中金财富期货策略周报（2025 年第 18 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：从大类资产的表现看，市场逐渐对于关税消息脱敏。因此可预见的是 6 月份处于消息面驱动不大，关税的边际效应递减的阶段。预计商品市场变化不大，我们维持“内盘品种不追空，外盘品种不追高”的策略。

股指期货：A 股市场因外需仍有不确定性，导致基本面预期存在扰动，不过跨周期政策调控基调下，基本面的整体水平不会大幅偏离预期，进而主导市场方向。目前市场处在政策支持，情绪端温和，但是向上驱动也有限的阶段，预计震荡的概率较大。

钢材：上周中美元首首次通话，情绪明显转暖，黑色市场出现了一定幅度的反弹。但需要注意的是，当前的这种反弹目前主要是情绪驱动，而黑色市场的疲弱基本面没有得到根本性扭转，市场反弹的持续性或有限。

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。

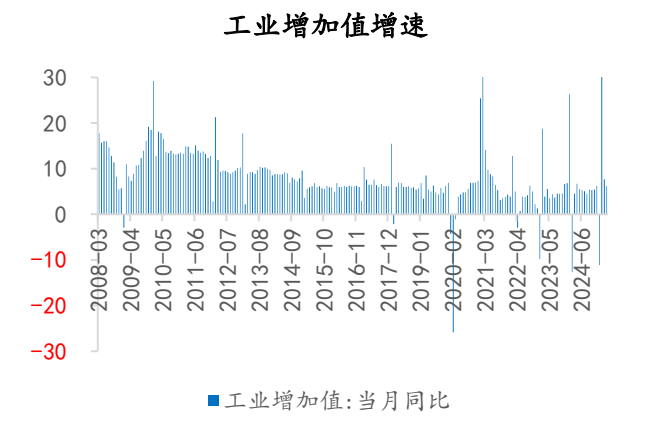
油脂油料：中美元首通话，同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈，继续为中美关系改善释放积极信号。美豆良好开局有助于提振乐观的产量前景，但中期天气风险仍不能排除。继中加经贸部门展开部长级对话后，中加总理再通话，引发市场对加拿大菜籽类商品恢复对华出口的预期，国内菜粕和菜籽油期货市场迅速对此作出利空回应。国内菜粕市场释放因中加关系紧张引发的政策升水后，在夏季水产养殖需求及美豆潜在天气支撑下，逐渐与国内豆粕市场运行节奏趋于一致。中加关系改善导致菜油市场运行逻辑发生改变，原有的高库存压力正在释放，菜油相比其他油脂的高升水状态将得到修正。国内大豆压榨量居高不下，累库压力限制豆油市场回升空间。国内棕榈油市场缺乏独立性，市场焦点集中在下周 MPOB 月报。豆一期货市场本周维持震荡行情，方向性驱动较弱。国产大豆被大量收购入库，市场对三季度启动政策性抛储预期升温。在缺少减产和需求等利多题材支撑下，豆一期货市场有望维持反弹乏力状态。

目录

周度策略：市场情绪趋于平稳 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 5 -
2 5 月 PMI 数据点评：内、外需表现分化 ..... - 6 -
降准降息的落地，流动性宽裕 ..... - 6 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
钢材 ..... - 8 -
1 中美元首通话 市场乐观情绪浓厚 ..... - 8 -
2 成本支撑减弱 ..... - 9 -
3 铁水产量小幅回落 表需整体走弱 ..... - 10 -
4 小结 ..... - 10 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 10 -
原油 ..... - 13 -
1 增产计划符合预期 ..... - 13 -
2 整体暂可维持稳定 ..... - 13 -
3 长期趋于供需失衡 ..... - 13 -
4 旺季不旺终端疲软 ..... - 14 -
5 高盛唱衰后市表现 ..... - 14 -
6 价值重估风高浪险 ..... - 14 -
7 原油期现数据 ..... - 15 -
天然橡胶 ..... - 17 -
1 供需矛盾贯穿全年 ..... - 17 -
2 上游压力与日俱增 ..... - 17 -
3 青岛累库趋势见顶 ..... - 17 -
4 疲弱预期照进现实 ..... - 18 -
5 警惕不实小道消息 ..... - 18 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 18 -
7 橡胶期现数据 ..... - 19 -
油脂油料：美豆止跌反弹，国内菜油释放政策升水 ..... - 21 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 21 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 21 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 22 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 22 -

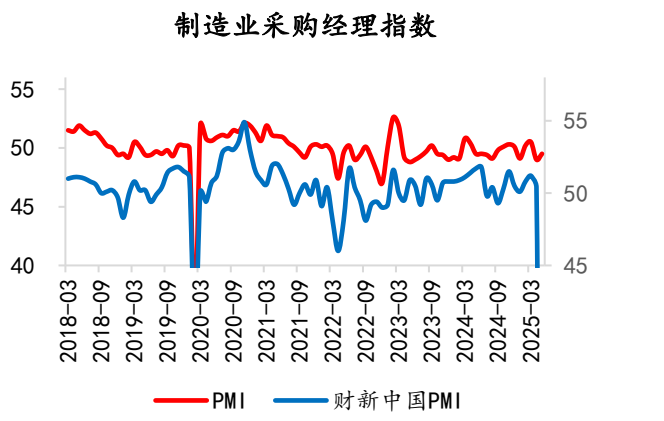
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



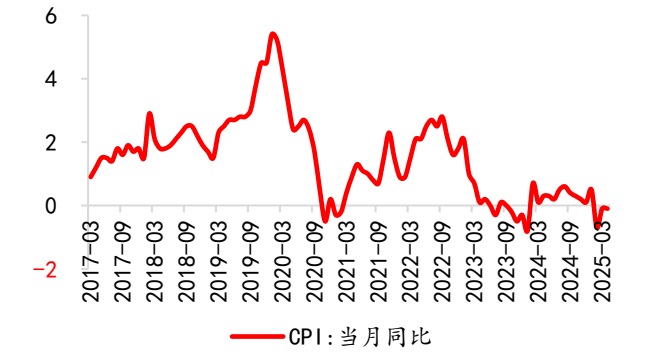
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



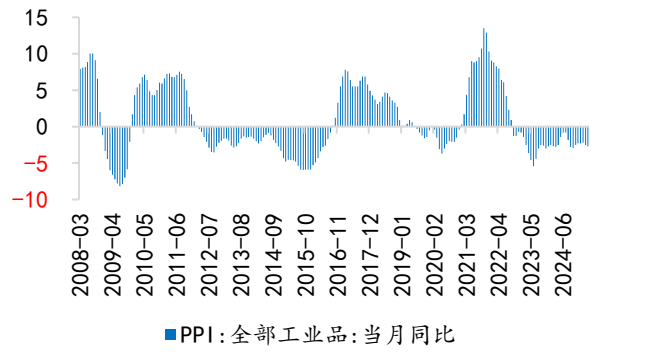
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



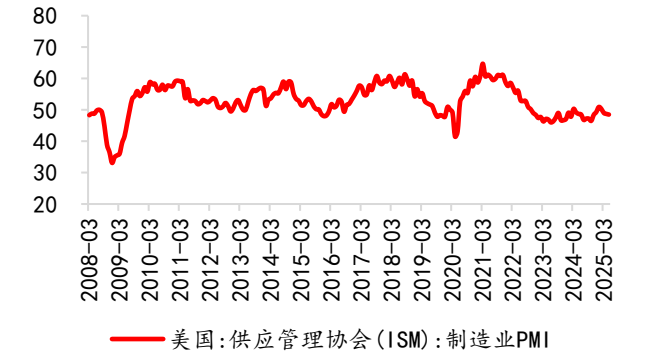
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



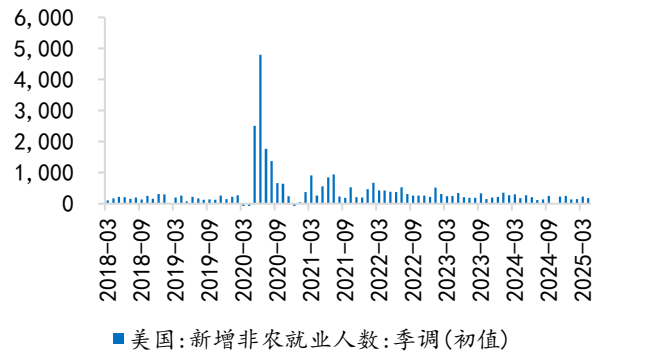
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场情绪趋于平稳

