中金财富期货策略周报（2025 年第 19 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：以伊冲突最终的规模可能有限，因此事件引发的原油、黄金品种大涨，注意其大幅震荡的风险。PPI 的弱势显示内需仍待提振，其指向的工业领域偏紧缩的态势亦未出现明显改变，内盘工业品虽然位置较低，但是弱势恐难改变。

股指期货：指数震荡上行，走势依然较强。自去年 924 行情以来，市场最大的变化就是稳定性增强，托底的力量强大，国家队控制盘面的能力显著增强。对于指数，关注地缘政治带来的外围市场情绪的变化，预计指数调整空间有限。

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。需求转入淡季，下游铜箔、铜管等开工率均环比出现下降，下游终端虽有韧性，但对铜向上传导力度不足，需求依然是制约铜价上涨的重要原因。整体来说，目前铜盘面价格在震荡区间内波动运行。

锌：海外新增矿山产能释放顺利，国内原料流入量增加，整体供应维持宽松格局，内外加工费均环比上涨。6 月进入传统消费淡季，镀锌、压铸锌合金开工率虽较端午节后略有回升，但仍低于节前水平；氧化锌开工率延续下滑。供给宽松预期与弱现实需求的博弈，短期内预计锌价将保持偏弱震荡。

钢材：上周钢价维持在历史低位区间内震荡运行，市场供需矛盾依旧突出。尽管地产链的持续低迷对国内需求形成压制，但钢材出口表现仍具韧性，在全球贸易摩擦与对等关税博弈的复杂背景下依旧保持高位，为总需求提供了关键支撑。不过，原料端价格仍处下行通道，成本支撑持续削弱；与此同时，宏观情绪在中美博弈、中东局势等多重扰动下反复波动，未形成一致性预期。在缺乏实质性利多驱动、政策尚未明确转向的背景下，我们认为钢价仍将维持低位震荡的走势。

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：中美在伦敦完成第二轮经贸会谈，“原则上”达成框架协议，市场预计 90 天过渡期结束后将继续执行当前的关税税率。美豆良好开局提振产量前景，但随着美豆陆续进入生长关键期，为应对潜在天气炒作，资金增持天气升水的意愿往往较强，从而为美豆市场带来季节性抗跌支撑。国内豆粕现货端供给压力仍在释放，但 8 月以后的大豆采购缺口很大，按现行关税计算，进口美豆成本远高于其他地区。在远期进口大豆供给得到有效落实前，豆粕市场在“弱现实、强预期”的市场环境下，有望保持近弱远强的特征。国内油脂市场近期走势较为复杂，基本面因素叠加地缘政治影响，市场单边驱动明显不足，有望延续反复震荡状态。国产大豆被大量收购入库，三季度启动政策性抛储概率较大。中储粮近期大豆采购计划连续流拍，加剧市场对现货供应紧张的担忧，为近期豆一期货市场震荡回升提供重要支撑。

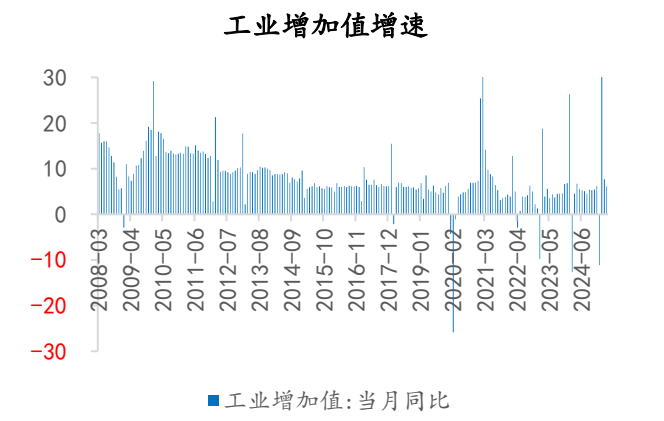
目录

周度策略：地缘政治对商品市场影响有限 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 “民生十条”发布，惠民生促消费政策可期 ..... - 7 -
3 流动性跟踪：精准投放，均衡运行 ..... - 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 钢材出口超预期 ..... - 14 -
2 成本支撑减弱 ..... - 14 -
3 铁水产量小幅回落 表观需求延续疲软 ..... - 15 -
4 小结 ..... - 15 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 中东局势急转直下 ..... - 18 -
2 美以之心昭然若揭 ..... - 18 -
3 世界油阀引起担忧 ..... - 18 -
4 合理推测事态演变 ..... - 18 -
5 密切关注谨慎应对 ..... - 19 -
6 价值重估风高浪险 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 供需矛盾贯穿全年 ..... - 22 -
2 产区雨季天气扰动 ..... - 22 -
3 流通现货保持充裕 ..... - 22 -
4 辩证看待累库问题 ..... - 23 -
5 利空兑现情绪缓解 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆止跌反弹，国内菜油释放政策升水 ..... - 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 -

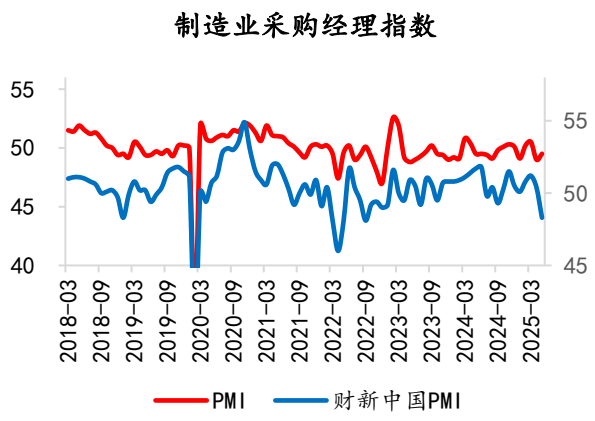
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



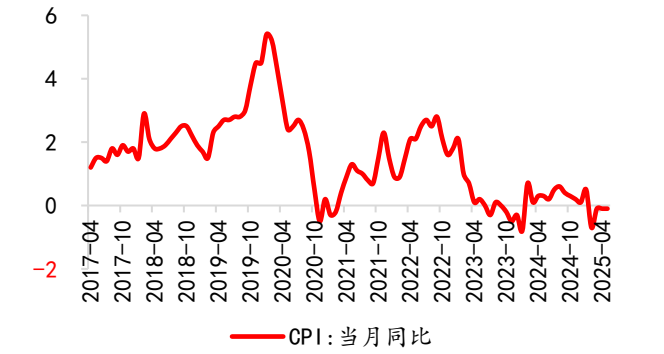
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



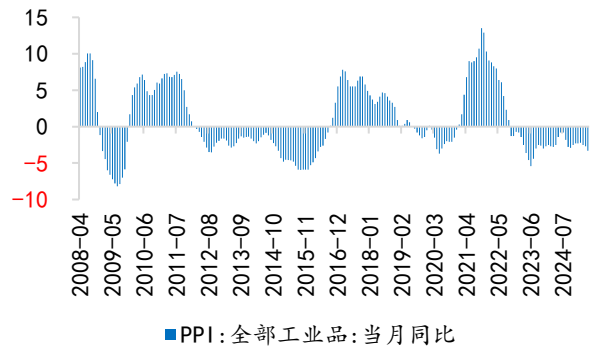
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



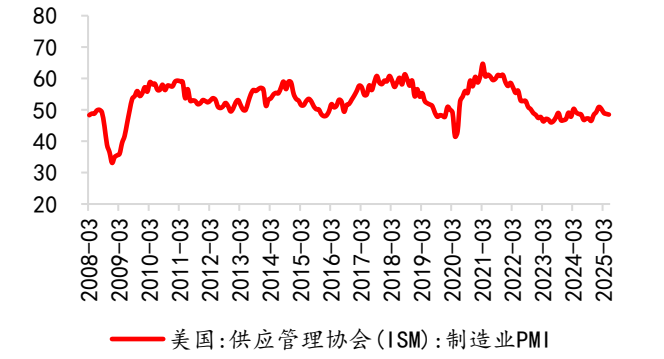
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



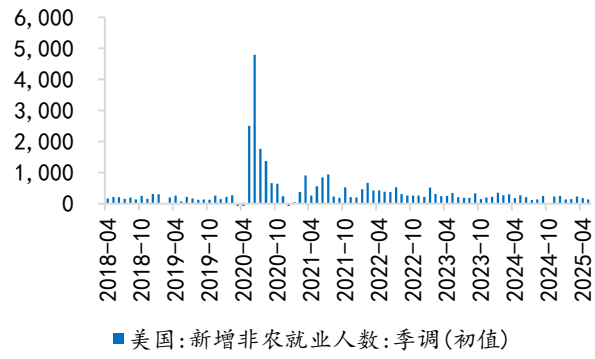
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：地缘政治对商品市场影响有限

上周五，以色列对伊朗发动袭击，刺杀多名高官，摧毁多处核基地。但是这个地缘政治事件对全球资本市场影响非常有限，大概率不会影响商品市场的走势。

以色列和伊朗的冲突会有多大规模？

2025 年 6 月 13 日凌晨，以色列对伊朗发动代号为“狮子的力量”的大规模空袭，伊朗首都德黑兰及多个省份纷纷被袭击。

以色列的行动主要针对伊朗核设施和军事目标，包括伊斯法罕省纳坦兹核设施、德黑兰革命卫队总部等关键地点。从结果看， 包括伊朗伊斯兰革命卫队总司令、副总司令、总参谋长在内的多名军方高级军官已被以色列定点清除；除此之外，伊朗国内负责核研究和开发的高等核物理学家也被定点清除。

