产，结构分化。在尚有利润的背景下，长流程钢厂生产意愿强烈，铁水优先流向利润更高的热卷等品种。
电炉生产	利润情况：9 月电炉螺纹钢利润约为 -49 元/吨。 生产状态：产能利用率持续处于低位，节后检修增多。	持续亏损，主动减产。谷电亏损是阈值，独立电炉钢厂成为供应端的调节阀，产量弹性大。

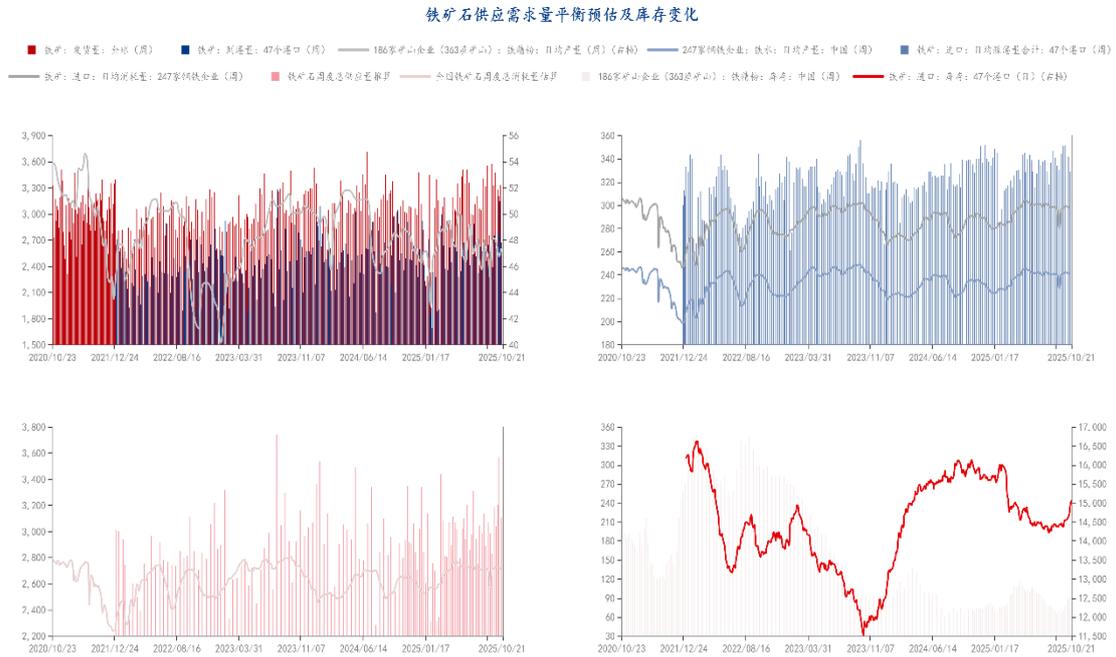
（资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理）

1. 原料供应与成本评估

钢材的供应与原料端的情况紧密相连，其中铁矿石和焦煤的供应变化是评估成本的关键。

铁矿石：供需双强，高位震荡

图 4：铁矿石供应量需求量、平衡预估及库存变化



数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端，交子期货)

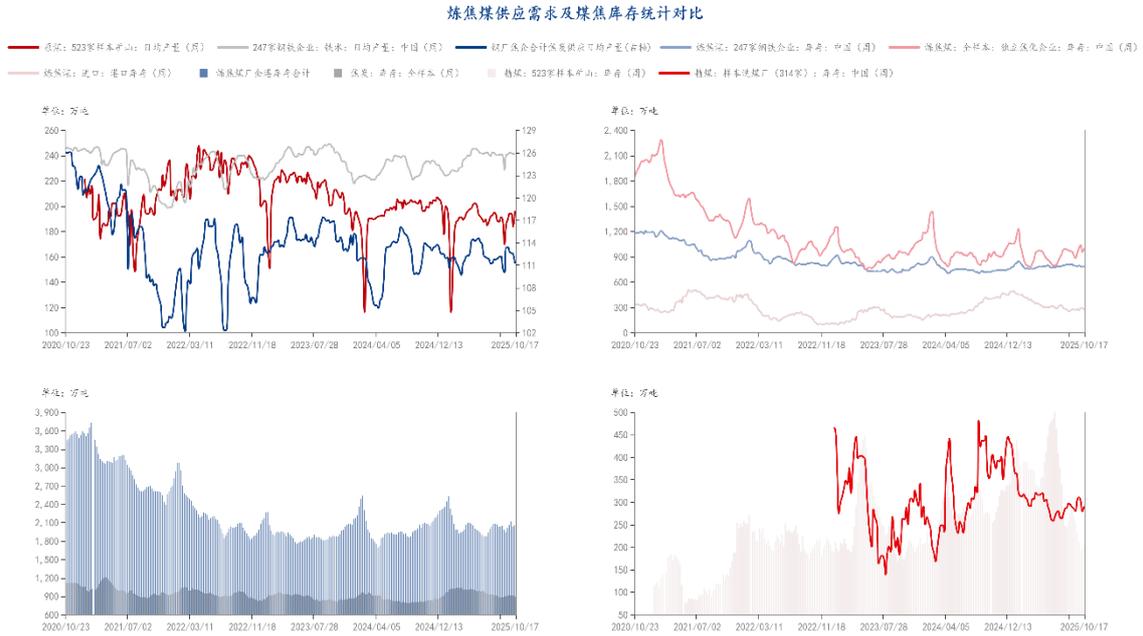
从需求看，铁水产量是核心指标。进入10月，日均铁水产量仍维持在241.54万吨的高位，对铁矿石的需求形成刚性支撑。成本也随之上升，8月进口粉矿加权平均采购成本已环比上涨3.78%。

供应端则呈现增长态势，澳大利亚官方已上调了其中期的铁矿石出口预期。同时，港口库存开始累积，但一个关键信号是，钢厂进口矿库存大幅下降991万吨。这表明在高消耗下，钢厂原料备货趋于紧张，使得矿价在高炉无明显减产前，预计将维持高位震荡。

焦煤：政策扰动，前紧后松

焦煤的供应故事则更多由政策和安全因素主导。2025年10月初，受湖南矿难及后续安全巡查的消息刺激，市场迎来一波上涨。这直接体现在成本上，8月炼焦煤采购成本环比大幅上涨11.75%。

图 5：炼焦煤供应需求及煤焦库存变化对比



（资料来源：钢联数据终端，交子期货）

展望中期，供应紧张的局面有望缓解。一方面，国内《钢铁行业稳增长工作方案》明确要求保供稳价，鼓励焦煤进口。另一方面，澳大利亚下调了炼焦煤的出口预期，这为未来供应带来不确定性。预计 10 月中下旬价格可能涨跌反复，焦炭的上涨高度也很大程度上取决于焦煤价格。

2. 利润与铁水产量分析

产量分化的背后，是利润在指挥着铁水的流向，而高炉与电炉（即长流程与短流程）由于成本结构不同，其生产状态也截然不同。

（三）四季度关键变量：粗钢产量政策与原料成本评估

1. 四季度粗钢产量平控政策评估

政策预期：2025年延续“粗钢产量平控”政策的可能性较高。但具体执行强度和方式将是四季度的核心变量。

市场影响：

若政策严格执行：将在Q3末/Q4初对市场预期产生显著影响。钢厂为达成年度目标，可能在Q4主动减产，特别是通过降低高炉开工率来实现。这将导致钢材供应收缩，并压制原料（铁矿、焦炭）需求，形成“成材强、原料弱”的局面。

若政策弹性较大：供应则更多交还给市场利润调节。

2. 四季度原料成本评估

铁矿石：在平控政策预期和冬季环保限产的双重影响下，Q4铁矿需求步入传统淡季，价格面临下行压力。成本评估区间下移。

双焦：冬季通常为煤炭消费旺季，但钢厂减产将削弱焦炭需求。预计焦炭价格走势将弱于焦煤，整体成本支撑环比三季度将相对转弱。

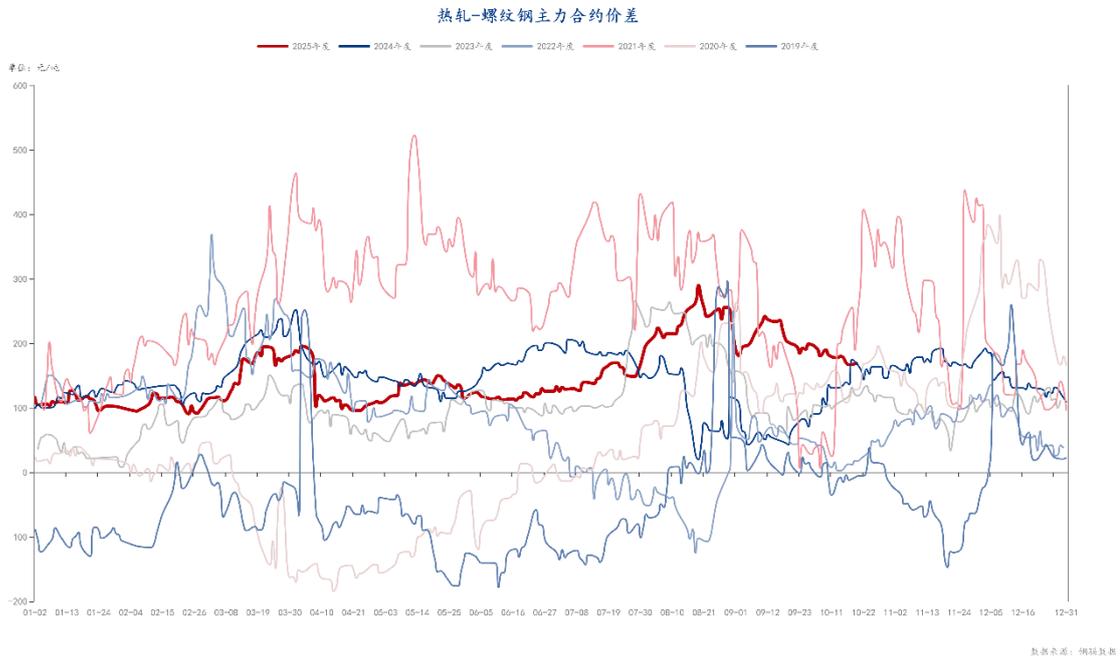
（四）四季度供应展望

综合以上分析，可以对2025年四季度的钢材供应前景得出以下评估：

供应压力持续，但品种分化加剧

除非有强制性环保限产或粗钢压减政策落地，否则在现有利润结构下，热卷的高供应态势难以主动扭转，库存压力预计会持续加剧。螺纹钢则因部分电炉持续亏损，产量回升空间有限。



图 7：热卷/螺纹钢期货价差季节图变化对比


（资料来源：钢联数据终端，交子期货）

政策变量是关键，关注“反内卷”与压产政策

需要密切关注可能改变供应格局的政策信号。根据《钢铁行业稳增长工作方案》，继续实施产量压减政策是明确方向。有分析指出，2025年前8个月粗钢产量同比下降，若按全年3%压减目标测算，四季度仍有约1000万吨的减产空间。这将成为影响四季度供应最大的变数。

成本支撑与需求承接力的博弈

铁水高位和焦煤供应扰动使得钢材成本下移空间有限，对钢价形成支撑。但核心矛盾在于，高供应下的库存压力能否被需求有效承接。目前看，热卷的需求回升空间有限，难以化解高供应矛盾。同时，宏观层面的“反内卷”政策预期对市场情绪的影响也不容忽视。

供应线索小结：综合来看，2025年钢材供应端的核心逻辑将从“增量扩张”转向“存量优化与利润驱动”。供应不再是无弹性变量，而是成为价格波动下的因变量。螺纹钢供应压力大于热卷，电炉开工率是观测短期供需平衡的关键指标，而四季度的粗钢政策将是决定全年供应收尾节奏和原料成本重心的引导力量。

六、品种需求因素的观察小结

（一）宏观金融线索：外源博弈与政策托底

2025年前三季度的宏观环境对钢材需求而言，是外部博弈加剧与内部预期改善共同作用下的复杂平衡。

1. 关税贸易博弈的反复与冲击

中美之间的关税博弈在2025年呈现出高度易变的特征。美国此前曾宣布计划从2025年11月1日起对中国输美商品重新加征高额关税，此类威胁会显著加剧外贸环境的不确定性，直接冲击市场风险偏好。

不过，根据历史数据，高额关税的成本很大程度上由美国消费者承担，且其全面落地面临法律、通胀及盟友等多重现实制约。因此，此类威胁更可能是“极限施压”的谈判策略，但会在短期内对市场情绪和钢材的直接与间接出口预期造成干扰。

2. 降息路径引领风险偏好改善

与紧张的贸易局面形成对比，全球流动性在2025年迎来改善契机。市场预期美联储将在2025年第四季度延续降息路径，且节奏可能偏向年末双降模式。这一趋势预示着全球“宽松交易”回归成为市场主线，有望推动美元贬值，总体利好包括大宗商品在内的全球资产。

对于钢材市场，降息预期从两方面提供支撑：一是降低全球融资成本，提振投资与贸易活跃度；二是改善市场风险偏好，引导资金配置商品等风险资产。

3. 反内卷政策下的定价修复预期

在国内政策方面，一项值得关注的变化是国家层面对治理价格无序竞争的强化。国家发展改革委和市场监管总局在2025年发布公告，明确指出要规范市场价格秩序，并强调经营者不得以低于成本的报价竞标。此举旨在治理“内卷式”竞争，维护重点领域的价格秩序。

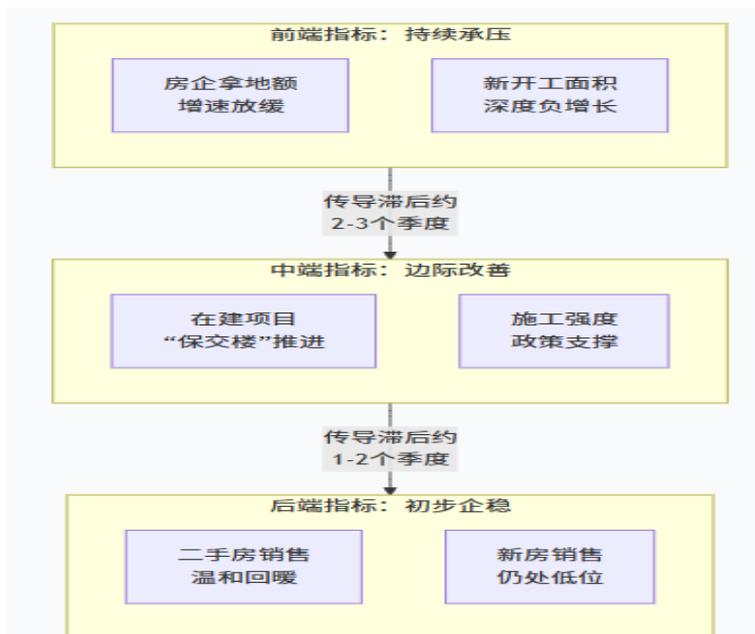
对于钢材等黑色商品而言，这意味着长期以来困扰行业的低价恶性竞争局面有望得到遏制。该政策导向有助于引导市场定价回归成本与供需基本面，从而推动黑色产业链（黑链）的定价中枢整体上修，改善行业盈利能力。



（二）固定资产投资：地产传导与基建托底

建筑钢材需求的核心，在于房地产的下行深度与基建的托底力度之间的缓冲。
 房地产投资的减量周期推演：

房地产各环节的数据清晰地展现了需求的萎缩是如何从前端向后端传导的。下示梳理了关键环节的传导逻辑与当前所处的状态：



基于上述传导链条，可以对减量周期进行空间和时间的推演：

下行空间：考虑到前端土地市场的疲软已持续一段时间，其对未来新开工的拖累还将延续。这意味着建筑钢材需求在短期内难以出现V型反弹，年内的同比降幅可能持续为负，但绝对量级相较于2024年的深坑会有所收窄。

趋稳时间：在“保交楼”政策持续发力及基数效应下，预计房地产建安工程投资的同比增速有望在2025年底至2026年初触底，并进入一个较低水平的平台期。这意味着其对钢材需求的拖累将逐渐缓和。

基建投资的精准发力与结构变化：

在房地产下行的周期中，基建投资继续扮演“稳定器”的角色。其发力点呈现出明显的结构性特征：

资金支持明确：前三季度与房地产相关的专项债金额达 6400 亿元，同比增长 89%，为城市更新等领域的项目建设提供了资金保障。

项目聚焦“两重”：重大战略和重大项目是投资的核心，尤其是在水利、交通等领域。

综合来看，基建投资对钢材需求的托底作用坚实，但其增长是线性温和的，旨在对冲而非驱动，难以完全弥补房地产投资下行带来的需求缺口。

（三）制造业与出口：结构分化与韧性支撑

2025 年钢材需求最核心的韧性，来源于制造业与出口的超预期表现，其内部结构分化明显。

1. 钢材直接出口的结构特征

1-9 月中国累计出口钢材 8795.5 万吨，同比增长 9.2%。强劲的总量增长背后，结构更为关键：

区域格局重构：在美国市场因关税政策影响占比收缩的同时，韩国、德国、英国等亚欧市场需求爆发，成功对冲了北美市场的下滑，体现了市场多元化策略的成效。

品类附加值提升：除了传统的板材和长材，高附加值的优特钢棒材出口也大幅增长，印证了中国钢铁产业升级的竞争优势趋势。

表 5：不同钢材品种在 2025 年前三季度受到的需求驱动和表现：

钢材品种	核心需求驱动	2025 前三季度状态	利润与价格指引
螺纹/线材	地产、基建	触底企稳，绝对需求仍弱，依赖供给收缩维持平衡	利润空间狭窄，价格震荡筑底
热轧板卷	制造业、直接与间接出口	需求稳健，出口强劲形成有力支撑	利润相对稳定，价格韧性较强
冷轧/镀锌	汽车、家电	内需平淡，外需强劲，但面临高供应压力	利润受成本与供应压制，表现弱于热轧

（资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理）

2. 间接出口的产业链拉动

“新三样”（电动载人汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池）为代表的高端制造业出口，是拉动国内板材消费的关键。

电动载人汽车：1-8月出口额占“新三样”总额的38.1%，单月出口量达35.9万辆，直接利好汽车用冷轧、镀锌板。

太阳能电池：8月份出口量同比增长106%，结束了持续的负增长，预示着光伏产业链对热轧板卷等材料的需求回暖。

值得注意的是，制造业内部也出现分化。与建筑相关的工程机械等行业，其钢材需求更多受国内地产投资节奏影响，表现相对平淡。

（四）四季度需求总体评估

综合来看，对2025年四季度的钢材需求可以做出以下判断：

总体定调：预计四季度钢材需求将呈现“上有顶、下有底”的约束格局。上方受制于房地产的持续疲软和制造业可能出现的季节性转弱；下方则得益于强劲的出口韧性和基建政策的托底。

四、年末市场供需平衡的评估讨论

（一）2025年前三季度供需平衡表阶段小结

表6：前三季度的钢材品种供需平衡盈余评估对比

品种	第一季度	第二季度	第三季度	前三季度整体
螺纹钢	供应过剩	过剩收窄	接近平衡	从明显过剩转向紧平衡
	<ul style="list-style-type: none"> 年初宏观预期较强，产量维持高位。 地产、基建需求启动缓慢，库存累积超预期。 	<ul style="list-style-type: none"> 部分钢厂因亏损开始检修，供应小幅收缩。 需求在传统旺季未有超预期表现，去库不畅。 	<ul style="list-style-type: none"> 供应端在“反内卷”政策及利润压力下主动收缩。 需求虽仍疲弱，但供给收缩更快，供需矛盾显著缓解。 	供给收缩是驱动平衡表改善的主要矛盾。



	弱平衡	短暂短缺	温和过剩	整体韧性较强，波动小于螺纹
热轧卷板	<ul style="list-style-type: none"> • 供应平稳，出口订单良好支撑需求。 • 供需大体平衡，库存稳定。 	<ul style="list-style-type: none"> • 制造业排产旺盛，出口韧性延续，需求阶段性走强。 • 供应响应略有滞后，出现短期供需缺口。 	<ul style="list-style-type: none"> • 海外需求边际走弱，国内制造业补库动力不足。 • 供应仍处高位，导致库存累积，重回温和过剩。 	受外需和制造业影响更深，波动更具周期性。

（资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理）

小结：前三季度，螺纹钢市场的主要故事线是供给收缩引领的再平衡；而热卷市场则展现了更强的韧性，其波动主要围绕外需和制造业的周期性变化展开。

（二）2025 年四季度供需平衡表的预估与评估

基于前三季度的演变趋势，并参考近三年四季度的季节性规律，我们对 2025 年第四季度的供需平衡表进行整体评估和定性推演。

基本定调：

综合来看，2025 年四季度钢材市场将正式进入“供需双弱”的淡季格局，但品种分化依然是核心特征。

螺纹钢：供需两侧同步收缩，但需求降幅预计大于供应降幅，导致供需平衡将从第三季度的“紧平衡”转向“温和过剩”。库存将在季末开始累积，对价格形成压制。

热轧卷板：供需两侧的收缩幅度相对温和，且得益于出口和制造业的支撑，需求韧性更强。市场有望从第三季度的“温和过剩”回归至“弱平衡”，其基本面健康状况相对优于螺纹钢。

整体格局：市场将呈现“震荡运行，上有顶、下有底”的态势。成本支撑和供给收缩托底，而高库存和弱需求封顶，难以形成趋势性单边行情。

表 7：四季度供需平衡表的评估推演

评估维度	螺纹钢	热轧卷板
供应趋势	环比下降约 3-5%	环比小幅下降约 1-3%
主要依据	环保限产加码、钢厂利润微薄导致冬季主动检修增多、“反内卷”政策持续影响。	供应弹性较大，企业根据利润和订单灵活排产，预计调整幅度小于螺纹。
需求趋势	环比下降约 8-12%	环比小幅下降约 3-6%
主要依据	地产持续筑底，基建资金到位放缓，北方冬季施工条件恶化，整体建筑需求进入淡季。	制造业投资稳定，汽车行业年末冲量，但家电等品类排产下滑，出口韧性预计仍存。
库存趋势	前期缓慢去化，12 月后进入累库周期。	整体保持缓慢去化态势。
供需盈余	从紧平衡转向温和过剩。	从温和过剩转向弱平衡。
市场定调	供需双弱，矛盾阶段性缓和。	供需更具韧性，价格支撑强于螺纹。

（资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理）

五、明年市场机会的初步展望

（一）全球及国内钢材市场需求预测展望

2026-2027 年的钢材市场总基调可初步小结为“全球温和复苏，中国寻求筑底，结构机会凸显”。

需求侧：全球需求在经历低迷后温和反弹，增长动力由传统市场转向印度、东盟等新兴经济体。中国需求虽仍处下行通道，但最严峻的时期可能正在过去。

供给侧与政策：中国的供给侧政策将是影响全局的关键变量。《钢铁行业稳增长工作方案》中强调的产能产量精准调控、推进企业分级分类管理等举措，旨在从根本上改善供需关系，这有望为钢材价格提供重要支撑，并推动行业利润修复。

表 8：基于世界钢铁协会等权威机构预测整理的关键词数据概览

指标	2025 年预测	2026 年预测	2027 年展望
全球钢铁需求增速	约 17.5 亿吨，与 2024 年基本持平	增长 1.3%，达到约 17.72 亿吨	有望延续增长，但增速预计温和，具体数值待权威机构更新
中国钢铁需求增速	下降 2.0%	下降 1.0%（降幅收窄）	触底企稳是关键，房地产市场的见底进程将是决定性因素
除中国外发展中国家	增长 3.4%	增长 4.7%	预计保持强劲，印度（连续两年增速约 9%）仍是主要引擎
发达国家	下降 0.5%	增长 1.5%（复苏）	温和复苏，欧盟（+3.2%）和美国（+1.8%）为主要拉动力量

（资料来源：世界钢铁协会，行业信息机构资料整理）

细分领域评估解读与趋势衔接：

螺纹钢：从“筑底”到“企稳”的过渡

2026 年定位为“筑底年”：需求主要受房地产投资继续下滑的压制，尽管基建努力托底，但难以完全对冲。整体需求表现为小幅下降或持平，处于“L 型”底部。

2027 年定位为“企稳年”：假设房地产风险得到进一步控制，其投资降幅显著收窄。此时，稳健的基建投资托底效应将更为明显，带动螺纹钢整体需求实现降幅收窄甚至接近持平，完成从“筑底”到“企稳”的关键过渡。

热卷：从“复苏”到“改善”的延续

2026 年定位为“复苏年”：在全球制造业可能温和回暖、国内产业政策持续发力下，热卷需求有望止住前几年的颓势，实现小幅正增长，开启复苏周期。

2027 年定位为“改善年”：复苏势头得到巩固和加强。制造业投资的持续发力，以及汽车、家电等行业的稳定表现，共同推动热卷需求增速实现小幅提升，进入一个相对更健康的温和增长通道。

表 9：2026–2027 年钢材品种需求分领域预测对比表

品种	核心驱动领域	2026年预测	2027年展望	变化趋势与逻辑解读
螺纹钢	房地产投资	-3%~-1%	-2%~0%	拖累减弱，艰难寻底。2026年仍是主要拖累项，但“保交楼”与政策托底下降幅收窄。2027年有望进一步企稳，实现降幅收窄至接近持平。
	基建投资	+3%~+5%	+3%~+4%	稳健托底，拉动边际递减。作为逆周期调节工具，增速保持稳健。但投资结构转向新基建，单位投资的螺纹钢消耗强度持续降低。
	综合需求预判	-2%~0% (筑底)	-1%~0% (企稳)	L型底部震荡，需求总量下台阶后趋于稳定。
热卷	制造业投资	+4%~+6%	+4%~+6%	核心支撑，动能强劲。产业升级与技术驱动下，高端制造、新能源等领域投资保持活力，是热卷需求最稳固的压舱石。
	汽车产量	0%~+2%	0%~+2%	总量平稳，结构优化。内需竞争激烈，但出口韧性及新能源车渗透率提升，支撑对高强度、轻量化钢材的需求。
	家电（白电）产量	+1%~+2%	+1%~+3%	温和增长，支撑有限。以旧换新政策与出口小幅恢复共同作用，提供稳定但有限的增量。
	综合需求预判	0%~+2% (复苏)	+1%~+3% (改善)	温和复苏，结构性强于整体。受益于制造业升级，表现持续优于建筑钢材。

（资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理）

“螺弱卷强”格局延续与深化：

从两年对比可以清晰看出，热卷的需求前景明显优于螺纹钢。这一方面源于中国经济结构转型的宏观背景，另一方面也源于两大品种下游周期的错位。这一分化格局在未来两年内预计将持续，并在价差和钢厂排产计划上得到体现。

基于以上细分预测，我们对未来两年钢材品种整体的供需平衡态势综合评估如下：

表 10：2026-2027 年度钢材供需平衡评估

指标	2026 年展望	2027 年展望
整体需求定调	国内触底，外需平稳	内需分化，外需存变
国内供应	受"供给侧调控"政策严格约束，与需求匹配实现"紧平衡"	政策持续性高，供应端保持理性，维持"紧平衡"格局
供需关系	供需双弱，政策托底 价格震荡运行，成本支撑强 行业利润处于低位修复阶段	需求分化，供应理性 热卷基本面优于螺纹 整体价格重心有望小幅上移，但空间有限

（资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理）

（二）2026 年潜在反弹驱动力与空间推演

波动空间推演：上有顶，下有底

预计 2026 年钢价将呈现宽幅震荡的格局。一方面，全球需求的温和复苏以及中国的稳增长政策会构筑一个坚实的“政策底”。另一方面，供应过剩的全球基本面以及成本端（铁矿石）可能存在的下行压力，将共同形成价格上涨的“天花板”。价格的反弹更可能是结构性的和阶段性的，而非单边牛市。

从动态成本变动传导的角度看，2500-2900 元/吨的宽幅震荡区间，比单一的 2800-2900 元/吨中期底部论，更能反映 2026 年钢材产业链在深度调整期的复杂性和残酷性。

反弹空间的逻辑核心：从“需求故事”到“供给故事”

2026 年任何有意义的反弹，其性质都将与过去十年不同，逻辑基点将需要转变：
天花板由“供给弹性”决定

这是压制反弹空间的最核心因素。当价格反弹至即期成本线上方时，闲置产能将快速复产，形成新的供给压力。

在产能过剩背景下，“价格上涨-供给增加”的循环会非常迅速，从而封杀了价格持续大幅上涨的空间。

潜在反弹驱动力：关键在结构，反弹持续力由“减产持续性”决定

供给收缩的力度：目前行业亏损时间较长，市场化出清已经开始。如果后续有更严格的供给侧政策落地，将加速供需平衡的修复。

情景一（实质性减产）驱动的反弹能否向情景二（政策预期）演变，取决于减产

的深度和持续时间。如果减产仅是短暂的，那么反弹将是脉冲式的；如果亏损迫使部分产能永久性退出，则供需结构得到实质性优化，反弹基础会更牢固。

政策是最大的“不确定性溢价”

情景三属于小概率但高赔率的“期权”。在策略中，不应将其作为基准预测，但必须为之做好准备。其特点是速度快、空间大，一旦发生，容易导致V型反转。在价格处于低位时，买入看涨期权或建立部分趋势多单，是对冲此类风险的有效手段。

表 11：潜在反弹触发条件及驱动逻辑空间对比

反弹驱动情景	触发条件	反弹区间	核心逻辑与路径	评估概率
情景一：实质性减产驱动的反弹	亏损持续>1个月，高炉/电炉集中检修，铁水产量显著下降	2750—3000元/吨	供需改善：实质性减产带来库存加速去化，供需矛盾阶段性缓解。 路径：大规模减产→库存超预期下降→市场情绪修复→价格反弹至平均成本线。	高
情景二：政策预期驱动的反弹	出台大规模房地产刺激政策或超预期基建计划	2900—3200+元/吨	预期扭转：强力政策扭转市场对中长期需求的悲观预期，引发空头踩踏回补。 路径：政策信号→预期扭转→期货领涨→现货跟涨，反弹高度取决于政策力度。	中
情景三：全球宏观共振复苏	主要经济体同步复苏，国内出台经济强刺激	3000—3300+元/吨	内外需共振：出口需求激增，国内制造业投资强劲，需求故事推动价格突破区间。 路径：外需拉动→国内供需重回紧平衡→价格中枢上移。	低

（资料来源：钢联数据终端，行业信息机构资料整理）

（三）结论与综合建议

2026 年定位：2026 年是钢材市场的“筑底之年”和“布局之年”。趋势性的大牛市难以出现，但继续单边下跌的空间也相对有限。

策略核心：全年的策略核心应围绕“区间震荡”的思路展开，忌追涨杀跌。在区间下沿寻找买点，在区间上沿注重锁价。结构性机会在于“螺矿比”修复：参与反弹的最佳方式并非单边做多，而是通过做多螺矿比（多螺纹、空铁矿）来捕捉钢厂利润修复的机会。



电解铝年度报告

要点

2026 年的电解铝市场，趋势性单边大涨大跌的概率较低，更多的是在明确区间内反复震荡。建议采取“区间下沿敢买，区间上沿慎追”的波段操作思路，并积极利用套利工具来平滑风险、捕捉结构性收益。

研究发展部

分析师：魏宏杰

期货交易咨询资格：

Z0000599

联系方式：

weihongjie@btqh.com

摘要

- 2025 年，电解铝市场在“双碳”目标的烈焰与宏观经济承压的寒冰之间艰难前行。供给侧在产能“天花板”的刚性约束下，运行产能逼近极限，而成本端（尤其是氧化铝和电力）的剧烈波动构成了贯穿全年的主旋律。需求侧则呈现出“传统引擎失速，新兴动能接棒”的显著特征，地产领域的持续探底与光伏、新能源汽车、电网投资的强势增长形成鲜明对比。
- 展望 2026 年，预计市场将在“紧平衡”的宏观格局下，演绎一场供给支撑与需求韧性同政策预期与宏观情绪之间的复杂博弈。
- 投资策略上，建议把握结构性机会，上半年关注区间下沿买入机会，下半年警惕需求预期差带来的回调风险。

一、2025 年电解铝市场走势回顾

2025 年的中国电解铝市场，核心特征是“供给有顶、需求分化”。全年价格走势波澜起伏，但整体运行中枢相较于 2024 年有所上移，其背后是坚固的供给侧产能天花板与波动的成本支撑之间的激烈碰撞。

（一）价格走势阶段分析

2025 年沪铝主力合约（以 AL2601 为例）走势可大致划分为四个阶段：



（数据来源：博易云）

第一阶段（年初-4 月）：成本推升与旺季预期的“双轮驱动”

年初，受冬季环保限产、几内亚雨季以及国内部分矿山安全整顿影响，氧化铝价格持续攀升，创下年内首个高点。同时，云南主产区虽已基本完成复产，但全国复产进度慢于预期，社会库存处于历史低位。叠加春节后传统消费旺季的预期，铝价走出了一轮流畅的上涨行情，沪铝主力合约一度突破 21000 元/吨整数关口。

第二阶段（5 月-7 月）：预期兑现与宏观压力的“高位回调”

随着传统“金三银四”旺季需求的兑现程度不及市场乐观预期，特别是房地产竣工面积增速进一步放缓，对型材等需求的拉动减弱。同时，美联储降息预期反复，美元指数走强，对全球大宗商品价格形成压制。国内宏观数据亦显示经济复苏基础仍需巩固，市场风险偏好下降。铝价从高位回落，在 19500-20500 元/吨区间内震荡整理。

第三阶段（8 月-10 月）：能源危机与供给扰动的“风云再起”

夏季用电高峰期间，云南、广西等地遭遇区域性电力紧张，虽未对运行产能造成大规模压减，但市场对西南地区水电稳定性的担忧再起。与此同时，海外（如欧洲）能源价格因地缘政治因素出现脉冲式上涨，带动 LME 铝价走强。国内方面，氧化铝价格因矿石紧张和环保要求，开启第二轮上涨。成本重心大幅上移，推动铝价再次冲击 20000 元/吨，并一度触及 21000 元/吨。

第四阶段（11 月-12 月）：需求淡季与政策博弈的“震荡筑底”（预测）

年末是传统消费淡季，下游加工企业开工率环比下滑，社会库存开始累积。市场焦点从供给扰动转向需求成色。尽管中央层面持续释放稳增长、稳地产的政策信号，但市场信心修复仍需时日。铝价在成本线附近获得强支撑，但上行缺乏新驱动，预计 11-12 月整体呈现高位震荡格局。

（二）市场核心特征数据

2025 年来，电解铝核心数据如下表：

表 1:2025 年中国电解铝市场核心数据一览

指标	2024 年（实际）	2025 年（预估）	同比变化
沪铝主力年均价（元/吨）	18650	19400	4.00%
运行产能（万吨/年）	4180	4250	1.70%
产量（万吨）	4150	4230	1.90%
社会库存（万吨，年末）	58	52	-10.30%
LME 库存（万吨，年末）	105	88	-16.20%

（数据来源：国家统计局、上海钢联、SMM、伦敦金属交易所）

数据解读：

（1）价格中枢上移：2025 年均价预估同比上涨约 4%，主要驱动力来自成本端的上移和海外价格的拉动。

（2）供给刚性凸显：运行产能已逼近合规产能“天花板”，增量空间极其有限，产量增速显著放缓。

(3) 库存处于低位：全年社会库存和 LME 库存均维持在历史偏低水平，为价格提供了良好的弹性基础。低库存反映了市场实质性的“紧平衡”状态。

(4) 内外强弱交替：受海外能源问题和美元指数影响，LME 价格表现相对强势，导致进口窗口在年内部分时间段开启，补充了部分国内供给。

综上所述，2025 年电解铝市场在供给极限与成本波动的框架下，价格主要受成本支撑和阶段性供需错配驱动，为 2026 年的市场格局奠定了“紧平衡”的基调。

表 2：电解铝 2024-2025 年度供需平衡表

指标名称/日期	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
电解铝：产量初值：中国（月）	378.80万吨	377.80万吨	365.25万吨	374.74万吨	362.05万吨	372.88万吨	335.47万吨	371.98万吨	371.52万吨	360.27万吨	370.13万吨	358.19万吨
未锻轧非合金铝：进口数量合计：中国（月）	217344.07吨	248331.36吨	192397.44吨	223201.35吨	250522.13吨	222062.70吨	200265.74吨	161472.21吨	161423.00吨	150676.37吨	174792.32吨	137084.00吨
电解铝：供应量：中国（月）	398.20万吨	398.40万吨	382.60万吨	394.10万吨	386.20万吨	394.20万吨	355.50万吨	387.30万吨	386.40万吨	375.09万吨	383.50万吨	370.80万吨
未锻轧非合金铝：出口数量合计：中国（月）	25622.69吨	41049.01吨	19646.79吨	32450.04吨	13695.89吨	8856.06吨	3488.04吨	8498.89吨	12766.76吨	18804.00吨	15932.97吨	11472.34吨
电解铝：消费量：中国（月）	395.50万吨	385.50万吨	384.00万吨	416.90万吨	422.40万吨	432.80万吨	308.90万吨	342.20万吨	393.60万吨	383.80万吨	378.60万吨	383.70万吨
电解铝：供需平衡：中国（月）	2.80万吨	12.90万吨	-1.40万吨	-22.80万吨	-36.20万吨	-38.60万吨	79.70万吨	13.20万吨	-7.20万吨	-8.70万吨	4.90万吨	-12.90万吨
电解铝：净进口数量：中国（月）	19.20万吨	20.70万吨	17.30万吨	19.10万吨	23.70万吨	21.30万吨	19.70万吨	15.30万吨	14.90万吨	15.10万吨	13.00万吨	12.60万吨

（数据来源：上海钢联）

二、上游一困局与曙光

电解铝的上游供给是整个产业链稳定性的基石。2026 年，将继续见证氧化铝市场的剧烈波动与再生铝产业的快速崛起。同时，随着《电解铝行业节能降碳专项行动计划》实施，“双碳”目标下，电力成本也成为影响电解铝的重要因素

（一）氧化铝：在“矿石枷锁”与“能源桎梏”中起舞

氧化铝占电解铝生产成本的 35%~40%，其供给和价格是影响电解铝成本的核心变量。2026 年，中国氧化铝市场面临以下几大挑战：

氧化铝产量



(数据来源: 上海钢联)

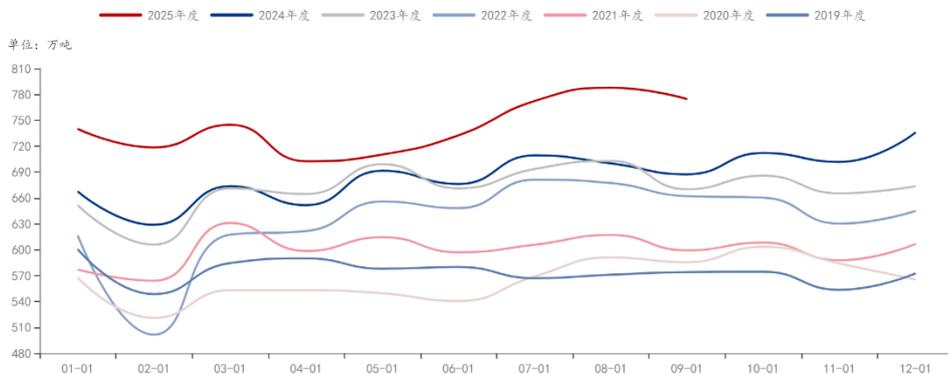
国产铝土矿瓶颈日益严峻: 中国铝土矿资源禀赋差, 贫矿多、富矿少, 开采成本高且环保压力大。山西、河南等传统产区经过数十年高强度开采, 资源品位持续下降, 矿山复产和新项目审批严格。据估算, 2025 年国内铝土矿供给缺口将扩大至约 6,000 万吨 (实物量)。这一缺口必须依赖进口弥补, 导致国内氧化铝企业对进口矿的依赖度持续攀升, 预计 2026 年将超过 65%。

进口矿来源与稳定性: 几内亚已成为中国最大的铝土矿进口来源国, 占比超过 60%。然而, 几内亚雨季 (通常为 5-10 月) 会对生产和发运造成季节性影响。此外, 当地政治局势、基础设施 (如铁路运输) 能力以及矿业政策的变化, 都是潜在的风险点。印尼虽已解除原矿出口禁令, 但附带了在国内建设冶炼厂等条件, 其长期供给的稳定性和成本仍有待观察。

能源成本与环保压力: 氧化铝生产是能耗大户, 特别是烧成和焙烧工序需要大量蒸汽和电力。在“双碳”目标下, 煤炭价格的波动以及碳税等环保政策的潜在出台, 将持续推高氧化铝的生产成本。预计 2026 年, 中国氧化铝企业的完全成本曲线将整体上移。

氧化铝产量季节图

氧化铝：冶金级：产量：中国（月）

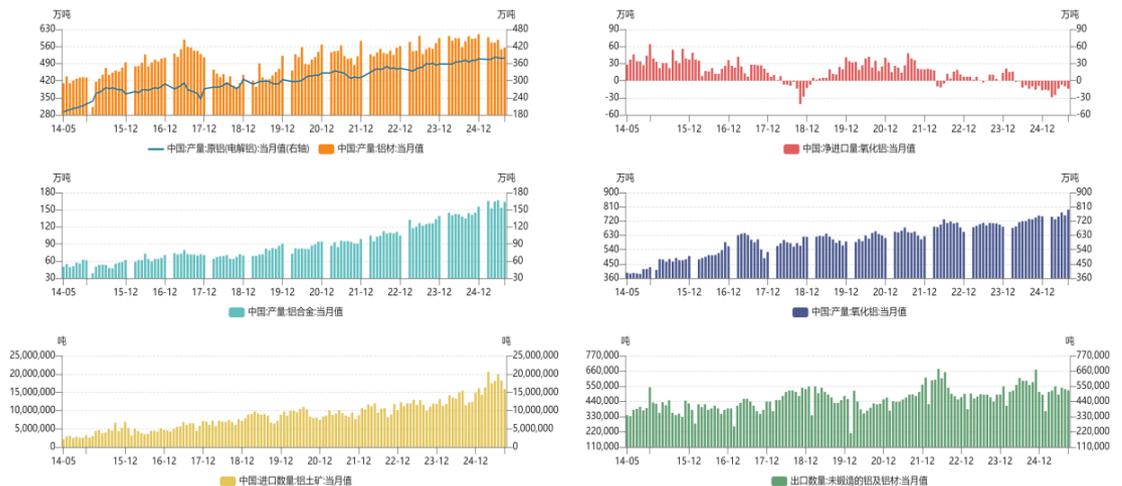


数据来源：钢联数据

（数据来源：上海钢联）

结论：尽管从静态平衡表看，氧化铝市场略显过剩，但其结构性矛盾和极高的成本弹性决定了其价格易涨难跌。任何关于矿石、能源或环保的扰动都可能在 2026 年引发氧化铝价格的快速上涨，从而为电解铝价格提供最直接的成本支撑。

铝上下游产量与进出口变化对比



数据来源：Wind

（数据来源：wind）

（二）再生铝（废铝）：绿色循环的“第二极”

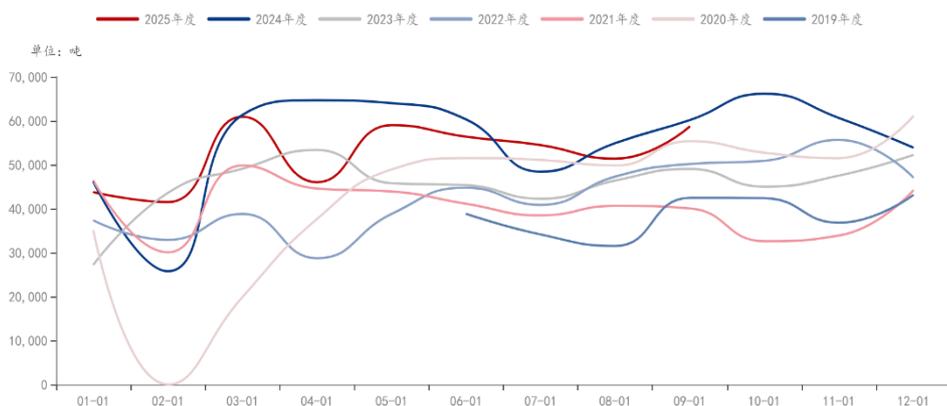
在“双碳”目标驱动下，使用再生铝（由废铝冶炼而成）替代原铝，是铝工业实现节能减排的必然路径。再生铝的生产能耗仅为原铝的 3%~5%。

中国社会铝存量已超过 4 亿吨，铝制品报废周期（通常 15~20 年）正对应

2000-2010 年的消费高峰。国家发展改革委发布《关于印发“十四五”循环经济发展规划的通知》中指出，到 2025 年，有色金属再生产量达到 2000 万吨，其中再生铝产量达到 1150 万吨，预计 2026 年国内废铝回收量将达到 1200 万吨以上，同比增长超过 4%。进口方面，随着再生金属原料国家标准的实施，符合标准的高品质废铝进口渠道逐步畅通，进口量有望稳步增长。

电解铝产量季节图

废铝：出货量合计：中国（月）



数据来源：钢联数据

(数据来源：上海钢联)

对电解铝市场的影响：

再生铝的快速增长，将在中长期内对原生铝（电解铝）的需求形成替代和补充。但在 2026 年的视角下，由于再生铝品质的稳定性、保级回收技术的普及度以及废料回收体系的完善度仍需时间，其对电解铝供给的替代效应更多是结构性和渐进式的。在建筑型材等对成分要求不高的领域，替代会更快；而在高端板带箔、航空航天等领域，高品质原铝的需求仍难以被完全替代。

（三）电力成本：“双碳”目标促进绿色转型

在“双碳”目标约束下，铝行业正加速向清洁能源转型。《铝产业高质量发展实施方案（2025—2027 年）》要求 2027 年清洁能源使用比例超 30%。电解铝产能加速向云南、四川等水电富集地区转移。西南地区丰水期外购电成本为 0.25-0.30 元/kWh（电力成本 3400-4100 元/吨铝）。冶炼厂自备煤电成本 0.35-0.36 元/kWh（对应电力成本 4700-4900 元/吨铝）。华东地区外购网电成本为 0.45-0.48 元/kWh（对应电力成本 6200-6400 元/吨铝）。高低电价差约 0.23 元/kWh，折算吨铝成本差距 3,100 元，电力成本继续成为行业冶炼成本锚点。

对电解铝冶炼影响：“双碳”约束+煤电容量电价，电力成本中枢易升难降。2026年起全国煤电容量电价机制全面铺开，自备电厂需同步缴纳，预计抬升吨铝电力成本60-80元；同时，在绿电比例提升，水电丰枯价差扩大的环境下，企业纷纷在云南、四川锁定长期水电协议，锁定价0.28-0.32元/kWh，成为未来三年电力成本下限；若煤价维持700-750元/吨，自备电成本将长期站在0.38-0.40元/kWh以上，与水电价差保持0.06-0.08元/kWh，区域成本梯度继续固化。

小结：2026年，电解铝的上游供给格局可以概括为“氧化铝定成本，再生铝定远景”。氧化铝市场的任何风吹草动都将直接传导至电解铝，构成其价格的“地板”；而再生铝的蓬勃发展，则从更长期的维度上，描绘了铝工业绿色转型的未来图景，并将在未来逐步缓解原铝的供给压力。

三、下游——新旧动能的“交接棒”

告别了“地产为王”的黄金时代，电解铝需求结构正在经历深刻的重塑。2026年将更加清晰地看到以“新三样”为代表的新兴领域，正式从地产手中接过了需求增长的“接力棒”。

（一）传统领域：房地产——下行周期中的“软着陆”

房地产仍是铝消费最大的单一领域，主要用于建筑门窗、幕墙和模板等。但其下行周期尚未结束。

核心指标分析：

房地产开发投资：预计2025年同比下降5%~7%，2026年降幅有望收窄至3%~5%，但绝对规模仍在下行。

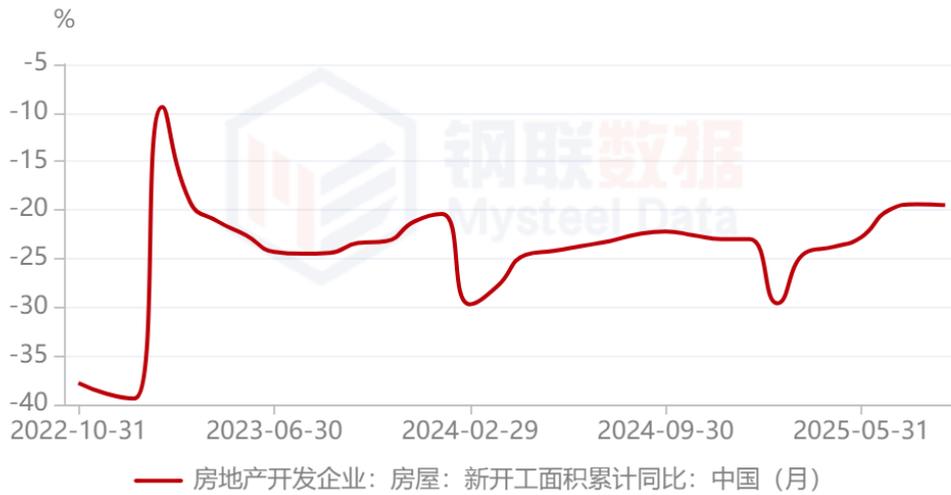
房屋施工面积累计同比



（数据来源：上海钢联）

房屋新开工面积：作为领先指标，其持续大幅负增长（2024 年下降约 20%）意味着未来 1~2 年对铝型材的需求将持续萎缩。

房屋新开工面积累计同比



（数据来源：上海钢联）

房屋竣工面积：得益于“保交楼”政策的持续推进，竣工面积在 2024—2025 年维持了相对韧性。但随着前期已售待交付项目的逐步消耗，2026 年竣工端对铝需求的拉动将显著减弱。

房屋竣工面积同比



（数据来源：上海钢联）

对铝消费影响：

房地产用铝需求已进入趋势性下行通道。预计 2026 年建筑领域用铝量将较 2025 年再下降 2%~3%。其在铝消费总量中的占比将进一步降至 26%左右（2018 年峰值时超过 35%）。地产的“失速”是压制铝价上方空间的最主要因素。

（二）新兴领域：星光熠熠的“增长极”

1. 光伏产业：“双碳”旗帜下的压舱石

在全球能源转型的大潮下，光伏新增装机量持续超预期。中国作为全球光伏制造和应用的绝对主力，为铝在光伏边框和支架上的应用提供了广阔市场。

需求量测算：每 GW 光伏装机约需 1.1 万-1.2 万吨铝。根据中国光伏行业协会（CPIA）预测，2025—2026 年全球年均新增装机量将达 400-450GW，中国年均新增装机量约 150-180GW。

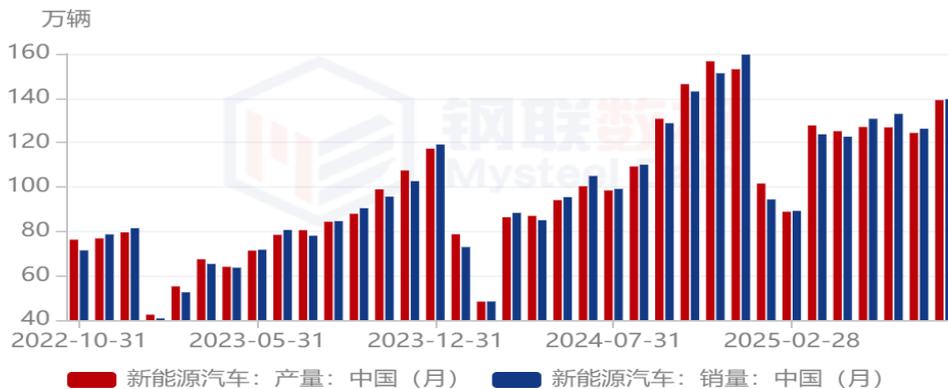
2026 年用铝预测：仅中国光伏市场，2026 年用铝量预计将突破 650 万吨，同比增长超过 10%，成为铝消费增长最强劲、最确定的引擎。

2. 新能源汽车与轻量化：飞驰的铝消费者

新能源汽车为提升续航里程，对轻量化的需求极为迫切。铝是实现轻量化的关键材料，广泛应用于车身结构件、电池包壳体、电机壳等。

单车用铝量：纯电动汽车平均用铝量比传统燃油车高 30%~50%，约 180~220 公斤/辆。

新能源汽车产销量



（数据来源：上海钢联）

需求量测算：根据中汽协数据，预计 2025 年中国新能源汽车销量将突破 1300 万辆，2026 年有望达到 1500 万辆。据此测算，2026 年新能源汽车领域用铝量将达到 330 万吨以上，同比增速超过 15%。

3. 输配电（电缆）：电网投资的韧性

特高压电网建设、城市配电网改造和新能源配套送出工程，为铝导线提供了稳定的需求。

特高压：国家电网和南方电网“十四五”规划的后两年，特高压项目建设将保持高强度。

4. 光伏配套：大规模风光基地的电力外送需要建设大量输电线路。

用铝预测：预计 2026 年电网投资领域用铝量将保持 3%~5% 的平稳增长，用铝量约 580 万吨。

5. 家电行业：存量市场的结构性机会

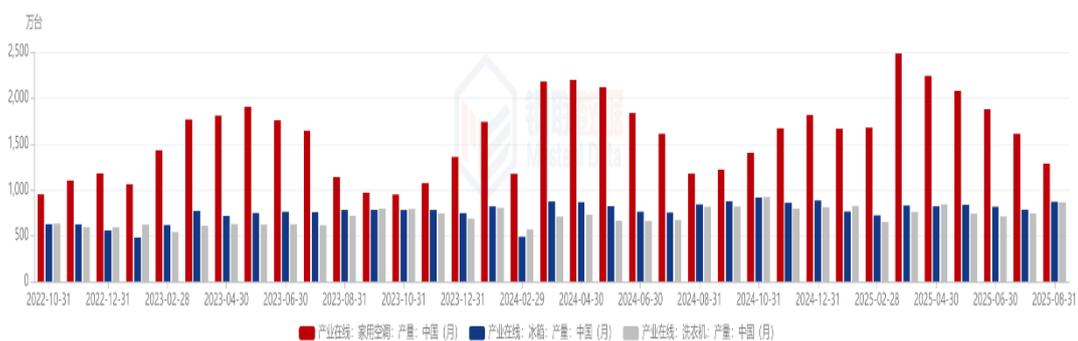
家电行业与房地产后周期相关，整体增速放缓。但结构上存在亮点：

空调：受全球气候变暖及海外库存周期影响，空调产量和出口仍具韧性。

消费升级：高端、大容量、一体化的家电产品（如对开门冰箱、嵌入式厨电）用铝密度更高。

预计 2026 年家电用铝量将保持 1%~2% 的微幅增长。

白色家电产量



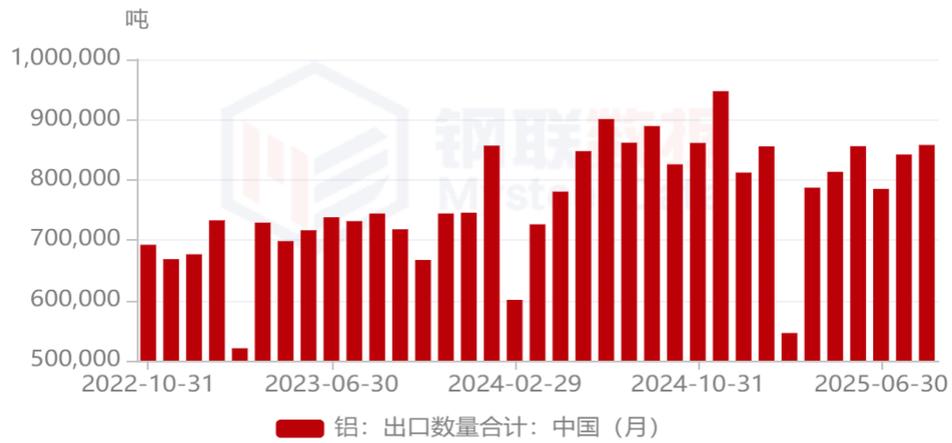
（数据来源：上海钢联）

6. 出口：内外价差下的泄压阀

由于国内电解铝产能天花板限制了产量无限扩张，而需求结构在转型，铝材出口成为调节国内供需平衡的重要渠道。

未锻轧铝及铝材出口：当国内铝价相对于LME价格偏低，即进口窗口关闭、出口窗口打开时，铝材出口量会增加，反之则减少。

铝出口数量合计



（数据来源：上海钢联）

2026年展望：考虑到海外（尤其是欧洲）能源成本仍高于国内，以及中国铝加工产品的竞争力，预计2026年铝材出口量将维持在550万-600万吨的高位，成为支撑国内铝消费的重要一环。

电解铝现货库存

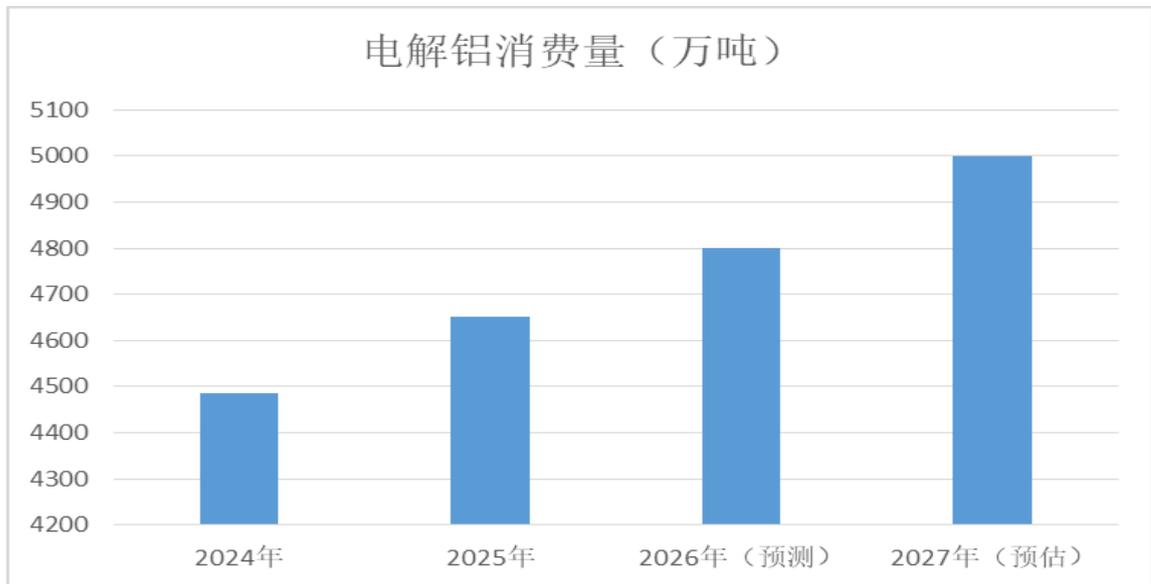


（数据来源：上海钢联）

7. 需求总结

2026年，中国电解铝消费增速预计将维持在3%~4%的中速增长区间。增长动力几乎完全来自光伏、新能源汽车和电网投资三大领域。需求结构完成了从“地产独大”到“多点开花”的历史性转变。这一转变意味着电解铝需求的韧性增强（受单一行业周期影响减小），但同时也对投资者把握结构性机会的能力提出了更高要求。

自2022年以来，房地产行业持续调整，预计到2027年将进入盘整区间，建筑用铝同步走出低谷。加上新兴产业用铝继续增长，则2027年全行业对电解铝需求出现小“井喷”。在国内电解铝具有供给“天花板”的情况下，未来2~3年电解铝的供需大概率进一步趋紧，市场价格整体上呈现稳中有升走势。



（数据来源：上海钢联、交子期货）

四、投资——“紧平衡”中寻觅阿尔法

基于前述对刚性、成本波动和需求结构变化的分析，对2026年电解铝期货市场做出以下投资策略展望。

（一）年度基调：紧平衡下的区间震荡，成本与需求的拉锯战

核心逻辑：供给侧，产能天花板封杀了过剩风险；需求侧，新兴领域增长对冲了地产下滑。整体市场将维持“紧平衡”格局。这意味着，低库存将成为常态，价格对任何供需层面的边际变化都会变得敏感。

价格区间预测：预判 2026 年沪铝主力合约核心运行区间为【19000，22000】元/吨。LME 三月合约核心运行区间为【2300，3000】美元/吨。

区间下沿（19000-19500）：由国内高成本产能（尤其是完全依赖外购电和氧化铝的产能）的成本线构成强力支撑。当价格接近此区域时，减产风险增加，供给收缩预期将托底价格。

区间上沿（21500-22000）：由需求端的承受能力决定。当价格过高时，会抑制下游加工企业的采购意愿，同时也会吸引隐性库存的显性化，从而压制价格。

（二）季节性策略与核心驱动

1. 上半年（Q1-Q2）：关注成本支撑与政策预期

Q1（春节前后）：传统累库季节，需求淡季。价格易受宏观情绪和库存累积速度影响，可能出现回调。

策略：若价格因累库超预期或宏观悲观而跌至区间下沿（如 19000 元/吨以下），是战略性建立多单的较好时机。

Q2（“金三银四”）：旺季需求验证期。重点关注光伏组件排产、电网招标以及地产竣工数据的改善情况。同时，云南进入雨季前的备库可能引发氧化铝等原料的采购小高峰。

策略：持有多单，观察需求兑现程度。若去库顺畅，价格有望冲击区间上沿。

2. 下半年（Q3-Q4）：警惕需求预期差与海外风险

Q3：夏季用电高峰，西南地区水电不确定性再起，可能引发供给扰动炒作。但同时也是传统消费淡季向“金九银十”的过渡期。

策略：警惕由天气主题带来的脉冲式上涨，但追高需谨慎，因需求尚未完全启动。

Q4：全年需求成色的最终验证期。市场将评估光伏、新能源车等领域的年度目标完成情况，并对下一年政策进行预期。

策略：若价格因旺季预期已充分计价而处于区间上沿，可考虑逢高平仓或多单减磅，关注淡季回调。

（三）结构性机会与套利策略

内外盘套利：密切关注沪伦比值的变化。当比值偏低，意味着出口利润打开，可考虑“多内空外”的策略；当比值偏高，进口窗口打开，可考虑“多外空内”的策略。

2026年，由于海外能源问题更具不确定性，LME价格弹性可能更大，关注其中的套利机会。

期限结构（Backwardation / Contango）：在“紧平衡”和低库存背景下，期货市场更容易出现Backwardation（现货升水）结构。这意味着近月合约价格高于远月合约。投资者可关注近远月合约价差拉大时的反向套利（卖近月，买远月）机会，或者在深度Contango（现货贴水）时进行正向期现套利。

加工费套利（“虚拟钢厂”模式）：对于产业背景深厚的投资者，可以构建“买入氧化铝/预焙阳极+买入电力+卖出电解铝”的虚拟利润套利组合。当测算出的电解铝理论生产利润处于历史高位时，可做空利润（即做多原料，做空电解铝）；当利润处于深度亏损时，可做多利润（即做空原料，做多电解铝）。

结论：2026年的电解铝市场，趋势性单边大涨大跌的概率较低，更多的是在明确区间内反复震荡。建议采取“区间下沿敢买，区间上沿慎追”的波段操作思路，并积极利用套利工具来平滑风险、捕捉结构性收益。

五、风险——迷雾中的潜在雷区

2026年的电解铝市场，以下几大风险点需要高度警惕。

（一）宏观经济风险

国内经济复苏不及预期：若稳增长政策效果不彰，居民和企业信心持续低迷，可能导致整体工业需求，包括铝的终端消费全面走弱，新兴领域的增长也可能被拖累。这是最大的下行风险。

