中金财富期货策略周报（2025 年第 17 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

liushen@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

yuruiguang@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@cicc.com.cn

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：4 月份的经济数据显示，价格拖累依然突出，数量因素成为企业单月利润继续改善的原因。前期受关税政策扰动短暂积压的订单需求，或在 5-6 月豁免期内集中释放、出货，对应带来出口韧性以及企业营收和盈利的加速释放。豁免期结束后，经贸谈判形势不确定性仍大、可预测性较差，有继续反复的可能。对于工业品，由于需求改善有限，因此宏观端对价格的提振同样有限。

股指期货：6 月或偏向防御风格。当前政策整体以稳为主，经济现实或经济预期短期偏向“强”的可能性相对较低，而当前市场点位接近 4 月初水平，海外扰动不确定性仍在，预计 6 月份市场交易热度可能也不会太高。五维行业比较框架视角下，预计市场风格将偏向防御与低估值板块，指数走势较为震荡。

铜：矿端偏紧趋势延续，尽管加工利润承压，但副产品硫酸价格较高，一定程度上抵消了部分铜精矿加工亏损，尚未触发冶炼主动减产。5 月下游新增订单平淡，线缆企业开工率回落，以逢低刚需采购为主。需求转入淡季，下游承接力度不强，但铜矿冶炼端偏紧，刚果铜矿停产加剧了供应端的扰动，多空博弈下，铜盘面窄幅波动，预计铜市高位震荡为主。

锌：TC 稳中向好，炼厂生产积极性较高，部分检修安排后移至 5 月中下旬，5 月月产维持在 55 万吨左右。镀锌库存去化缓慢，随着房地产的低迷，建筑用锌需求低迷，同时出口窗口接近尾声。伴随着端午假期逼近以及传统的消费淡季，需求端较为疲软。短期内预计锌价将保持偏弱震荡，长期看跌为主。

钢材：上周钢价跌破 2020 年以来新低，弱现实与弱预期共振下，市场悲观情绪持续释放。当前仍处于房地产下行的大周期，终端实际需求疲弱，作为地产链核心品种的钢材受到显著拖累。同时，原料价格持续下行带动钢铁成本结构坍塌，钢厂盈利情况有所改善，产量并未收缩，供应端依旧强势。在供需双弱与政策预期缺乏明确支撑的背景下，我们认为钢价尚未见底，维持偏空判断。

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

橡胶：我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，现在这一大级别走势的拐点已经悄然到来。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情。虽然距离 2011 年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实，今后不宜再作为空配品种看待。

油脂油料：2025 年美豆良好开局有助于降低减产风险，但美豆生长关键期的天气炒作风险犹存，天气买盘在一定程度上提升 CBOT 大豆市场的抗跌性。各方围绕美国总统发起的对等关税政策展开激烈博弈，引发美元和原油等市场剧烈波动，包括美豆在内的商品市场情绪仍处不稳定期。国内油厂开工率持续回升，大豆周度压榨量已提升至 220 万吨之上，供给压力下豆粕现货仍未止跌。持续走弱的基差为远期豆粕市场提供抗跌支撑。三季度进口大豆订单量不足，为豆粕期货市场震荡回升带来支撑。豆粕和菜粕市场保持强势联动，技术买盘活跃，整体表现强于美豆。马来西亚棕榈油因出口强劲而止跌回升，但国内豆油因库存压力而反弹乏力，油脂板块整体保持震荡局面的同时也在加剧内部分化。豆一期货市场本周连续回落，进口大豆供给宽松叠加食品豆供给过剩，技术抛压有望继续释放。

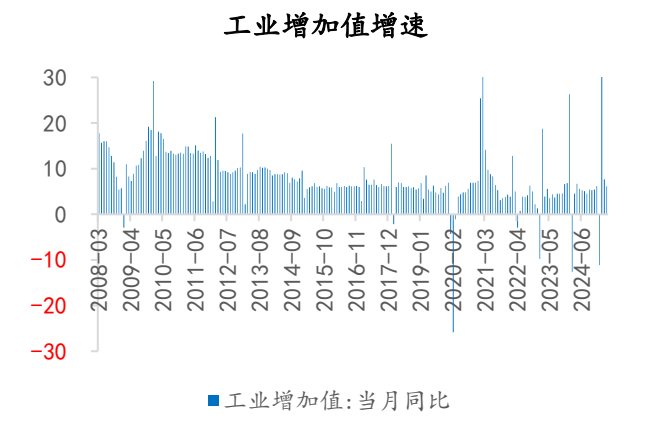
目录

周度策略：关税扰动仍没有停止迹象 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 5 月出口怎么样？ ..... - 7 -
央行持续呵护，资金面平稳跨月 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 10 -
锌 ..... - 12 -
1 锌：影响因素 ..... - 12 -
2 总结 ..... - 12 -
钢材 ..... - 14 -
1 美关税与司法审查 ..... - 14 -
2 成本支撑减弱 ..... - 14 -
3 铁水产量回落 需求边际改善 ..... - 15 -
4 小结 ..... - 15 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 增产策略一石三鸟 ..... - 18 -
2 产量框架长期存续 ..... - 18 -
3 特朗普搞砸页岩油 ..... - 18 -
4 全球需求预期放缓 ..... - 19 -
5 高盛唱衰后市表现 ..... - 19 -
6 价值重估风高浪险 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 供需矛盾贯穿全年 ..... - 22 -
2 全球产区开割顺利 ..... - 22 -
3 国内供应高峰兑现 ..... - 22 -
4 需求预期急转直下 ..... - 23 -
5 丁二烯拖累合成胶 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：降雨可能放缓美豆种植节奏，国内豆粕市场探底回升 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -

2 国内豆类市场分析 ..... - 27 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

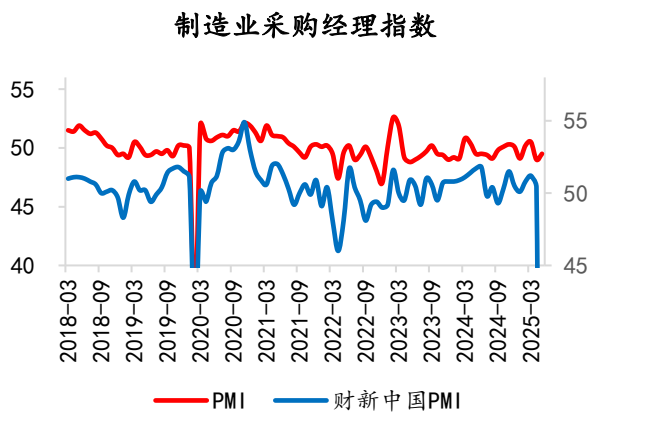
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



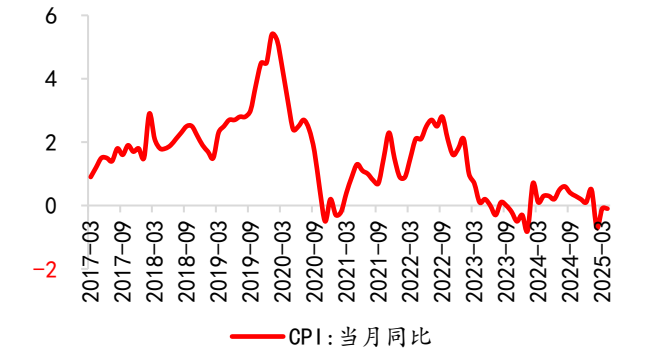
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



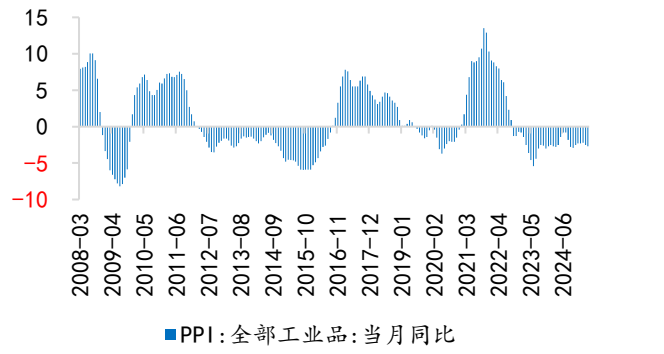
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



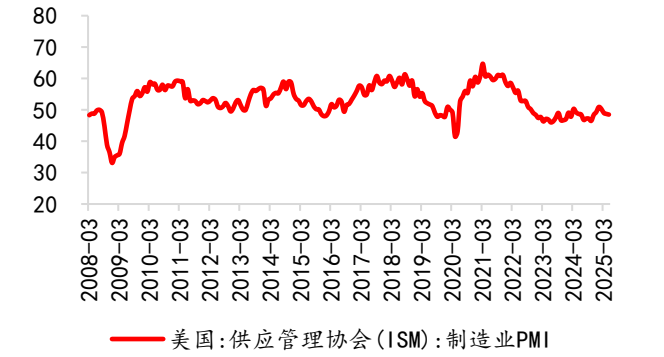
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



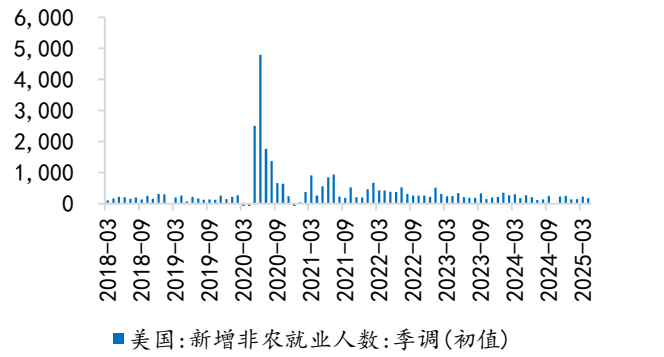
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：关税扰动仍没有停止迹象

5 月 29 日，美国法院与特朗普政府在关税问题上出现分歧，联邦法院裁定总统特朗普越权，阻止“解放日”所有关税政策生效，全球市场风险偏好大幅提升。但是在 30 日，美国上诉法院恢复实施关税政策，给特朗普政府带来喘息空间，关税问题的复杂性，可见一斑。