伊朗遭受的奇耻大辱，理应激起其强烈的报复，但事实是，伊朗可能难以做出像样的反抗。

首先是伊朗政府的软弱性导致毫无斗志，为换取制裁解除，伊朗 2025 年 5 月罕见提出“永久弃核”，承诺销毁 60%高浓缩铀（约 174 公斤）并接受 IAEA 全面监督。然而，美国不仅要求彻底拆除纳坦兹核设施，还施压伊朗切断对胡塞武装、真主党的支持，甚至暗示军事打击。这种“得寸进尺”的策略可谓杀人诛心，引发国内民众极度不满。

其次是国内难以凝聚共识，强硬派与改革派围绕核政策激烈交锋。最高领袖哈梅内伊坚持“抵抗经济”路线，而总统佩泽希齐扬试图通过外交妥协缓解危机，权力博弈加剧政局动荡。2025 年 3 月北部城市护士因工资拖欠罢工，5 月反美示威中出现“要面包不要核武器”的口号，显示民众对经济困境的不满已转化为对政权的信任危机。

第三是经济和财政压力巨大。为了阻止伊朗获取核武器，特朗普政府恢复了对伊朗的“最大施压”政策，对与伊朗有贸易往来的码头和船舶运营商实施了更多制裁。伊朗经济进一步恶化，国家被推到经济崩溃的边缘。叠加管理不善和腐败的压力，伊朗经济摇摇欲坠。

综合来看，若冲突局限在伊以双方互袭，且各方积极斡旋调停，冲突可控。但极端情形下，若伊朗将报复扩大到海湾国家的美军基地、对霍尔木兹海峡进行封锁等，可能造成冲突扩散。我们认为，基于伊朗的历史表现，伊朗最终的反击的力度可能非常有限，预计此次袭击最终以伊朗的口头谴责结束。

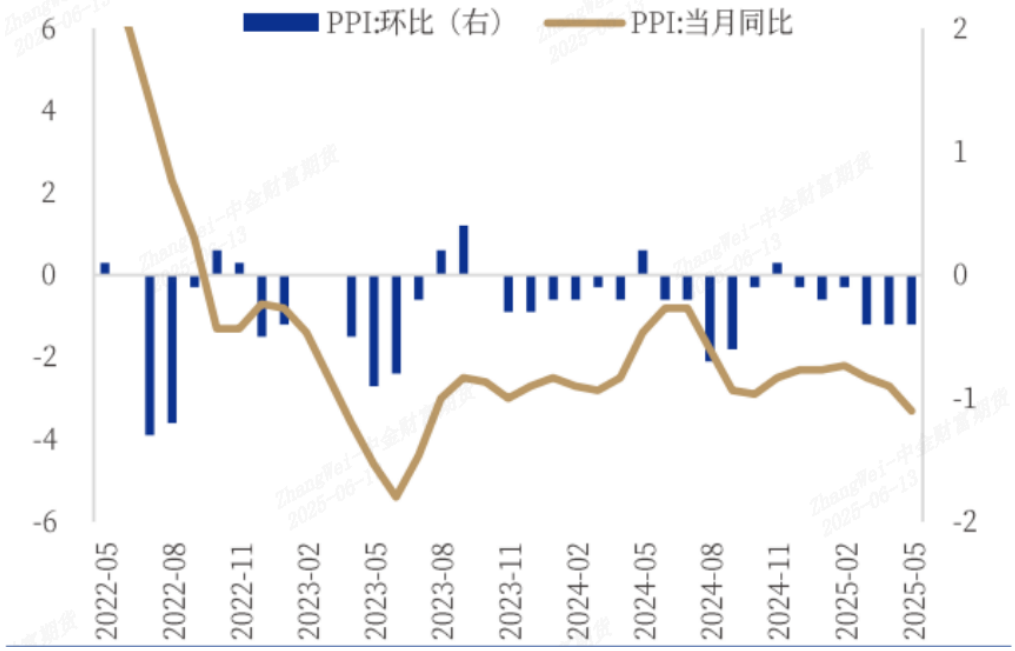
关税博弈不确定性仍存

2025 年 5 月我国进出口总金额 5289.8 亿美元，同比增长 1.3%。其中，出口金额 3161 亿美元，同比增长 4.8%；进口金额 2128.8 亿美元，同比-3.4%；贸易顺差为 1032.2 亿美元，同比增长 26.86%。1-5 月，我国进出口总额累计同比增长 1.3%，其中，出口累计同比增长 6%，进口累计同比下降 4.9%。

5 月“抢出口”退坡，出口增速有所放缓但仍强于季节性，出口韧性仍存。5 月我国出口金额 3161 亿元，同比增长 4.8%，分别较上月和去年同期下降 3.3 和 2.6 个百分点。原因有二：一是“抢转口”减弱，5 月对东盟出口增速较上月下降近 6 个百分点，中美关税大幅下降下“抢

转口”必要性减弱；二是中美贸易谈判取得超预期进展，一定程度上稳定了市场预期，“抢出口”必要性下降。从高频数据看，截至 5 月 25 日当周，我国监测港口集装箱吞吐量四周累计同比降至 6.7%，4 月底同比为 7.3%。但从金额来看，5 月出口金额（3161 亿美元）仍高于 2020-2024 年同期出口金额均值（2712.5 亿美元），出口表现仍强于季节性，显示了我国出口的较强韧性。

图表 1：PPI 同比降速扩大



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

5 月 PPI 同比-3.3%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，连续三个月降幅走阔，环比-0.4%，降幅与上月相同。国家统计局指出 PPI 下降的主要原因是国际输入性因素影响国内相关行业价格下降，以及国内部分能源和原材料价格阶段性下行，煤炭需求处于淡季，南方地区高温雨水天气增多，影响部分房地产、基建项目施工，加之钢材、水泥等建材生产供给充足，相应工业价格下降。5 月全部工业品价格同比降幅扩大，而产成品库存不断缩小，工业企业呈现主动去库存特征，对市场前景信心不足，贸易战对经济造成的负面影响还在延续，企业面临多重压力。

中美尽管达成阶段性关税缓和，但美国剥离中国供给的根本意图未发生改变，5 月我国对美直接出口再度大幅降温；通过与东盟的境外协同供给仍是当前我国二轮抢出口的主要路径。虽然我国 5 月初与美国达成中美日内瓦经贸会谈联合声明，宣布在 90 天内暂停加征部分关税，但 5 月我国对美国出口同比较 4 月仍然再度回落，同比跌幅加深 13.5 个百分点至-34.5%，显示美国剥离我国供给的意图愈演愈烈。

大类资产波动逐渐下降

以伊冲突最终的规模可能有限，因此事件引发的原油、黄金品种大涨，注意其大幅震荡的风险。PPI 的弱势显示内需仍待提振，其指向的工业领域偏紧缩的态势亦未出现明显改变，内盘工业品虽然位置较低，但是弱势恐难改变。

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 12 日	中国商务部国际贸易谈判代表：中美原则上达成协议框架	双方原则上就落实两国元首 6 月 5 日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架	等待贸易谈判的最终结果
	6 月 13 日	特朗普加大施压鲍威尔	特朗普表示，降息两个百分点，就可每年节省 6000 亿美元，	可能“强迫”美联储行动
数据	6 月 11 日	PPI 同比降幅扩大至 3.3%	5 月 PPI 同比降幅由上月 2.7%扩大至 3.3%，降幅为一年多以来最大	内需仍待提振
	6 月 10 日	美国 5 月 CPI 同比 2.4%	连续第四个月低于预期	能源主导整体 CPI 的放缓
事件	6 月 13 日	以色列对伊朗发动袭击	以色列对伊朗发动全面袭击	基于伊朗的软弱性，预计这一事件最终影响有限

资料来源：中金财富期货研究所

2 “民生十条”发布，惠民生促消费政策可期

中共中央办公厅、国务院办公厅日前印发《关于进一步保障和改善民生着力解决群众急难愁盼的意见》，推动民生建设更加公平、均衡、普惠、可及。该意见从增强社会保障公平性、提高基本公共服务均衡性、扩大基础民生服务普惠性、提升多样化社会服务可及性、保障措施五方面对保障和改善民生做出了具体部署，共有十条举措，该意见也被称为“民生十条”。

意见的发布，凸显了党和政府对民生工作的高度重视，是对中央经济工作会议、全国两会精神及 4 月中央政治局会议精神的进一步落实。2024 年 12 月中央经济工作会议指出“加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感”。2025 年全国两会发布的政府工作报告指出“加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能。加强普惠性、基础性、兜底性民生建设，稳步提高公共服务和社会保障水平，促进社会和谐稳定，不断增强人民群众获得感幸福感安全感。”今年 4 月中央政治局会议也提出“要着力保民生”。《关于进一步保障和改善民生着力解决群众急难愁盼的意见》出台，是对一系列政策精神的综合落实。