6 月首周，不仅股指出现明显上行，近半年来弱势的内盘工业品也出现了明显反弹。股市的上涨与全球的 TACO 交易相关，内盘工业品的反弹，很大程度上是超跌因素，叠加市场情绪趋于平稳，一定程度上是贸易战冲击的熨平机制的应激反应。

TACO 交易盛行

4 月份开始的对等关税，一度让市场手忙脚乱，但是随着关税政策被反复使用，“TACO 交易”开始盛行，外围市场率先走出稳定性。

什么是“TACO 交易”？TACO 缩写代表的是“特朗普总是临阵退缩”(Trump always chickens out)，用来描述从特朗普反复无常的谈判风格中获利的交易方法。这种交易策略的核心逻辑是：每当特朗普总统发出令人震惊的关税威胁导致市场暴跌时，就是最佳的抄底时机。历史数据证明，这位以“交易艺术”自诩的总统，往往会在最后关头收回最具破坏性的关税措施。

野村证券的策略师就做了一项研究，如果从 2 月起，每次川普放出关税狠话的时候，做空标普 500 期货，然后 5 天后平仓，就能获得 12%的回报；而同期如果你只是死守大盘，基本是白忙活一场。这样的收益可不是凭运气，而是建立在一个越来越清晰的“情绪循环”上，川普会先放狠话、导致市场大跌，然后缓一缓、再放出利好、市场反弹，如此反复。

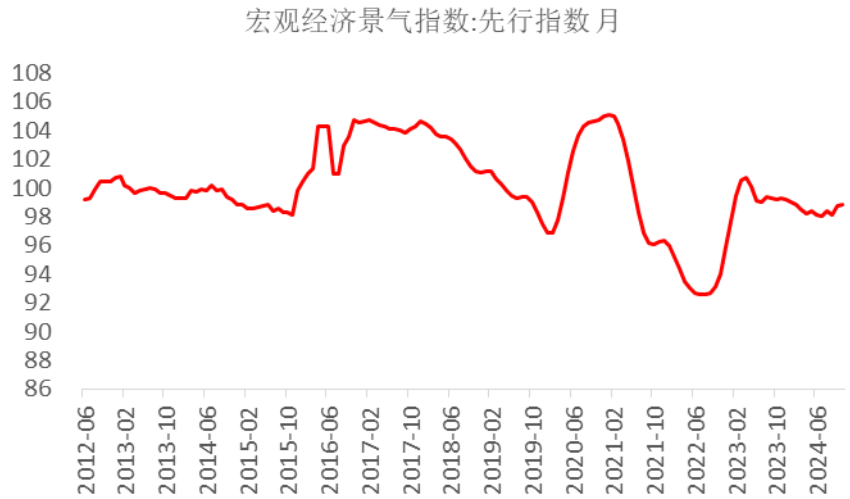
需要注意的是，TACO 交易不大可能改变关税问题对经济造成的伤害。TACO 交易的存在本身可能意味着关税引发的市场下跌幅度会比之前更浅。历史表明特朗普不可能将那些极端的关税威胁付诸实施。这些威胁似乎是他谈判策略的一部分，核心是通过威胁征收高得离谱的关税来达成一个更为温和的目标。并且，现在的关税税率仍然更高了，这将影响美国经济增长和通货膨胀。

经济高弹性期下的政策前瞻

关税扰动之下，我国的经济数据仍较有韧性，2025 年下半年或通过内需型投资形成熨平机制，结构性亮点集中于：高端制造、城市更新、服务消费等。制造业投资在国内“两新”等扩内需政策支持下全年增速或保持在 8%以上；“两重”项目和城市更新专项投资计划加快下达，年内基建投资增速有望实现 9%以上；消费在“以旧换新”政策推动下温和复苏，社消总额全年增速有望回升至 5%，新场景类的实物消费+情绪消费或将贡献增量。2025 年下半年出口增速波动或加剧，但窗口期内“抢出口”仍显韧性；房地产市场“缩量提质”，有助于价格维稳。

政策方面，宽财政进度与松货币空间。2025 年 1-4 月，全国一般公共预算收入完成进度 36.7%，略高于去年同期，土地出让收入同比由负转正。财政支出完成预算的 31.5%，为 2020 年以来同期最快，政府负债率显著低于美日，宽财政加码仍有空间。1-4 月专项债发行量约占全年额度的 27.05%，快于去年同期进度。超长期特别国债发行时点靠前，项目包括“硬投资”和“软建设”。货币方面，下半年宽货币“灵活把握”，政策对稳增长和物价合理回升的敏感性继续提升，年内或还有一次降准（50BP），降息或还有 20 个基点左右，重点关注期在 9 月末至 10 月初。

图表 1：宏观经济景气指数



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美国贸易战对全球贸易、经济和货币影响。通过复盘 1890 年以来美国曾发起过的六轮大规模贸易战发现，美元升值在大部分时期是贸易摩擦的“因”，贸易战难以改变美国的贸易逆差，通常导致贸易博弈双方乃至全球经济增速下滑，但是不曾直接导致全球性的经济衰退。此次特朗普 2.0 贸易战或将拖累美国今年实际 GDP 增长率相对基线下降 0.7%，并拖累中国 GDP 增长约 0.4 个百分点左右，同时关税政策变化也和全球“去美元化”交易有关。历史上大部分贸易战时期，黄金价格走高、美元呈贬值态势，后续风险资产价格走势或仍面临一定压力。因此对于外围品种，注意市场情绪有定价过高的嫌疑，注意追号风险。

大类资产波动逐渐下降

从大类资产的表现看，市场逐渐对于关税消息脱敏。因此可预见的是 6 月份处于消息面驱动不大，关税的边际效应递减的阶段。预计商品市场变化不大，我们维持“内盘品种不追空，外盘品种不追高”的策略。

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	6 月 4 日	OECD 年内第二次下调全球增长预测	将美经济增长预期从 2.8%砍至 1.6%	美国是受关税打击最严重国家之一
	6 月 5 日	欧央行如期降 25 基点	大幅下调明年通胀预期，一年内第八次降息	降息周期即将接近结束，宽松财政政策将强烈推动通胀
数据	6 月 5 日	美国 ISM 服务业 PMI 和 ADP 就业数据疲软	美国 5 月 ISM 服务业 PMI 指数 49.9，大幅不及预期的 52	美国经济数据开始回落
	6 月 2 日	5 月官方制造业 PMI 录得 49.5	前值为 49.0	细分数据显示外需景气度下滑明显
事件	6 月 6 日	习近平同美国总统特朗普通电话	习近平指出，美方应实事求是看待取得的进展，撤销对中国实施的消极举措	特朗普表示十分尊重习近平主席，美中关系十分重要

资料来源：中金财富期货研究所

2 5 月 PMI 数据点评：内、外需表现分化

5 月内、外需表现分化。外贸环境短期改善，对 5 月制造企业生产意愿有所提振。高技术制造业及高技术服务业景气度均处于扩张区间。

5 月制造业产、需表现均有回升。2025 年 5 月，制造业 PMI 指数为 49.5%，环比（4 月，下同）回升 0.5 个百分点；制造企业景气度有所回升，但仍处于收缩区间。多个重要细分项环比有所回升，5 月新订单指数 49.8%，环比回升 0.6 个百分点，其中，新出口订单指数环比回升 2.8 个百分点，实现 47.5%，外需是制造业需求回暖的重要贡献项。5 月生产指数实现 50.7%，环比回升 0.9 个百分点，重回扩张区间；原材料库存指数为 47.4%，环比回升 0.4 个百分点；产成品库存指数为 46.5%，环比下滑 0.8 个百分点；从业人员指数为 48.1%，环比回升 0.2 个百分点；供货商配送时间指数为 50.0%，环比下滑 0.2 个百分点。

企业预期方面，制造业生产经营活动预期指数为 52.5%，环比回升 0.4 个百分点。5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，国内制造企业所面临的“对等关税”压力短期缓解；国家统计局官网显示，5 月调查样本企业中，部分涉美企业反映外贸订单加速重启，进出口情况有所改善，或促进制造业经营活动预期改善。