全球性经济衰退：若欧美等主要经济体陷入衰退，将严重冲击外需，导致中国铝材出口订单锐减，打破国内供需平衡。

货币政策超预期收紧：若美联储因通胀反弹而推迟降息甚至重新加息，将导致美元强势，压制以美元计价的大宗商品价格，并引发全球资本流动动荡。

（二）产业与政策风险

产能天花板政策松动：虽然概率极低，但若国家出于保供等考虑，阶段性调整或变相突破电解铝产能天花板，将从根本上改变“紧平衡”的格局，对铝价构成毁灭性

打击。

“双控”政策加码：如果国家对能耗总量和强度控制再度加码，可能导致电解铝及其上游产业链（氧化铝、碳素）大面积减产，成本飙升并引发供给恐慌。这是重要的上行风险。

国际贸易摩擦升级：欧美等国针对中国铝材的关税和非关税壁垒进一步提高，将直接阻碍铝材出口，对国内供需造成压力。

（三）供给端突发风险

几内亚政治军事动荡：几内亚政局若发生剧烈动荡，将严重影响铝土矿生产和运输，引发全球铝土矿—氧化铝—电解铝产业链的“地震”。

国内极端天气：云南、广西等水电依赖型产区若遭遇特枯来水，可能导致大规模、长时间的限产，重现 2022 年的供给冲击。

地缘政治冲突：重大地缘事件可能推高全球能源价格，并通过成本路径传导至国内铝价。

（四）技术路径颠覆性风险

再生铝技术突破：如果再生铝的保级回收技术取得大规模商业化突破，将极大加速再生铝对原生铝的替代进程，从长远看会削弱电解铝的需求基本盘。

材料科学革命：如在新能源汽车或光伏领域，出现比铝更具性价比的轻量化或结构材料，将对铝的长期需求增长逻辑构成挑战。

风险应对：投资者应建立严密的风险监控体系，对上述风险因子保持高度敏感。在仓位管理和策略制定中，必须为“黑天鹅”和“灰犀牛”事件预留足够的缓冲空间，避免在单一方向上过度暴露。



碳酸锂维持供大于求格局，但价格弹性或放大

要点

2026年碳酸锂维持供需过剩预估，供需平衡能否改善主要取决于动力、储能增速。考虑到供应端面临的投产延迟、监管政策等不确定性，与需求端产业政策、贸易壁垒等关键影响因素的相互交织，供需平衡表可能面临频繁修正。因此，尽管供需过剩基调不改，但区间震荡范围波动性或显著增强，碳酸锂价格弹性放大，预计碳酸锂期货价格运行区间对应在近两年高低点范围内。

摘要

1.原料方面，澳大利亚作为供应主力，增量依赖新矿山产能爬坡，部分高成本项目暂停；非洲成为重要增长极，新项目集中于津巴布韦与马里，但面临矿权与安全风险；南美盐湖以智利扩产与阿根廷新建为主，存在投产延迟；中国供应增量主要来自盐湖提锂，云母端受环保与成本制约存不确定性。

2.国内锂盐方面，碳酸锂产量保持增长，锂辉石提锂为主要增量，云母提锂受成本与政策制约；进口方面，锂精矿总量稳定，澳、非地区为主来源；碳酸锂进口增速放缓，来源结构变化，阿根廷占比提升，部分挤占智利份额。

3.新能源车方面，全球市场持续扩张，2025年销量预计突破2000万辆，1—8月增速32%，超市场预期。中国市场领先，欧洲复苏，美国受政策退潮拖累。行业呈现纯电与插混双主流格局，中国出口强劲且结构向插混倾斜。2026年产业驱动转向市场与技术双轮驱动，大功率充电建设、政策退坡与贸易壁垒成关键变量，高基数下增速或放缓至30%以内。

4.储能方面，需求仍然保持强劲，预估2025、2026年储能电芯出货500GWh、600GWh以上，主要受益于能源转型、政策支持与经济性提升。中、美、欧三大市场仍为主力，南亚、中东和南美等新兴地区贡献边际增量。

研究发展部

分析师：刘思兰

期货交易咨询资格：

Z0014600

联系方式：

028-86269395

liusilan@btqh.com

一、2025 年度行情回顾

图 1：碳酸锂期货主力合约（元/吨）



（资料来源：文华财经）

2025 年 1 月至今，碳酸锂期货价格波动剧烈，整体呈 N 字型走势。具体来看，2025 年 1 月，下游材料、电池需求表现强劲，出现“淡季不淡”现象，社会库存与仓单持续去化，对价格形成一定支撑；2 月至 6 月，枳下窝矿山复产，供应压力再度显现，锂矿与锂盐价格持续倒挂，加工费进一步下降，锂矿累库明显，引导锂盐价格继续下行；7 月至 8 月，反内卷预期主导，叠加如部分盐湖停产、江西锂云母企业换证等供应端减产预期，锂盐大幅反弹；8 月下旬至 9 月，枳下窝复产计划传出、江西锂云母换证顺利推进，盘面升水被挤出。截至 10 月 21 日，碳酸锂期货主力合约收盘价回到 7.6 万元/吨一线。

二、供大于求格局下，需求增速主导平衡移动，价格弹性放大

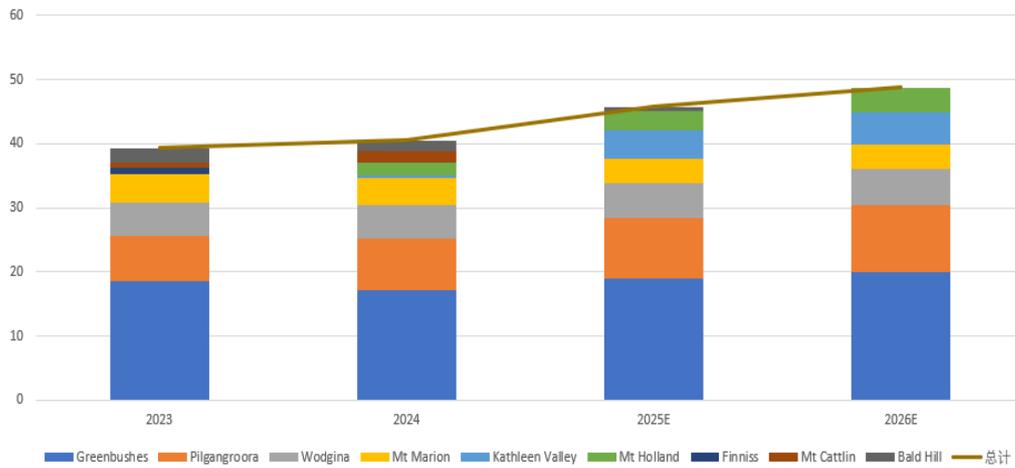
（一）全球锂资源供应稳步增长，密切关注释放节奏

2025 至 2026 年，全球锂资源供应将保持稳步增长，呈现多元化发展格局。澳大利亚主力矿山供应稳健、非洲新项目的快速放量、南美盐湖产能扩张以及中国国内盐湖提锂的持续突破，预计 2025 年全球锂资源供应折 LCE165 万吨，2026 年或进一步增长 21.9% 至约 201 万吨。虽然增长趋势明确，但各地区均面临不同程度的投产延迟、成本压力及地缘政策等不确定性因素，供应端的实际释放节奏仍需密切关注。下面，

针对主要供应区域进行梳理。

目前，澳洲 9 大锂矿项目中，Greenbushes、Pilgangoora 等成熟矿山项目维持稳定增量生产，而 Marion 例外，其 2026 财年的产量指引下调了 16%；Kathleen 及 Holland 于 2024 年投产，规划产能合计约 10 万吨 LCE，目前仍处于产能爬坡阶段，是 2025 年、2026 年澳洲锂矿增量主要来源；Bald Hill、Cattlin、Finniss 项目因成本高于 2024—2025 年暂停开采进入维护阶段，其中 Finniss 项目正在做复产评估，时间尚未确定。我们预计 2025 年澳洲矿端供应折合 LCE 45.7 万吨，2026 年或增加 3.1 万吨至 48.8 万吨。

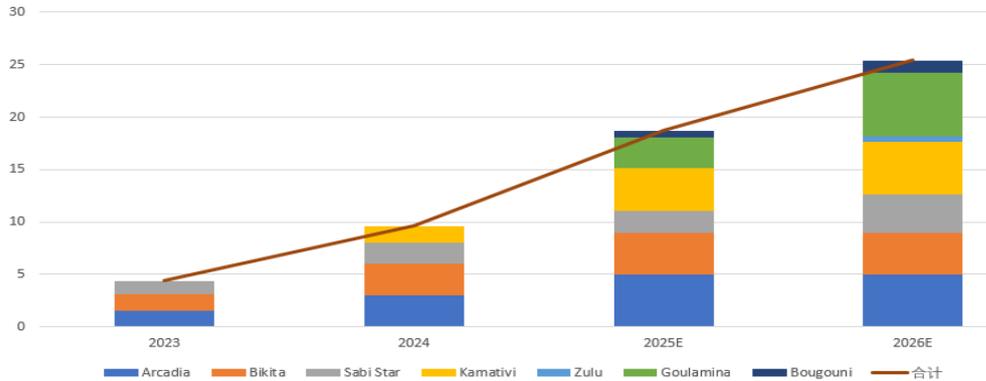
图 2：澳洲锂精矿供应量（万吨 LCE）



（数据来源：各公司公告，SMM）

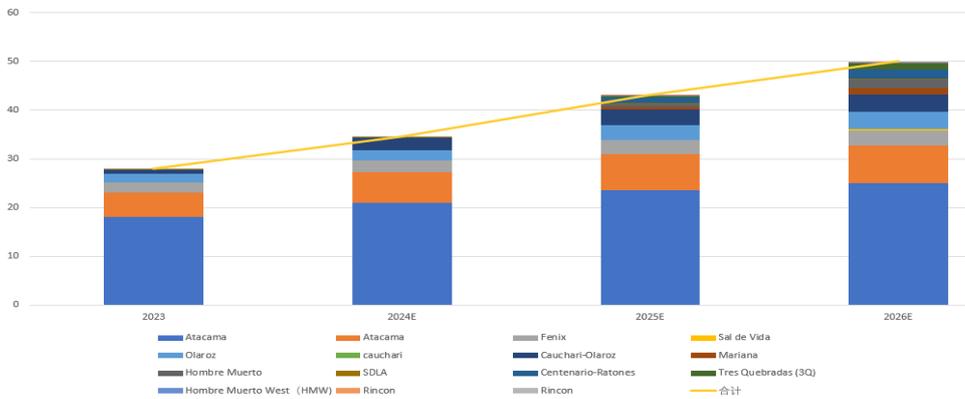
非洲辉石矿供应仍集中在津巴布韦和马里，且多以中资矿为主，其中，华友 Arcadia、中矿 Bikita、盛新 Sabi Star 三个成熟项目产能约 15 万吨 LCE，产出稳定。而近两年新投项目亦集中在津巴布韦和马里，此部分是 2025 年和 2026 年非洲地区锂矿增量的主要来源，主要包括 2024 年年底新投产的雅化 Kamativi 二期项目（产能 35 万吨精矿）、赣锋 Goulamina 项目（产能 20 多万吨精矿）、海南矿业 Bougouni 项目（产能 2 万吨锂盐）。此外，Bikita 项目已暂停的 200 万吨/年的透锂长石 DMS 重选生产线、尼日利亚手抓矿存在供应弹性，产出量级取决于利润；加纳、刚果金、埃塞俄比亚地区 2026 年或有产能新增，合计 14.3 万吨 LCE，投产进度取决于产权、特许经营费及利润等因素。我们预计 2025 年非洲地区马里、津巴布韦矿端供应折合 LCE 增加 9 万吨至 18.7 万吨，2026 年或可达 25.4 万吨。非洲地区未来涉及到的不确定性包括但不限于矿权争端、地区安全、港口罢工等因素。

图 3: 非洲矿供应量 (万吨 LCE)



(数据来源: 各公司公告, SMM, 钢联数据终端)

图 4: 南美盐湖供应量 (万吨 LCE)



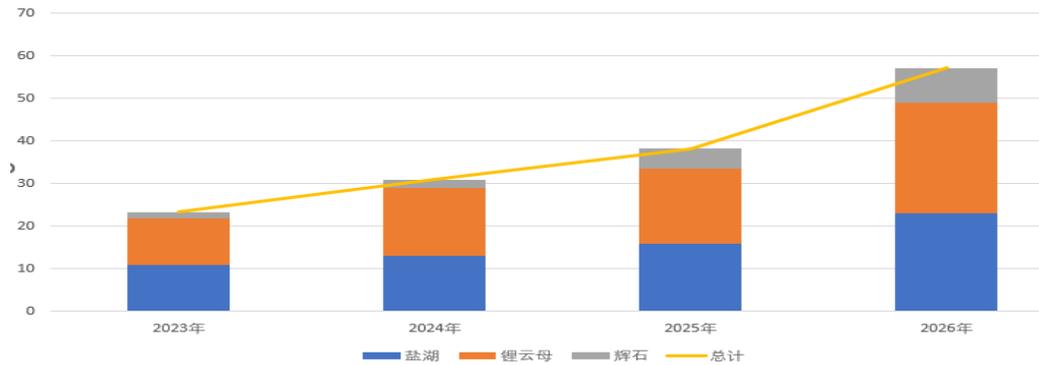
(数据来源: 各公司公告, SMM, 钢联数据终端)

南美盐湖: 南美盐湖主产区集中在阿根廷和智利两国, 智利以现有项目扩产为主, 阿根廷绿地项目新建为主。南美盐湖因地理环境条件限制, 存在投产推迟、爬产不及预期现象。2024 年南美盐湖产量预估 35 万吨 LCE, 预计 2025 年产能新增 7.4 万吨, 产量或增加 8.6 万吨, 增量主要来自于 Atacama 盐湖、Olaroz、Cauchari-olaroz 等盐湖项目的爬产和紫金矿业的 3Q 项目、赣锋锂业的 Mariana 新项目的投产。我们预计 2026 年产量增加 16% 至 50 万吨, Atacama、HM、3Q、Mariana 等盐湖项目的爬产或是增量主要来源。此外, Sal de vida 项目预计在 2026 年下半年投产, 关注其投产进度。

中国锂资源: 国内锂资源主产区主要集中在江西、四川、青海等地区, 内蒙、湖南也有分布。分原料看, 国内锂矿供应以盐湖、锂云母为主, 辉石占比相对较低。2025 年, 国内原料端增量贡献主要来自于盐湖端, 如青海汇信察尔汗项目 (2 万吨)、盐湖股份察尔汗项目 (4 万吨)、西藏矿业扎布耶项目 (1 万吨)、拉果措盐湖的投产; 此外, 辉石端, 如李家沟的投产、大红柳滩的爬坡也带来部分增量; 而云母端则面临高成本产能的逐步出清及矿证审查严格后供应不确定性的问题, 尤其是柘下窝矿区, 且

此项目产出占比达国内锂盐 10%，对供应端扰动较大。2026 年，盐湖提锂仍是主要的增量来源，需关注前述新投产盐湖的爬坡进度，以及麻米措盐湖（5 万吨）的进展；云母端或是供应边际弹性的主要来源，如柘下窝复产与否仍存在不确定性。数据方面，我们给到国内 2024—2026 年原料端供应折合碳酸锂依次为 31 万吨、38.3 万吨、57.2 万吨。

图 5：中国锂资源供应量（万吨 LCE）



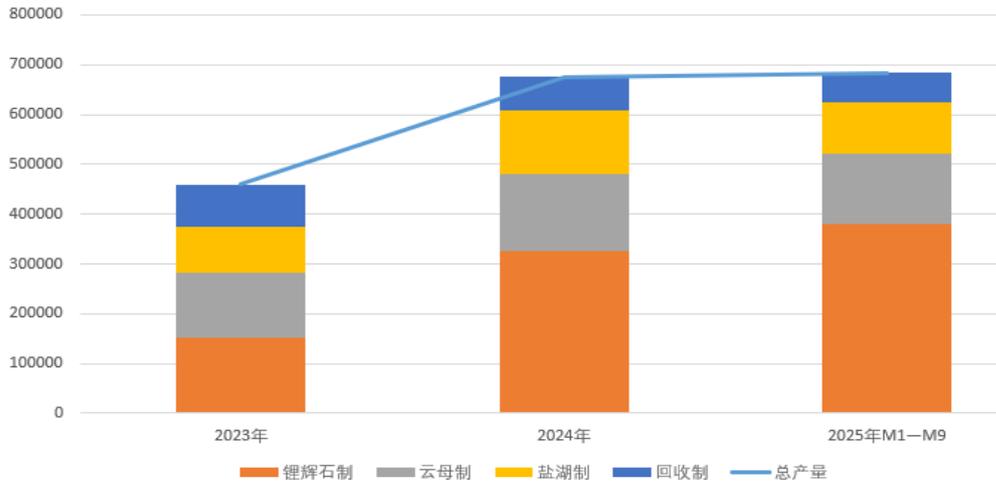
（数据来源：各公司公告，SMM，钢联数据终端）

（二）国内锂盐产量高速增长，结构性变化明显

国内碳酸锂产量保持高速增长，其中锂辉石制碳酸锂是主要增量来源，云母制碳酸锂则受成本与监管制约增速有限。进口方面，锂精矿总量趋稳，主要来自澳大利亚与非洲；碳酸锂进口增幅放缓，且来源结构有所变化，阿根廷进口显著增长，对传统主要供应国智利形成一定挤占。

国内碳酸锂冶炼产量增速持稳，辉石制碳酸锂提供主要增量，云母受成本、监管影响放量有限。2024 年，国内碳酸锂产量 67.6 万吨，同比增 47%；2025 年 1—9 月，产量 68.4 万吨，同比增 42%。分原料看，2025 年 1—9 月，锂辉石制碳酸锂产量 37.9 万吨（同比+75%、占比 55%）；锂云母制产量 14.1 万吨（同比+16%、占比 21%）；盐湖 10.4 万吨（同比+9%、占比 15%）；回收制产量 5.98 万吨（同比+23%、占比 9%）。

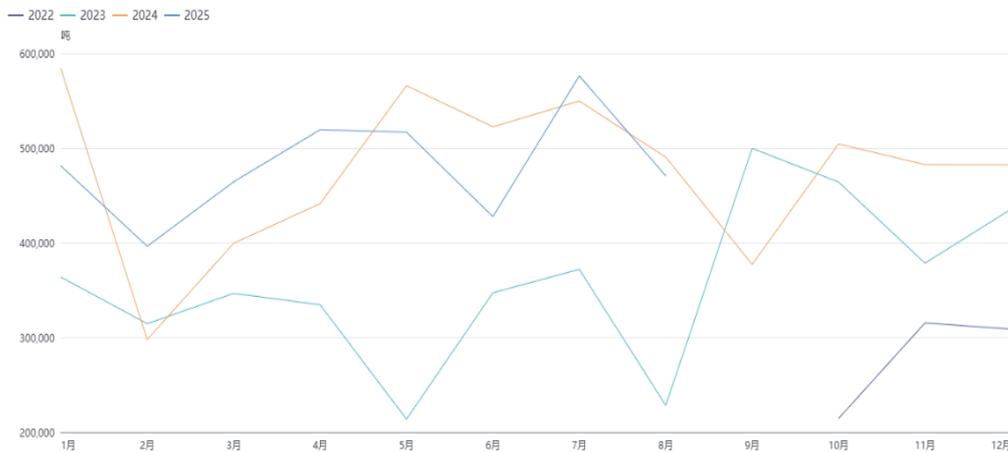
图 6：国内碳酸锂产量结构（吨）



（数据来源：SMM）

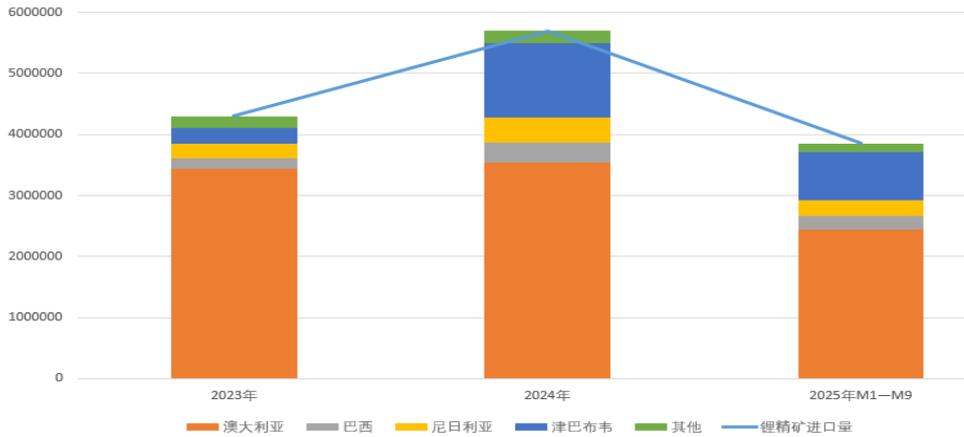
锂精矿进口方面，国内锂精矿进口量与去年同期持平，澳洲、非洲是精矿主要进口地。2024年，国内锂精矿进口量569万吨，同比增35%；2025年1—9月，进口量385万吨，同比增0.04%。分进口国别来看，澳大利亚仍是锂精矿主要进口地，非洲地区次之，两者贡献国内进口量的90%。2025年1—8月，澳大利亚进口量244万吨（同比+3.4%、占比63%）；津巴布韦78万吨（同比-18.5%、占比20%）；尼日利亚27万吨（同比-3.2%、占比7%）；巴西22万吨（同比-1.8%、占比6%）。

图 7：中国锂精矿进口量（吨）



（数据来源：SMM）

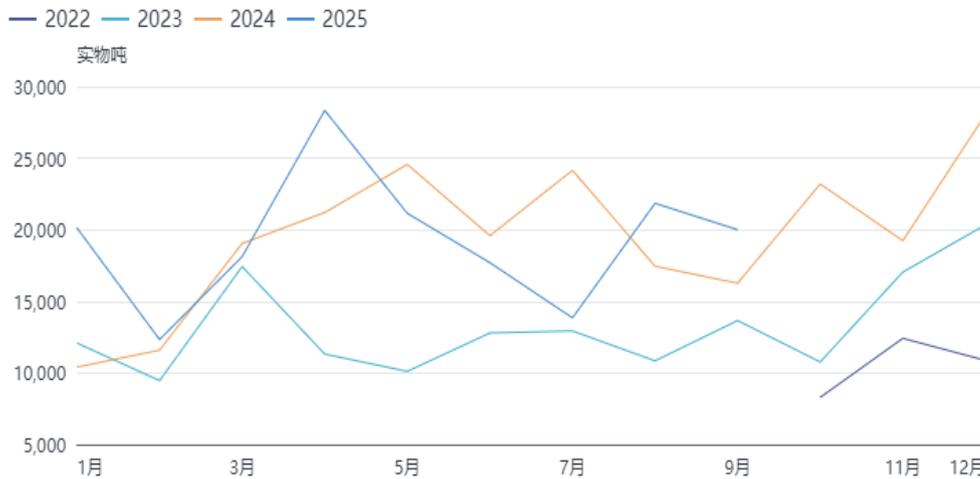
图 8：中国锂精矿进口结构（吨）



（数据来源：SMM）

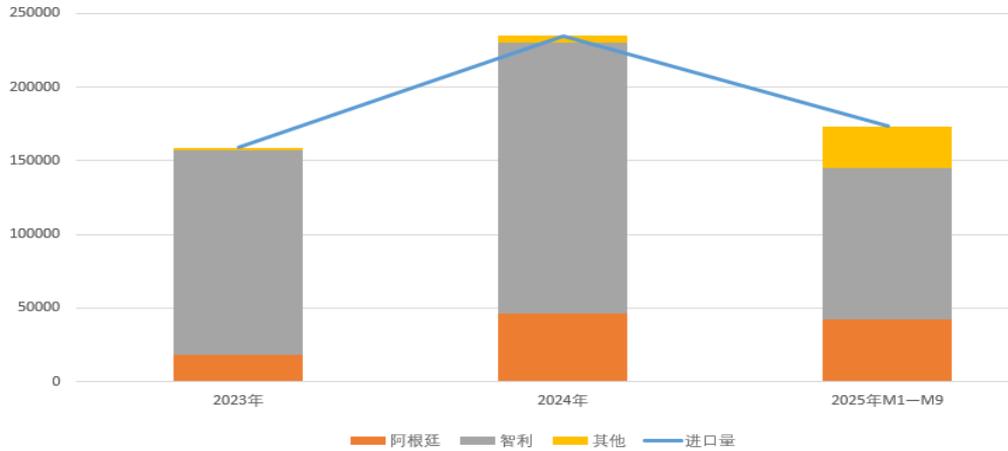
碳酸锂进口方面，国内锂盐进口量增加，但是增幅不及去年，阿根廷盐湖放量对智利有挤占。2024年，国内碳酸锂进口量 23.5 万吨，同比增 48%；2025 年 1—9 月，进口量 17.3 万吨，同比增 5.6%。分进口国别来看，智利锂盐占比下降，与阿根廷盐湖放量有关，2025 年 1—9 月，智利进口量 10.3 万吨（同比-21.3%、占比 59%）；阿根廷 4.3 万吨（同比+38%、占比 25%）。

图 9：中国碳酸锂进口量（吨）



（数据来源：SMM）

图 10：中国碳酸锂进口结构（吨）



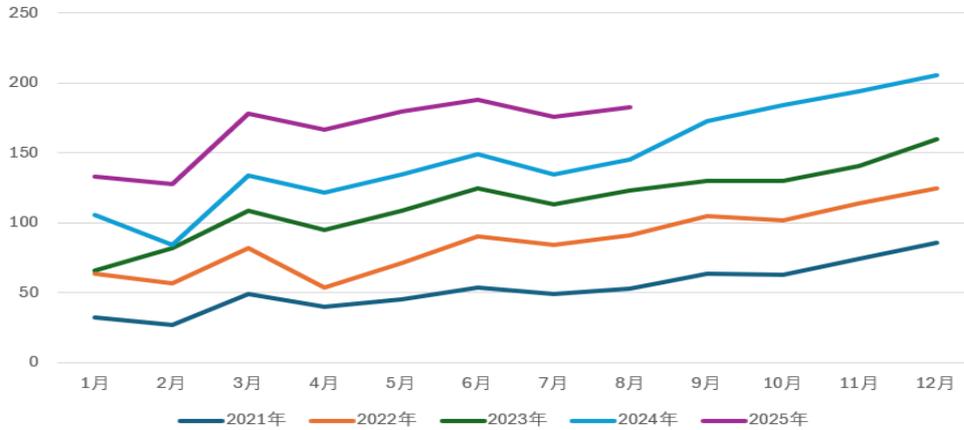
（数据来源：SMM）

（三）全球新能源汽车：需求保持扩张，但动能面临转换

全球新能源汽车市场保持扩张趋势，但增长动能正面临转换。2025 年新能源汽车销量有望突破 2000 万辆，在各国购置税减免退坡、碳排放法规调整及贸易壁垒加剧等多重因素下，预计 2026 年新能源汽车全球增速或将有所放缓。未来增长将更依赖于插混车型的突破以及对东南亚等新兴市场的开拓，市场表现需密切关注政策变动、出口结构调整及充电设施建设等关键指标。

全球新能源汽车市场在过去四年里经历了爆发性增长，年度销量从 2021 年的 630 万辆激增至 2024 年的 1780 万辆，2025 年 1—8 月销量累计 1333 万辆，预计 2025 年全球新能源销量超过 2000 万辆。增速与渗透率方面，2024 年增速 28%，2025 年前 8 月累计增速 32%，预计高基数下，后市增速趋缓；渗透率呈现逐年抬升趋势，2024 年渗透率 19.9%，2025 年 8 月 24.4%，但地区间差异较大，中国 48.2%、英国 32%、日本 2%。销量具体到国别来看，中国、欧洲、美国是新能源汽车主要销量国，2024 年三地销量总计 1658 万辆，增速 31%，占比 94%，其中中国占比 68%；2025 年 1—8 月累计销量总计 1333 万辆，增速 32%，占比 94%，其中中国占比 67%。欧洲今年新能源车市场较 2024 年有恢复，2025 年 1—8 月新能源车销量 226 万辆（同比+47 万辆，+26%），渗透率 21%。不过，新能源车财政补贴减量及充电设施不足等因素，仍是制约欧洲新能源车快速发展的重要原因。美国新能源车市场相对疲软、增速较低，主要是受补贴取消影响，前 8 月，新能源车销量 104 万辆（同比+8 万辆，+9%），渗透率 11%。

图 11: 全球新能源汽车销量 (万辆)



(数据来源: 乘联会)

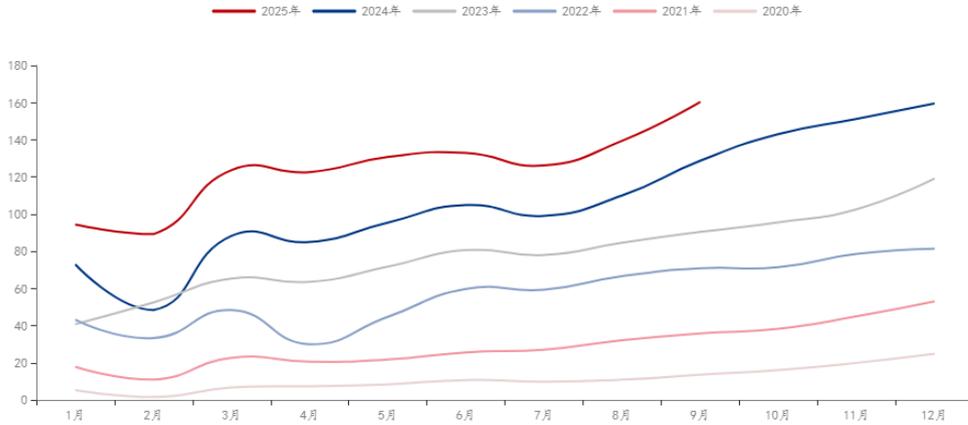
图 12: 全球新能源汽车销量 (万辆)



(数据来源: 乘联会)

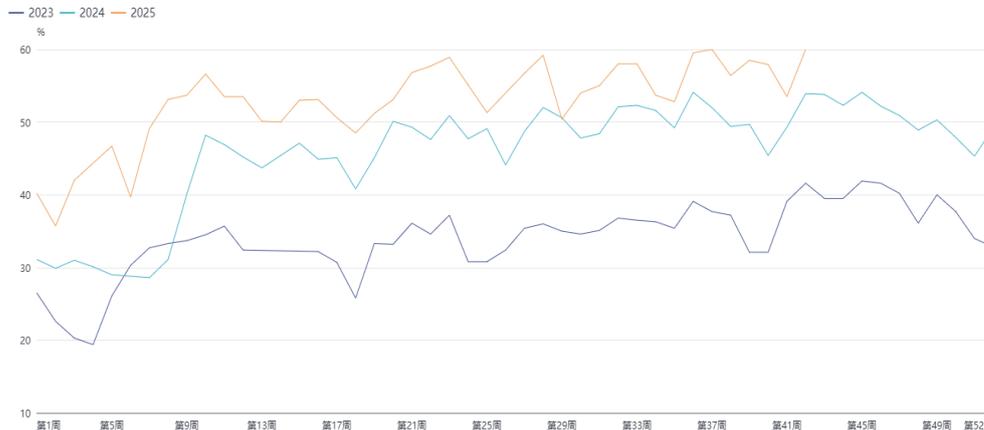
中国新能源汽车销量总体较好, 仍维持相对高增速, 渗透率进一步提升。2024年销量1208万辆(同比+378.8万辆, 同比+46%); 2025年1—9月新能源车销量累计1044万辆(同比+266万辆, 同比+34%)。此外, 国内新能源车渗透率继续提升, 但速率放缓, 截至9月, 周度渗透率仍未超过60%, 年内峰值达60%, 高于去年峰值54.1%。

图 13: 中国新能源汽车销量 (辆)



(数据来源: 钢联数据终端)

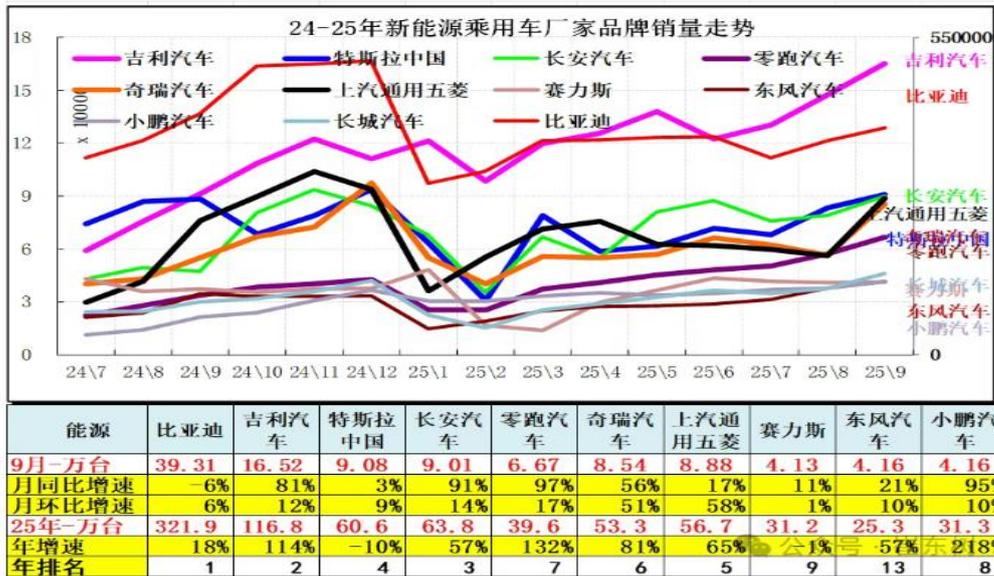
图 14: 中国新能源汽车渗透率 (%)



(数据来源: 乘联会、SMM)

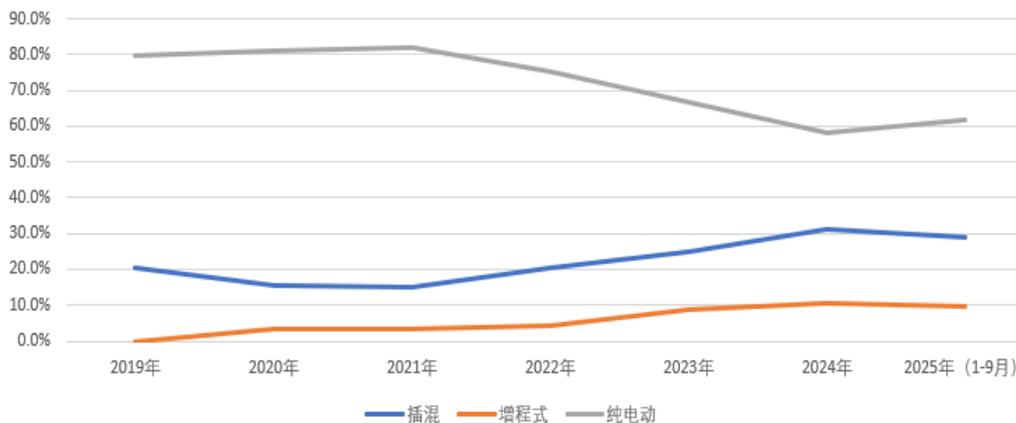
国内销量结构方面, 呈现如下特征: 第一, 新能源汽车市场延续纯电与插混双主流格局, 消费者对续航和补能便利性的需求仍是主要驱动因素, 预计 2026 年此格局延续。2025 年 1—9 月, 纯电动车型占比 61.5%, 插电混动及增程式合计占比 38.5%。第二, 不同价位区间新能源车型呈现差异化竞争态势。5 万元以下市场以纯电动为主; 10—20 万元价位中, 插电混动占据新能源车主流; 20 万元以上市场, 增程式车型表现较为突出。第三, 车企格局出现分化。比亚迪在新能源市场中仍保持领先地位, 2025 年 1—9 月销量达 321.9 万辆 (市占率 31%, 同比增长 18%); 吉利和零跑增速显著, 分别达到 114% 和 132%, 成为市场新增长极, 值得后市重点关注; 而特斯拉上半年销量 60.6 万辆, 同比出现负增长。

图 15: 新能源乘用车厂家品牌销量走势 (万台)



(数据来源: 乘联会)

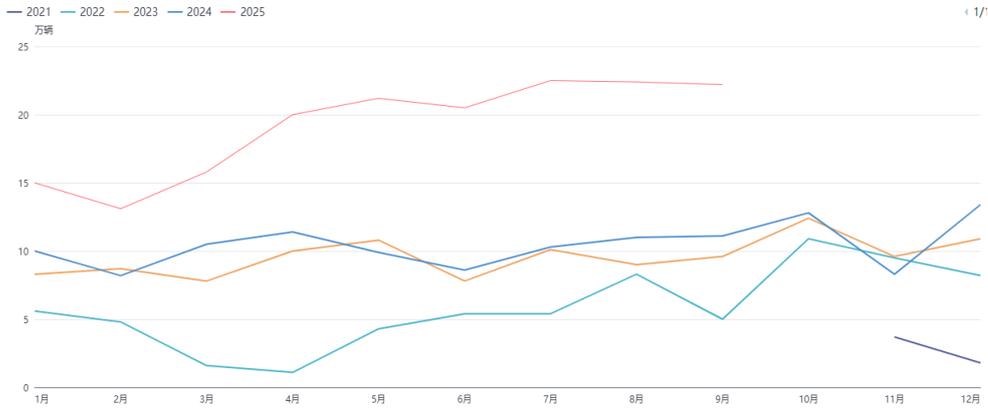
图 16: 中国新能源车零售结构



(数据来源: 乘联会)

出口方面, 乘联会口径, 新能源车 2025 年出口放量、增速加快。中国新能源车出口量自 2021 年起进入高增长区, 2024 年受欧盟关税干扰, 全年新能源车出口 201 万辆, 增速降 16%; 而 2025 年 1—9 月, 中国新能源车出口累计 232 万辆, 同比上年同期增长 51%。出口节奏上, 4—9 月出口放量, 对高增速贡献率较高。

图 17: 新能源汽车月度出口 (万辆)



(数据来源: 乘联会, SMM)

出口结构方面, 中国新能源汽车出口结构性变化明显, 纯电基数大、保持规模优势但增速放缓, 而插电基数低却有爆发式增长, 市场对续航的需求提升。预计未来, 中国新能源汽车出口结构将更均衡, 插混车型仍将延续高增长态势, 而纯电基数优势依旧显著。2024 年中国纯电动汽车出口量 168 万辆 (同比+6%)、插混 31.5 万辆 (同比+128%)。2025 年 1—9 月, 纯电动汽车出口量 165 万辆 (同比+27%)、插混 69 万辆 (同比+208%)。分出口地区来看, 国内新能源车出口主要面向欧洲、亚洲, 其中纯电动车以欧盟为主力市场; 插混车以欧洲、中东增量高为主要特征, 此外, 亚洲市场低端需求相对较好。具体到国家, 出口至比利时、菲律宾、英国、巴西地区的销量占比接近 30%。此外, 印度尼西亚起量明显, 可作为东南亚新增长极重点追踪。

图 18: 中国纯电汽车出口量 (万辆)

纯电动车 出口量	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		2025			数量增速					均价-万美元						
						汇总	8月	9月	汇总	24年	25年	9月	21年	22年	23年	24年	25年	21年	22年	23年	24年	25年	
总计汽车	124	108	215	335	523	641	76	76	569	22%	21%	26%	1.6	1.8	1.9	1.8	1.5						
纯电动	24.2	19.7	50.9	98.1	159	168	21.81	20.44	164.5	6%	27%	31%	1.8	2.2	2.3	2.1	1.8						
欧盟	1.3	4.94	23.3	45.4	63.6	57	6.67	6.15	48.5	-10%	7%	-10%	2.9	3.1	3.0	2.8	2.4						
东南亚	1.03	0.7	5.56	16.1	31.8	33.6	4.69	4.76	36.53	5%	46%	74%	0.3	0.5	1.1	1.1	1.3						
亚洲其他	20.9	12.2	14.5	13	13.9	16.6	2.42	2.23	15.88	19%	30%	45%	0.3	0.5	0.7	0.8	0.9						
中南美	0.26	0.51	0.85	2.52	7.86	16.7	2.09	1.94	19.13	112%	40%	162%	1.7	3.1	2.4	1.9	1.4						
前苏联	0.08	0.06	0.64	1.75	6.89	8.53	1.16	1.59	9.608	24%	76%	83%	1.1	2.4	3.3	2.3	1.7						
中东	0.17	0.26	1.58	9.7	14.5	18	1.34	1.23	14.84	25%	16%	-37%	3.5	2.5	2.0	1.9	1.6						
日韩	0.27	0.43	1.27	2.07	3.91	5.73	1.79	0.98	7.905	47%	60%	312%	2.2	3.0	3.1	3.1	2.8						
大洋洲	0.01	0.1	1.87	5.02	10.2	6.82	1.14	0.73	7.497	-33%	42%	65%	3.5	3.0	2.7	2.8	2.7						
非洲	0.13	0.1	0.13	0.29	0.81	2.04	0.47	0.43	3.236	153%	132%	185%	1.3	2.3	2.9	2.1	1.8						
美加	0.08	0.36	1.23	2.25	5.33	3.39	0.05	0.40	1.414	-36%	-55%	282%	2.2	2.6	3.8	3.4	0.8						

(数据来源: 公众号催东树)

图 19：中国插混汽车出口量（万辆）

插混车出口量	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025			数量增速			均价-万美元				
						2024 汇总	8月	9月	2025 汇总	24年	25年	9月	21年	22年	23年	24年	25年
总计汽车	124	108	215	335	523	641	76	76	569	22%	21%	26%	1.6	1.8	1.9	1.8	1.5
插混	1.26	2.48	4.27	9.58	13.8	31.5	9.67	9.55	68.58	128%	208%	292%	3.4	2.8	3.1	2.6	2.1
中东	0.01	0.01	0.15	0.94	0.36	2.452	2.44	3.25	13.989	578%	1036%	2583%	2.5	2.6	3.3	2.5	2.1
欧盟	1.01	2.19	3.3	7.01	4.82	6.518	3.20	2.22	19.754	35%	439%	210%	3.2	2.6	2.9	2.5	2.1
前苏联	0	0	0.01	0.03	4.5	8.055	1.60	1.25	6.9308	79%	25%	60%	4.4	3.6	3.8	3.5	2.6
中南美	0.16	0.17	0.39	0.76	3.53	12.04	1.04	1.22	16.913	241%	64%	150%	3.8	2.9	2.6	2.2	1.8
东南亚	0	0	0	0.01	0.03	0.757	0.36	0.63	3.9176	2425%	1192%	604%	2.8	3.0	2.7	1.9	1.8
非洲	0	0.01	0.01	0.06	0.06	0.265	0.48	0.42	1.9133	376%	1464%	1008%	3.3	1.9	2.9	2.3	2.1
大洋洲	0.01	0.01	0.2	0.54	0.2	1.083	0.47	0.39	4.1959	431%	439%	129%	2.8	2.5	3.0	2.4	2.2
亚洲其他	0.01	0	0.05	0.08	0.05	0.082	0.08	0.17	0.9011	72%	1789%	1724%	14.0	13.0	9.1	4.0	2.1
日韩	0.01	0.01	0.03	0.05	0.14	0.065	0.02	0.01	0.0697	-53%	88%	138%	4.7	6.7	4.0	3.9	3.7
美加	0.03	0.06	0.15	0.09	0.15	0.202	0.00	0.00	0.0004	33%	-100%	-100%	6.0	3.9	3.7	3.7	4.9

（数据来源：公众号催东树）

图 20：中国新能源车出口地区特征（万辆）

新能源车出口	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025			数量增速			均价-万美元				
						2024 汇总	8月	9月	2025 汇总	24年	25年	9月	21年	22年	23年	24年	25年
整车	25	22	55	108	173	200	31	30	233	16%	54%	67%	2.0	2.3	2.4	2.2	1.9
比利时	0	2	11	20	20	26	2.72	2.09	22	33%	9%	-38%	2.8	2.8	2.9	2.7	2.2
阿联酋	0	0	0	4	4	8	1.54	2.09	9	111%	70%	204%	2.2	2.8	2.2	2.1	2.0
英国	0	1	5	11	14	12	1.94	1.95	15	-14%	60%	185%	3.2	3.5	3.5	3.2	2.6
菲律宾	1	0	1	7	12	11	2.20	1.60	15	-1%	84%	20%	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
印度尼西亚	0	0	0	1	5	0.59	1.56	8	296%	93%	262%	6.6	0.4	0.5	1.4	2.1	2.1
泰国	0	0	4	8	16	12	1.13	1.25	10	-27%	12%	115%	0.2	0.7	1.6	1.3	1.4
巴西	0	0	0	1	7	15	0.80	1.14	14	123%	1%	165%	3.6	3.1	2.3	2.0	1.6
德国	0	1	3	3	5	6	1.43	1.05	6	27%	32%	78%	4.1	3.6	3.3	3.0	2.5
澳大利亚	0	0	2	4	9	8	1.50	0.94	11	-15%	89%	58%	3.4	3.0	2.7	2.7	2.5
以色列	0	0	1	4	5	7	1.03	0.93	7	24%	60%	-6%	2.8	2.9	2.9	2.5	2.3
印度	6	4	5	6	6	8	1.24	0.88	7	32%	24%	24%	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3
西班牙	0	0	0	4	10	6	1.05	0.82	7	-37%	43%	-23%	1.5	3.9	3.2	2.8	2.2
波兰	0	0	0	0	1	1	0.49	0.79	3	-27%	589%	1384%	2.2	2.1	2.3	2.0	2.0
韩国	0	0	1	1	3	4	1.55	0.70	6	59%	65%	443%	1.7	2.9	3.2	3.3	2.9
俄罗斯	0	0	0	0	2	2	0.37	0.66	3	11%	125%	118%	1.4	2.9	4.2	4.7	2.9
孟加拉	14	8	8	5	5	4	0.64	0.65	3	-19%	27%	106%	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
墨西哥	0	0	0	0	2	8	0.94	0.62	13	374%	104%	101%	3.7	3.7	2.7	2.1	1.5
土耳其	0	0	0	1	3	4	0.30	0.54	7	13%	197%	246%	2.2	0.4	1.0	0.9	1.3
约旦	0	0	0	1	2	1	0.43	0.50	3	-46%	242%	438%	2.0	2.2	1.6	1.3	1.3
意大利	0	0	1	1	1	1	0.81	0.46	4	3%	284%	57%	1.2	1.2	1.9	1.9	1.8
乌兹别克	0	0	0	1	4	6	0.23	0.44	3	33%	-20%	-8%	1.0	2.2	2.5	2.0	1.9
哈萨克斯坦	0	0	0	0	1	2	0.45	0.39	2	63%	104%	71%	1.8	4.5	4.6	3.7	2.4
哥伦比亚	0	0	0	0	0	1	0.44	0.37	2	119%	333%	220%	2.0	2.4	1.8	2.0	1.4
新加坡	0	0	0	1	1	1	0.31	0.34	2	142%	83%	118%	3.2	2.7	2.6	2.9	3.0

（数据来源：公众号催东树）

2026 年新能源汽车需求可能涉及到的变数方面包括但不限于如下几点：

（1）国内新能源产业发展方向：7 月 7 日，国家发改委、国家能源局、工业和信息化部、交通部联合印发《关于促进大功率充电设施科学规划建设的通知》，此文件是推动新能源汽车产业下一阶段高质量发展的纲领性文件，其影响深远。具体来说：第一，明确将大功率充电作为技术方向和建设重点，此技术定调意在将充电时间缩短至接近燃油车加油的 5—10 分钟级别，将显著提升纯电动汽车对燃油车的替代吸引力；第二，强调配套电网建设改造、鼓励光储充一体化项目、探索有序充电和 V2G 技术，此举可确保快充网络建设不会给电网造成过大负担，让新能源汽车参与到了调峰填谷中，提升整个能源系统的稳定性，同时也将提振储能的需求；第三，统筹、科学规划充电网络，同时强调提高平台的互联互通水平，此规划意在解决此前充电桩建设大战布局不合理的问题，目的是提升充电设施的利用效率和用户体验。总体来说，此文件

的出台，标志着中国新能源汽车产业从“电动化”的上半场进入了“智能化、高效化”的下半场，预计将极大加速新能源汽车的普及进程。

(2) 国内新能源汽车终端政策变化：2026年是新能源行业从政策驱动向市场驱动转型关键一步，目前已出台政策是购置税减免限额政策。工信部和财政部《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》中规定，2026年1月1日至2027年12月31日期间购买的新能源汽车，减半征收车辆购置税，其中每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元。此政策影响如下：第一，新能源车购车成本重心会上移，实际影响仍以裸车价30万元为分水岭，价格低的车型收益更明显，高端车型的购车成本会增加。第二，车企可能会调整生产定价策略，用降价来对冲税负的增加。第三，短期内可能会出现2025年底抢购潮和2026年初的市场冷淡期。第四，考虑到新能源车在使用成本、保养成本和驾驶体验方面的优势，加上基础设施日益完善和技术的不断迭代等因素，预计2026年新能源车的市场份额大概率还会增长，但是增速会放缓。

(3) 涉及到国内出口方面的变化：第一，贸易壁垒方面，美国《大而美法案》进一步升级了IRA法案中“受关注外国实体”规则，更大地削弱了中资企业新能源汽车出口至美国的可能性。欧盟现阶段对中国新能源汽车设定不低于3.5万欧元的最低进口价格机制，此门槛的设置一方面阻止了低价车型进入，一方面促使中国车企考虑在欧洲本地化生产以规避贸易限制。此外，在欧盟致力于维护其产业竞争力和经济安全的动机下，欧盟后续可能会推出更多贸易防御工具和产业政策。而英国6.5亿英镑电动车补贴计划明确排除多数中国车型，并通过电池生产地碳排放标准限制准入。第二，专利问题，如比亚迪在巴西遭遇日本专利代理公司IP Bridge专利诉讼，称比亚迪车内通信模块侵犯了两项4G通信技术专利；欣旺达在德国受到LG新能源对电池隔膜专利被侵权的诉讼。潜在风险：若因专利诉讼导致新能源车销售禁令，已售车型将面临召回、库存车型也无法交付。

(4) 美国、欧盟新能源汽车产业发展方向：美国《大而美法案》提前终止新能源汽车税收抵免、冻结燃油车能效标准升级并提供燃油车1万美利息扣除等，2026年美国新能源汽车产业发展或不乐观、销量被燃油车挤占概率较大。欧洲严苛的碳排放法规正与车企的现实发展节奏产生深刻分歧。欧盟法规设定2035年实现车企销售端全面实现电动化。然而，因缺乏发展电动车产业的完整产业链、电池技术匮乏、充电基础设施不足等挑战，使多家主流车企被迫推迟或调整其电动战略，部分甚至重启燃油车研发投入。这一矛盾预示着，欧洲汽车产业的电动化进程可能并非线性高速推进，而是进入一个战略调整与再平衡的务实阶段。政策制定者与行业巨头或需重新评估转型节奏，在环保目标与现实瓶颈之间寻求新的妥协。

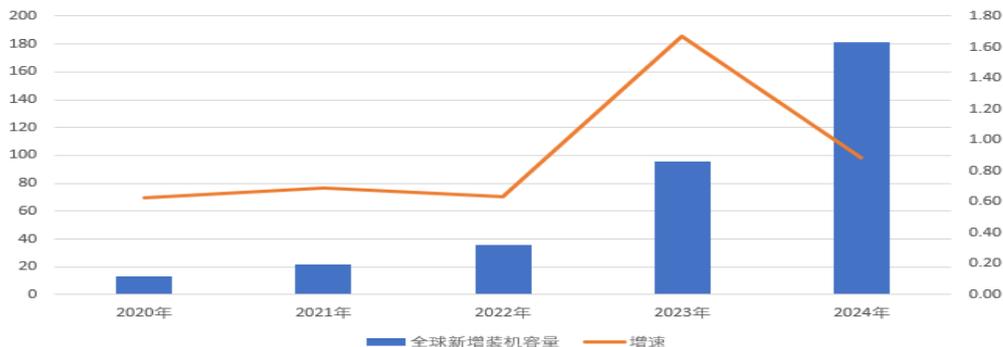


（四）全球锂电储能：需求强劲，电芯出货激增

中国、美国、欧洲仍是锂电储能的主流市场，三个地区的需求规模占比超过 90%。此外，南亚、中东和南美地区也开始布局储能项目，且增速较快。2025、2026 年，储能市场需求预计仍可保持强劲态势，驱动逻辑来自于新能源转型的刚性需求、全球政策支持 and 锂电储能的经济性。目前，市场对储能领域高速发展这一观点达成一致，但在增速判断上分歧较大。我们预估 2025、2026 年储能电芯出货 500GWh、600GWh 以上。

2024 年，全球储能装机 181GWh，同比去年增 88%，其中，中、美、欧及其他地区分别为 98.9GWh（占比 55%，同比+93.8%）、34.3GWh（占比 19%，同比+59%）、24.7GWh（占比 14%，同比-3.5%）、22.6GWh（占比 12%，同比+42.3%）。2025 年上半年，全球储能系统出货量 167.1GWh，同比增 85.7%。出货量前十的储能系统集成商主要是中资企业和美资企业，如阳光能源、特斯拉，中资企业以中国市场为基本盘，美系以北美市场为支点，逐步向欧洲、中东、非洲等地区开拓。基于上半年储能系统出货数据，多数机构将 2025 年全球储能新增装机容量放于 230GWh 以上。而 BNEF 预估 2025、2026 年新增装机量增 23%、36%至 247GWh、360GWh。

图 21：全球锂电储能新增装机容量（GWh）

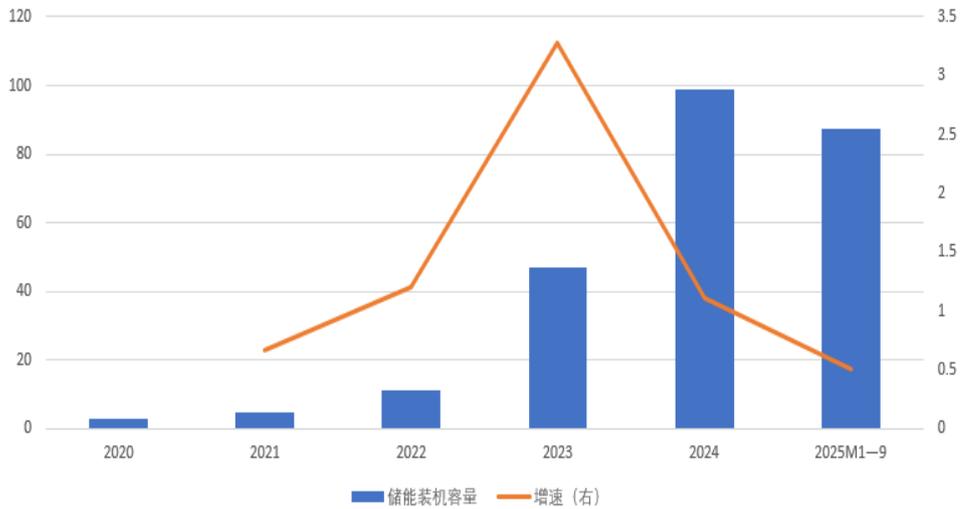


（数据来源：CESA）

中国储能方面，政策推动叠加容量补偿机制完善将托底内生需求，2025—2027 年储能市场仍将维持高增速。9 月 12 日，发改委、国家能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》，方案中要求，2025—2027 年全国储能装机规模将达到 1.8 亿千瓦以上，且仍以锂离子电池储能为主。此方案明确了国内储能发展高增速基调。在具体实施过程中，多个省份已建立起清晰的容量补偿执行框架，以提升储能项目的经济性。如宁夏发布《建立发电侧容量电价机制的通知（征求意见稿）》，明确 2026 年 1 月起执行 165 元/KW·年容量电价。根据能源局数据，截至 2024 年底，国内储能装机规模 73.76GW，而实现 2027 年 180GW 目标，则需要近三年装机规模复合增长率至少为 34.6%。考虑到储能时长的增加趋势，预计国内储能装机容量年均复合增长率会高于 34.6%。根据 CESA 数据，2025 年 1—9 月，中国锂电储能新增装机容量

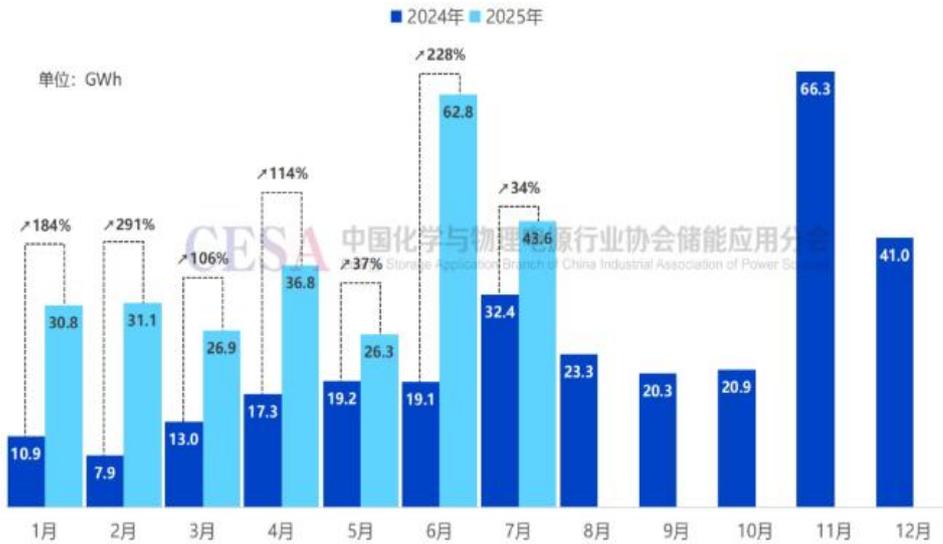
87.35GWh, 同比增 50.9%。2025 年 1—7 月, 国内储能招标容量 258GWh, 同比增 115.6%; 中国储能中标 202GWh, 同比增 246%。装机容量、招中标数据均说明国内储能市场维持高增速, 预计 2025、2026 年国内新增装机容量依次为 140GWh、190GWh。

图 22: 中国储能新增装机容量 (GWh)



(数据来源: CESA)

图 23: 中国储能招标规模 (GWh)



(数据来源: CESA)

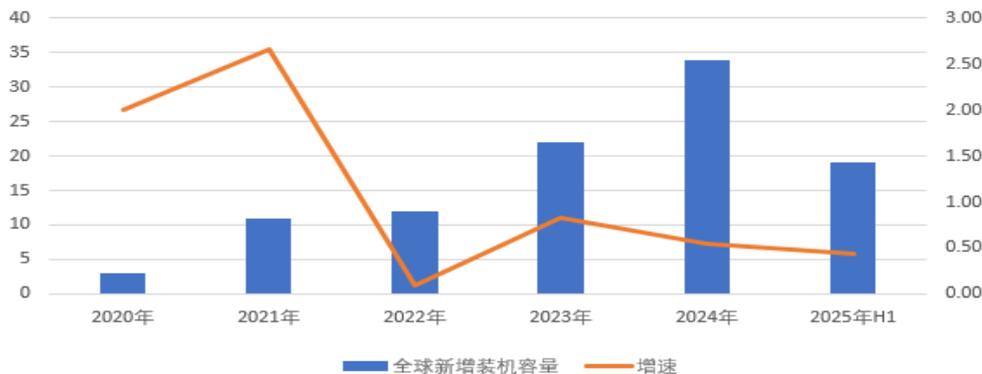
图 24：中国储能中标规模（GWh）



（数据来源：CESA）

其他地区储能方面，美国方面，2025年上半年装机18.8GWh，同比增44%。OBBB法案明确了储能IRA税收抵免将延续至2033年，税收政策利多，叠加电网更新需求与新能源配储需求，预计后续仍有增长需求，但法案中新增外国敏感实体限制，会抬高储能成本，预计美国2026年需求会受到冲击。欧洲方面，能源转型决心坚定，多地设定了积极的储能装机目标，大储成为新增长极，市场普遍预期2026年欧洲储能市场发展迅猛。而澳洲、拉美、东南亚等新兴市场在可再生能源快速部署、电网稳定性需求及支持政策的推动下，正成为全球储能增长的新兴力量，特别是工商储与大型项目进展显著。

图 25：美国储能新增装机规模（GWh）



（数据来源：EIA）

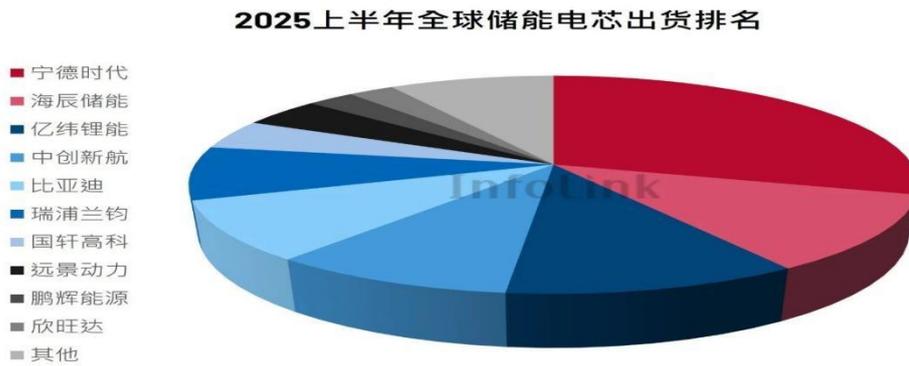
储能电芯出货量方面，受北美关税抢出货、国内抢装等原因，2025年上半年全球储能需求前置，根据Infolink数据，电芯出货240.2GWh，同比增106%，其中二季度出

货 136.78GWh，创历史峰值。根据电芯出货量及装机数据，我们预估 2025、2026 年储能电芯出货 500GWh、600GWh 以上。此外，2025 年上半年储能电芯出货呈现如下特点，预计 2026 年行业特点维持：

第一，行业集中度方面，全球储能电芯行业集中度较高，CR10 为 91%，与去年同期持平。出货前五企业排名依次为宁德时代、海辰储能、亿纬锂能、中创新航、比亚迪。此外，欣旺达起量明显，成为 TOP10 新晋成员，韩资企业市占率下滑明显，而 LGES 等厂商美国储能电芯产能处于逐步释放阶段，2026 年将有明显增量。此外，二季度后，头部电芯厂接近满产，订单外溢明显。

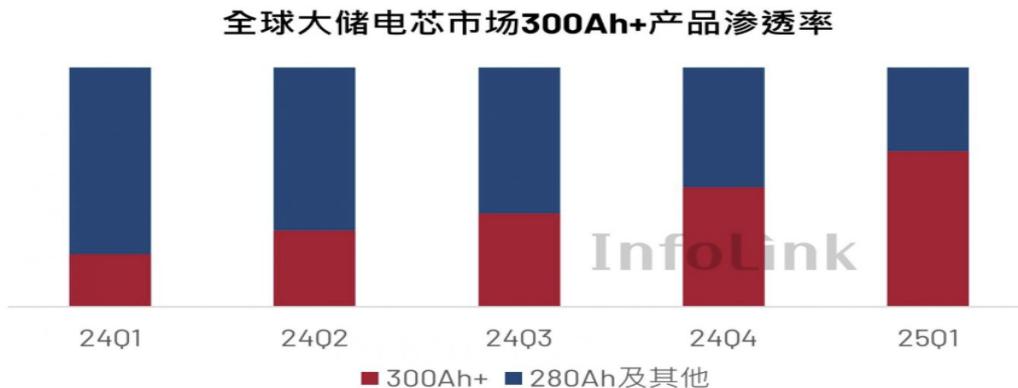
第二，产品结构上，全球大储电芯占主导地位，2025 年上半年，全球大储电芯出货 218.6GWh（占比 91%、同比+110%）；小储电芯出货 21.6GWh（占比 9%、同比+72.3%）。大储电芯中以 314Ah 为主的 300Ah+电芯已成为市场主流，300Ah+电芯一季度渗透率超过 65%。目前，已有头部电芯厂商开始调试 500Ah+电芯产线，市场预计 2026 年 500Ah+电芯将步入量产阶段，届时，电芯出货会有变化。