意见的发布，客观上有利于营造提振消费的良好环境。今年 3 月，中共中央办公厅国务院办公厅印发了《提振消费专项行动方案》，其中提出“将促消费同惠民生、补短板结合起来”。该方案共有八项具体部署，其中，“消费能力保障支持行动”、“服务消费提质惠民行动”与《关于进一步保障和改善民生着力解决群众急难愁盼的意见》形成共振。《提振消费专项行动方案》中提及的“加大生育养育保障力度”、“强化教育支撑、提高医疗养老保障能力”、“保障重点群体基本生活”等举措，正是《关于进一步保障和改善民生着力解决群众急难愁盼的意见》所强调的重点。

3 流动性跟踪：精准投放，均衡运行

信用环境看，阶段性改善可期。综合前期结构性货币政策的逐步落地生效以及金融机构季末月的冲量需求，6 月信用扩张或有望提增，预计 6 月全月信贷增量或恢复至同比持平水平（上年

同期 21300 亿元）。此外，结合当月政府债供给的延续及去年二季度规范“手工补息”带来的低基数效应，6 月社融增速或有望维持在 8.7%左右。

公开市场均衡合理，积极配合财政发力，呵护资金面稳定。5 月，央行通过降准释放流动性 1 万亿元，同时 MLF 净投放中长期资金 3750 亿元，开展买断式逆回购 4000 亿元（3M）/3000 亿元（6M），到期 9000 亿元（3M）；通过 OMO 净回笼 152 亿元，国库定存净投放 2400 亿元，结合 SLF、PSL 及其他结构性货币政策工具操作，央行合计净投放流动性近 1.2 万亿元，配合财政发力，呵护资金面均衡合理。

5 月政府债发力仍有延续。5 月政府债净融资规模约 1.5 万亿元，高于上年同期 1.2 万亿元的水平，同比多增约 3000 亿元。政策指引下，今年以来地方化债节奏前移，二季度或仍是政府债集中发行阶段，我们判断这也成为央行流动性投放的重要考量因素。

4 宏观策略

以伊冲突最终的规模可能有限，因此事件引发的原油、黄金品种大涨，注意其大幅震荡的风险。PPI 的弱势显示内需仍待提振，其指向的工业领域偏紧缩的态势亦未出现明显改变，内盘工业品虽然位置较低，但是弱势恐难改变。

5 股指期货市场分析

指数震荡回落

上周两市冲高回落，周度表现看，其中沪深 300 指数-0.25%，上证 50 指数-0.46%，中证 500 指数-0.38%，中证 1000 指数-0.72%。

李强同加拿大总理卡尼通电话。6 月 9 日，国务院副总理何立峰与美方在英国伦敦开始举行中美经贸磋商机制首次会议，6 月 10 日，商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢在伦敦谈到中美经贸磋商机制首次会议时表示，中美双方进行了专业、理性、深入、坦诚的沟通。双方原则上就落实两国元首 6 月 5 日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。

协议的达成，刺激指数出现反弹，但是 6 月 13 日的以色列袭击伊朗行动，引发全球股市下跌，A 股也跟随下跌，导致指数周度表现为冲高回落。

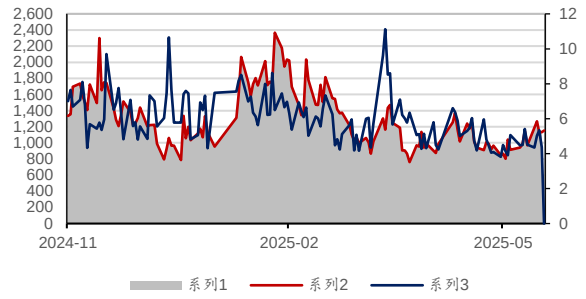
短期回落空间有限

基本面：下半年，关注“抢出口”后外需变化；内需保持缓步增长；通胀仍较弱。政策面：既定政策落地，我们预计下一个政策窗口期在 8 月下半月至 9 月上半月。

中期看，在基本面平稳平淡，政策面预期不强下，催化力量偏弱，股票市场维持震荡整理态势，这也是我们认为 6 月份市场走势偏震荡的主要原因。

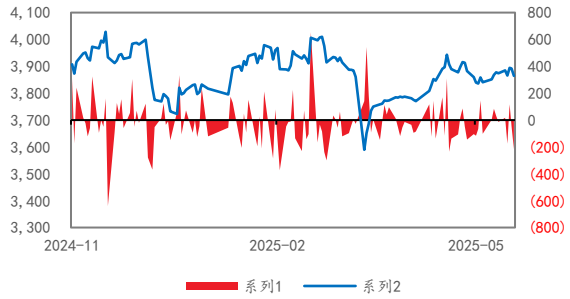
短期看，指数震荡上行，走势依然较强。自去年 924 行情以来，市场最大的变化就是稳定性增强，托底的力量强大，国家队控制盘面的能力显著增强。对于指数，我们仍建议关注沪指 3000-3040 这一关键区域的突破情况，短期以震荡思路对待。

图表 8：融资融券数据图



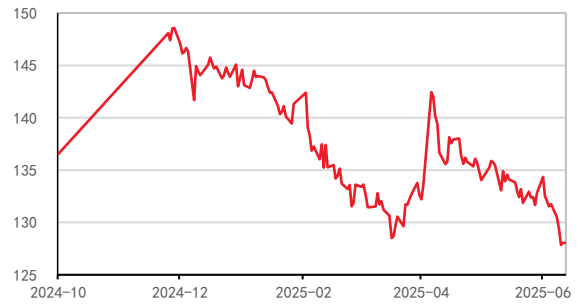
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



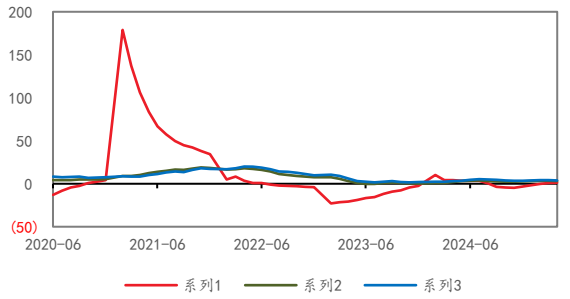
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。2025 年 4 月中国进口铜矿砂及其精矿 292.4 万吨；1-4 月中国进口铜矿砂及其精矿 1,003.1 万吨，同比增长 7.8%。

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。

淡季效应

进入需求淡季阶段，表观消费量减少，5 月预计继续处于下降周期内。PMI 等主要指标回升向好，我国经济总体产出保持扩张，但下游铜箔、铜管等开工率均环比出现下降。铜棒产量下滑明显，近期行情波动不大，虽然消息面频发对情绪有一定影响，但铜棒现货价格并没有出现大幅调整，基本稳价为主。电子电路铜箔方面行情较为平淡，各企业产能较节前并未太大出路，手上库存持续低位，订单热度并未恢复，下游市场仍以刚需备货为主，市场参与者心态较为谨慎。下游终端虽有韧性，但对铜向上传导力度不足，需求依然是制约铜价上涨的重要原因。

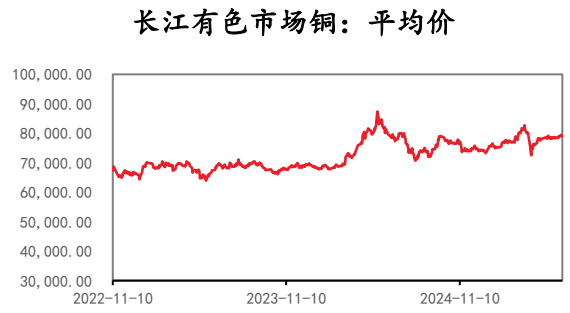
2 结论

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。国内精炼铜产量维持高位，同比增速大幅增加，位于历年同期高位水平，目前市场对铜供应紧张预期尚未兑现，实质供应尚未减弱。需求转入淡季，

下游铜箔、铜管等开工率均环比出现下降，下游终端虽有韧性，但对铜向上传导力度不足，需求依然是制约铜价上涨的重要原因。整体来说，目前铜盘面价格在震荡区间内波动运行。

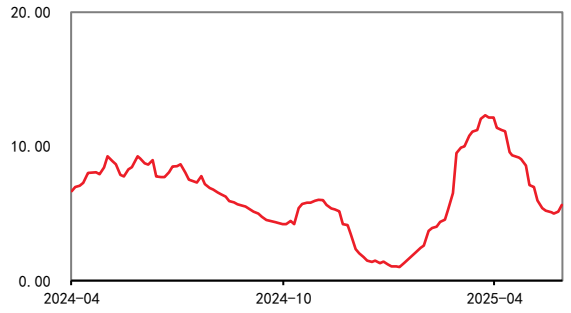
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



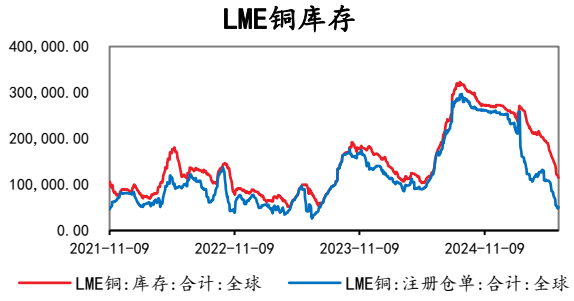
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