外贸环境短期改善，对 5 月制造企业生产意愿有所提振。从细分指标看，5 月采购及进口指数分别实现 47.6%和 47.1%，环比分别回升 1.3 和 3.7 个百分点，两指数均在收缩区间有所反弹。

5 月内、外需表现分化。5 月制造业价格指数均仍处于收缩区间，且环比均微幅下滑，主要原材料购进价格、出厂价格指数环比均下降 0.1 个百分点；在外需边际改善的背景下，5 月价格表现仍较弱势，国内需求或仍需进一步修复。

降准降息的落地，流动性宽裕

为保持银行体系流动性充裕，中国人民银行日前发布公告称，5 月央行以固定数量、利率招标、

多重价位中标方式开展了 7000 亿元买断式逆回购操作，分别为 3 个月（91 天）4000 亿元、6 个月（182 天）3000 亿元。鉴于 5 月有 9000 亿元的 3 个月期买断式逆回购到期，当月买断式逆回购合计净回笼 2000 亿元。

尽管买断式逆回购延续上月净回笼态势，这并不意味央行收紧市场流动性，而是对冲到期压力，避免流动性过度投放。当前，央行基础货币投放渠道已较为丰富，中期借贷便利（MLF）、买断式逆回购操作以及各类结构性工具均可以投放中期流动性。

近期，央行接连出手，强化逆周期调节，呵护资金流动性。5 月 15 日，2025 年首次降准落地，向金融市场注入约 1 万亿元流动性；5 月 23 日，人民银行开展 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，为加量续做。这是人民银行连续第三个月加量续做到期 MLF，也是连续第二个月大额加量续做。”

5 月的 MLF 操作配合降准，已实现大幅流动性供给，5 月买断式逆回购再度缩量续作，能够满足商业银行对央行融资工具需求的结构性调整。

在综合考虑地方债发行计划、历史国债发行规律，以及财政收支的背景下，完全排除 MLF 以及逆回购到期的因素，6 月基本不存在流动性缺口。

4 宏观策略

从大类资产的表现看，市场逐渐对于关税消息脱敏。因此可预见的是 6 月份处于消息面驱动不大，关税的边际效应递减的阶段。预计商品市场变化不大，我们维持“内盘品种不追空，外盘品种不追高”的策略。

5 股指期货市场分析

两市震荡回升

上周市场延续回落，沪深 300 周+0.88%，上证 50 周+0.38%，中证 500 周+1.6%，中证 1000 周+2.1%，指数明显反弹

市场整体仍处于箱体震荡区间，海外关税反复及美债信用风险压制市场风险偏好，市场热点呈现分散化、快速轮动态势。资金正从传统防御性赛道外“点状扩散”，向政策强驱动、事件高弹性的新质生产力赛道迁移。板块上看，银行股仍在进行估值修复，题材股表现较好。2025 年 ASCO 年会中国创新药企全球影响力提升、出海步伐加速，国内审批节奏同步提速，创新药迎来双重利好。无人物流车成本向人工成本线靠近甚至更低，产品进入渗透率加速增长期。重点关注创新药、无人驾驶、稳定币等具备强催化的赛道。

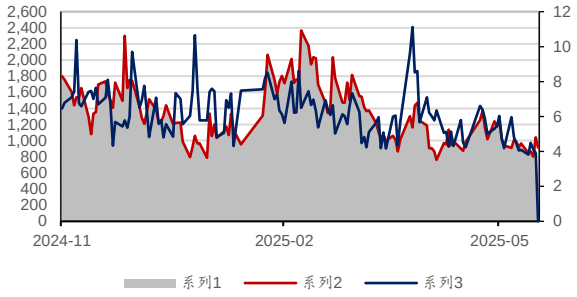
指数有望延续震荡

宏观流动性方面，市场对美联储年内降息次数的预期已由 5 月初的 3 次减少至 2 次，同时预计最早或于 9 月份进行下一次降息操作，海外流动性进一步宽松尚需等待。国内方面，5 月伴随降准降息的落地，资金面整体处于宽松充裕状态；展望而言，现阶段货币政策尚有增量空间，或将伴随外部环境的变化适时推出。

5 月份伴随海外风险压力的缓解，市场维稳需求减退，行情也随之进入到相对平稳阶段。这一阶段的权益市场流动性呈现小幅缩量特征，ETF 份额小幅减量，融资则小幅增量，产业资本恢复至净减持的特征。总的来看，在外部环境相对平稳且内部市场热点题材不多的背景下，A 股的资金流入步伐有所放缓。未来，A 股流动性在政策推动下依然具备向好预期。就短期而言，流动性节奏的改变或需要增量性催化的到来，以打破现有市场的平静。

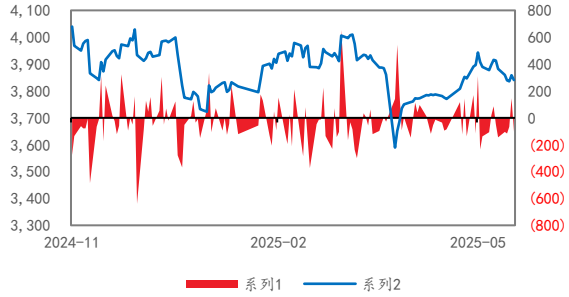
就 A 股市场而言，展望来看，外需仍有不确定性，导致基本面预期存在扰动，不过跨周期政策调控基调下，基本面的整体水平不会大幅偏离预期，进而主导市场方向。A 股流动性或成为短期更决定性的影响因素，如有增量性的催化因素出现，或推动场外资金的加速入场。而就市场方向而言，政策层面强调“持续稳定和活跃资本市场”，由此 A 股市场仍处于下有底的阶段。

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



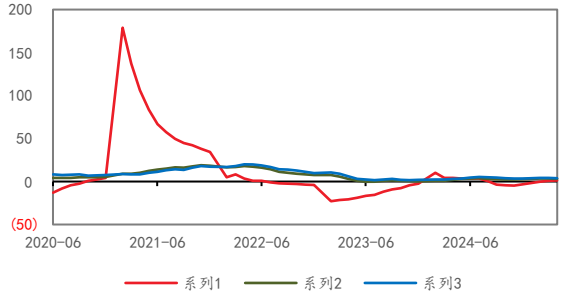
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

钢材

1 中美元首通话 市场乐观情绪浓厚

2025 年 6 月 5 日，中美两国元首进行了一次关键通话。此次通话由美方发起，核心议题高度集中于贸易领域。美方总统特朗普在通话后表示，对话取得了“非常积极的成果”，尤其在稀土矿产问题上取得进展，并确认双方团队将很快举行进一步会谈，两国元首亦互致访问邀请。然

而，中方的官方声明则展现出更为审慎的态度，敦促美方移除“负面措施”，并就台湾等问题表达了立场。

市场普遍期待此次通话能为贸易摩擦找到“下行通道”，缓解中美贸易紧张局势，并期待特朗普总统降低关税。市场对于局势降温抱有明确的期望和希望，尤其是在关税问题上，这一直是不确定性和经济拖累的主要来源，也是当前市场波动的关键因素之一。此次通话“仅仅暂停了贸易升级”，但“并未解决核心矛盾”。它“阻止了贸易谈判脱轨，但在关键问题上没有取得明显突破”，这更像是一种“管控冲突”而非“解决冲突”的模式。双方都认识到对话对于防止失控升级的价值，但双方都不准备在被视为攸关国家利益的问题上做出让步。

尽管经历了多次挫折和“时断时续的关税政策”，市场对政策宽松的持续期望表明，贸易紧张局势已导致显著的风险溢价被计入资产价格。任何真正的缓和都可能释放巨大的市场上涨潜力，但鉴于过去的失望经历，“真正”缓和的标准已经很高。市场持续表达对削减关税和缓解紧张局势的希望。这种希望甚至在具体行动出台前就已助长了涨势。过去的经验表明，这种希望可能因政策突然逆转或后续行动乏力而破灭。这造成了一种乐观与失望的循环。当前的市场反应表明，尽管希望仍在，但怀疑态度现在更为明显。因此，“预期政策宽松”是一个反复出现的主题，但在缺乏具体进展证据的情况下，其推动市场的力量正在减弱。

即将于 6 月 8 日至 13 日在伦敦举行的中美经贸磋商机制首次会议，由中国国务院副总理何立峰与美国财政部长贝森特、商务部长卢特尼克、贸易代表格里尔等高级别官员参与，这为双方提供了一个在元首通话基础上进行更具体、更深入讨论的平台。我们讲持续关注此次会议能否超越象征意义，取得一些实质性进展。