图 26：2025H1 全球储能电芯出货排名（%）



（数据来源：infolink）

图 27：全球大储电芯市场 300Ah 渗透率

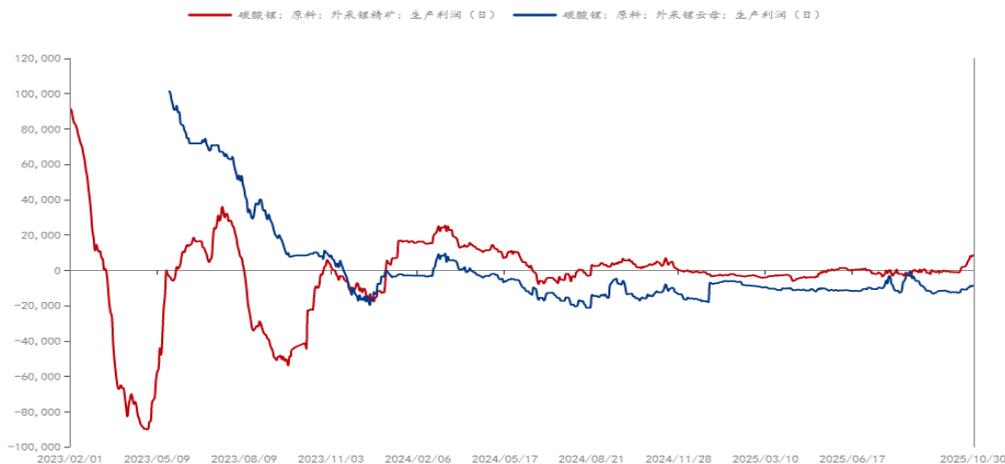


（数据来源：infolink）

(五) 国内库存整体偏高，外购矿冶炼利润窗口期短

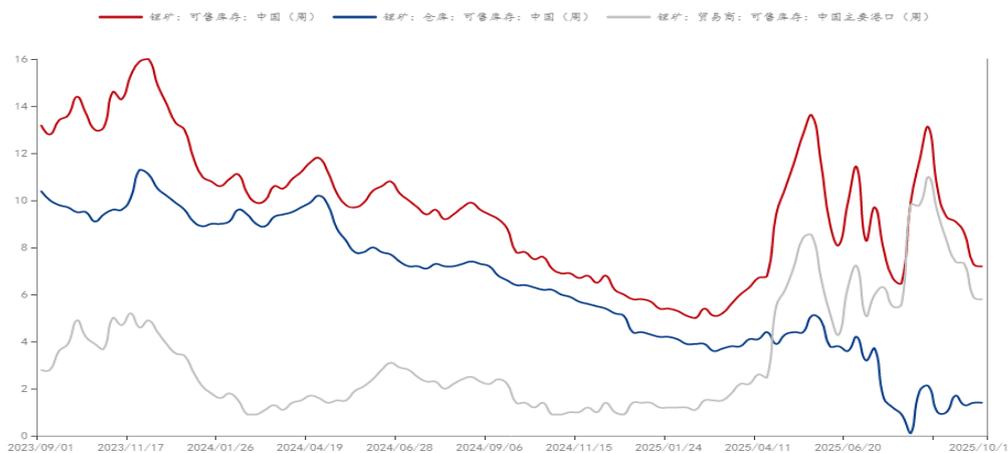
锂盐上游库存情况：国内锂精矿总库存中性、微降，贸易商累库明显；碳酸锂库存高位、微降，结构上，冶炼厂向材料厂转移。截至10月10日，国内锂精矿可售库存7.2万吨(较去年同期-0.3万吨)，其中厂库库存1.4万吨(较去年同期-4.9万吨)，贸易商库存5.8万吨(较去年同期+4.6万吨)。截至10月9日，国内碳酸锂库存13.5万吨(同比去年同期+1.4万吨)，其中，锂盐厂3.47万吨(较去年同期-1.4万吨)、材料厂5.98万吨(较去年同期+2.96万吨)。截至10月10日，广期所仓单4.3万吨(同比去年同期-1万吨)。此外，受锂盐价格波动影响，外采矿利润不佳、窗口期较短，外采锂精矿利润高于云母，截至10月30日，外采辉石精矿冶炼利润8835元/吨，而外购云母冶炼利润-8280元/吨。

图 28：外购矿冶炼利润（元/吨）



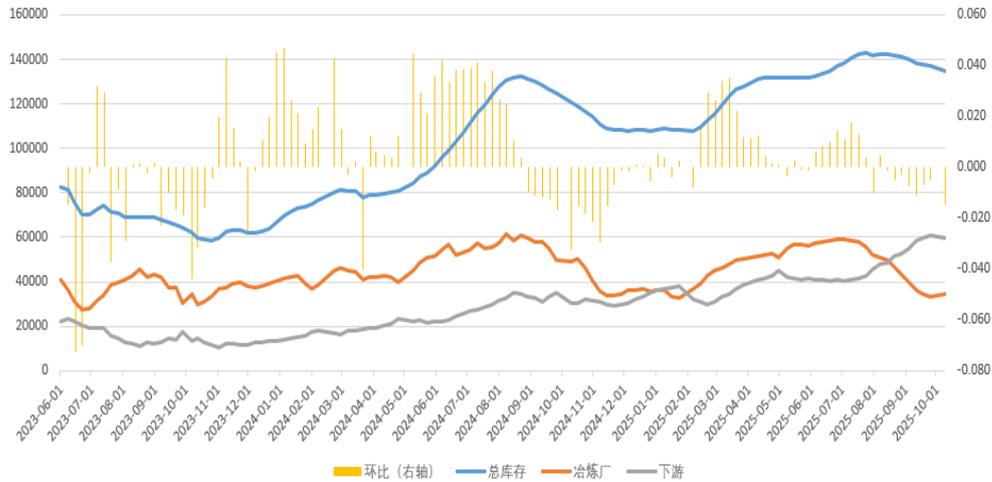
(数据来源：钢联数据终端)

图 29：国内锂精矿库存（万吨）



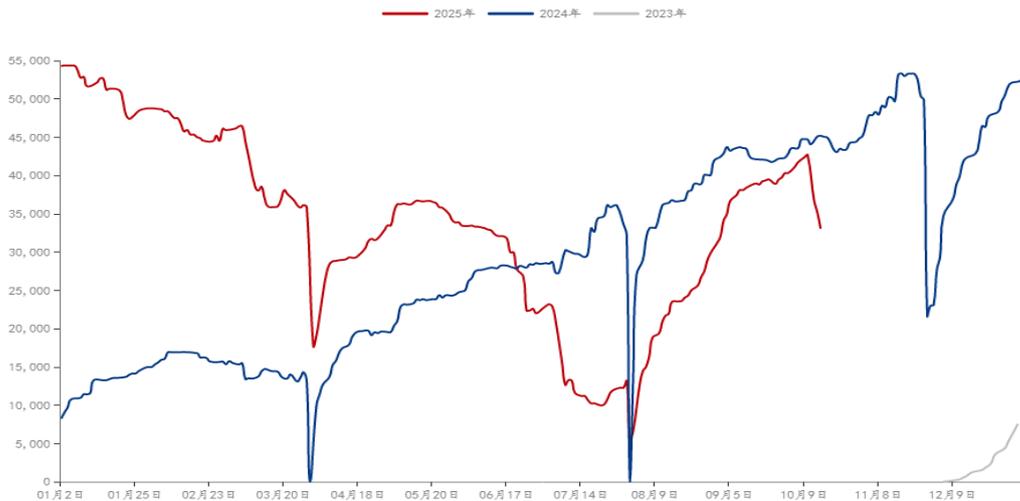
(数据来源：钢联数据终端)

图 30：碳酸锂周度库存（吨）



（数据来源：SMM）

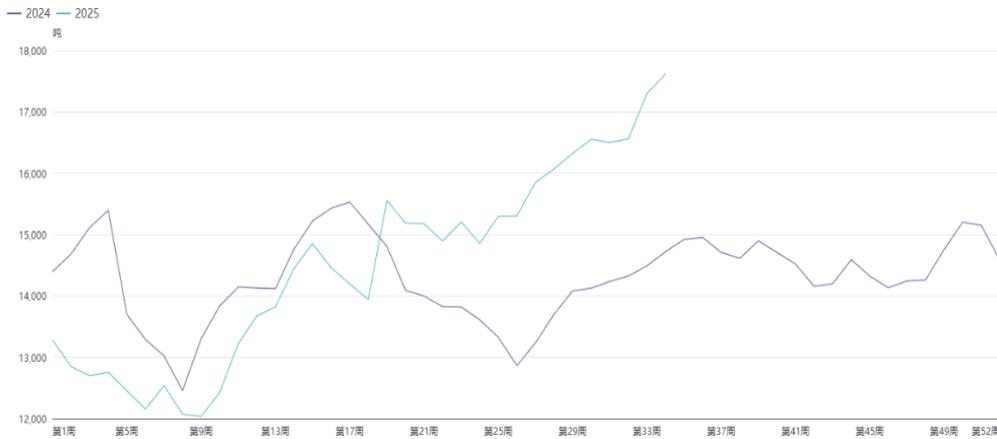
图 31：广期所仓单（手）



（数据来源：钢联数据终端）

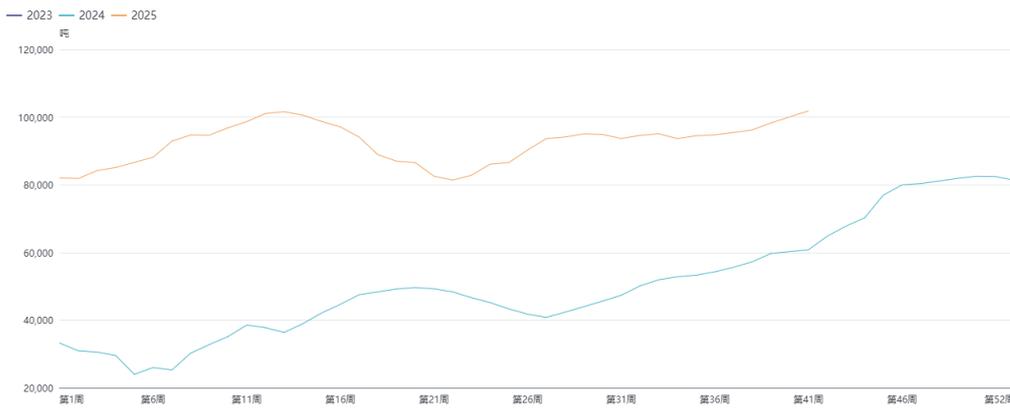
中游库存情况：国内材料厂库存创新高，其中铁锂厂库存压力较为突出；动力电池库存高位、略降，但库销比较近年同期皆有缓降。三元材料，周度库存仍处累库阶段。截至10月9日，国内三元材料周度库存1.78万吨（同比去年同期+0.33万吨）；磷酸铁锂周度库存10.2万吨（较去年同期+4.1万吨）。截至8月，我国动力电池库存162.9GWh（+27.6GWh），库销比1.53（上年同期1.85）。

图 32：三元材料周度库存（吨）



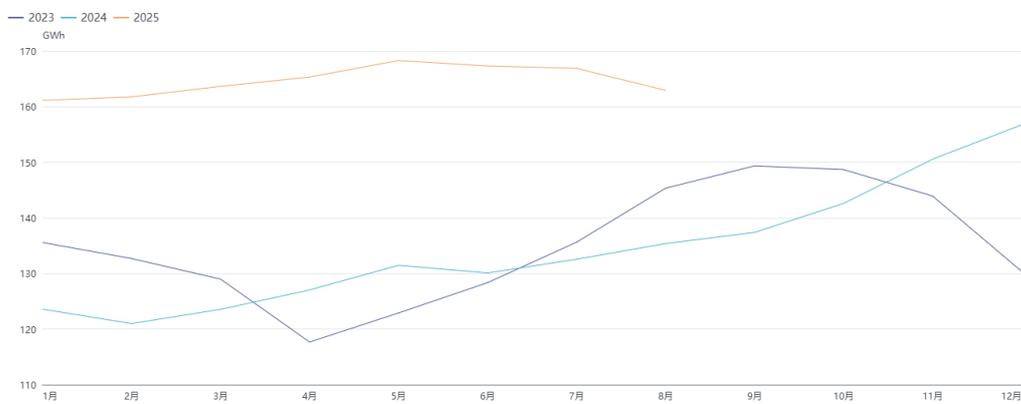
（数据来源：SMM）

图 33：磷酸铁锂周度库存（吨）



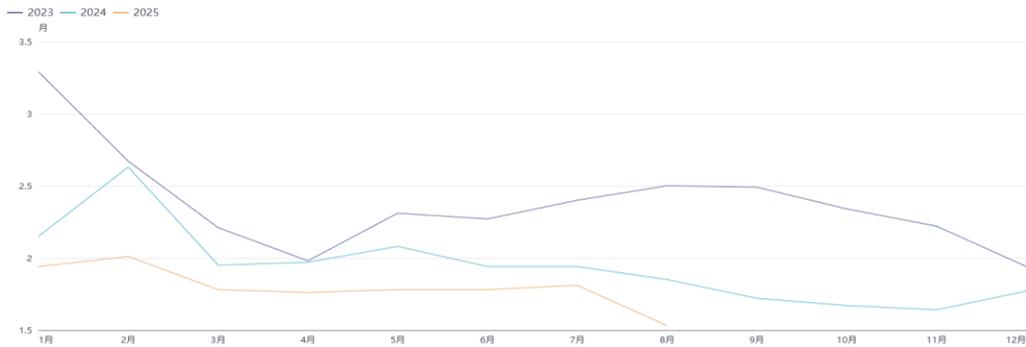
（数据来源：SMM）

图 34：动力电芯库存（GWh）



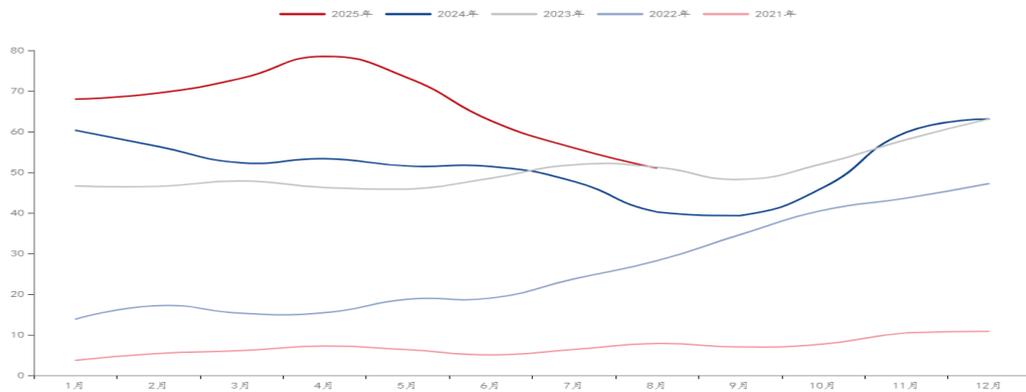
（数据来源：SMM）

图 35: 动力电芯库销比



(数据来源: SMM)

图 36: 新能源汽车库存 (辆)



(数据来源: 钢联数据终端)

终端新能源车库存方面, 新能源车库存高位、略降, 8月新能源车社会库存 51 万辆, 较 4 月峰值降 27.5 万辆, 同比去年同期增 10.8 万辆。

三、观点及策略建议

(一) 原料方面, 澳大利亚作为供应主力, 增量主要来自新投产矿山产能爬坡, 部分高成本项目暂停; 非洲成为重要增长极, 新项目集中于津巴布韦与马里, 但面临矿权争端与地区安全等风险; 南美盐湖项目以智利扩产与阿根廷新建为主, 受地理条件限制存在投产延迟; 中国供应增量主要来自盐湖提锂项目, 锂云母端因环保与成本问题存在不确定性。

(二) 国内锂盐方面, 碳酸锂产量保持增长, 锂辉石提锂为主要增量, 云母提锂受成本与政策制约; 进口方面, 锂精矿总量稳定, 来源以澳大利亚和非洲为主; 碳酸锂进口增速放缓, 来源结构生变, 阿根廷占比显著提升, 部分挤占智利份额。

(三) 新能源车方面,全球新能源汽车市场持续扩张,2025年销量预计突破2000万辆,1—8月增速32%,超市场预期。中国市场保持领先,欧洲稳步复苏,而美国市场受政策退潮影响增长乏力。行业呈现纯电与插混双主流格局,且中国出口强劲增长,结构向插混倾斜。展望2026年,产业驱动逻辑转向市场与技术双轮驱动,大功率充电设施建设、各国购置税政策退坡与贸易壁垒等将成为影响未来增速与格局的关键变量,高基数下增速或放缓至30%以内。

(四) 储能方面,我们预估2025、2026年储能电芯出货500GWh、600GWh以上。主要受益于能源转型、政策支持与经济性提升。其中,中国、美国和欧洲三大主力市场仍贡献主要需求,南亚、中东和南美等新兴地区贡献边际增量。

综上,供应方面,全球锂资源供应预计稳步增长,格局趋于多元,预计2025、2026年全球锂资源供应量165万吨、201万吨,增速27.2%、21.8%。需求方面,全球新能源汽车后续增速虽有所放缓,但储能市场仍保持强劲增长、形成新增长极,两者共同构成需求端核心支撑,谨慎预计2025—2027年全球锂资源需求量146万吨、177万吨、210万吨,增速依次为28%、21%、20%。在此种谨慎预估假设下,2026年碳酸锂维持供需过剩、供需平衡差额略扩大、价格仍承压预判。若2026年动力电池、储能电池出货增速与2025年持平,那么供需过剩维持、供需平衡向左移动、价格重心抬高。不过,考虑到供应端面临的投产延迟、监管政策等不确定性,与需求端产业政策、贸易壁垒等关键影响因素的相互交织,供需平衡表可能面临频繁修正。因此,尽管供需过剩基调不改,但区间震荡范围波动性或显著增强,碳酸锂价格弹性放大,预计碳酸锂期货价格运行区间对应在近两年高低点6—12万元/吨范围内。

风险点:地缘政治、矿端增减产、新能源车及储能相关政策、环保等。



不确定性犹存 铜博弈加剧

要点

展望 2026 年宏观存在不确定性，供需博弈加剧，市场资金情绪同质化预期放大价格波动。操作上建议产业链企业利用沪铜期货和期权工具锁定采购或销售成本，个人交易者在宏观事件（如经济数据公布、关税谈判）前后做多波动率快进快出，及时止盈止损。

研究发展部

分析师：谭江

期货交易咨询资格：

Z0016990

摘要

联系方式

020-28129902

tanjiang@btqh.com

- 宏观层面，2025 年在关税贸易战背景下，美联储降息与国内货币宽松政策形成共振，在情绪面及资金面对资产价格形成利好；展望 2026 年关税贸易纷争背景下宏观预期存在不确定性，宏观不确定性对应实际经济数据高度敏感，市场情绪同质化预期放大价格波动。
- 供应方面，2025 年原料矿端扰动，“原料预期偏紧”与“国内电解铜持续高产”博弈。展望 2026 年预期“原料矿端偏紧预期”与“国内电解铜供给宽裕”博弈或持续。关注矿端复产进程及国内再生铜政策。
- 需求方面，2025 年国内需求“新旧动能”转换，房地产传统领域持续承压，新能源汽车、光伏、风电以及电网投资等领域需求保持增长。2026 年新国标的实施，标志着中国新能源汽车产业从量变迈入质变。光伏、风电发展受限于消纳问题。需求端预期增量有限。
- 操作建议：展望 2026 年宏观存在不确定性，供需博弈加剧，市场情绪同质化或放大价格波动。操作上关注区间（72000~92000）元/吨，产业链企业利用沪铜期货和期权工具锁定采购或销售成本，例如卖出虚值看涨期权收取权利金，避免单边投机，严格匹配现货头寸。个人交易者在宏观事件（如经济数据、关税谈判）前后构建期权跨式组合，做多波动率快进快出，及时止盈止损。
- 风险点：上行风险：矿端供应扰动超预期、国内外政策加码刺激需求超预期
下行风险：矿端复产超预期、贸易战升级全球经济衰退、替代材料技术突破

一、沪铜行情走势回顾

图 1：沪铜期货及基差走势



(资料来源：钢联数据)

2025年，在美国关税贸易战背景下，沪铜期货价格在宏观政策、供需博弈和市场情绪的共同驱动下大幅震荡，重心上移。

2025年初，沪铜价格在市场对中国经济刺激政策抱有期待，同时美联储的降息预期升温美元走弱，共同营造了乐观的金融环境。内外宏观预期共振沪铜在一季度走出强势的单边上涨行情。4月份成为重要转折点。受美国“对等关税”政策冲击，市场恐慌情绪骤增，清明节后沪铜价格大幅跳水。“对等关税”引发了市场对全球贸易流受阻和经济增长放缓的极度担忧，导致风险资产遭抛售，沪铜价格随之暴跌。随着中美贸易战缓和，恐慌情绪逐步散退，5月国内降准降息，沪铜价格快速区间震荡修复。7月-8月中旬淡季供需博弈，沪铜价格区间内窄幅波动。平衡在9月被打破，印尼Grasberg铜矿因事故停产，引发了市场对供应短缺的强烈担忧。在这一重磅供给扰动的推动下，配合美联储在9月开启降息周期带来的流动性宽松预期，沪铜价格强势突破，价格冲高后波动性也显著放大，10月因中美贸易谈判波澜起伏，价格又出现剧烈波动，显示价格走势对宏观情绪和预期驱动极为敏感。

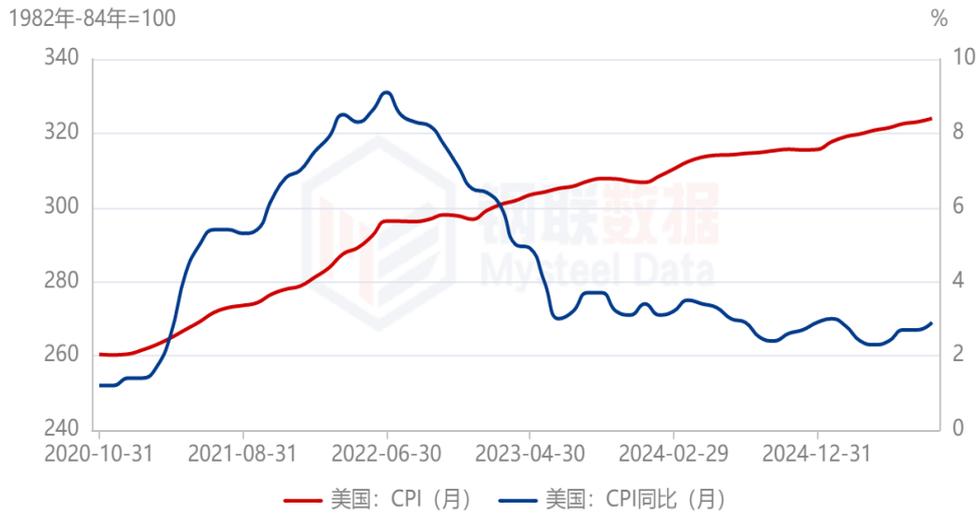
二、宏观层面分析

（一）美国宏观层面分析

美国CPI:2025年美国通胀韧性超预期、结构分化显著。尽管整体通胀水平较前几年高位有所回落，但其下行过程并非一帆风顺，核心通胀的顽固性以及外部政策冲击，使得通胀目标面临挑战。年初季节性调价，环比涨幅显著，2月通胀有所降温，核心CPI降至近四年新低，3月至4月份能源价格回落通胀压力有所缓解，5月通胀意外放缓，市场降息预期升温。6月企业前期囤积的库存消耗殆尽，开始将增加的关税成本转嫁给消费者，家具、家电等商品价格显著上涨。通胀快速反弹。7月通胀高位持稳，核心压力凸显。8月通胀再次加速，通胀率升至2.9，9月CPI延迟发布，9月同比上涨3.0%。2025年美国关税政策，其通胀效应并非立竿见影。由于美国政策设有豁免期并采取渐进式推行方式，其影响在8月及之后才更为明显地显现。这种不确定性不仅可能直接推高进口价格，还会通过影响企业和消费者的通胀预期，引发预防性采购和囤货行为，从而产生更持久的通胀压力，企业前期积累的库存消耗殆尽，关税对消费价格的传导效应可能会更加明显地显现出来，这可能使通胀在短期内难以迅速回落至美联储2%的目标，但能源价格可能继续保持低位或进一步下跌，或有效缓解整体通胀压力。



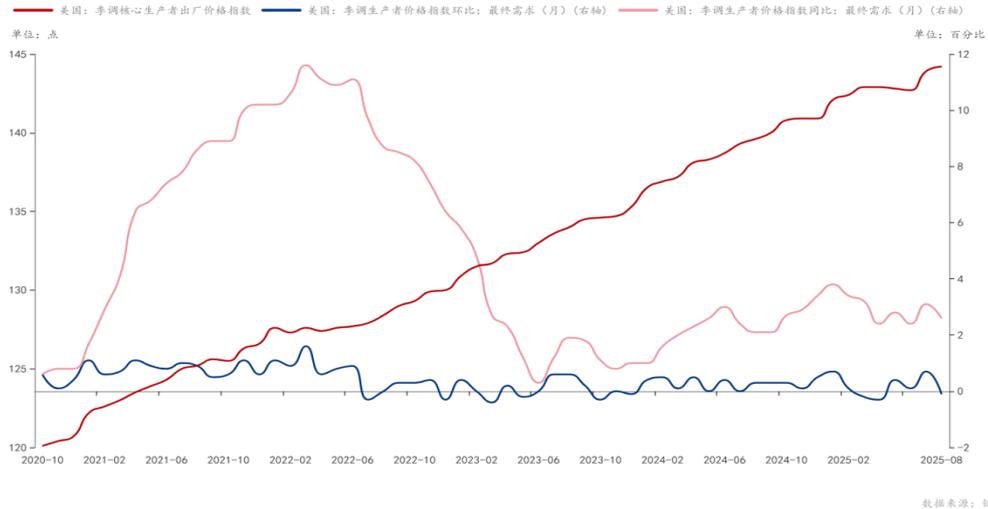
图 2：美国 CPI 及同比增速



(资料来源：钢联数据)

美国 PPI：2025 年 1 月美国 PPI 数据走强，2 月增长停滞，3 月 4 月显著下降，5 月温和回升，6 月保持稳定。到了 7 月 PPI 大幅跃升，而 8 月数据的回落，PPI 的剧烈波动，特别是 7 月份的飙升，与贸易政策密切相关。当时企业面临日益上升的进口成本压力，并开始更多地将这部分成本转嫁至下游。然而，这种传导在 8 月份出现了反复，贸易服务价格大幅下降，表明企业可能因经济前景不确定性和需求压力，选择了自行吸收部分成本以维持市场份额，导致生产端价格降温。最终，8 月 PPI 的意外降温，为美联储在 9 月的货币政策会议上启动降息提供了关键依据。

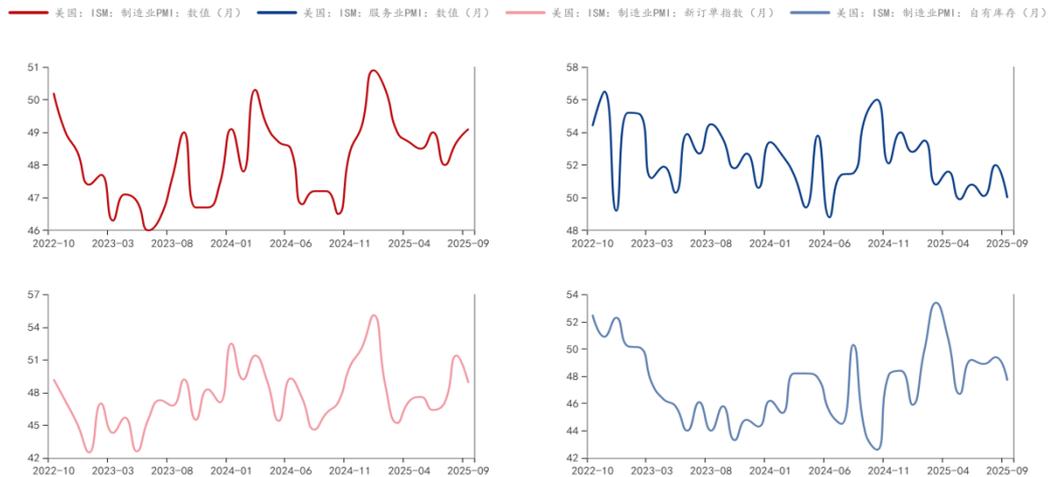
图 3：美国 PPI



（资料来源：钢联数据）

美国 PMI：2025 年今年大部分时间，美国经济内部出现了明显的“制造业弱、服务业强”的分化格局。数据上看 9 月的 PMI 数据呈现“制造业在收缩区间挣扎，而作为经济支柱的服务业扩张几乎陷入停滞”，9 月制造业 PMI49.1，环比上升 0.4 个百分点，连续第 7 个月处于收缩区间（低于 50），但收缩速度略有放缓；然而 9 月服务业的表现值得警惕，ISM 服务业 PMI 骤降至 50.0 的荣枯线，这是自 2010 年 1 月以来的最低水平，意味着占美国经济约四分之三的服务业扩张几乎停滞。最令人担忧的是新订单指数在 8 月短暂扩张后，9 月再次跌回 48.9 的收缩区间，由于新订单不振，企业更倾向于消耗现有库存来完成订单，导致库存指数下降至 47.7。

图 4：美国 PMI



（资料来源：钢联数据终端）

美国失业率失业率：就业增长动能急剧减弱，失业率趋势性温和上升，表明劳动力市场在持续降温。美国劳工部还大幅下修 5 月和 6 月的就业数据：5 月非农新增就业由 14.4 万人下调至 1.9 万人，6 月则由 14.7 万人下调至 1.4 万人；2025 年以来，非农新增就业人数不仅绝对值偏低，而且前期数据被大幅下修，这表明就业市场的活力远不如初期评估的乐观。关税政策的不确定性使得企业在投资和招聘上趋于谨慎。同时，移民政策的收紧导致劳动力供给减少，另外联邦政府部门就业因预算削减等因素呈现下降趋势。劳动力市场的疲软迹象已开始影响政策走向，迫使美联储货币政策从“抗通胀优先”转向“防范经济下行风险”。

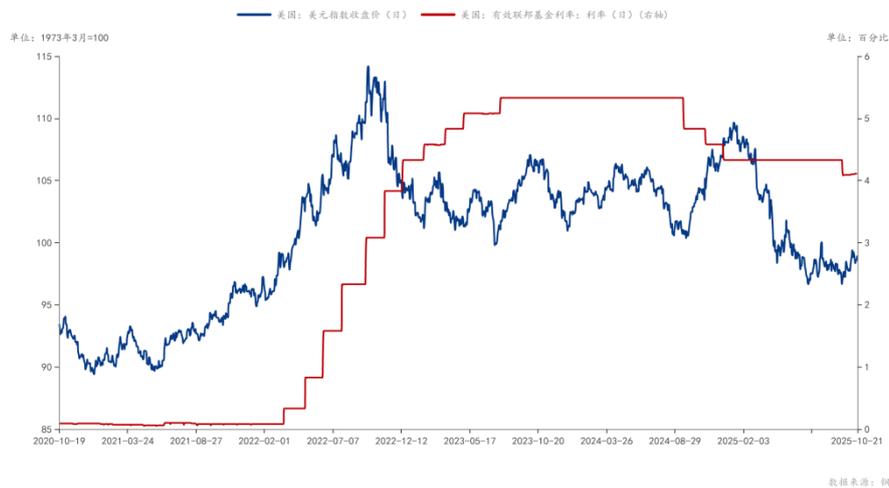
图 5：美国就业及失业率



(资料来源：钢联数据终端)

美国降息预期：2025 年北京时间 9 月 18 日美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 4.00%-4.25%，这是 2025 年首次降息，也是继 2024 年美联储三次降息后的再次行动。但这更多可能是应对经济下行风险的预防性措施。根据美联储会后发布的“点阵图”（反映官员们对未来利率的预测），多数官员预计在 2025 年年底前还会再有两次 25 个基点的降息，这意味着 2025 年全年可能累计降息 75 个基点。然而，这条降息预期并非一成不变。其最终步伐将高度依赖于后续的经济数据，特别是通胀的实际回落情况和就业市场的健康度。

图 6：美元指数与联邦基金利率



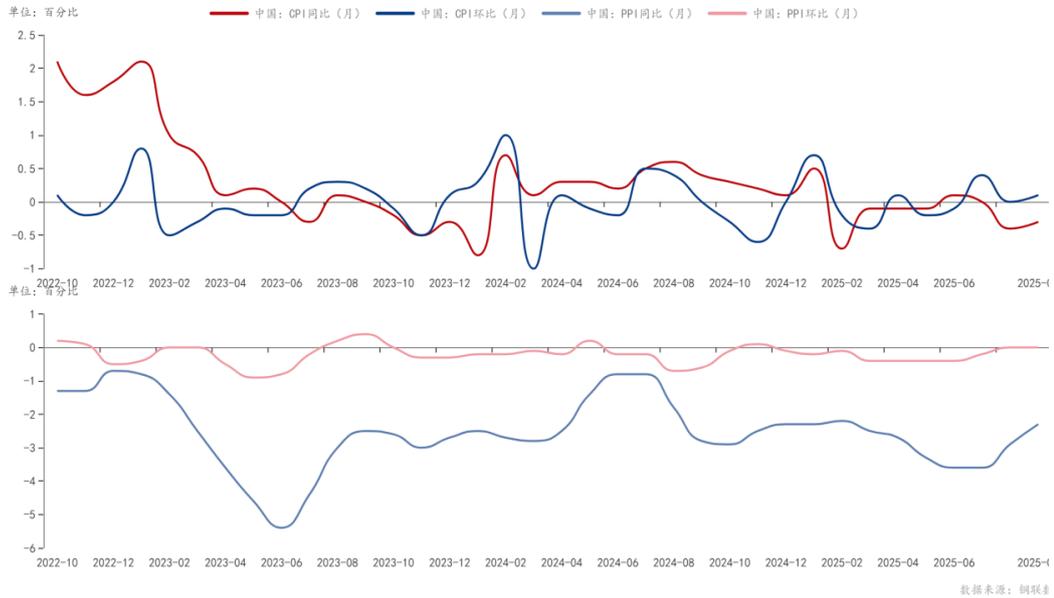
（资料来源：钢联数据终端）

关税贸易战：关税贸易战背后逻辑是美国长期财政可持续性堪忧。当前美国社会保障、医疗保险、医疗补助以及债务利息，都属于强制性或刚性支出，合计占总支出的比重很大，债务利息支出不仅规模破纪录，其增速也令人担忧，在高利率环境下，利息支出已成为财政可持续性的最直接威胁。为增加收入，特朗普政府对内督促美联储降息，签署《大而美法案》通过系统性减税刺激投资和消费，对外推行加征“关税”缩减贸易逆差。然而传统的需求侧刺激（降息、减税）搭配带有强烈保护主义和政治色彩的供给侧干预（关税）来重塑美国经济，长期来看，其内在的矛盾性、对社会公平的损害以及对全球合作规则的破坏，为美国乃至全球经济的稳定带来极大的不确定性。

（二）中国宏观层面分析

中国 CPI、PPI:整体看 CPI 同比增速继续温和回升，PPI 的同比降幅也继续收窄，从数据上来看“以旧换新”等扩内需政策有效提振了相关商品消费和价格。同时，“反内卷”旨在治理行业“内卷化”竞争、优化供给结构的政策，有助于改善市场供需关系，推动价格中枢温和回升。当前温和的物价水平为宏观政策继续发力支持内需提供了空间。

图 7：中国 CPI 及 PPI 同环比



(资料来源：钢联数据终端)

中国 PMI:前三季度整体来看，制造业 PMI 虽有所波动，但整体呈现复苏势头；非制造业商务活动指数始终保持在扩张区间，体现了较强的韧性。分行业看，建筑业商务活动指数呈现出明显的“前高后低、逐步承压”的特点，整体在临界点附近徘徊，反映出行业在需求不足等挑战下面临的压力与韧性。前三季度，中国服务业商务活动指数保持在临界点上，整体展现了较强的韧性，其商务活动指数整体保持平稳运行。

图 9：中国 PMI 指数



数据来源：钢联数据

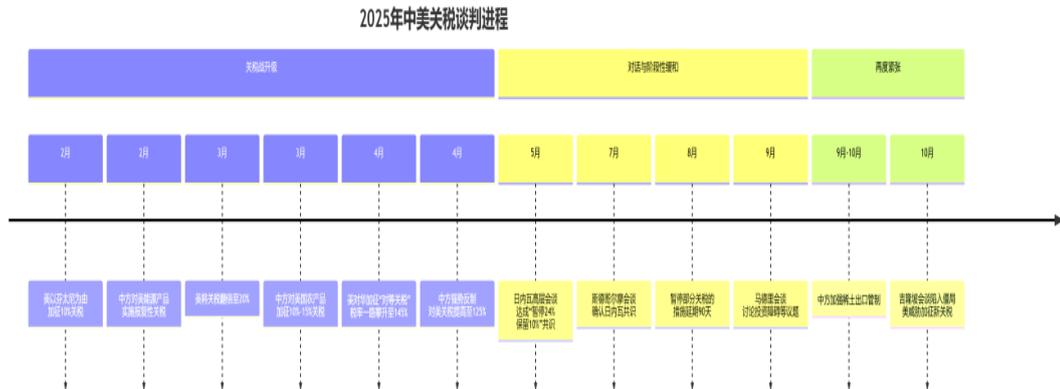
(资料来源：钢联数据终端)

中国财政、货币、消费政策：2025 年积极的财政政策为扩大内需和支持重点领域提供资金动能，而适度宽松的货币政策则确保市场流动性充裕，降低融资成本，共同营造支持经济的良好环境。财政资金在扩大有效投资（如“两重”建设）的同时，也通过支持“两新”（设备更新和以旧换新）直接撬动消费，形成良性循环。政策既着眼于短期内的经济回升向好，也致力于通过深化改革（如财税体制、消费环境）为中长期高质量发展增续后劲。

总体来看，中国的宏观政策组合拳这些措施共同支撑了 2025 年经济的平稳运行。同时也要看到，经济回升的基础仍需巩固。例如，核心 CPI、PPI 涨幅仍处于低位、制造业 PMI 仍处于荣枯线反复，民间投资动力有待加强，反映出内需扩张的基础尚需进一步夯实。预期未来政策需在提振市场主体信心、促进收入增长等方面持续发力。

中国宏观政策、政策方向及具体措施与工具		
财政政策	更加积极有力	<ul style="list-style-type: none"> 赤字率设定在 4% 左右，为历史较高水平。 发行超长期特别国债 1.3 万亿元，其中 8000 亿元支持“两重”（重大战略、重点领域安全能力建设）项目，5000 亿元加力扩围“两新”（设备更新、消费品以旧换新）政策。并安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，重点投向基建、农林水利等领域，并允许部分资金用于土地储备和保障性住房建设。
货币政策	适度宽松	<ul style="list-style-type: none"> 降准降息：年中降准 1 个百分点（累计释放流动性超 3 万亿元），1 年期 LPR 下调 0.1 个百分点至 3.1%，5 年期以上 LPR 同步调整。 流动性管理：开展 1.7 万亿元买断式逆回购操作，MLF（中期借贷便利）操作规模增至 4500 亿元，优化利率招标机制。 结构性工具精准滴灌：持续优化和运用支农支小再贷款、科技创新再贷款等工具，引导资金流向科技创新、绿色低碳、普惠养老及消费等重点领域。
消费政策	全方位扩大内需	<ul style="list-style-type: none"> 以旧换新：汽车报废更新补贴范围扩大至国四燃油车及 2018 年前新能源车，中央财政补贴资金增至 3000 亿元。 家电与数码新增净水器、洗碗机等 4 类家电补贴，手机、平板等数码产品购新补贴 15%（单件最高 500 元）。 实施“提振消费专项行动”：通过促进就业、提高社保标准、严格带薪年休假制度、以及落实生育保险和育儿补贴等措施，增加居民可支配收入和消费意愿。发展文旅、养老托育、银发旅游、冰雪消费等服务消费；培育“人工智能+消费”、国货“潮品”等新型消费，并优化入境消费环境。清理不合理消费限制，规范市场秩序（如纠正“流量至上”、“低价为王”等侵犯权益行为），完善城乡消费设施等。

中美关税谈判：中美关税谈判在 2025 年经历了多次起伏，美方试图通过极限施压获取谈判筹码，但其内部的政治环境、经济压力限制了其行动能力。中方则凭借在关键产业链（如稀土）上的优势和贸易市场的多元化，展现出较强的战略定力。



整体看，关税谈判进程起伏体现了中美贸易博弈的复杂性。若双方无法弥合核心分歧，中美双方大概率可能进入一种“常态化进阶式边谈边冲突”的“持久战”状态，即维持当前部分领域的低关税水平，同时对关键各自部分领域升级或加以条件限制。

中美关税谈判最终走向，分析认为美国国内的通胀压力、债务上限问题以及农业州的诉求，与中国维护核心发展利益的决心，将是决定谈判能否取得实质性进展的关键因素。

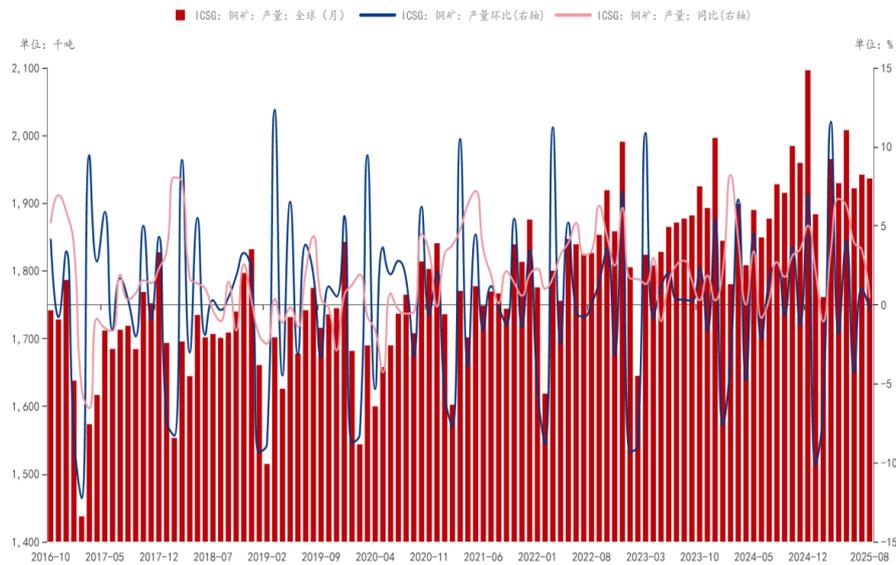
三、铜供给端分析

（一）铜矿：海外矿端扰动市场供应预期

国际铜研究小组（ICSG）在 2025 年 10 月的最新评估指出，全球精炼铜市场的供需预期发生了重要转变，预计到 2026 年将出现 15 万吨的供应缺口。下调矿山产量增速预期，主要源于 2025 年 9 月，全球第二大铜矿——印尼的 Grasberg 铜矿因事故停产，其 2026 年的产量预计将比此前预估减少约 27 万吨，市场供应预期转变。

中国《铜产业高质量发展实施方案（2025-2027 年）》设定了到 2027 年国内铜矿资源量增长 5%-10% 的目标，旨在通过提升国内资源自给率、优化产业结构和强化科技创新，来增强我国铜产业链供应链的韧性和安全水平。

图 10: ICSG 铜矿产量 (月)

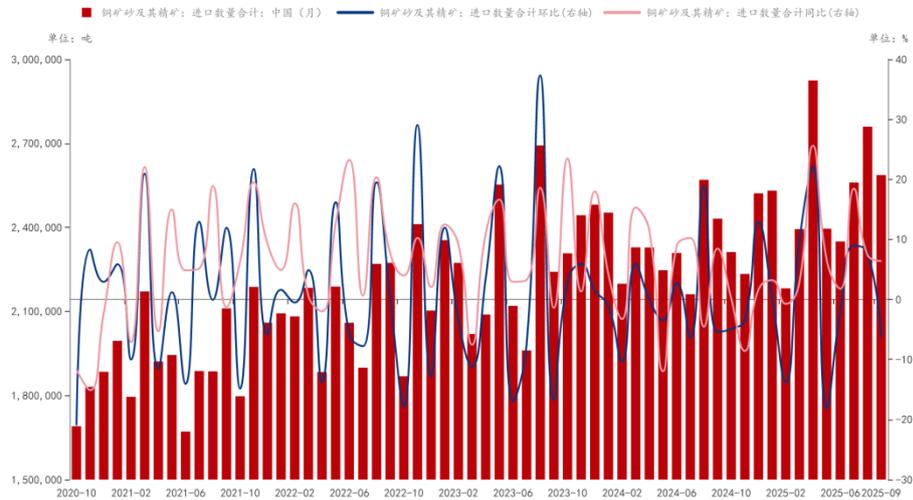


(资料来源: 钢联数据终端)

(二) 中国铜资源进口: 矿端扰动未传导进口, 进口量保持稳健增长

铜精矿及矿砂进口: 根据海关数据统计, 截止 2025 年 9 月, 中国进口铜矿砂及其精矿 258.69 万吨, 环比减少 6.25, 同比增长 6.4%; 2025 年 1-9 月累计进口 2263 万吨, 同比增长 7.7%。铜矿进口来源地格局相对稳定, 但多元化的趋势也在延续, 智利和秘鲁依然是中国最核心的铜矿供应国, 新兴力量俄罗斯、哈萨克斯坦、蒙古等周边国家的进口量呈现增长势头。

图 11：铜精矿及矿砂进口（月）



数据来源：钢联数据

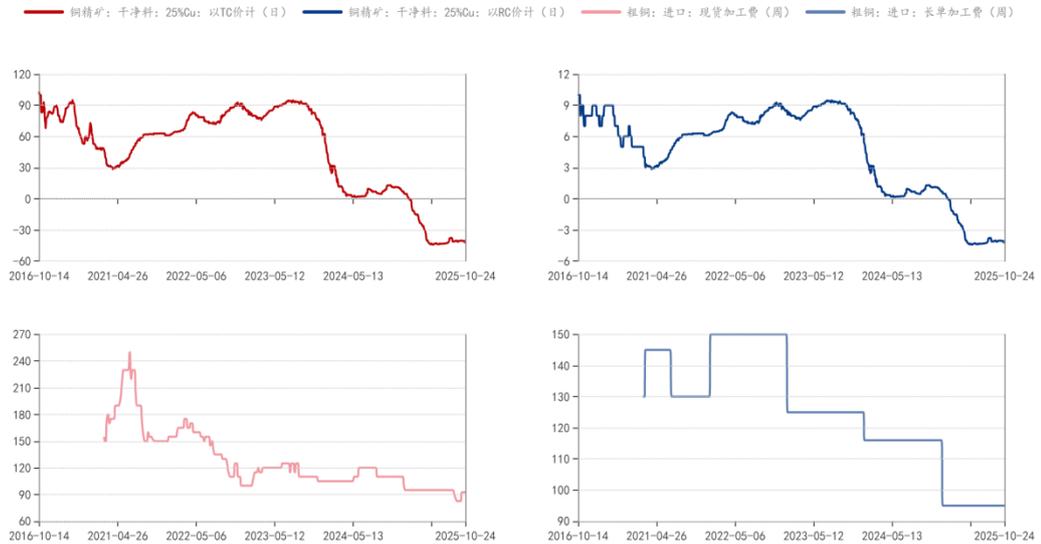
（资料来源：钢联数据终端）

TC、RC、粗铜加工费：铜精矿加工费创历史新低，核心矛盾在于铜矿供应增速跟不上冶炼产能的扩张，导致冶炼环节对有限原料的竞争白热化。一些大型低成本新产能的投产，进一步挤压了原有冶炼厂的生存空间。为扭转这一局面，市场通过大幅降低加工费来逼迫高成本产能退出。此外，供应端扰动，持续加剧了原料的紧张局面。

粗铜加工费承压的因素：粗铜加工费低位运行，反映了废铜和阳极板供应紧张。政策不确定性是重要因素，特别是2025年“反向开票”等税务合规政策的实施，使得许多再生铜冶炼企业为规避风险而选择停产观望，或仅采购含税再生铜原料，这直接限制了粗铜的供应。同时，由于铜精矿原料问题，冶炼厂为维持生产，对粗铜等替代原料的需求增加，进一步加剧了供需矛盾。

极低的加工费严重挤压了冶炼厂的利润空间。为应对困境，冶炼厂正全力提升副产品收益，硫酸及伴生的黄金、白银等贵金属的价格处于高位，成为重要的利润补充。同时，增加采购废铜和粗铜等替代原料也成为重要策略。2025年极低加工费尚未对国内电解铜产量产生负反馈。

图 12：TC、RC、粗铜加工费



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

中国未锻轧精炼铜阴极及阴极型材进口量：截止 9 月为 331.31 万吨，环比增加 26.46%，同比增加 2.90%；1-9 月累计进口 255.09 万吨，同比减少 4.07%。此前因 LME 与 COMEX 市场价差而流向海外的部分铜货源，随着价差消退，在 9 月份开始集中运回中国。

中国铜废碎料进口：根据海关总署数据，截止9月中国铜废碎料进口量18.41万吨，环比增加2.63%，同比增加14.84%，1-9月中国铜废碎料进口总量169.89万吨，同比增加1.53%。前8个月中国铜废碎料进口呈现“总量平稳，但进口来源地结构显著变化”。从美国的进口量因政策变化而急剧萎缩，前8个月，美国在中国废铜进口总量中的占比已从2024年全年的19.53%骤降至约8.84%。这主要源于美国要求美国生产的高品质废铜必须保留一定比例在国内销售。从数据来看2025年9月，日本和泰国已成为前两大供应国，当月进口量分别达到3.35万吨和3.01万吨，同比增幅均超过100%，日本和泰国已成为中国铜废碎料进口主要来源地。

中国2025年9月，工信部等八部门联合印发的《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》中，新增了“再生金属产量突破2000万吨”的目标。这明确发出了加强国内资源循环利用的政策信号，可能会对未来长期进口需求结构产生影响。

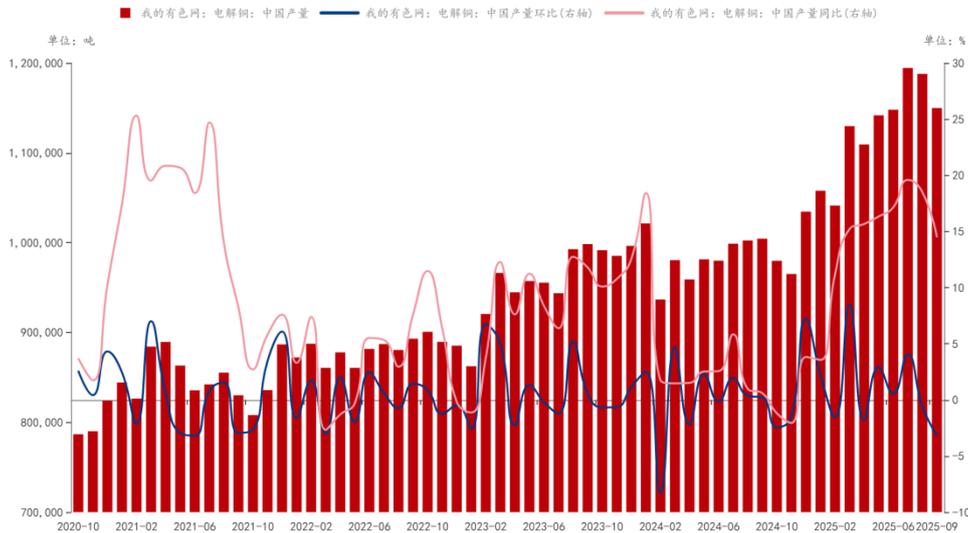
（三）中国电解铜产量：总量维持增长

数据显示，截止2025年9月中国电解铜产量114.98万吨，环比降低3.2%，同比增长14.48%，1-9月中国电解铜产量累计1015.96万吨，同比增长14.64%。9月份电解铜产量的环比下降，这主要是由短期检修和长期原料矛盾共同导致，9月份国内冶炼厂检修计划增多，国内废铜补贴政策不明确，导致依赖废铜生产阳极板的企业原料采购困难，部分企业无奈减产，制约了电解铜的产量。

整体看国内电解铜产量总量维持增长，增长主要得益于：上半年新投产的冶炼厂产能利用率快速上升，贡献了超预期的产量。同时副产品盈利改善，硫酸价格维持在高位，有效弥补了冶炼环节的亏损。其他如金、银等副产品的价格存在较好表现，整体提升了冶炼厂的总体盈利能力。



图 15：中国电解铜产量（月）



（资料来源：钢联数据终端）

（四）铜精矿港口库存：相对水平不高

截至 2025 年 10 月，中国铜精矿港口库存整体呈现“相对水平不高”的特点。影响因素一是全球矿端供应扰动，二是国内冶炼需求有韧性。整体看 2025 年中国铜精矿港口库存跟随需求端起伏。

四、铜需求端分析

（一）高铜价背景下，下游开工承压

下游铜棒 2025 年表现相对疲软的领域，其开工率持续在低位徘徊。原因一是房地产行业的持续低迷；二是在高铜价环境下，下游企业更倾向于寻求价格更低的替代材料。

下游精铜开工率波动剧烈，其走势与铜价高度相关，铜价重回高位后，下游提货意愿迅速被抑制。截止 10 月开工率低于往年同期，反映出高铜价对需求的强烈抑制。

电线电缆行业需求表现相对韧性，这主要得益于电网投资的稳步增长。但即便如此，该行业也无法完全摆脱高铜价和宏观经济的影响。在铜价高的时期，项目进度放缓，下游采购会趋于谨慎，9 月开工率为 76.15%，低于近三年同期开工率。

铜管截止 9 月开工率为 67.68%，较 8 月低点回升 1.98%，呈现季节性回升态势；但自 2025 年 8 月 1 日起，美国对进口半成品铜产品普遍征收 50% 的关税。这导致直接出口美国的铜管订单减少，对部分以美国市场为主的企业产生了明显的负面影响；同时电解铜作为铜管的主要原料，2025 年铜价持续高位运行，给下游加工企业带来巨大的成本压力。且铜管加工费处于近年偏低水平，企业利润空间被严重挤压，生产策略普遍趋于谨慎，整体看铜管短期季节性回暖，长期需求不足与成本压力挑战并存。

图 16：下游开工率

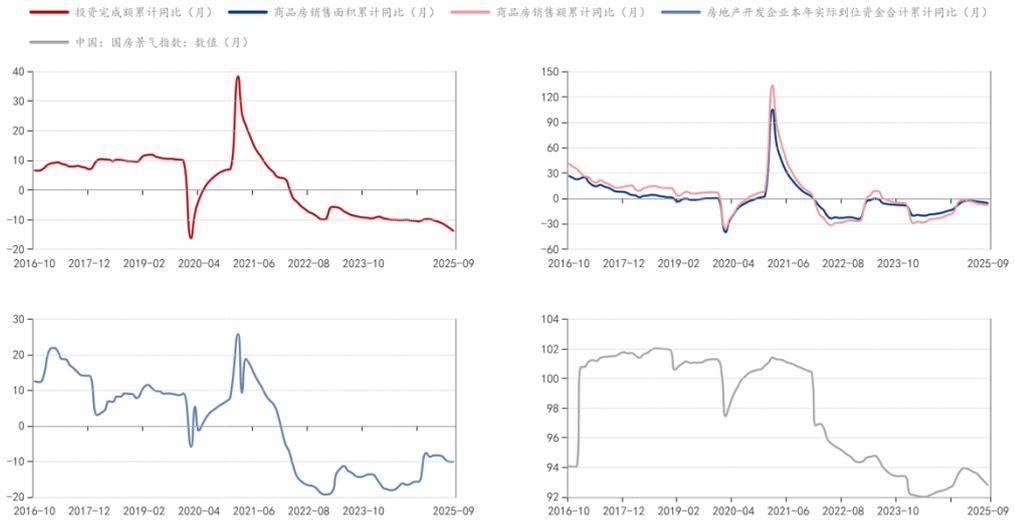


(资料来源：钢联数据终端)

(二) 下游消费终端呈现“新旧动能”转换

房地产：从 2025 年相关数据上看，中国房地产市场整体仍处于深度调整阶段，主要指标同比呈下降态势，房地产开发投资持续下降，显示下行压力仍大。商品房销售面积同比为负，需求端仍显疲软；销售面积和销售额的同比双降，说明市场整体需求偏弱，房价也面临下行压力。市场普遍认为中国房地产传统的“高杠杆、高负债、高周转”模式已难以持续。行业共识是，房地产正从拉动经济的“重要引擎”，向更侧重民生保障和作为产业升级的空间载体双重角色转变。

图 17：中国房地产市场基本情况

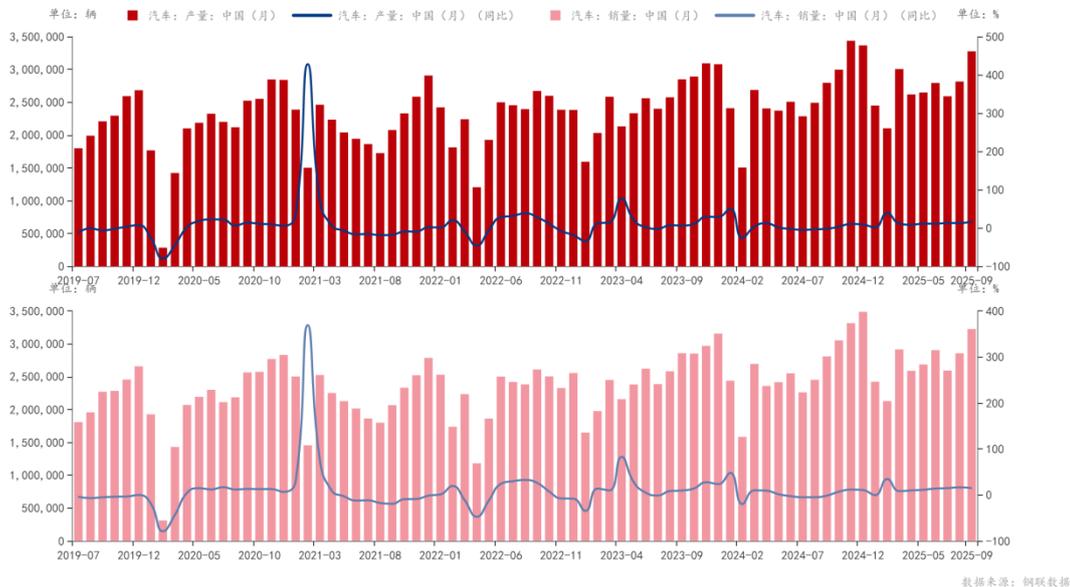


数据来源：钢联数据

数据来源：钢联数据终端

汽车：汽车市场表现强劲，截止 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 16.36%和 12.93%，同比分别增长 17.16%和 14.85%。其中新能源汽车产销分别完成 161.7 万辆和 160.4 万辆，同比分别增长 23.7%和 24.6%。尽管部分地区汽车消费政策出现过暂停后重启或力度调整的情况，但整体市场仍维持了较高的增长韧性。前三季度处于多项政策切换的关键时期，部分企业正加紧调整生产与供给节奏，消费者也积极抢抓购车优惠，市场在政策过渡阶段保持活跃。2025 年是转型的加速年，而 2026 年，随着电池新国标等政策的落地是推动行业高质量发展的关键力量。

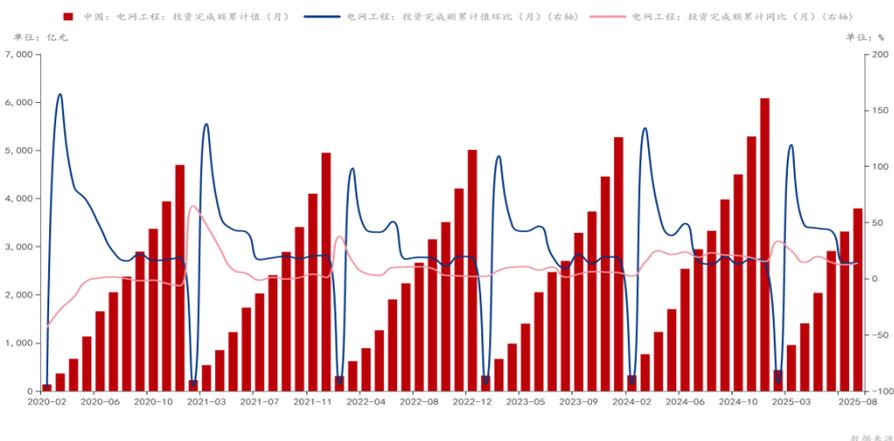
图 18：汽车市场产销基本情况



(资料来源：钢联数据终端)

电网投资：2025 年 1-9 月，国家电网完成固定资产投资超过 4200 亿元，同比增长 8.1%。投资主要投向了保障电力安全可靠供应和促进新能源消纳的关键领域。以此推算，全年投资规模预计将首次突破 6500 亿元。为了应对新能源装机激增带来的消纳和输送挑战，这意味着第四季度的投资进度需要进一步加快，以完成全年目标。

图 19：中国：电网工程投资完成额累计值（月）

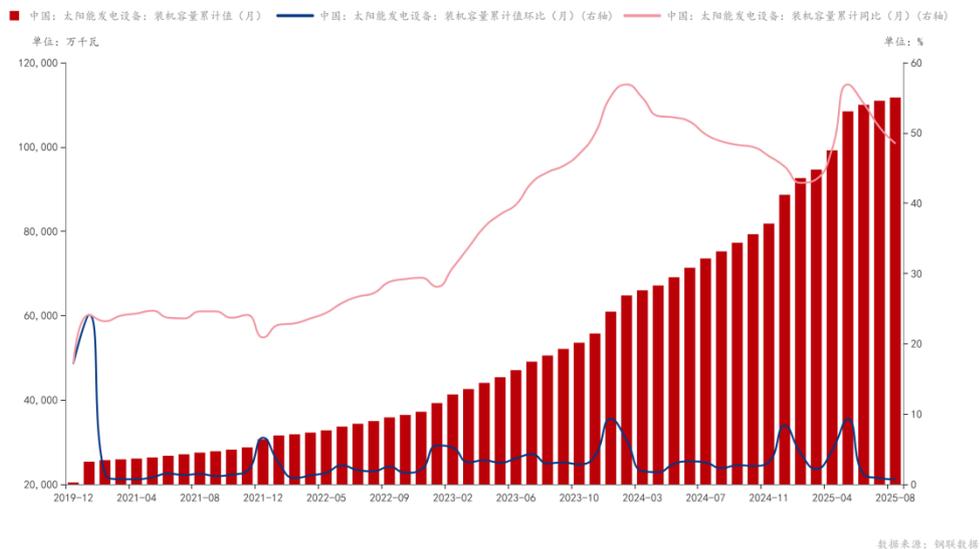


(资料来源：钢联数据终端)

光伏装机：9 月 26 日，国家能源局发布 1-8 月份全国电力工业统计数据。截至

8月底，全国累计发电装机容量36.9亿千瓦，同比增长18.0%。其中，太阳能发电装机容量11.2亿千瓦，同比增长48.5%；风电装机容量5.8亿千瓦，同比增长22.1%。1-8月份，全国发电设备累计平均利用2105小时，比上年同期降低223小时。2025年中国光伏产业延续了迅猛发展的势头，上半年装机数据亮眼，全年预计将再创纪录，2025年的中国光伏产业在规模上继续领跑全球，但发展的驱动逻辑正在从单纯的政策扶持转向政策与市场双轮驱动。光伏新政策2025年6月1日实施，消纳能力正在取代资源潜力，成为决定新增装机规模的主要因素，从单月月度增速来看，装机增速边际放缓。

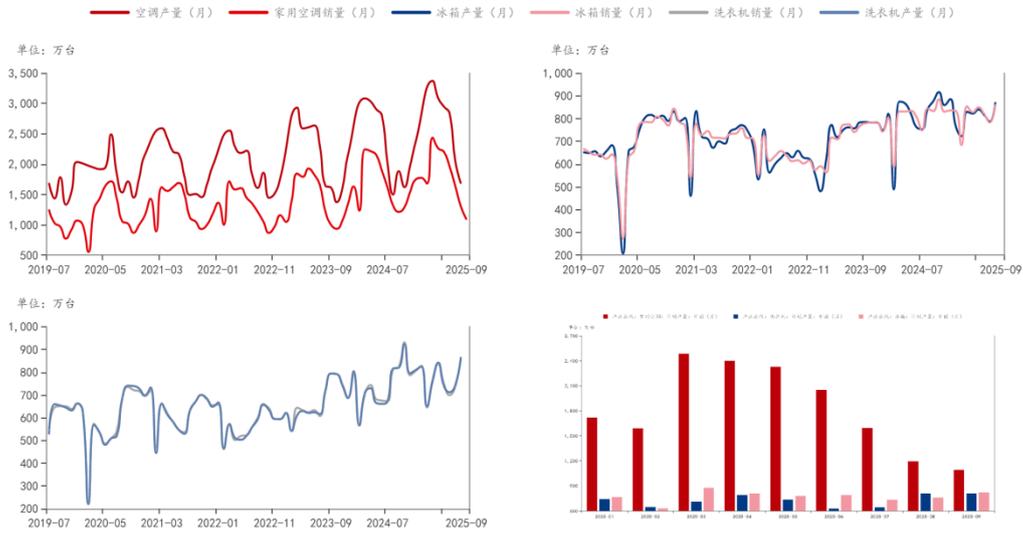
图 20：中国：太阳能发电装机累计值（月）



（资料来源：钢联数据终端）

家电：2025年，在全球多地持续高温天气的刺激下，叠加国家层面的消费品“以旧换新国补”等政策对家电市场产生了立竿见影的效果；随着政策刺激效应边际递减和极端天气的不可持续性，市场逐步回归理性。数据显示2025年9月中国家用空调生产1056.7万台，同比下滑13.5%；销售1088.4万台，同比下滑10.2%。其中内销594.9万台，同比下滑2.5%；出口493.5万台，同比下滑18.1%。8月冰箱总产销及库存规模同环比均呈增长态势。分内外销来看，出口量474.2万台，同比下降0.8%，内销量387.8万台，同比增长5.9%。内销市场实现了较好增长。8月，洗衣机总产销规模延续增长。其中内销量389万台，同比增长0.6%，外销量477.6万台，同比增长12.1%。内销市场国补政策在上半年集中释放了较多需求，8月出现明显回落。