工业企业利润修复的主要原因？

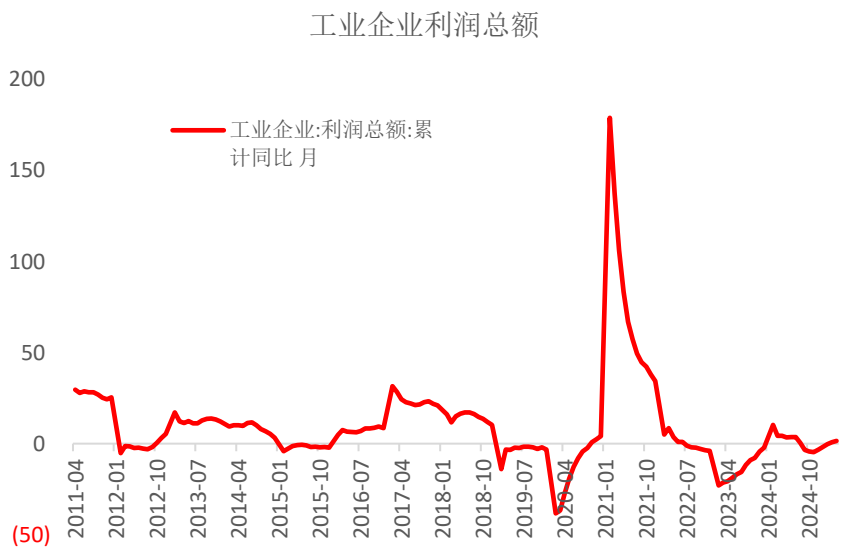
4 月当月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增速为 3%，保持继续修复态势，较前值回升 0.4 个百分点；1-4 月，全国规模以上工业企业实现利润总额累计同比增速为 1.4%，较前值上涨 0.6 个百分点。

从量、价、利润率分析，量价疲弱背景下，利润率改善成为利润修复核心驱动力，而利润率改善主要来自于企业销售费用和财务费用下降，一方面是央行着力推动降低全社会综合融资成本，社会广谱利率下行，企业财务费用同比下降；另一方面，或是受益于降低全社会物流成本专项行动，企业物流成本有所下降，进而推动企业销售费用降低。

利润改善并未带动企业增产，去库特点较为明显。自去年 12 月开始，工业企业利润持续改善，但并未带来企业增产补库，目前仍呈现被动去库特点。1-4 月工业企业产成品库存同比增速为 3.9%，较前值下降 0.3 个百分点，与此同时，PPI 同比增速跌幅进一步扩大，1-4 月 PPI 累计同比增速为-2.4%，较前值下降 0.1 个百分点。因此可以理解，工业企业利润延续修复，但企业并未增产以增厚绝对收益，背后或是外部冲击加大，市场主体情绪偏谨慎，有效需求不足问题进一步显现。

短期市场微观主体采取谨慎策略，企业生产或呈现订单驱动的特点，短期生产、投资和消费或趋于收缩。5 月经济高频数据显示，PPI 同比增速跌幅进一步扩大，指向短期稳增长政策效果尚不足以完全对冲外部冲击影响，有效需求不足或有所加剧。

图表 1：工业企业利润：同比



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美国关税问题依然复杂

5 月 28 日，美国国际贸易法院(CIT)裁定暂停特朗普政府 4 月 2 日宣布的一揽子加征关税政策，但是 5 月 29 日，美国上诉法院恢复实施关税政策，给特朗普政府带来喘息空间。

但这一临时胜利并未消除特朗普团队的担忧。报道称白宫已在考虑启动一项前所未有的两步走策略，确保其关税政策在任何法律障碍下都能继续推行。

特朗普团队考虑的“B 计划”分两步走：

首先，政府可能会利用 1974 年《贸易法》第 122 条款，一个从未被启用过的条款——作为临时措施，该条款允许对全球经济体征收最高 15%的关税，期限为 150 天，以解决与其他国家的贸易不平衡问题；

其次，在这 150 天的时间内，特朗普政府将根据同一法律的另一条款（第 301 条）为每个主要贸易伙伴量身定制个别关税，该条款用于反制美国认为“不公平”的外国贸易行为。

美国贸易与制造业高级顾问纳瓦罗在接受采访时似乎也暗示了这一计划，称团队正在考虑第 122 条款和第 301 条款的双轨方案，甚至暗示政府可能使用 1930 年《斯姆特-霍利关税法》，该法允许对歧视美国的国家征收关税，或扩大出于国家安全考虑征收的关税范围。

因此，后续的情形可能是，特朗普政府会更改关税策略，但不是放弃大规模征收，这也意味着短期不确定性退坡后，关税对美国的负面冲击缩小并延后，但并非不复存在。短期来看，判决对美元资产和美国经济预期都将有提振，但是不能完全扭转市场的预期。

部分工业品可能迈入超跌行情

4 月份的经济数据显示，价格拖累依然突出，数量因素成为企业单月利润继续改善的原因。前期受关税政策扰动短暂积压的订单需求，或在 5-6 月豁免期内集中释放、出货，对应带来出口韧性以及企业营收和盈利的加速释放。豁免期结束后，经贸谈判形势不确定性仍大、可预测性较差，有继续反复的可能。对于工业品，由于需求改善有限，因此宏观端对价格的提振同样有限。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	5 月 30 日	美联储会议纪要：不确定性更高适合谨慎降息	几乎全员提及通胀风险，重申恐有“艰难取舍”	关税政策不确定性增加，美联储重申需“谨慎态度”
	5 月 28 日	稳外贸促投资 PSL 或重启扩张	政策性金融机构或推出类似出口买方信贷的新型政策性金融工具，定向支持外贸企业，缓解外部需求波动冲击	稳增长政策仍将陆续出台
数据	5 月 27 日	4 月工业增加值当月同比 6.10%	1-4 月全国规模以上工业企业实现同比增长 1.4%	企业盈利状况仍面临不确定性
	5 月 27 日	5 年期美债拍卖亮眼	海外需求创历史最高	美债销售情况好转
事件	5 月 30 日	美国上诉法院恢复实施关税政策	给特朗普政府带来喘息空间	特朗普可能会采取 B 计划

资料来源：中金财富期货研究所

2 5 月出口怎么样？

5.12 中美关税谈判已近三周，基于“全球贸易、中国出口”两大维度的高频数据，近期出口改善明显、主要变化如下：1）全球贸易：全球和美国的集装箱预定量均同比小幅下降，但环比 4 月均明显改善；2）中国出口：中国至美国航线集装箱预定量等中国对美出口高频数据大幅改善，5 月越南港口到港、离港船舶数量创历史最高，指向“抢出口”、“抢转口”逻辑继续演绎，预计 5 月我国出口有望维持 5%左右的偏高增速；近期汽车、纺织等行业开工率有所回落，预示关税已影响工业开工；产品价格平稳、可能尚未反映关税。此外，近半月其他高频数据“喜忧并存、忧大于喜”：喜在，30 大中城市新房销售环比改善、强于季节规律，同比降幅收窄、但绝对值仍在低位；人员流动延续高增等；忧在，价格数据仍然几乎全线回落，指向 5 月物价压力可能进一步加剧；18 城二手房销售明显走弱等。往后看，继续提示：最新关税有望明显减轻二季度经济压力，但对我国全年出口和经济的拖累仍大，叠加国内地产再弱，指向仍需政策加紧发力、不宜“等到花儿枯萎了再浇水”。短期紧盯：美国与中国、欧盟的关税谈判；中国出口、地产的实际走势。

央行持续呵护，资金面平稳跨月

6 月 3-6 日，资金面利好因素偏多，隔夜利率或将进一步回落至 1.4%-1.5%水平。一方面，5 月末财政支出，或对 6 月初的流动性形成支撑。在此背景下，月初资金利率通常下行，2021-24 年跨月前后一周，R001 周均值下行幅度在 1-9bp 区间；R007 同样走低，降幅均超 10bp。另一方面，跨月后，政府债净缴款规模降至千亿元以下，为 782 亿元（节前一周为 3531 亿元），对资金面的扰动相对有限。

不利因素在于，跨月周大额投放的逆回购到期后，将形成较大的资金缺口。下周（6 月 3-6 日）资金面将再度迎来 1.6 万亿元+的逆回购到期。或与今年 5 月初情形相似，当时同样面临 1.6 万亿元的逆回购到期，而央行选择适度加大投放规模，累计投放 8361 亿元，资金面如期转松。考虑到当前“宽货币”基调未变，预计 6 月初将继续通过适当加大公开市场操作力度来对冲到期压力，或无需担忧。

4 宏观策略

4 月份的经济数据显示，价格拖累依然突出，数量因素成为企业单月利润继续改善的原因。前期受关税政策扰动短暂积压的订单需求，或在 5-6 月豁免期内集中释放、出货，对应带来出口韧性以及企业营收和盈利的加速释放。豁免期结束后，经贸谈判形势不确定性仍大、可预测性较差，有继续反复的可能。对于工业品，由于需求改善有限，因此宏观端对价格的提振同样有限。

5 股指期货市场分析

两市冲高回落

上周市场延续回落，沪深 300 周-1.08%，上证 50 周-1.22%，中证 500 周+0.32%，中证 1000 周+0.62%，指数震荡分化，蓝筹指数相对较弱。

5/7 以来市场维持窄幅波动，上证指数围绕 3300-3400 点区间震荡。当前投资者的关注重心已经转向了后续可能打破当下震荡区间的因素，目前市场上普遍的共识有两个：第一个因素是中美贸易谈判，我们认为中美在短期内很难达成正式的贸易协议；第二个因素是政策的节奏，我们认为需要等待下半年政策的进一步加码，更大力度的刺激及创新型工具的推出可能要等待 7 月政治局会议。除此之外，我们认为还有两个因素，一是需要关注地产的止跌回稳，二是需要关注“十五五”规划相关的产业政策影响。

指数有望延续震荡

交易情绪依然处于低点、市场配置指标有所改善、资产联动指标依然位于极值位置。我们将 4 大类指标展开进行分析，最新监测结论如下表所示：

1）资产联动指标中股债相关指标显示，目前股票相对债券的配置价值在长周期上仍处高位，ERP 处于 1 倍标准差之上；市场配置指标方面，目前全 A 指数 PE 估值为 18.9，大部分宽基指数 PE 估值历史分位数位于 50%以下及附近水平，创业板指 PE 估值历史分位数低于 10%，估值相对偏低，估值分化程度较上月小幅减小。

