

宏观扰动频发 铜价 明年走势或先扬后抑

2025年,美元指数在美联储本轮降息周期中的底部已经形成,叠加终端消费平稳和原料供应紧张,预计2025年铜价将呈现先扬后抑的震荡行情。



■ 范芮

今年以来铜价表现强势,虽有海外宏观利空干扰,但仅短期影响铜价表现。从具体盘面走势来看,铜价在一季度走出了第一轮上涨行情,4月中旬的第二轮上涨行情更加流畅,并在年末加速上涨。

今年上半年,海外宏观扰动频发,美国关税政策反复多变,受此影响,市场对美联储降息的预期不断下降,铜价体现出较为明显的金融属性。在美国“对等关税”出台后,市场恐慌情绪快速发酵,全球风险资产暴跌,有色板块未能独善其身,铜价也随之暴跌。5月之后,全球贸易摩擦逐步降温,市场对美加征关税带来的输入性通胀压力也愈发关注,并显著影响市场对美联储降息节奏的判断。截至12月初,美联储仅

在9月和10月分别降息25个基点,本轮降息周期累计降息150个基点。

2025年美联储将举行8次议息会议,分别在1月末、3月中旬、4月末、6月中旬、7月末、9月中旬、10月末和12月初。根据美联储发布的利率点阵图,叠加美国加征关税带来的通胀效应,2025年虽然依然处于美联储降息周期,但降息空间预计较为有限,美元指数在本轮降息周期中的底部已经形成,对铜价产生利空影响。

原料供应紧张

2025年铜精矿供应难言宽松。根据SMM数据,进口铜精矿加工费自1月24日当周起转为负值,且负值持续扩大,4月末便降至-40美元/干吨。今年下半年,海外矿山运营不稳定因素明显

增加,例如8月初智利地震导致Codelco旗下El Teniente铜矿发生人员伤亡事故,9月初自由港旗下的Grasberg地下矿山的一个生产区域发生大规模湿性矿料涌出事故。包括嘉能可、英美资源等矿山在内的多家矿山下调年内铜精矿产量预期,虽有冶炼厂9—11月较大规模的检修,但加工费持续在-40美元/干吨的年内低水平徘徊。考虑到铜精矿供应限制以及国内“反内卷”政策推进,2025年铜精矿供应难言宽松,如果冶炼厂副产品价格走弱,有可能导致其减产并进一步降低全球铜精矿供应。

终端消费平稳

2025年国内线缆企业生产情况与往年存在一定的差异性。线缆企业在4月前后有明显的原料集中采购行

动,其他多数时候保持随用随采模式,因此线缆端口对铜需求的拉动作用相对有限,并未体现出明显的季节性特征。空调方面,以旧换新政策效果明显,一季度空调行业延续积极势头,产量较往年同期明显增加。2025年汽车行业产销乐观,新能源汽车产销高速增长。

总结

2025年为“十五五”开局之年,电力用铜需求预计平稳增长,空调行业需求有所下降。2025年新能源汽车产销将继续高速增长,汽车行业仍将为铜终端需求带来最有力的支撑。

综上所述,预计2025年铜价将呈现先扬后抑的震荡行情。

(作者单位:国元期货)

20号胶 上行动力不足

■ 陈栋

受东南亚产区不利天气影响,供应阶段性收缩预期增强,近期20号胶期货价格止跌企稳,主力2602合约回落至11850元/吨一线后小幅反弹。不过,目前国内轮胎消费疲软,需求端驱动不足,青岛保税区橡胶库存稳步回升。在基本面偏弱的背景下,预计后市20号胶期货上行动力不足。

供应收缩预期增强

供应方面,全球橡胶市场呈现“东南亚主导、非洲崛起”的新格局。天然橡胶生产国协会(ANRPC)发布的数据显示,东南亚作为传统主产区,2025年1—9月ANRPC成员国累计产量为816.70万吨,同比增长3.60%。目前仍处于割胶旺季,供应整体充足,但阶段性天气扰动会对供应造成一定的影响。数据显示,今年11月份,泰国南部