图 21：空调、冰箱、洗衣机产销



数据来源：钢联数据

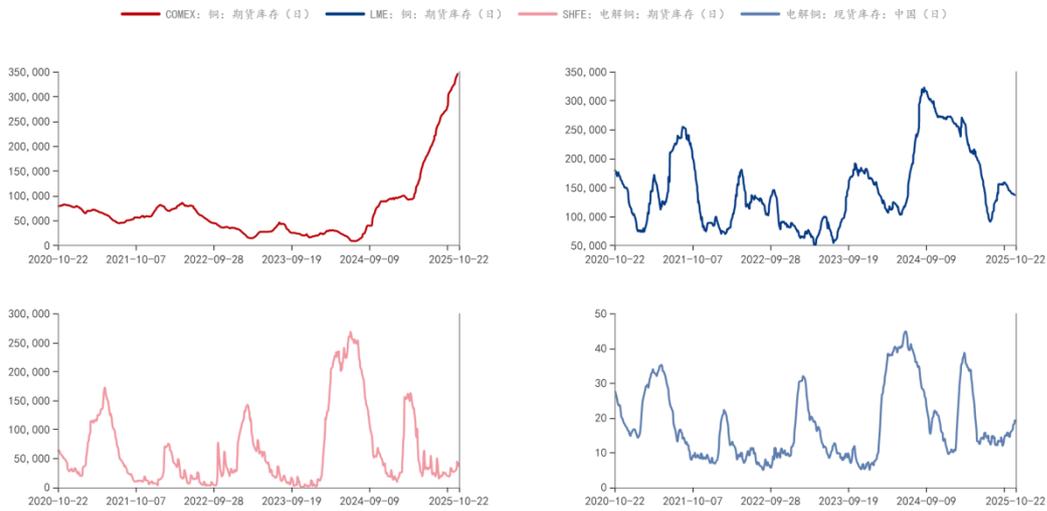
(资料来源：钢联数据终端、产业在线)

(三) 期货库存：区域分化显著

2025年以来美国的“虹吸效应”明显，三大交易所呈现纽约商品交易所（COMEX）库存持续增加、伦敦金属交易所（LME）持续去库、上海期货交易所（SHFE）保持平稳。在美国铜关税预期下的“抢运囤货”、关税豁免后残留的套利动力及高昂的“搬家”成本减缓了COMEX库存流出的速度。

10月以来上海期货交易所（SHFE）库存持续累积，原因是国内冶炼厂检修增多、进口铜到货，且高铜价抑制下游采购，导致短期累库。国内社会库存因到货增加和高铜价消费抑制近期累库，但绝对水平仍处于历史相对低位。

图 22：COMEX、LME、上海交易所库存及国内现货库存对比



数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

五、分析总述及交易策略及保值参考建议

宏观层面，2025 年在关税贸易战背景下，美国基于长期财政可持续性担忧，美国采取降息(督促美联储降息)，签署“大而美法案”(通过系统性减税刺激投资和消费)，解决贸易逆差(加征“关税”)；中国为应对复杂的外部环境，采取宏观政策组合拳协同发力，政策上中国 2025 年降息降准与美国降息形成共振，在情绪面及资金面对资产价格形成利好。展望 2026 年，宏观上仍然存在不确定性(贸易纷争、地缘争端)，宏观不确定性对应宏观经济数据高度敏感，市场情绪趋向同质化。

供应方面，2025 年电解铜供给端的核心表现是矿端供应与中国冶炼产能扩张之间的深刻矛盾。这一矛盾通过深度负值的加工费与国内电解铜产量持续放量体现出来。2026 年“原料矿端偏紧预期”与“国内电解铜供给宽裕”博弈或持续。关注矿端复产进程及国内原料来源结构变化。

需求方面，2025 年国内需求“新旧动能”转换，房地产等传统领域持续承压，但新能源汽车、光伏、风电以及电网投资等领域需求保持增长，消费政策支持下表现相对韧性，但也存在部分消费前置，需求增长边际放缓。2026 年新国标的实施，标志着中国新能源汽车产业从量变迈入质变。光伏、风电发展受限于消纳问题，市场化解决需要时间。

操作建议：综上分析 2025 年沪铜期货价格在宏观政策、供需博弈和市场情绪的共同驱动下大幅震荡。展望 2026 年宏观存在不确定性（中美政策及贸易谈判），不确定性对应经济数据高度敏感，供需基本面博弈加剧，市场情绪同质化放大价格波动。操作上关注区间（72000~92000）元/吨，产业链企业利用沪铜期货和期权工具锁定采购或销售成本，例如卖出虚值看涨期权收取权利金，避免单边投机，严格匹配现货头寸。个人交易者在宏观事件（如经济数据、关税谈判）前后构建期权跨式组合，做多波动率快进快出，及时止盈止损。

风险点：

上行风险：矿端供应中断（如智利、秘鲁罢工、地质灾害）、国内外政策加码刺激需求超预期

下行风险：矿端复产超预期、关税贸易战升级全球经济衰退、替代材料（如铝）技术突破



生猪产能调控有序展开

要点

2025 年生猪市场呈现偏弱运行态势，价格自第三季度起持续下行，导致养殖行业陷入亏损且亏损程度加深。面对这一局面，管理层及时出台细化产能调控的反内卷政策，旨在有序压减生猪产能。随着政策效应逐步显现，2026 年生猪价格有望实现恢复性上涨。

研究发展部

分析师：程杰

期货交易咨询资格：

Z0014943

联系方式：

chengjie@btqh.com

摘要

一、2025 年生猪市场回顾

生猪期货走势回顾

仔猪价格回顾

二、生猪市场供给展望

能繁母猪存栏量及仔猪产量变化及展望

生猪存栏量及出栏量变化预期

猪肉产量及进出口

三、生猪消费预期

生猪屠宰情况

宰后均重季节性特征

猪肉冻品库存变化

四、养殖行业盈利现状及价格风险管理策略

养殖行业亏损并加深

生猪市场展望及风险管理策略

一、2025 年生猪市场回顾

(一) 生猪期货价格走势回顾

图 1：2025 年生猪期货价格走势



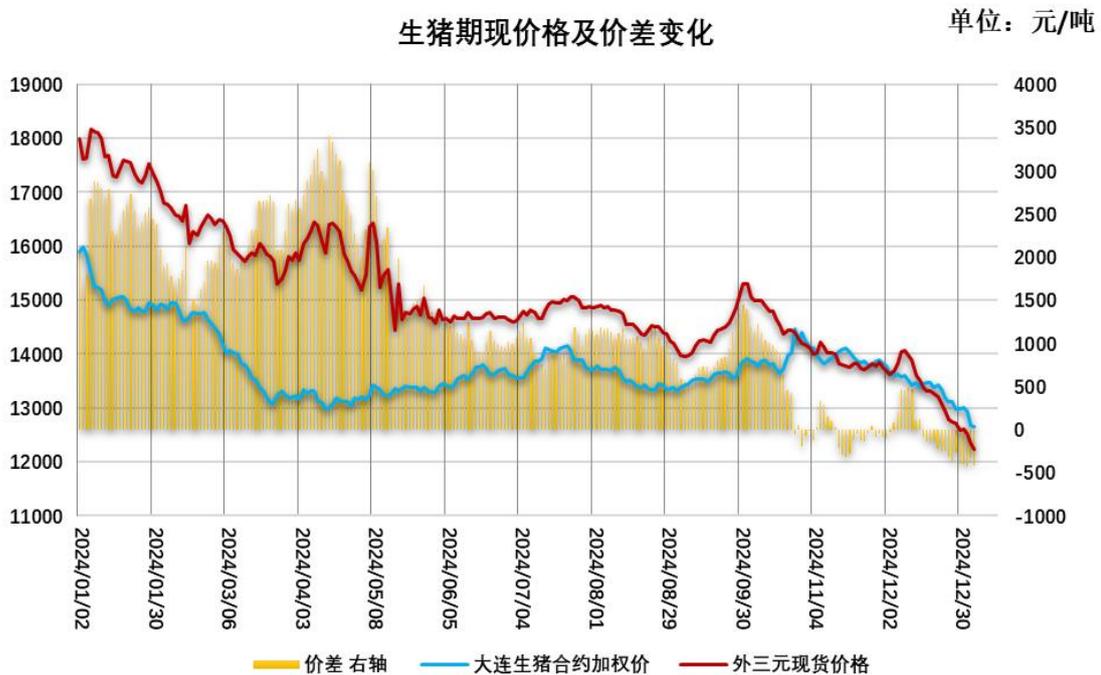
(资料来源：大连商品交易所，交子期货)

2025 年生猪期货价格波动大致可以分为三个阶段：

第一个阶段：价格下行阶段（2024 年 10 月-2025 年 1 月）价格从 15890 元/吨跌至 12985 元/吨（跌幅 18.3%），2024 年 12 月单月跌幅超 10%。由于 2024 年四季度需求预期驱动价格向上提前到二季度，价格上涨带来价格高估，价格高企未能匹配供给增长，年末集中出栏引发价格持续回归。

第二阶段主要表现为反弹（2025 年 2 月-7 月）期间生猪期货价格回升至 14455 元/吨（涨幅 11.3%），但 4 月、6 月多次回踩。反弹末期叠加了反内卷政策出台，价格触及反弹高位。生猪产业反内卷措施具体有：调减能繁母猪存栏量以优化产能结构；严格禁止二次育肥操作规范市场秩序；强制要求出栏体重控制在 120 公斤以内以提升生产效率。

图 2：生猪期现价差变化对比



(资料来源：钢联数据，DCE，交子期货)

第三个阶段生猪价格二次探底（2025年8月-9月）生猪期货价格从14000元/吨跌至12700元/吨（跌幅超10%）。期间生猪产业反内卷政策进一步增强可操作性，细化具体措施并明确责任分工。由于产能调整传导至供应端需要较长时间，政策效果滞后客观存在，因此生猪价格持续探底，养殖行业亏损出现并加深。

（二）仔猪市场价格走势回顾

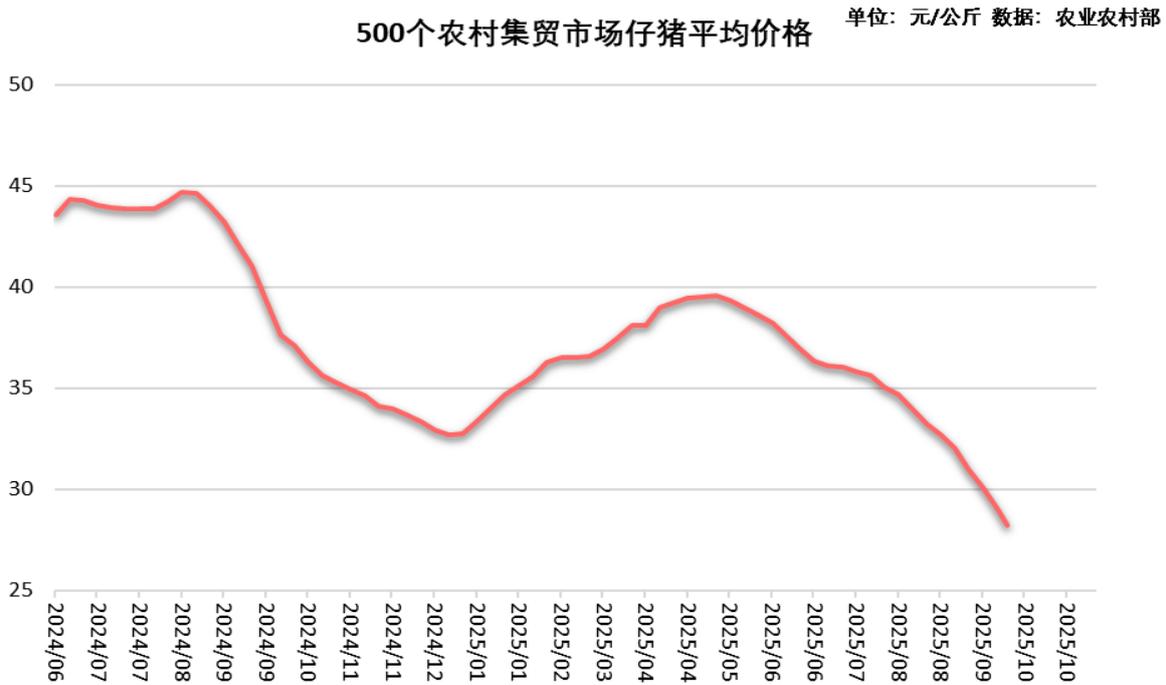
2025年生猪价格受能繁母猪存栏量变动的权重有所降低，由于2025年对应生猪出栏的仔猪供给量变动幅度较大，因此事实上带来了仔猪供给对生猪市场的影响显著提升，回顾2025年仔猪价格走势，主要分为两个阶段：

第一阶段：2024年10月至2025年5月期间，市场价格呈现稳健的持续上涨态势。具体数据显示，从2024年10月的37.62元/公斤起步，经过8个月的稳步攀升，最终达到39.57元/公斤的高位，期间累计涨幅达5.2%。这一上升周期表现出明显的渐进性特征，平均每月涨幅约0.65%，反映出市场需求的稳定增长和供应端的相对平衡。值得注意的是，这一上涨趋势与往年同期相比更为平缓，可能受到政策调控预期和季节性因素的影响。

第二阶段：2025年6月起市场行情急转直下，开启快速下行通道。价格从6月初

的 39.57 元/公斤高位持续回落，7 月跌破 35 元后加速探底，8 月初受仔猪产量累积增长 8 个月和生猪消费需求萎缩双重影响出现大幅下跌，最终在 9 月底触及 28.25 元/公斤的阶段低点。这轮调整历时三个月，累计跌幅达 28.6%。

图 3：集贸市场仔猪价格变化



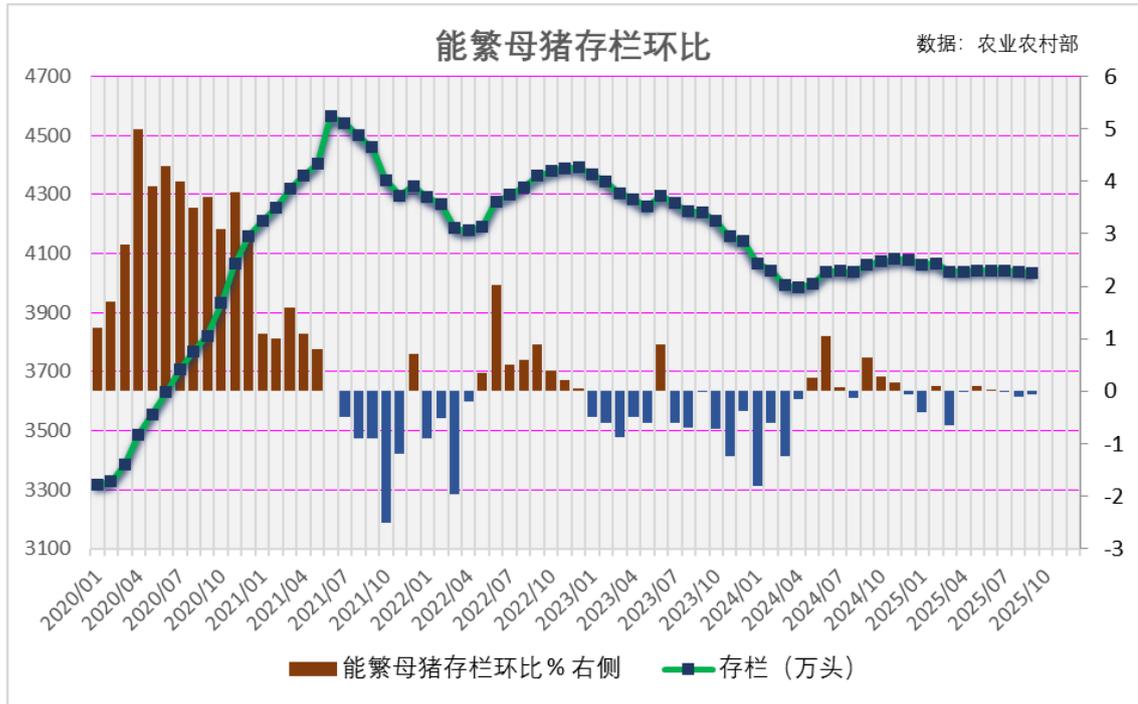
(资料来源：农业农村部，交子期货)

二、生猪市场供给展望

(一) 能繁母猪存栏量趋稳

国家统计局数据显示：截至 2025 年三季度末，能繁母猪存栏 4035 万头，同比减少 28 万头，下降 0.7%，季度环比减少 9 万头，略降 0.2%。全年来看能繁母猪存栏量全年趋稳，下图中连续 7 个月存栏量保持平稳，但是出栏数据却出现了较大幅的变化，究其原因，主要是今年能繁母猪对后续产能的影响更多体现在生产效率的提高 (PSY)。根据 2024 年 3 月修订的生猪产能调控方案，能繁母猪存栏量调控目标为 3900 万头，在 2025 年 9 月的生猪调控会议上，相关部门提出了更为细化的调控措施，要求 2026 年将能繁母猪存栏量调控在 3950 万头。下调幅度 2%。该措施实施后，根据养殖行业的传导规律，生猪出栏压力明显减弱的窗口期预期要到 2026 年 6 月开始出现。

图 4：能繁母猪存栏量及环比变化

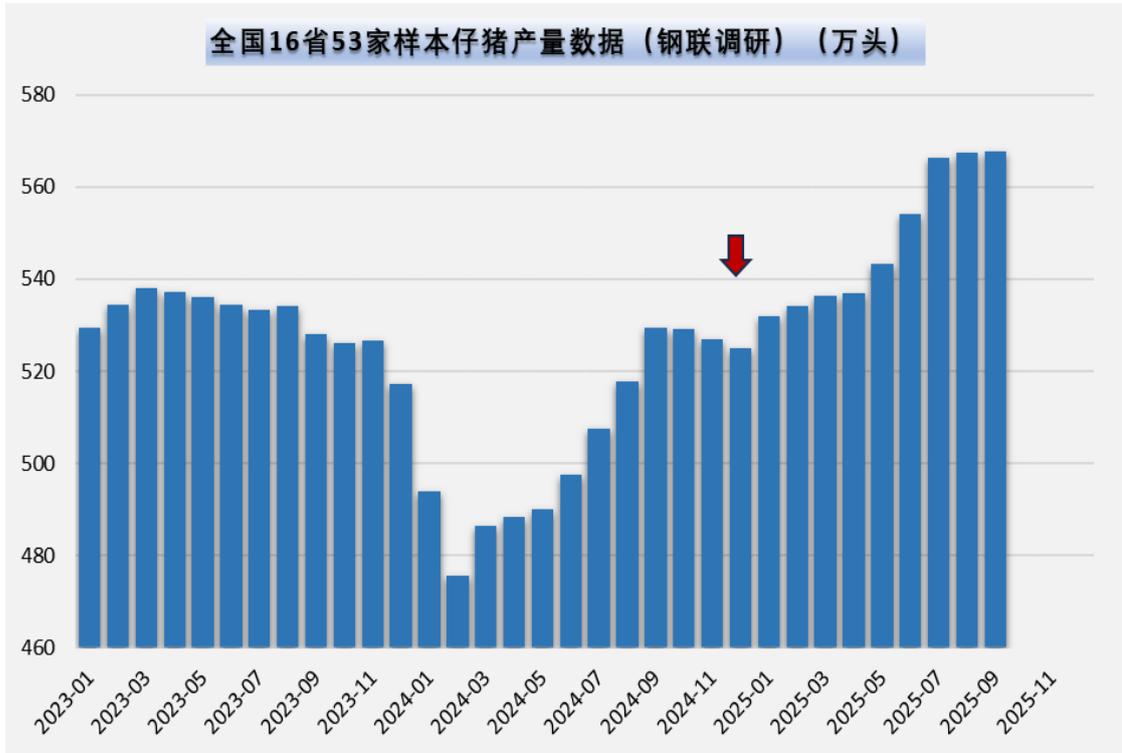


(资料来源：农业农村部，交子期货)

(二) 仔猪产量变化展望

钢联调研数据显示：2024年10月至2025年9月，样本企业仔猪产量呈现明显的先抑后扬态势，整体波动幅度达7.04%。具体来看，2025年仔猪产量变化主要分为三个阶段：1、平稳下行阶段（2024年10月-12月）：产量从529.19万头微降至525.11万头，降幅0.77%，主要受冬季母猪受胎率季节性下降影响。2、快速回升阶段（2025年1月-6月）：产量由531.83万头激增至554.02万头，增幅4.18%，其中5-6月单月增速达1.96%，反映能繁母猪存栏量调整及春季配种高峰的效果显现。3、高位企稳阶段（2025年7月-9月）：产量维持在566.25万头至567.6万头区间，波动率仅0.24%，表明市场供需进入动态平衡期，养殖端产能释放趋于理性。

图 5：调研样本企业仔猪产量统计



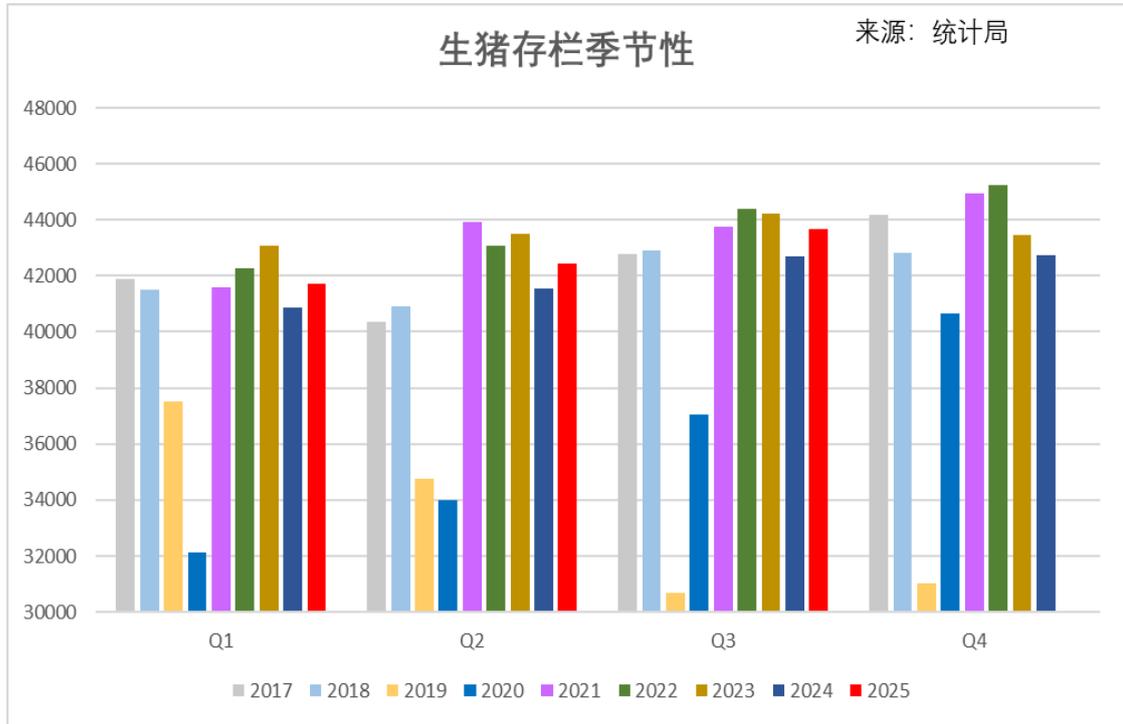
（资料来源：钢联数据，交子期货）

据此分析：2025年1-9月仔猪产量持续增长，对应2025年7月到2026年3月出栏处于持续增长态势；预期来看：仔猪产量2025年8、9月增幅减缓，配合调控政策预期，仔猪减量过程预期从缓增逐步转变为回落，2025年9月后可能出现仔猪产量由增转降的拐点，因此对应出栏变化来看，2026年3月后生猪出栏理论上逐步回落，市场供给压力有望缓解。

（三）生猪存栏变化预期

国家统计局数据显示：截至2025年三季度末，全国生猪存栏43680万头，同比增加986万头，增幅2.3%，环比增加1233万头，增幅2.9%。

图 6：全国生猪存栏量季节性图表



(资料来源：国家统计局，交子期货)

根据仔猪产量数据,仔猪产量持续增长至 2025 年 9 月,预期 2025 年四季度及 2026 年一季度存栏量保持增长。

(四) 出栏量展望

国家统计局数据显示:前三季度,全国生猪出栏 52992 万头,同比增加 962 万头,增幅 1.8%,增速较上半年提高 1.2 个百分点,连续 3 个季度保持增长。

分季度来看:

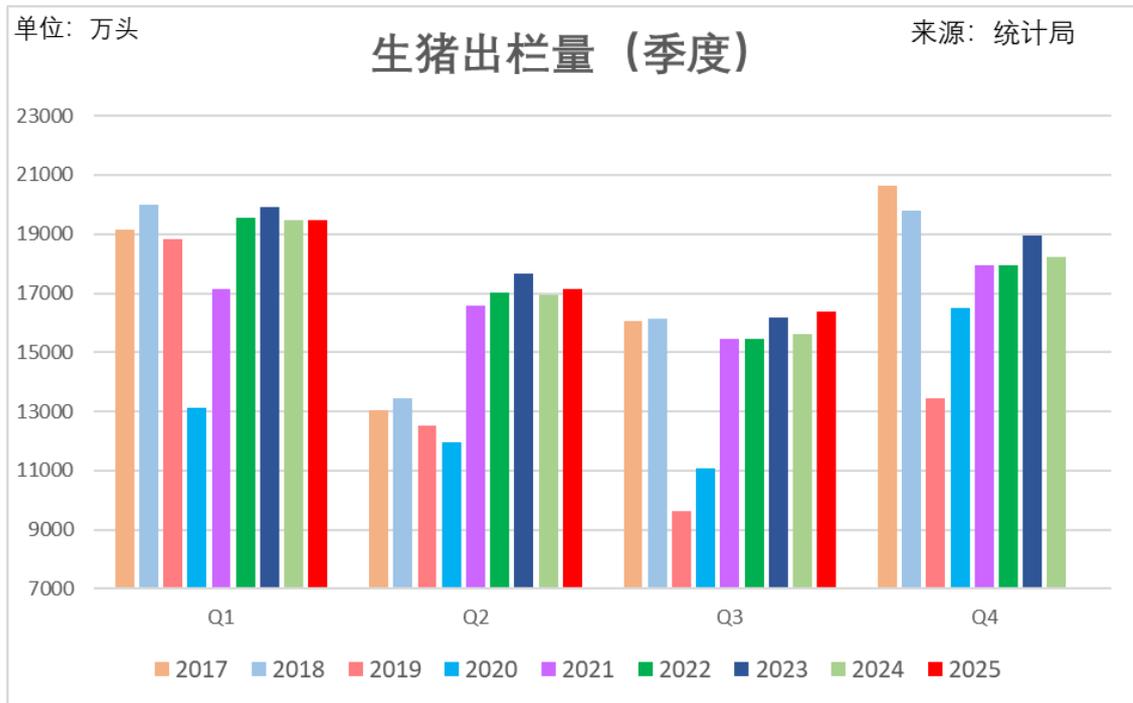
一季度出栏 19476 万头,同比增长 0.11%,

二季度出栏 17143 万头,同比增长 1.20%,

三季度出栏 16373 万头,同比增长 4.72%。

值得注意的是,三季度出栏量增速显著提升,表明生猪供应正进入新一轮增长周期。

图 7：全国生猪出栏量季节性



基于当前存栏增长态势，尤其是环比增速的加快，可以对未来两个季度的生猪出栏量形势做出以下预判：

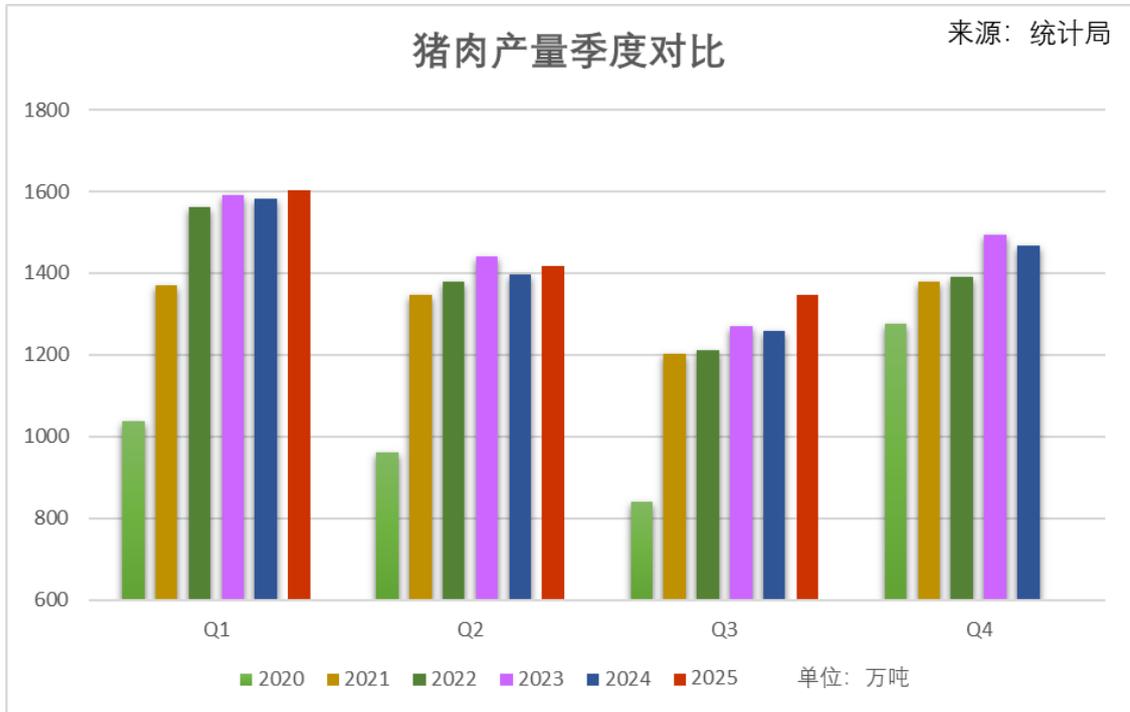
同比基准：预计 2025 年四季度及 2026 年一季度，生猪出栏量将较历史同期增长 2% 以上。

环比趋势：相较于 2025 年二、三季度的出栏规模，2025 年四季度及 2026 年一季度预期出栏量增幅将接近 3%。

综上：生猪存栏量的同、环比双双增长，特别是环比增速的扩大，清晰地指向了一个确定性趋势：自 2025 年四季度起，至少至 2026 年一季度，国内市场生猪出栏量将保持稳定增长态势。

(五) 猪肉产量变化

图 8：全国猪肉产量季节性



(资料来源：国家统计局，交子期货)

国家统计局数据显示：截至 2025 年三季度末，猪肉产量 4368 万吨，同比增加 128 万吨，增长 3.0%。分季度来看：

- 一季度猪肉产量 1602 万吨同比增长 1.20%，
- 二季度猪肉产量 1418 万吨同比增长 1.31%，
- 三季度猪肉产量 1348 万吨同比增长 3.02%。

对比出栏量增长与猪肉产量增长幅度：

- 一季度出肉率最高：猪肉产量增速明显高于出栏量增速。
- 二季度单头出肉量适中：出栏量与猪肉产量增幅基本匹配。
- 三季度出肉率有所调整：在出栏量实现 4.72% 较高增长的同时，猪肉产量增幅 (3.02%) 相对偏低，表明“禁二育、控体重”政策后单头生猪的产肉效率出现阶段性回调。

(六) 猪肉进出口趋势

2024 年 9 月到 2025 年 8 月猪肉进口量呈“两头高中间低”走势：2024 年 9 月至

次年1月维持9-10万吨高位，2月起进入下行通道，6月后逐步企稳。对比历史同期来看：全年进口数量处于历史较低水平，并表现为变化平稳，因此对供需影响偏小。预期下一年度猪肉进出口将继续保持平稳。

图9：猪肉进口月度数据变化



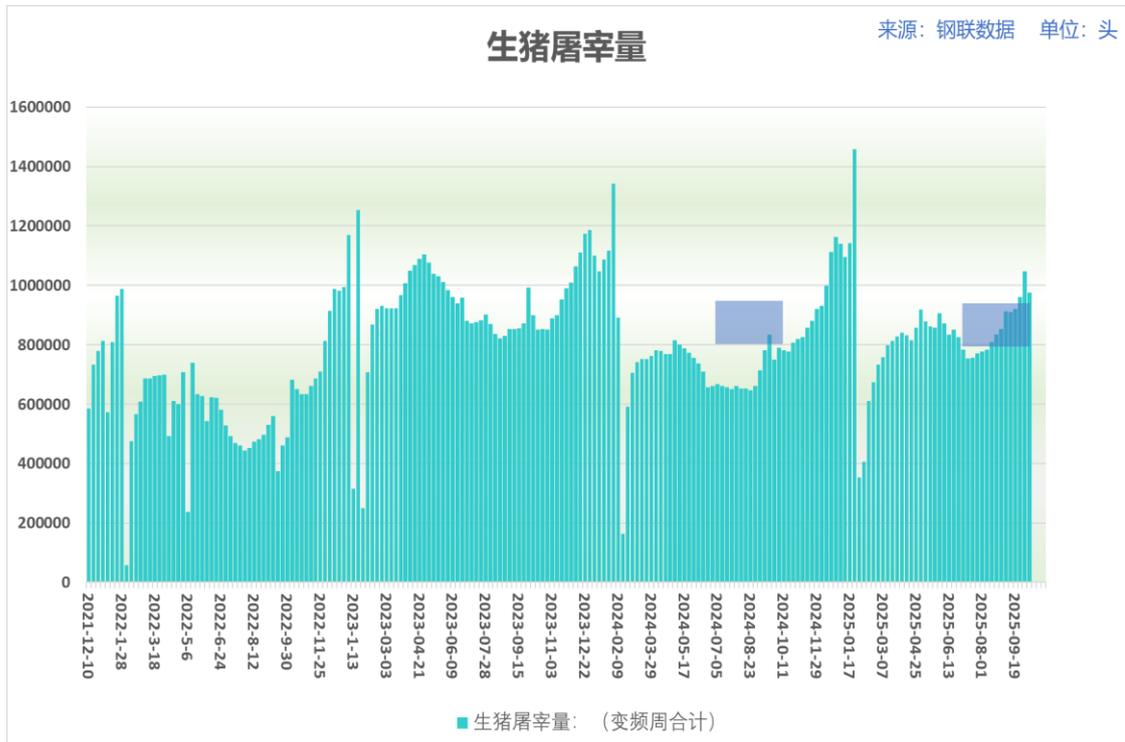
(资料来源：海关总署，交子期货)

三、生猪消费预期

(一) 屠宰量整体高于去年同期

2024年10月到2025年9月末，钢联调研数据显示，生猪屠宰量呈现明显的季节性波动特征。1、消费旺季高量期（2024年12月-2025年1月），周屠宰量突破100万头，12月27日达116.3万头峰值；2、春节后断崖式下跌（2025年1月31日），周屠宰量骤降至35.3万头，跌幅达75.8%；3、稳步恢复期（2025年2-9月），从40.5万头逐步回升至104.8万头当期峰值，9月最后一周达97.5万头。4、9月份90万头/周以上的屠宰量（统计区间为2024年10月至2025年9月末）接近2024年12月旺季水平，反映目前出栏压力较大。

图 10：生猪屠宰量周统计量

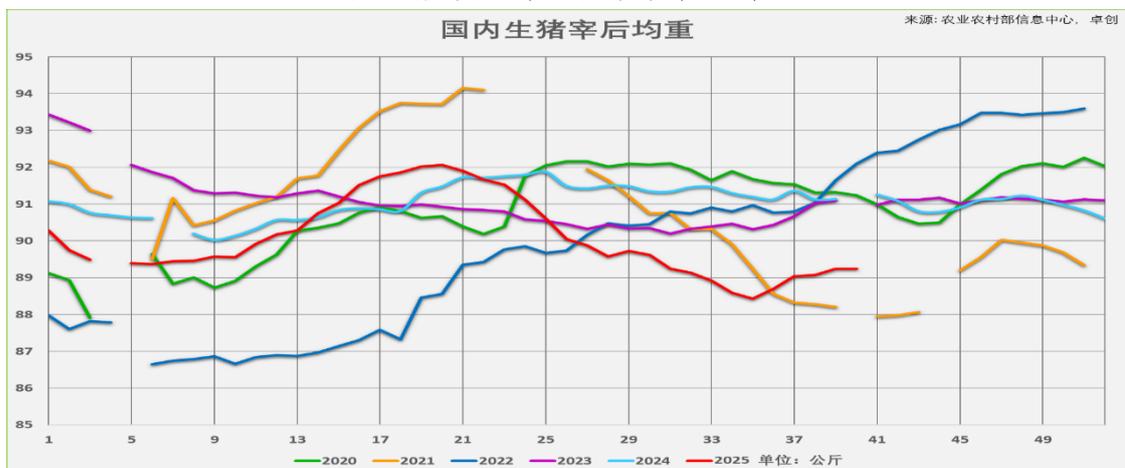


（资料来源：钢联数据，交子期货）

（二）生猪宰后均重变化

2025年1-9月，16省生猪宰后均重呈现“先升后落再反弹”的波动特征，全年均重范围为88.43—92.06公斤/头，均值为90.12公斤/头，宰后均重波动主要呈现以下特点：

图 11：生猪宰后均重数据季节图对比



（资料来源：农业农村部，交子期货）

季节性规律显著：

1-5月：均重从91.07公斤/头缓升至92.06公斤/头（峰值）

6-8月：快速回落至年度低点88.43公斤/头（第35周）

9月：逐步回升至89.24公斤/头（第40周）

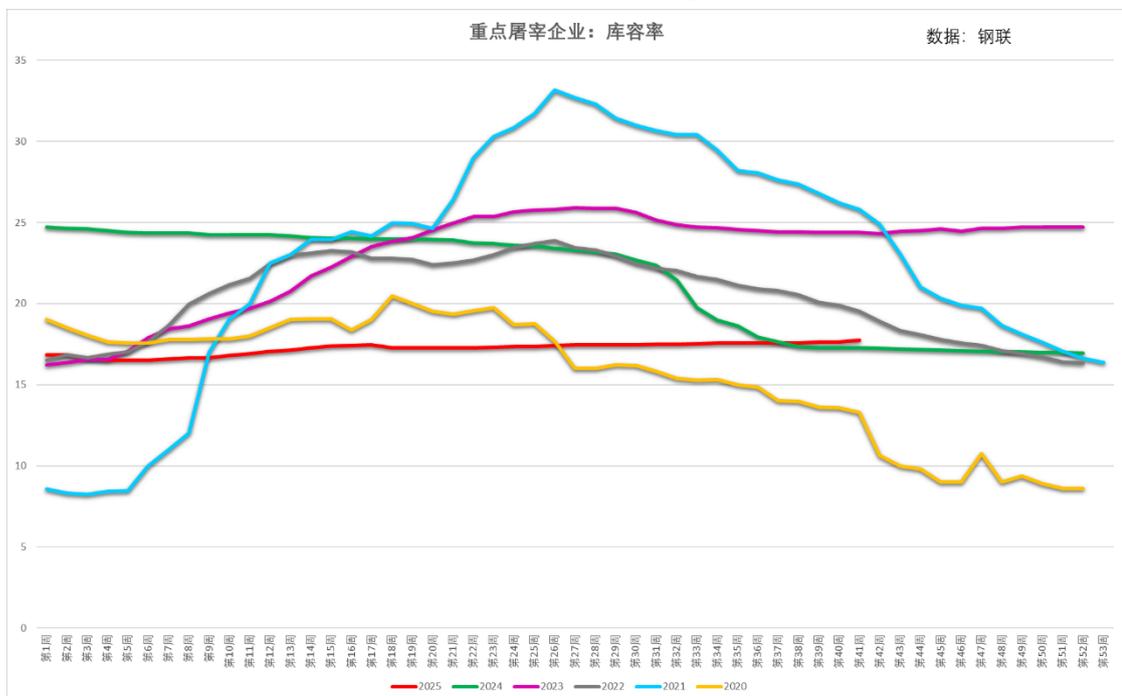
影响因素：

禁二育、控体重的政策效果在二季度末开始逐步显现。

（三）冻猪肉库存情况

2025年冻猪肉库存变化呈现出明显的阶段性波动特征，整体呈现先抑后扬的走势。年初，库存量持续下降，第1周至第6周从16.84降至16.5，降幅达2.02%，反映出春节后消费淡季的市场需求疲软。第7周至第35周从16.58攀升至17.56，增幅达5.91%，库存量开始稳步回升，主要受季节性消费增长和节假日备货需求拉动。值得注意的是，第36周至第38周库存量稳定在17.56，显示市场供需进入短暂平衡期，而第39周后库存量再度突破17.65，可能受进口猪肉补充或养殖端出栏量增加影响。全年库存波动幅度达6.4%，周均变化率0.15%，其中第12周和第41周分别出现1.7%和0.57%的显著单周增幅，与中秋国庆双节备货及年末消费旺季的时间节点高度吻合。整体来看，与历史数据比较，2025年冻猪肉库存变化平稳，没有明显的建库增量。

图 12：重点屠宰企业库容率变化对比



（资料来源：钢联数据，交子期货）

四、养殖行业盈利现状及价格风险管理策略

(一) 猪粮比价回落

2025年1-9月猪粮比价数据显示，2025年猪粮比价呈现先抑后扬再趋稳的阶段特征：1、年初高位震荡（1-2月）：比值维持在7.43-7.95区间，反映生猪养殖利润相对丰厚；2、下行期（3-5月）：从2月末的7.22骤降至5.07的年度低点，跌幅达29.8%；3、企稳回升期（6-9月）：比值在5.68-5.95区间窄幅波动，显示市场进入新平衡阶段。

图 13：猪粮比监测对比



(资料来源：国家发改委，交子期货)

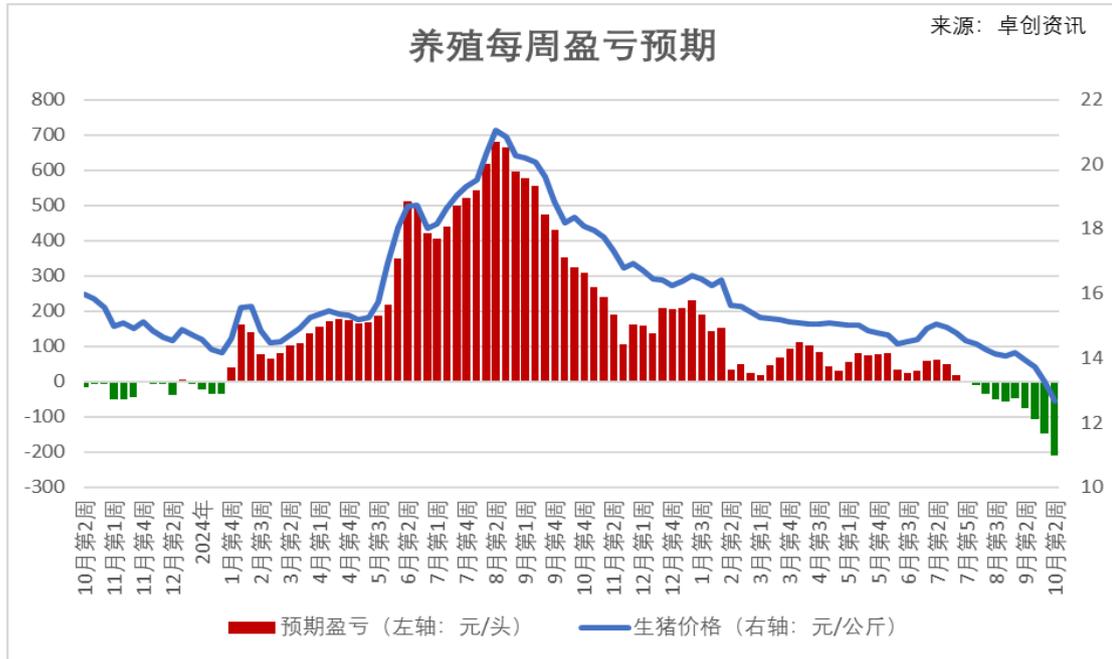
(二) 养殖预期亏损加深

生猪养殖利润从2024年10月9日的352.35元/头一路波动下滑，至2025年10月8日达到亏损209.09元/头，整体呈现明显的下降趋势，且后期出现大幅亏损。整体变化分为三个阶段：

1. 高利润阶段（2024年10月-2024年12月）

这一阶段，月均利润维持在352.35元（2024年10月9日）至229.99元（2025年1月8日）之间，整体仍处于盈利状态。

图 14：生猪养殖预期盈亏变化



（资料来源：国家发展和改革委员会价格监测中心，卓创资讯）

2. 利润波动下滑阶段（2025年1月-2025年6月）

这一阶段，利润在 32.88-229.99 元间剧烈波动，2 月跌至低位（32.88 元），6 月再次探底（22.76 元）。生猪价格与饲料成本均呈现震荡下行的趋势，由于生猪下跌速率更快，导致养殖利润空间受到显著压缩。与此同时，外购仔猪的养殖成本也逐步攀升。

3. 亏损加深阶段（2025年7月-2025年10月）

这一阶段中，7 月首次出现负值（-3.26 元），9 月亏损扩大至 -146.83 元，10 月初达最低点（-209.09 元）。2025 年国庆中秋双节重叠，本应提振的生猪消费需求却因市场预期不足而表现疲软。与此同时，生猪供应量因前期产能释放而大幅增加，供需失衡直接导致市场价格持续回落。养殖业由盈转亏且亏损程度加深。从预期来看，产能持续偏高，亏损状态可能维持较长时间，持续累积的亏损或将倒逼部分养殖主体主动调整产能，从而激发部分产能调控的内生动力。

（三）生猪市场后市预期

近期来看（2025 年四季度至 2026 年一季度）受存栏数据增长影响，生猪出栏量将维持高位且高于上年度同期水平。在需求端与上年同期持平的假设下，价格预期较同期偏低。远期来看（2026 年二季度），根据 2025 年 9 月能繁母猪存栏数据，其变化

趋于平稳，对应 2026 年 7 月仔猪产量虽下行但幅度有限，出栏压力未明显缓解。长期而言(2026 年三、四季度)，若按调控目标将能繁母猪存栏量压减至 3950 万头左右，基础产能将显著下降，仔猪产量进一步回落，带动出栏量持续减少，生猪市场供需关系大概率因政策调控趋于好转。

2026 年中在生猪产能调控政策（目标规模控制在 3950 万头以下）稳步推进并持续见效的前提下，结合主要养殖企业的成本结构分析，养殖行业有望进入较长的盈利周期。饲料成本变化不大的情况下，根据模型测算，到 2027 年，生猪平均价格波动区间将回升至 14 元/公斤水平。从供给端看，若 2026 年生猪产能仍然出现供应过剩局面，2027 年价格或将再次承压，存在下探至 12 元/公斤的风险。需求方面分析显示，未来 1-2 年内居民消费习惯预计保持相对稳定，消费韧性依然稳定，但需要重点关注其他蛋白替代品市场价格的大幅波动对生猪价格产生的传导效应。

（四）生猪相关企业风险管理策略

因生猪市场呈现明显的供给驱动特征，对于 2026 年春节前后的生猪价格走势，从产能调控层面看，能繁母猪存栏量 3950 万头的调控目标与现有存栏量之间存在约 85 万头的缺口，这一调整规模虽看似有限，但考虑到养殖规律中的传导效应，产能压减的实质性影响需到 2026 年中期方能显现。这意味着，2026 年春节前市场仍将面临供给宽松的基本面。从生产周期看，2025 年 9 月仔猪产量增速的放缓具有重要信号意义。若该月确为产量下行拐点，根据生猪生长规律，对应的出栏量增长峰值将出现在 2026 年 3 月前后。这一时间节点与春节消费旺季形成错位，导致节前市场供给压力持续累积。历史数据显示，在产能高位叠加出栏高峰的背景下，春节前后价格往往承压明显。因此，2026 年春节前后的生猪价格大概率维持低位运行，养殖企业需提前做好风险管理。

能繁母猪存栏量作为生猪产能的核心指标，其变动对市场供应的影响具有显著的传导周期。当前实施的压减调控政策，本质是通过源头产能调整实现供需再平衡。然而，从能繁母猪存栏量调整到商品猪出栏量变化，需经历完整的繁殖生产周期——通常覆盖约 10-12 个月的妊娠育肥期。因此，政策效果在 2026 年年中前难以实质性显现。但到 2026 年三季度，随着前期产能收缩的累积效应释放，市场将迎来出栏量的阶段性下行拐点。供给端收缩叠加潜在需求韧性，将推动生猪价格进入上行通道。历史周期规律表明，此类供需错配引发的价格上行往往具有持续性特征。至 2026 年四季度，生猪价格可能攀升至年度高位区间，形成显著的“价格峰值”窗口。届时，养殖企业可充分利用期货市场的套期保值工具，通过卖出相应的生猪合约锁定利润，有效规避后续价格回落风险。



天胶 25 年四季度修复上行，中长期存向好预期

要点

2025 年后势天然橡胶市场或呈现“供应修复与需求博弈”的震荡市，价格中枢在 14500-17000 元/吨；2026 年初随着供需格局改善，有望开启新一轮周期上行，但需警惕宏观政策及天气风险。建议投资者关注库存拐点及跨品种价差配置机会。

研究发展部

分析师：李艳绪

期货交易咨询资格：

Z0022780

联系方式：

liyanxu@btqh.com

摘要

- 东南亚主产区台风及降雨导致原料上量缓慢，胶水收购价震荡偏强，支撑现货价格。但国庆节后供应旺季预期增强，价格支撑边际弱化。
- 跨品种季节性逻辑来看，RU01 和 NR01 短期价差在 3000 点左右，Ru01 和 BR01 价差在 4000 点左右；而 NR01 和 BR01，由第三季度的 1000 点走扩到目前 1300 点附近，短时盘面不会出现大幅收敛情况；四季度各品种合约价差仍处于季节性走阔阶段。
- 橡胶本季度中前期呈现技术与基本面双压的局面，此阶段市场处于寻底维稳当中，盘面运行震荡偏弱。
- 2025 - 2027 年，全球橡胶市场将延续“供应偏紧、需求稳步增长”的主线。2026 年供需缺口可能扩大，库存压力缓解；2027 年紧平衡格局下，价格中枢有望抬升。

一、橡胶市场行情回顾

(一) 橡胶期货市场回顾：

2025年，橡胶期货市场行情波动显著，价格受原材料成本、宏观政策、供需关系等多重因素交织影响。以下是对全年市场行情的简化回顾：

年初波动调整：1月，天然橡胶价格涨跌互现，原材料成本略有回调，进口量持续增长，库存累库压制价格。2月至3月，价格自年内高位18230一线震荡下行，海外减产与进口超预期形成对冲，终端需求谨慎，库存压力逐渐显现。

政策与关税冲击：4月，受“对等关税”及全球金融市场动荡影响，橡胶价格承压下行，终端采购意愿减弱，开工率不及预期。5月，价格先扬后抑，原材料成本短暂支撑后，关税影响及库存累库导致价格大幅回调。

中期低位震荡：6月，原材料支撑减弱，期货市场创下年内低点13295，进口增加与下游采购低迷共同压制价格，但低位买盘提供一定支撑。7月，政策利好与地缘冲突推高价格至15665附近，但累库压力与需求谨慎限制涨幅，月末价格部分回吐。

3季度后期震荡走高：8月至9月，天气扰动与成本支撑推动价格小幅走高，进口环比下降及终端采购增加缓解库存压力，下游开工率回升提振市场信心。

整体来看，2025年橡胶期货市场在多重因素影响下呈现复杂波动，投资者需持续关注市场动态与政策导向，以应对未来市场变化。

图1：天胶主力合约日k线走势



(资料来源：博易大师 截止日期10月13日)

（二）橡胶现货市场回顾

第一季度

受进口现货流通紧张、替代品天胶价格走高及下游需求支撑，异戊二烯橡胶等品种价格先涨后稳，1-3月均价维持高位。国内主产区（云南、海南）因停割期供应有限，上海市场全乳胶价格区间为13,400-14,000元/吨。

第二季度

丁腈橡胶均价环比下跌17.77%至12,023.77元/吨，主因关税政策及成本下行拖累。天然橡胶方面，泰国RSS3月均价格跌至2,286美元/吨，国内SCRWF现货价格重心下移至13,200-14,000元/吨区间。

印度市场受橡胶价格创新高影响，轮胎企业利润普遍下滑20%-42%。

第三季度

东南亚主产区台风及降雨导致原料上量缓慢，胶水收购价震荡偏强，支撑现货价格。但国庆节后供应旺季预期增强，价格支撑边际弱化。国内主销区全乳胶价格波动区间收窄至13,500-14,500元/吨。

期现价差变化

双节期间（国庆/中秋），天然橡胶期现价差因天气导致的供应紧张扩大，节后随进口到港量增加逐步收敛。顺丁橡胶因标品供应短缺，期现价差阶段性走强，但原料丁二烯价格回落压制反弹空间。

（三）行业政策影响

1. 产业支持政策

《西部地区鼓励类产业目录（2025年本）》明确云南、广西等地天然橡胶深加工及特种橡胶研发的税收优惠（15%企业所得税）。

云南省推出天然橡胶综合保险，覆盖物化成本、完全成本及收入保险，稳定胶农收益。

2. 循环经济政策

国务院《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》提出2025年废橡胶利用目标，推动再生胶行业技术升级。

欧盟零毁林法案（EUDR）抬高出口成本，促使东南亚资源分流至欧洲，中国进口



量同比减少 16.25%。

（四）核心矛盾回顾

供应端：主产区老龄化及极端天气导致全球产量增速放缓，ANRPC 预测 2025 年供应缺口约 70 万吨。

需求端：国内汽车以旧换新政策支撑轮胎刚需，但美国关税抑制出口增长。

库存：青岛保税区库存高位与东南亚工厂原料紧张并存，价格弹性取决于去库节奏。

二、橡胶期现数据解析

（一）橡胶季节性库存分析 从季节性趋势来看降库达到一定程度后，随着供应

旺季到来即将进入累库周期

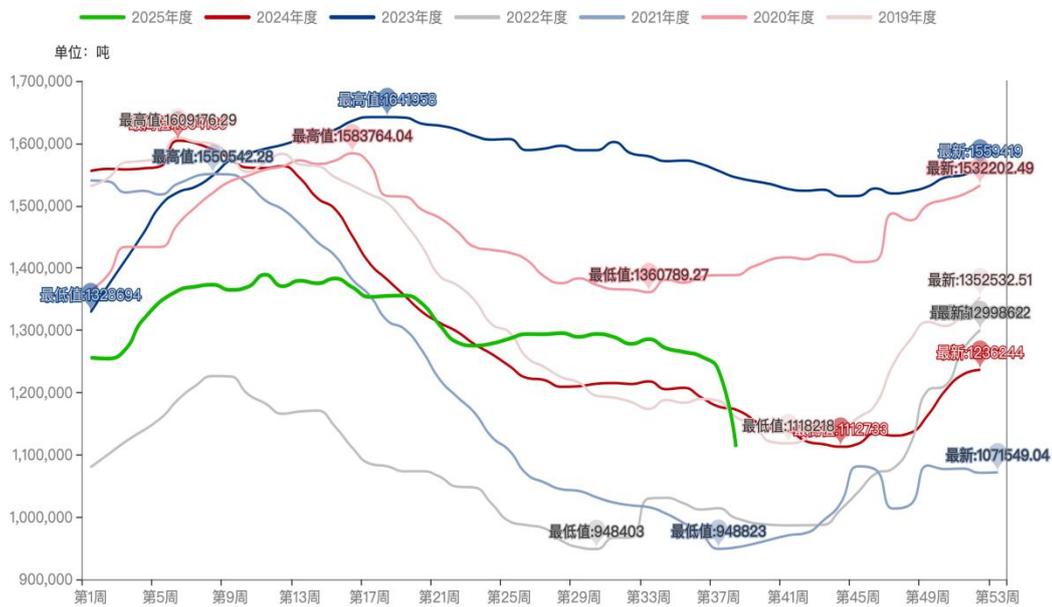
据隆众资讯统计，截至 2025 年 10 月 12 日，中国天然橡胶社会库存 108 万吨，环比下降 0.77 万吨，降幅 0.7%。青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 45.6 万吨，环比上期减少 0.05 万吨，降幅 0.11%。保税区库存 7.08 万吨，增幅 2.02%；一般贸易库存 38.52 万吨，降幅 0.49%。

中国深色胶社会总库存为 66 万吨，下降 0.08%。其中青岛现货库存降 0.1%；云南增 0.7%；越南 10#增 2.2%；NR 库存小计降 2.8%。中国浅色胶社会总库存为 42 万吨，环比降 1.7%。其中老全乳胶环比降 1.9%，3L 环比增 1.5%，RU 库存小计降 2%。



图 2：干胶库存的季节图变化对比

干胶：第三方库存：中国（周）



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

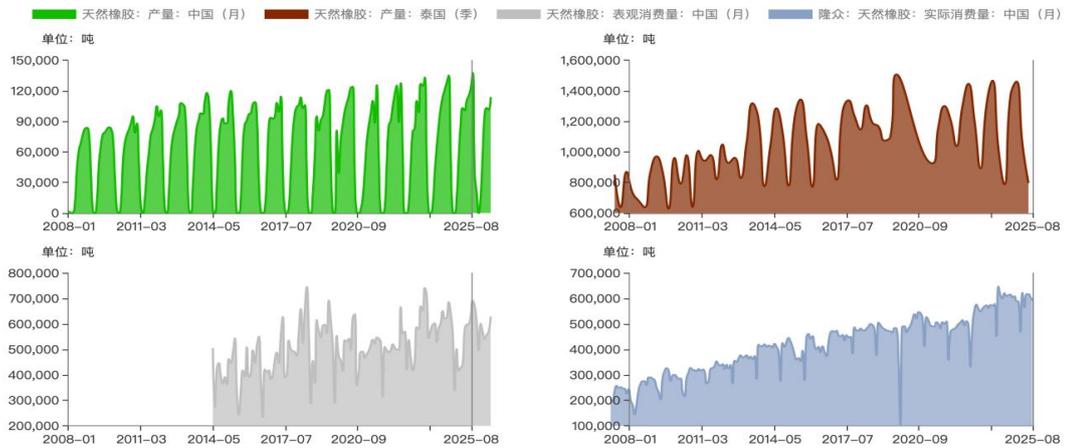
（二）天然橡胶全球供需

ANRPC 最新发布的 2025 年 8 月报告预测，8 月全球天胶产量料降 0.7% 至 137.9 万吨，较上月增加 3.8%；天胶消费量料降 1% 至 125.6 万吨，较上月增加 0.8%。前 8 个月，全球天胶累计产量料微降 0.03% 至 885.6 万吨，累计消费量料降 0.6% 至 1014.6 万吨。

2025 年全球天胶产量料同比增加 0.5% 至 1489.2 万吨。其中，泰国增 1.2%、印尼降 9.8%、中国增 6%、印度增 5.6%、越南降 1.3%、马来西亚降 4.2%、柬埔寨增 5.6%、缅甸增 5.3%、其他国家增 3.5%。

2025 年全球天胶消费量料同比增加 1.3% 至 1556.5 万吨。其中，中国增 2.5%、印度增 3.4%、泰国增 6.1%、印尼降 7%、马来西亚增 2.6%、越南增 1.5%、斯里兰卡增 6.7%、柬埔寨大幅增加 110.3%、其他国家降 3.5%。

图 3: 天胶产量、消费量的供需变化对比



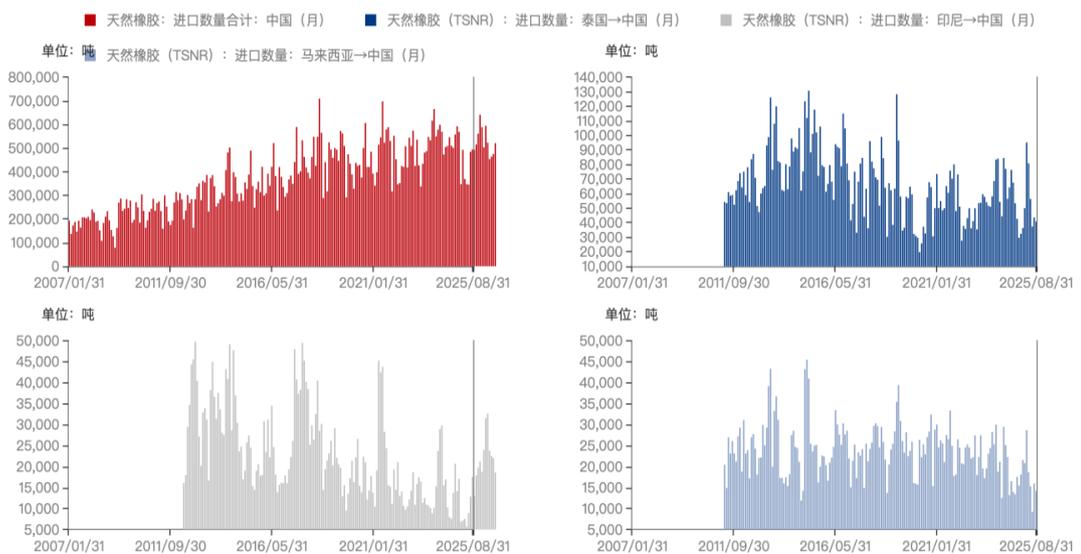
数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

(三) 天然橡胶进口数据分析

2025年9月中国天然及合成橡胶(包含胶乳)进口量74.2万吨,环比增加11.75%,同比增加20.85%;1-9月累计进口量611.50万吨,累计同比增加19.22%。

图 4: 天胶进口数据与来源国变化对比



数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

（四）天然橡胶库存与价格走势对比

天胶累库不及预期，价格整体空间回升，但是 11 月前仍存供应增量问题，对价格造成较大压力。

图 5：干胶第三方库存与价格走势图



（资料来源：钢联数据终端）

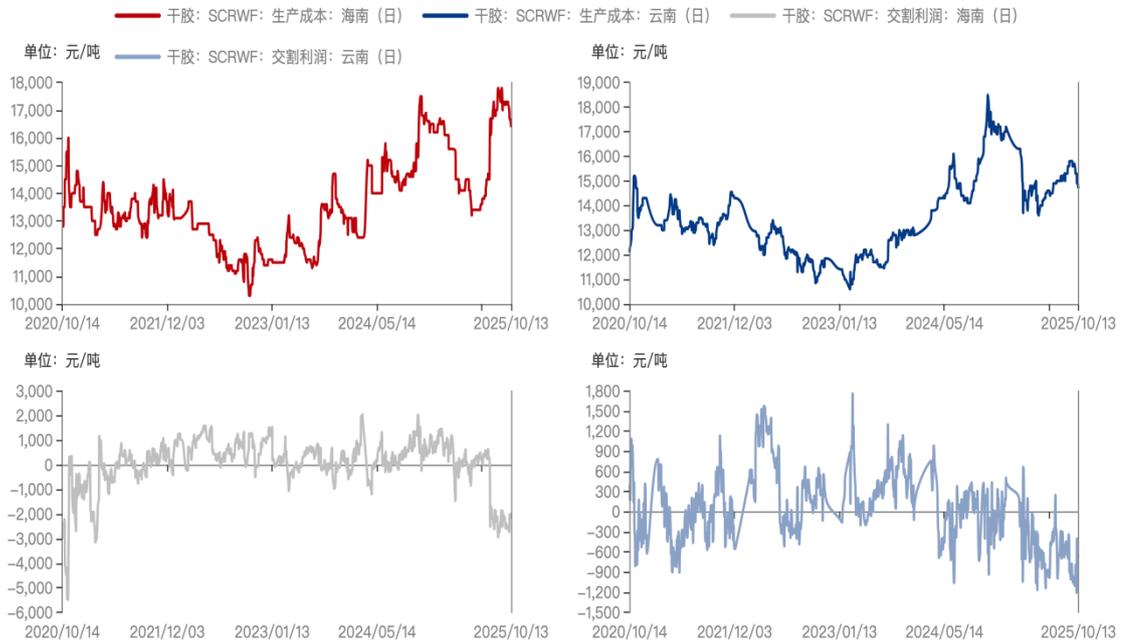
（五）天然橡胶生产成本以及交割利润对比

云南全乳胶交割利润倒挂加剧。9 月天胶市场价格窄幅上行，但云南产区季节性增产不及预期，加工厂原料争夺激烈，导致生产成本高居不下，交割利润受到挤压，进一步收窄。

海南 9 月国产国营浓乳理论生产利润亏损情况环比呈现加深。月内海南产区台风天气扰动频繁，原料产出受阻，支撑新鲜胶水价格高位，加工厂生产成本较大，但从现货市场来看，市场越南浓乳货源偏多，且下游需求一般，市场加价成交表现不佳，压制海南加工厂成品价格涨势，进而拖拽利润倒挂空间难有改善。