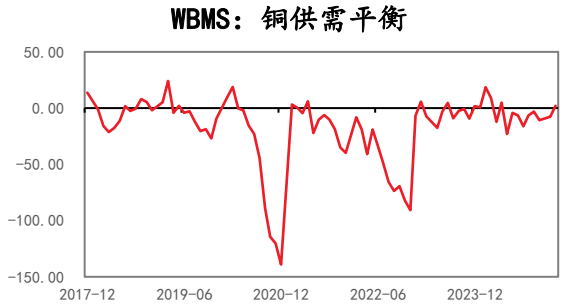
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



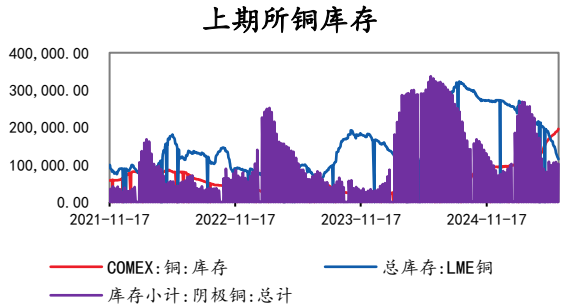
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



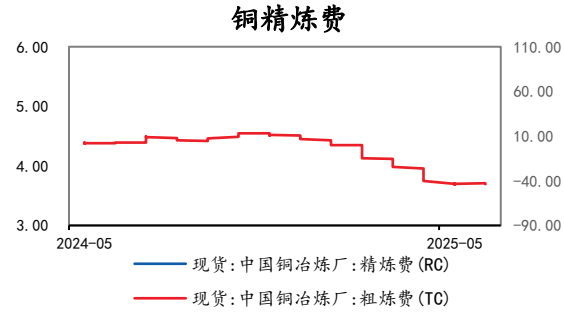
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

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。

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。受进口锌矿持续到货补充，国内炼厂加工费持续上调，其中内蒙古、东北、广西等地区受进口矿/炼厂检修因素影响，加工费涨幅较为明显；但随着港口锌矿库存明显下滑，部分新增炼厂产能开始产出，对锌矿需求旺盛，后续 TC 回升速度将放缓。

根据 SMM 数据，2025 年 5 月中国精炼锌产量 55.1 万吨，环比下降 1%，同比增加 2%左右，1-5 月累计同比增加 0.5%以上。预计 2025 年 6 月国内精炼锌产量 59 万吨，环比增加 7%，同比增加 8%以上，预计 2025 年 1-6 月产量累计同比增加将近 2%。

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。

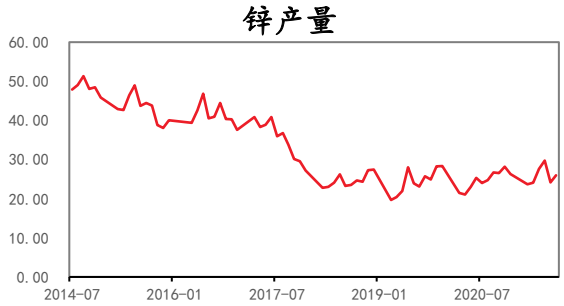
4 月，汽车产销分别完成 261.9 万辆和 259 万辆，环比分别下降 12.9%和 11.2%，同比分别增长 8.9%和 9.8%。 1-4 月，汽车产销分别完成 1017.5 万辆和 1006 万辆，同比分别增长 12.9%和 10.8%，产销增速较 1-3 月分别收窄 1.6%和 0.4%。前 4 个月产销量为历史上首次超过 1000 万辆。

2 总结

海外新增矿山产能释放顺利，国内原料流入量增加，整体供应维持宽松格局，内外加工费均环比上涨。6 月进入传统消费淡季，镀锌、压铸锌合金开工率虽较端午节后略有回升，但仍低于节前水平；氧化锌开工率延续下滑。供给宽松预期与弱现实需求的博弈，短期内预计锌价将保持偏弱震荡。

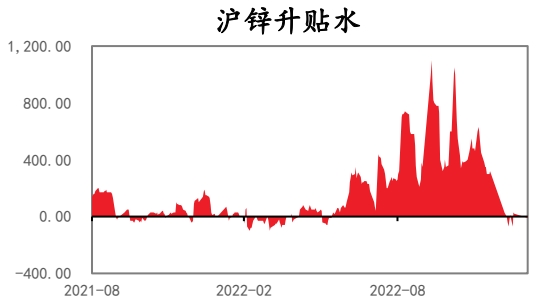
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



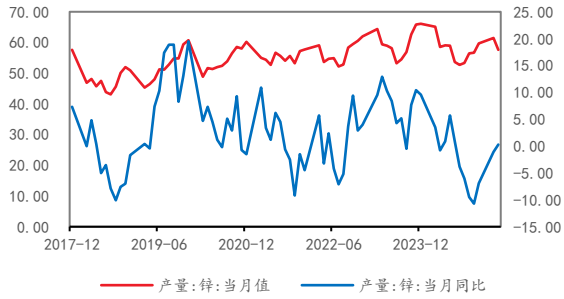
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



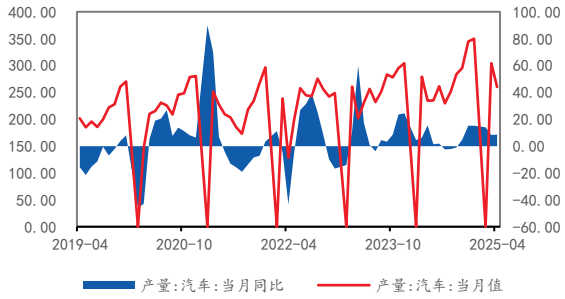
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 钢材出口超预期

在国内需求疲弱、地产产业链持续下行的背景下，2025 年前 5 个月我国钢材出口依旧展现出强韧增长态势，成为钢材需求侧的重要支撑力量。根据海关总署发布的最新统计快讯数据，5 月我国钢材出口量达 1057.8 万吨，环比增加 11.6 万吨，环比继续回升；1-5 月累计出口钢材 4846.9 万吨，同比增加 395.8 万吨，增幅达 8.9%。同期钢材进口累计为 255.3 万吨，同比减少 16.1%；由此推算，前 5 个月我国钢材净出口量已达 4591.6 万吨，同比增加 10.3%，出口对整体需求的贡献显著上升。

从单月表现来看，5 月钢材出口超出市场预期，显示在海外不确定性加大的大环境下，我国钢材依旧维持了较强的外贸韧性。本应受到全球贸易摩擦升级、地缘政治风险延伸及对等关税博弈等外部因素制约，然而现实数据表明，当前我国钢材产品凭借品类齐全、交付稳定、配套完善以及突出的性价比优势，在国际市场依然保持了较强的竞争力，尤其在亚洲、非洲等新兴市场中出口表现活跃。部分出口企业还积极通过产品结构升级和技术优化，提升高附加值钢材出口比重，进一步增强了抵御外部风险的能力。

我们认为，短期内内需难以出现显著改善，在房地产投资尚未止跌、制造业与基建需求增速放缓的背景下，钢材出口仍将承担稳定总需求的重要角色。尤其是当前国内钢材产量阶段性高位运行，而内需消化能力偏弱的情况下，出口的托底作用尤为关键。钢材出口的持续增长不仅缓解了国内供需矛盾，也对钢材价格形成了一定支撑，对市场情绪起到稳定作用。后续需持续关注全球贸易政策动向、人民币汇率变化以及国外对中国钢材设限措施的进展，判断出口可持续性的边际变化。综合来看，出口高韧性将成为 2025 年中国钢材市场的重要变量与支撑因素。

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 表观需求延续疲软

上周全国高炉、电炉产能利用率回落。247 家钢厂高炉产能利用率为 90.6%，环比下降 0.1 个百分点，同比上升 2.4 个百分点；91 家电炉产能利用率为 53.2%，环比下降 1.0 个百分点，同比下降 2.2 个百分点。五大品种钢材周产量为 858.9 万吨，环比下降 2.4%，同比下降 4.2%。长流程产量略有回落，日均铁水产量减少 0.2 万吨至 241.5 万吨，螺纹钢与热轧卷板产量均有所下降。

库存方面，五大品种钢材社会库存为 927.5 万吨，环比下降 0.4%，同比下降 27.0%；钢厂库存为 427.1 万吨，环比下降 1.3%，同比下降 12.3%。钢材总库存环比下降 0.7%，降幅较前一周扩大 0.5 个百分点，螺纹钢库存继续去化，热轧卷板库存则维持累积趋势。

从产量与库存推算来看，上周五大品种钢材表观消费为 868.1 万吨，环比下降 1.6%，同比下降 2.7%。其中螺纹钢表观消费为 220 万吨，环比下降 4.0%，同比下降 4.8%。整体钢材需求延续走弱态势，螺纹钢消费下滑，热卷消费同步下降，建筑钢材成交周均值为 10 万吨，环比下降 4.0%。