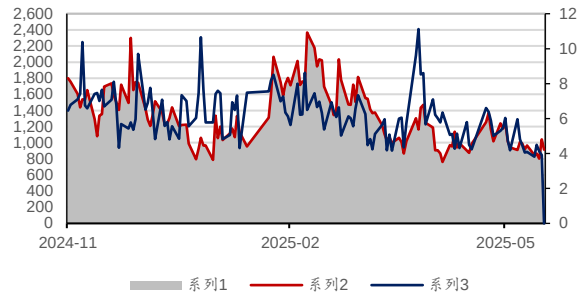
2）市场交易/情绪指标方面，换手率、成交额占前高比例等持续下滑，表明市场交易热度依然处于降温状态，行业趋势指标较上月未有明显变化，而个股趋势指标表明 50 周均线上方的个股比例较上月有所下滑。

3）投资者行为方面，回购规模较上月再次大幅上升，而产业资本减持规模大幅走阔，主体资金流较上月小幅回落，其中港股国际中介和新成立基金份额较上月相比出现下滑迹象。

综上来看，5 月交易类指标环比持续下滑，表明市场交易情绪依然处于阶段性低位，同时资产

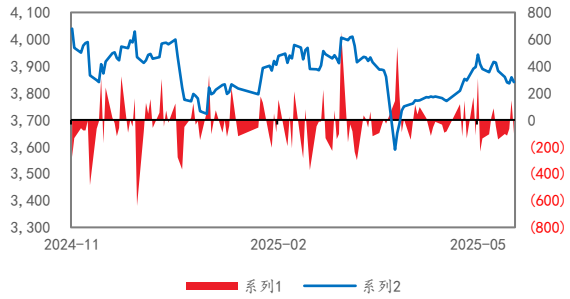
联动指标、市场配置指标指向市场向上的潜在空间依然较大，另外在投资者行为方面，回购规模环比持续大幅上升，产业资本净减持幅度则大幅走阔，资金主体指标整体出现小幅回落迹象。

图表 8：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



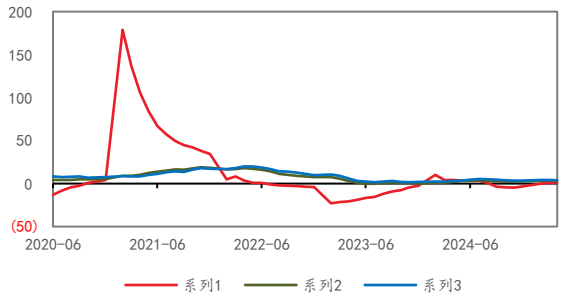
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

海外矿端供应偏紧

近年来全球铜矿扰动频发，对有效供给形成约束。近年来，全球铜矿供给扰动率约为原定产量目标的 5%，背后反映出的是近年来前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。一系列因素将在中长期内影响矿业开采，对有效供给形成约束。从各大矿企发布的 2024 年四季度铜矿产量报告和 2025 年铜产量指引来看，多个矿企下调 2025 年铜产量目标，2025 年的铜精矿供应更加严峻，全球铜精矿供需平衡缺口将更大。

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

全球原料趋紧格局缓解，供给端压力尚未实际体现

国内铜精矿供应依然很紧张，下半年长单谈判首次报出负加工费。5 月铜精矿现货市场延续 4 月弱势格局，加工费用继续承压在负值区域且不断降低。Mysteel 标准干净铜精矿加工费用指数为-42.4 至-44.25 美元/干吨，月均为-43 美元/干吨。贸易商看到铜精矿紧张前景而惜售，冶炼厂受成本制约接货意愿低，现货成交减少。 冶炼厂方面，加工费用长期处于负值区间，冶炼厂利润空间被大幅压缩，部分冶炼厂表示加工费用低于-40 美元/干吨的价格难以接受。铜冶炼加工费长单价格的大幅下滑。将进一步压缩国内铜冶炼厂利润，铜冶炼厂减产及矿端紧缺向电解铜传导的可能性也将增加。二季度国内计划检修的冶炼厂数量明显增加，4-6 月均有多家冶炼厂有检修计划。据 SMM 调研，4 月国内电解铜产量同比增加 14.27%至 112.57 万吨。1-4 月累计产量同比增加 41.51 万吨至 548.9 万吨。

特朗普关税政策加码 负面影响持续发酵

高铜价对下游需求有所抑制，中美关税缓和后，国内新增订单表现始终低于预期，淡季逐渐来临后续需求恐进一步转弱。SMM 铜线缆企业开工率为 82.34%，环比下降 1.05%。中小线缆企业依旧维持按需采买。目前需求端的担忧来自于光伏抢装潮过后的需求大幅回落。漆包线行业铜高价以及海外订单重新走弱，使得需求快速走弱，企业开工率下降。5 月家电外销排产受加征关税影响步入下行通道，仅空调内销排产保持较高增速，但内销市场的承接是否能达到预期仍存不确定性。整体而言，短期国内需求仍存在韧性，且随着关税的阶段性缓和，抢出口的需求仍然在延续。

2 结论

矿端偏紧趋势延续，尽管加工利润承压，但副产品硫酸价格较高，一定程度上抵消了部分铜精

矿加工亏损，尚未触发冶炼主动减产。5 月下游新增订单平淡，线缆企业开工率回落，以逢低刚需采购为主。需求转入淡季，下游承接力度不强，但铜矿冶炼端偏紧，刚果铜矿停产加剧了供应端的扰动，多空博弈下，铜盘面窄幅波动，预计铜市高位震荡为主。

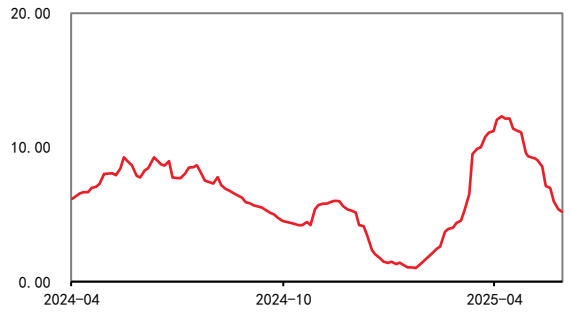
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



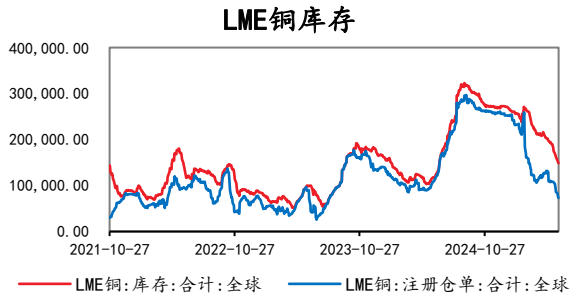
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



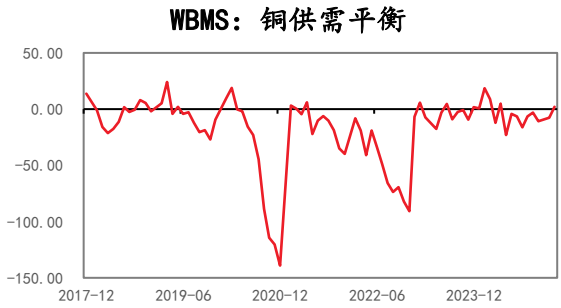
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



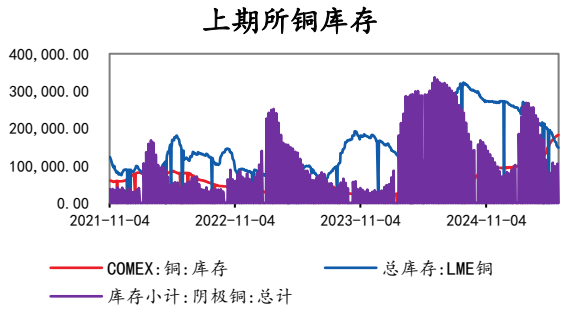
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



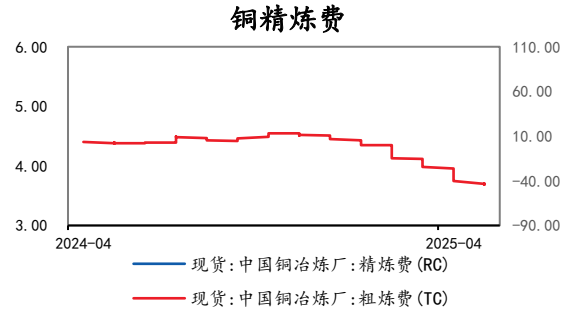
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

2025 年全球新增 65 万吨，同比增 5.5%

CRU 调研，3 月中旬 Boliden 公布了 Odda 冶炼厂的 15 万吨/年扩建计划，使其总产能达到 45 万吨/年。尽管今年欧洲的产能有所增加，但预计该地区的精炼产量将同比下降 1.4%。欧洲冶炼厂产量持续下降的主要原因是欧洲冶炼厂面临来自中国同行的竞争。国内前期因暴雨等因素减产矿企逐步恢复正常，部分矿山有新增减产。月内陕西某铅锌矿已复产发货销售；四川某铅锌矿企业 8 月暂停生产，月内暂无锌精矿供应，目前已恢复运行；云南某矿山锌精矿产量下降，暂无外售锌精矿，9 月预计难提产；吉林某矿山因附近修路导致运输受阻，暂未对外发货。全球锌矿项目复产+新增陆续贡献增量，2025 年全球矿山产出的稳定性会好于 2024 年。

根据海关数据，1-3 月中国累计进口锌矿 121.77 万吨，累计同比增加 36.64%，重新回升至与 2023 年相当的高位，这从流量数量层面反映了锌矿供给边际宽松。进口矿进口量回升的原因是多方面的，主要原因是海外矿企锌矿产量增加，次要原因是中国锌矿 TC 更低，对矿山而言销往中国更有利。

锌矿供给仍然充足，精炼锌月供应明显回升

国内锌矿供应边际宽松特征明显。从锌矿现货加工费上看，最新国产矿 TC 为 3500 元/吨，进口矿 TC 为 45 美元/吨，绝对价位不算高，但环比来看，国产矿加工费已从 2024 年三季度的历史低点累计上调了 2050 元/吨，进口矿累计上调了 85 美元/吨。无论是上调的幅度还是速度都非同寻常，从价格层面反映了锌矿供给边际宽松。

1-4 月份中国锌锭供应 210.55 万吨，虽然同比增长仅有 0.3%，但 2024 年 7 月份开始，锌锭的产量受原料供应问题已经降至 50 万吨以下，因此即使国内锌冶炼维持在 55 万吨/月左右，下半年将持续维持 10%的供给增长，供给预期压力依旧较大，后期将是考验消费持续性的阶段。