今年整体看四季度或有一定改善，但是预期不明显。

图 6：干胶生产成本以及交割利润对



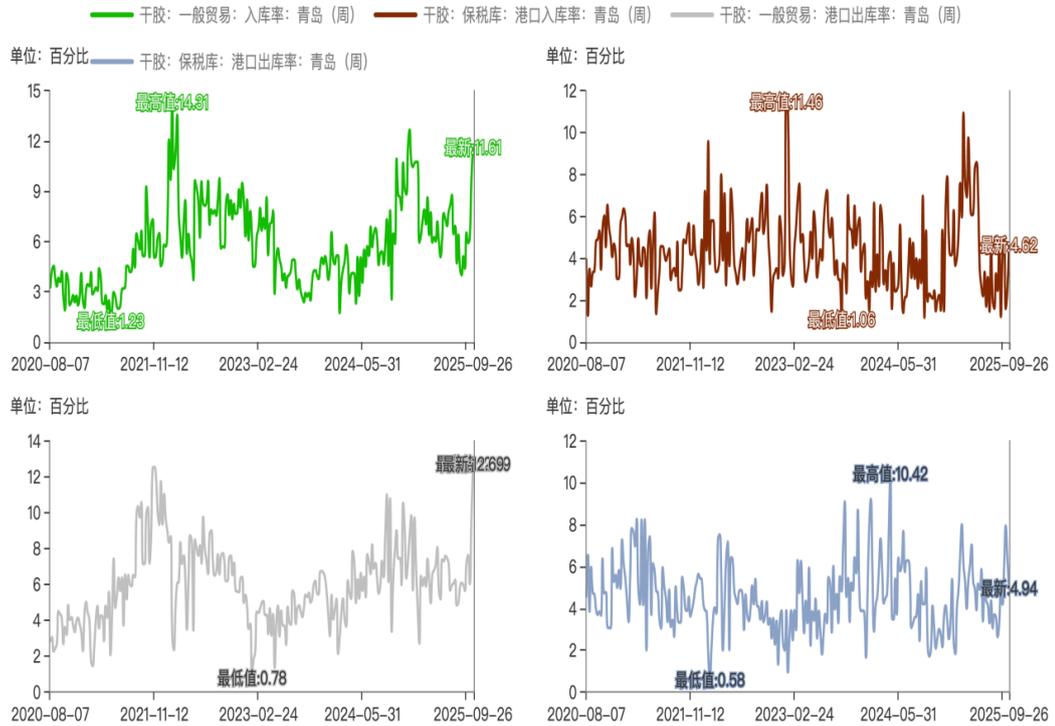
数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

(六) 青岛地区天然橡胶一般贸易和保税库出入库率数据统计

据隆众资讯统计，截至 2025 年 10 月 12 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 45.6 万吨，环比上期减少 0.05 万吨，降幅 0.11%。保税区库存 7.08 万吨，增幅 2.02%；一般贸易库存 38.52 万吨，降幅 0.49%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 3.74 个百分点，出库率增加 1.40 个百分点；一般贸易仓库入库率减少 4.11 个百分点，出库率减少 4.91 个百分点。4 季度看橡胶入库率将会逐步增加，11 月底前保持累库预期。

图 7：天胶一般贸易和保税库出入库率变化对比



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

（七）轮胎可用天数对比

截止到 10 月 9 日，半钢胎样本企业平均库存周转天数在 44.66 天，全钢胎样本企业平均库存周转天数在 39.87 天。轮胎库存基本维持在中高位置，市场短期去化不会过于明显，尤其是半钢轮胎。

图 8：半钢胎与全钢胎成品库存可用天数对比



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

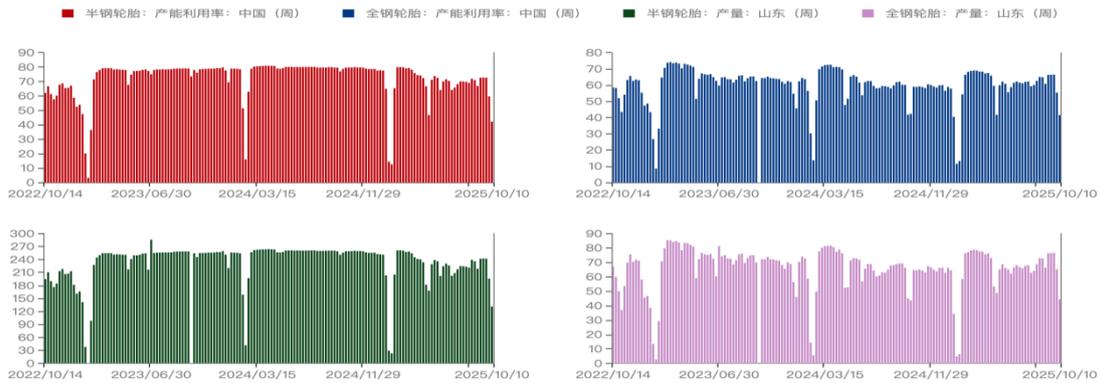
（八）全钢轮胎与半钢轮胎产能产量对比

据测算，9月中国半钢胎产量为6025万条，环比+3.77%，同比+6.43%；中国全钢胎产量为1314万条，环比+0.84%，同比+9.32%。9月轮胎产量环比增加。

9月样本企业产能利用率环比上涨。数据显示，中国半钢胎样本企业产能利用率为71.39%，环比+2.29个百分点，同比-8.18个百分点，全钢胎样本企业产能利用率为64.29%，环比+0.96个百分点，同比+4.35个百分点。月内半钢雪地胎订单逐步上量，加之外贸排产占用部分内销产能，导致部分企业内销产品缺货明显，企业加大生产以保证供应，带动整体产能利用率提升，全钢胎企业检修减少，订单表现较上月略有好转，产出量环比提升。

10月轮胎样本企业产能利用率环比存走低预期。10月初“国庆节”假期期间，部分企业存5-8天检修计划，将拖拽企业产能利用率明显下滑，随着检修企业开工逐步恢复，装置产能将逐步释放，然10月外贸订单面临压力，内销暂无有利支撑下，整体产出量或仍低于9月份。

图 9：半钢与全钢轮胎产能利用率及产量统计



数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

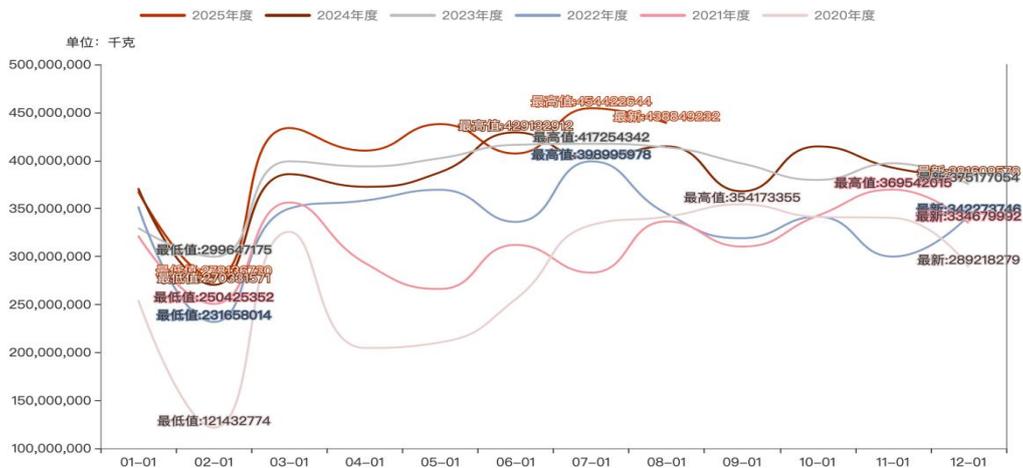
(九) 2025 年 8 月卡客车轮胎出口量开始进入季节性走弱阶段

最新数据显示,2025 年 8 月,我国卡客车轮胎出口量为卡客车轮胎出口量为 43.88 万吨, 环比-3.43%, 同比+5.84%, 1-8 月卡客车轮胎累计出口量 322.80 万吨, 累计同比+6.42%。8 月, 中国卡客车轮胎出口均价为 2063.08 美元/吨, 环比-0.59%, 同比-3.72%。8 月出口量较 7 月转落, 但仅低于 7 月份的历史最高水平, 排名第二位, 仍处于高位水平。

不过随着季节性走弱阶段影响, 后期出口或将进入回落格局。

图 10：卡客车轮胎出口量变化对比

客车或货运机动车辆用新的充气橡胶轮胎：出口数量合计：中国（月）



数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

（十）2025年9月我国汽车产销量数据整体继续保持向好

从中国汽车工业协会获悉，今年前9个月，我国汽车工业多项经济指标实现两位数增长。最新数据显示，1—9月份，汽车产销量分别完成2433.3万辆和2436.3万辆，同比分别增长13.3%和12.9%。其中，新能源汽车产销量均超过1100万辆，同比增长均超过30%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的46.1%。在出口方面，1—9月，汽车出口495万辆，同比增长14.8%。其中，新能源汽车出口表现抢眼，出口175.8万辆，同比增长89.4%。

图 11：我国 9 月汽车产销变化对比

单位：万辆

产品类型		9月	环比	同比	1-9月累计	同比累计
汽车	产量	327.6	16.4%	17.1%	2433.3	13.3%
	销量	322.6	12.9%	14.9%	2436.3	12.9%
乘用车	产量	290	16.0%	15.9%	2124.1	13.9%
	销量	285.9	12.5%	13.2%	2124.6	13.7%
商用车	产量	37.6	19.3%	27.7%	309.1	9.4%
	销量	36.8	16.3%	29.6%	311.7	7.8%

数据来源：中国汽车工业协会

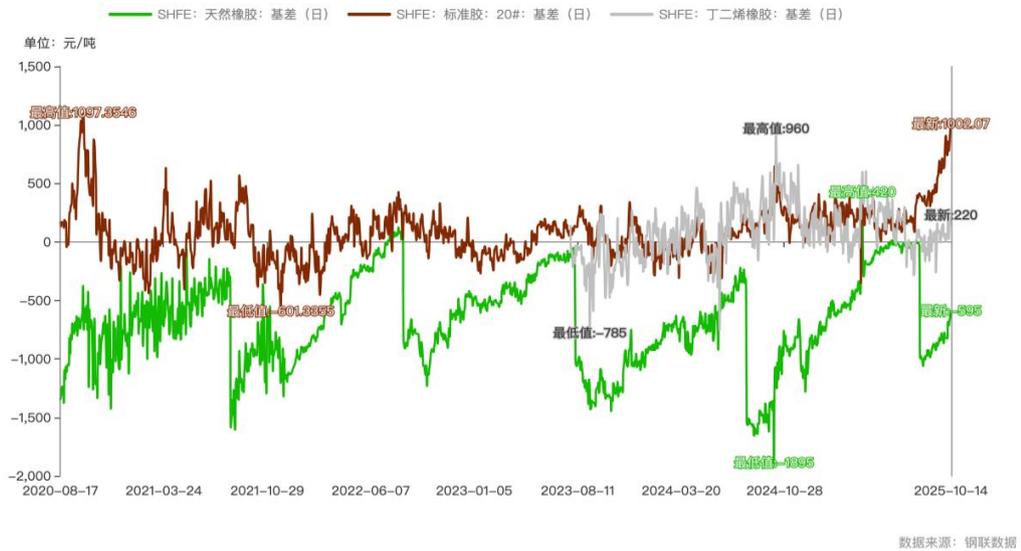
（资料来源：钢联数据终端）

（十一）橡胶基差以及跨品种价差分析

目前天然橡胶处于供应旺季，现货端受到较大压制基差较弱，20号胶供应受限，基差维持强势格局，合成胶基差保持合理范围。



图 12：天然、标胶以及合成主力合约基差对比表



(资料来源：钢联数据终端)

跨品种季节性逻辑来看，RU01 和 NR01 短期价差在 3000 点左右，Ru01 和 BR01 价差在 4000 点左右；而 NR01 和 BR01，由第三季度的 1000 点走扩到目前 1300 点附近，短期不会出现大幅收敛情况；四季度各品种合约价差仍处于季节性走阔阶段。

图 13：天然、标胶以及合成 01 合约走势对比



(资料来源：钢联数据终端)

图 14：天胶和标准胶 01 合约价差季节性走势图

SHFE：天然橡胶：01合约：收盘价（日） - SHFE：标准胶：20#：01合约：收盘价（日）

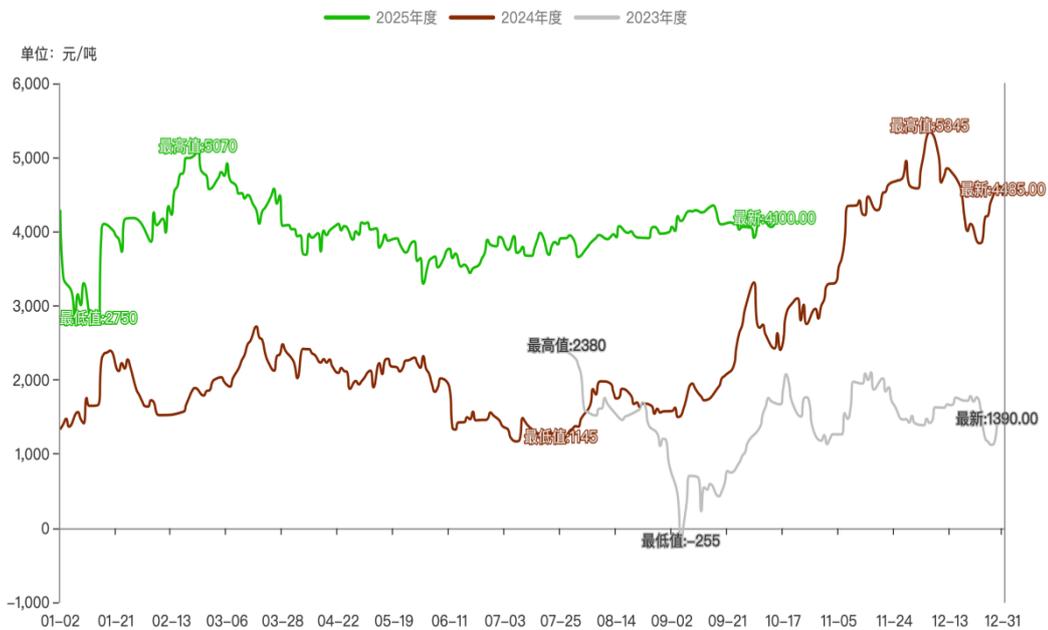


数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

图 15：天胶和丁二烯橡胶 01 合约价差季节性走势图

SHFE：天然橡胶：01合约：收盘价（日） - SHFE：丁二烯橡胶：01合约：收盘价（日）

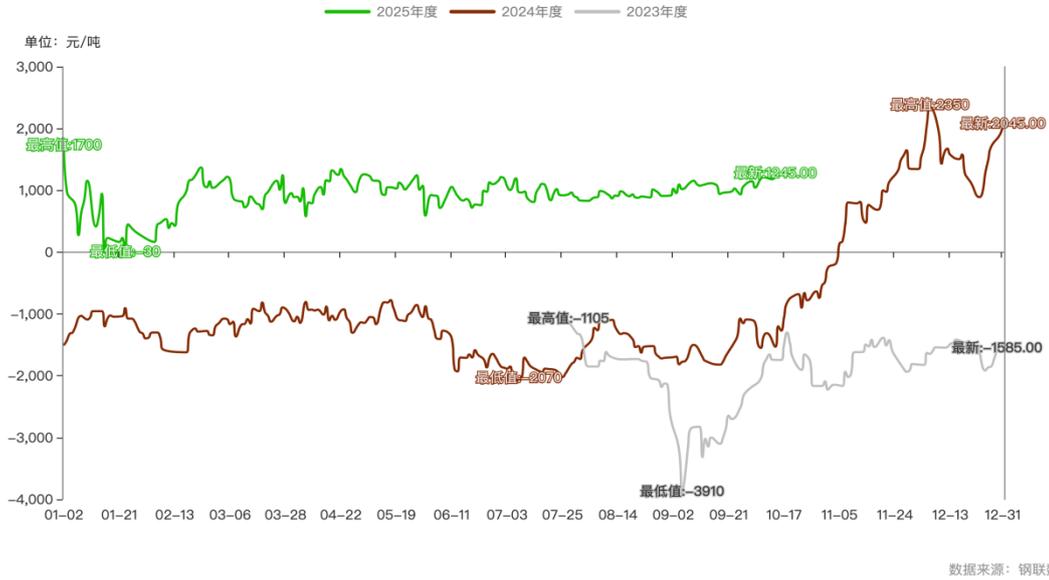


数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

图 16:标准胶和丁二烯橡胶 01 合约价差季节性走势图

SHFE: 标准胶: 20#: 01合约: 收盘价(日) - SHFE: 丁二烯橡胶: 01合约: 收盘价(日)



(资料来源: 钢联数据终端)

三、橡胶行情走势分析

(一) 橡胶价格季节性分析

图 17: 橡胶 9 月份价格开始下行, 10 月底之前盘面趋弱, 4 季度中后期以及 2026 年初有季节性偏强预期



(资料来源: 钢联数据终端)

（二）橡胶周度 k 线解析

橡胶主力合约 01 周度 k 线目前看近高 16100 一线形成明显的压力,趋势形态保持下行为主,随着供应端上量预期影响,盘面暂时难以有效企稳,局部压力偏大,四季度中后期存向好条件,盘面先抑后扬走势。

图 18: 天胶期价周 K 线走势解析推演



(资料来源:博易大师 截止日期 10 月 15 日)

（三）橡胶月度 k 线解析

橡胶月度形态来看,01 主力合约 k 线呈现出周期趋势上行通道,目前回落到通道下边沿附近,不下破年内低点 14000,整体趋势有企稳反弹条件,近端高位阻力依然呈现在 16700 附近,后期回升压力区间在 16700-17500 之间,缓趋势上行通道依然给市场带来较为明确的指引。

图 19：天胶期价月 K 线走势评估推演



(资料来源：博易大师 截止日期 10 月 15 日)

(四) 20 号标胶日 k 线解析

标胶主力合约 01 来看，受到深色胶降库不及预期影响，盘面从 9 月初近段高位压力点 13200 一线承压下行，目前已经触及到中段支撑 13000 一线，此处视为多空分水线，具体走势后期要看库存情况界定，目前回落到技术低位支撑区域，盘面或有维稳预期。

图 20：20 号标胶 NR 期价日 K 线 01 合约走势评估推演



(资料来源：博易大师 截止日期 10 月 15 日)

(五) 合成胶 BR 日 k 线解析

合成橡胶看受到原油利空逻辑主导，丁二烯成本持续受压，盘面趋势处于季节性压力当中，目前 01 合约通道高位 12200 一线开始承压转入趋势下行通道，整体保持较大压力，即将进入近两年低位，不排除有破位下行条件。

图 21：合成胶 BR 期价日 K 线 01 合约走势评估推演



(资料来源：博易大师 截止日期 10 月 15 日)

(六) 橡胶供需平衡展望 (2025-2027)

1. 2025 年供需平衡回顾以及展望

2025 年，全球橡胶市场呈现供需双增态势，但需求增速明显高于供应增速，导致库存持续去化。供应端，国内进口量显著增长，前 9 月累计进口量同比增长近 20%，主要因国际市场需求低迷和欧盟溯源法案 (EUDR) 分流效应减弱，使得更多橡胶流向中国市场。需求端，轮胎行业作为橡胶消费主力，受益于中国轮胎出口韧性和新能源汽车、重卡等终端需求增长，耗胶量持续提升，支撑整体需求上行。然而，四季度进入旺产季后，新胶供应加速，而需求端因反倾销政策临近可能放缓，供需差扩大，库存累积趋势显现。

2. 2026 年供需平衡展望

(1) 供应端：

2026 年，全球橡胶供应不确定性仍存。一方面，胶树老化、极端天气频发可能继续制约产量增长，尤其在东南亚主产区，天气扰动或导致原料释放受阻。另一方面，新种植面积有限，政策导向 (如泰国改种其他作物) 可能进一步减少长期供应潜力。

国内进口量预计维持高位，但国际贸易流向可能因欧盟需求复苏而调整，对中国市场的供应稳定性构成挑战。

(2) 需求端：

需求端有望延续稳步增长。中国轮胎企业加速出海，半钢胎需求因新能源汽车普及保持强劲，而全钢胎需求则依赖国内基建和物流复苏。全球汽车保有量增长和轻型车销量稳定，为橡胶需求提供长期支撑。然而，政策风险（如美国关税调整）可能阶段性抑制出口需求，导致国内需求增速波动。

(3) 供需平衡预测：

2026年，供需缺口可能继续扩大。供应刚性叠加需求韧性，库存水平或维持低位，价格中枢有望上移，但需警惕天气和政策扰动带来的短期波动。

3. 2027年供需平衡展望

(1) 供应端：

长期来看，橡胶供应增长空间有限。胶树老龄化问题加剧，新产能释放缓慢，而极端天气常态化可能进一步削弱产量弹性。国内供应依赖进口的局面难以根本改变，但欧盟溯源法案的长期影响可能促使贸易流向多元化，对中国市场形成结构性支撑。

(2) 需求端：

需求增长动力将转向新兴市场。印度等国家轮胎产能扩张和汽车消费升级，可能成为全球需求的新增量。中国内需政策（如新能源汽车补贴）和基建投资回暖，有望稳定国内需求，但出口增速可能因全球贸易环境变化而放缓。

(3) 供需平衡预测：

2027年，供需紧平衡或成为常态。供应端缺乏弹性，而需求端多元化增长，库存累积压力减轻，价格波动可能加剧，长期上行趋势不变。

五、2025年度总结以及2026-2027年行情走势展望

（一）2025年度总结以及2026-2027年行情走势展望

1. 供需格局

（1）供应端：



东南亚主产区进入旺产季，但拉尼娜现象（概率 71%）或导致降雨偏多，割胶作业受限，实际增量可能低于预期。

国内云南、海南原料争夺激烈，交割利润倒挂制约供应释放。

青岛保税区库存累库节奏加快（预计 11 月底前累库为主），但社会库存去化速度好于预期（10 月环比降 0.7%）。

（2）需求端：

国内汽车以旧换新政策支撑轮胎刚需（1-9 月汽车销量同比+12.9%），但全钢胎库存高企（39.87 天）抑制开工率。

海外需求受 EUDR 推迟及贸易壁垒影响放缓，轮胎出口承压（8 月卡客车轮胎出口环比-3.43%）。

2. 价格波动区间

支撑位：14000-14200 元/吨（年内低点及上行通道下沿），若破位则下看 13500-13000 元/吨。

压力位：17000-17500 元/吨（近端阻力及成本压力带），需库存去化配合突破。

预期走势：10-11 月或震荡筑底，12 月随季节性备货需求回暖反弹，整体呈现“先抑后扬”格局。

策略建议：

单边交易：2025 年末企稳 14000 元/吨附近布局多单，止损 13500-13000 元/吨，短波段区间压力参考 16700 元/吨；整体高位压力 18500。

风险提示：

拉尼娜天气强度超预期导致供应中断；

原油深调拖累合成胶成本，压制天然橡胶溢价

（二）2026 年行情展望

1. 天然橡胶供需边际变化

供应收缩：全球天胶步入低产季，ANRPC 预测 2026 年产量增速放缓至 0.5%，泰国、中国增产部分抵消印尼、越南减产。

需求韧性：新能源汽车渗透率超 46%，支撑半钢胎需求，国内政策或加码基建投



资提振全钢胎消费。

2. 价格趋势

上行驱动：若 2025 年四季度去库顺利，2026 年初或延续震荡上行，次高目标 19000-20000 元/吨，最高预期在 22000 一线。

关键变量：

国内库存去化节奏（当前 108 万吨，截止 10 月中旬数据）；

海外主产区天气及政策扰动（如 EUDR 执行进展）。

策略建议：

长期趋势保持上行，年内波动空间在 15000-22000。

（三）2027 年行情展望

长期趋势：全球橡胶树老龄化加剧，供应弹性减弱，供需紧平衡或成常态。

风险因素：极端天气、贸易政策（如 EUDR）及合成橡胶替代效应可能加剧价格波动。

价格中枢：若宏观环境稳定，价格中枢有望上移至 18000-25000 元/吨，但需警惕库存累积和需求分化风险。

总结：

橡胶 2025 年 4 季度中前期呈现技术与基本面双压的局面，此阶段市场处于寻底维稳当中，盘面运行震荡为主。

四季度中后期天然橡胶市场或呈现“供应修复与需求博弈”的震荡市，价格中枢在 14500-17000 元/吨；2026 年初随着供需格局改善，有望开启新一轮周期上行，但需警惕宏观政策及天气风险。建议投资者关注库存拐点及跨品种价差配置机会。如果国际关税问题得到有效解决，注意回升预期可能会提前。

从供需平衡角度来看：2025 - 2027 年，全球橡胶市场将延续“供应偏紧、需求稳步增长”的主线。2026 年供需缺口可能扩大，库存压力缓解；2027 年紧平衡格局下，价格中枢有望抬升。建议企业关注天气预警和政策动态，灵活调整采购和库存策略，以应对市场不确定性。

风险提示：



天气风险：极端天气（如台风、干旱）可能阶段性冲击供应，导致价格剧烈波动。

政策风险：贸易壁垒（如反倾销、关税调整）和环保法规（如 EUDR）可能重塑供需格局。

需求替代风险：合成橡胶技术进步或成本变化可能分流部分天然橡胶需求。

从期货市场价格来看：

2025-2027 年，橡胶价格将呈现震荡偏强走势，核心驱动为供应收缩与需求韧性。建议关注主产区天气、库存变化及政策动向，近波段操作可参考 14500-17500 元/吨区间，长期逢低布局多单。

风险提示：

天气风险：东南亚洪涝、干旱可能阶段性冲击供应。

政策风险：欧盟溯源法案（EUDR）或重塑贸易流向，影响中国进口量。

替代风险：丁二烯扩产导致合成橡胶成本下移，可能分流天然橡胶需求。



生物柴油驱动油脂供需关系变革

要点

棕榈油支撑最强，易向上驱动；
豆油驱动因素较多且影响较大，易形成大幅波段走势，但多空博弈也较为严重；
菜油驱动因素少且影响已经持续较长时间，后续驱动强度较弱。

研究发展部

分析师：程杰

期货交易咨询资格：

Z0014943

联系方式：

chengjie@btqh.com

摘要

一、美豆减产和贸易结构主导豆系定价

- 1、美豆产量大概率将下调，生物柴油政策显著提高美豆国内需求
- 2、巴西大豆产量连年递增
- 3、当前国内进口大豆供应充足，国内豆油供应充足

二、菜籽进口和菜油进口主导菜系价格

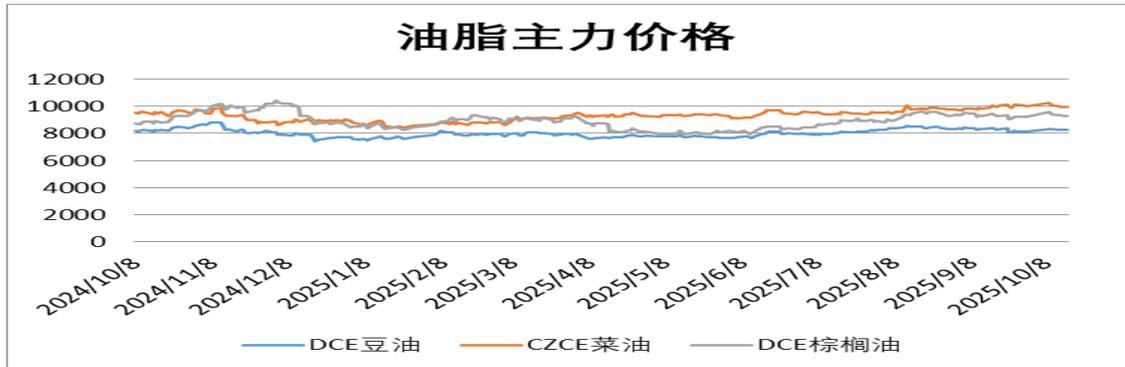
- 1、全球菜籽供应充足
- 2、中加关系严重影响加拿大菜籽出口
- 3、进口菜油增加，国内库存处于较高水平

三、印尼生柴政策给予棕榈油强力支撑

- 1、印尼生物柴油需求逐年提高
- 2、我国棕榈油进口低位但库存出于合理水平

一、油脂价格走势回顾

图 1：油脂主力价格图



(资料来源：wind、交子期货)

我们回顾 2025 年三大油脂的走势，按收盘价计：

第一阶段：在 2024 年 11 月触及高点后，三大油脂开启年内第一轮下跌，直至 2025 年 2 月再度上涨。豆油：自 8685 下跌至最低点 7441，下跌 1244；菜油自 9878 下跌至最低点 8436，下跌 1442；棕榈油自 10053 开始下跌，途中经历二次探顶，然后跌至最低点 8223，下跌 1830。

原因主要包括：南美大豆预期丰产，特朗普新政对生物柴油政策支持不明，菜籽大量到港，印尼 B40 实施不及预期等。

第二阶段：2025 年 2 月至 6 月

豆油：受美国农业展望论坛新季美豆种植面积超预期减少和国内进口大豆供应紧张影响，豆油自 7441 小幅上涨至 8152，上涨 711；然后受南美丰产进口到港逐渐增多，特朗普新关税政策冲击，以及棕榈油产地开始累库，自 8152 下跌至低点 7580，下跌 572；

菜油：受国内对加菜油和菜粕等加征关税以及商务部对加菜籽的反倾销调查初裁发布，菜油持续震荡上涨，从 8436 上涨至高点 9553，上涨 1117，然后小幅回落至 9083，下跌 470；

棕榈油：受产区减产和库存较低，以及 B40 实施在即等影响，棕榈油自 8223 上涨至 9280，上涨 1057；然后产区产量开始恢复，出口不及预期导致产区开始累库，叠加特朗普新关税政策冲击，棕榈油再度下跌至低点 7889，下跌 1391。

第三阶段：2025年6月中旬，受B40政策持续实施，美国生柴预案发布，以及国内反内卷题材冲击，油脂系列再度大幅上涨。其中豆油自7580上涨至高点8534，上涨954；菜油自9083上涨至10135，上涨1052；棕榈油自7889上涨至9609，上涨1720。

2025年9月，随着生物柴油政策预期交易衰退，中美贸易谈判进展不大，南美持续供应大豆，油脂进入震荡阶段。受阿根廷取消谷物出口税政策影响，豆油小幅下跌；棕榈油下跌后，受印尼B50政策发布影响，小幅反弹后维持震荡；菜油高位持续震荡，相对坚挺。

二、美豆减产和贸易结构主导豆系定价

(一) 美豆产量大概率将下调

图2：美国大豆产量

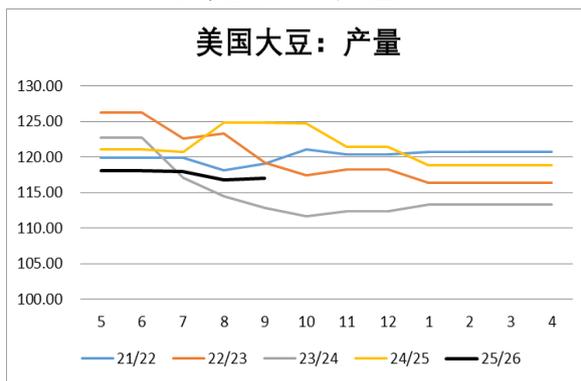


图3：美国大豆国内消费

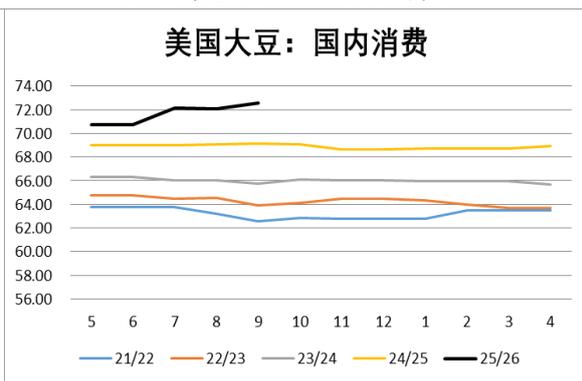


图4：美国大豆出口

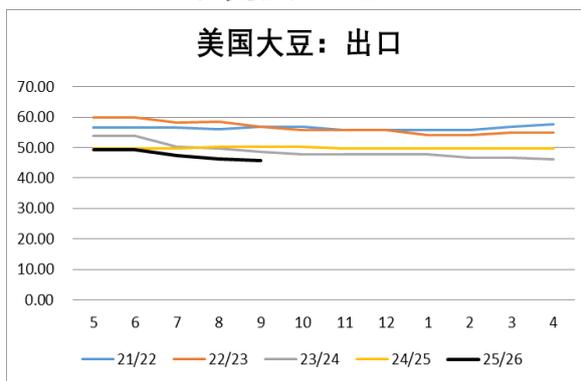
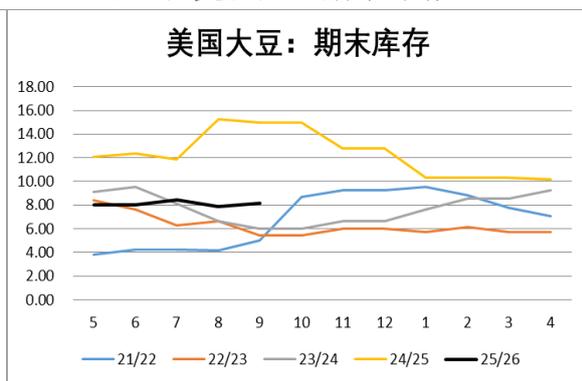


图5：美国大豆期末库存



(资料来源：USDA、交子期货)

据USDA最新的9月供需报告,25/26预测年度,美豆产量环比+0.2%,同比-6.22%;

国内消费量环比+0.68%，同比+4.89%；出口环比-1.16%，同比-8.92%；期末库存环比+3.55%，同比-45.42%。

结合最近四个年度的走势来看，本季美豆产量处于近年来的低位附近，美豆从供给角度看确实出现了收缩，收缩的方式我们将从后续的种植面积和单产角度进行分析。

本季美豆国内消费处于近年来的高位，最重要的是呈现整体不断递增的现象，我们对比21/22年度至25/26年度的9月的国内消费与产量的比值，分别是：52.56%、53.63%、58.28%、55.41%、61.97%。其国内消费占比呈现连续递增，且已经突破60%比例。

新季美豆出口量来到近年低位，近几年出口与产量的占比分别为：47.78%、47.62%、43.18%、40.34%、39.18%。23/24、24/25、25/26年度明显低于21/22、22/23年度，美豆出口呈现出弱势现象。

观察新季美豆期末库存，我们发现，其库存水平明显同比24/25年度大幅下降，相对其他年度仍呈现一定的偏高程度。

图6：美国大豆播种面积

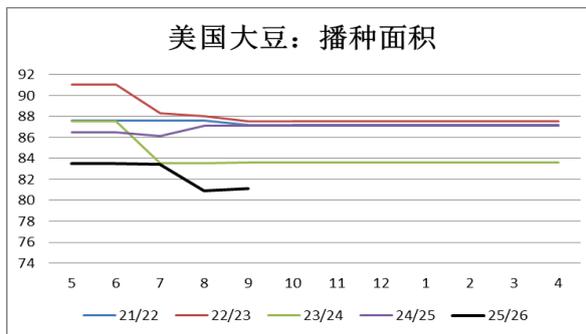
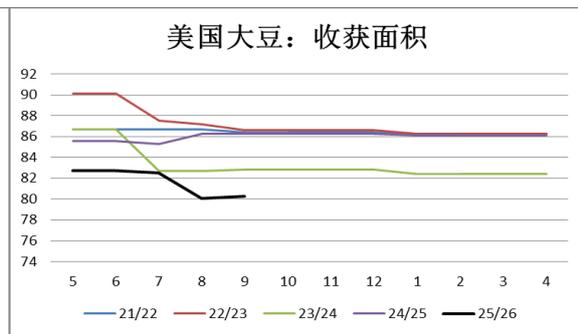


图7：美国大豆收获面积

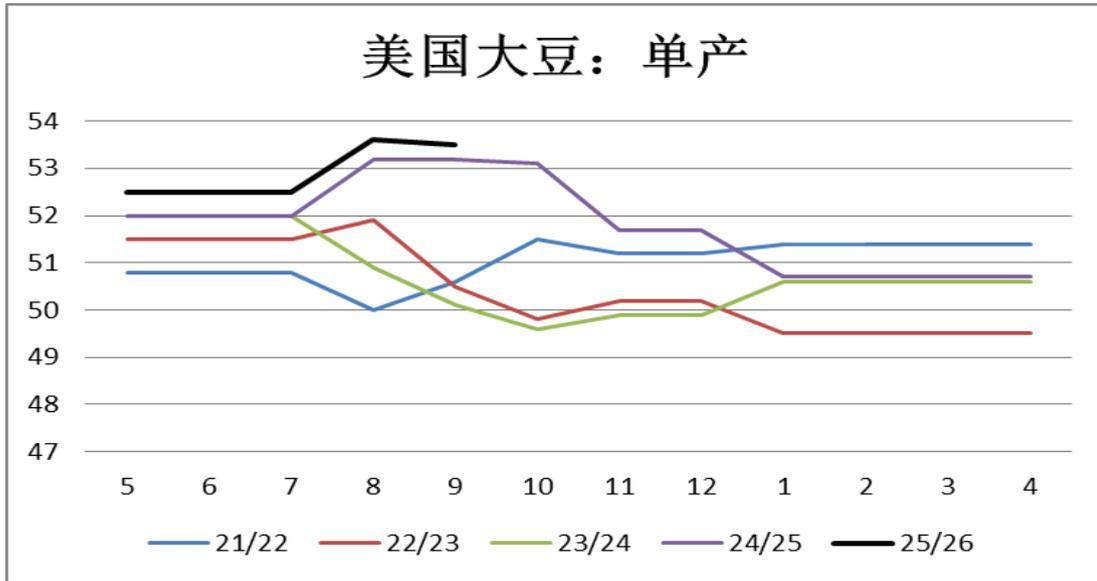


(资料来源：USDA、交子期货)

据USDA最新的9月供需报告，25/26预测年度，美豆播种面积环比+0.25%，同比-6.89%；收获面积环比+0.25%，同比-6.95%。

新季美豆种植面积在初始就较低的情况下，8月再度下调后来到近年来的最低位，9月调整幅度不大，后续进入收获季节，播种面积将基本锁定，后续收获面积可能出现微调，但整体情况已经基本确定。因此新季美豆种植面积下调至近年来最低点这个情况将成为后续的一个重要基本面核心因素。

图 8：美国大豆单产



(资料来源：USDA、交子期货)

据USDA最新的9月供需报告,25/26预测年度,美豆单产环比-0.19%,同比+0.56%。从最近几年的情况来看,单产在进入收获季节后调整概率非常大,因此需要结合历年的优良率进行综合分析。

截至 2025 年 9 月 29 日当周,美豆落叶率 79%,上周 61%,5 年平均 77%;收割进度 19%,上周 9%,5 年平均 20%;优良率 62%,上周 61%,去年同期 64%。

图 9：美国大豆结荚率

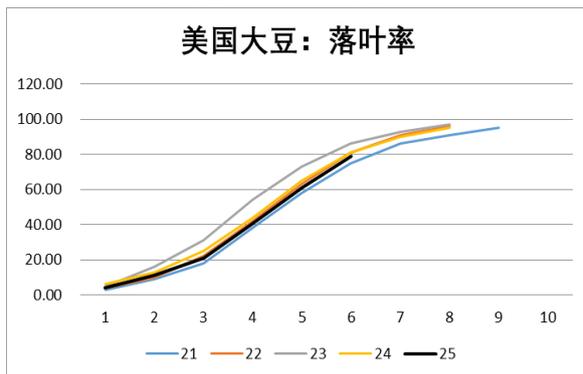


图 10：美国大豆落叶率

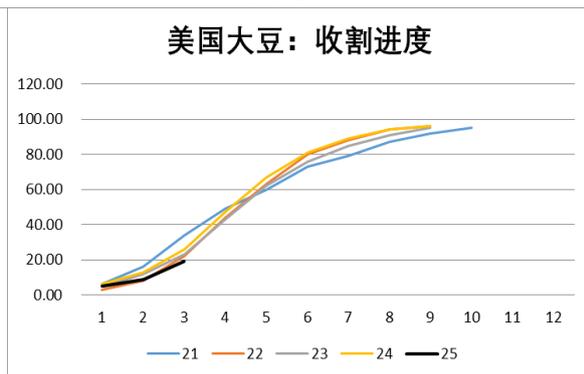
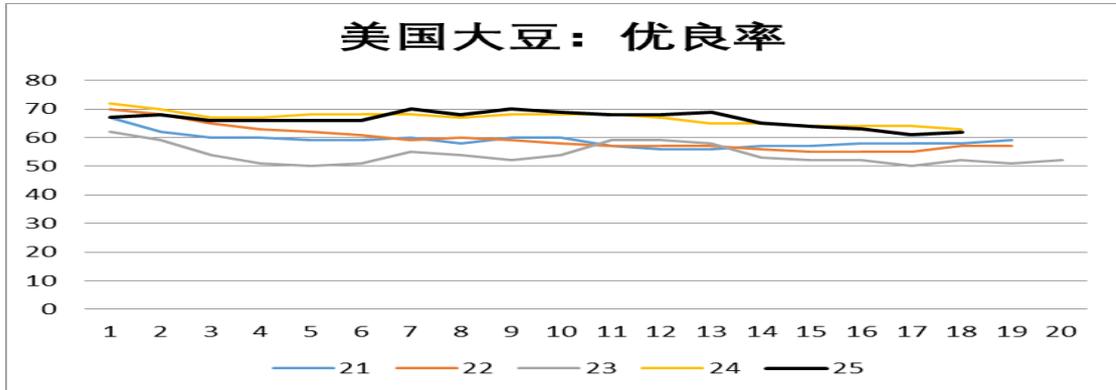


图 11：美国大豆优良率



(资料来源：USDA、交子期货)

新季美豆单产处于近几年最高的位置，比去年同期还高，结合优良率来看，新季以来的优良率已经从近几年的高位开始向下调整，且已经调整到低于去年同期，因此当前的单产大概率将向下调整。

我们纵观近几年的美豆单产走势可以发现，当从大豆生长后期进入收获阶段，单产和优良率都面临着下调风险，即美国当前的种植技术和生产环境，无法实际支撑美豆达到 53 以上的单产，因此我们认为后续优良率继续下调的幅度可能不会太大，但单产的调整可能才刚刚开始，调整幅度可以参考去年的水平。

(二) 生物柴油政策显著提高美豆国内需求

从分析可以看出，美豆国内消费增长的主要原因在于美国国内的生物柴油需求。美国豆油是目前生物柴油的主要原料，约占 41%，因此生物柴油掺混量增加，美豆油需求也将增加。

关于美国生物柴油政策，我们重点关注以下几个方面：

一是 2025 年 6 月 13 日 EPA 发布的 2026-2027 年度 RVO 提案，其中 2026 年 D4 RINS 义务量：71.2 亿个，相当于 56.1 亿加仑的生物柴油掺混量，较 2025 年的 33.5 亿加仑增长 67%；2027 年 D4 RINS 义务量：75 亿个，相当于 58.6 亿加仑的生物柴油掺混量，较 2026 年增长 4.5%。该方案尚需最后确认公布。

二是即将进入实际应用的 45Z 税收抵免政策。修订后的 45Z 政策明确限制使用北美以外原料（如中国 UCO、南美牛脂）的生物燃料申请税收抵免，旨在保护美国本土农业利益。政策鼓励使用美国本土种植的作物（如大豆、油菜籽）作为生物柴油原料，美国本土豆油、菜油等植物油需求将显著增加，而进口原料的竞争力下降。

EPA 计划减少 50% 进口生物燃料的 RIN 生成量，并限制使用进口原料生产的燃料，

以促进国内可再生燃料生产，该政策调整将进一步巩固美豆油作为主要原料的地位。

三是小型炼厂豁免与大型炼厂义务再分配方案。白宫正在审议一项计划，要求大型炼厂承担小型炼厂豁免义务量的约 50%或更少，以缓解大型炼厂的合规压力。若该计划实施，将新增约 5.5 亿加仑的生物柴油需求，但可能引发生物燃料生产商及农产州的不满，因此其仍具备较大的不确定性。

整体来看，如果按照 EPA 提出的 2026 年度 RVO 方案，生物柴油掺混义务量的大幅提升，将显著增加对豆油的需求。据估算，2026 年美豆油用于生物柴油的量将达 687 万吨，这一超预期目标直接推动美豆油需求上升，预计将增加 150-160 万吨豆油消费，对应 750-800 万吨大豆加工量。这也是 25/26 年度美大豆国内消费大幅提高的最主要原因所在。

（三）中美关系抑制美豆出口

我们再关注美豆出口情况：

截至 2025 年 9 月 18 日当周，新季美豆累计出口同比+44.16 万吨，+38.69%；累计出口中国同比-29.91 万吨，-100%。

按照 24/25 年度的预售目标 5103 万吨来看，最终完成进度 98.19%，同比+1.99。其中美豆出口中国占美豆出口的比率为 45%，低于去年 54.61%。

图 12：美国大豆累计出口

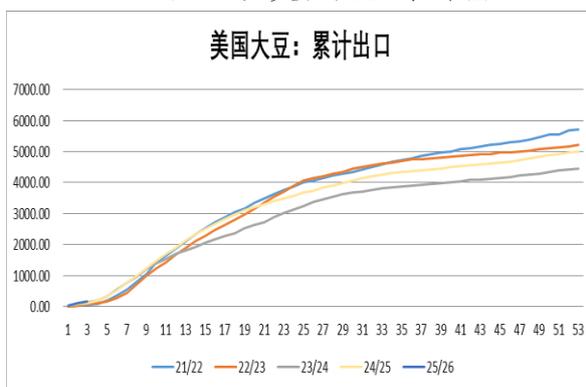
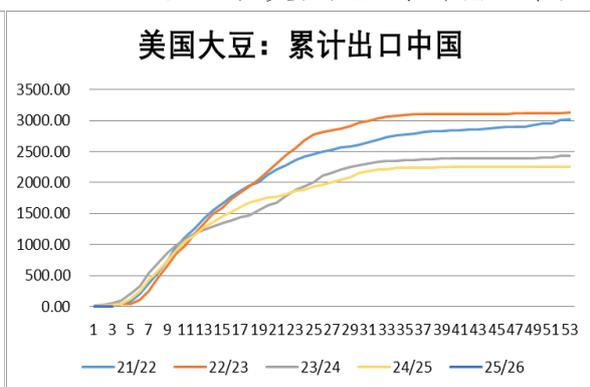


图 13：美国大豆累计出口中国



（资料来源：USDA、交子期货）

对比最近几年的出口走势来看，美豆出口情况时好时坏，且美豆出口中国整体呈现下降趋势，这也是符合中美关系发展脉络的。

我们需要重点关注的问题是：

1.24/25 年度初期，中国采购美豆是积极的，也是符合常规的，但是到了 25 年 4

月中旬以后我们的采购进度基本停滞了，且 25/26 年度新季采购仍处于停滞状态，基于中美博弈下的中国采购美豆情况是我们的重点关注对象；

2.在中国采购进度停滞以后，美国出口仍在继续，说明特朗普政府的新关税政策确实对美豆出口有一定提振，美豆的出口结构确实有了一定的优化，但这个量能否持续支撑美豆出口，是我们后续关注的另一个对象。

（四）美豆小结

综合来看，美豆确实出现了几个供需变化较大的现象：

1.美豆产量大概率要走减产路线：种植面积和收获面积基本确定减少至近几年低位，虽然 8 月单产数据上调对冲了一部分来自于面积下降导致的产量减少冲击，但我们认为这么高的单产是无法实现的，9 月单产微幅下调，且优良率已经大幅下调，甚至低于去年同期水平，因此我们认为后续产量将面临持续下调压力，一旦单产数据下调，美豆来自产量端的减产威力将进一步得到释放；

2.美豆的需求结构方面出现根本性变化：国内消费比率持续提升，出口比率不断下降。国内消费提振，尤其是生物柴油政策的积极拉动，对美豆价格提供了较好的支撑，对冲了出口遭遇下滑的部分风险。尤其是 EPA 大幅提高了 2026 年 RVO 生物柴油掺混量，将显著提高明年美豆油需求，因此这里需要重点关注后续的方案落地情况。

但美豆的出口依旧占据 40%左右的份额，而中国出口则占据整个出口的 45%-55%，相当于占整体产量的 18%-22%。我们 2022 年-2025 年累计进口美豆依次为 3021 万吨、3138 万吨、2430 万吨、2247 万吨，这个体量较生物柴油政策增量需求仍很大，因此中国进口美豆如果出现较大变动，这个幅度仅靠消费拉动是无法完全对冲的。

同样，对于我们常年进口保持在 9000-10000 万吨的体量中，美豆进口依旧占据 20%-35%左右的比重，因此中美之间的美豆进出口政策对中美大豆市场都具备重要的影响。

当前美豆出口中国处于停滞阶段，后续的中美关税政策以及新季美豆中来自于中国的订单情况将成为我们的重点关注对象。

（五）巴西大豆产量连年递增

据 USDA 最新的 9 月供需报告,25/26 估计年度,巴西大豆产量环比 0%,同比+10.46%;



国内消费量环比 0%，同比+5.62%；出口环比 0%，同比-2.76%；期末库存环比+0.28%，同比+29.92%。

图 14：巴西大豆产量

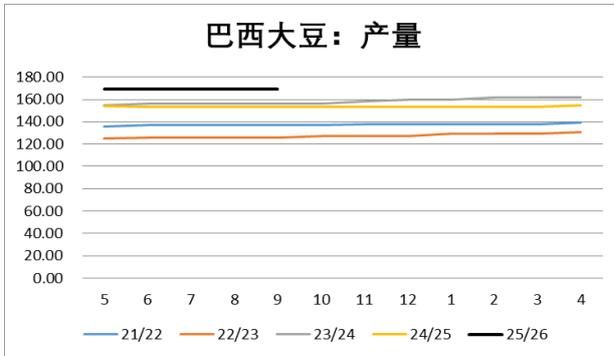


图 15：巴西大豆国内消费

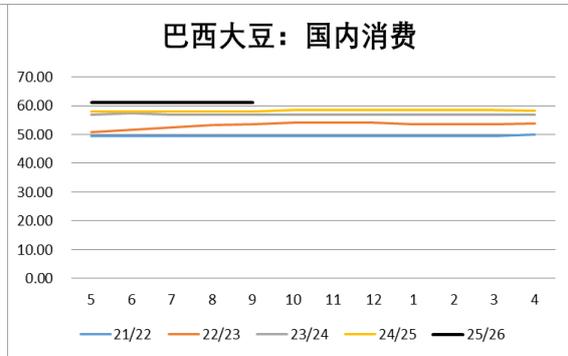


图 16：巴西大豆出口

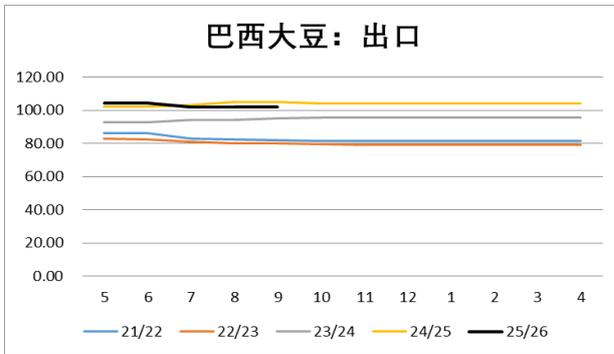
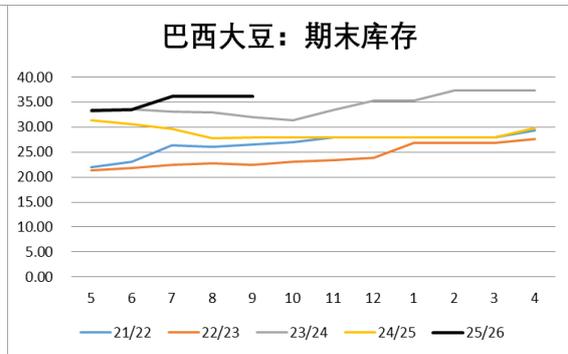


图 17：巴西大豆期末库存



(资料来源：USDA、交子期货)

结合近几年走势看，巴西大豆产量连年递增，不断创出历史新高，出口数量也相应来到高位，期末库存在经历去年持续偏低后也回到较高水平。

我们继续分析巴西大豆的种植面积和单产情况：

图 18：巴西大豆种植面积

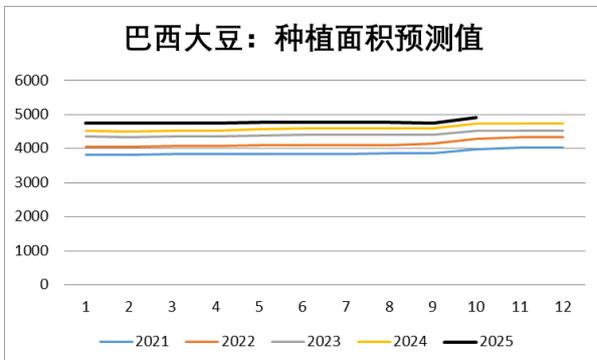
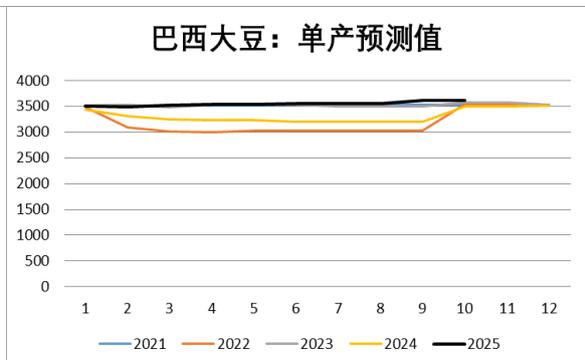


图 19：巴西大豆单产



(资料来源：CONAB、交子期货)

据 CONAB 近几年的预测数据，我们发现其基于种植面积和单产的产量预测值和 USDA 巴西大豆产量预测值，误差在 5%以内占比 60.87%，10%以内占比 85.51%，因此该预测值具备较大的参考价值。

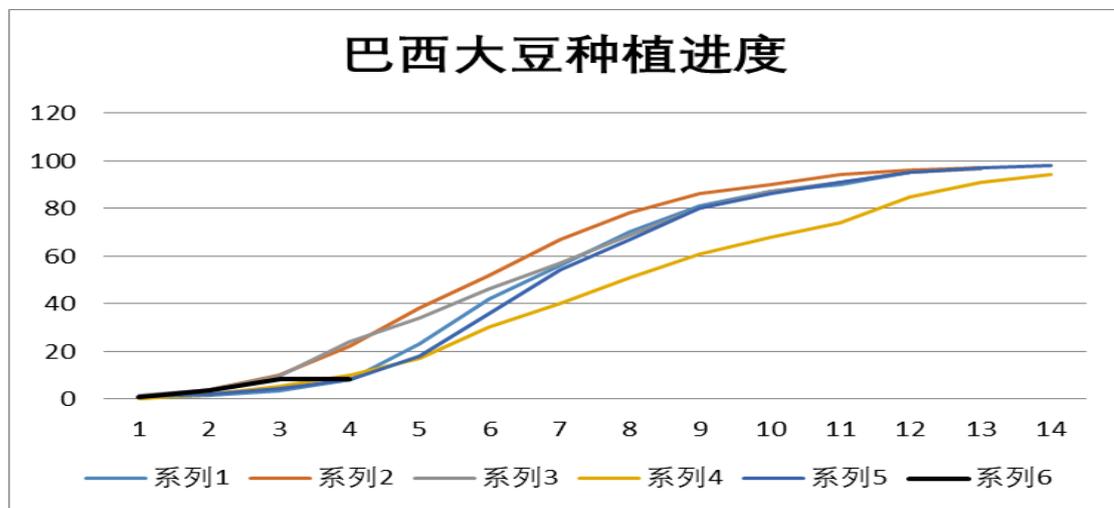
我们发现，巴西大豆的种植面积呈现的是逐年上升状态，说明在中国大量采购巴西大豆的情况下，尤其是在长期订单的刺激下，巴西大豆种植结构已经发生重大转变，大豆种植比例呈现稳定上升情况，因此后续在未发生重大变化情况下，巴西大豆种植面积将继续保持在高位。

而在单产预测方面，除了 2022 年和 2024 年遭遇干旱高温天气等导致单产有所调降，其余年份均保持在 3500 千克/公顷上下，说明巴西当前的种植技术是可以支持 3500 上下的，因此在排除极端天气干扰下，3400-3500 区间可能具有持续的参考价值。

综合来看，巴西产量的预期，底部支撑较强，且具备持续保持高位的能力。

然后我们关注新季巴西大豆的种植情况：

图 20：巴西大豆种植进度



(资料来源：CONAB、交子期货)

据 CONAB，截至 2025 年 10 月 11 日，25/26 年度大豆播种进度 11.1%，上周 8.2%，去年同期 8.2%。播种进度整体正常，尚未出现异常天气干扰。

(六) 巴西出口进入季节性低谷阶段

我们再来关注巴西出口中国的情况：

图 21：巴西大豆发船中国

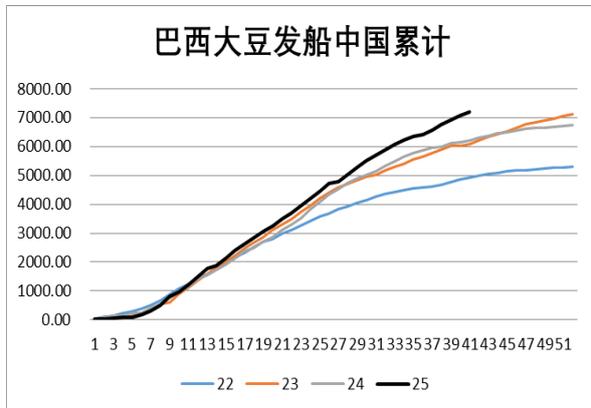
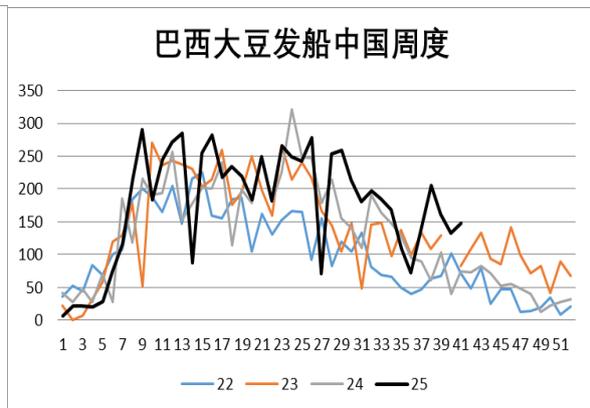


图 22：巴西大豆发船中国周度



(资料来源：上海钢联、交子期货)

据钢联数据,截至 2025 年 10 月 10 日当周,巴西大豆发往中国累计 7214.68 万吨,同比去年的 6229.79 万吨, +984.89 万吨, +15.81%。

结合近几年走势图来看,2025 年以来,巴西大豆发往中国的数量是近年来最高的,在二季度以后更加明显,这也和我们积极采购南美大豆,暂停采购美豆的情况是相符合的。

我们需要注意的是,巴西大豆发船中国的数量即将季节性下行,直至进入低谷阶段,并且将持续至明年 2 月左右才会重新上涨,这对后续我们关注国内大豆供应具有重要影响。

(七) 阿根廷关税政策大幅提高出口

接下来我们开始关注阿根廷整体情况:

图 23: 阿根廷大豆产量

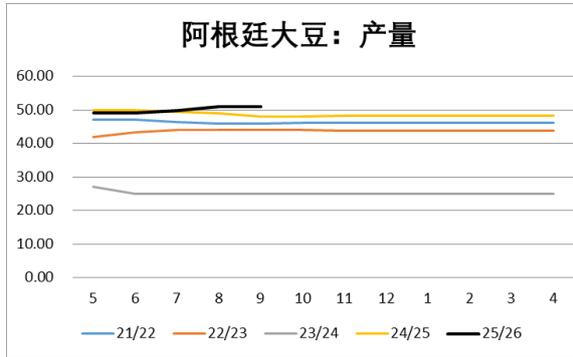


图 24: 阿根廷大豆国内消费

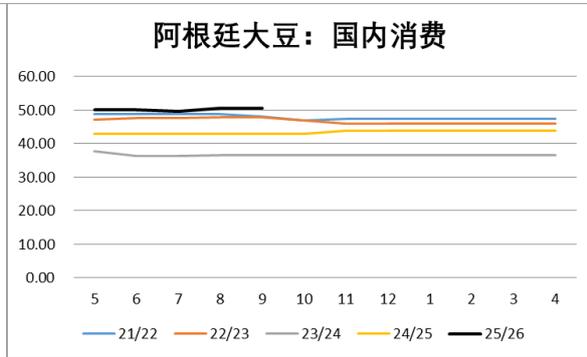


图 25: 阿根廷大豆出口

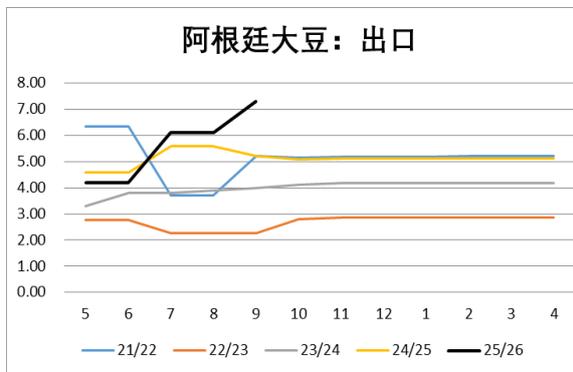
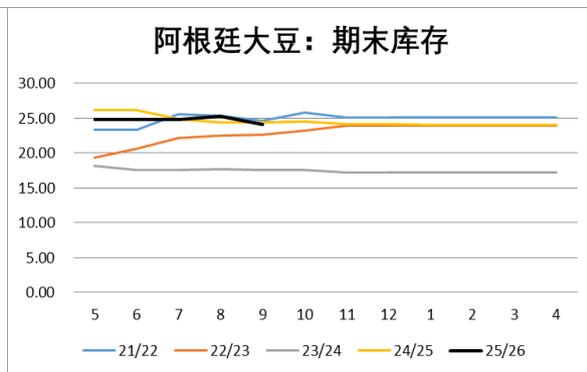


图 26: 阿根廷大豆期末库存



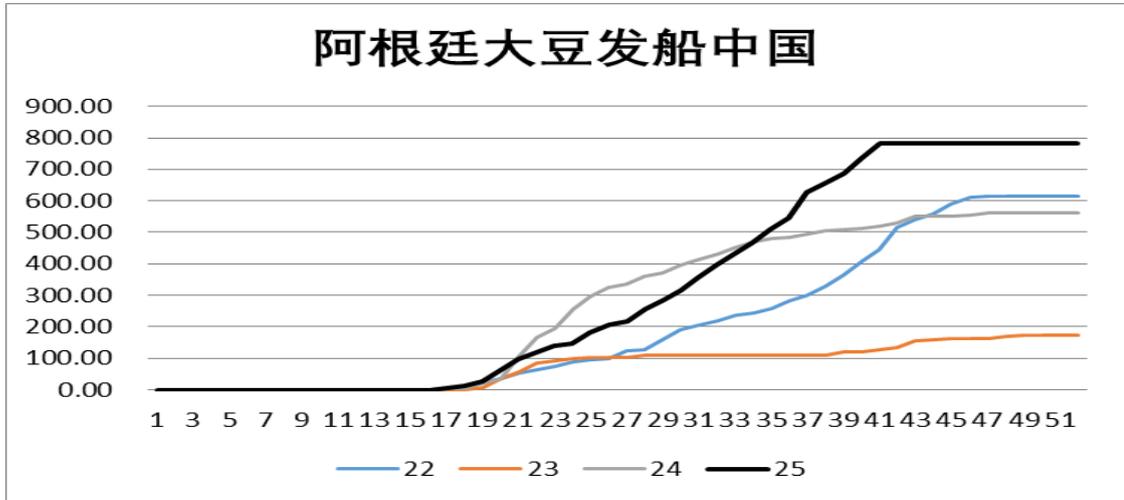
(资料来源: USDA、交子期货)