主产区遭遇洪涝灾害,当地割胶作业受到影响,同时越南部分产区也受降雨或降温影响,局部产出受阻。国内方面,云南南部产区已经停割,海南12月中旬也将逐步停止割胶,四季度国内供应收缩,对价格形成一定的支撑。非洲方面,近几年其橡胶产业快速崛起,科特迪瓦等产能大幅扩张,为全球市场带来了供应增量。

国内需求偏弱

目前国内橡胶市场下游呈现“内强外弱、结构分化”的特征。需求方面,作为20号胶的消费主力,近期轮胎企业产能利用率有所回升。数据显示,截至12月5日当周,我国半钢胎企业产能利用率为68.33%,环比小幅增长2.33个百分点,同比大幅下降10.59个百分点。同期国内全钢胎企业产能利用率为64%,环比小幅增长1.25个百分点,同比小幅增长4.87个百分点。

尽管国内汽车产销同比显著增长,但房地产、基建投资增速放缓,终端需求复苏乏力对20号胶市场的负面影响依然存在。海外市场表现疲软,10月国内轮胎出口量同比环比双降,11月欧盟对华新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎发起反补贴调查,叠加美国关税压力,出口导向型轮胎企业订单缩减,拖累20号胶外需表现。ANRPC发布的数据显示,2025年1—9月ANRPC成员国合计消费量为818.33万吨,同比减少2.28%。

库存水平是反映市场供需状况的关键指标。据隆众资讯统计,截至12月7日,青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量为48.87万吨,环比大幅增长8.72%。其中,保税区库存为7.39万吨,环比大幅增长9%;一般贸易库存为41.48万吨,环比大幅增长8.67%。橡胶库存持续回升凸显基本面偏弱的现状。

值得注意的是,上期能源将20号

胶替代品纳入实物交割范围,成为影响价格走势的关键政策变量。这一规则调整最核心的影响在于交割供给端大幅扩容,将可交割资源从传统东南亚胶扩展至非洲胶,有效缓解了此前交割仓单阶段性短缺的问题,降低了交割溢价与基差波动幅度。非洲胶纳入交割后,20号胶期货定价中枢向全球低成本产能靠拢。长期来看,这一调整将重塑市场价格定价逻辑,使价格波动率下降,同时催生跨区域套利机会。贸易商可通过“非洲胶进口+期货交割”模式锁定利润,推动期货价格向合理估值回归。

总结

综合来看,20号胶期货基本面呈现“供应扰动频发、需求乏力、库存回升”的特征,叠加交割规则调整带来的长期供给扩容压力,后市价格继续上行的空间有限。预计后市20号胶期货价格维持震荡格局。

(作者单位:宝城期货)

玻璃 库存压力较大

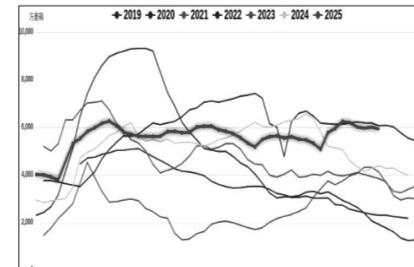
■ 孙鸣

近期,玻璃现货价格走势相对稳定,国内多数地区产销率持续在100%一线运行,生产企业库存缓慢累积,市场供应压力小幅增加。长期来看,玻璃总体供需格局仍偏宽松,价格或维持下跌趋势。

供应方面,根据卓创资讯数据,当全国浮法玻璃生产线共计284条,在产216条,日熔量共计154555吨,较上期减少1600吨,当前行业产能利用率为79.41%。12月产线冷修预期逐渐升温,短期供应压力将下降,进而推动期货价格上涨。此外,湖北地区部分产线意外