锌价下行，下游逢低补库

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

基建表现平淡，目前水利和交运的实物工作量仍不不及去年同期水平，市场寄予厚望的电力铁塔表现不及预期，5 月下游已较难接满订单，二季度中后期电力侧或较难再提供边际增量。

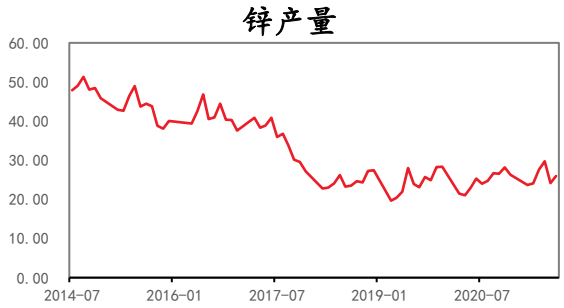
4 月，汽车产销分别完成 261.9 万辆和 259 万辆，环比分别下降 12.9%和 11.2%，同比分别增长 8.9%和 9.8%。 1-4 月，汽车产销分别完成 1017.5 万辆和 1006 万辆，同比分别增长 12.9%和 10.8%，产销增速较 1-3 月分别收窄 1.6 和 0.4 个百分点。前 4 个月产销量为历史上首次超过 1000 万辆。

2 总结

TC 稳中向好，炼厂生产积极性较高，部分检修安排后移至 5 月中下旬，5 月月产维持在 55 万吨左右。镀锌库存去化缓慢，随着房地产的低迷，建筑用锌需求低迷，同时出口窗口接近尾声。伴随着端午假期逼近以及传统的消费淡季，需求端较为疲软。短期内预计锌价将保持偏弱震荡，长期看跌为主。

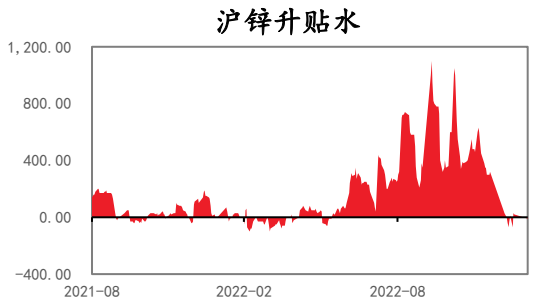
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



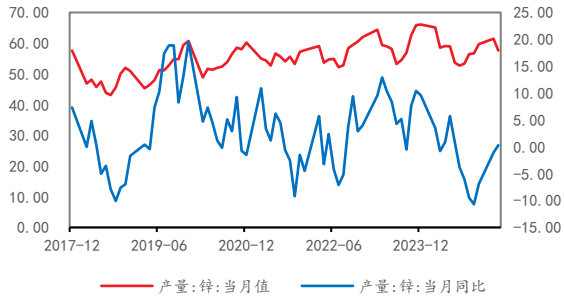
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



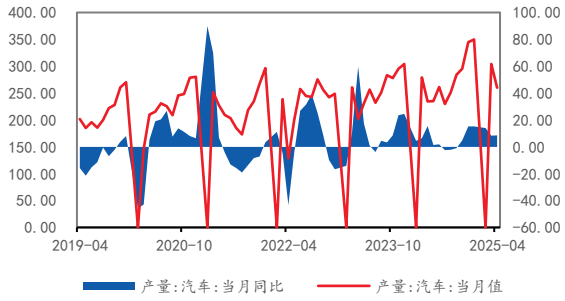
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 美关税与司法审查

近期，美国总统特朗普依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）宣布的一系列关税措施，在美国司法体系内引发了重大争议。核心事件包括：2025 年 5 月 28 日，美国国际贸易法院（CIT）裁定总统此举超越其法定权限，阻止了相关关税政策的生效。然而，仅在一天后的 5 月 29 日，美国联邦巡回上诉法院（CAFC）便批准了特朗普政府的紧急请求，暂缓执行国际贸易法院的禁令，使得这些关税得以在申诉期间继续征收。

特朗普政府上任后采取了一系列关税措施，其核心法律依据是《国际紧急经济权力法》（IEEPA）。这些措施主要包括 2025 年 4 月 2 日宣布的所谓“解放日”关税，以及更早前针对特定国家实施的关税。例如，25 年 2 月，特朗普政府援引 IEEPA 对加拿大、墨西哥和中国加征了关税。当时宣称的国家紧急状态理由是“非法移民和毒品跨境流动”。

《国际紧急经济权力法》(IEEPA)是什么？是 1977 年制定的一项美国联邦法律，授权总统在宣布国家紧急状态以应对全部或主要源自美国境外的、对美国国家安全、外交政策或经济构成“异常和特殊威胁”时，“管制”国际经济交易，包括进口。这使得美国总统可以绕开“制定税收（包关税）的权利属于国会”的宪法规则。

特朗普政府声称，美国“长期的贸易逆差”构成了国家紧急状态，以此作为在 IEEPA 框架下征收这些税款的理由。将长期存在（美国已连续 49 年存在贸易逆差）或性质不同的问题均定义为此类威胁，引发了对其是否符合该法案立法意图的质疑，即国家紧急状态声明是否已成为实现多样化政策目标的灵活工具。这也是原告挑战总统权力的一个核心论点。

美国国际贸易法院(CIT)是什么？是拥有处理源于美国海关和国际贸易法的民事诉讼的专门、全国性管辖权。其设立的主要目的是为贸易争端提供一个集中的司法审理场所，由九名法官组成，均由总统提名并经参议院同意后终身任职，并根据规定，来自同一政党的法官不得超过五名。5 月 28 日的 CIT 裁决，一个由三名法官（分别由特朗普总统、里根总统和奥巴马总统提名）组成的小组一致裁定，特朗普总统依据 IEEPA 实施的关税超越了其法定权限。

美国联邦巡回上诉法院(CAFC)是什么？在美国 13 个联邦巡回上诉法院中地位独特，它对特定主题领域拥有全国性管辖权，这些领域包括国际贸易（受理来自 CIT 的上诉）、专利、政府合同以及针对美国政府的某些索赔案件。对 CAFC 裁决的上诉可提交至美国最高法院。

CAFC 批准了特朗普政府提出的紧急请求，暂时中止了 CIT 发布的禁令。这意味着，尽管 CIT 已裁定这些 IEEPA 关税不合法，但在 CAFC 审理政府就 CIT 裁决提起的上诉期间，这些关税可以暂时继续征收。但需要注意，CAFC 的中止令是高风险诉讼中常见的程序性步骤，旨在在上诉审理期间维持现状，并且在现阶段并不表示 CAFC 同意政府关于关税合法性的观点。因此，尽管关税暂时恢复征收，但这只是一个临时的程序性决定，关于 IEEPA 范围的实质性法律斗争将由 CAFC 在全面上诉审理中决定。

实际上，鉴于此案涉及的法律问题的重要性，包括总统权力的范围、国会在贸易事务中的宪法角色以及《国际紧急经济权力法》（IEEPA）的解释等，外界普遍预计此案最终会提交至美国最高法院审理。这进一步表明了案件最终走向最高法院的可能性。

2 成本支撑减弱

自 2023 年 12 月以来，钢铁行业的成本端支撑显著减弱。焦炭价格累计跌幅已超过 50%，焦煤

价格更是下跌超过 70%。焦炭和焦煤价格的深度回调压缩了钢铁企业的边际生产成本，推动吨钢成本大幅下降。在此基础上，铁矿石价格自 2024 年 1 月高点以来也累计下跌约 30%，进一步削弱了成本支撑强度。综合来看，当前钢铁企业原材料采购成本已回落至近几年相对低位区间，为钢厂利润水平提供了显著缓冲。

然而，从需求端来看，钢铁行业整体仍面临结构性压力。房地产作为传统的用钢大户，其投资增速自 2022 年以来持续下滑，住宅新开工面积和土地购置面积均处于历史低位，建筑钢材需求持续走弱。制造业方面，部分出口导向型行业面临外部订单承压，内需消费亦恢复有限，拖累中板、冷轧等工业用钢品种的消费表现。

在成本大幅下行、终端需求疲弱的双重影响下，钢价重心不断下移，主流螺纹钢价格已多次跌破 3000 元/吨的心理关口。但由于原料成本的大幅回落，即使在当前价格水平下，多数钢厂仍可维持吨钢毛利在 100 元以上，部分品种在结构性机会下利润空间甚至更为可观。这种利润水平虽低于前几年高点，但对钢厂而言仍具吸引力，导致企业停产检修的积极性不高，主动减产动力不足。

开工率高企与需求疲软形成结构性错配，加剧了市场的供需矛盾，钢价易跌难涨。整体来看，钢铁行业当前正面临“低成本、高产量、弱需求”的阶段性特征，市场运行仍需警惕高供给压力下价格进一步探底的风险。

3 铁水产量回落 需求边际改善

上周全国高炉产能利用率回落，电炉产能利用率小幅下降。247 家钢厂高炉产能利用率为 90.7%，环比下降 0.6 个百分点，同比上升 2.2 个百分点；91 家电炉产能利用率为 54.3%，环比下降 0.2 个百分点，同比下降 2.2 个百分点。五大品种钢材周产量为 880.9 万吨，环比增长 1.0%，同比下降 1.7%。上周长流程产量继续回落，日均铁水产量减少 1.7 万吨至 241.9 万吨，钢材方面螺纹钢产量回落，热卷产量显著增加。

库存方面，五大品种钢材社会库存为 932.5 万吨，环比下降 2.9%，同比下降 27.7%；钢厂库存为 433.1 万吨，环比下降 1.1%，同比下降 7.7%；钢材总库存环比下降 2.4%，降幅较前一周扩大 0.1 个百分点，螺纹钢与热卷库存均有所去化。

五大品种钢材由产量与库存测算的周表观消费为 913.8 万吨，环比增长 1.0%，同比下降 3.8%。其中螺纹钢表观消费为 248.7 万吨，环比增长 0.6%，同比下降 10.6%。整体来看，上周钢材表需边际改善，螺纹钢消费小幅回升，热卷消费增幅较大；建筑钢材成交周均值为 10.2 万吨，环比增长 6.7%。