据 USDA 最新的 9 月供需报告, 25/26 估计年度, 阿根廷大豆产量环比+0%, 同比+5.82%; 国内消费量环比+0%, 同比+17.89%; 出口环比+19.67%, 同比+40.38%; 期末库存环比-4.75%, 同比-1.23%。

从近几年的供需平衡走势图来看, 阿根廷产量和国内消费保持在稳定的水平; 出口波动较大, 但因其绝对数值较低, 因此对全球贸易结构影响不大; 其期末库存也保持在合理的水平上。

然后我们分析阿根廷出口中国情况:

图 27：阿根廷大豆发船中国



(资料来源：上海钢联、交子期货)

据钢联数据，截至 2025 年 10 月 10 日当周，阿根廷大豆发往中国累计 781.19 万吨，同比去年的 520.16 万吨，+261.03 万吨，+50.18%。

这里需要特别提到阿根廷关税调整事件。2025 年 9 月 22 日，阿根廷政府宣布自即日起至 2025 年 10 月 31 日，全面取消大豆、豆粕、豆油、玉米、小麦等谷物及其制成品的出口关税。该免税政策设有金额上限，一旦出口销售额达到 70 亿美元，政策将自动终止。其中大豆出口税从 26% 降至 0%，豆粕和豆油出口税从 24.5% 降至 0%，玉米和小麦出口税从 9.5% 降至 0%。

在免税政策实施后的三天内，阿根廷大豆出口申报量迅速达到 70 亿美元上限，创下至少七年来的最高出口水平。由于政策期限短且金额上限严格，出口商在短时间内集中销售，以最大化利用免税窗口期。

自 9 月 22 日政策实施后，中国买家迅速响应，订购了至少 10 船阿根廷大豆，每船约 6.5 万吨，总计约 65 万吨。到 9 月 25 日，中国采购量已增至约 20 船，合计约 130 万吨。据彭博社援引知情人士的话称，中国进口商已订购至少 35 船阿根廷大豆采购量，高于前面媒体报道的 20 船。按每船 6.5 万吨计算，中国已订购近 230 万吨阿根廷大豆。这些采购主要集中在 11 月船期，部分涉及 2025/26 年度的新作物，计划在 2026 年 4 月后交付。

结合近几年走势图来看，2025 年以来，阿根廷大豆发往中国的数量是近年来最高的，在二季度以后增加明显，这也和我们积极采购南美大豆，暂停采购美豆的情况是

相符合的。但阿根廷的绝对增量有限，可以部分缓解我们对美豆采购减少的影响，对我们进口结构变化的影响不是很大。

(八) 当前中国进口大豆供应充足

图 28: 中国进口大豆当月

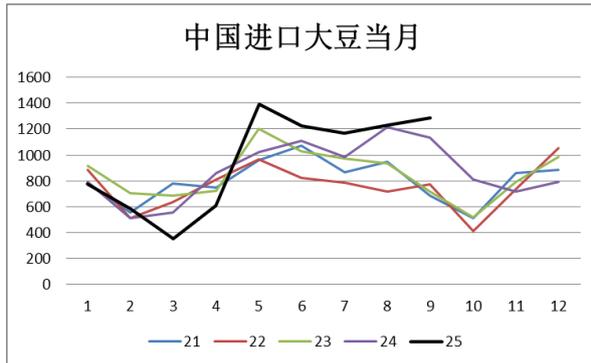
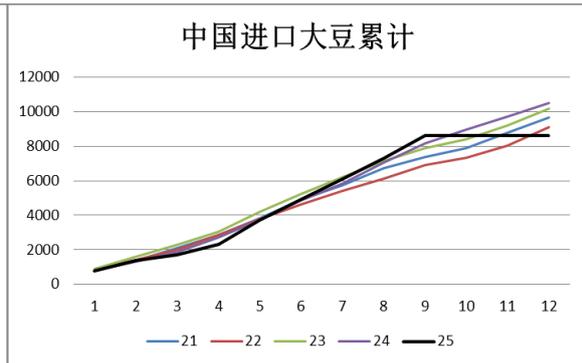


图 29: 中国进口大豆累计



(资料来源: 海关总署、wind、交子期货)

截至 2025 年 9 月，2025 年度中国进口大豆 8618.8 万吨，同比去年 8184 万吨，+434.8 万吨，+5.31%。

图 30: 中国大豆港口库存

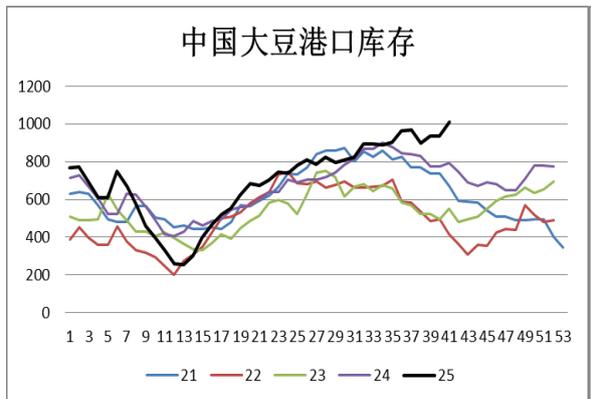
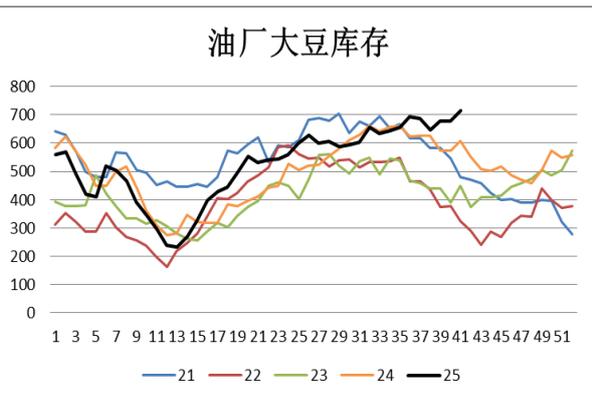


图 31: 中国油厂大豆库存



(资料来源: 上海钢联、交子期货)

据钢联数据，截至 2025 年 10 月 10 日当周，中国大豆港口库存为 1009.2 万吨，同比去年的 795.71 万吨，+213.49 万吨，+26.83%；111 家油厂大豆库存为 714.26 万吨，同比去年的 607.1 万吨，+107.16 万吨，+17.65%。

2025 年度，中国进口大豆的数量整体呈现稳中略增的局面，采购节奏来看一季度

较为保守，二季度和三季度明显提升了采购进度，因此国内的港口库存保持在近年来的较高位置。

我们认为当前的大豆是充足的，甚至是宽松的，但结合美豆采购停滞，巴西大豆采购即将进入下行阶段，阿根廷关税政策增加了部分增量采购的情况来看，四季度进口大豆依然充足，但四季度以后的大豆供应充足与否，我们需要结合国内港口库存变化情况、美豆的采购情况以及南美后续的到来情况而定。

(九) 国内豆油供应充足

图 32：中国豆油产量

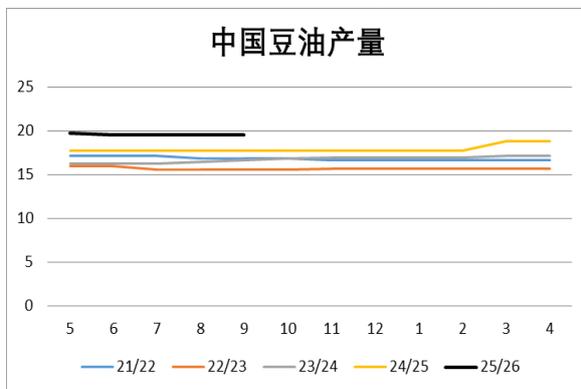


图 33：中国豆油消费量

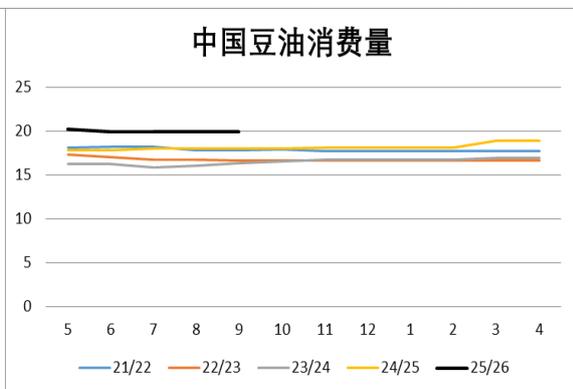


图 34：中国豆油进口

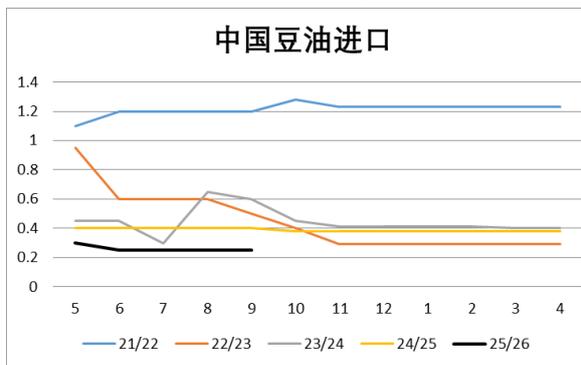
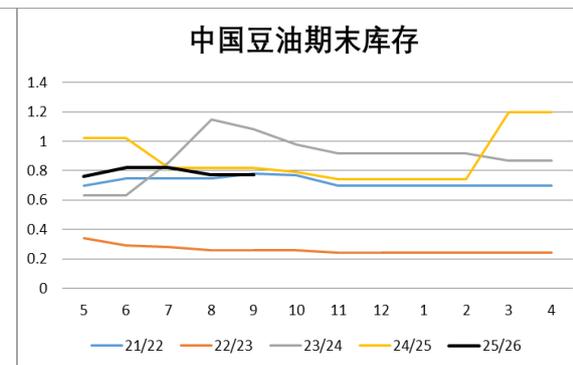


图 35：中国豆油期末库存



(资料来源：USDA、交子期货)

据 USDA 最新月报，25/26 估计年度，中国豆油产量环比+0%，同比+10.32%；进口环比+0%，同比-37.5%；国内消费量环比+0%，同比+10.5%；期末库存环比+0%，同比-6.1%。

从数据结构来看，我国豆油产量和消费量都呈现扩张态势，进口保持低位，且绝

对值极低，期末库存保持中性水平。

然后我们从压榨的环节考察产量和库存情况：

图 36：豆油产量

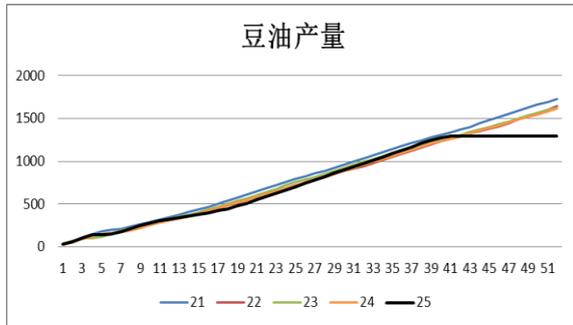
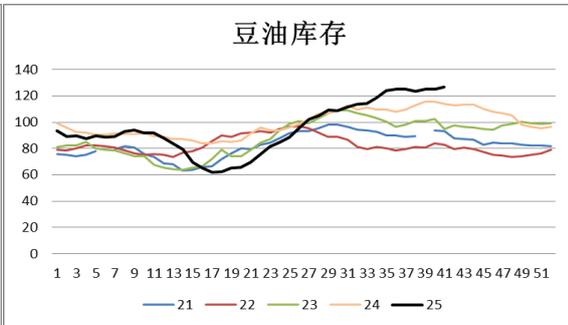


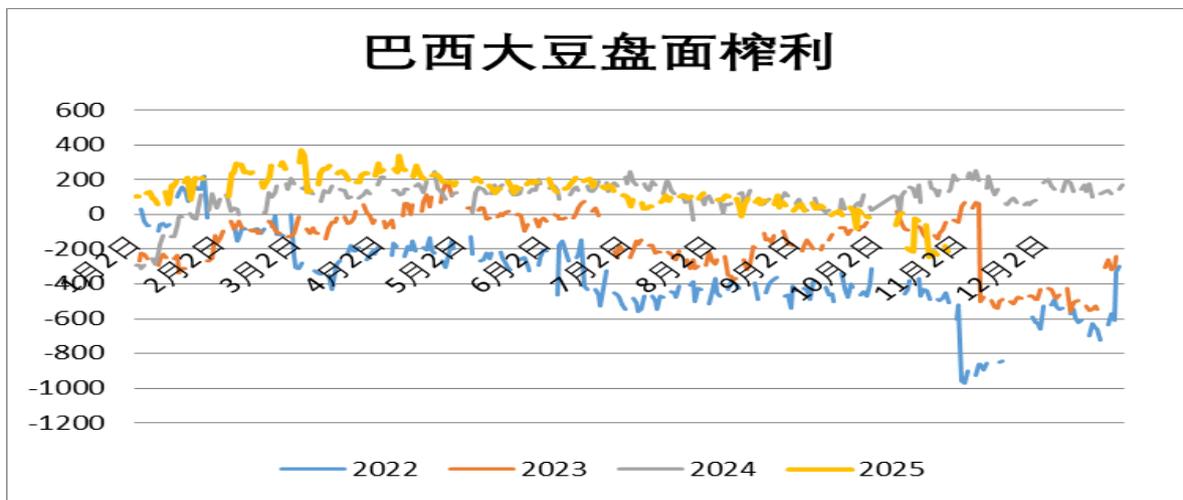
图 37：豆油库存



(资料来源：上海钢联、交子期货)

据钢联数据，截至 2025 年 10 月 10 日当周，2025 年度豆油产量为 1295.88 万吨，同比去年的 1258.29 万吨，+37.59 万吨，+2.99%。豆油库存为 126.51 万吨，同比去年的 114.01 万吨，+12.5 万吨，+10.96%。

图 38：巴西大豆盘面榨利



(资料来源：上海钢联、交子期货)

2025 年度我们进口的是巴西大豆，我们观察巴西大豆盘面榨利发现，在有美豆补充的上半年榨利是近几年较高的，随着我们暂停美豆采购转向南美大豆，在前期处于正常采购的情况下，盘面榨利保持季节性回落，但在后期超预期采购南美大豆的情况下，尤其是 10 月以来，当季盘面榨利开始迅速滑落，说明采购结构改变对成本端的影响是显著的。但在中美博弈的情况下，我们认为量的保证是第一位的，然后才是成本和利润的考量。

(十) 豆油小结

表 1: 中国豆油供需预测

	2023/2024 万吨	2024/2025 (估计) 万吨	2025/2026 (预期) 万吨	2026/2027 (预期) 万吨
产量	1881	1957	2052	2115
进口	38.1	25	25	25
国内消费量	1890	2000	2065	2140
出口	10.4	25	10	11
期末库存	119.8	76.8	78.8	67.8

(资料来源: USDA、wind、交子期货)

结合走势图来看, 24/25 年度的豆油产量是稳定的, 居于近五年中间水平, 绝对差值不大; 当前豆油库存相对较高, 来到近几年的高点, 后续将季节性开始下降, 但绝对差值也不大, 因此豆油供应是充足的; 消费是较为正常的, 豆油本身并没有太大的供需矛盾, 豆油的定价矛盾主要集中在上游大豆环节。

25/26 年度我们预期国内消费量将继续保持小幅增长至 2065 万吨, 进口和出口量较少, 产量预计将增长至 2052 万吨, 期末库存保持在 78 万吨附近。

三、菜籽进口和菜油进口主导菜系价格

(一) 全球菜籽供应充足

据 USDA, 25/26 预测年度, 截至 9 月, 全球菜籽产量同比+340 万吨, +3.88%; 全球菜籽库存同比+303 万吨, +36.33%。

对比近几年的走势图来看, 全球菜籽整体呈现连续增产, 25/26 年度保持高位; 从库存来看, 库存处于高位, 全球菜籽整体供应是充足的。

图 39: 全球菜籽产量

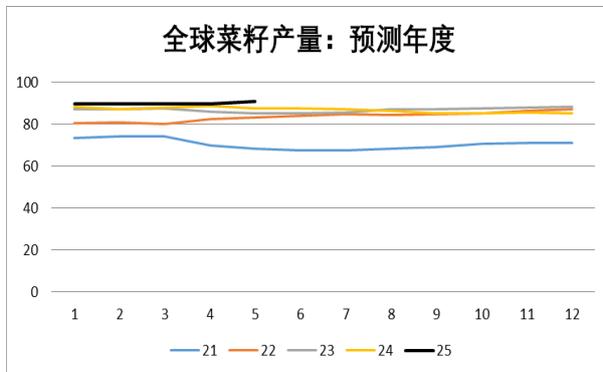
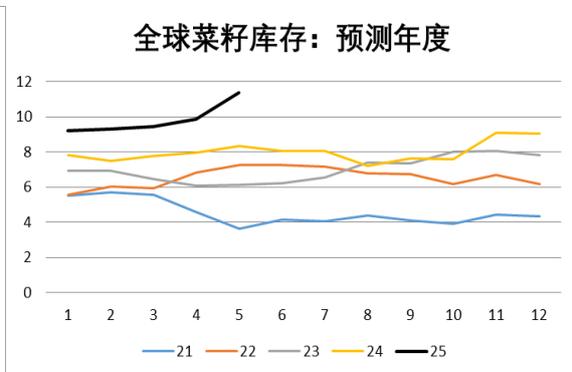


图 40: 全球菜籽库存

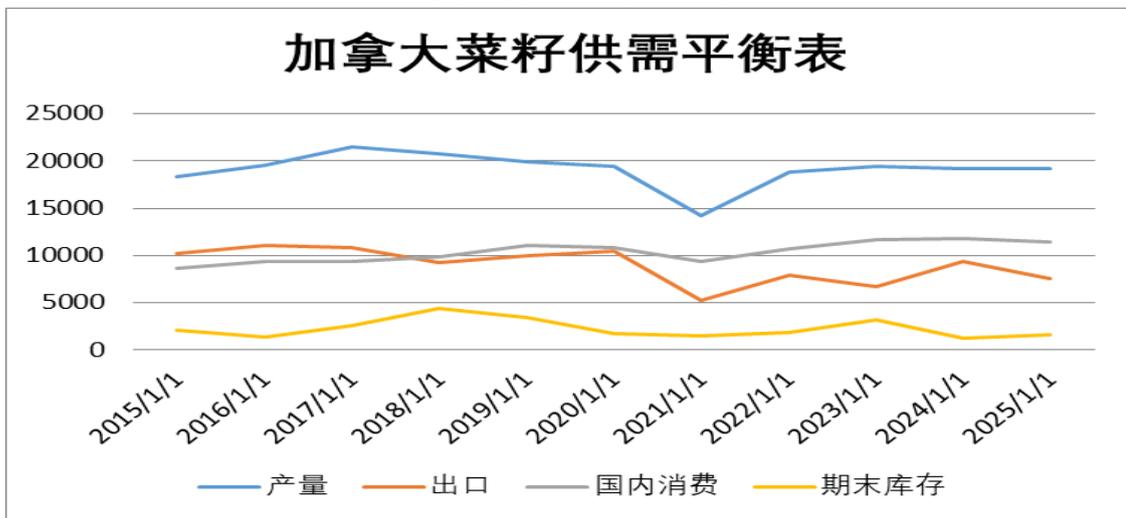


(资料来源: USDA、交子期货)

(二) 加拿大产量保持稳定

据 USDA, 25/26 年度, 加拿大菜籽产量同比+76.1 万吨, +3.96%; 出口数量-263.5 万吨, -28.23%; 国内消费+23.8 万吨, +2.02%; 期末库存+145 万吨, +96.41%。

图 41: 加拿大菜籽供需平衡表



(资料来源: USDA、交子期货)

从供需平衡图来看, 加拿大菜籽除了 21/22 年度遭遇较大减产, 其余年份产量保持较为稳定; 出口量波动较大, 除了天气因素外, 中加关系、美加关系都对出口有较大影响; 国内消费呈现稳中小幅波动局面; 期末库存处于中间水平, 但 25/26 年度同比上涨幅度较大, 说明其在面临中加关系和美加关系的复杂情况下, 其出口仍然受到了较大影响。

我们继续采用加拿大统计局的年度种植数据来进行分析:

图 42: 加菜籽播种/收获面积

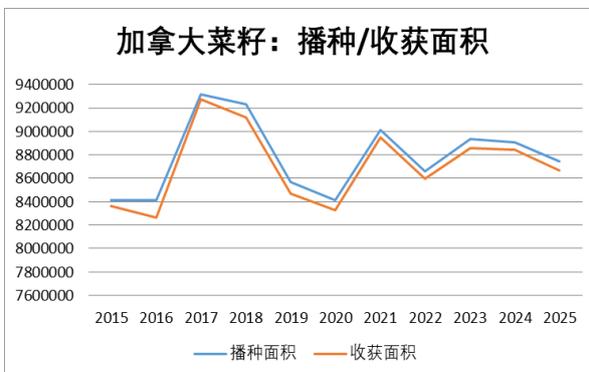
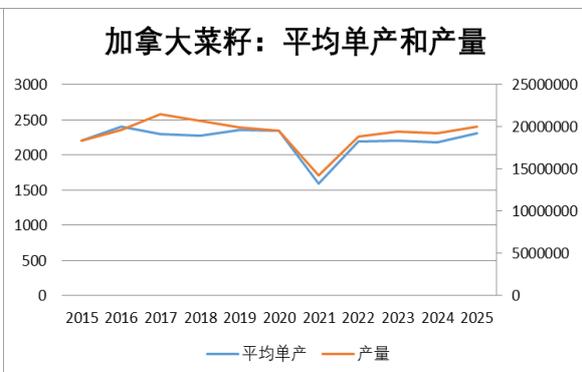


图 43: 加菜籽平均单产和产量



(资料来源: 加拿大统计局、交子期货)

我们可以发现，加拿大的种植面积在 2017 年度达峰以后，连续三年下降，后续回升到 860-900 万公顷之后就保持在区间之内，说明自 2021 年以后，加拿大已经没有大幅扩产的计划，甚至未来种植面积还会有所下滑，考虑到平衡表并没有太大压力，我们认为其播种面积保持稳定为主。

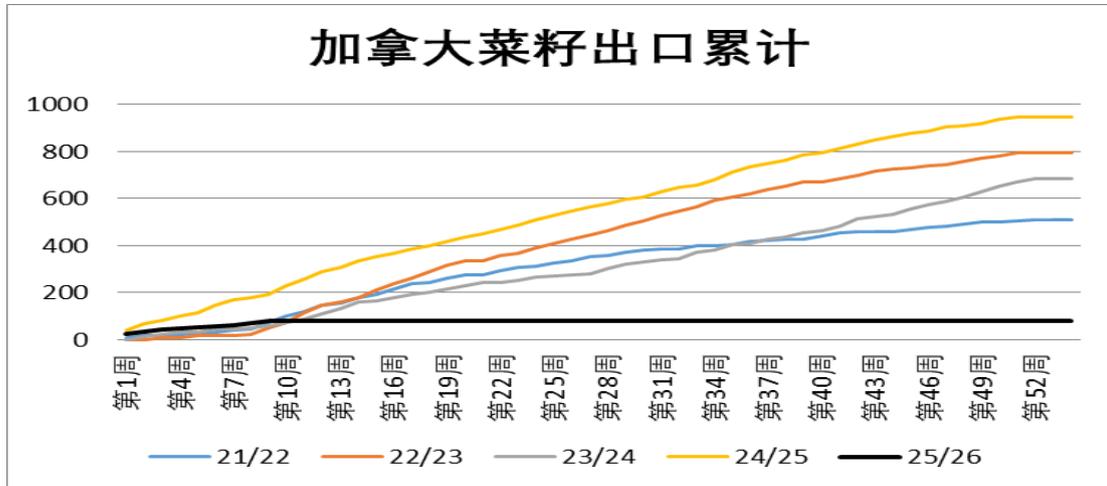
然后我们观察平均单产，2021 年遭遇极端干旱导致单产大幅下降，然后就回升到正常水平附近，且有微幅上调变化。所以我们认为，加拿大当前的种植技术可以抵御非极端的恶劣天气，因此在未发生重大气候灾害的情况下，我们认为近几年的平均单产是可持续的参考基准。

最后我们观察产量，2021 年遭遇极端干旱单产大幅下降导致产量大幅下降后，后续单产回升，产量也开始回升，因此在单产稳中微增的基础上，种植面积区间波动的情况下，产量将保持稳定为主。

（三）中加关系严重影响出口

我们分析加拿大菜籽出口数据：

图 44：加拿大菜籽出口累计



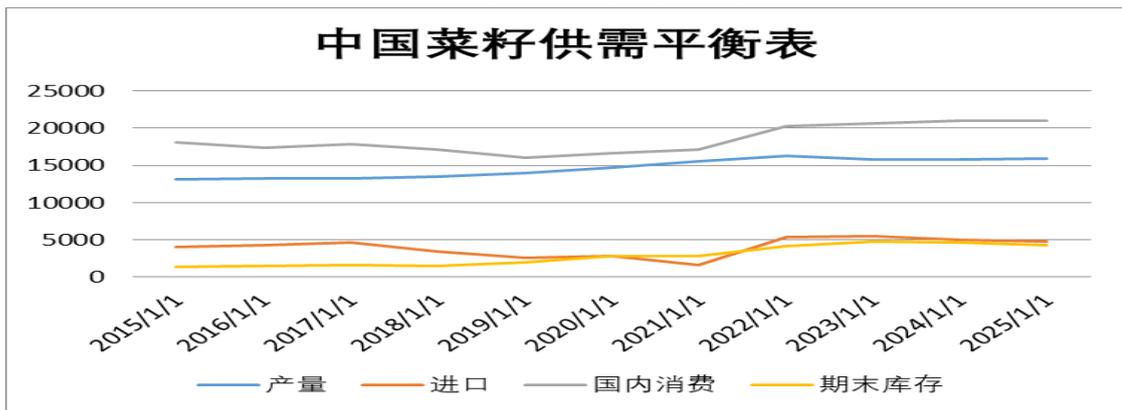
(资料来源：加拿大谷物协会、交子期货)

可以发现，截至 2025 年 10 月 3 日当周，加拿大 25/26 年度（自 2025 年 8 月 8 日起）菜籽出口累计 78.55 万吨，同比减少 113.48 万吨，降幅 59.09%。自 25/26 年度开始，加拿大出口同比 24/25 年度大幅减少，因此导致年度期末库存同比大幅回升。究其原因，我们认为，主要是作为加拿大菜籽第一出口国——中国，对加菜籽进口政策发生重大变化有关。

最近三年,出口中国菜籽占据加拿大整体菜籽出口的比例分别为 55.91%、63.97%、57.69%,可以发现,出口中国的比例近乎 60%上下,因此一旦出口中国受到影响,想要对冲出口中国的措施也是比较困难的。

(四) 中国菜籽进口偏低, 库存处于低位

图 45: 中国菜籽供需平衡表



(资料来源: USDA、交子期货)

据 USDA, 25/26 年度, 中国菜籽产量同比+10 万吨, +0.63%; 进口同比-90 万吨, -18%; 国内消费同比-60 万吨, -2.86%; 期末库存同比-37.5 万吨, -8.14%。

图 46: 中国菜籽进口

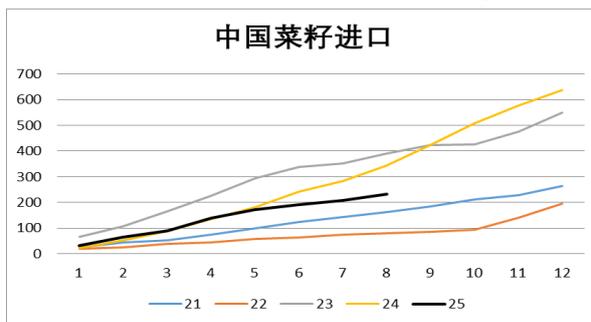
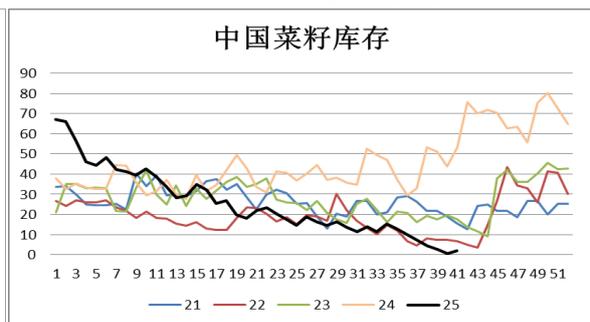


图 47: 中国菜籽库存



(资料来源: 海关总署、上海钢联、交子期货)

据海关数据,截至 2025 年 8 月,我国累计进口菜籽 233.07 万吨,同比去年的 342.45 万吨, -109.38 万吨, -31.94%。

据钢联数据,截至 2025 年 10 月 10 日当周,菜籽库存为 1.8 万吨,同比去年的 53.45 万吨, -51.65 万吨, -96.63%。

我国沿海油厂菜籽库存已经降至近几年最低点，主要是自二季度以后采购节奏非常缓慢所致，这里面主要是受中加关系影响。

最近三年我们进口菜籽中加拿大菜籽占比分别为 95.27%、91.97%、96.02%，因此加拿大菜籽进口占据我们菜籽进口的比例非常高，一旦中加关系影响加拿大菜籽进口，菜籽供应将会受到明显的影响。

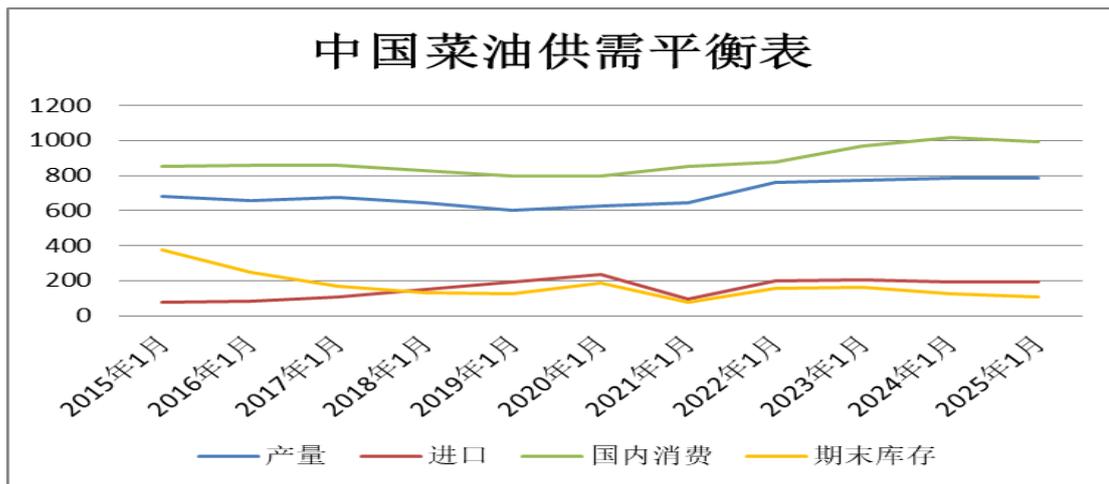
我们关注中国对加拿大相关品种的关税变化情况：自 2025 年 3 月 20 日起，中国对原产于加拿大的菜子油、油渣饼、豌豆加征 100% 关税。随后，8 月 12 日，商务部发布针对加菜籽的反倾销调查初步裁决，决定自 8 月 14 日起对加菜籽加征 75.8% 的反倾销保证金，导致 9 月和 10 月中国对加拿大油菜籽的采购活动几乎陷入停滞。这一政策显著改变了贸易格局，短期内加拿大对华出口菜籽大幅减少。后续中国将反倾销调查延长至 2026 年 3 月 9 日，这为双方谈判留出了缓冲期。

中加关系近年反反复复，核心原因在于其受制于中美关系变化而变化，因此在中美关系持续紧张背景下，中加关系很难出现彻底的好转，菜籽进出口也将持续受到影响，后续我们将持续追踪中加关系重要事件及其可能出现的进出口缓解窗口。

（五）压榨产量减少但进口菜油增加

据 USDA，25/26 年度，中国菜油产量同比-23.4 万吨，-2.99%；进口同比不变；国内消费同比-45 万吨，-4.43%；期末库存同比-15.5 万吨，-12.41%。

图 48：中国菜油供需平衡表



（资料来源：USDA、交子期货）

然后我们从压榨环节分析菜油产量和库存情况：

图 49：菜油产量

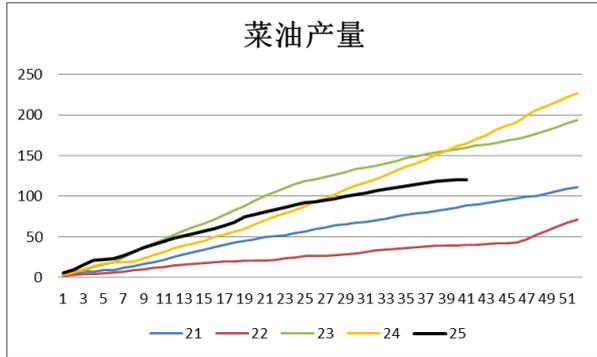


图 50：沿海油厂菜油库存

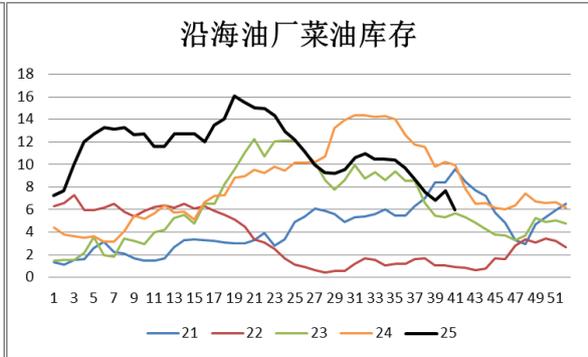


图 51：中国菜油库存

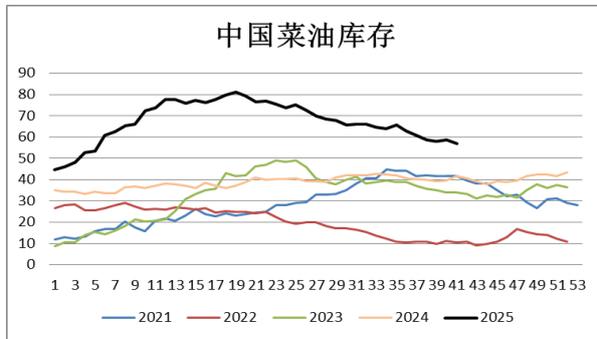
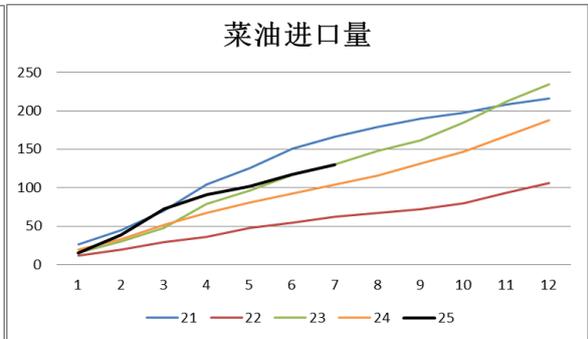


图 52：菜油进口量



(资料来源：上海钢联、海关总署、交子期货)

据钢联数据，截至 2025 年 10 月 10 日当周，沿海油厂菜油累计产量 120.65 万吨，同比去年的 164.84 万吨，-44.2 万吨，-26.81%；沿海油厂菜油库存为 6 万吨，同比去年的 9.95 万吨，-3.95 万吨，-39.7%。菜籽进口减少，油厂压榨自然减少，油厂库存也处于低位。

据钢联数据，截至 10 月 10 日当周，中国菜油库存为 56.9 万吨，同比去年的 41.84 万吨，+15.06 万吨，+35.99%。

据海关总署数据，截至 2025 年 8 月，累计进口菜子油和芥子油 144 万吨，同比去年的 116 万吨，+28 万吨，+24.14%。

在压榨菜油产量减少的情况下，商业库存却同比上升，原因就在于进口菜油增加所致，进口菜油增加对冲了部分进口菜籽减少的压力。

我们再研究一下菜油的进口结构：

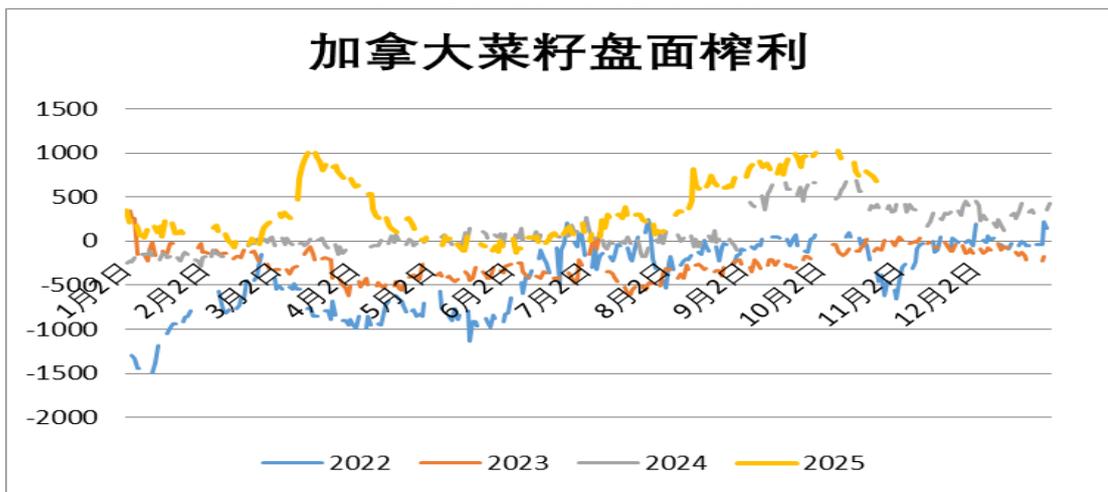
表 2: 中国菜油进口区域分布

	北美地区	大洋洲	欧洲	亚洲
2021	45.31%	1.94%	36.42%	15.99%
2022	21.72%	0.60%	58.08%	19.60%
2023	5.17%	1.21%	79.88%	13.74%
2024	0.00%	0.16%	79.37%	20.48%
2025: 1-8	9.35%	2.58%	74.86%	13.23%

(资料来源: 海关总署、上海钢联、交子期货)

我们可以明显看到北美地区的进口占比从近乎一半下降至 10%以内, 欧洲占比从三分之一提高到 75%-80%, 亚洲保持在 10%-20%, 大洋洲占比较少。由于菜油的主要进口增量来自于欧洲和亚洲(其中欧洲地区主要指俄罗斯和白俄罗斯, 亚洲地区主要指阿联酋), 而且菜油的进口结构已经调整完成, 因此菜油进口可以较为安全的对冲来自加拿大菜籽进口减少的压力。

图 53: 加拿大菜籽盘面榨利



(资料来源: 上海钢联、交子期货)

虽然中加关系起起伏伏, 但我们主要进口的还是加拿大菜籽。我们观察加拿大进口菜籽盘面榨利发现, 2025 年盘面榨利整体处于近几年高位, 2 月-5 月的榨利高峰是由于加拿大菜籽进口价格同比较低和菜油价格同比较高共同导致, 而 8 月以后的榨利高位主要是由于国内菜油同比高位所致。盘面榨利回到较高位置, 说明市场开始实际消化菜籽进口变化所带来的连锁反应, 这也是和中加关系反复变化相符合的, 但在中美博弈和特朗普全球关税政策的大背景下, 我们认为后续其进口量、成本和利润的变化是难以稳定的。

（六）菜油小结

表 3：中国菜油供需预测

	2023/2024 万吨	2024/2025（估计） 万吨	2025/2026（预期） 万吨	2026/2027（预期） 万吨
产量	772.2	772.2	783.9	760.5
进口	204	204	195	195
国内消费量	970	970	1015	970
出口	2.1	2.1	2	1
期末库存	163	163	124.9	109.4

（资料来源：USDA、wind、交子期货）

综合来看，24/25 年度，国内菜籽产量增长至高位，产量小幅增加；进口微幅下跌但绝对值较小；消费保持小幅增长；期末库存从高位下滑至中性水平。

2025 年以来，由于进口菜籽总量减少，沿海油厂菜油压榨产量也同比减少 20.77 万吨，而菜油进口增加 26 万吨，菜油整体供应同比变化不大，所以后续菜油的两个重要因素就是菜油进口和菜籽进口。

菜籽进口缓慢现象仍在持续，当前菜籽库存已经处于低位，因此后续的沿海压榨供应存在较大的供应风险，而从实际来看，菜油进口确实可以有效缓解菜籽进口不足的问题，所以菜籽进口和菜油进口将共同主导国内菜油价格，后续菜系进口情况将是我们重点关注对象。

25/26 年度，我们预期产量仍继续增长但幅度较小至 770 万吨，进口小幅增长但幅度也较小至 205 万吨，消费稳定在 975 万吨附近，期末库存微幅下跌但幅度很小至 108 万吨附近。

四、印尼生柴政策给予棕榈油价强力支撑

（一）印尼产量保持高位但库存处于低位

据印度尼西亚棕榈油协会，截至 2025 年 7 月，棕榈油累计产量同比+334.5 万吨，+11.09%；国内消费量同比+77.4 万吨，+5.73%；累计出口同比+192.3 万吨，+11.11%；期末库存同比+55 万吨，+2.19%。



图 54：印尼棕榈油产量

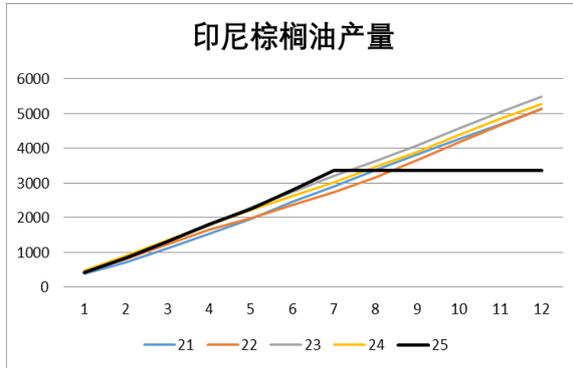


图 55：印尼棕榈油消费量

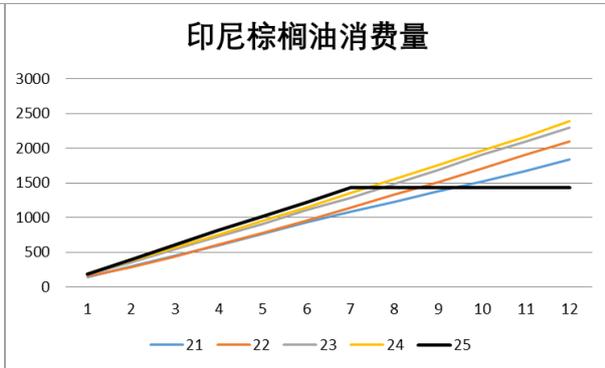


图 56：印尼棕榈油出口

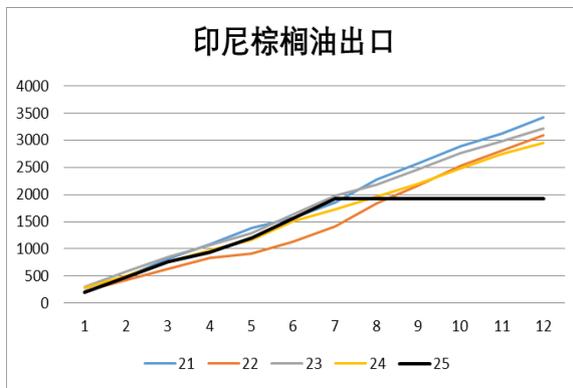
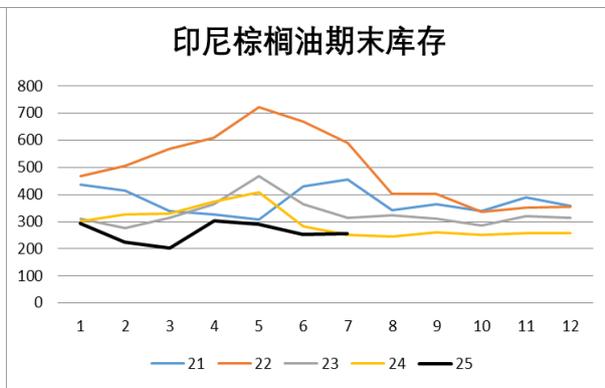


图 57：印尼棕榈油期末库存



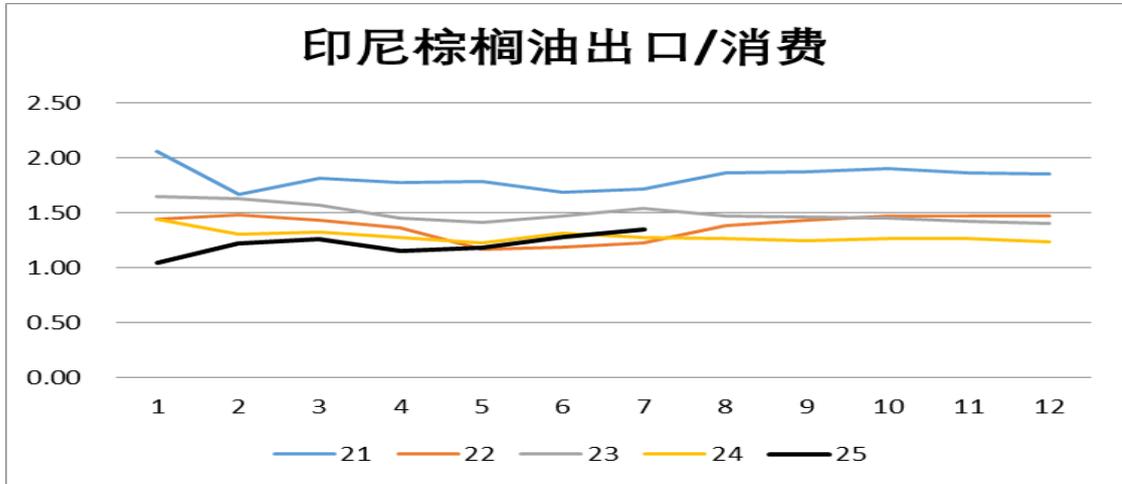
(资料来源：印度尼西亚棕榈油协会、上海钢联、交子期货)

从产量年度对比来看，印尼棕榈油产量呈现震荡上涨形势，2024 年有所下降后，2025 年度产量再度来到近几年最高点。从消费量来看，呈现出逐年稳定上涨的态势，这和印尼实施生物柴油政策密切相关。从出口来看，呈现出有涨有跌的形势，但整体出口区间已然没有增长动力，保持稳定或微幅偏弱为主。从库存情况来看，2025 年度期末库存持续保持在近几年的低位，但仍保持在合理水平，尚未出现大幅偏离。

(二) 印尼消费增速较出口更快

我们进一步研究印尼消费量和出口的占比情况：

图 58: 印尼棕榈油出口/消费



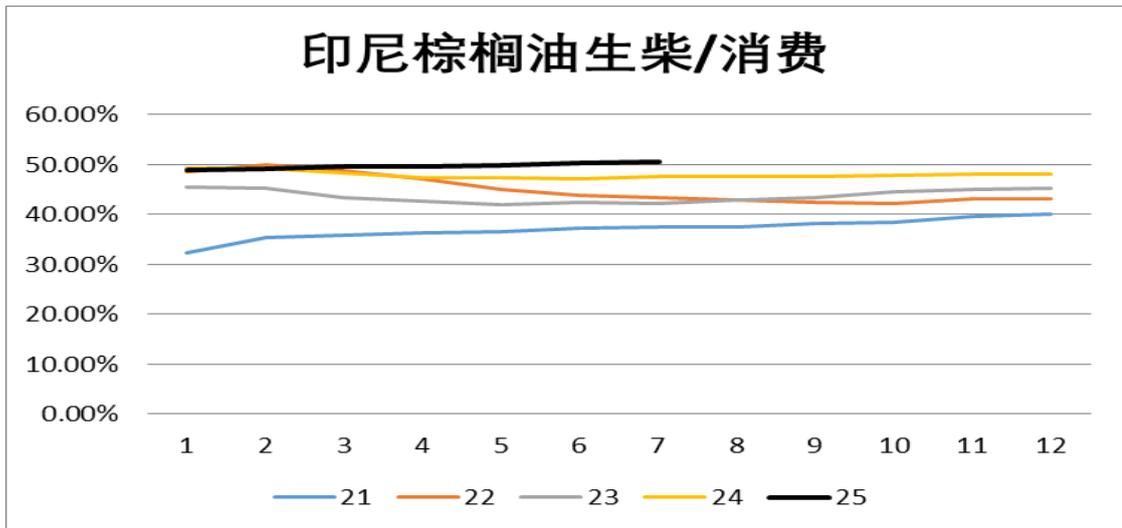
(资料来源: 印度尼西亚棕榈油协会、上海钢联、交子期货)

我们通过计算出口/消费的比例,可以发现,21年数值最高,24年和25年都处于较低位置,我们计算年度比例均值,21-25年分别为1.82、1.38、1.5、1.29和1.21,2025年的数值已经来到最低附近,说明消费相对出口增长更快。

(三) 印尼生物柴油需求逐年提高

我们再分析生物柴油/消费的比例:

图 59: 印尼棕榈油生柴/消费



(资料来源: 印度尼西亚棕榈油协会、上海钢联、交子期货)

可以发现,印尼生柴/消费的占比呈现逐年震荡提高的走势。我们计算年度均值,

21-25年的数值分别为0.37、0.45、0.44、0.48、0.5。可以发现，2025年生物柴油的消费占比已然来到半壁江山，即生物柴油消费增长，相比其他消费形式，增长更快。

因此我们需要重点关注印尼的生物柴油政策，其有以下几个重要关注点：

一是2025年2月28日B40政策正式落地，根据能源部数据，B40政策实施后，印尼年均棕榈油基生物燃料需求升至1560万千升，较B35时期增长约36%。该政策旨在降低柴油进口依赖，2025年预计柴油进口量将缩减至490万千升。

尽管B40政策推动棕榈油价格上行，但其可持续性面临财政压力：2025年B40所需补贴规模预计达47万亿印尼盾，而棕榈油出口税收收入仅约21万亿印尼盾，缺口超50%；政府仅对公共部门（PSO）755万千升生物柴油提供补贴，非公共部门约805万千升未纳入财政支持，实际消费量或低于预期。

二是计划于2026年下半年强制推行B50（50%棕榈油掺混），年需棕榈油约1900-2010万千升，较B40增长约22%-29%。2025年10月，政府拟将出口税提高至15%，以应对B50计划带来的资金缺口。同时当前生物柴油产能约1960万千升，B50需新增400-500万千升产能，技术与投资落地存在不确定性。

（四）印尼棕榈油小结

我们可以确定的是，B40政策已然改变了印尼棕榈油的需求结构，能源需求已然大幅增强了需求韧性，出口动力受到抑制。随着B50的推进，能源需求将进一步得到增强，出口空间则可能受到压缩，这会引发全球棕榈油供需结构的转变，所以这也是棕榈油价格未来最重要的支撑之一。

（五）马棕产量处于高位

我们关注马来西亚整体情况：



图 60: 马棕产量

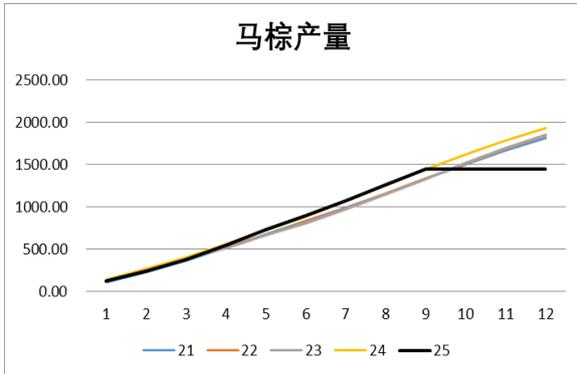


图 61: 马棕月度产量

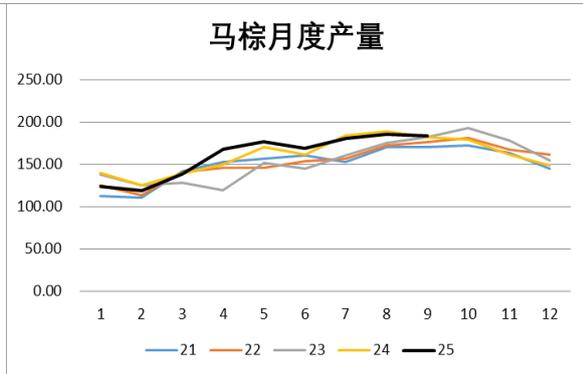


图 62: 马棕出口

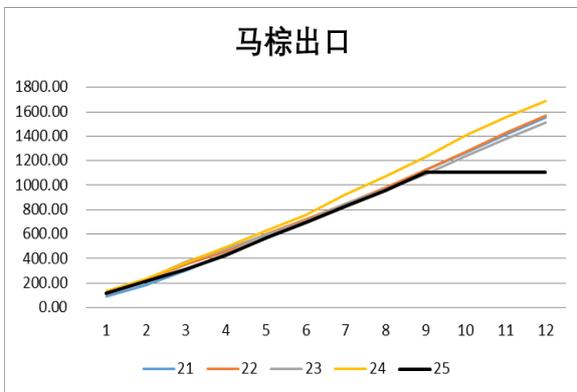
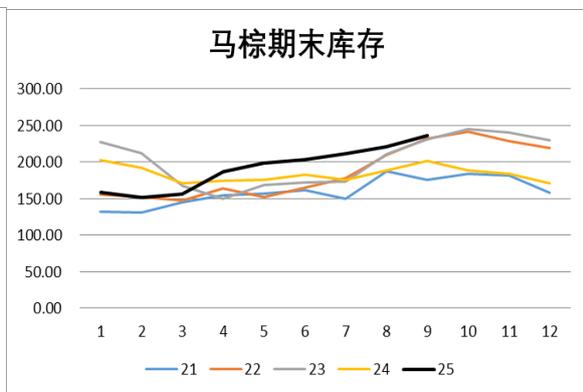


图 63: 马棕期末库存

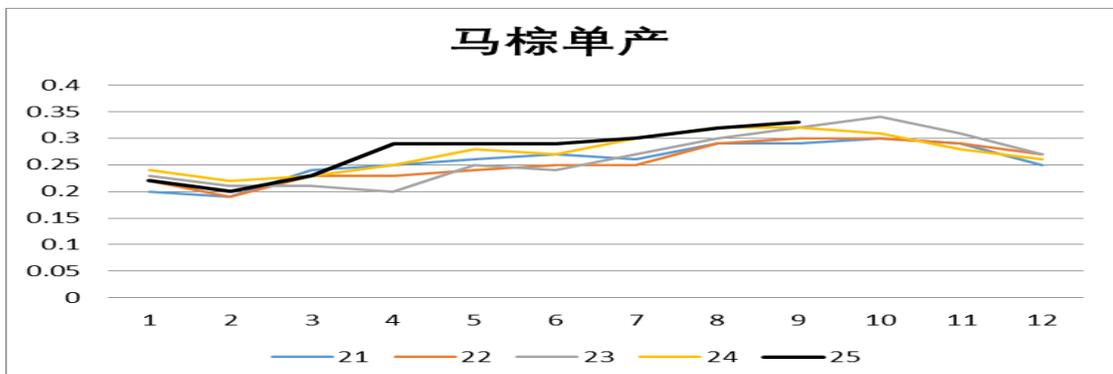


(资料来源: 马来西亚棕榈油局、上海钢联、交子期货)

据马来西亚棕榈油局月度报告, 截至 2025 年 9 月, 2025 年度累计产量同比+4.2 万吨, +0.29%; 累计出口同比-128.96 万吨, -10.46%; 期末库存同比+34.92 万吨, +17.36%。

然后我们关注马棕单产情况:

图 64: 马棕单产数据



(资料来源: 马来西亚棕榈油局、上海钢联、交子期货)

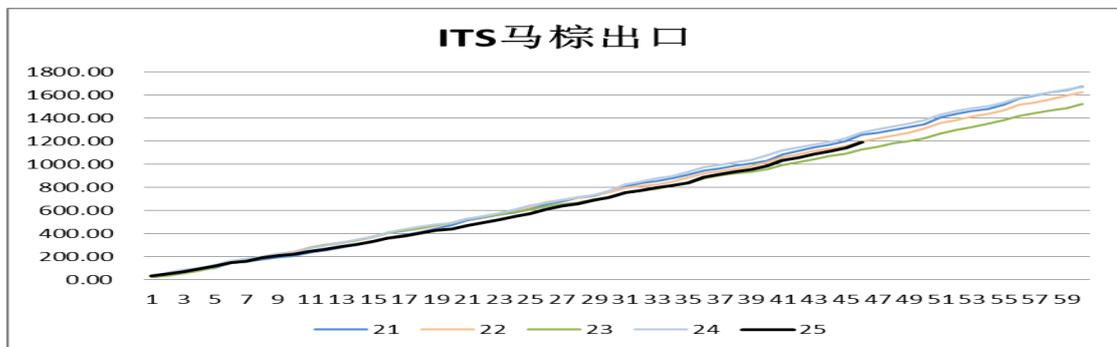
据马来西亚棕榈油局单产数据,我们发现,历经 2021-2022 两年单产下降后,2024 和 2025 年度,平均月度单产再度来到 0.27 以上,这也导致了 2024 和 2025 年度产量数据出现小幅增长。

同时我们还可以发现,除了季节规律以外,马棕单产整体呈现稳定特征,即短期的降雨分布不均并不能对单产造成重大的影响,比如 2023 年度上半年,马来半岛曾出现的阶段性降雨偏少现象。

(六) 马棕出口保持稳定

然后我们关注马棕出口情况:

图 65: ITS 马棕出口数据



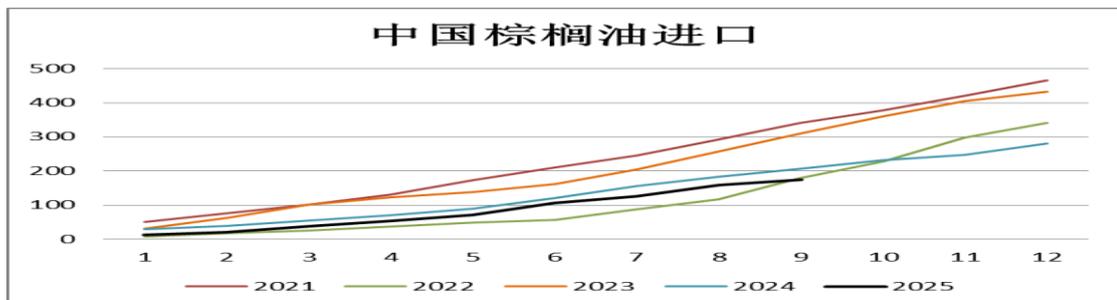
(资料来源: ITS、wind、交子期货)

据更加高频的 ITS 马棕出口数据发现,截至 2025 年 10 月 10 日当周,2025 年度马棕累计出口 1193.78 万吨,同比-80.75 万吨, -6.34%。马来西亚整体出口动力并不强劲,累计出口居于中间水平。

(七) 我国棕榈油进口低位但库存处于合理水平

我们关注国内棕榈油进口和库存情况:

图 66: 中国棕榈油进口数据

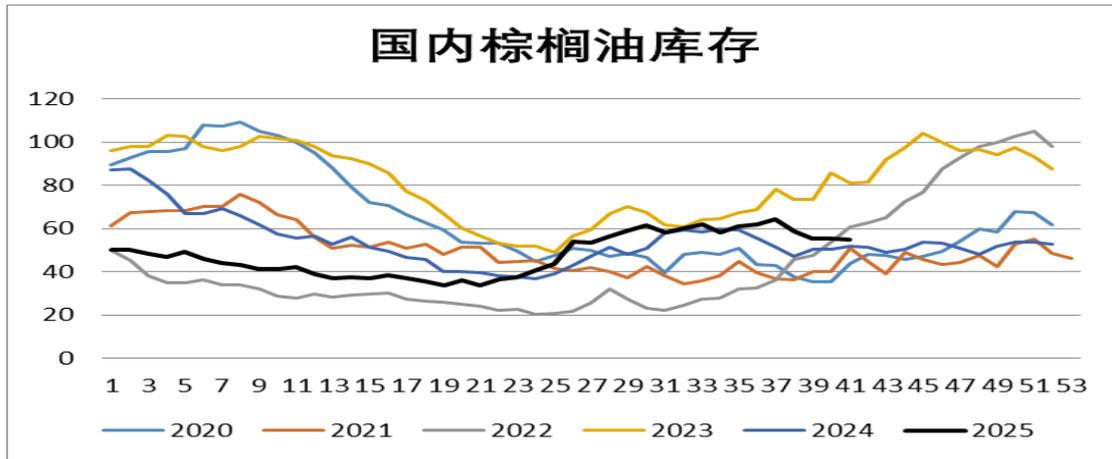


(资料来源: 海关总署、交子期货)

截至 2025 年 9 月,2025 年度我国棕榈油累计进口 174 万吨,同比-32 万吨,-15.53%。国内棕榈油累计进口处于低位水平,高价格明显对进口有了抑制效果。

我们再观察国内棕榈油库存情况:

图 67: 中国棕榈油库存数据



(资料来源:上海钢联、交子期货)

据上海钢联数据,截至 2025 年 10 月 10 日当周,我国棕榈油库存为 54.76 万吨,同比+2.93 万吨,+5.65%。国内棕榈油库存整体处于中性水平,没有较大的供给风险。

(八) 棕榈油小结

表 4: 中国棕榈油供需预测

	2023/2024 万吨	2024/2025 (估计) 万吨	2025/2026 (预期) 万吨	2026/2027 (预期) 万吨
产量		0	0	0
进口	437.7		380	440
国内消费量	500		390	420
出口	1.2		1	2
期末库存	54.6		43.6	61.6

(资料来源:USDA、wind、交子期货)

24/25 年度,国内棕榈油进口小幅下降至近年来低位,因为棕榈油价格同比上涨较多;同时需求有所恢复,但仍处于近年来低位。

印尼 B40 政策实施完全改变了全球棕榈油供需结构,为全球棕榈油价格提供强有力支撑,B50 政策将进一步引发出口挤压从而减少全球出口,因此生物柴油政策将成为棕榈油最大的多头力量,也将是我们未来最重要的关注点。

当前国内棕榈油并未出现较大的供需矛盾，棕榈油的定价核心主要还是在东南亚产区的供需因素变化。由于未来棕榈油进口可能会趋于收缩，棕榈油供给将趋于减少，国内棕榈油价格支撑韧性显著增强。

25/26 年度，我们预期国内棕榈油进口量小幅下降至 420 万吨，维持和需求差不多的水平，而期末库存则微幅下跌但其绝对值不大。

五、结论

(1) 豆油的定价核心在于上游大豆，大豆的主要关注因素集中在美豆减产情况、美国生物柴油政策、中国采购美豆节奏、巴西大豆出口即将进入下行阶段、巴西大豆进入播种阶段和国内大豆库存变化情况。我们认为，当前国内大豆供应是充足的，但后续进口结构问题将逐步显现，同时关注巴西大豆播种生长情况，所以豆油可能走出宽幅的 V 型走势，参考区间 7800-8800。

(2) 菜油的定价核心在于进口菜油和进口菜籽的对冲情况。由于中国对加拿大菜籽和菜油的关税政策，导致来自加拿大的菜籽菜油无法输入中国，全球菜系格局开始重构。对国内而言，加拿大菜籽确实减少，但菜油进口增多可以对其进行风险对冲，且当前菜油库存处于较高位置，因此菜油强势不是因为菜籽减产，而是菜籽菜油的出口结构调整下的成本上升所致。随着全球出口结构逐步调整，菜油成本底部可能上升但供给压力风险减弱，因此我们对菜油持窄幅 A 型走势观点，若后续出现明确的驱动指引，可能以波段式行情为主。

(3) 棕榈油的定价核心在东南亚产区供需情况，需要重点关注产区的天气和产量、产区的出口和库存，尤其需要关注印尼的生物柴油政策实施情况，这是棕榈油供需格局改变的核心因素。当前棕榈油进入季节性产量高位阶段，国内库存也处于合理水平，但由于 B40 政策的实施，B50 政策的推动，未来产业出口将受到挤压，全球棕榈油进口将趋于收缩，因此我们认为棕榈油价格具备较强的支撑，后续可能走出宽幅的 V 型走势，且向上区间更大一些，参考区间为 8700-10000。