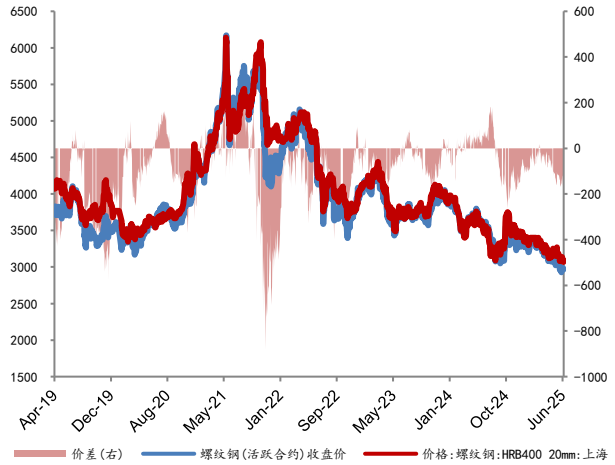
钢价方面，上周钢材现货价格小幅走弱，主流钢材品种即期毛利小幅改善。247 家钢厂盈利率为 58.4%，环比下降 0.4 个百分点。

4 小结

上周钢价维持在历史低位区间内震荡运行，市场供需矛盾依旧突出。尽管地产链的持续低迷对国内需求形成压制，但钢材出口表现仍具韧性，在全球贸易摩擦与对等关税博弈的复杂背景下依旧保持高位，为总需求提供了关键支撑。不过，原料端价格仍处下行通道，成本支撑持续削弱；与此同时，宏观情绪在中美博弈、中东局势等多重扰动下反复波动，未形成一致性预期。在缺乏实质性利多驱动、政策尚未明确转向的背景下，我们认为钢价仍将维持低位震荡的走势。

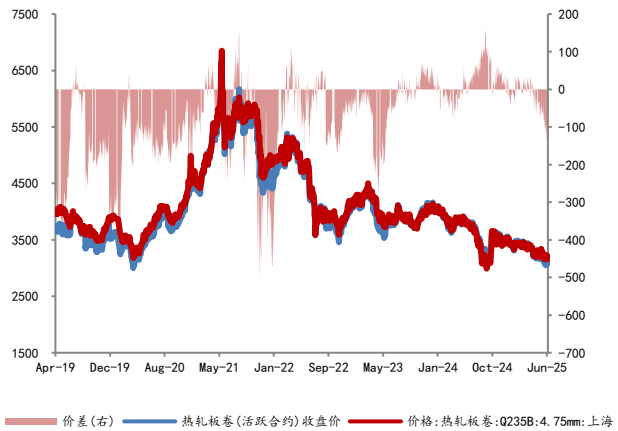
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



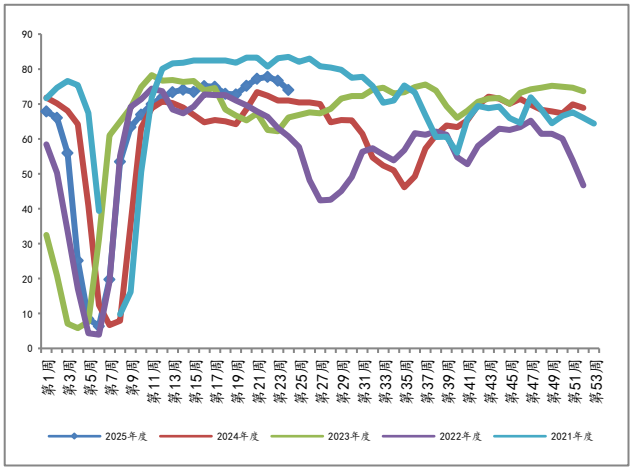
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



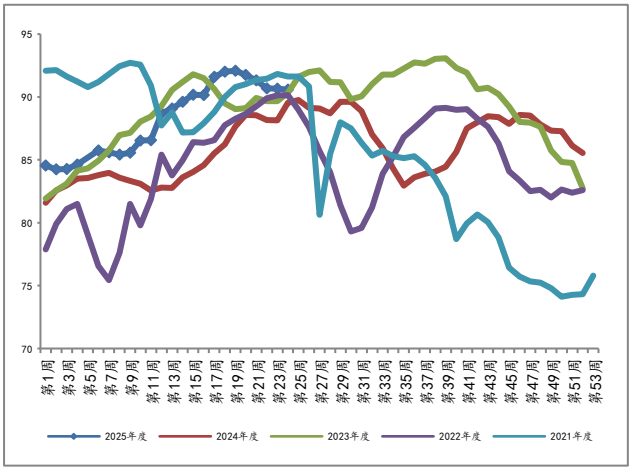
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



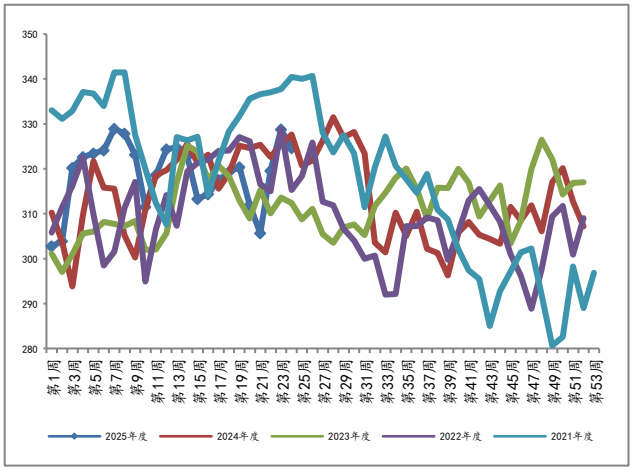
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



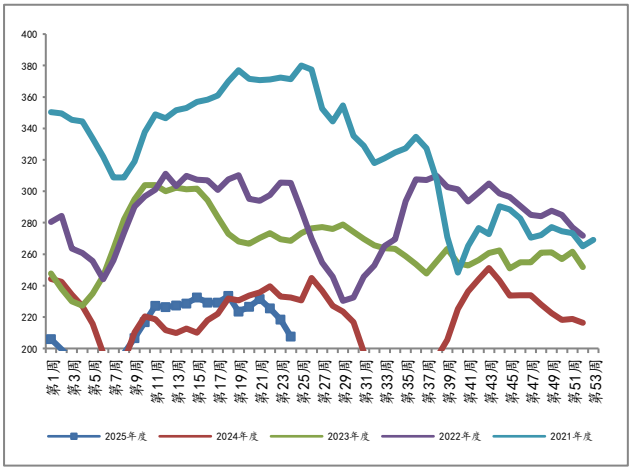
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



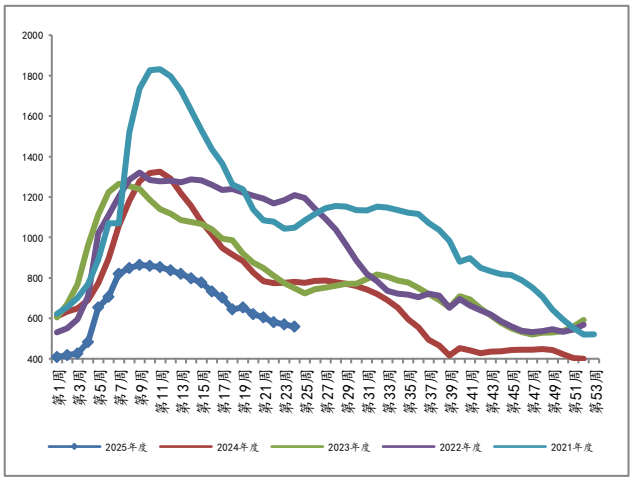
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



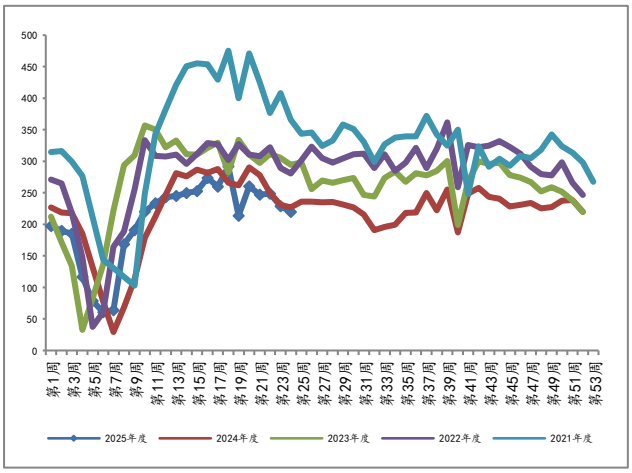
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 中东局势急转直下

据央视新闻报导，以色列对伊朗发动军事打击，德黑兰发生连续爆炸声。此事件引爆全球对中东战争的担忧情绪，原油地缘政治风险溢价大笔涌入市场。

以色列先发制人打击伊朗事发突然，但此前种种迹象表明，中东地区正在酝酿一场较大的动荡。美国五角大楼宣布，已经开始安排驻扎在巴格达等中东基地的部分人员撤离，因该地区安全风险正在上升。声明虽未提及具体威胁，但此前伊朗警告，如果与美国谈判破裂并遭受打击，将报复美国部署在中东的军事资产。英国海上贸易行动办公室（UKMTO）发布警告，中东局势紧张可能导致军事活动升级，建议船舶谨慎穿越阿拉伯湾、阿曼湾和霍尔木兹海峡。一个月之前，中国驻以色列大使馆提醒，中国公民暂勿前往该地区，当地华人应尽快撤离或转移。以上各国官方声明透露出，近期中东地区围绕伊朗和以色列发生冲突甚至战役的风险极高。