价格方面，上周钢材现货价格走弱，主流钢材品种即期毛利与前一周基本持平，247 家钢厂盈利率为 58.9%，环比回落 0.9 个百分点。

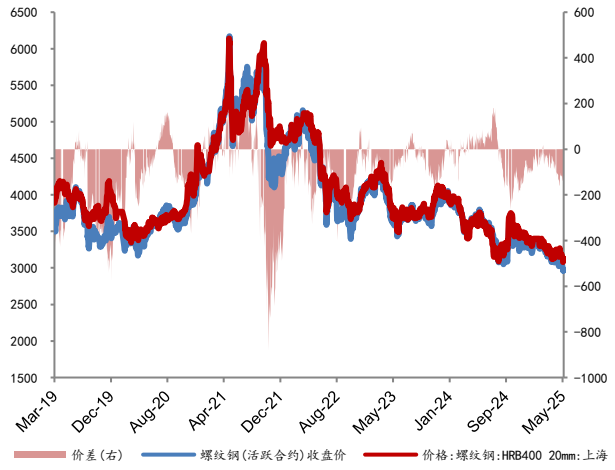
4 小结

上周钢价跌破 2020 年以来新低，弱现实与弱预期共振下，市场悲观情绪持续释放。当前仍处于房地产下行的大周期，终端实际需求疲弱，作为地产链核心品种的钢材受到显著拖累。同时，原料价格持续下行带动钢铁成本结构坍塌，钢厂盈利情况有所改善，产量并未收缩，供应端依

旧强势。在供需双弱与政策预期缺乏明确支撑的背景下，我们认为钢价尚未见底，维持偏空判断。

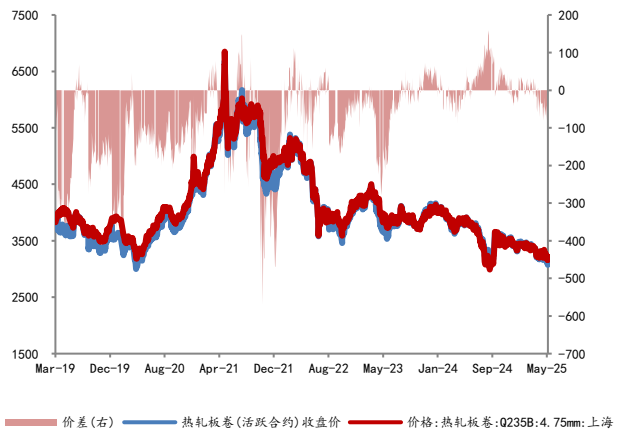
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



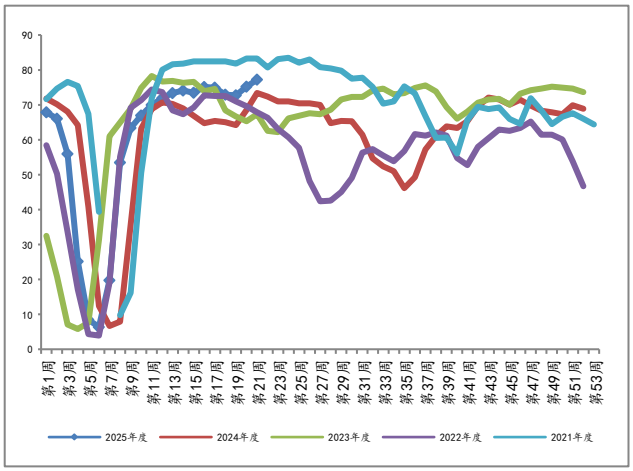
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



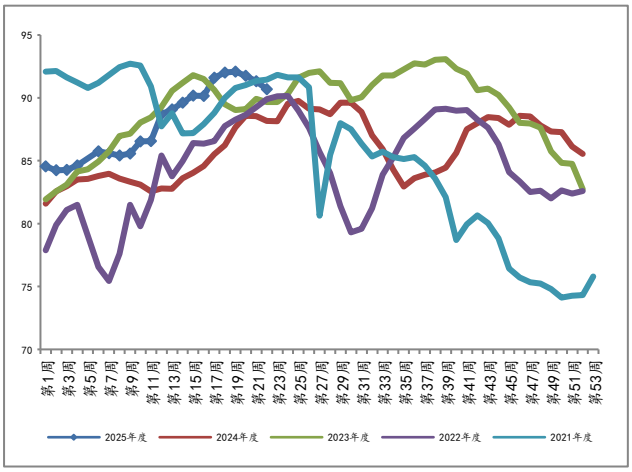
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



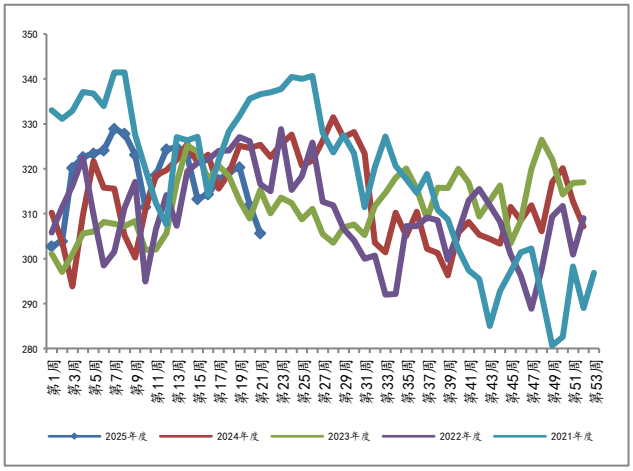
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



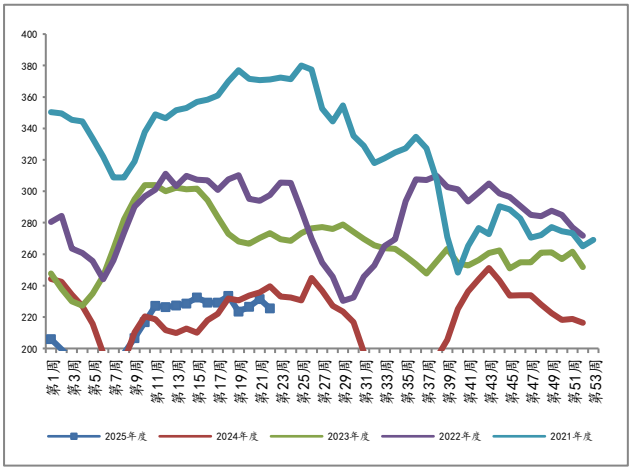
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



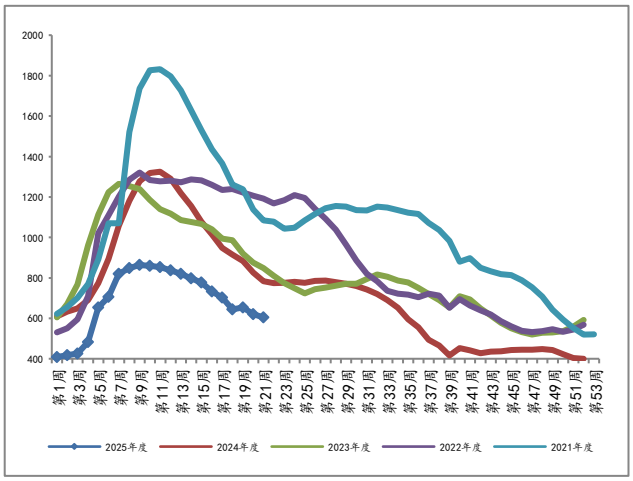
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



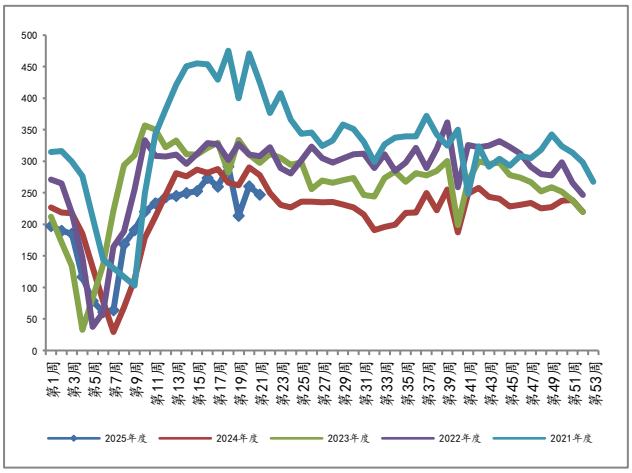
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 增产策略一石三鸟

OPEC+将在 5 月 31 日的系列会议上讨论下一步的原油政策，能源机构普遍预期，继 5 月和 6 月连续两次增产 41.1 万桶/日后，该组织将宣布在 7 月进行第三轮大规模增产，随后恢复到常规的逐月增产 13.5 万桶/日，并保持这一节奏至 2025 年底，于 2026 年初暂停增产。

业界分析，沙特全新主导的挤压竞争策略一石三鸟，最主要目的是夺回减产失去的市场份额。首先，沙特官方解释称，增产是对拒不遵守纪律的成员国进行惩戒，如哈萨克斯坦在 4 月超额生产原油约 40 万桶/日，纵容此类行为将威胁到 OPEC+协议框架存续。其次，随着北半球夏季气温升高，北美地区开启每年的驾车出行旺季，中东地区亦进入燃料油发电高峰期，此时增产顺应能源消费的季节性增长，或者说面临的累库压力最小。最后关键在于，这一策略可能将国际油价压制在 60 美元/桶以下，根据达拉斯联储调查显示，目前美国页岩油行业新钻井至少需要 61 美元/桶的价格才能盈利，OPEC+增产给页岩油商的计划制造不确定性。

不过从历史上看，2014 和 2020 年沙特发动的两次原油价格战，对其自身财政平衡压力较大；另外美国页岩油的盈亏平衡位置较高，也让沙特缺乏进一步压低油价的动机。因而我们初步猜测，本轮 OPEC+可能会将原油产量恢复到 2023 年 11 月减产前的水平，当前的增产节奏或难以长时间维系。

2 产量框架长期存续

根据 OPEC+会议最新声明，该组织基本确认了今明两年的原油产量配额，八个关键成员国将进一步决定 7 月增产的具体规模。

如我们上文论述，多重因素支持 OPEC+继续进行增产，包括惩戒不守纪律的成员国，满足夏季燃油发电需求，满足美国总统特朗普的要求，同页岩油争夺市场份额等。外界普遍预期，八大产油国的目标是逐步退出自 2023 年以来的自愿减产，目前这 220 万桶/日的额度已经恢复过半，三季度增产趋势几无悬念，如果继续维持较快的增产节奏，推测或将在 10 月前完成。除自愿减产之外的契约减产配额，依据现行版本协议规定，将保持有效至 2026 年底。