(4) 整体而言，三大油脂中，我们认为棕榈油支撑最强，易向上驱动；豆油驱动因素较多且影响较大，易形成大幅波段走势，但多空博弈也较为严重；菜油驱动因素少且影响已经持续较长时间，后续驱动强度较弱。



豆粕：山色半随云势断

要点

全球大豆供应宽松背景下，北美 25 年种植面积缩减使得美豆 1000 美分位置支撑加强。美豆收获推进，USDA10 月供需报告因美国政府停摆缺失，市场缺乏指引。因贸易摩擦，中国自 5 月起对美豆实现“零采购”，市场预期四季度豆粕供应或存缺口，但阿根廷大豆进口补充叠加中长期养殖端减量预期，削弱了供应缺口的期待。现实端供应压力下，连粕 01 合约一度创出年内新低。中美马来西亚经贸会谈达成基本框架，关税走向是近期市场关注的焦点。南美新季大豆种植推进，新的驱动因素也在酝酿中。

摘要

- 25 年美豆播种面积较 24 年减少 7%，美豆 1000 美分支撑得到强化。
- 25 年 4 月，豆粕现货因阶段性供需错配价格暴涨。8 月 13 日，USDA8 月供需报告下调美豆种植面积及中国对加拿大菜籽反倾销初裁落地，连粕盘面高点出现。
- 中美经贸博弈具有长期性和复杂性。美豆季节性供应压力当前，因对华出口停滞，大豆产业遭遇严峻挑战。眼下油厂榨利萎缩使得远期买船进度偏慢。中美关税走向是近期市场关注焦点。
- 随着南美大豆进入生长期，天气情况也将逐步敏感。连粕 M05 合约，技术图表上看，2700 整数关口支撑有效，均线系统多头排列，中期走势转强。

研究发展部

分析师：詹娅书

期货交易咨询资格：

Z0000361

联系方式：

zhanyashu@btqh.com

一、近期走势回顾

(一) 美豆走势

2025年，美豆走势整体呈现弱势区间震荡格局，体现了较强的季节性特征。全球供应增加大格局下，美豆种植面积缩减导致“预期差”，贸易局势不明朗带来的阶段性供需错配，使市场节奏更为复杂，1000美分关口位置虽几经下破，但最终体现出较强支撑。

美豆11月合约在10月初短暂下破1000美分后快速收复，近期，在美豆出口预期向好驱动下，期价震荡上行触及年内高位。

图1：美豆11月合约走势



(资料来源：文华财经)

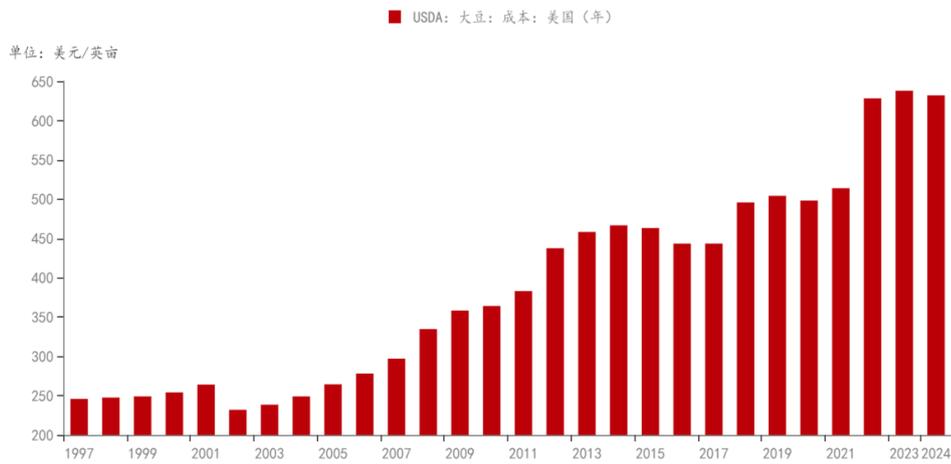
(二) 进口大豆成本参考

2025年美豆播种面积较2024年减少7%，侧面印证美豆1000美分估值已较低。从USDA公布的种植成本数据来看，25年美豆种植成本为639.15美元/英亩，即使以55蒲/英亩的单产预估来测算，25/26年美豆的种植成本为1162美分/蒲，远高于当前CBOT的盘面水平。

除了从产出水平测算外，还要考虑美国通胀情况。美国劳工统计局最新发布

数据显示，美国9月CPI同比增长3%，为2025年1月以来新高，美国9月CPI环比增长0.3%。高通胀背景下，强化农产品成本支撑。

图2：美豆种植成本



数据来源：钢联数据

(资料来源：钢联数据终端)

10月28日，美豆进口价格4737元，巴西大豆进口成本为4055元，阿根廷进口成本3793元，继续走高。(数据来源：中国粮油商务网)

(三) 连粕走势

中国自2025年5月起对美豆实现“零采购”，7月国内高层“反内卷”政策使得商品期货市场情绪偏暖，市场预期四季度豆粕消费旺季，供应或存缺口，下游囤货押注，投机资金抢跑。USDA8月供需报告下调美豆种植面积，中国对加拿大菜籽反倾销初裁落地，多重利好引爆多头情绪，8月13日，菜粕01合约封涨停，豆粕M01合约创出3190年内新高。

然而，美豆生长优良率高企，郑商所随即发布风险提示函抑制投机，盘面延续上攻驱动不足，投机资金大举离场，连粕M01震荡回落至3000元/吨附近。9月22日，阿根廷政府短暂取消大豆、豆粕、豆油、玉米和小麦等农产品的出口关税。此前，阿根廷大豆出口税率为26%，豆粕和豆油税率为24.5%。中国迅速采购四季度船期大豆，供应缺口不及预期引发市场快速修正。连粕M01合约9月23日盘中放量下行超100元，3000关口失守后转化为强压制。M01合约均线系统压制，延续下行，于霜降前创出2852新低。中美经贸会谈前，空头逢低平仓和油粕套利资金调整仓位，M01合约自

低点大幅减仓反弹，收复 2900 关口，并收复 20 日均线。

图 3：连粕期价走势形态



(资料来源：文华财经)

(四) 现货价格及基差情况

2025 年上半年，阶段供需失衡导致豆粕现货及基差出现剧烈波动。

清明期间，特朗普“对等关税”发布，贸易摩擦升级，进口美豆面临被征收较高的关税，国内向巴西采购的船期衔接存在空档。巴西大豆升贴水报价上涨，推升进口成本，部分油厂因此选择延迟压榨。4 月上旬全国油厂平均开机率不足 30%，导致豆粕产量大幅下降。

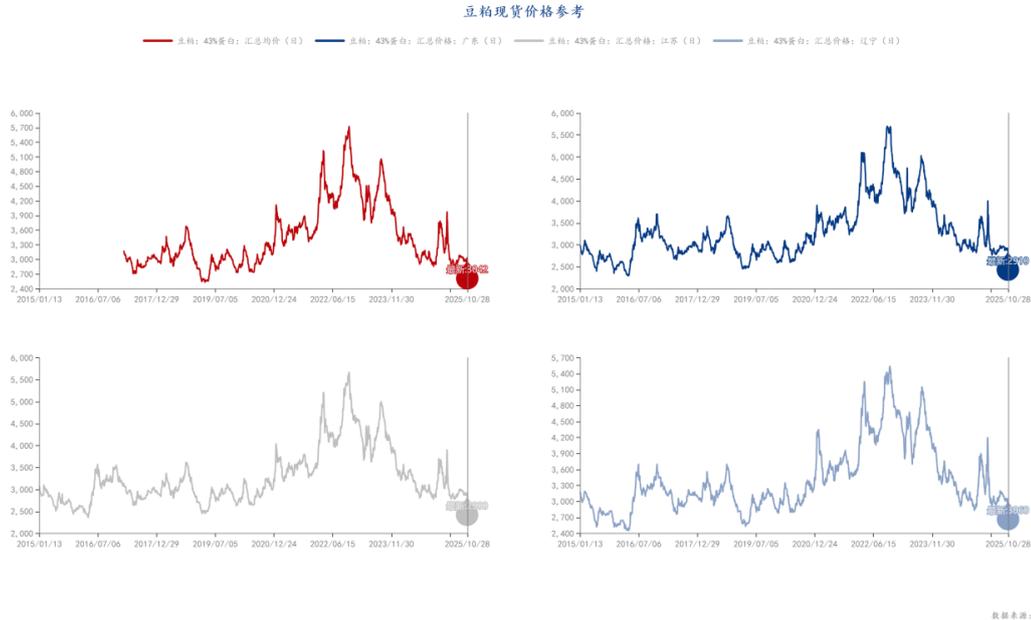
需求方面，清明节后，生猪二次育肥及禽类存栏回升，饲料企业刚性采购增加，同时，菜粕进口受加拿大 100% 关税限制，五一假期前备货。

倒逼饲料企业加大采购力度。

市场阶段性供需失衡，推动国内豆粕现货价格和基差同步大幅上扬。截至 4 月 22 日，豆粕现货均价由月初的 3131 元/吨攀升至 3684 元/吨，涨幅达 17.66%，在过往月度数据对比中较为罕见。基差方面，东北地区豆粕基差从月初的 300 元/吨急剧上升至 1000 元/吨以上，华北地区亦涨至 800 元/吨以上，均创下年内新高。

4 月豆粕现货基差暴涨，是在下游低物理库存状态下，遭遇了上游压榨供应意外延迟。投机资金借势炒作，放大市场波动。

图 4：豆粕现货价格变化对比



（资料来源：钢联数据终端）

5 月以后，供应端恢复宽松，需求端多执行前期合同，增量有限，国内各区域现货快速回落，全线进入负基差水平。6 月底，国内豆粕累库加速，供应压力显现，现货价格承压。6-8 月华东地区现货基差最低 09-230 元/吨。今年前三季度，盘面压力长期维持正数，但 9 月以来，榨利走低，进入负区间，国庆节后国内买船明显放缓。

图 5：豆粕主力合约基差变化



（资料来源：钢联数据终端）

二、供需驱动因素

（一）需求端情况

2023年4月，中国农业农村部发布了《饲用豆粕减量替代三年行动方案》。今年7月农业农村部再度强调适当调减能繁母猪存栏，持续推进豆粕减量替代。豆粕在养殖端饲料中的占比已从2017年的17.9%降至2024年的不足13%。低蛋白口粮的大趋势仍将持续。

2025年9月16日，生猪产能调控企业座谈会，25家头部企业参会，会议进一步将“控能繁”任务细化并分配至各养殖主体，要求头部25家集团在年底前减产100万头，推动各省份同步落实能繁母猪调减。

据农业农村部数据，截至2025年6月末，全国能繁母猪存栏4043万头，较上月增加1万头，较去年增加5万头，同比增长0.1%，仍处于产能调控绿色合理区域，但接近于临界值上限。6月末全国存栏生猪4.24亿头，增长2.2%。8月份全国能繁母猪存栏量为4038万头，产能去化缓慢。蛋鸡存栏方面，根据卓创资讯公布数据：9月末在产蛋鸡存栏达13.68亿羽，环比增幅0.22%，同比增幅6.05%，创六年新高。

图6：蛋鸡存栏数



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

眼下，养殖端整体基数仍然很大，产能去化迟缓，而四季度又处于豆粕消费旺季，需求存在刚性。但养殖端中长期存在减量预期。

（二）进口大豆、豆粕库存情况

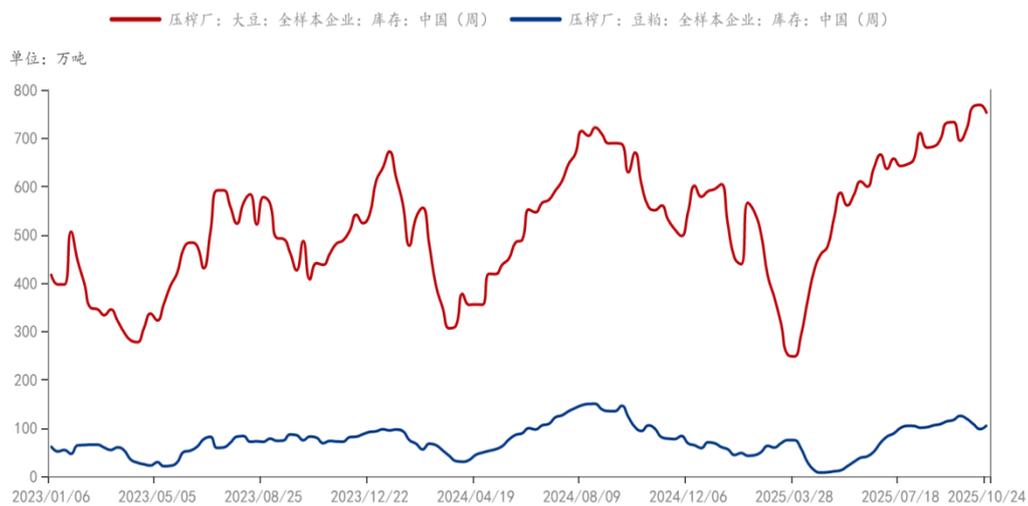
2025年9月中国进口大豆量1287万吨，较8月的1228万吨增长4.8%，较

去年同期 1137 万吨增长 13.2%，连续 5 个月创历史同期最高水平。2025 年 1-9 月中国进口大豆总量为 8618 万吨，同比增长 5.3%。下游对中美贸易不确定性的担忧，使得进口保持高位。

Mysteel 调查数据显示：2025 年第 43 周，进口大豆库存 751.29 万吨，较上周减少 17.41 万吨，减幅 2.26%，较去年同期增加 192.82 万吨，增幅 34.53%。豆粕库存 105.46 万吨，较上周增加 7.84 万吨，增幅 8.3%，较去年同期增加 0.18 万吨，增幅 0.17%。

Mysteel 统计：截至第 43 周，国内饲料企业豆粕库存天数 7.95 天，较去年同期增加 11.95%。

图 7：全样本企业大豆、豆粕库存变化对比

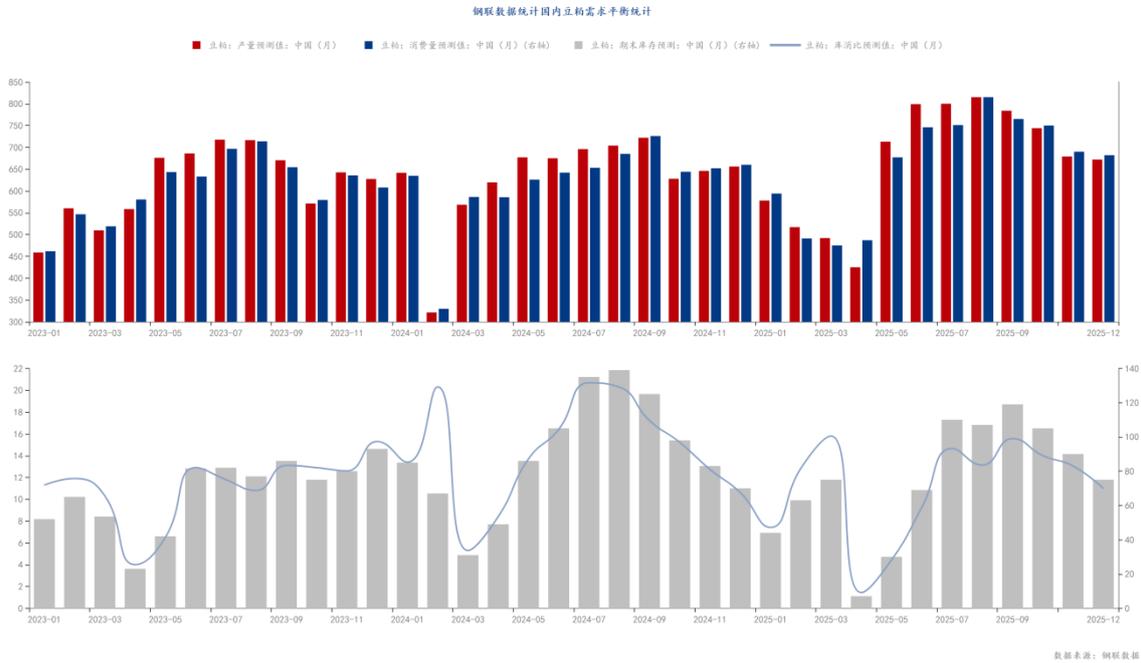


数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

(三) 豆粕供需平衡表

图8: 中国豆粕供需平衡统计



(资料来源: 钢联数据终端)

(四) 北美新季大豆单产尚未定论

美国联邦政府从10月1日开始“停摆”，已超过三周。白宫经济顾问委员会备忘录显示，估计“停摆”每持续一周就可能导致美国GDP损失150亿美元。

USDA10月供需报告数据缺失使得市场缺乏指引。结合USDA9月供需报告来看，25/26年度，美豆种植面积8110万英亩，收获面积预计8030万英亩，略高于8月预期的8090万英亩和8010万英亩，但较2024年减少7%。美豆单产预期为53.5蒲式耳/英亩，美豆产量预期为43.01亿蒲式耳。USDA季度库存报告：截至9月1日当周，美豆库存3.16498亿蒲，较去年同期3.42433亿蒲下滑7.6%。

巴西24/25年度大豆产量预估为1.69亿吨，25/26年度大豆产量预估为1.75亿吨。阿根廷24/25年度产量预估为5090万吨，25/26年度大豆产量预估为4850万吨。25/26年度全球大豆总产量为4.2587亿吨，8月为4.2639亿吨；预估全球大豆总消费为4.2510亿吨，8月为4.2389亿吨；期末库存为1.2399亿吨，8月为1.2490亿吨，库存消费比为29.2%，8月为29.3%。

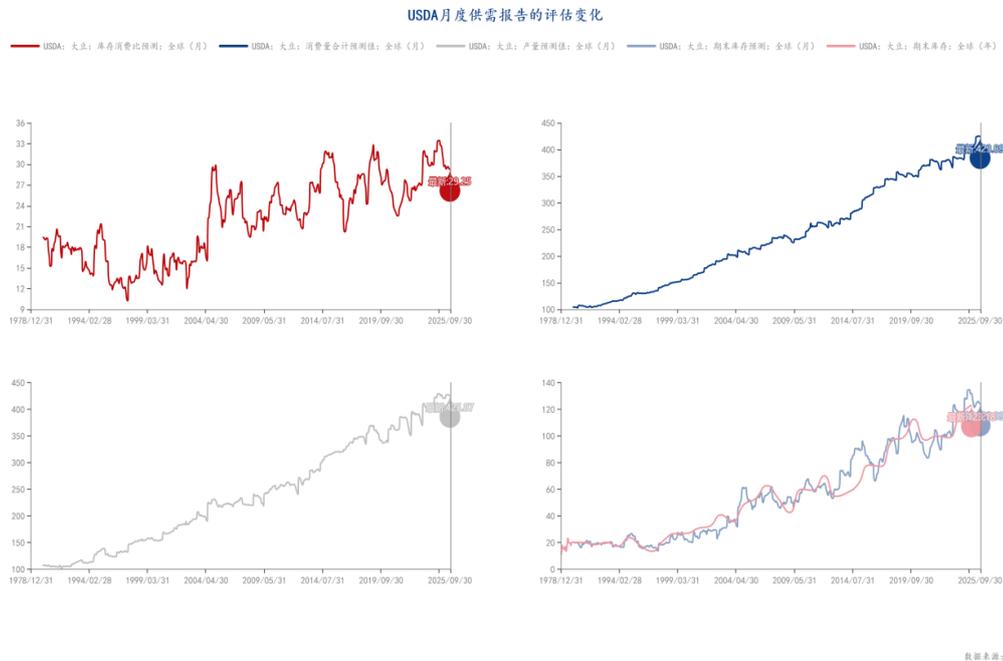
由于美豆产区干旱比例攀升，市场对美豆53.5蒲式耳/英亩的单产最终能否兑现

存在疑虑。

失去中国的采购，使得美国大豆产业遭遇严峻挑战。美国试图扩大对印尼、越南、日本等国的出口市场，同时政府近期针对农户的一系列援助计划的讨论也反应出“稳价”态度，但美国政府停摆，援助落实延迟，超 30% 的小型农场濒临倒闭，农业贷款违约率飙升。

随着北美收获推进，美豆库存飙升超 2000 万吨。美国中西部 60% 粮仓为上世纪建造，设计容量有限，库存超压下不堪重负，日前伊利诺伊州有大豆粮仓出现倒塌。美豆存储等环节成本增加，损耗或高于正常年份。

图 9：USDA 月度供需报告的评估对比



(资料来源：钢联数据终端)

(五) 美豆压榨情况

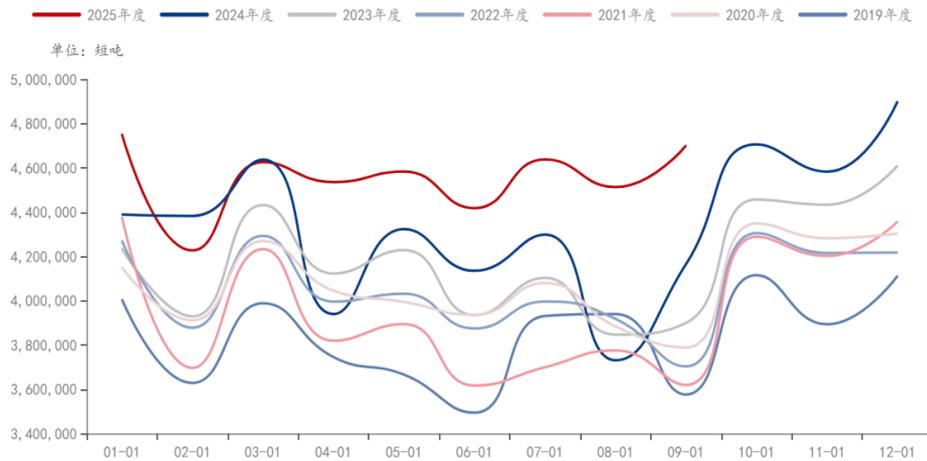
NOPA9 月报告：美国 9 月大豆压榨量 1.9786 亿蒲式耳，较 8 月的 1.8981 亿蒲式耳增 4.2%，较去年同期的 1.7732 亿蒲增 11.6%，连续第六个月创下历史同期最高水平。美国政府不断优化生物柴油政策，近年来，NOPA 会员规模日益扩大，加工商扩建现有设施并新建工厂。23/24 年与 24/25 年对比，美豆国内压榨量同比增加了 6%。

ASA(美国大豆协会)：25 年底全美大豆压榨产能有望达到 26-26.5 亿蒲式耳/年，26 年底或进一步提升至 27-27.5 亿蒲式耳/年。

美豆压榨扩张意味着豆粕供应增加，中长期来看，缺乏需求增量的背景下，豆粕价格将承压。

图10: NOPA统计的美豆压榨量

NOPA: 豆粕: 产量: 美国 (月)



数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

(六) 巴西大豆CNF升贴水

巴西全国谷物出口商协会 (Anec) 最新公布数据显示, 截至 10 月底, 巴西大豆出口量预计将达到 1.022 亿吨, 超过 2024 年和 2023 年全年的出口量。中国占其出口总量的 79.9% (前 9 个月), 9 月当月对华出口占比高达 93%。Anec 预计, 10 月份大豆出口的发货量为 712 万吨, 比去年同期高出约 270 万吨, 在 11 月至 12 月期间, 预计还将出口 800 万吨。

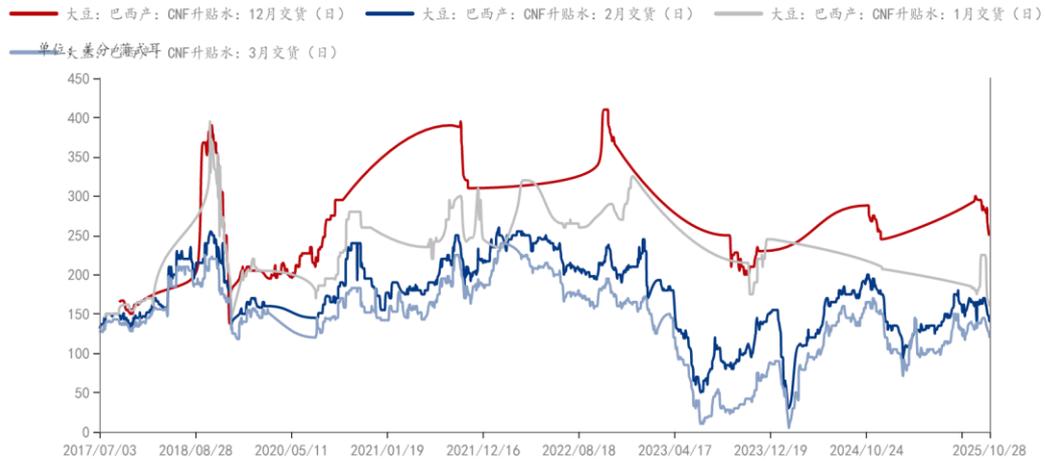
CONAB: 截至 10 月 25 日, 巴西 25/26 年度大豆播种率达到 34.4%, 去年同期 37.7%。天气方面暂未出现明显不利。

回顾 2025 年 2 月, 巴西丰产基本兑现, 但巴西联邦税务审计员持续罢工干扰货物通关, 国内海关加强进口转基因大豆核查, 国内供应收紧遭遇下游春节后集中补库, 投机资金炒作阶段性供需错配, 推动了豆粕春季高点形成。

值得注意的是, 10 月中旬, 巴西出口商以“港口拥堵”、“燃油成本上升”等理由,

将大豆报价推高至 650 美元/吨，比美国大豆溢价 66.1 美元/吨。巴西大豆对华出口价格较年初暴涨近 80%，创下多年新高。国内企业暂停采购 2025 年 12 月及 26 年 1 月船期的巴西大豆，涉及规模约 800 万吨。

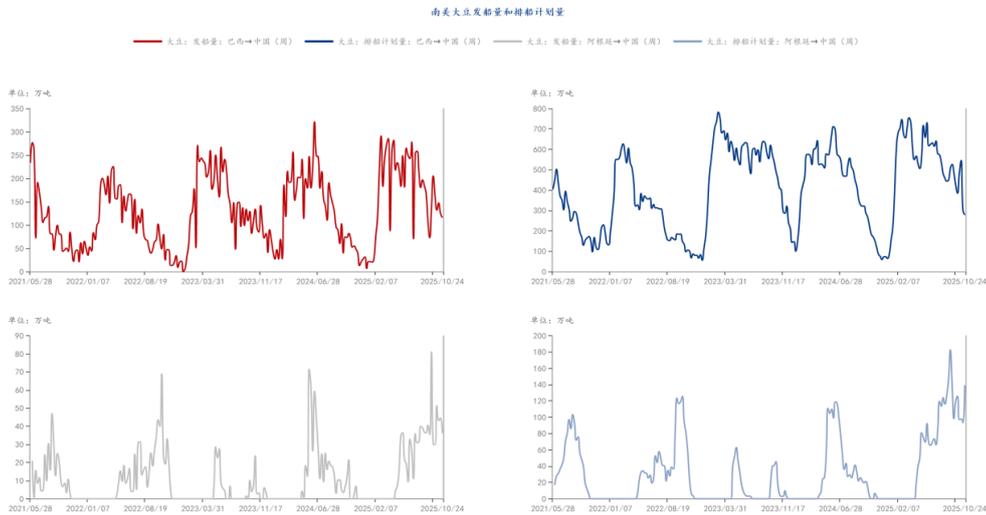
图11：巴西出口大豆CNF升贴水变化



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

图12：南美大豆发船量和排船计划量



数据来源：钢联数据

（资料来源：钢联数据终端）

三、宏观层面要点

(一) 美联储利率政策

美联储9月议息会议将联邦基金利率目标区间下调25个基点至4.00% - 4.25%，与市场预期一致。根据CME市场联储观察工具对年内议息会议的降息概率评估，10月降息概率维持在95%之上的定板水平，12月继续降息概率在95.8%，年末美元基准利率水平将来到3.5-3.75这个区间范围。

图 13: CME 市场联储观察工具的市场预估

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL-CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025-10-29	--	--	--	--	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.7%	3.3%
2025-12-10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.8%	4.1%	0.0%
2026-01-28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	48.8%	49.1%	2.0%	0.0%
2026-03-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.1%	49.0%	26.9%	1.1%	0.0%
2026-04-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	29.0%	43.9%	21.0%	0.8%	0.0%
2026-06-17	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	17.8%	36.9%	31.8%	10.3%	0.4%	0.0%
2026-07-29	0.0%	0.0%	0.8%	7.1%	23.3%	35.4%	25.6%	7.4%	0.3%	0.0%
2026-09-16	0.0%	0.3%	2.9%	12.6%	27.4%	32.1%	19.5%	5.0%	0.2%	0.0%

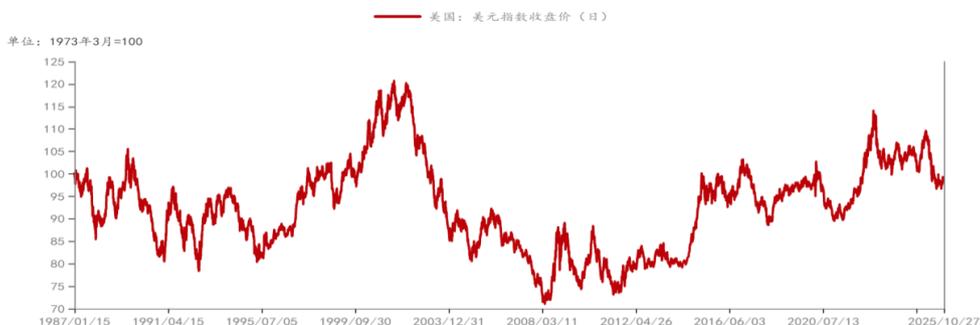
来源: CME FedWatch 更新时间: 2025-10-26 22:00:16 CT

(资料来源: wind金融终端)

(二) 美元走势

2025年上半年美元指数累计跌幅达10.8%，创1973年以来最差表现。截至2025年10月21日，美国国债规模持续攀升突破38万亿美元，而创下37亿美元新高的时间是2025年的8月。美国债务占GDP比例达127%，引发全球对美财政可持续性的深度担忧，利息负担加剧，倒逼降息需求。美联储降息通常导致美元贬值，以美元计价的大宗商品价格将获得支撑。

图 14: 美元指数走势形态变化



数据来源: 钢联数据

(资料来源: 钢联数据终端)

（三）中美贸易领域存在长期博弈

5月以来双方在日内瓦、斯德哥尔摩及马德里多轮会谈后，美国通过一系列未针对中国却实际推高中国商品税负的行业性关税，持续对华施压。10月9日，中方依据法律法规完善自身出口管制体系，将关键中重稀土及相关技术、设备纳入出口管制。

10月25日，中美吉隆坡经贸磋商达成框架协议，此为韩国APEC峰会前最后一次谈判。市场对美豆进口恢复存在乐观预期，中美关税后续走向对盘面的影响至关重要。

四、观点小结及策略建议

南美新季供应预期增加，使得全球大豆供应宽松格局延续。美豆收获推进，53.5蒲/英亩的高单产是否实现存在变数。对华出口停滞使得美国大豆产业遭遇严峻挑战，存储环节损耗或高于往年。美豆1000美分位置多次经受测试，展示了较强的支撑力度。

国内需求方面，四季度消费旺季存在刚需，但中长期存在减量预期。

中美贸易环节暂未实质性缓和，油厂因榨利不佳眼下买船缓慢，四季度到港预期有所减少。明年一季度，南美新季大豆集中上市前，市场仍面临一定缺口风险。南美新季种植推进，市场对天气变化逐渐敏感。即使之后美豆进口重启，进口数量及国内采购节奏仍给市场留下想象空间。

图 15：豆粕 M05 合约走势形态



（资料来源：文华财经）

远期 M05 合约，期价未能下破 2700 整数关口，盘面震荡上行突破 20 日及 60 日均线，中期走势转强。中期来看，南美天气出现升水，则有利于多头波段延续。

风险因素：美豆产量显著高于预期，价格有效下破 1000 美分；中美取消关税，国内大量采购美豆，巴西大豆升贴水大幅回落；国储抛售。



国债期货年度报告及策略分析

要点

2025年中国经济在面临外部环境不确定性上升，全球增长动能整体趋缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战之下，不断采用积极的货币财政政策使经济平稳运行，经济基本面整体正处于中期企稳筑底之中。在2026年经济温和复苏的预期之下，降准空间会逐步收窄，流动性环境从“充裕”转向“合理”，利率上行压力大于下行。长端国债期货价格上行压力大于中短端，整体市场仍偏弱震荡运行，需关注新的增量政策。

摘要

一. 市场回顾

2025年初至今，国债期货市场呈现“规模扩张、期限分化、长端承压”的特征。国债期货的量价表现：期限分化显著，长端承压下跌；国债期货持仓规模与结构：总量迅速上涨，期限分化显著；国债收益率：长端收益率震荡上行，期限利差陡峭化特征显著。

二. 宏观经济基本面回顾

2025年前三季度，中国经济呈现“温和复苏、结构分化、政策托底”。经济增长：总量平稳与结构优化并存；物价水平：通缩压力边际缓和；消费：温和修复但动能趋缓；固定资产投资：总量承压与结构优化；出口：韧性超预期成为亮点。

三. 国债的供给及需求回顾

财政政策回顾：规模空前、结构重塑、节奏提速。

货币政策回顾：稳利率、扩流动性、强协同。

四. 国债期货走势及展望

利率上行压力大于下行。

五. 国债期货套利机会分析及展望

曲线策略，期现策略及跨期策略。

研究发展部

分析师：程杰

期货交易咨询资格：

Z0014943

联系方式：

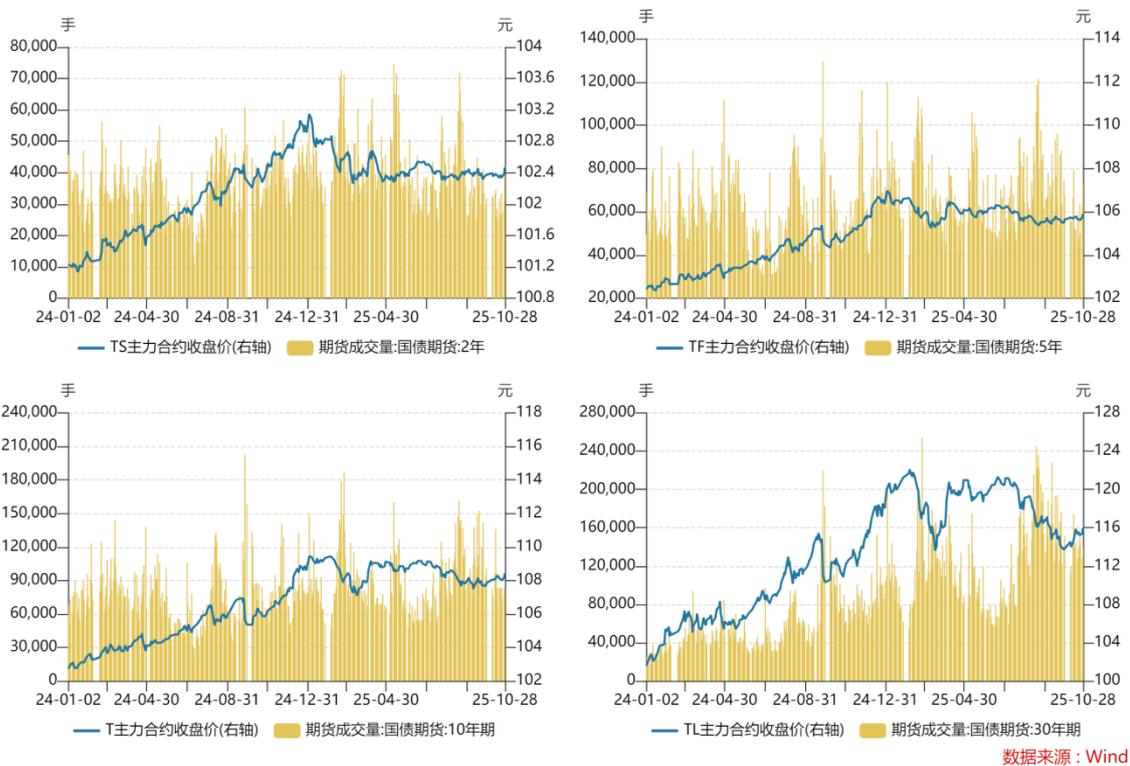
chengjie@btqh.com

一. 市场回顾

2025年初至今，国债期货市场呈现“规模扩张、期限分化、长端承压”的特征。全市场成交额同比增长，30年期合约（TL）为成交主力，但价格表现显著分化：中短端合约（2年、5年、10年）微涨或微跌，长端合约（30年）普遍下跌，尤其次主力合约TL2603跌幅达4.65%。市场运行受股债跷跷板效应、政策预期变化及主力合约移仓影响，整体处于震荡格局，长端利率债受风险偏好回升压制明显。

（一）量价表现：期限分化显著，长端承压下跌

各期限国债期货主力合约收盘价及成交量



数据来源：Wind

（数据来源：WIND）

各期限合约价格走势呈现明显分化：中短端受资金面支撑波动较小，长端受风险偏好回升压制下跌。

中短端合约（2年、5年、10年）：资金面平稳（存款类机构隔夜回购利率稳定在1.32%附近）支撑价格稳定。2年期TS2512微跌0.13%，5年期TF2512微涨0.03%，10年期T2512上涨0.32%，反映市场对短期利率预期平稳，货币政策宽松预期提供支撑。

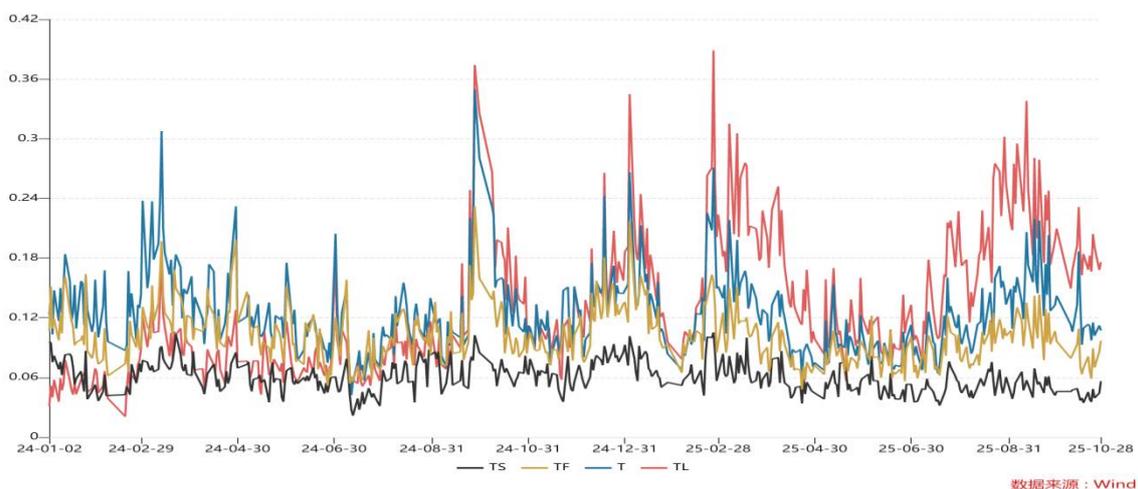
长端合约（30年）：30年期主力合约 TL2512 下跌 0.70%，次主力合约 TL2603 跌幅达 4.65%，显著弱于中短端。主要因三季度以来 A 股风险偏好回升（创业板指、科创 50 三季度分别上涨 50.4%、49.0%），资金从债市分流至股市，长端利率债久期较长、对风险偏好敏感度更高，叠加“十五五”规划（GDP 增速目标 4.5% 以上）提振经济预期，进一步压制长端价格。

2025 年初至今，国债期货市场成交活跃度持续提升，全市场累计成交额达 19.4 万亿元（主力及次主力合约合计）。从期限结构看，30 年期合约（TL）为绝对主力，TL2512 成交额 7.93 万亿元，占比 40.9%；次主力合约 TL2603 成交额 6790.57 亿元，两者合计占比 44.6%，反映机构对超长端利率风险管理需求显著增加。中短端合约中，10 年期（T2512）、5 年期（TF2512）、2 年期（TS2512）成交额分别为 4.80 万亿元、3.25 万亿元、3.04 万亿元，合计占比 56.2%，市场覆盖各期限利率风险管理需求。

（二）持仓规模与结构：总量迅速上涨，期限分化显著

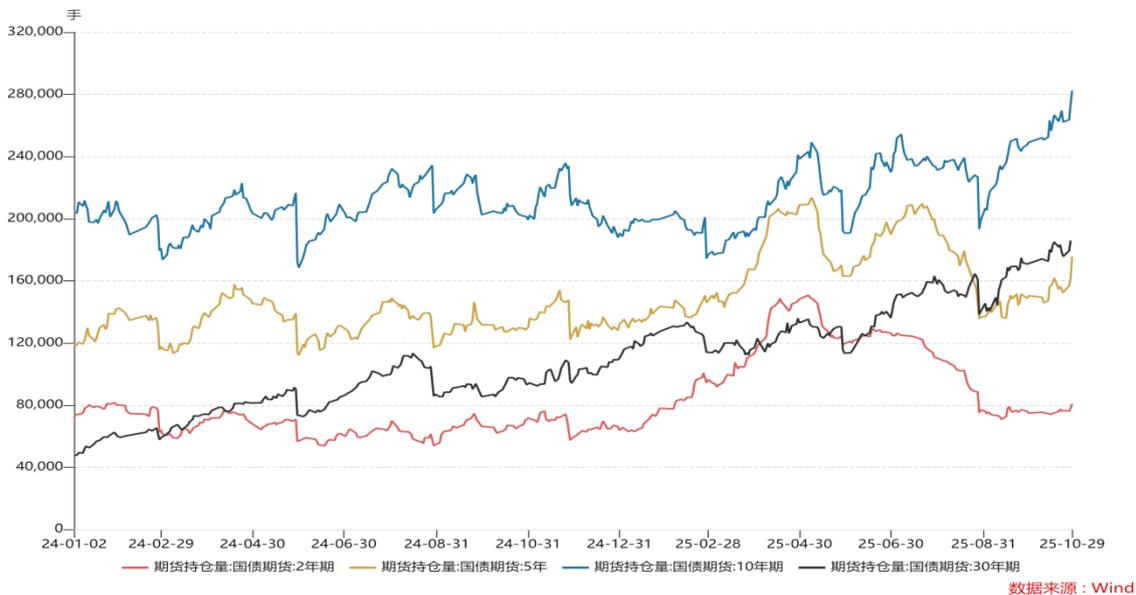
2025 年至今，国债期货市场持仓规模呈现“总量大幅扩张、期限结构分化”的特征。全市场总持仓量从年初的 49.69 万手增至 10 月 24 日的 66.55 万手，创历史新高。结构上，长端 30 年期合约（TL）持仓量创历史新高，反映机构对超长端利率风险管理需求增强；短端 2 年期合约（TS）空头持仓激增，成为公募基金套保主力；中短端 5 年（TF）、10 年（T）合约持仓稳步增长，市场覆盖各期限套保需求。持仓增长主要受机构套保需求升温、政策预期驱动及跨期移仓行为影响，股债跷跷板效应和“十五五”规划预期加剧了长端与短端的分化。

各期限国债期货成交持仓比



（数据来源：WIND）

国债期货各品种持仓量趋势



(数据来源: WIND)

(三) 国债收益率: 长端收益率震荡上行, 期限利差陡峭化特征显著

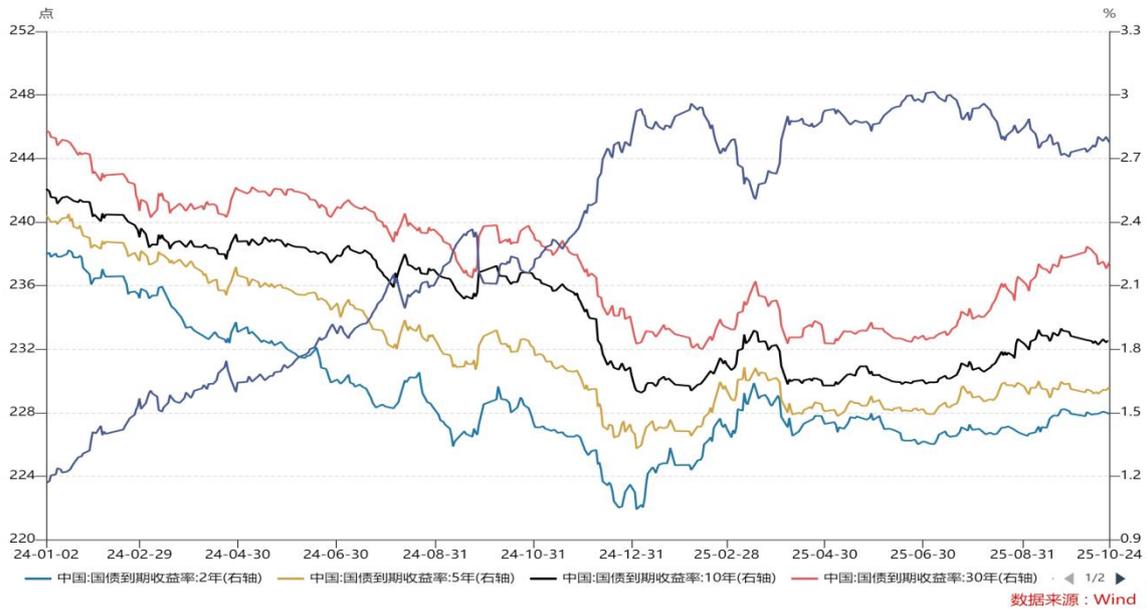
2025年至今, 中国国债收益率整体呈现“短端稳、长端升”的分化走势, 收益率曲线陡峭化特征明显。具体来看: 2年期国债收益率从年初1.17%波动上行至10月24日的1.49%, 累计上行32BP; 5年期从1.45%升至1.62%, 上行17BP; 10年期从1.61%升至1.85%, 上行24BP; 30年期从1.85%升至2.21%, 上行36BP。分阶段看, 一季度受货币政策宽松推动收益率整体下行, 二季度后随经济预期修复、财政发力及通胀低迷等因素交织, 长端收益率逐步震荡回升, 短端受资金面宽松支撑上行幅度较小。三季度曲线陡峭化, 以长端尤为显著。而进入四季度, 多空因素交织, 收益率趋于稳定。

各期限国债收益率变动

期限	年初值(1月)	6月3日值	10月24日值	累计变动(BP)
2年期	1.17%	1.48%	1.49%	+32
5年期	1.45%	1.58%	1.62%	+17
10年期	1.61%	1.72%	1.85%	+24
30年期	1.85%	1.90%	2.21%	+36

(数据来源: WIND)

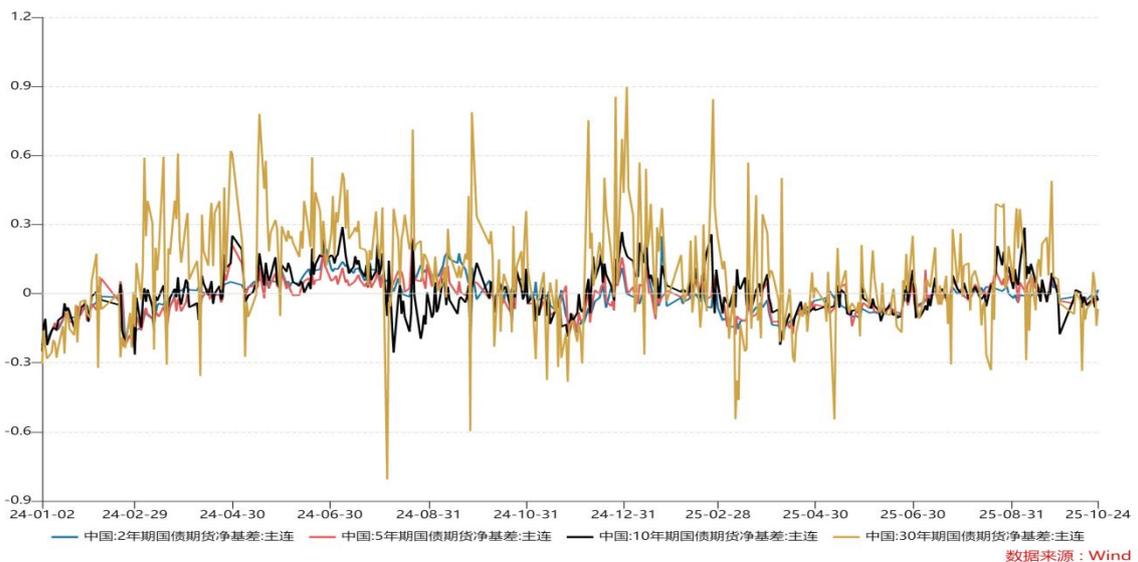
各期限国债收益率趋势



(数据来源:WIND)

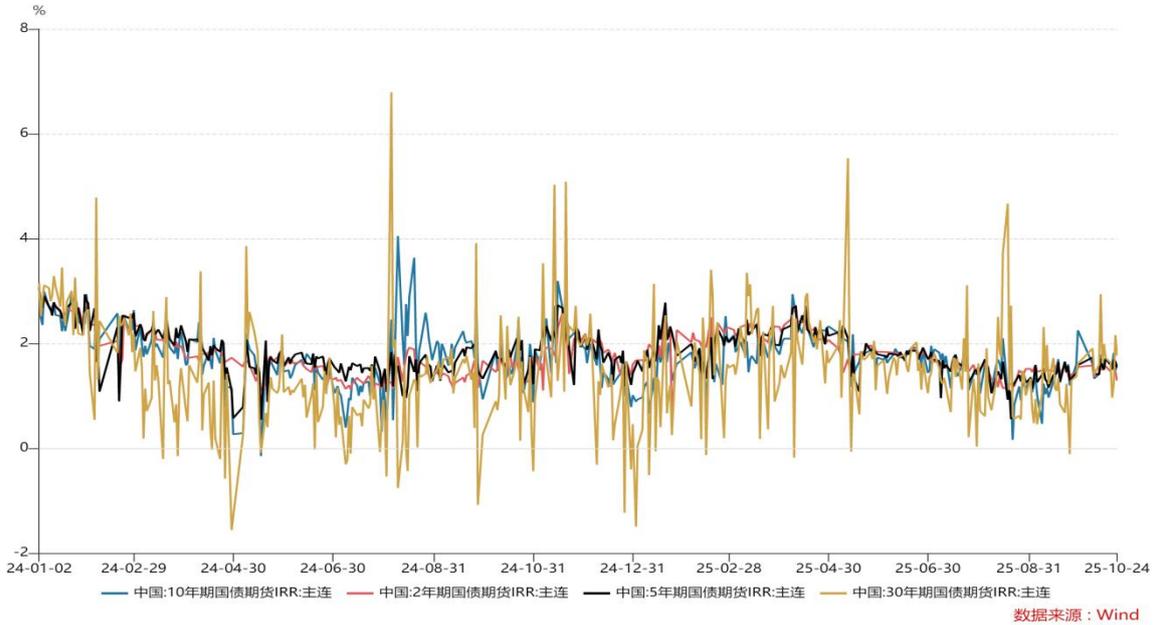
(1) 国债 CTD 券（最便宜可交割券）市场呈现“新券替代旧券、长端稳定短端切换”特征。受资金面宽松与财政发力共同驱动。CTD 券对国债期货定价影响显著，基差波动与 IRR（隐含回购利率）低位运行压缩套利空间，期货价格与 CTD 券走势联动性增强。

CTD 净基差趋势



(数据来源:WIND)

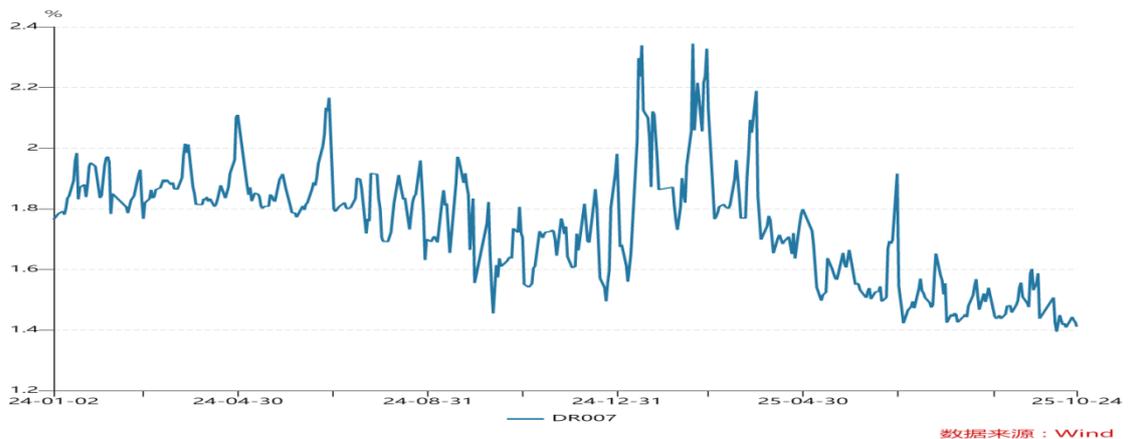
各期限国债期货 IRR



(数据来源:WIND)

(2) DR007 (银行间存款类机构 7 天期回购利率) 整体呈现“一季度高位波动、二季度季末冲高、三四季度中枢下行”的特征，全年中枢较 2024 年下降约 15BP，反映银行间市场流动性整体宽松。具体来看：1 月 DR007 受月初宽松、月中政策调整影响波动较大 (1.56%-2.34%)；二季度季末 (6 月 30 日) 因资金跨季需求升至 1.92%；7 月后伴随央行降准及 MLF 持续净投放，DR007 中枢逐步下行至 1.4%-1.5% 区间，10 月 24 日收于 1.41%，创年内次低。

银行间质押式回购 (7 日) 趋势



(数据来源:WIND)

二、宏观经济基本面回顾

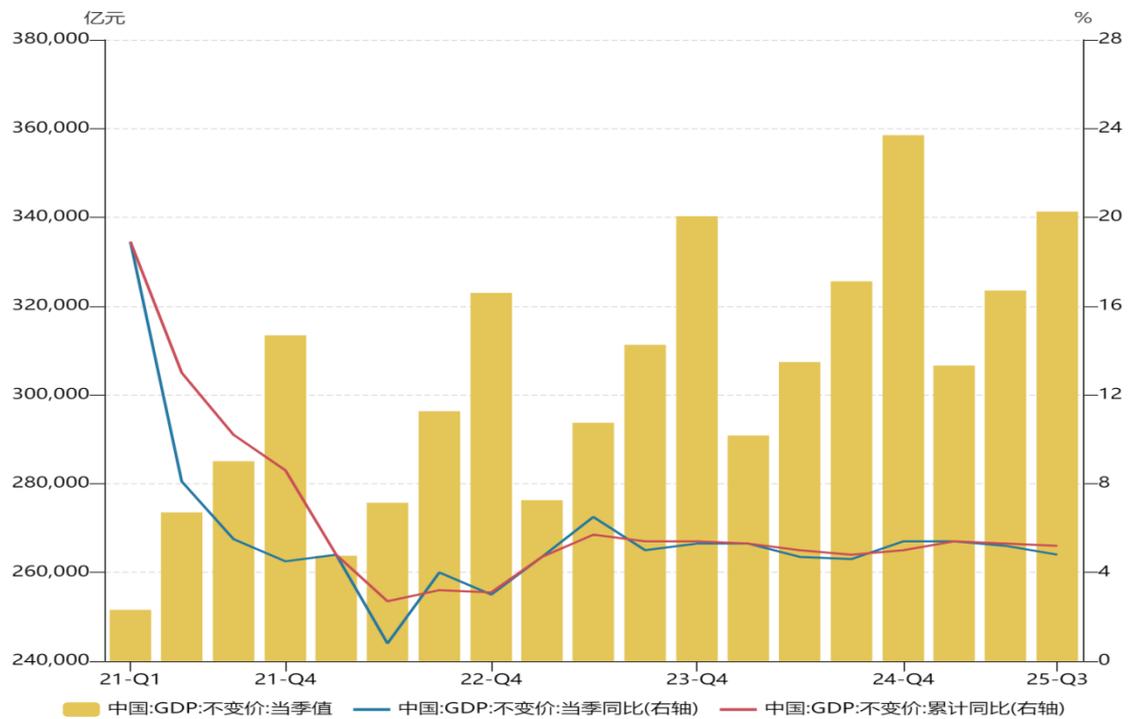
2025年1-10月，中国经济呈现“温和复苏、结构分化、政策托底”。GDP增速维持在合理区间，但内需疲软与工业通缩压力交织；价格体系呈现“CPI低位震荡、PPI降幅收窄”的分化格局；政策层面以“稳增长、调结构”为主线，财政发力与供给侧改革协同推进。

（一）经济增长：总量平稳与结构优化并存

2025年前三季度GDP同比增长5.2%，其中一季度5.4%、二季度5.2%、三季度4.8%，呈现“前高后稳”的运行轨迹。从需求结构看，最终消费支出对GDP增长的贡献率达53.5%，成为第一拉动力；货物和服务净出口贡献29.0%；资本形成总额贡献17.5%，反映经济增长模式从投资驱动向消费主导转型。

工业增加值方面，1-9月规模以上工业增加值同比增长6.2%，高技术制造业增加值增长9.6%，显著高于整体水平。新能源汽车、集成电路等新兴领域产量分别增长28.3%和15.6%，“新质生产力”成为经济增长的重要引擎。

中国GDP不变价当季和累计同比



数据来源：Wind

(数据来源:WIND)

(二) 物价水平：通缩压力边际缓和

2025年1-9月，中国物价呈现“CPI低位震荡、PPI降幅收窄”的分化特征。CPI同比在-0.77%至0.5%区间波动，9月同比下降0.3%，主要受食品价格拖累（尤其是猪肉价格下降17.0%）。

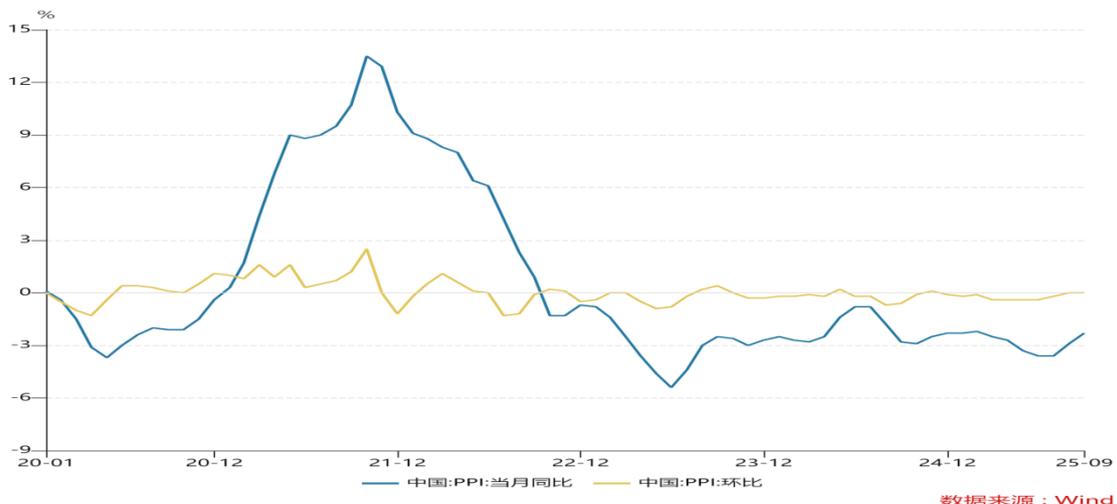
PPI同比持续负增长，但降幅从1月的-2.3%收窄至9月的-2.3%（中间一度扩大至-3.6%），反映“反内卷”政策对工业领域价格无序竞争的治理初显成效。两者结构差异源于供需两端分化：CPI受消费端食品供给过剩和服务消费韧性支撑，PPI则受上游原材料价格波动和中下游加工业成本传导滞后影响。

CPI和核心CPI 当月同比



(数据来源:WIND)

PPI 当月同比和环比



(数据来源:WIND)

（三）消费：温和修复但动能趋缓

2025年1-9月社会消费品零售总额累计365,877亿元，同比增长4.5%，呈现“前高后低”特征。5月受“五一”假期和以旧换新政策推动，单月增速达6.4%；但进入三季度后连续回落，9月降至3.0%，为年内最低。

消费结构呈现明显分化：

升级类商品消费表现亮眼：新能源汽车零售额累计增长6.3%，通讯器材类增长18.7%。

服务消费持续回暖：餐饮收入增长3.3%，文旅消费恢复至疫情前水平基础消费维持低位：粮油食品、日用品增速在2%-3%区间。

中国社会消费品零售总额：当月同比



数据来源：Wind

（数据来源：WIND）

（四）固定资产投资：总量承压与结构优化

2025年1-9月固定资产投资累计同比下降0.5%，为2020年8月以来首次转负。分领域看：

房地产开发投资同比下降14.0%，新开工面积下降21.3%

民间投资下降 3.1%，反映私营部门信心不足
基建投资（不含电力）增长 2.3%，制造业投资增长 4.0%

投资结构呈现"政府主导、民间疲软"特征，改建类投资累计同比增加 0.5%，扩建类投资下降 6.0%，显示地方政府从"新建扩张"转向"存量改造"。

中国固定资产投资累计同比



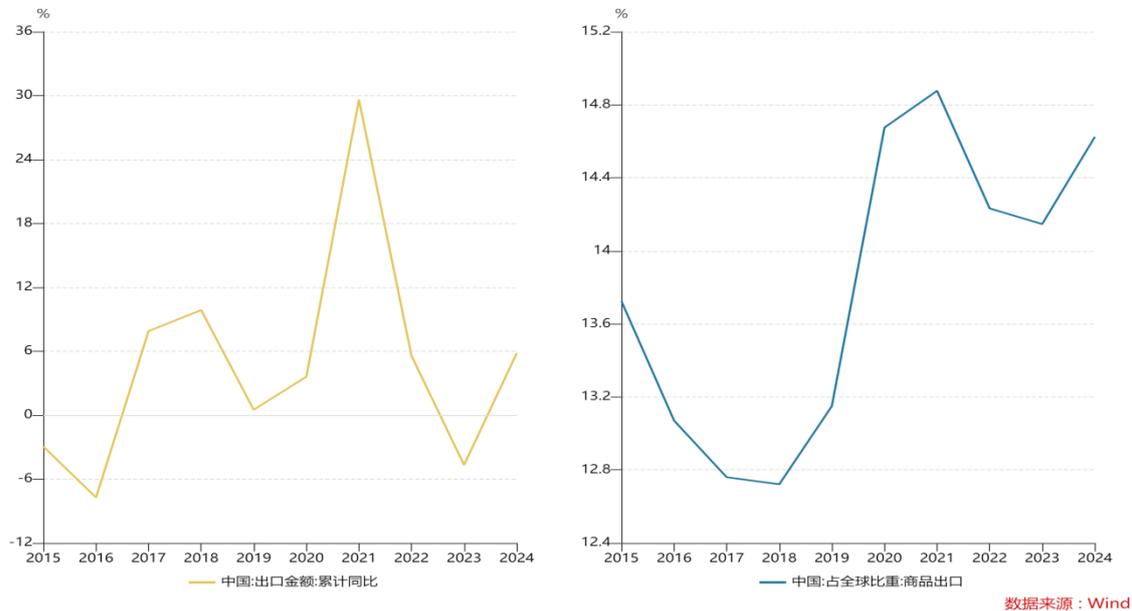
数据来源: Wind

(数据来源:WIND)

(五) 出口：韧性超预期成为亮点

2025年1-9月以美元计价出口金额同比增长6.1%，显著高于2024年同期的1.2%。主要特点：“新三样”（新能源汽车、锂电池、光伏）出口增长强劲，合计拉动出口增长2.8个百分点；对东盟、欧盟出口增速分别达14.2%和12.8%，市场多元化成效显著；一般贸易出口占比提升至57.6%，反映出口质量改善

中国出口同比及商品比重



(数据来源: WIND)

三. 国债的供给及需求回顾

(一) 财政政策回顾: 规模空前、结构重塑、节奏提速

1. 超长期特别国债全面收官, 成为财政发力核心工具

2025 年全年 1.3 万亿元超长期特别国债发行计划于 10 月 14 日圆满收官, 较 2024 年增加 3,000 亿元, 发行节奏显著加快 (4 月 25 日首发, 10 月 14 日收官), 体现“财政前置发力、跨周期布局”特征。