2 美以之心昭然若揭

时值美伊核协议第六轮谈判之际，发生小型冲突颇有迫使伊朗签订城下之盟的意味，美以希望以极小成本达成伊朗无核化并任人宰割的目标。美伊核协议谈判进展不及预期，尽管伊朗起初一改强硬立场，采取通过第三方间接对话的方式，表现出愿意配合的温和态度，然而美伊斗争持续已近四十年，加上特朗普政府单方面撕毁核协议在先，双方处于高度战略不互信的博弈形势。

开门见山地讲，美国和以色列现阶段中东战略的首要目标，就是灭亡以伊朗为核心的抵抗之弧。自阿克萨洪水事件以来，美国支持以色列对加沙地带的哈马斯发动打击，后者主要指挥官悉数阵亡，有生力量已经基本消耗殆尽。自此开始，以色列用 BP 机爆炸手段造成黎巴嫩真主党数千名成员伤残，美国策动叙利亚 HTS 叛乱组织推翻阿萨德政权，派遣航母战斗群与胡塞武装在红海沿岸展开激烈对抗……现在美以之心昭然若揭，在全面压制抵抗之弧后，开始将矛头直接对准伊朗。

3 世界油阀引起担忧

伊朗原本是 OPEC 核心产油大国之一，但近年来饱受美国制裁，其原油出口量大打折扣且缺乏可靠统计。特朗普在上一任期对伊朗实施了严厉制裁，导致伊朗原油出口量从最高 280 万桶/日降至不足 20 万桶/日。拜登时期为平抑高通胀压力，默许伊朗原油供应逐步恢复，据信该国原油产量约为 330 万桶/日，出口量在 160 万桶/日左右。特朗普卷土重来后，立即对伊朗故技重施，不断加大对伊朗原油出口链的制裁力度，目标包括参与运输原油的船只和亚洲一家独立炼油厂，并对相关企业实施所谓的“二级制裁”。制裁伊朗可能会导致约 100 万桶/日的供应损失，但市场真正担忧的是霍尔木兹海峡通航安全，该地区原油贸易量占全球的 10%-12%。

4 合理推测事态演变

据了解，本次以色列对德黑兰的打击，主要针对伊朗伊斯兰革命卫队司令。外界普遍预期，随后以色列本土将遭到伊朗的报复，短期事态有一定扩大化的倾向。然而回顾历史，特朗普上一任期策动对苏莱曼尼将军的暗杀，去年以色列空袭德黑兰斩首哈马斯领导人，伊朗仅做出有限度的军事反击。鉴于伊朗国内形势错综复杂，虽然放出“终结犹太复国主义实体”的狠话，但伊朗并没有战略决心对以色列发动清算。但另一边，以色列在加沙冲突中暴露出缺乏战争潜力的短板，美国也明确表示并未参与或协助。大胆猜测，矛盾双边均无意将问题升级到战役程度，接下来的行为将更多是“雷声大、雨点小”的政治作秀，但我们无法对此预测结果负责。

5 密切关注谨慎应对

接下来首要密切关注伊朗的报复手段，以及由此可能引发的回合制打击，一时间原油市场充满巨大的不确定性。不过客观来看，即使伊朗造成原油供应骤降百万桶/日，也只会给 OPEC+留出操作空间，沙特和阿联酋坐拥数百万桶/日的闲置产能，潜在缺口并不难以对冲。我的综合观点是：冲突升级激发的风险情绪甚嚣尘上，国际油价一举收复 4 月 OPEC+增产以来的失地，短期与情绪市对抗显然是不明智的；然而，按照上文对地缘局势的推演，本次事件很难对原油市场长期供需平衡造成颠覆性改变，若油价非理性极限冲高，炒作证伪后地缘溢价容易被大幅挤出，可参考俄乌战争爆发之初的行情。

6 价值重估风高浪险

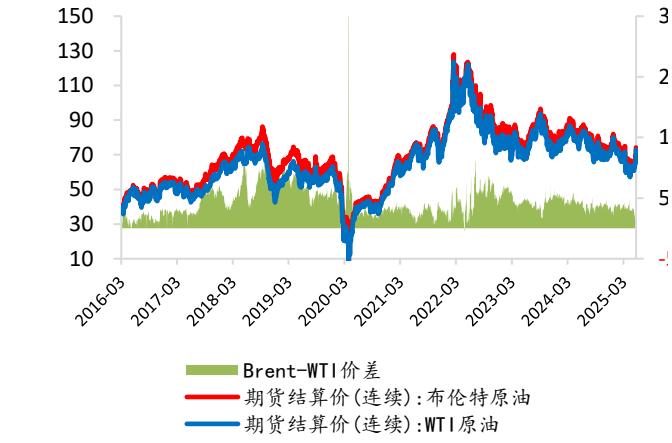
“2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，国际油价重心将在这一过程中大幅下移”，我们此前观点不幸一语成谶。随着前期利空因素阶段性出尽，国际原油止跌企稳后震荡整理，Brent 基准价格在大约 60-70 美元/桶区间附近波动。

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。

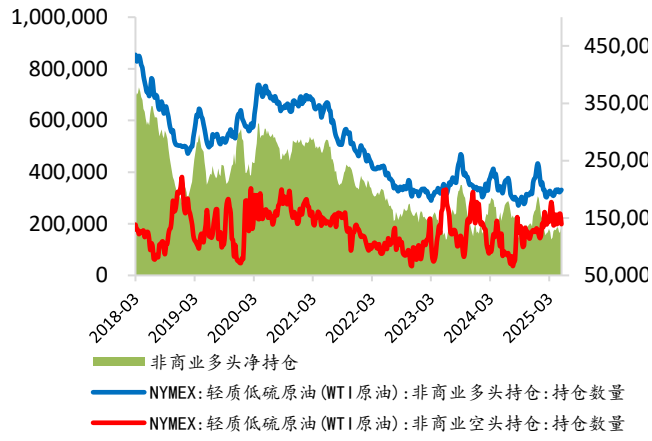
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



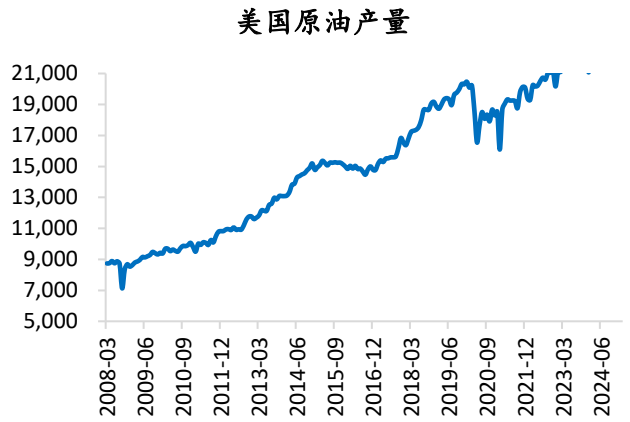
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



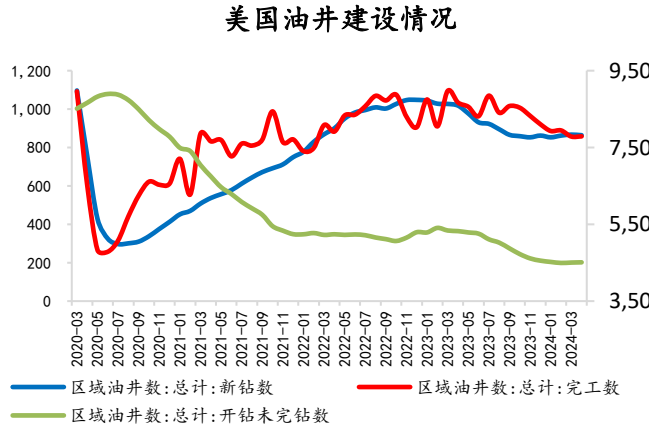
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



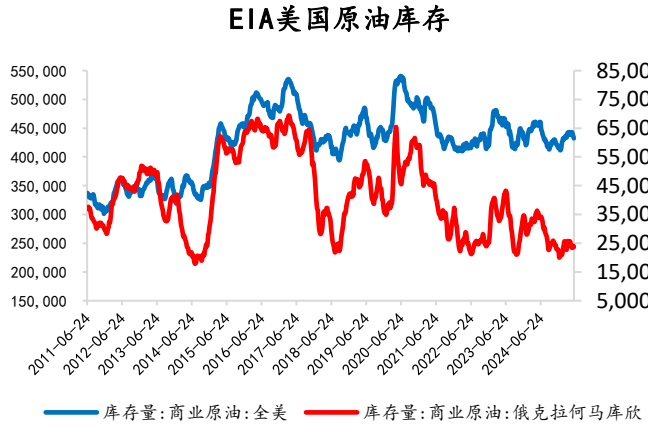
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