与以往不同的是，OPEC+在重申维持原油市场稳定的承诺同时，本次引入了产量基线的机制，评估最大可持续生产能力（maximum sustainable production capacity），旨在为 2027 年以后的闲置产能释放和产量额度分配提供政策依据。无论如何，OPEC+主动退出限产将极大放松供需关系，令全球原油库存回升高于预期，如果经济数据和能源需求没有显著改善，国际油价将不具备趋势性上涨条件。

3 特朗普搞砸页岩油

在过剩矛盾的沉重压制下，北美基准原油 WTI 价格已经低于美国页岩油行业盈亏平衡线，各大油田运营商开始陷入泥潭，尤其是规模以下企业艰难挣扎。

秉持上一任期的主张，特朗普继任不过百日便将关税壁垒和油气开发推向高潮，然而不幸的是，

这两项政策对美国本土原油生产造成了混合双打。《华尔街日报》指出，美国石油和天然气行业遭受重创，主要原因是特朗普当局在贸易问题上反复无常。鉴于原油需求和宏观经济高度绑定，美国滥施关税将对油价构成长期重大利空，如果这种状况持续并引发经济衰退，那么美国页岩油行业或将毫无增长前景。在扼杀需求的同时，特朗普还大力推动本土油气钻探，并对沙特等原油输出国施压以迫使其增产。恰恰相反的是，美国产油商希望特朗普说服 OPEC 重新减产，并为油价设定下限。

作为传统化石能源的铁杆拥趸，特朗普却再次将美国原油行业置于险境，这也和上一任期如出一辙。回顾 2020 年特朗普任内，美国众多页岩油企业面临破产危机，但凭借技术革命将完全成本降至 36 美元以下，并在随后三年的高油价红利中复苏。然而，经过拜登任期内的高通胀和激进加息，美国社会生产生活综合成本极大抬升，现如今页岩油商完全成本水涨船高至 61 美元以上，当沙特阿美表示愿意接受油价长期低迷的代价，他们便只能自求多福了。

4 全球需求预期放缓

中美发布经贸会谈联合声明后，稳住了市场信心和油价颓势，但国际局势高度不确定的背景下，全球经济和能源需求预期低迷，原油底层逻辑仍未得到修复，多因素复杂博弈正在重塑市场格局。

根据国际能源署（IEA）最新月报，预计 2025 年全球原油供应增量将远超需求增量，这也是绝大多数研究机构的主流看法。具体地，IEA 将 2025 年全球供应增长预期大幅上调 38 万桶/日至 160 万桶/日，主要原因是沙特从坚持减产转向加速增产；IEA 将 2025 年全球原油需求增长预期从 103 万桶/日大幅下调至 73 万桶/日，将 2026 年全球原油需求增速进一步下调至 69 万桶/日，理由是全球经济衰退导致油品消费放缓。类似地，OPEC 将 2025 年全球原油需求增长预测从 145 万桶/日下调到 130 万桶/日，该组织站在卖方立场更偏乐观，但不得不承认需求前景正在劣化。

目前，美国虽然与中国、英国初步达成一致，但又随即转向欧盟发难，所谓的对等关税已经对全球化贸易格局造成不可逆影响，如果特朗普当局最终未能悬崖勒马，原油市场将迅速从脆弱平衡转向严重过剩，需要警惕更多非理性交易行为的涌现。

5 高盛唱衰后市表现

华尔街投行机构普遍不看好年内原油市场表现，以高盛为代表的观点认为，2025-2026 年国际原油价格将比当前所处位置更为低迷且走势持续疲弱。

自 2025 年以来，国际基准 Brent 原油及北美基准 WTI 原油累计跌幅达 10%左右，形成了双主线空头逻辑的共振效应。一方面，OPEC+联盟开始退出自愿减产协议，并迅速启动超预期增产计划，加剧了原油供应过剩的矛盾；另一方面，美国特朗普当局对各大经济体加征关税并引发反制措施，导致国际贸易争端激化和全球经济衰退风险，本已放缓的能源需求前景更加堪忧。

近年来，高盛长期扮演着原油多头旗手的角色，而今年摇身一变成为大空头，在若干报告中不断下调油价预期。援引高盛最新预测，在 2025 年剩余时间内，Brent 原油均价将为 60 美元/桶，WTI 原油均价将为 56 美元/桶；到 2026 年 Brent 原油均价进一步降至 55 美元/桶，WTI 原

油均价低至 51 美元/桶。大摩、小摩和美银等华尔街金融巨头看法和高盛基本一致，预测今明两年原油市场将出现显著的系统性供需失衡，对原油期货构成沉重的下行压力。

6 价值重估风高浪险

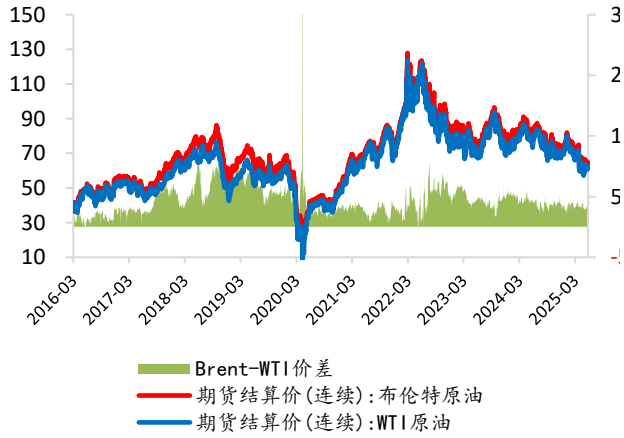
“2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，国际油价重心将在这一过程中大幅下移”，我们此前观点不幸一语成谶。随着前期利空因素阶段性出尽，国际原油止跌企稳后震荡整理，Brent 基准价格在大约 60-70 美元/桶区间附近波动。

现阶段原油市场存在双重主线逻辑：一是美国特朗普当局一手策动的关税战，二是 OPEC+超预期推进增产计划，其共同导致国际油价重心回落大约 10 美元/桶。供应强劲叠加需求放缓将加剧过剩程度，令原油市场整体仍处于偏空预期中，这两大主导因素不发生根本性反转，中长期油价就难有强势表现。

美国发动贸易战是全球经贸格局的重塑，OPEC+启动价格战是产业竞争格局的重塑，中东局部热战是地缘政治格局的重塑，此刻国际原油很可能处于价值重估的开端，市场参与者需要重新考量宏观经济、国际局势、供需关系的变化，未来原油市场风高浪险或成为新常态。

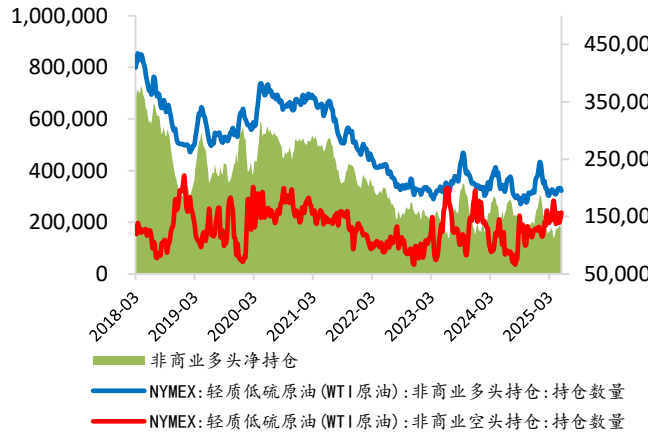
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



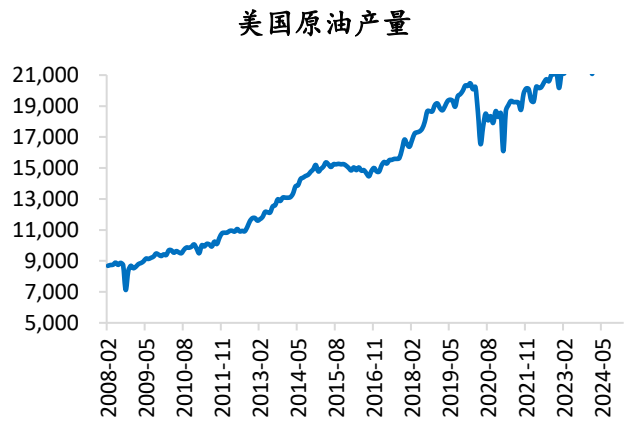
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



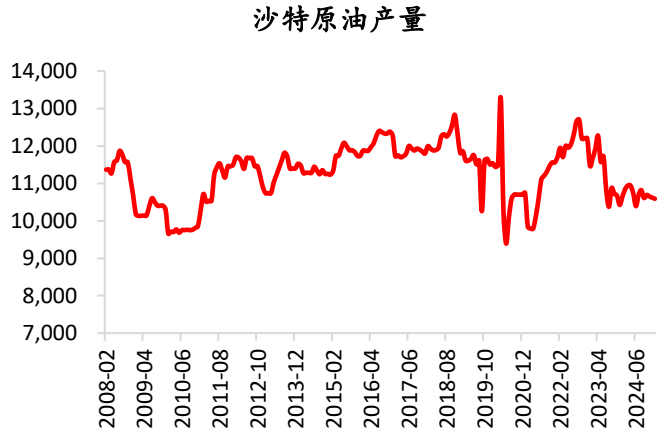
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



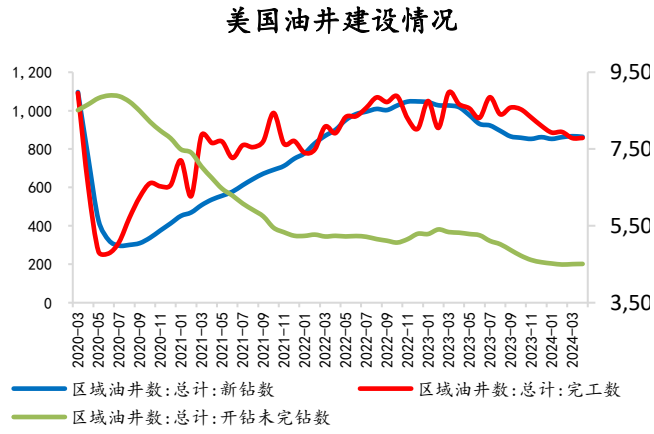
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