资金用途精准聚焦: 8,000 亿元用于支持“两重”项目 (国家重大战略、重点领域安全能力建设), 涵盖长江沿线交通、西部陆海新通道、高标准农田、新型能源基础设施等; 5,000 亿元用于支持“两新”政策 (设备更新、消费品以旧换新), 其中:

设备更新资金下达 8400 个项目, 带动总投资超 1 万亿元; 消费品以旧换新资金分四批下达, 全年 3,000 亿元中央资金全部到位, 前 8 个月带动相关商品销售额超 2 万亿元。

期限结构优化: 发行品种涵盖 20 年、30 年、50 年期, 其中 30 年期占比最高, 50 年期为首次大规模发行, 显著拉长债务久期, 增强财政可持续性。

2. 一般公共预算与政府性基金收支呈现“收入企稳、支出靠前”格局

一般公共预算收入：前三季度全国实现 16.39 万亿元，同比增长 0.5%，其中税收收入增长 0.7%，国内增值税（+3.6%）、企业所得税（+0.8%）、科学研究和技术服务业税收（+13.4%）表现亮眼，反映经济结构持续优化。

一般公共预算支出：前三季度达 20.81 万亿元，同比增长 3.1%，支出进度快于预算，重点投向：

社会保障和就业：中央财政安排 1,000 亿元发放育儿补贴、200 亿元推进免费学前教育；

教育、卫生健康：支出保持稳定增长；

国防与科技：中央本级支出分别同比增长 1,195 亿元、362 亿元；

债务付息支出：同比增长 772 亿元，反映国债存量规模持续扩大。

3. 地方政府债券发行结构分化，再融资债占比提升

新增专项债：截至 10 月 14 日，全国累计发行新增地方政府专项债券 3.7 万亿元，占全年额度超八成，投向交通、市政、教育、医疗、新基建等领域。

再融资专项债：发行规模显著扩大，用于偿还到期隐性债务本金，全年置换债券发行占额度超九成，体现“控增量、化存量”债务管理主线。

债务限额：截至 2025 年 10 月 14 日，全国地方政府债务限额为 57.99 万亿元，债务风险总体可控，但区域分化仍存。

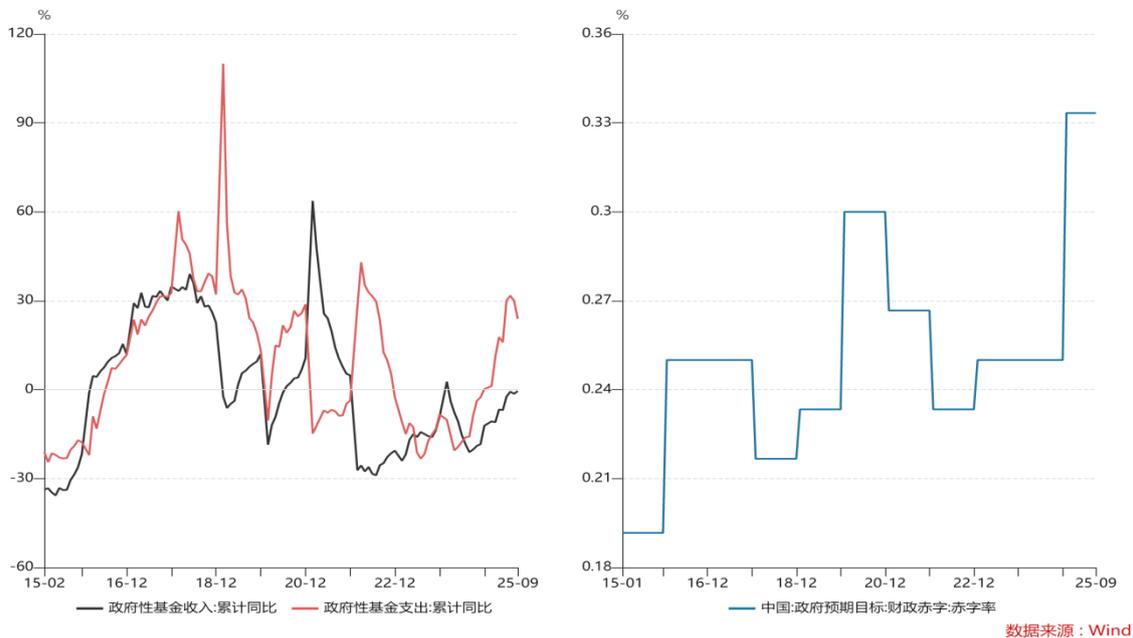
4. 财政赤字率与杠杆率：中央加杠杆，地方稳杠杆

财政赤字率：2025 年预算目标为 4.0%，为近年最高水平，赤字规模达 5.66 万亿元，中央财政承担主要加杠杆责任。

政府部门杠杆率：截至 2025 年 9 月 30 日，政府部门杠杆率为 67.5%，较 3 月末（63.2%）持续上升，反映财政扩张对宏观杠杆的拉动；但中央政府杠杆率仍处安全区间，为后续政策留有空间。



中国财政赤字及政府基金收入支出累计同比



(数据来源:WIND)

(二) 货币政策回顾：稳利率、扩流动性、强协同

1. 政策利率保持稳定，逆回购利率成核心锚定

2025年1月至10月，7天期逆回购利率自5月下调至1.40%后持续稳定，未再调整，成为市场利率体系的核心锚点。同期，中央银行政策利率维持在3.00%（截至2025年9月30日），未发生变动。

2. MLF 持续加量续作，中期流动性净投放超 2 万亿元

为对冲政府债集中发行与税期扰动，央行自2025年3月起连续8个月对MLF实施超额续作。2025年1-10月MLF累计净投放超2.1万亿元，为市场提供稳定中长期流动性。

3. 买断式逆回购创新工具，释放中长期资金超 1.2 万亿元

为精准支持跨季、跨年流动性，央行于2025年10月首次开展3个月与6个月期买断式逆回购，合计投放4,000亿元，其中：

10月9日开展11,000亿元3个月期买断式逆回购，净投放3,000亿元。

10月10日开展5,000亿元6个月期买断式逆回购，净投放2,000亿元。

此举显著延长流动性投放期限，降低金融机构资金成本，增强对政府债发行与年

未资金面的支撑能力。

4. 市场利率中枢下行，DR007 与 10 年国债收益率同步走低

DR007：年初为 1.85%，10 月 24 日降至 1.41%，全年中枢下移约 44 个基点，反映流动性持续宽松。

10 年期国债收益率：年初为 1.61%，10 月 24 日收于 1.85%，虽因财政供给压力阶段性上行，但整体仍处于历史低位区间，反映市场对经济温和复苏与政策宽松的预期博弈。

5. LPR 连续 5 个月按兵不动，贷款利率处于历史低位

自 2025 年 5 月 1 年期与 5 年期 LPR 分别下调 10 个基点至 3.00% 与 3.50% 后，连续 5 个月未作调整。截至 10 月 24 日，LPR 维持不变，企业新发贷款加权平均利率约 3.1%，个人住房贷款利率约 3.1%，均处于历史最低水平。

四. 国债期货走势及展望

（一）国债利率走势分析及展望

基本面是决定国债利率未来走向的核心驱动力，而货币政策则是其中最关键的直接因素。两者本质上都是对经济基本面的反映。当前外部环境不确定性上升，全球增长动能整体趋缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。近年来，中国经济增速持续放缓，但也同时在不断运用宽松的货币财政政策刺激，使经济平稳运行。在 2025 年前三季度各项经济指标不难看出，中国经济正在中期筑底。与此同时，预计 2026 年全球经济增速将与 2025 年持平，而美国政府关税贸易政策反复也会影响中国出口。在此背景之下，预计 2026 年中国货币政策总体将继续宽松，将继续降息。预计 2026 年 GDP 增速 4.5%–5% 左右，消费和制造业投资成为主要拉动力（核心 CPI 或回升至 1.0%–1.2%）。PPI 在工业品价格企稳带动下由负转正，名义经济增速上行推升实际利率，10 年期国债利率中枢或上移至 1.7%–2.0%。财政赤字率或回落至 3.5%，政府债供给压力边际缓解，但存量债务付息支出（预计 1.45 万亿元）仍需低利率环境配合。货币政策方面，若经济复苏确认，OMO 利率（公开市场操作利率）可能维持稳定，但降准空间收窄，流动性环境从“充裕”转向“合理”，利率上行压力大于下行。

（二）国债期货技术分析及展望

当前国债期货市场技术面显示 2025 年四季度或维持区间波动。2026 年随着经济弱复苏确认，利率中枢温和上行，国债期货价格将承压，10 年期主力合约核心区间或下探 105–108 元；2027 年在通胀回升与债务压力平衡下，利率趋稳，期货价格震荡中



枢或小幅上移至 106-109 元，超长端（30 年期）波动大于中短端。

当前 10 年期 T 合约日线 MACD 柱状体由负转正，DIF 线接近 DEA 线，短期上行动能初现；30 年期 TL 合约 MACD 仍处负值区间，显示超长端情绪偏弱。T 合约 RSI（14 日）约 52，处于中性区间，无明显超买超卖；TL 合约 RSI 回升至 45，脱离超卖区间但反弹力度弱于中短端。T 合约支撑位参考 20 日均线 108.00 元，阻力位为前期高点 109.50 元（2025 年 8 月）；TL 支撑位 115.50 元（10 月低点），阻力位 117.50 元（7 月高点）。

2026-2027 价格预测及关键点位

年份	合约类型	核心运行区间（元）	驱动逻辑
2026 年	10 年期	105-108	经济弱复苏推升利率，期货价格中枢下移，支撑位 105 元（对应收益率 2.0%）
2026 年	30 年期	112-116	超长端投机波动大，利率上行叠加供给压力，价格跌幅大于中短端
2027 年	10 年期	106-109	通胀回升与债务压力平衡，利率趋稳，价格震荡中枢小幅上移
2027 年	30 年期	114-118	保险配置需求支撑超长端，利差修复带动价格反弹

（数据来源:WIND）

五.国债期货套利机会分析及展望

（一）曲线策略：平坦化交易为主

在 2026 年的经济环境下，收益率曲线很可能呈现进一步平坦化特征。预计 10 年-2 年利差将从当前的 41bp 继续收窄至 30-35bp 区间。这一判断基于以下三个核心驱动因素：

首先，经济弱复苏背景下，长端利率上行空间有限。10 年期国债收益率中枢预计在 1.7%-2.0% 区间波动，受债务付息压力（预计 2026 年达 1.45 万亿元）制约，难以大幅上行。

其次，短端利率受政策利率支撑相对坚挺。2 年期国债收益率预计维持在 1.4%-1.5% 区间，下行空间有限。这种“长端难上、短端难下”的格局必然导致利差收窄。

第三，从历史规律看，在经济复苏初期，收益率曲线平坦化是普遍现象。2024年末10年-2年利差为46bp，2025年10月已收窄至41bp，这一趋势在2026年有望延续。

具体操作上，建议在2026年二、三季度重点布局“做平曲线”策略，即做空10年期国债期货（T合约）+做多2年期国债期货（TS合约）。当10年-2年利差低于40bp时逐步建仓，目标利差30bp，止损条件设为利差扩大至50bp以上。

关键期限利差

利差类型	2025年10月24日 值	2022-2024年均值	偏离程度(Z-score)
5年-2年利差	15bp	20bp	-0.75
10年-5年利差	26bp	25bp	+0.05
30年-10年利差	34bp	55bp	-1.05

（数据来源：WIND及市场机构研究报告）

（二）期现策略：基差收敛交易

2026年期现套利机会将主要来自基差的均值回归。根据历史数据，5年期TF合约基差稳定性较高，现货流动性较好，是期现套利的理想标的。建议重点关注以下情形：

当TF合约基差低于历史10%分位数（-0.40元）时，可建立“买入现货国债+卖出国债期货”的正向套利组合。根据2020-2025年的历史回测，此类策略的平均持有期为2-3个月，年化收益率可达3%-5%。

具体操作要点包括：

优先选择流动性最好的CTD券作为现货标的

关注IRR（隐含回购利率）与资金成本的差异，确保正套空间充足

设置严格的止损条件，当基差进一步走阔至历史5%分位数时及时平仓

需要警惕的风险是，若2026年货币政策意外宽松，可能导致基差持续为负，延长套利周期。因此建议将期现策略的资金配置比例控制在最好不超过30%比例以内。

各期限期货基差

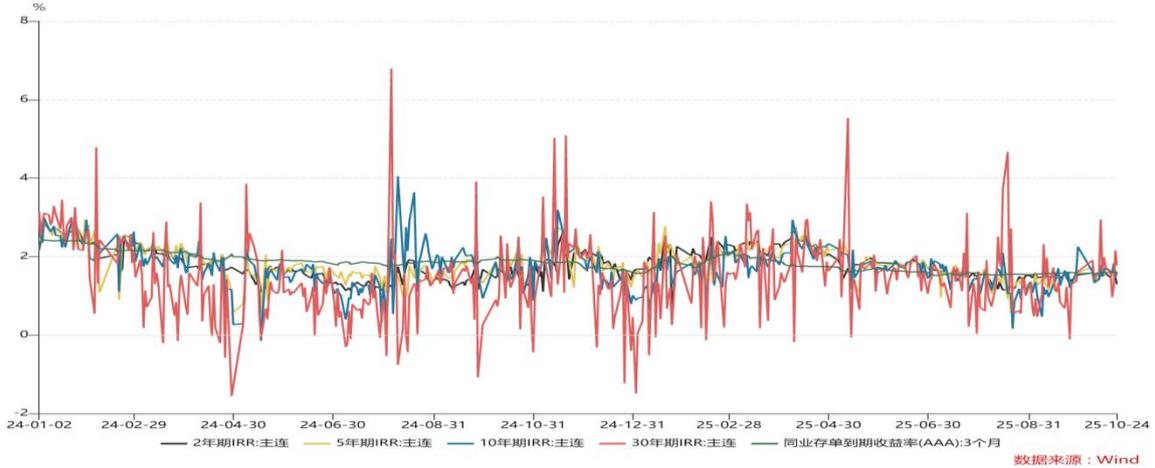
合约类型	当前基差	历史10%分位数	历史50%分位数	历史90%分位数
TS2512	-0.15	-0.30	-0.10	+0.20



TF2512	-0.25	-0.40	-0.15	+0.15
T2512	-0.35	-0.50	-0.20	+0.10
TL2512	-0.60	-0.80	-0.40	+0.05

(数据来源: WIND)

各期限国债期货 IRR 及资金成本



(数据来源: WIND)

(三) 跨期策略: 价差均值回归

跨期套利方面, 2026 年主力与次主力合约价差预计呈现均值回归特征。根据历史数据统计, 价差回归周期约为 1.5 个月, 这为策略执行提供了时间框架。

具体操作建议:

当价差超过历史均值 ± 2 倍标准差时入场

30 年期 TL 合约价差在 +0.10 元以下时, 做多次主力合约

10 年期 T 合约价差在 +0.55 元以上时, 做空次主力合约

目标收益设定为价差回归至历史均值, 止损条件为价差继续偏离超过 3 倍标准差。

各期限主力与次主力价差

合约类型	当前价差	历史均值	2 倍标准差区间
TS	+0.05	+0.10	[-0.15, +0.35]
TF	+0.10	+0.15	[-0.10, +0.40]
T	+0.20	+0.25	[-0.05, +0.55]
TL	+0.30	+0.40	[+0.10, +0.70]

(数据来源: WIND)

以 Beta 收益为基，追求超额 Alpha

要点

商品指数增强策略是一种在跟踪基准指数的基础上，通过主动管理获取超额收益的量化投资方法。其核心操作包括：通过动态展期优化规避“Contango 陷阱”，运用期限结构、动量等量化因子调整权重，并集成严格的风险控制。这样做的理论基础是捕获商品市场固有的风险溢价。实践表明，该策略能够显著改善传统指数的结构性缺陷，在控制跟踪误差的同时，提供更优的风险调整后收益。

研究发展部

分析师：谭江

期货交易咨询资格：

Z0016990

联系方式 020-28129902

tanjiang@btqh.com

摘要

● 策略定位与收益来源

在跟踪商品指数基础上，通过主动管理获取超额收益，收益源于现货价格变动、展期收益和再调整收益

● 配置价值

相比传统指数：通过动态展期优化克服“Contango 陷阱”

相比传统 CTA：具有明确基准，策略容量更高，与传统资产相关性更低

● 核心增强维度

展期优化：动态选择合约，降低展期损耗

多因子配置：运用期限结构、动量等因子调整权重

风险控制：通过止损、波动率控制管理尾部风险

● 策略表现

增强型指数在收益和风险控制方面均优于传统商品指数，通过量化筛选和等权配置实现更好的分散化效果

● 未来展望

应对金融化带来的溢价衰减挑战，可运用 AI/ML 技术提升因子效能，同时需加强风险管理与策略的深度集成

一、绪论

随着国内资产的 ETF 化，近年来市场 Beta 收益并不弱于主动管理的 Alpha 收益。因此在这种背景下，近年来，越来越多的管理人开始探索商品指数增强的构建方式。商品指数增强策略是一种在系统性地追踪一篮子商品期货基准指数的前提下，通过主动管理以期获取超越基准的超额收益 (Alpha) 的量化投资方法。该策略的核心目标是在保留商品作为对冲通胀和分散化工具的投资特性的同时，通过积极管理和配置资产，获得一定的 Alpha 收益，从而达到长周期跑赢相关指数的效果。

(一) 策略定义

机构投资者通常通过配置商品期货合约来获得商品敞口，商品指数增强策略正是在此基础上，通过优化指数的构建和管理流程来实现增强。这主要包括优化期货合约的选择、利用可获取的量化风险因子调整权重分配等。这种增强方法本质上是为了改善基准指数长期以来面临的挑战，即在商品市场长期处于正向市场 (Contango) 时，产生的持续负展期收益，并在此基础上优化指数中成分配置，进而获得相对于指数的超额收益。

图 1：商品指数增强策略基本思路



(二) 收益来源拆解

理解商品期货合约的收益结构是识别增强策略中 Alpha 来源的基础，传统的商品期货收益可以拆分为三个主要组成部分：

1. 现货收益：即基础商品价格的变动，这是商品投资中最直观的收益来源，受供需、库存、宏观经济和地缘政治等因素驱动。

2. 展期收益：这是由于指数基金在持有期货合约临近到期时，需要卖出近月合约并买入远月合约（即“展期”）所产生的损益。展期收益是商品增强策略最关注的核心维度之一，因为它反映了期货曲线的期限结构。



3.再调整收益：对持有的商品期货进行持续动态调整，获取价差收益。

（三）金融理论基础

商品期货溢价的存在拥有一定的金融理论基础作为支撑，这解释了为何展期收益及各类因子能够成为系统性的 Alpha 来源。

1.正常反向市场理论（Theory of Normal Backwardation）

该理论由经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes, 1930）和约翰·希克斯（John Hicks, 1939）提出。该理论认为，商品生产商面临未来价格下跌的风险，倾向于通过在期货市场上卖出（做空）远期合约来锁定收入，从而对冲风险。为了吸引风险厌恶的投机者承担这些净空头头寸，生产商必须提供一个补偿，即“风险溢价”。这种溢价在期货期限结构上的表现为：远期期货价格低于预期的未来现货价格，导致期货曲线呈现出反向市场（Backwardation）。在 Backwardation 条件下，指数展期将产生正收益。

2.存储成本理论（Theory of Storage）

存储成本理论是解释期货价格与现货价格关系以及期限结构动态的另一核心理论。该理论认为，期货价格与现货价格的差异，主要由持有实物商品直到交割期所需的存储成本、融资成本，以及便利收益决定。便利收益是持有实物资产而非期货合约所获得的非货币收益（例如，应对意外需求的灵活性）。当市场库存稀缺时，便利收益很高，它会抵消存储成本，从而导致期货曲线处于 Backwardation。相反，当库存充足时，便利收益低，期货曲线则倾向于呈正向市场（Contango）。

3.动量风险溢价理论（Momentum Premium）

商品市场的动量效应（即价格趋势持续性）被归因于多种解释，包括行为金融学中的投资者信息不完全反应以及风险基础的解释。当市场未能有效消化信息或由于交易者有限理性导致价格趋势延续时，系统性地捕捉这些趋势（时间序列或截面动量）能够获得超额收益。

增强策略的成功，本质上依赖于识别和捕捉这些由套期保值者支付且尚未被充分竞争掉的风险溢价。这种结构化的套利机会，使得商品增强策略的 Alpha 来源与宏观经济的供需和库存机制紧密耦合。投资者的增强收益并非仅仅依赖于短期交易技巧，而是对承担特定市场库存风险或套保压力的风险补偿。



二、策略配置价值

（一）相较主流商品指数

商品期货指数已成为全球机构投资者进行大类资产配置和通货膨胀对冲的重要工具，商品指数的编制方法直接决定了其所能提供的风险暴露（Beta）类型及长期收益表现。通过分析商品基准指数的设计方法和规则在作为投资工具时的固有局限性，以期从中窥探基于指数的增强方式。

1. 国际主流商品指数

国外主要的商品指数基准包括 S&P GSCI 和 BCOM。S&P GSCI 于 1991 年推出，其编制方法是通过全球产量加权来反映全球商品生产和贸易的真实规模，使其成为一个宏观经济指标。这种方法导致能源板块（如原油、天然气）权重极高，通常占据指数一半以上的比重。

相比之下，BCOM（前身为道琼斯-AIG 商品指数）则更强调分散化与流动性，BCOM 的设计力求没有单一商品或商品板块主导指数，通过基于流动性的加权机制并辅以权重上限，旨在提供一个波动性较低、更加均衡的商品市场暴露。由于编制理念的根本性差异，GSCI 和 BCOM 的年化追踪误差通常超过 10%。两者共同特征是，在展期规则机械且单一，通常滚动最近月合约，使其系统性地承担了 Contango 带来的亏损风险。

2. 国内主流商品指数

在国内市场，中证商品期货指数和南华商品指数是主要的基准。南华商品指数由南华期货研究所创立，自 2004 年 6 月 1 日起编制，其运行历程为国内商品市场分析提供了长期参考。随着 2022 年 12 月 28 日中证商品期货指数的正式发布，相较南华商品指数而言，在编制方法、权重设置上有进一步改进，被复制的难度下降，进一步推动商品指数增强策略在国内发展的可能。

表 1：国内外主流商品指数

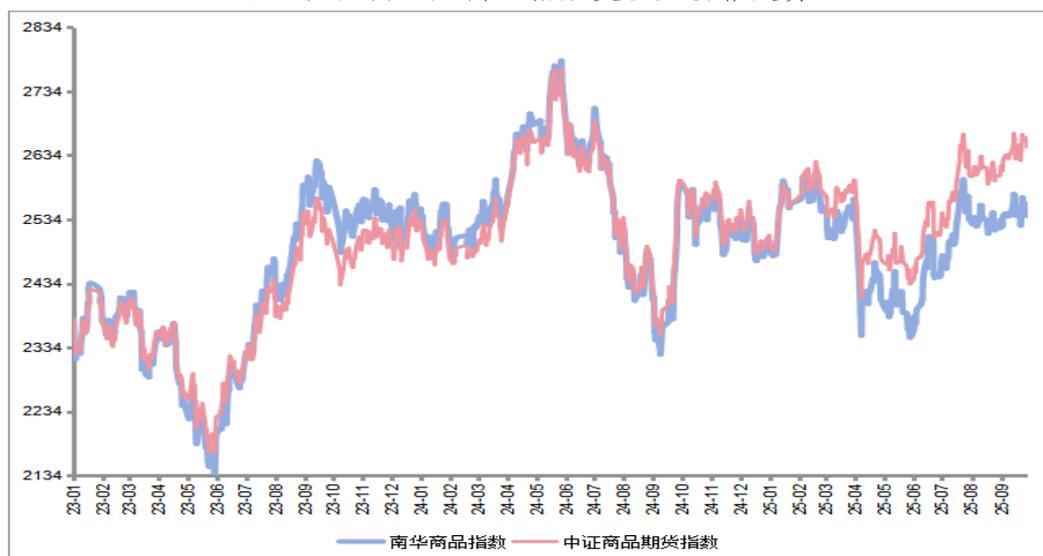
分类	指数名称	核心编制规则	核心特点
国外商品指数	S&P GSCI	基于全球产量加权，反映商品在全球生产和贸易中的经济重要性	宏观经济代表性：波动与全球经济周期和实物生产紧密挂钩，权重高度集中于能源板块
	Bloomberg Commodity Index (BCOM)	基于市场流动性与交易量加权，同时设置严格的板块和单品种权重上限	分散化与可投资性：避免单一品种主导，力求降低非分散化波动性，提供均衡的商品风险敞口



分类	指数名称	核心编制规则	核心特点
国内主流商品指数	南华商品指数	同时考虑商品流动性和经济重要性,从国内三大商品期货交易所上市品种中选择,共包含 20 种商品	市场容量与活跃度:侧重反映国内期货市场的投资容量和交易活跃度,以保障指数的实际可投资性
	中证商品指数	基于流动性百分比与消费量占比按照 2:1 加权确定(黄金白银除外)	标尺性和可投资性:直观反映整体价格走势,可作为投资者评价收益的基准,并为商品指数化产品创新提供基础标的

南华商品指数在权重配置上,主要依据各成分品种在国民经济生活中的相对重要性进行分配。这一设计逻辑旨在使指数更真实地反映大宗商品在实体经济中的实际地位与影响力。其具体编制通常综合考虑国内市场的生产量、消费量及贸易量等核心经济指标,以确保权重分配与国内宏观经济的结构特征相匹配。中证商品期货指数各成分权重的配置逻辑同彭博商品指数类似,由该成分的流动性百分比和消费量占比,按照 2:1 的比例加权平均确定(黄金和白银例外),同时要求单品种权重大于 2%但不超过 20%,单个板块权重不超过 40%,以及确保每个品种的权重不超过其流动性百分比的 2 倍,权重同样每年调整一次。南华商品指数与中证商品期货两者均立足于国内商品市场的基本面,指数走势类似,相关性较高。

图 2: 国内两大商品指数复权后价格走势



(数据来源: wind; 截至 2025 年 9 月 30 日)

3. 传统商品指数优缺点

(1) 优点: 通胀对冲与风险分散化



商品因其与股票、债券等资产的低相关性，以及对通货膨胀的正相关性，在资产配置中具有独特的分散风险和抗通胀作用。

Ⅰ.通货膨胀对冲：历史研究表明，商品期货在通胀周期内表现良好，是有效的通胀对冲工具。Ⅱ.风险分散化：商品指数与股票和债券等传统资产类别的相关性较低，将其纳入投资组合有助于降低整体投资组合的波动性，起到风险分散的作用。Ⅲ.长期收益潜力：长期来看，商品期货能够产生与权益资产类似的收益。

（2）缺点：结构性缺陷与成分比重配置

商品指数作为一种资产类别，具有共性的投资优势，同时也面临着由期货市场特性决定的结构性缺陷。传统商品指数最典型的系统性缺陷源于其机械的展期规则，这使得它们在市场长期处于 Contango 状态时，遭受持续的负展期收益，即所谓的“Contango 陷阱”。

国外第一代指数与国内主流指数在设计上的核心缺陷，即期货合约的移仓换月机制。商品指数通过持有期货合约模拟多头头寸，由于合约会到期，指数必须定期进行展期操作，即卖出临近到期合约并买入远期合约。GSCI 等第一代指数采用的是简单机械滚动策略，在固定时间窗口内强制换月，而国内指数则与 BCOM 的编制思路有相通之处，同样强调成分商品的交易属性和对实体经济的影响。这种刚性滚动策略的最大问题在于它是无视期货曲线结构的被动操作。

（二）相较传统 CTA 策略

商品指数增强策略与传统的 CTA 策略均基于期货市场，商品指数增强策略在瞄准指数的基础上，可借鉴参考传统 CTA 策略进行增强部分的优化。

1.策略目标与基准的差异

CTA 策略旨在实现绝对回报，目标是获取与传统资产低相关性的正向收益。商品指数增强策略是一种相对收益策略，其核心目标是有效跟踪特定的商品指数基准，同时通过主动管理手段获取超额收益(alpha)，策略必须保持与基准指数高度的相关性，即低跟踪误差。



表 2: 商品指增 VS. 传统 CTA

特点	商品指数增强策略	传统 CTA 策略 (管理期货)
投资目标	相对收益: 跑赢特定的商品基准指数	绝对收益: 获取与传统资产低相关的正向回报
基准	明确的商品指数	无明确商品指数基准
核心暴露	强商品 beta 暴露(保持与基准的高度相关性)	趋势/时间序列动量 beta 暴露

2. 传统 CTA 策略优缺点

(1) 优点

传统 CTA 策略可以理解为广泛的跨资产类别管理期货范畴, 以国内 CTA 管理人为例, 通常在三大类别的期货和远期合约进行交易: 商品、股指、国债。CTA 策略的核心机制则主要是中长期趋势跟踪或时间序列动量, 策略的收益主要来自捕捉跨资产价格的持续性趋势。

主流商品指数采用纯多头方式编制, 并通过经济重要性来分配成分权重。与传统 CTA 策略相比存在两方面的限制: 一是无法利用期货双向交易机制来获取空头收益; 二是固定的权重规则可能错失部分品种的价格趋势。基于此, 商品指数增强策略可以在跟踪商品指数基础上, 结合传统 CTA 策略对指数的编制限制进行优化。在品种上, 可拓展至金融期货; 在方法上, 运用展期优化和量化多因子模型, 有效规避了被动投资中的结构性损耗, 从而实现对基准指数的超越。

(2) 缺点

随着近几年 CTA 赛道逐渐拥挤, 传统 CTA 策略投资容量受到基础市场流动性和策略透明度的严格限制。特别是那些利用短期高频或市场微观结构进行套利的策略, 如果策略过于成功并被大量资金拥挤, 套利机会将被竞争掉, 从而导致策略有效性衰减。相比于高频 CTA 或绝对收益型对冲基金, 指数增强策略通过对广泛基准的系统性改进 (如展期优化), 通常具有更高的容量。这是因为增强策略的核心在于维持对广泛商品的长期、系统性暴露, 而非仅依赖于短期、高换手的择时操作。

传统 CTA 策略大部分通过跟踪趋势获取收益, 震荡市下往往面临交易磨损。商品指数增强策略在跟踪商品指数的基础上, 上涨趋势下能获得市场 Beta 叠加 Alpha 的双重收益, 在下跌趋势下超额部分又可以较好平滑 Beta 的下跌, 这让商品期货指数增强策略较好地平滑了商品期货指数天然的高波动性, 让指数更具有投资性。



（三）相较股票指增

商品指数增强策略与更为成熟的股票指数增强在策略底层逻辑上基本一致，在跟踪基准指数的基础上通过主动管理获得超额收益，但是从具体的交易细节上，包括交易标的、市场机制等方面存在根本性区别。

表 3：商品指增 VS. 股票指增

比较维度	商品指数增强（期货）	股票指数增强（现货）
交易标的性质	具有到期日和展期机制的衍生品（期货合约）	代表公司所有权的权益证券
交易机制	T+0 交易，多空双向交易，保证金制度（自带杠杆）	T+1 交易，主要依赖做多（或有限度的借券做空）
资产配置角色	抗通胀，宏观经济周期相关，低相关性	长期财富增长，公司盈利驱动
核心因子	期限结构/Carry、动量、库存、套保压力	价值、规模、动量、低波动率、质量

商品期货与股票和债券具有低相关性甚至负相关性，使其作为一种“通胀保险”，在经济增长放缓或高通胀环境中，其行为模式与传统资产类别显著不同。商品期货投资通过保证金交易制度实现，自带杠杆，且在国内市场可以实现 T+0 日内交易、多空双向交易以及保证金交易，这些机制为策略实施提供了更高的灵活性和杠杆效率，使得增强策略在交易方向和资金使用上与股票市场存在显著差异。

三、策略增强维度

指数增强的超额收益主要来源于对市场结构性溢价的系统性捕获，可从期限结构优化、量化因子捕捉和尾部风险控制三个维度展开。

（一）期限结构/展期优化策略

展期优化策略是商品指数增强领域中最具特色且与商品期货市场机制关联最紧密的方法，该策略旨在系统性地利用期货期限结构的差异来提高展期收益。

增强展期策略指数展入单一期货合约，展入合约为期货曲线中端至远端的流动性相对较强合约，在临近到期时，展入下一个期货曲线中端至远端的流动性相对较强合约。指数中各成分商品的展入合约根据品种特点进行选择，因而每种成分商品选择的展入合约的剩余到期期限是不一样的。增强展期策略的展期频率固定，展入合约为剩

余期限较长合约，可以避免因频繁展期造成展期损失，从而降低指数跟踪成本。目前，S&P GSCI Enhanced Index 和 Longview Extended Commodity Index 使用这一展期策略。

动态展期策略并非机械地在固定日期滚动到下一个合约，而是根据期货曲线的实时形状（即隐含的展期收益）动态调整合约选择。例如，S&P GSCI 动态展期指数（S&P GSCI Dynamic Roll Index）在每个展期决定日，利用动态展期算法（DRA）评估远期曲线形状。其目标是：在市场处于 Backwardation（近月高于远月）时，尽可能选择近月合约以获取正向展期收益；而在 Contango 严重时，则选择展期到更远期的合约，以最大程度地规避或减缓负展期损失。

彭博增强展期收益指数（BERY）是规则驱动型增强指数的典型案例，该指数采取多合约分配机制，对每种商品平均分配权重至前三或前四个期货合约。这种方法通过在时间维度上分散展期操作，有助于平衡前向价格行为，从而显著最小化负展期收益的影响。

展期优化策略捕捉的是期限结构差异带来的 Carry Premium，其经济基础是存储成本和套期保值压力的动态变化。这种 Alpha 来源的容量通常较高，因为它是在宏观层面系统性地改进了基准的结构缺陷。

（二）基于量化因子的多空与权重优化策略

商品指数增强策略的另一核心增强方式是运用多因子模型对指数内部的成分商品进行权重优化和多空方向配置，以系统性地捕捉除展期优化外的其他风险溢价。

1. 关键商品因子识别

（1）基本面因子：期限结构/基差被认为是商品市场中最强大的因子之一，通过系统性地做多处于 Backwardation 的合约，可以捕获套期保值者提供的风险补偿。

（2）量价因子：以经典的动量因子为例，商品期货市场中存在明显的短期价格持续性，通过动量策略可以生成显著的超额回报。

（3）另类因子：当前市场的传统的量价因子和基本面因子开始面临失效风险，另类因子正在成为描述价格预期的新质重要助力。另类数据有很多类别，以舆情因子为例，通过对新闻、媒体和研报等文本信息进行提炼、加工和分析，不仅可以刻画当前市场热度和情绪，也可以定量把握板块和品种的强弱。



2. 多因子权重分配与多空增强

(1) 权重优化：多因子模型通过计算指数内部各商品（或板块）的因子暴露和预期收益，进而动态调整各成分的权重。例如，策略可以基于高动量、低 Contango（高基差）等信号，增加那些预计表现强劲的商品权重，同时减少那些因子评分较低的商品权重。

(2) 多空增强：虽然指数增强产品需要维持净多头暴露以追踪基准 beta，但其超额收益（alpha）的捕获往往是通过构建因子驱动的长期/短期组合来实现的。策略系统性地买入（做多）因子信号最强（如期限结构最优）的商品，同时卖出（做空）因子信号最弱的商品。研究证实，通过结合动量和期限结构进行双重排序，可以产生较高的年化 Alpha。

（三）波动率与风险控制策略

商品期货市场固有的高波动性和潜在的负偏态要求增强策略必须集成严格的风险管理机制，以确保风险调整后收益的稳健性。风险控制策略并非仅仅是风险缓解措施，而是实现更高、更持续风险调整后收益（夏普比率）的必要组成部分。针对动量、Carry 等商品因子策略的研究发现，在单个商品层面实施简单的固定止损策略，可以显著改善绩效，止损策略通过限制单笔亏损来有效管理策略的尾部风险。

S&P 等机构提供了风险控制指数（Risk Control Indices），该方法通过动态调整商品资产的暴露，以将投资组合的波动率维持在预定的目标水平，这种目标波动率控制方法将风险管理系统化。

四、商品指数增强策略表现

评估指数增强策略的价值，核心在于其风险调整后表现，成功的增强策略普遍展现出更高的年化回报、更高的夏普比率，以及更低的波动率和最大回撤。

表 4：商品指数增强策略迭代

指数代际	代表指数	权重分配方法	展期/增强机制	核心目标
第一代	S&P GSCI, BCOM	生产量/流动性加权	机械化、单一近月合约展期	追求纯粹商品市场 beta 敞口
第二代	CMCI, S&P GSCI Enhanced Index	优化加权/生产量加权	规则驱动的展期优化（多合约分配/动态择优）	克服负展期收益，提升风险调整后回报



指数代际	代表指数	权重分配方法	展期/增强机制	核心目标
第三代	SummerHaven Dynamic Commodity Index (SDCI)	多因子权重/市值加权	量化挑选品种	展期基础上，对品种占比进行再分配

以国际第二代商品指数和第三代商品指数为例，第二代指数展期优化型是为应对第一代指数的“Contango 陷阱”而开发的，其核心在于展期优化和期限结构因子捕获。代表指数如瑞银彭博固定期限商品指数（CMCI）和标普高盛增强商品指数（S&P GSCI Enhanced Index）。它们不再机械地滚动单一合约，而是通过规则优化的方式（如多合约分配或动态择优选择）来最大化展期收益或规避损失。

第三代指数多因子与风险控制型进一步扩展了 Alpha 来源，不仅限于期限结构，还整合了更广泛的量化风险因子（如动量、价值）并加入了系统化的风险管理机制，提供了超越展期优化的多元化 alpha 来源。

表 5：部分商品指数收益表现

指数名称	2025 年以来收益率 (YTD)	2024 年收益率	年化波动率
BCOM	8.65%	5.38%	14.00%
S&P GSCI	1.34%	2.61%	21.74%
SummerHaven Dynamic Commodity Index	19.38%	18.57%	13.53%

（数据来源：google finance, CNBC；截至 2025 年 10 月 31 日）

SummerHaven Dynamic Commodity Index (SDCI) 使用品种挑选量化方法的代表指数，由 SummerHaven Capital Management 于 2009 年 12 月开始发布的商品指数。该指数由 SummerHaven Capital Management 与耶鲁大学管理学院的金融学教授 K. Geert Rouwenhorst 合作研发编制而来。SummerHaven 是一家专注于大宗商品领域的专业投资管理公司，以其基于学术研究的、系统化的投资方法而闻名。该公司由凯尔南·P·利特尔博士于 2008 年创立，总部位于美国康涅狄格州的斯坦福德。公司的核心理念是，通过动态、量化的模型来捕捉大宗商品市场不同时期的变化与机会，而非简单地采用静态权重配置。Rouwenhorst 教授是商品期货指数投资领域的顶尖学术专家，也是最早提出“商品指数”作为资产类别的学者之一。



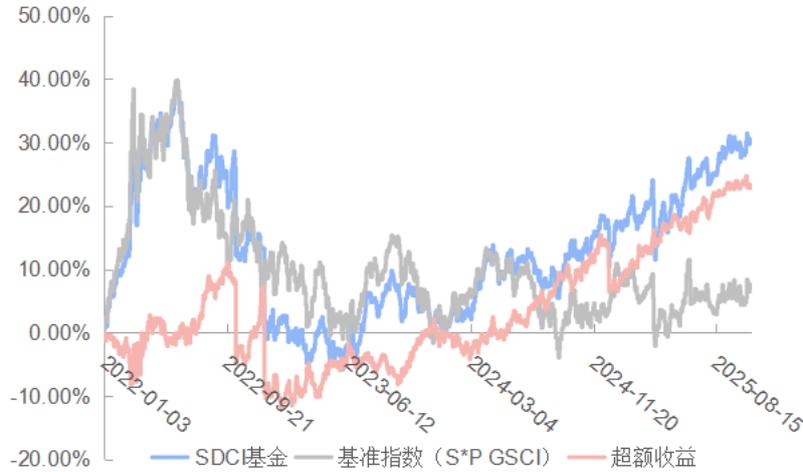
第三代商品指数 SDCI 挑选品种的数据依据是基差和动量，从样本空间中挑选固定数量的品种，并使用等权配置，以保证分散化条件。以实际业绩表现来看，SDCI 于 24 年表现高于第一代商品指数，且 2011 年以来的年化波动相对来说最小，这些数据表明增强策略能够提供更理想的收益表现，这对后续基于国内商品指数构建增强策略具有重要指导作用。

SDCI 通过引入一种“创新性方法”，创建了一个“主动型基准”，该策略利用可观察的商品期货曲线价格信号，旨在快速适应市场周期。这种基于规则、系统化地捕获商品特定因子（如期货曲线结构）的方法，实质上是在透明、低成本的 ETF 框架内提供了一种主动型策略。它通过将到期现价差的利用进行编码化，使其成为一种旨在最大化期货曲线固有溢价的“Smart Beta”策略。

该指数每月从 27 种符合条件的、具有活跃流动性的、实物交割的非金融商品期货合约中，选择 14 个合约构建投资组合。具体来看，该策略通过曲线信号筛选，首先从 27 个商品中选出 14 个具有最大现货溢价（或最小远期溢价）的商品。这 14 个被选中的商品必须遵守对主要商品板块的严格多样化要求，避免持仓过度集中于某一单一板块。这些商品涵盖了贵金属、工业金属、能源、牲畜、软商品和谷物等主要商品板块，确保了广泛的市场覆盖。被选中的 14 个合约按名义金额等权重，这种结构避免了生产加权指数（如 S&P GSCI）固有的集中风险，后者对波动性极高的能源板块敞口可能超过 50%。指数每月进行再构建和再平衡，中高频率的再平衡使得指数能够对商品周期和不断变化的基本面信号做出快速反应，从而能够把握有利趋势，同时避开正在走弱的板块。

SDCI 基金通过完全复制 SDCI 指数进行构建 ETF，从收益曲线来看，在统计区间 2022-2025 年（截至 2025 年 10 月 31 日），除 2022 年外，SCDI 基金在其余 3 年的时间均跑赢基准指数 S&P GSCI。具体来看，2022 年初至今 SDCI 基金累计收益为 30.29%，累计超额收益达 22.73%。



图 3: SDCI 基金与基准指数 S&P GSCI 收益表现


(数据来源: google finance; 截至 2025 年 10 月 31 日)

表 6: SDCI 基金历年收益情况

名称	2022	2023	2024	2025YT D
SDCI 基金	-1.62%	-4.17%	11.29%	18.85%
基准指数	8.71%	-12.20%	2.61%	1.34%
超额收益	-10.33%	8.03%	8.68%	17.51%

(数据来源: google finance; 截至 2025 年 10 月 31 日)

五、未来展望

(一) 金融化对 Alpha 的影响

商品市场的“金融化”是指自 2000 年代初期以来,大量指数基金和机构投资资本流入商品期货市场,通过指数化投资被动做多,这一趋势对商品增强策略的 Alpha 生成能力构成了挑战。

实证研究表明,金融化与商品风险溢价的下降存在关联,特别是对于纳入主要指数的商品,其平均风险溢价在金融化后期出现了显著衰减。这主要是由于指数基金作为风险厌恶型买方的涌入,挤压了传统上由套期保值者提供的溢价空间。

金融化也导致商品期货回报与其他资产(如股票和债券)的关联性增加,这种同步性削弱了商品的传统分散化优势。



（二）人工智能与机器学习

在面对金融化挑战和市场复杂性增加的背景下，人工智能（AI）和机器学习（ML）技术正成为提高商品指数增强策略稳健性的关键前沿。

机器学习（ML）和深度学习（DL）技术擅长处理大体量、高维度的异构数据集，包括天气数据、库存水平、新闻情绪和传统的价格序列。研究证实，例如长短期记忆网络（LSTM）等深度学习算法在预测彭博商品指数及其子指数方面表现出有效性。

自然语言处理（NLP）技术被应用于分析海量的非结构化文本数据（如新闻报道），通过解析市场情绪来捕捉交易者可能忽略的趋势和关键信息。

AI/ML 的优势在于捕捉传统统计模型难以识别的非线性、高维度的复杂市场模式。未来的增强策略将倾向于结合传统因子的经济解释（如期限结构）与 AI 驱动的战术性择时能力，以创造更具持续性和稳健性的超额收益。

六、总结

商品指数增强策略已从被动投资的辅助手段，演变为利用衍生品市场结构性缺陷和因子溢价的主动量化策略。成功的增强策略能够提供显著优于传统指数的风险调整后回报，并凭借与传统资产的低相关性，继续发挥重要的分散化和通胀对冲作用。相较于股票指数增强，商品增强策略充分利用了期货市场特有的 T+0、多空双向交易和保证金机制，享有更大的灵活性和资本效率。

现有研究已为商品指数增强策略奠定了坚实的理论和实证基础：凯恩斯-希克斯的理论确立了风险溢价的经济根源；因子模型成功识别了动量、基差和套期保值压力等核心因子；金融机构已推出如 BERY 等动态展期指数。

然而，金融化导致的商品风险溢价普遍衰减，尤其是短期合约上的衰减，对策略的未来持续性构成挑战。未来的研究与策略开发可重点关注以下几个方面：

（1）金融化影响的动态建模与反拥挤策略：需要开发更精细的模型，实时评估策略的拥挤度对因子回报的影响，以应对有效性的衰减。

（2）高频与非线性因子的深度挖掘：进一步将 AI/ML 技术应用于商品的微观结构和非结构化数据分析，探索传统线性因子模型无法捕捉的非线性 Alpha 来源。

（3）风险与流动性管理一体化：止损和目标波动率控制等风险管理措施必须与增强策略的投资组合构建深度集成，以提供更具吸引力的风险调整后回报，并确保策略在极端市场条件下的稳定性。



全天候策略：风险平价理念及本土化实践

要点

本报告系统阐述了全天候策略的核心理念及其在中国市场的本土化实践。该策略通过平衡各类资产对投资组合的风险贡献，实现不同经济环境下的稳健收益。针对本土化挑战，报告提出了资产替代、量化权重、定期再平衡等具体解决方案。实践表明，该策略在历史回测中展现出收益稳健、波动回撤小的优势。未来，策略将持续优化，以适应中国市场并提升长期表现。

研究发展部

分析师：魏宏杰

期货交易咨询资格：

Z0000599

联系方式：

weihongjie@btqh.com

摘要

- 核心理念：**基于风险平价原则，构建在经济四象限（增长/通胀上下行）中风险暴露均衡的投资组合，不依赖市场预测，追求长期稳健回报。
- 本土化实践：**针对中国市场资产缺失、高波动及杠杆限制，采用主流ETF作为四象限资产替代，通过量化模型优化权重，并实施定期再平衡以维持风险均衡。
- 策略表现：**历史回测与实盘显示，组合收益稳健，波动与回撤显著低于股市，夏普比率优异，具备穿越牛熊和抵御极端风险的能力。
- 未来展望：**计划引入商品期货等多元资产，探索战术择时与合规杠杆应用，并持续跟踪市场变化与前沿方法，以增强策略适应性与收益潜力。

一、理论基础：风险平价与全天候框架

（一）不预测市场，平衡风险

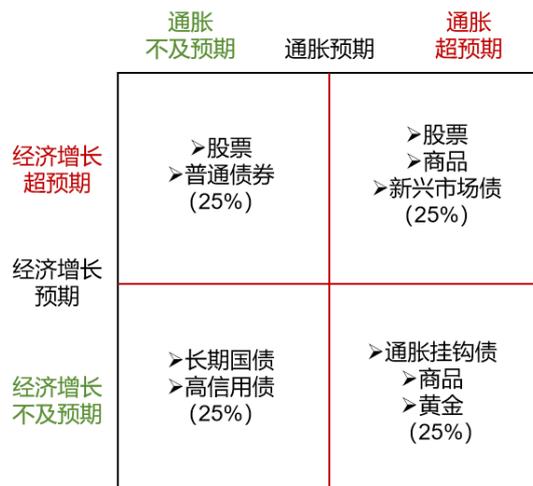
全天候策略的精髓不在于准确预测市场走势，而是构建一个能够在各种经济环境下均保持稳健的投资组合。这一策略由桥水基金创始人瑞·达利欧提出，其核心理论是“风险平价”（Risk Parity）。传统的 60/40 股债组合存在风险分布不均的问题——由于股票波动率远高于债券，股票对组合总体波动的贡献常超过 90%。换言之，即使资金比例是 6:4，组合的大部分风险仍由股票主导，债券的风险作用被稀释。风险平价则强调各主要资产对总风险贡献的大致相等，而非简单按市值或资金比例配置资产。

（二）宏观“四象限”理念

驱动资产价格的核心宏观变量是经济增长和通货膨胀。这两个维度的不同组合可以划分出四种基本的宏观环境（俗称“四象限”）。各类资产在不同经济情景下有优劣之分——经济增长超预期时，股票等风险资产通常表现优异；经济衰退、通胀低迷时，长期国债表现相对突出；高通胀环境下，大宗商品等实物资产收益更佳；滞胀时期，黄金等抗通胀资产往往成为避风港。全天候策略正是利用这些资产与宏观环境的关系来进行配置，使组合对四种经济情景的风险暴露大致均等，各占约 25% 的风险权重。

这样一来，无论未来遇到哪种经济状况，组合的风险都不会被单一环境或单一资产所主导，实现风险来源的多元均衡。正如研究所示，经过风险平价构建的组合能以更低的波动率获取与传统组合相当的收益，从而显著提高夏普比率。这一理念在全球市场长期检验中效果良好：历史经验表明，风险平价策略在获得类似股市长期回报的同时，大幅降低了经济衰退时期的最大回撤。

图：宏观环境四象限图



二、本土化挑战与解决方案

桥水“All Weather”策略的成功激发了我们将其引入中国市场的兴趣。然而，直接照搬海外版本并不现实，我们在本土化实践中面临一系列挑战，并相应提出了解决方案。

（一）本土市场的主要挑战

1. 资产可获得性差异：海外全天候策略依赖多元资产，包括通胀保值债券、大宗商品期货等。但中国市场许多资产要么缺失（例如通胀挂钩债券等工具匮乏），要么流动性不足。因此，可选的资产种类相对有限，难以完整覆盖四象限中的所有理想资产。

2. 市场结构差异：A股市场波动率高、投资者结构以散户为主，波动特征与成熟市场不同；国内债券市场以银行等机构为主，利率债收益率特性与海外有别；商品期货市场容量和交易规则也存在差异。这些结构性差异意味着直接套用海外模型可能失效，需要考虑本土市场的独特行情和规律。

3. 杠杆及合规限制：海外风险平价策略常通过适度加杠杆来提升收益（桥水等机构利用杠杆放大低风险资产收益）。但在中国，监管对杠杆使用更加严格，个人和部分机构加杠杆的成本和限制很高。因此，策略在国内实施时，需要在低杠杆甚至无杠杆的约束下运作，如何在不违背合规的前提下保持策略有效性是一个难题。

（二）本土化策略设计与实践路径

针对上述挑战，我们进行了有针对性的本土化改造，在坚守核心理念的同时，调整具体资产和模型参数：

1. 坚守核心理念——风险均衡：首先，我们始终恪守风险平价“均衡风险贡献”的核心思想，确保组合中每类主要资产对整体风险的贡献相近。这一点是基础，无论市场环境如何变化，“风险均衡”始终是策略设计的出发点和灵魂。

2. 代表性资产替代：针对国内资产的可得性差异，我们精选本土市场上可行的替代

3. 资产来代表四个宏观象限：

经济扩张、通胀温和（增长上行+通胀平稳）：以宽基股票ETF代表权益类资产，捕捉经济增长向好时的风险溢价。



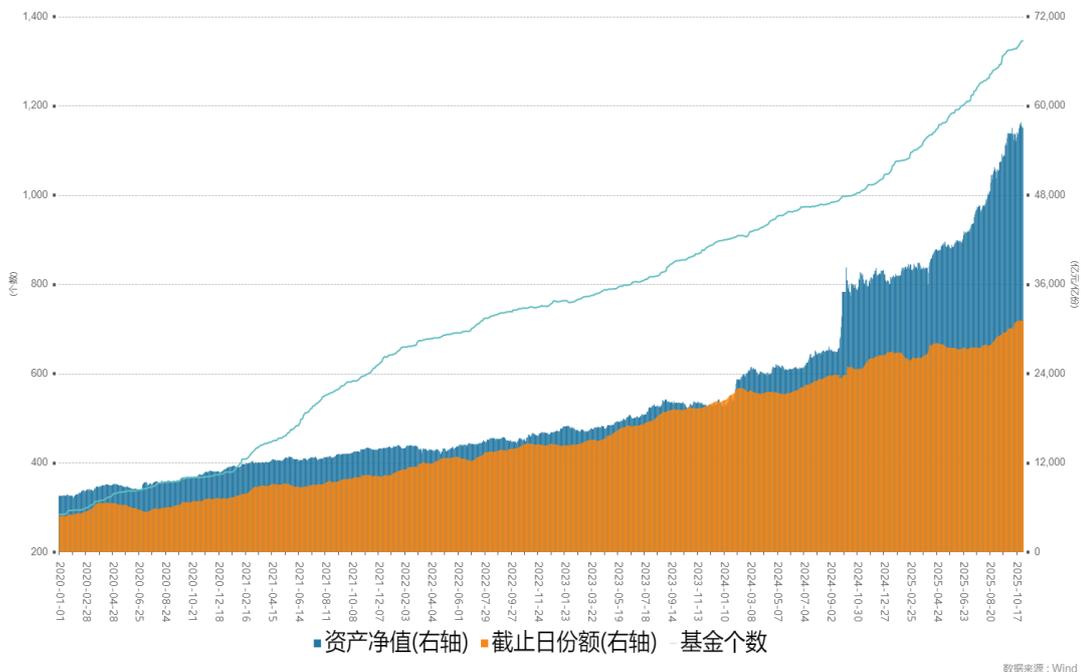
经济衰退、通胀低迷（增长下行+通胀平稳）：以中长期国债 ETF 代表债券资产，在经济下行阶段提供避险收益和利率下行收益。

经济过热、通胀上行（增长上行+通胀上行）：以大宗商品综合 ETF 代表商品资产，在通胀抬升环境下获取商品价格上涨收益。

滞胀环境（增长下行+通胀上行）：以黄金 ETF 作为抗通胀资产的代表，黄金在滞胀和风险事件中有保值增值作用，可对冲股债同期下跌的风险。

通过上述资产替代，我们在国内条件下构建了涵盖股、债、商品、贵金属四大类别的组合，使之分别对应宏观周期的不同象限。所有标的均选取沪深交易所上市的主流 ETF，具备良好的流动性和跟踪效果。这不仅解决了部分资产缺位的问题，也确保组合具有高流动性和易操作性。

图：ETF 基金市场规模变化



（数据来源：WIND）

4.量化模型构建与风险平价优化：在确定资产池后，我们运用量化方法求解各资产的最佳权重。具体做法是收集各资产历史数据，计算波动率和相关性，设定优化目标函数，使得每种资产对组合整体波动的风险贡献尽可能相等。通过编程求解这一优化问题，迭代调整权重，直到实现各资产的风险贡献大致均衡。数学上，这等价于最小化各资产风险贡献偏离的程度。最终得到的一组权重，即为风险平价条件下的最优资产配置方案。值得一提的是，由于国内股票的波动率显著高于债券，为平衡风险，模型会自动分配相对较低的股权权重、较高的债券及其他低波动资产权重。这一点也符合海外成熟经验，即风险平价组合中债券往往占比较高，以对冲权益的高波动。

5.定期再平衡机制：市场环境和资产波动特征并非一成不变。为保持风险均衡状态，我们设计了定期再平衡机制。按照月度或季度频率，定期评估各资产的实际波动率和相关性变化，重新计算目标权重，并将实际持仓调整向目标权重靠拢。如此动态调整，能使组合适应市场行情的阶段性变化，始终维持接近风险平价的配置状态。再平衡频率并不高，一般按季度或月度进行，从而保证交易成本可控。由于我们的全天候策略定位为长期资产配置，不需要高频交易，组合的换手率较低，交易冲击和成本很小。这意味着即使管理大规模资金，策略也具有良好的可行性，不会因为流动性或交易成本问题而失效。

6.合规稳健的实施：考虑国内监管环境，我们选择场内ETF等规范金融工具来实现策略，无使用额外杠杆。场内ETF透明度高、交易规范，方便各类金融机构在合规框架下运用。同时，以ETF为底层资产也使策略具备高可移植性，便于银行理财、券商资管、保险资金等机构投资者复制或参与。本组合自推出以来也获得机构投资者的兴趣，主要因为其基础资产均为监管认可且流动性充裕的品种，实施过程符合法规要求。总体而言，通过以上本土化改造，我们在尽可能贴近桥水原版精神的同时，打造出一个契合中国市场实际情况的全天候策略雏形。

三、策略表现分析

在历史回测和近期实盘检验中，我们的全天候策略展现出稳健优异的表现，验证了上述设计思路的有效性：

（一）收益表现稳健，超越基准

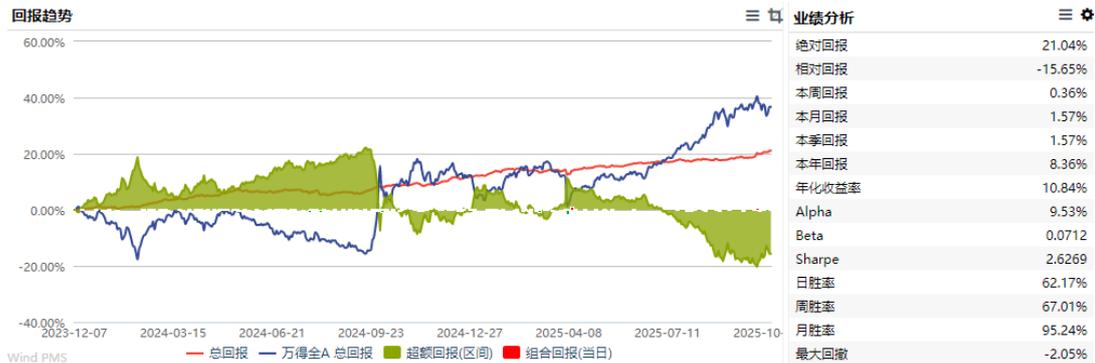
组合在所测试期间内保持了稳步上涨的态势，实现了持续的正向收益。即使在同期市场波动加剧、A股指数震荡下行的背景下，该策略仍然取得了相对更高、更稳定的回报，大幅跑赢了代表A股市场的综合指数。这种穿越牛熊的收益特征证明了多元资产配置和平衡风险的价值，使投资者在不同市场周期都能获得稳健的收益积累。值得注意的是，与传统单一股票投资相比，全天候组合并非依赖某一市场行情的爆发来获得收益，而是凭借各资产的均衡贡献，实现长期稳健增值。

（二）波动显著降低，回撤控制出色

凭借风险平价的分散效应，组合整体波动率远低于单一股票或股票为主的组合。历史数据显示，该策略的净值曲线要平滑得多，在市场下跌时回撤幅度有限。特别是在几次突发的市场下行冲击中（例如受到突发地缘政治事件冲击的日子里），多数股指大幅下挫，而我们的全天候组合因持有黄金、商品等对冲资产，仅出现轻微波动，有时甚至录得正收益，展现出卓越的抗跌性和本金保护能力。例如，某阶段国际地缘

风险导致全球股市普跌，上证指数单日大跌近 1%，港股恒指亦下挫，而全天候组合因黄金、能源等避险/受益资产的贡献，当日仍录得小幅正收益。这一表现充分显示出风险均衡配置在极端行情下控制回撤的优势。总体来看，在多数下跌市况中，组合的跌幅显著小于股票市场，体现出高度的防御属性。

图：组合回测收益情况



(数据来源：WIND)

四、未来展望与策略提升

展望未来，我们认为“全天候”策略在中国市场具有广阔的发展空间和改进潜力。基于当前实践，我们规划了以下可能的演进方向，以期进一步增强策略表现和适用性：

(一) 扩大资产覆盖

目前组合为了合规便利，使用商品 ETF 来代表通胀敏感资产。然而，商品 ETF 在标的丰富度和跟踪误差方面存在一定局限。如果未来我们的期货公司主体能够获得自营牌照，将有机会直接投资商品期货等更多元的资产类别。届时，策略可望用商品期货合约直接替代商品 ETF，实现对工业金属、能源、农产品等更广泛商品的覆盖。同时，期货的高流动性和杠杆运用空间，将使组合对市场波动的拟合更精准，资产配置的弹性更大。在不违背风险均衡原则的前提下，利用期货合约调整大宗商品敞口，有望提高通胀冲击期间组合的收益响应，使全天候策略的抗通胀、防御能力更上一层楼。简而言之，更丰富的资产工具将赋予全天候组合更强的适应力，能够更全面地捕捉不同宏观环境下的收益机遇。

(二) 择时机制的引入

虽然全天候策略本身不以预测为出发点，但在实务中适度的动态择时可能进一步提升策略的收益水平。一方面，我们考虑在严格风险平价框架之上，叠加战术资产配置 (TAA) 或趋势跟随等择时模型：例如当某类资产出现明显高估或宏观环境出现转折信号时，稍微调整对应资产权重，以获取额外超额收益。这种择时应当是审慎且有

限度的，保证不偏离风险均衡的大原则。初步设想是建立一套宏观指标和市场动量信号体系，为组合提供加减仓参考，在极端情况下适度降低某象限资产敞口或提高另一象限权重，从而适时规避风险或把握额外机会。通过这一“稳中求进”的动态调整，策略有望在保持低波动特性的同时，进一步抬升长期收益曲线的斜率。

（三）合理运用杠杆

在合规允许的范围内，适度运用杠杆放大组合也是未来的发展方向之一。正如风险平价理论所述，由于基础的全天候组合降低了波动，未加杠杆时其绝对回报可能相对保守，通过提高总资产敞口（加杠杆）可以将收益水平提高到与投资者目标相匹配的程度。海外成熟经验显示，在保持组合高夏普比率不变的前提下，加杠杆后的风险平价组合能够实现更高的年化回报。对于风险承受能力较高、追求更高收益的机构投资者，可以考虑在严守风控和监管要求的基础上，对全天候组合适度提高名义敞口（例如通过融资、衍生品合约等方式实现），以达成不同的收益目标。杠杆的使用需要严格的风险管理，但只要控制在合理范围内（如国内研究建议的80%-140%名义头寸区间），全天候策略在低风险高分散的基础上放大投入，有望获得比肩传统进取型组合的收益水平，同时仍维持较小的回撤和波动。这将赋予策略更大的灵活性，能够根据客户需求调整至不同的风险/收益定位，使之服务于从稳健型到进取型的各类投资者。

（四）持续优化与本土创新

最后，我们将不断跟踪国内外宏观环境和市场结构的变化，持续优化模型参数和资产选择。例如，随着国内金融市场的发展，更多新兴资产（如REITs、不动产、商品指数期货等）的出现，以及经济周期特征的变化，都可能纳入全天候策略的考量范畴。我们也关注学界和业界对风险平价的新探索，如因子平价、场景平价等进阶方法，未来有机会将其引入本土化实践，以进一步提高策略的稳健性和收益潜力。通过持续的研究和创新，交子期货将力求保持该策略的前沿性，为客户提供与时俱进的全天候资产配置方案。

（五）结语

“全天候”策略及其背后的风险平价理念，为投资者提供了一种应对复杂多变市场环境的系统化框架。我们在中国市场的实践证明，只要坚持均衡风险的配置思路，采用本土化的资产组合并严格执行动态再平衡，就有可能实现跨越牛熊周期的稳健收益。短期的业绩亮点固然可喜，但更值得关注的是策略背后的逻辑与哲学——在无法准确预判未来的情况下，通过科学的资产配置来降低组合对单一风险因素的暴露，从而获取更加稳定的风险补偿。我们相信，随着市场的进一步发展和策略的不断完善，“全天候”组合将在更长周期、更丰富场景中经受考验并展现价值，为银行、券商资管、保险和广大机构客户提供一把抵御不确定性的“全天候”保护伞。未来，我们将



继续跟踪策略表现，优化改进模型，为投资者奉上更新、更好的策略报告和实战成果分享。让我们携手努力，穿越宏观周期的起伏，探索风险均衡之路，为投资赋予更坚实的长期保障。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，交子期货研发部门力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

此报告所载内容仅作参考之用，且成都交子期货有限公司不会因接受人收到此报告而将其视为本公司客户。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经交子期货研发部门授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫码二维码

交子期货APP



官方微信



官方微博



成都交子期货有限公司

总部地址	成都市锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线	400-8844-998
传真号码	028-86269093
邮政编码	610041
官方网址	www.btqh.com