2 成本支撑减弱

自 2023 年 12 月至今，焦炭和焦煤价格出现了大幅下跌，焦炭累计跌幅已超过 50%，焦煤价格更是下跌超过 70%。价格大幅回落反映了供需关系的深度失衡，也体现出钢铁产业链中成本端持续出清的趋势。在钢价整体疲弱、需求恢复不及预期的背景下，原料价格的持续调整，既是对利润空间压缩的被动反应，也与宏观经济结构性调整密切相关。

近期随着南方进入雨季，市场普遍预期部分矿区将受到气候影响，叠加环保和安全生产要求趋严，焦煤供应压力或将边际减轻。然而实际情况却并不乐观。一方面，国内大矿开工积极性依旧较高，出货节奏稳定；另一方面，进口焦煤供给持续宽松，特别是澳大利亚和蒙古的焦煤发运量高位运行，国内港口和口岸库存并未出现明显去化，供应过剩的问题依然突出。此外，受人民币汇率走势影响，外煤价格竞争力依旧较强，未来仍存在进口增加的可能。

从更深层次看，焦煤价格的持续低迷并非仅由供需短期失衡所致，而是受多重结构性因素叠加影响。一方面，当前宏观环境偏弱，通货紧缩预期增强，工业品价格整体承压。过去几年风光新能源装机容量迅速扩张，在“碳中和”战略背景下对传统燃煤电力的替代效应持续显现。与此同时，制造业的用电需求增速显著放缓，原本电力供应趋紧的局面已被扭转，导致煤炭整体需求下行。另一方面，房地产市场长期低迷，作为焦煤主要下游的钢铁行业缺乏需求拉动，叠加终端消费乏力，使得钢厂对于原料的采购更为谨慎。在这种多重压力下，煤炭市场供需错配问题短期内难以缓解。

总体来看，当前焦煤市场基本面尚未出现实质性好转迹象。即使在部分投机力量试图抄底的阶段性扰动下，市场的悲观情绪仍未充分释放。现货市场成交清淡，产业链中下游普遍保持低库存运行，且缺乏补库意愿，显示市场对于后续价格走势仍持谨慎态度。在钢价成本支撑尚未筑

底的情况下，焦煤价格仍有继续下探的空间。除非未来在供给端出现显著收缩，或下游终端需求出现实质复苏，否则短期内焦煤价格仍难以企稳，底部尚未明确形成。

3 铁水产量小幅回落 表需整体走弱

上周全国高炉、电炉产能利用率略有下降。247 家钢厂高炉产能利用率为 90.6%，环比下降 0.04 个百分点，同比上升 2.5 个百分点；91 家电炉产能利用率为 54.2%，环比下降 0.1 个百分点，同比下降 1.8 个百分点。五大品种钢材周产量为 880.4 万吨，环比下降 0.1%，同比下降 2.5%。其中，长流程产量略有下降，日均铁水产量减少 0.1 万吨至 241.7 万吨；钢材方面，螺纹钢产量继续回落，热轧卷板产量延续增长。

库存方面，五大品种钢材社会库存为 931 万吨，环比下降 0.2%，同比下降 27.2%；钢厂库存为 432.8 万吨，环比下降 0.1%，同比下降 8.9%。钢材总库存环比下降 0.1%，但降幅较前一周收窄 2.2 个百分点，螺纹钢库存继续去化，热卷库存则出现回升。

根据产量与库存测算，上周五大品种钢材周表观消费为 882.2 万吨，环比下降 3.5%，同比下降 2.8%。其中螺纹钢表观消费为 229 万吨，环比下降 7.9%，同比下降 8.4%。整体来看，上周钢材表需明显走弱，螺纹钢消费下滑，热轧卷板消费亦同步回落。建筑钢材成交周均值为 10.4 万吨，环比增长 2.0%。

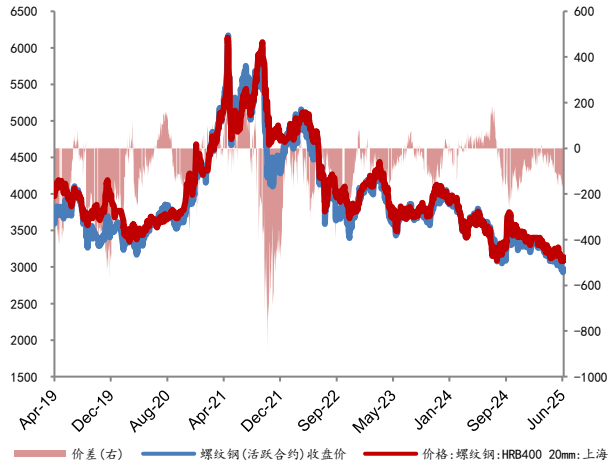
钢价方面，上周钢材现货价格继续偏弱运行，主流钢材品种即期毛利与前一周基本持平，247 家钢厂盈利率为 58.9%，环比持平。

4 小结

上周中美元首首次通话，情绪明显转暖，黑色市场出现了一定幅度的反弹。但需要注意的是，当前的这种反弹目前主要是情绪驱动，而黑色市场的疲弱基本面没有得到根本性扭转，市场反弹的持续性或有限。

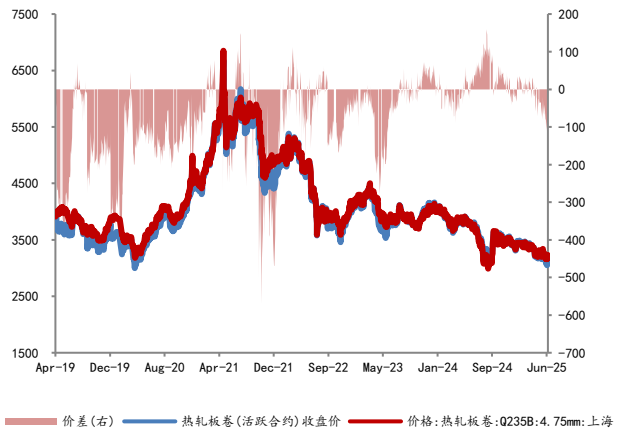
6 钢材期货现货数据

图表 12：螺纹期现价差



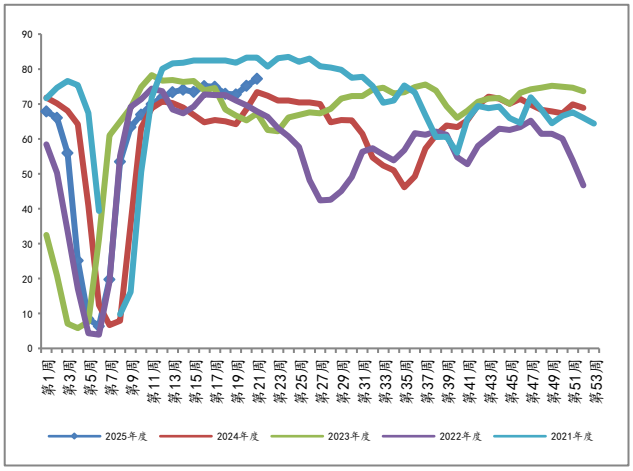
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：热卷期现价差



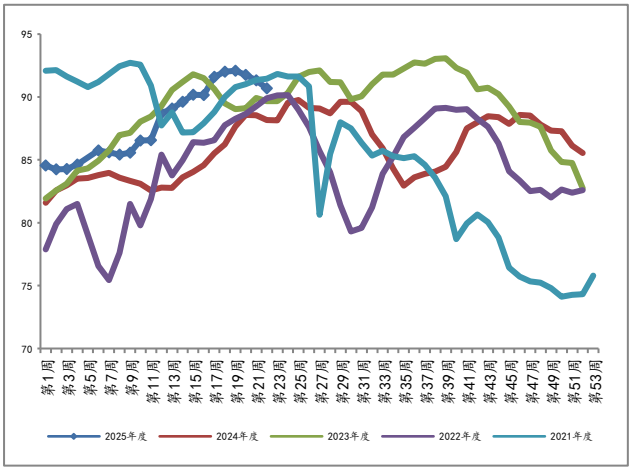
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