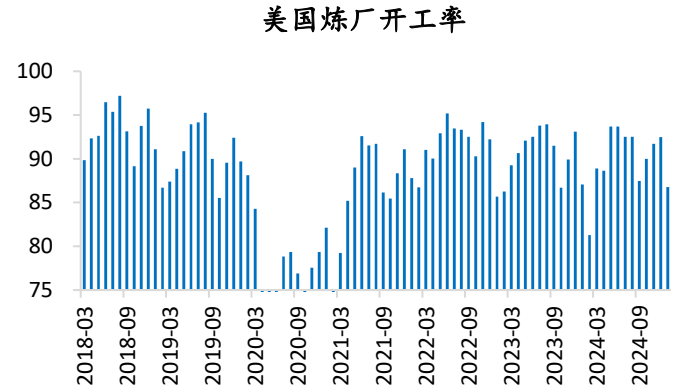
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



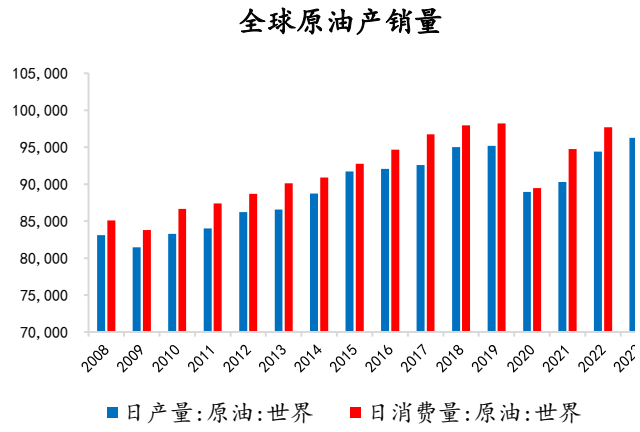
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 产区雨季天气扰动

随着产区开割上量进程推进，后续天气因素仍然是一个重要变量。云南气象局资料显示，5 月全省天然橡胶种植区均出现连续降雨过程，且降水量高于历年同期平均水平。预计 6 月产区受冷锋切变线和西南气流影响，仍将出现持续降雨过程，红河、普洱东部、西双版纳东部、德宏、临沧等地降水量均预计偏大。

橡胶树的习性极其耐受洪涝，真正需要担心的是低温和干旱。2013 年冬是版纳地区近三十年来最强降温，最低气温降至冰点并出现霜冻，当时橡胶树受冻害严重部分爆皮流胶。近年来几次开割推迟的主要原因是高温干旱，橡胶树必须有足够的水分才能顺利割胶，否则会导致枯萎落叶甚至受损死亡。反观 2016 年底到 2017 年初泰国大洪水，除了在当时阻断割胶和运输外，事后证明橡胶林受到的损毁相对轻微。

根据气象机构研究，2025 年东南亚地区天气整体较为良好，但 6-8 月雨季降雨连绵反复，原料放量可能不及预期。

3 流通现货保持充裕

天然橡胶仍受制于基本面过剩的高压，但利空因素兑现后悲观情绪缓解。

海关总署最新公布的数据显示，2025 年 5 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 60.7 万吨，较上年同期的 48.5 万吨增加 25.2%；2025 年 1-5 月，中国橡胶进口总量共计 347.6 万吨，较上年同期的 281.4 万吨增加 23.5%。截至 2025 年 6 月上旬，中国天然橡胶社会库存 128 万吨，环比下降 2.8 万吨或 2.1%；其中，深色胶库存 76.3 万吨，浅色胶库存 51.7 万吨，环比均有所下降 3.4%。

在流通现货和显性库存充裕的环境下，一段时期内橡胶供需逻辑仍将保持偏弱，整体符合季节性淡季预期。不过业界普遍预期，此前搁置的欧盟零毁林法案（EUDR）将于 6 月重启，到 9 月

前可能会有新一轮国储橡胶收储计划，若实施将为产业链带来利多影响。关注后续橡胶供需改善情况，预计将对远期价格形成支撑。

4 辩证看待累库问题

天然橡胶市场现阶段主要矛盾是库存问题，显性库存绝对数量相较历年同期不算特别高，但中下游隐形库存可能较为庞大，青岛地区迟迟未观察到季节性去库拐点。

通常在每年 12-1 月泰国主产区割胶旺季达峰，泰国到中国主港船期大概有一两个月，期间还需要避开春节假期，因而中国天然橡胶进口量往往从 4 月环比见顶回落，最迟在 5-6 月确认被动去库的拐点。

今年最大的不同是，海外天然橡胶产量和出口明显增多。由于天气和物候条件良好，且原料收购价格偏高，胶农割胶积极性较强，甚至将上一季停割推迟。此外，中国对缅甸和老挝开放橡胶免税政策，刺激大量廉价原料流入。中国作为第一大橡胶消费国，市场承接能力最强，令全球橡胶出口货源汇集到青岛，预计 8 月之后进口量将开始环比回升。

不过，天然橡胶价格的季节性特征更多是由产业习惯决定，年中前后供应较低却表现偏弱，三季度产量递增时走势反而偏强，因此我们认为，当前的库存状态并不必然导致橡胶价格下跌。

5 利空兑现情绪缓解

天然橡胶市场近期走势，可以用“辛辛苦苦整三年，一夜回到解放前”来形容，这固然是有着对基本面和季节性利空因素的真实反映。

年中以后，海内外天然橡胶主产区原料上量稳中有升，叠加外部贸易环境风险激增，业界担忧供需关系持续恶化，整体预期仍偏悲观。不过，随着天然橡胶期货盘面已经跌破前期低点，提前释放了市场的风险情绪，胶价跌势放缓转向盘整。

展望后市，预计沪胶仍会弱势震荡一段时间，但进一步下跌的空间十分有限。客观来看：泰国原料收购价格相对坚挺，加工厂难以长期处于“面粉比面包贵”的状态；下游需求淡季增长乏力，可金九银十表现至少能够差强人意；09 合约虽然面临老仓单强制注销转现难题，但压力快速释放后 01 合约往往强势。不过仍需注意，目前宏观风险可能没有完全出尽，对沪胶金融属性仍构成潜在风险。

6 周期重拾上升大势

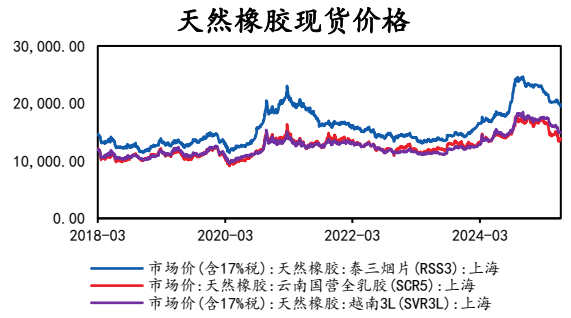
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

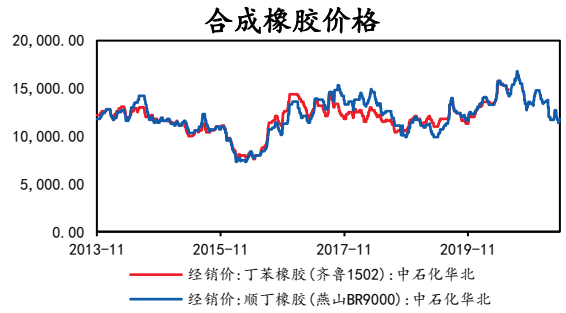
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



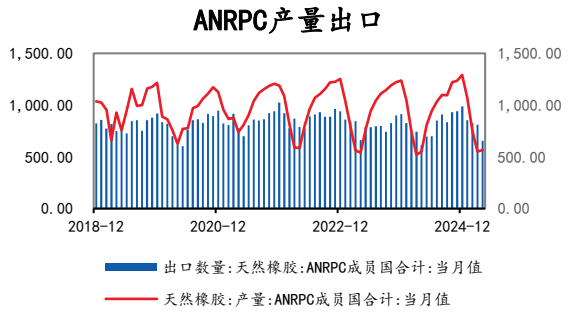
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



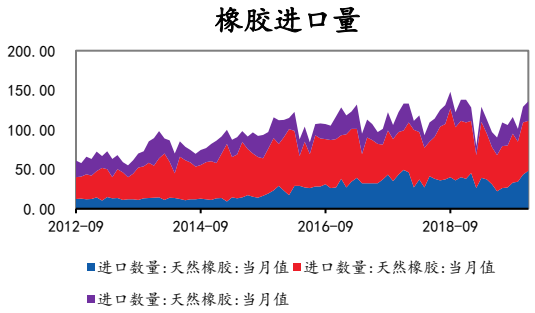
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



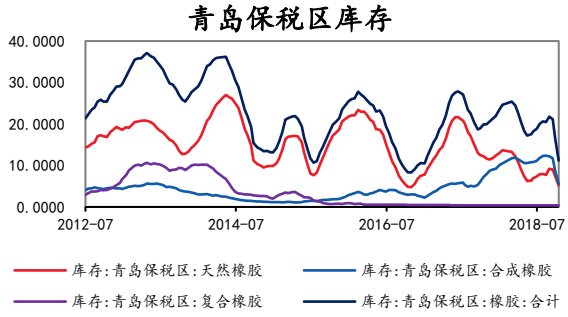
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