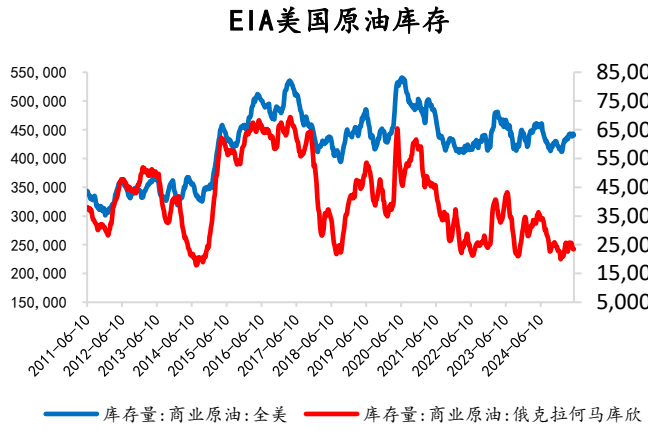
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



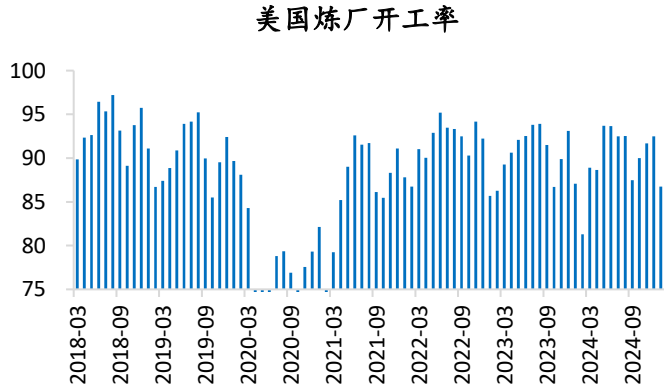
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



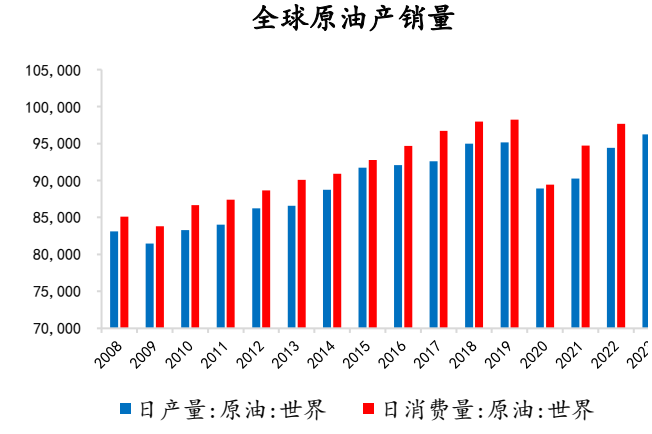
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 供需矛盾贯穿全年

ANRPC 最新发布的月度报告统计，4 月全球天然橡胶产量估计为 76.7 万吨，同比下降 1.4%，环比下降 3.9%；4 月全球天然橡胶消费量估计为 124.8 万吨，同比下降 1.3%，环比下降 10.4%。ANRPC 预测：2025 年全球天然橡胶产量料增加 0.5%至 1489.2 万吨；其中，泰国+1.2%、印尼-9.8%、马来西亚-4.2%、越南-1.3%、中国+6%、印度+5.6%、其他国家+3.5%。2025 年全球天然橡胶消费量料增加 1.3%至 1556.5 万吨；其中，中国+2.5%、印度+3.4%、泰国+6.1%、马来西亚+2.6%、越南+1.5%、柬埔寨将大幅增长、其他国家-3.5%。

ANRPC 报告反映出：供应方面，今年天气有利于原料产出，但泰国政策推延割胶一个月；需求方面，在关税高度不确定的情况下，轮胎行业疲软持续引发担忧。我们预计，2025 年将是海内外天然橡胶旺产大年，而下游需求增速将有所放缓，尤其是美国、欧盟等发达国家贸易活动减少，可能令供需矛盾贯穿全年。

2 全球产区开割顺利

随着宏观情绪短期利好兑现，由于缺乏基本面实质性驱动，天然橡胶反弹力度不足，具体矛盾仍是供应预期过剩。

按照季节性规律，5-6 月是海内外主产区开割上量的过渡期，原料绝对产量偏低，但今年旺产预期较强。国内产区方面，云南西双版纳地区开割面积已达 70%-80%，本轮新季进展非常顺利，干旱和白粉病干扰不显著。海南中部、东南部区域较早开割，西部将在 5 月下旬全面开割。海外产区方面，目前泰国东北部地区开割面积在 60%-70%，南部主产区初步有 20%-30%，部分原因是泰国政府宣布推迟割胶一个月。不过，目前泰国原料市场胶水、杯胶价格坚挺，很难人为打压胶农割胶积极性。

综上，今年全球天然橡胶旺季放量预期较强，一段时期内沪胶盘面上方压力较大。

3 国内供应高峰兑现

今年国内天然橡胶货源供给充足，主要是泰国出口船期集中到港，使得青岛地区库存持续累积。

最新数据显示，2025 年 1-4 月，泰国出口天然橡胶(不含复合、混合橡胶)共计 101.4 万吨，比上年同期增长 2%。其中，标准胶出口量为 58.2 万吨，同比减少 6%；乳胶出口 28.2 万吨，同比增加 16%；烟片胶 14.4 万吨，同比增加 21%。值得注意的是，今年前 4 个月泰国出口到中国的天然橡胶合计 45.1 万吨，比上年同期大幅增长 31%；同期，泰国出口到中国的混合胶合计 55.4 万吨，同比增幅高达 45%。

主要出于规避进口关税目的，混合胶可视为特殊制作的天然橡胶，因此综合来看，统计期内泰国大部分天然橡胶货源流入中国，且录得同比大幅增长，印证了国内集散地现货宽松的状态。接下来，进出口数据将滞后反馈出泰国低产期的供应水平，而新季泰国合艾市场报盘胶水 62-63 泰铢/公斤，杯胶 61-62 泰铢/公斤，原料价格稳定有利于新胶上量，在 6-8 月供应端或仍有

压制。

4 需求预期急转直下

天然橡胶走势急转直下，在供应端放量预期充分的情况下，问题主要出在需求端的悲观情绪上。

橡胶下游方面，轮胎需求表现稳中偏弱，开工负荷回落同时成品库存累积，加上关税威胁和内需不佳，使得业界信心较差。轮胎企业开工整体呈小幅下滑的状态，国内橡胶轮胎企业半钢胎开工率为 77.85%，同比减少 2.59 个百分点，环比走低 0.11 个百分点；山东轮胎企业全钢胎开工率为 64.94%，同比下滑 1.14 个百分点，环比走低 0.13 个百分点。

过去一年多以来，在出口订单支撑下，半钢胎开工长期显著优于全钢胎，然而这一现象正在发生改变。客观来讲，目前终端汽车产销保持稳定恢复态势，海外布局的轮胎企业能够应对关税，橡胶轮胎出口情况暂稳。因此，天然橡胶并未产生新的重大利空致使基本面急剧恶化，到达年中附近低点后震荡筑底，情绪杀过后存在修复预期。

5 丁二烯拖累合成胶

近期，丁二烯橡胶期货走势震荡下行，主要受原料成本与产业因素共同影响，合成橡胶市场处于弱现实、弱预期的状态。

此前，多套丁二烯装置进入集中检修期，尤其是中美大型乙烯裂解装置检修，导致重要原料丁二烯价格上涨约 2000 元/吨，下游丁二烯橡胶价格被动跟涨。然而，未来丁二烯供应压力整体较大，结构性错配或意外停车影响难以长期持续，对丁二烯橡胶的驱动以阶段性行情为主。此外，OPEC+增产和关税不确定性削弱了油价预期，令合成橡胶成本端支撑松动。产业链下游来看，特朗普威胁对欧盟加征高额关税，若后续全球贸易争端升级，将拖累汽车轮胎在内的大类消费需求。轮胎企业迫于订单压力，主动控制排产和刚需采购原料，倒逼顺丁橡胶工厂陆续降负运行。

预计丁二烯橡胶将维持略宽松格局，下方原料成本托底，呈区间震荡偏弱走势。

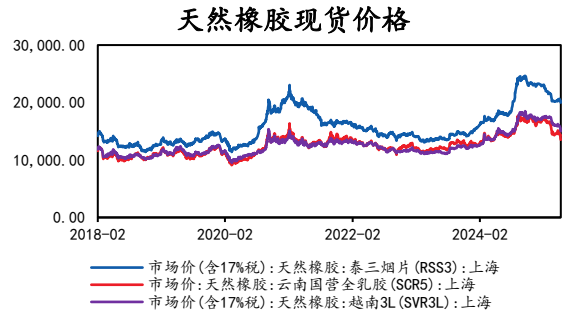
6 周期重拾上升大势

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

天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，国际橡胶市场价格时隔十余年或重拾上涨趋势。2024 年迄今，天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶基本面主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明显上移。展望 2025 年度，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情，当前策略上不宜追空可逢回调做多远月。

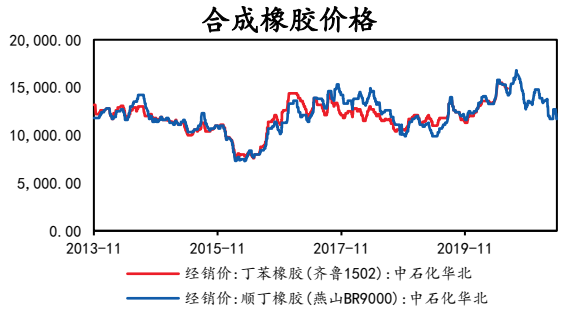
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



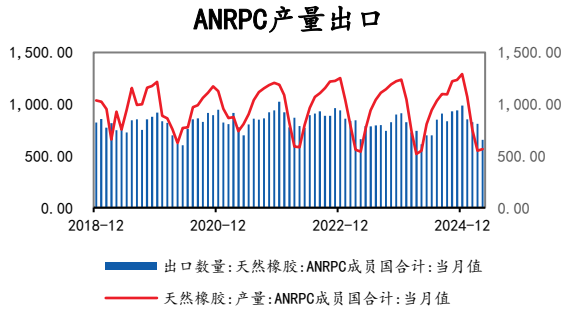
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