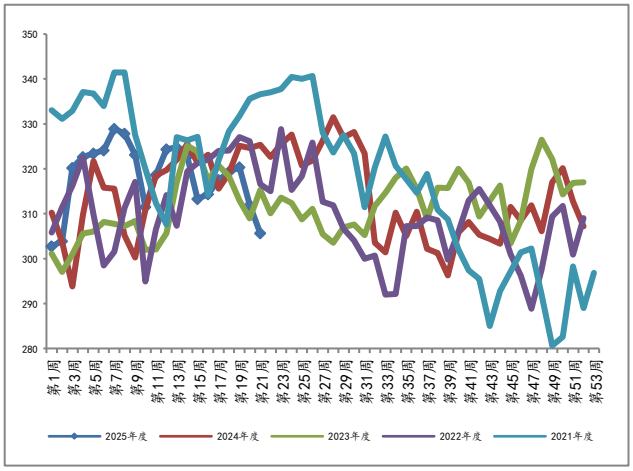
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 15：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



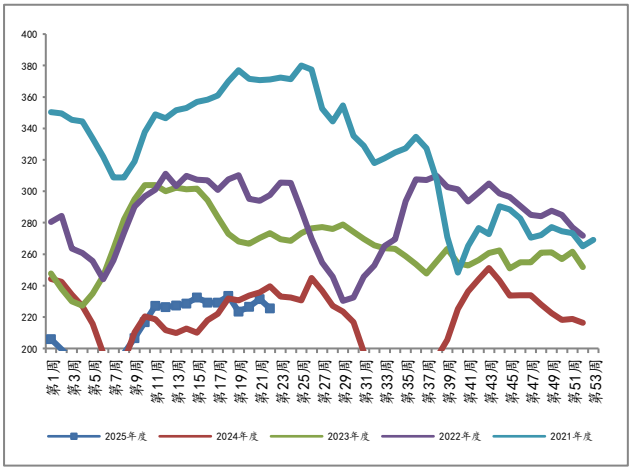
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 16：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



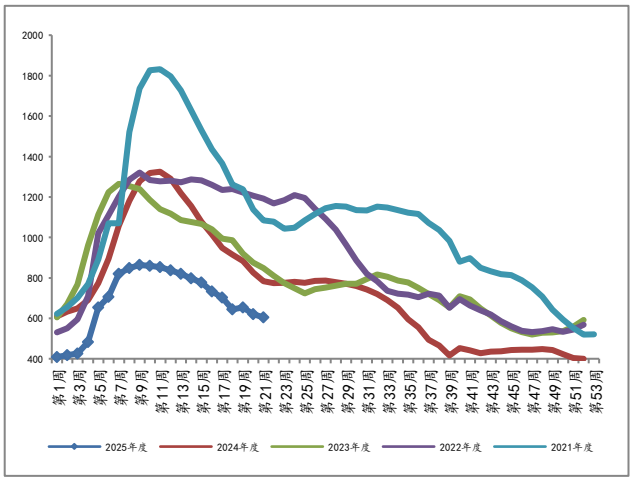
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 17：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



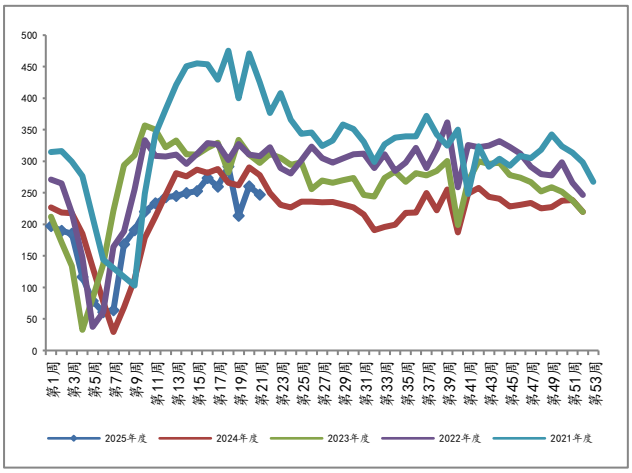
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 18：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 19：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 增产计划符合预期

OPEC+官方声明，沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼等 8 个成员国决定，将在 7 月继续大幅增产 41.1 万桶/日，与 5 月和 6 月持平。下一步该组织将根据市场情况灵活调整增产节奏，关于 8 月的产量计划将于 7 月 6 日会议上确定。

本次 OPEC+增产完全符合外界一致预期，表明沙特领导该组织完成产量政策转型，从限产维持油价转向增产争夺份额。摩根士丹利推测，OPEC+可能将增产周期延长至 2025 年年底，虽然对宏观前景的担忧仍存，但三季度需求放缓程度可能被季节性因素抵消，尚不足以阻止增产步伐。高盛观点略有差别，预测 OPEC+本轮增产计划将在 8 月触及政策性拐点，并从 9 月起维持产量配额不变，但不排除继续增产的可能。

无论如何，OPEC+增产和特朗普关税令国际油价经历了一番动荡，反映出当前原油市场的复杂性和不确定性，交易者应谨慎防范风险。

2 整体暂可维持稳定

OPEC+在最新会议上如期宣布再次增产，然国际油价并未暴跌反而企稳，这是因为该组织通过高超的预期管理艺术，引导市场将增产兑现解读为利空出尽，进而重塑对原油定价的战略性主导地位。

此前交易者担忧，OPEC+超预期增产会造成严重过剩，甚至因内部分歧导致联盟分崩离析。而沙特通过所谓消息人士提前放风，在 4 月、5 月、6 月释放政策信号，令市场对增产预期基本脱敏，避免了恐慌性抛盘的出现。沙特反复强调，增产的核心目的之一是惩罚违约成员国，点名批评哈萨克斯坦、伊拉克等国的超产行为，此举强化了有限协同下的内部约束力，确保产量协议框架的有效性。

能源研究机构 Energy Aspects 认为，随着北半球进入夏季，消费旺季将收紧供需，提供了增加产量的窗口期。沙特等海湾国家燃油发电需求激增，加大本土油品消费和减少出口，因而现货市场上可见的流通货源并没有显著增加。此外，OPEC+实际增产数量将明显低于规定的配额，因多数产油国缺乏盘活闲置产能的条件，决策者制定的增产幅度或处在市场能够消化的水平。

3 长期趋于供需失衡

OPEC 增产计划尘埃落定后，原油市场注意力转回到全球供需平衡大局。根据美国能源信息署（EIA）最新发布的月度报告，受供应迅猛扩增和消费需求放缓影响，能源市场正面临着供需失衡的严峻挑战。

EIA 数据显示，2025 年一季度全球原油供应同比增长 7.2%至 1.02 亿桶/日的历史峰区水平。其中，美国页岩油主产区 Permian 盆地产量突破 580 万桶/日，后续沙特仍有大量闲置产能等待释放。与此同时，全球经济复苏乏力令原油需求预期持续下调。EIA 预测，2025 年全球原油平均消费量为 9860 万桶/日，较上年下降 1.3%。欧美发达地区尚未摆脱衰退风险，亚太新兴市场

增速全面放缓，再加上特朗普关税的重大不确定性，全年原油需求或将录得 2009 年以来的首次萎缩。在供强需弱的背景下，统计期内全球原油库存总量攀升至 52.8 亿桶，高于五年移动均值 12%，也脱离了 OPEC+限产的目标位。

EIA 警告称，当前原油市场正在出现 2016 年以来最严重的过剩局面，不排除油价考验 50 美元的极端情景。

4 旺季不旺终端疲软

北美原油市场旺季初见端倪，季节性去库虽迟但到，不过仍存在需求疲软的隐忧。

美国能源信息署(EIA)高频数据显示，截至 5 月 30 日当周，美国商业原油库存减少 430.4 万桶至 4.3606 亿桶，远超分析师预期的减少 103.5 万桶，前值减少 279.5 万桶。美国炼厂原油加工量增加 67 万桶/日，产能利用率回升 3.2 个百分点至 93.4%。成品油方面却大相径庭，当期美国汽油库存增加 520 万桶至 2.283 亿桶，包括取暖油和柴油在内的馏分油库存增加 420 万桶至 1.076 亿桶，令市场颇感意外。