冷修引发市场对供应持续收缩的担忧,空头阶段性离场,期货价格快速反弹。

需求方面,从机构调研结果来看,下游多家加工厂表示今年需求总体偏弱;玻璃订单下降,工程订单较少,家装订单和出口订单表现尚可,总量下降。整体来看,今年下游经营相对困难,仅大企业保持微薄的利润,多数企业处于亏损状态。当前房地产市场表现不佳,新开工面积、施工面积、竣工面积等数据下滑直接导致玻璃需求疲软。尽管有城市更新、保交楼等政策预期,但政策传导仍需要时间,短期内难以对玻璃需求产生实质性的拉动作用,市场对玻璃的需求前景仍持谨慎态度。



图为全国浮法玻璃厂内库存
库存方面,高库存一直是阻碍玻璃期货价格企稳反弹的关键因素之一。数据显示,全国浮法玻璃厂内库存处于近年同期高位,显著高于去年同期,主产区中游库存同样偏高。因此,在需求

没有明显改善的情况下,即便国内整体供应有所降低,巨大的库存压力仍将压制玻璃价格。

综上所述,虽然短期供应收缩预期多玻璃价格,但未来市场整体供需格局仍偏宽松,价格上行空间依然受到限制。中长期需关注两大关键变量:一是房地产竣工数据能否企稳回升,这是需求改善的核心信号;二是产能出清速度,若行业亏损持续扩大推动更多产线冷修,供需格局有望迎来根本性转变。在此之前,玻璃期货价格大概率维持“区间震荡、重心下移”的弱势格局。

(作者单位:齐盛期货)

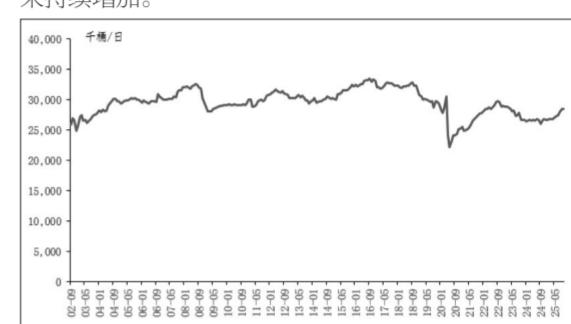
原油 供应过剩格局难改

■ 苏妙达

近期,国际油价以偏弱震荡运行为主。

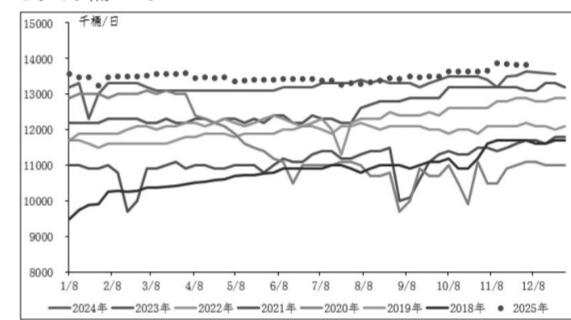
宏观层面,11月下旬,俄罗斯副总理诺瓦克表示,美国及西方最新实施的制裁并未对俄罗斯的石油产量造成影响,加上俄乌和谈出现积极进展,原油风险溢价有所回落。

供应方面,11月2日,沙特、俄罗斯等8个OPEC+产油国表示,计划在2025年12月继续增产13.7万桶/日,明年第一季度暂停增产。11月30日,上述产油国重申明年一季度暂停增产,四季度原油市场的供应压力有所增加,明年一季度的供应压力则有所下降。目前,中东地区发电需求下降,原油出口量自9月份以来持续增加。



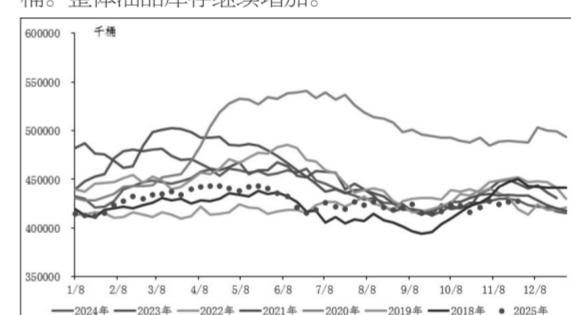
图为OPEC+产油国原油产量

非OPEC+产油国方面,近期美国原油产量屡创新高,截至11月28日当周,产量处于1381.5万桶/日的历史高位附近,同比增加30.2万桶/日。美国能源信息署(EIA)短期能源展望报告将2025年四季度美国原油产量上调4万桶/日,至1386万桶/日。巴西、圭亚那等产油国均有新的原油项目提前投产,EIA短期能源展望报告将2025年四季度非OPEC+产油国的石油供应上调5万桶/日。