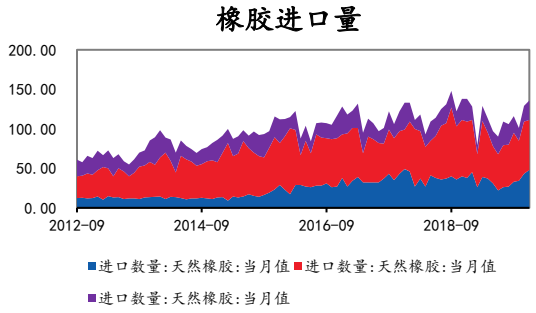
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



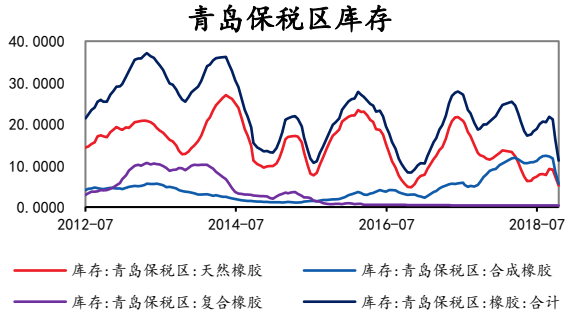
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



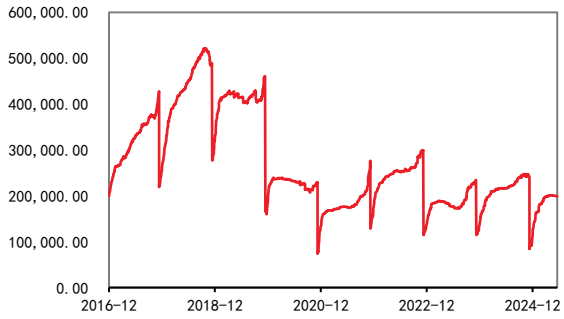
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



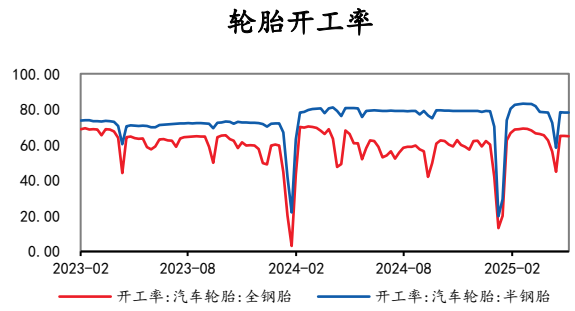
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



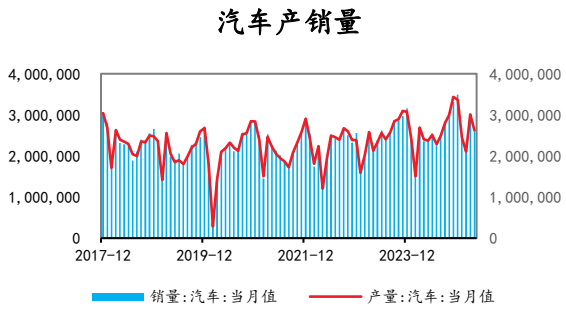
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：降雨可能放缓美豆种植节奏，国内豆粕市场探底回升

1 外部豆类市场分析

美豆产区天气良好，种植率和出苗率好于常年水平

美国农业部发布的周度作物生长报告显示，截至 5 月 25 日当周，美国大豆种植率为 76%，低于市场预期的 78%，去年同期为 66%，五年均值为 68%。当周美豆出苗率为 50%，上年同期和五年均值分别为 37%和 40%。美豆良好开局有助于降低减产风险。商品气象集团预测，美国中部 地区周末天气较为干燥，未来 6-10 天内将迎来大范围降雨。

巴西大豆收获上市，出口步伐加快

巴西国家商品供应公司(CONAB)称，截至 5 月 18 日，巴西 2024/25 年度大豆收获进度为 98.9%，高于去年同期的 97.0%以及五年均值 98.5%。CONAB 当前预计 2024/25 年度巴西大豆产量将达到 1.683418 亿吨，较 4 月份预测值调高 47 万吨，较上年增长 14.0%。巴西植物油行业协会（ABIOVE）本周将 2024/25 年度巴西大豆产量预期调高 10 万吨至 1.697 亿吨。随着大豆收获上市，出口步伐加快。巴西全国谷物出口商协会（ANEC）估计 5 月份巴西大豆出口量将达到 1452 万吨，高于一周前上周预估的 1426.8 万吨，也高于今年 4 月份的 1347.6 万吨以及去年 5 月的 1347.2 万吨。

阿根廷大豆收割过七成，产区天气利于收割

布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，截至 5 月 21 日，阿根廷 2024/2025 年度大豆收割完成 74%，比一周前提高 9%。交易所预计 2025 年阿根廷大豆产量将达 5000 万吨，并表示未来几日预计出现的干燥寒冷天气将有助于阿根廷农户收割大豆。

马来西亚棕榈油出口旺盛，提振价格走强

检验机构 AmSpec Agri、ITS 和 SGS 发布的高频数据显示，马来西亚 5 月 1-25 日棕榈油产品出口环比增幅分别为 7.3%、11.6%和 34.71%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据显示，5 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比增长 0.73%。马来西亚 5 月棕榈油产量增幅收窄，出口增幅扩大，库存压力有所缓解。受基本面改善提振，本周马来西亚棕榈油市场止跌回升出现连涨行情。此外，印尼政府下调 6 月毛棕榈油参考价格以提升出口竞争力，出口关税由上月的 74 美元/吨降至 52 美元/吨。

2 国内豆类市场分析

豆粕库存连续四周攀升，低基差提升期货抗跌性

目前正值进口大豆到港高峰期，预计 5 月进口大豆到港量有望达到 1300 万吨。国内大豆供给充裕，油厂周度压榨量升至 220 万吨以上，下游提货平稳，豆粕累库节奏加快，豆粕现货在供给压力下整体震荡回调。中国粮油商务网监测数据显示，上周末国内豆粕库存量为 20.8 万吨，周度增加 7.8 万吨，连续第四周回升。国内豆粕库存虽有回升，但绝对量偏低，供给压力尚不明显，基差持续收窄提升粕类期货市场的抗跌性。

油脂库存继续升高，三大油脂走势分化

中国粮油商务网监测数据显示，上周国内三大食用油库存总量为 199.93 万吨，周度增加 2.97 万吨，其中豆油库存增加最多。国内棕榈油供需双弱，成本依赖导致产地棕榈油仍是风向标。马来西亚棕榈油 5 月出口形势好转，产地棕榈油获得买盘支撑震荡回升。进口大豆周度压榨量

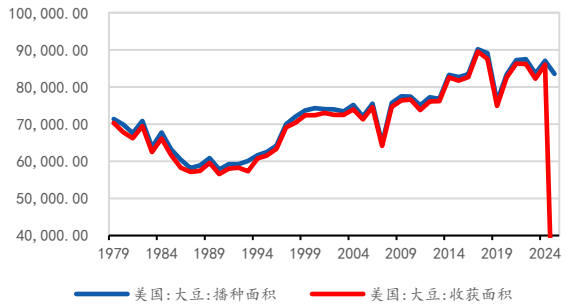
升至 220 万吨高位，累库节奏加快仍令豆油市场缺少上行动力。菜油市场高库存与政策支撑并存，高位震荡行情仍在持续。各方围绕美国总统发起的对等关税政策展开激烈博弈，市场情绪仍处不稳定期。国内油脂板块整体保持区间震荡模式，但因基本面差异走势较为分化，豆油市场在自身供应压力下表现更弱一筹。

3 油脂油料市场展望

2025 年美豆良好开局有助于降低减产风险，但美豆生长关键期的天气炒作风险犹存，天气买盘在一定程度上提升 CBOT 大豆市场的抗跌性。各方围绕美国总统发起的对等关税政策展开激烈博弈，引发美元和原油等市场剧烈波动，包括美豆在内的商品市场情绪仍处不稳定期。国内油厂开工率持续回升，大豆周度压榨量已提升至 220 万吨之上，供给压力下豆粕现货仍未止跌。持续走弱的基差为远期豆粕市场提供抗跌支撑。三季度进口大豆订单量不足，为豆粕期货市场震荡回升带来支撑。豆粕和菜粕市场保持强势联动，技术买盘活跃，整体表现强于美豆。马来西亚棕榈油因出口强劲而止跌回升，但国内豆油因库存压力而反弹乏力，油脂板块整体保持震荡局面的同时也在加剧内部分化。豆一期货市场本周连续回落，进口大豆供给宽松叠加食品豆供给过剩，技术抛压有望继续释放。

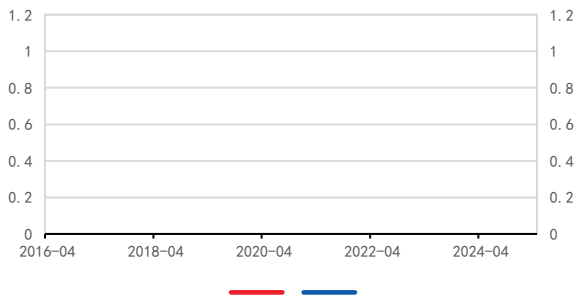
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



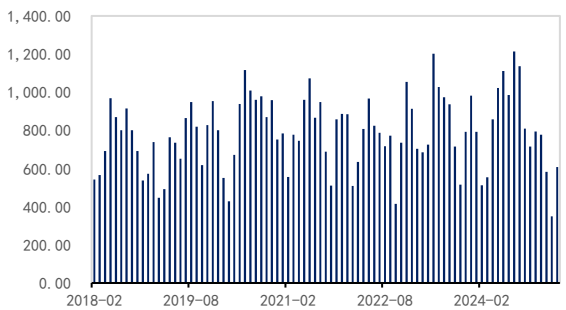
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



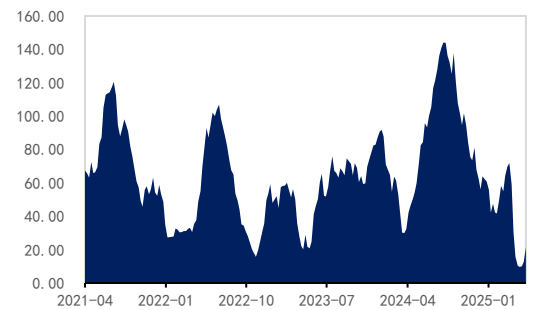
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

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

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

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

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元