按照每年规律，美国阵亡将士纪念日过后，标志着夏季驾车出行高峰正式开始，炼油厂结束集中检修并加大生产力度，对原油的需求将保持强劲增长。然而，在炼厂大幅增加汽油等产品供应的同时，终端零售消费数据表现不佳，造成原油去库而油品累库的鲜明反差。无论如何，未来随着气温升高和旅游旺盛，原油需求的季节性增长将对冲增产带来的过剩，关注接下来库存的边际变化。

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。

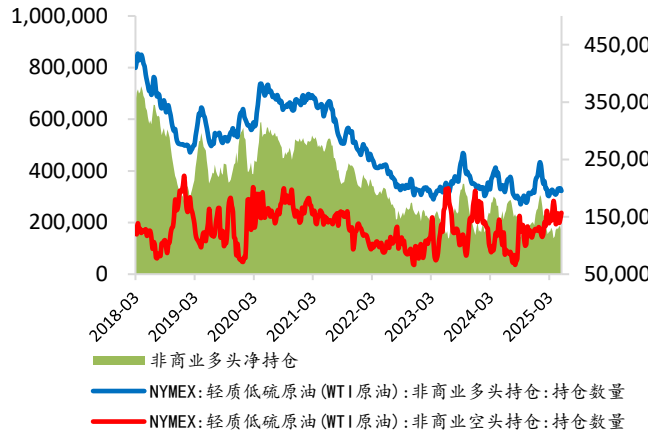
7 原油期现数据

图表 20：国际原油期货价格



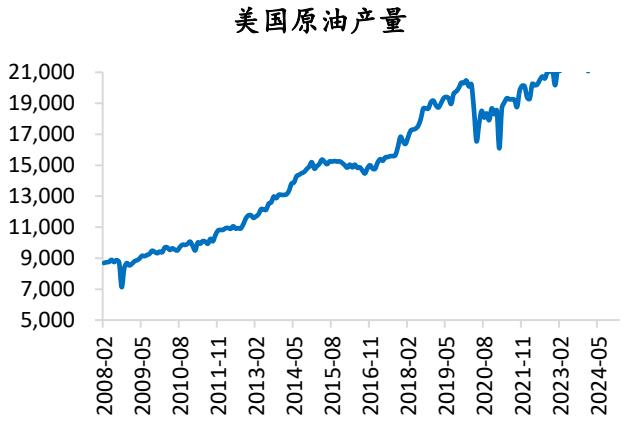
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：CFTC 原油期货持仓



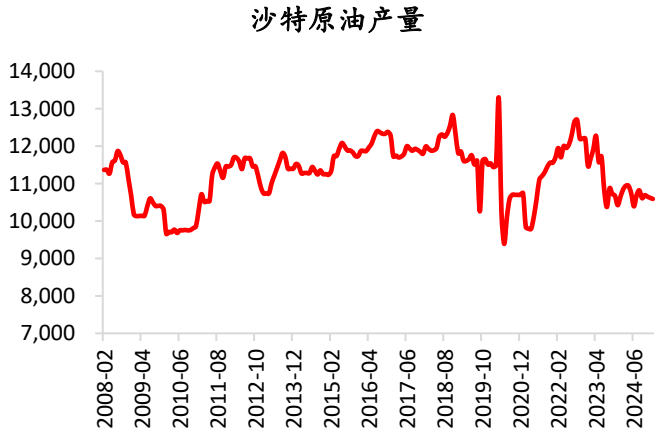
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：美国原油产量



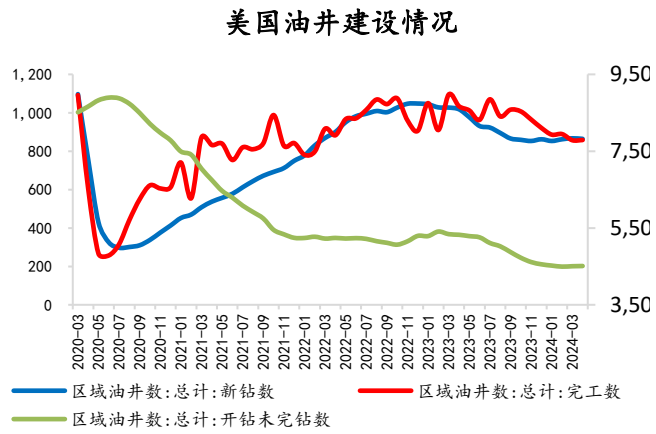
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：沙特原油产量



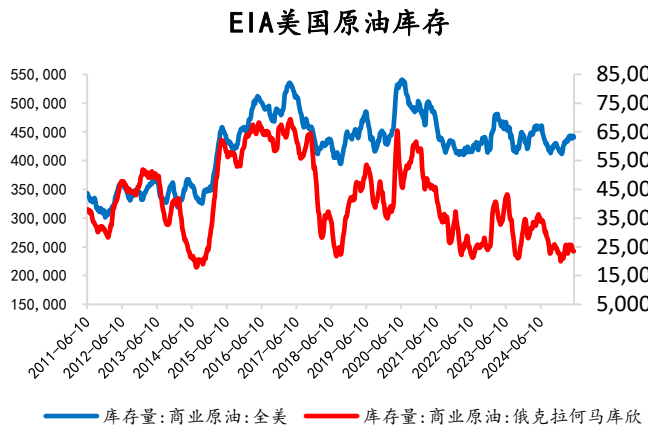
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国油井建设情况



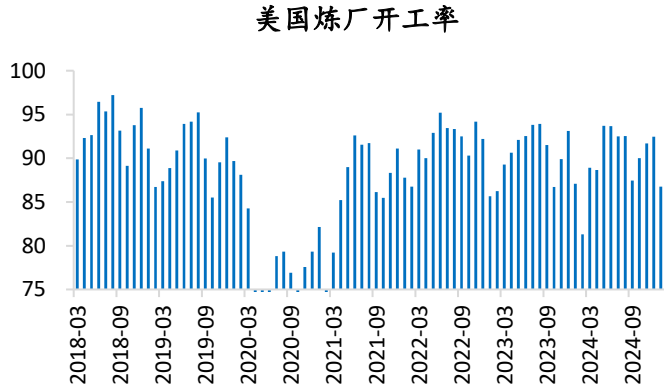
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：EIA 原油库存



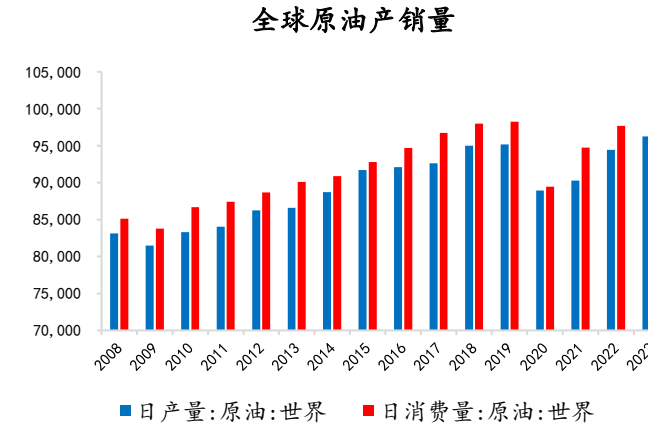
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：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 上游压力与日俱增

当前，全球主要产区已进入新一轮开割季，天然橡胶上游原料和现货端压力与日俱增。

国内产区方面，云南西双版纳地区开割面积已达 70%-80%，短期受降雨影响原料胶水小幅减量，海南西部和西南部地区在 5 月下旬已基本开割，预计 6 月国内产区延续正常的季节性表现。

海外产区方面，泰国此前宣布推迟割胶一个月，据信影响产量 20 万吨左右，支撑原料价格维持在相对高位。6 月初泰国合艾市场胶水价格在 60 泰铢/公斤以上，但在年中前将全面开放割胶，预计原料价格随着逐步上量而震荡走低。

尽管上游环节压力依旧较大，但目前市场对于丰产预期已经拉满，而 6-8 月东南亚雨季天气对于割胶作业或有一定扰动，抑制原料胶水放量节奏，可能会造成一定的预期差。

3 青岛累库趋势见顶

自今年以来，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%。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，5 月天然橡胶累库趋势因此放缓，但下游厂商刚需拿货出库有限，导致季节性去库拐点不及预期。截至 5 月底，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易库存合计 61.46 万吨，环比上期微幅增加 0.04 万吨。上一轮进口高峰期