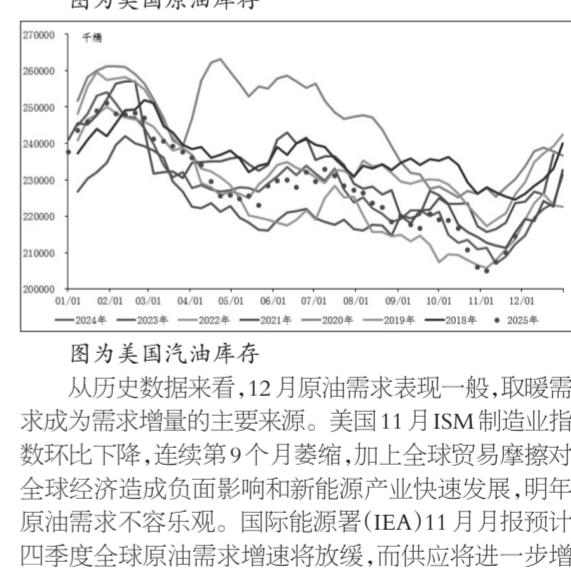


图为美国原油产量

库存方面,根据EIA数据,截至11月28日当周,美国原油库存增加57.4万桶,较过去五年均值下降3.47%,预期为减少82.1万桶;汽油库存增加451.8万桶,预期为增加146.8万桶;精炼油库存增加205.9万桶,预期为增加70.7万桶;库欣原油库存减少45.7万桶。整体油品库存继续增加。



图为美国原油库存



图为美国汽油库存

从历史数据来看,12月原油需求表现一般,取暖需求成为需求增量的主要来源。

美国11月ISM制造业指数环比下降,连续第9个月萎缩,加上全球贸易摩擦对全球经济造成负面影响和新能源产业快速发展,明年原油需求不容乐观。

国际能源署(IEA)11月月报预计四季度全球原油需求增速将放缓,而供应将进一步增加,连续6个月上调对明年全球原油供应过剩的预期。

10月下旬,美国财政部将俄罗斯国有石油巨头Rosneft和卢克石油公司列入黑名单,所有由这两家公司直接或间接拥有50%或以上股权的实体均被冻结。这两家公司合计出口石油220万桶/日,约占俄罗斯石油出口总量的一半。这是特朗普自2025年1月以来对俄罗斯实施的首次直接制裁。目前,虽然俄罗斯原油生产未受到影响,但包括巴特拉石油、印度斯坦石油、信实工业、斯米塔尔能源在内的印度多家石油公司暂停购买俄罗斯12月交付的石油。上述石油公司共进口了印度约三分之二的俄罗斯原油。土耳其主要炼厂Socar与Tupra开始寻找非俄来源的中质原油。显然,美国此次制裁力度较大,不过俄罗斯后续仍有可能通过影子船队、转口贸易、扩大折扣力度等方式来减少制裁的影响。

整体来看,受俄乌和平协议短期难以达成、美国与委内瑞拉军事对峙升级、里海管道联盟遭到乌克兰无人机袭击、乌克兰无人机袭击俄罗斯油轮、美国石油钻井平台数量大幅减少、美联储降息预期升温等因素影响,原油供应过剩担忧一度有所缓解。不过,欧美成品油裂解价差持续回落,美联储12月大概率降息,市场仍担忧原油需求走弱。随着美国石油钻井平台数量逐渐回升,OPEC+持续增产,中东地区原油出口增加,全球原油浮仓库存持续增加,里海管道联盟恢复正常生产,明年原油市场供应过剩格局难以出现根本性改变。

(作者单位:冠通期货)