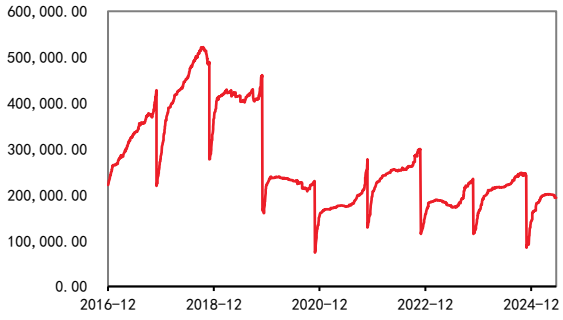
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



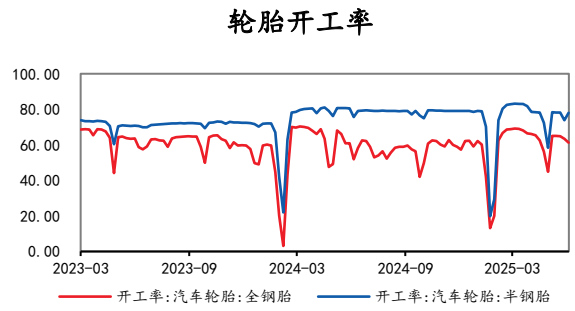
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



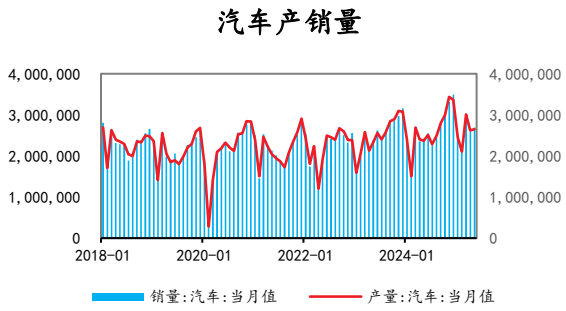
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：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

美豆生长状态良好，中美谈判的乐观预期支撑美豆抗跌

美国农业部发布的周度作物生长报告显示，截至 6 月 8 日，美国大豆优良率为 68%，符合市场预期；当周美国大豆种植率为 90%，去年同期和五年均值分别为 86%和 88%；当周美豆出苗率为 75%，去年同期和五年均值分别为 68%和 72%。美豆良好开局提振产量前景，对价格反弹形成阻力。中美双方团队正在伦敦举行的新一轮贸易谈判备受全球关注，来自贸易会谈带动的乐观情绪盖过美国作物评级改善造成的压力，CBOT 大豆市场整体保持抗跌状态。

USDA 月度供需报告平稳落地，月底面积报告受关注

美国农业部公布 6 月份月度供需报告，美豆播种面积为 8350 万英亩，美豆单产为 52.5 蒲式耳/英亩，美豆产量为 43.4 亿蒲式耳，主要供应指标均与上月预估一致。南美新年度大豆的各项数据也与上月一致。美国农业部在月报中维持阿根廷 2024/2025 年度大豆产量 4900 万吨不变，巴西 2024/2025 年度大豆产量仍为 1.69 亿吨。整体来看，本月报告对市场影响不大。美国农业部将于 6 月 30 日公布种植面积调查报告，届时将根据美豆实际种植情况对面积数据最初调整。该面积数据将成为后期评估美豆产量的重要参考，因此月底面积报告通常受关注的程度更高。

MPOB 月报调高 5 月底库存，印度进口需求强劲攀升

马来西亚棕榈油局（MPOB）本周公布月报，马来西亚棕榈油 5 月产量数据和出口数据均好于预期。其中棕榈油产量为 177.16 万吨，环比增长 5.05%，高于市场预期的 174 万吨，创 2024 年 10 月以来新高；5 月棕榈油出口量提升至 138.72 万吨，环比增长 25.62%，高于预期的 130 万吨，连续 3 个月增长；5 月底库存为 199 万吨，环比增加 6.7%，略低于市场预期的 201 万吨。尽管库存压力依然偏大，但来自印度的进口需求十分强劲，对棕榈油价格起到抗跌支撑。机构发布的统计显示，印度 5 月棕榈油进口环比增加 84%，触及 6 个月高位。随着近期棕榈油价格回落，国际棕榈油价格相对于豆油价格竞争力提升，预计 6 月份印度棕榈油进口需求将保持旺盛。据检验机构发布的高频数据显示，马来西亚 6 月 1-10 日棕榈油出口量环比增幅 8.1%-32.7%。需求端对棕榈油价格的支撑作用明显增强。

2 国内豆类市场分析

5 月进口大豆创新高，国内油厂保持高开工率

国家海关总署公布的数据显示，中国 5 月进口大豆 1391.8 万吨，创下月度进口量新高，较 4 月进口的 608.1 万吨增加 129%；1-5 月累计进口大豆 3710.8 万吨，同比下滑 0.7%，降速较 1-4 月大幅收窄。受进口大豆集中到港影响，国内油厂原料供应宽松，开工率不断提升。据统计，2025 年 5 月全国主要油厂大豆压榨量为 902 万吨，远高于 4 月的 538 万吨和去年同期的 860 万吨。目前国内油厂开工率在 60%左右，周度大豆压榨量超过 220 万吨。预计 6 月进口大豆到港量在 1100 万吨左右，为稳定近期国内供应提供可靠保障。

豆粕累库节奏加快，现货端供应压力持续释放

进口大豆集中到港，油厂维持高开工率，下游采购较为谨慎，不断推动国内豆粕库存攀升。中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内豆粕库存量为 37 万吨，较上周的 30.6 万吨增加 6.4 万吨，环比增加 20.68%。其中：沿海库存量为 35.0 万吨，较上周的 28.6 万吨增加 6.4 万吨，环比增加 22.32%。虽然国内豆粕累库节奏加快，但由于绝对库存量较去年同期偏低 50 万

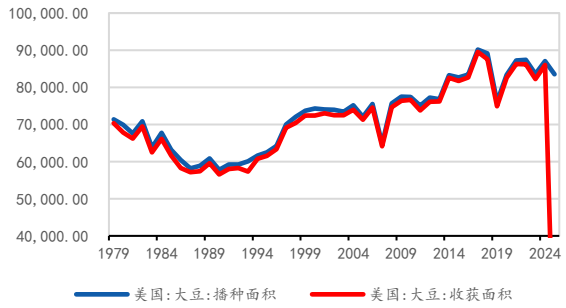
吨，因此导致油厂降价压力并不突出，多地豆粕现货价格呈现持稳状态。从目前大豆到港节奏和油厂开工情况看，供给宽松仍是困扰豆粕现货价格的主要阻力。

3 油脂油料市场展望

中美在伦敦完成第二轮经贸会谈，“原则上”达成框架协议，市场预计 90 天过渡期结束后将继续执行当前的关税税率。美豆良好开局提振产量前景，但随着美豆陆续进入生长关键期，为应对潜在天气炒作，资金增持天气升水的意愿往往较强，从而为美豆市场带来季节性抗跌支撑。国内豆粕现货端供给压力仍在释放，但 8 月以后的大豆采购缺口很大，按现行关税计算，进口美豆成本远高于其他地区。在远期进口大豆供给得到有效落实前，豆粕市场在“弱现实、强预期”的市场环境下，有望保持近弱远强的特征。国内油脂市场近期走势较为复杂，基本面因素叠加地缘政治影响，市场单边驱动明显不足，有望延续反复震荡状态。国产大豆被大量收购入库，三季度启动政策性抛储概率较大。中储粮近期大豆采购计划连续流拍，加剧市场对现货供应紧张的担忧，为近期豆一期货市场震荡回升提供重要支撑。

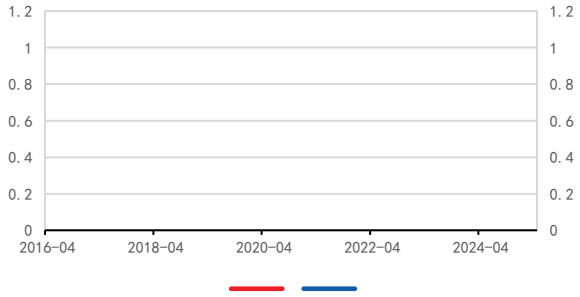
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



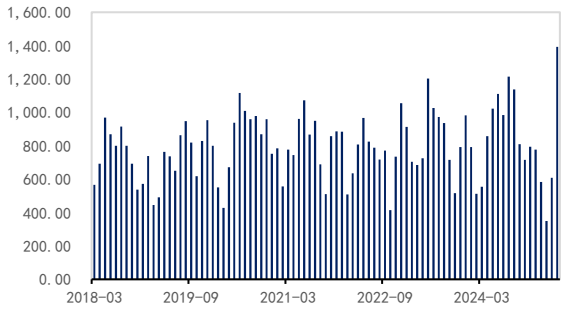
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



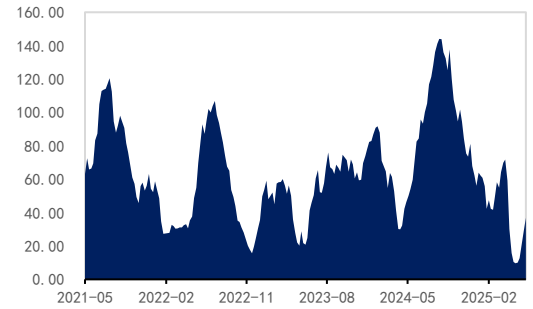
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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