已过，青岛橡胶库存见顶后仍维持高位，也反映出橡胶产业链隐性库存庞大。

4 疲弱预期照进现实

在供应端放量预期充分的情况下，橡胶市场悲观情绪离不开下游需求的疲软，尤其是特朗普滥征关税之后，国内轮胎行业颓势十分明显。

具体来讲，轮胎企业开工负荷下滑，同时成品库存累积，内需欠佳叠加关税威胁，使得业界信心较差。全钢胎 5 月平均开工率为 57.3%，环比 4 月下降 7.85 个百分点，较 3 月下降 11.5 个百分点；半钢胎 5 月平均开工率为 71.1%，环比 4 月下降 8.11 个百分点，较 3 月下降 11.9 个百分点。海关数据显示，4 月中国全钢胎出口环比下降 5.43%，半钢胎出口环比下降 10.39%。此外，美国对东南亚地区亦征收一定关税，对海外建厂和转口贸易造成影响。目前轮胎厂内成品库存严重积压，特别是高度依赖海外订单的半钢胎，样本企业平均库存周转天数在 47.00 天，同比增长 15.65 天。

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基本能够应对关税冲击。但随着天然及合成橡胶价格重心下移，轮胎企业抱着买涨不买跌的心态，仅维持刚需采购为主，弱预期逐渐照进现实。

5 警惕不实小道消息

在沪胶市场情绪极度悲观时，网上散播中国对泰国橡胶进口零关税的传闻，我们提醒交易者对小道消息不要盲从。

在中泰建交 50 周年的经济磋商会议上，泰国橡胶管理局（RAOT）提出减少贸易壁垒的议案，呼吁中国将对泰国天然橡胶进口关税从 20%降为零。理论上如果零关税协议落地，将极大降低天然橡胶进口成本，促使进口量和港口库存激增，对沪胶盘面构成重大利空。然而经我们多方查考，目前没有任何官方机构对中泰达成橡胶零关税协议予以证实。

诚然，中国已经对缅甸、柬埔寨和老挝实行橡胶进口零关税政策，云南的替代性种植指标由来已久，但这主要是为了扶持中国橡胶轮胎企业海外布局，降低对泰国单一进口来源的重度依赖。顺带一提，之前尿素市场疯传的放松出口限制已被证伪，尿素事关粮食安全，而橡胶是四大战略物资之一，此类炒作从逻辑上并不符合国家利益的考量，应预计警惕和批判。

6 周期重拾上升大势

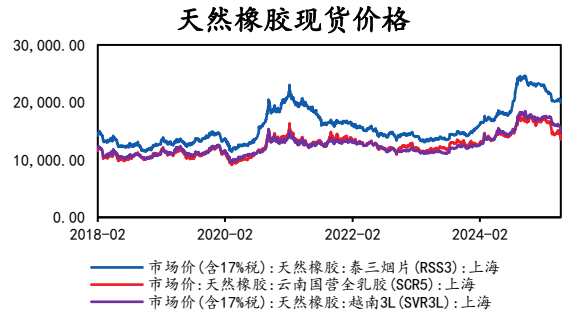
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

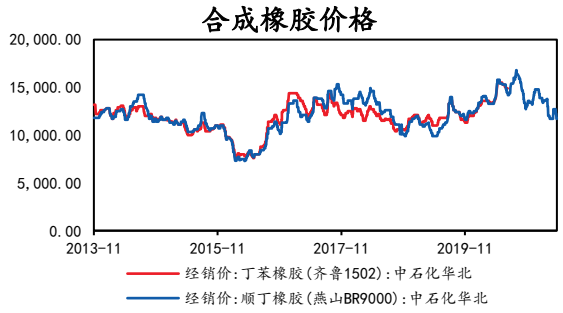
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



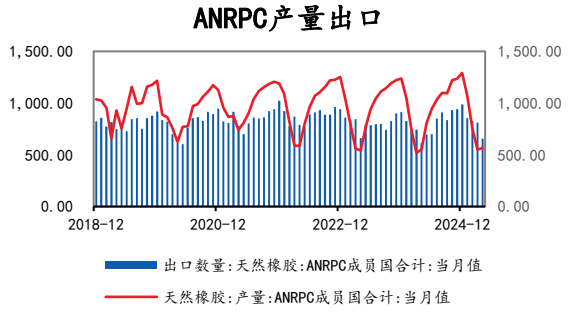
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：合成橡胶价格



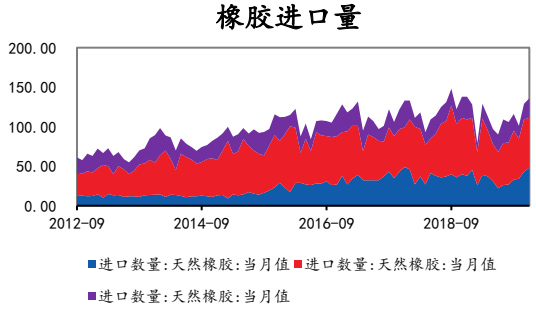
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：ANRPC 产量出口



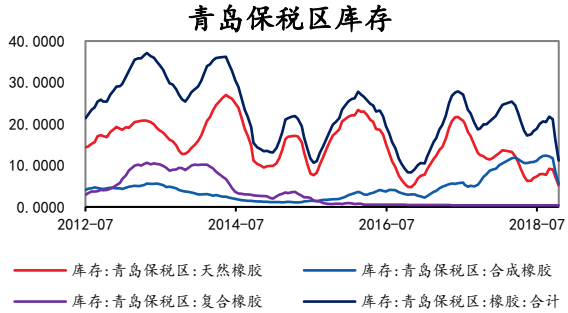
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：橡胶进口量



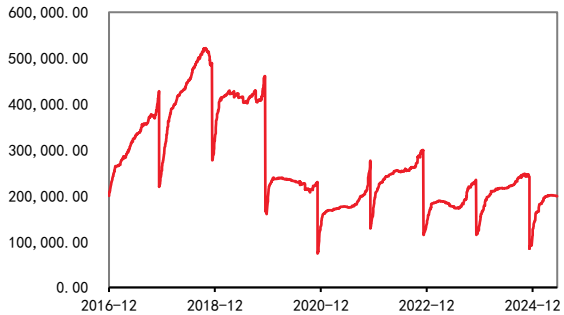
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：青岛保税区库存



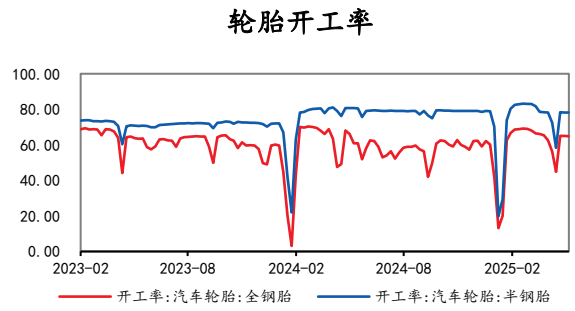
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：上期所注册仓单



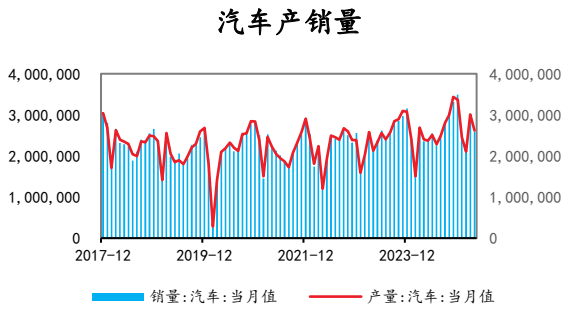
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆止跌反弹，国内菜油释放政策升水

1 外部豆类市场分析

美豆开局良好，天气条件保持正常

美国农业部发布的作物生长报告显示，截至 6 月 1 日当周，美国大豆优良率为 67%，低于市场预期的 68%。首次公布的美豆优良率虽低于预期，但与往年同期基本持平。当周美国大豆种植率为 84%，低于市场预期的 86%，去年同期和五年均值分别为 77%和 80%。当周美豆出苗率为 63%，上年同期和五年均值分别为 53%和 57%。美豆开局状态良好，当前作物天气总体有利。美国农业部在 5 月供需报告中，首次对新年度美豆产量作出评估，预计 2025/2026 年度美豆产量为 1.1812 亿吨，较上年度 1.1884 亿吨仅下降 72 万吨。随着美豆陆续进入生长关键期，美国农业部将动态调整美豆产量预估值。

巴西大豆 5 月出口增加 5%，阿根廷大豆收割近尾声

巴西对外贸易秘书处（Secex）表示，巴西 5 月出口大豆 1409.97 万吨，同比增加 5%。巴西全国谷物出口商协会（Anec）预估，巴西 6 月份大豆出口量为 1255 万吨，低于上年同期的 1383 万吨，也低于 5 月出口的 1420 万吨。该机构维持巴西 2025 年将出口 1.1 亿吨大豆的展望。罗萨里奥谷物交易所表示，尽管收割工作推迟，但阿根廷大豆单产超过预期。布宜诺斯艾利斯谷物交易所称，目前阿根廷大豆已收割完成 88.7%，该交易所预计阿根廷大豆产量为 5000 万吨。

印度棕榈油需求强劲，市场静待下周 MPOB 月报

为降低食品价格并帮助扶持当地炼油行业，印度近期将粗食用油的基本进口税减半至 10%。印度 5 月棕榈油进口激增至六个月高位。检验机构发布的数据显示，马来西亚 5 月棕榈油产品出口环比增长 13.2%-17.9%。5 月棕榈油出口大幅增长，有助于缓解库存升高压力。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 6 月 10 日公布月度供需报告，报告前一项调查显示，尽管出口需求强劲，但受产量增加推动，预计马来西亚 5 月棕榈油库存连续第三个月攀升，预计 5 月库存为 201 万吨，环比增长 7.74%，将创下去年 9 月以来最高水平。近期马盘棕榈油反弹节奏并不顺畅，市场等待 MPOB 月报提供新指引。

2 国内豆类市场分析

中加高层展开对话，双边贸易关系释放改善信号

6 月 3 日，商务部部长王文涛在法国巴黎出席世贸组织小型部长会议期间会见加拿大国贸部长西杜。双方就中加经贸关系、维护多边贸易体制以及各自关心的经贸问题进行务实和坦诚的沟通。自去年 10 月 1 日起，加拿大对所有进口自中国的电动车新征 100%的附加税，10 月 15 日起，加拿大对进口自中国的钢铁和铝产品征收 25%的附加税。为反制加拿大对中方的歧视性措施，并维护中方的合法权益，国务院关税税则委员会宣布自 3 月 20 日起对原产于加拿大的部分进口商品加征关税，其中包括对加拿大菜子油、油渣饼、豌豆加征 100%关税。中加贸易摩擦升级的责任完全在加方，改善关系首先需要加方释出诚意。中加双方经贸部门展开接触对话，释放改善双边贸易关系的积极信号。如果双方贸易关系得到改善，此前部分商品被加征的高额关税也有望被取消，加拿大菜籽油和油渣饼有望恢复对华出口。受此影响，国内菜油和菜粕市场应声大幅回落，快速释放此前因中加关系紧张引发的政策升水。

进口大豆压榨量维持高位，豆粕市场呈现近弱远强特征

随着进口大豆集中到港入厂，5 月底全国主要油厂大豆商业库存已经回升至近 700 万吨高位。

船期监测显示，预计 6 月份进口大豆到港量在 1200 万吨左右，7 月 950 万吨，8 月 850 万吨，四季度前国内大豆供给充足，更远期订单量明显偏少。5 月份全国主要油厂大豆压榨量为 902 万吨，远高于 4 月份的 538 万吨，去年同期为 860 万吨。预计 6 月份全国主要油厂将维持高开机率，全月大豆压榨量将继续超过 900 万吨。高压榨量令国内豆粕库存快速回升，并导致豆粕现货价格持续走弱。由于近期豆粕价格回落速度快于菜粕，豆菜价差连续收窄。国内豆粕市场呈现“高压榨、低基差，近松远紧”的现状。随着中加关系改善预期引发的抛压释放，菜粕市场逐渐重回豆粕市场引领的震荡偏强节奏运行。

国内油脂库存继续升高，菜油急跌释放政策升水

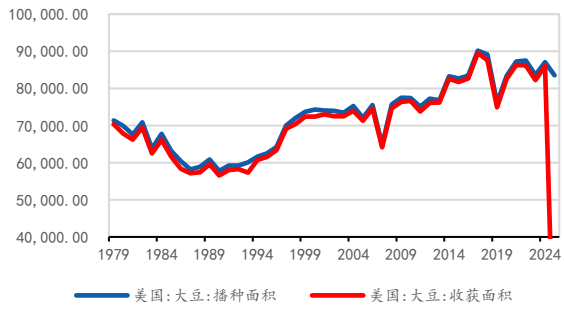
中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 207.06 万吨，周度增加 7.13 万吨，其中豆油库存增加 6.34 万吨。国内棕榈油供需双弱，库存维持低位运行，仅够刚需消费。马来西亚棕榈油 5 月出口形势好转，产地棕榈油走强带动国内棕榈油进口成本攀升。进口大豆周度压榨量升至 220 万吨高位，累库节奏加快仍令豆油市场缺少持续上行动力。当前正值国产菜籽集中供应期，国内菜油库存原本偏高，如果中加贸易关系改善，将改变菜油市场原有的高估值逻辑，相较于其他油脂，菜油期货可能仍存在补跌空间。

3 油脂油料市场展望

中美元首通话，同意双方团队继续落实好日内瓦共识，尽快举行新一轮会谈，继续为中美关系改善释放积极信号。美豆良好开局有助于提振乐观的产量前景，但中期天气风险仍不能排除。中加经贸部门展开对话，引发市场对加拿大菜籽类商品恢复对华出口的预期，国内菜粕和菜籽油期货市场迅速对此作出利空回应。国内菜粕市场释放因中加关系紧张引发的政策升水后，在夏季水产养殖需求及美豆潜在天气支撑下，逐渐与国内豆粕市场运行节奏趋于一致。中加关系改善导致菜油市场运行逻辑发生改变，原有的高库存压力正在释放，菜油相比其他油脂的高升水状态将得到修正。国内大豆压榨量居高不下，累库压力限制豆油市场回升空间。国内棕榈油市场缺乏独立性，市场焦点集中在下周 MPOB 月报。豆一期货市场本周维持震荡行情，方向性驱动较弱。国产大豆被大量收购入库，市场对三季度启动政策性抛储预期升温。在缺少减产和需求等利多题材支撑下，豆一期货市场有望维持反弹乏力状态。

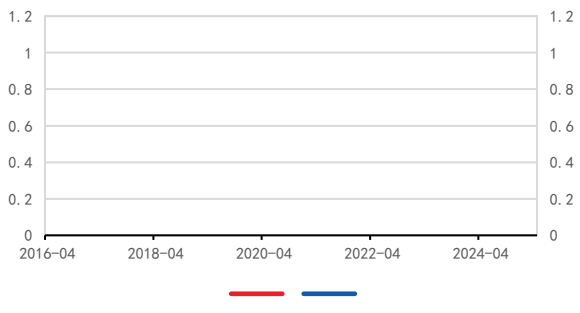
4 油脂油料市场主要数据

图表 35：美国大豆种植收获面积



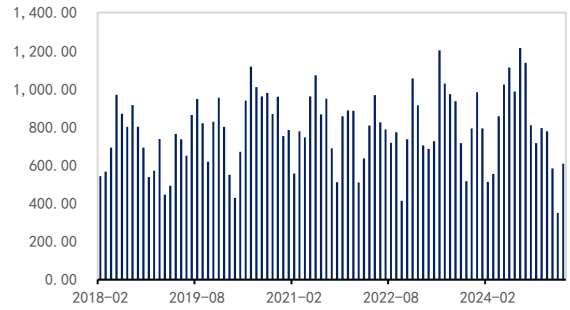
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：国内生猪存栏量



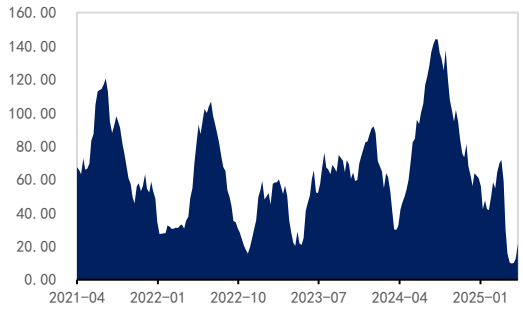
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：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 38：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