中金财富期货策略周报（2025 年第 20 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：以伊冲突很难对商品市场产生长期的、实质性影响，但是对于油价的影响明显，虽然这种影响最终都不会太长。但考虑到原油及下游品种较多，对于原油化工类，以及伊朗出口占比较大的甲醇和尿素，应注意短期跟随油价上行，即成本端是主要支撑。

股指期货：流动性充裕和政策红利，目前微盘股抱团现象明显，且参与者抱团现象不断加剧，超过了小微盘策略所能容纳的极限，就会出现“雪崩”，周而复始，然后进入下一轮周期。目前微盘股调整的风险增加，注意 IC 和 IM 继续回落的风险。

铜：铜产量依然高位运行，尚未受到偏紧预期的影响，今年以来精炼铜产量一直处于历年同期高位值状态。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，基本面暂无太大波动，维持供应偏紧预期及需求边际走弱的逻辑。目前铜价波动受铜关税政策、美联储议息情况以及中东局势的影响，震荡区间波动，市场等待新的指引。

锌：随着利润修复驱动高成本矿山重启、新扩建矿山兑现增量，海锌矿的宽松将持续传导至冶炼放量，锌锭供应压力逐步体现。出口订单走弱，国内亦进入季节性淡季，下游虽逢低采买，但终端偏弱格局并无变动。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：上周在伊以冲突的影响下，市场关注焦点由基本面转向了地缘政治。避险情绪升温推动原料价格止跌企稳，钢价亦获得一定支撑。尽管当前处于季节性淡季，需求疲弱、产量高企、库存去化放缓等现实问题未有改善，但在地缘风险主导情绪的背景下，市场对基本面的容忍度下降，短期价格止跌企稳。我们预计钢价短期维持震荡偏强运行，但需警惕伊以冲突明朗后价格重回基本面主导下的回调风险。

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：美国环境保护署提议大幅增加未来两年生物燃料混合总量。此举将增加美国豆油消费，有助于扩大美国大豆压榨需求，在一定程度上缓解市场对美豆出口放缓的担忧。中东紧张局势升级，国际原油市场对地缘政治高度敏感，供应忧虑挥之不去。生物燃料需求炒作叠加供应链担忧，全球植物油市场看涨预期被迅速激活，纷纷强势上涨。国内豆油和菜油期货连续向上突破，距离去年 11 月高点仅一步之遥，强势特征是十分突出。棕榈油受外盘拖累呈现跟涨状态，但价格重心不断抬高，涨幅不断扩大。整体来看，美国豆油需求炒作叠加中东地缘政治扰动，外部热点超越国内油脂供需基本面。国内油脂期货市场技术买盘活跃，有望继续保持交替领涨状态深化反弹行情，同时也要注意获利回吐情绪可能加剧盘面震荡。国内近端供给虽宽松，但远期进口大豆订单存在缺口且进口成本升高，低位买盘令豆粕期货回调空间受限。远期供应层面干扰因素增多，国内粕类期货市场有望继续保持易涨难跌状态。国产大豆被大量收购入库，各级储备大豆拍卖相继启动，有助于缓解现货供应紧张局面，并增加豆一期货市场上行阻力。

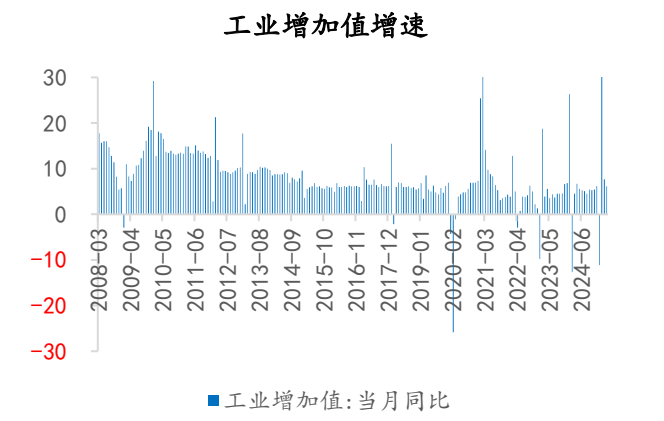
目录

周度策略：以伊冲突对商品市场造成结构性行情 ..... - 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 乘用车零售景气回升，地产销售边际放缓 ..... - 7 -
3 央行“三段式”呵护流动性 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
钢材 ..... - 15 -
1 粗钢产量或已见顶 ..... - 15 -
2 成本止跌企稳 成本端支撑钢价短期走稳 ..... - 15 -
3 铁水产量回升 需求延续回暖趋势 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 伊以冲突严重升级 ..... - 19 -
2 世界油阀兹事体大 ..... - 19 -
3 地缘政治重回主导 ..... - 19 -
4 美国权衡是打是谈 ..... - 20 -
5 翻手为云覆手为雨 ..... - 20 -
6 价值重估风高浪险 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 供需矛盾贯穿全年 ..... - 23 -
2 上有压力下有支撑 ..... - 23 -
3 现货充裕拐点未至 ..... - 23 -
4 辩证看待库存问题 ..... - 24 -
5 短期缺乏核心驱动 ..... - 24 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：美国豆油需求炒作升温，国内油脂交替领涨 ..... - 28 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 28 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -

3 油脂油料市场展望 ..... - 29 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -

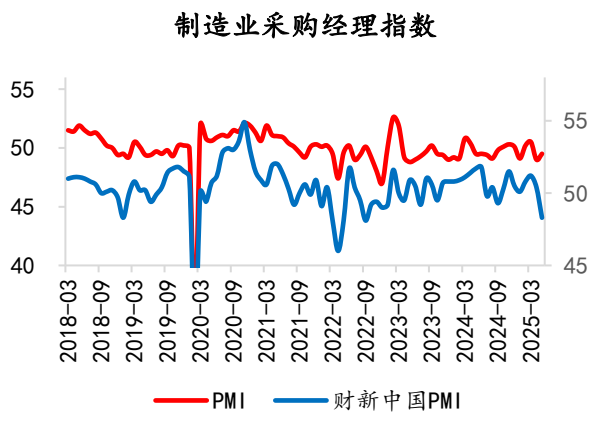
重要经济指标概况

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



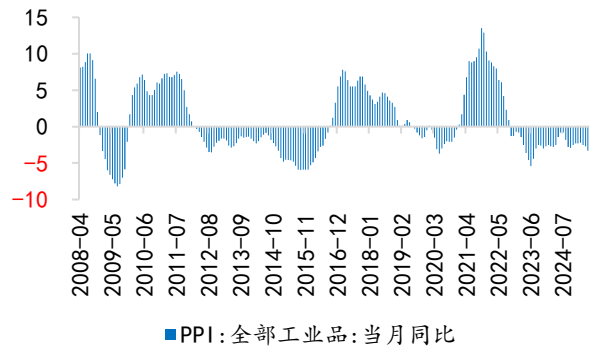
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



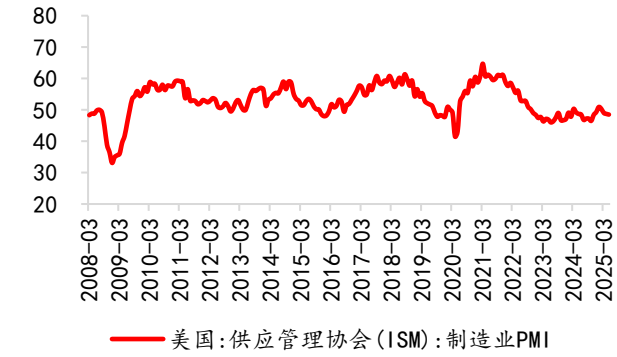
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



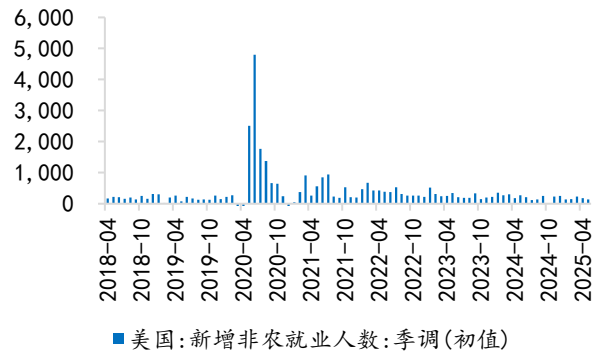
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：以伊冲突对商品市场造成结构性行情

以伊冲突已经进行了一周，目前影响最大的是原油及下游衍生品，以及伊朗对华出口规模较大的甲醇、尿素等品种，其他品种则变化不大。

以色列和伊朗的冲突仍是当前市场最大的影响因素

上周商品市场对地缘交易反应很大，品种集中在原油之上，当周原油盘中最大涨幅 20%，WTI 原油价格上冲至 70 美元/桶以上，已基本修复年内跌幅。同时因为原油关系到通胀，通胀关系到利率，所以油的避险情绪后续有可能会蔓延到股票和债券——如果油继续涨，风险资产将继续回调，因此美股也出现一定程度的回调。

后续看，不能排除避险情绪升温和反复。在冲突爆发的早期阶段，市场可能还没能力锚定这波冲突的可能性区间。短期，冲突各方处在打击报复和“放狠话”的阶段，风险溢价很容易会被继续推动上升。

中期来看，本轮伊以冲突较难构成宏观和市场环境逆转的决定性变量。往后看，需要要关注目前避险交易反转的可能性。

基于当前中东地缘的客观现实，伊朗这些年一直在不论以色列、美国的挑衅当中反击偏弱。本次冲突中伊朗的行动比较理性克制，尽量避免与美国直接交锋，也不希望为美国介入并增加进攻性军事力量提供借口。

从美国视角来说，目前美国仍然处在治理能力透支的状态，特朗普先前纵容以色列的根本意图还是极限施压，施压服务于跟伊朗的谈判、协议。但是在以色列袭击之后，伊朗中止了谈判。因此当前冲突烈度超出了美国的合意范围，将来要关注大国冲突管控对局势产生的对冲作用。目前战局来看，以方领导人缺乏立即停火的动机，压力之下，伊朗方面正通过阿拉伯中间人传递信号，希望与美国和以色列展开对话，寻求结束敌对状态，并重启有关其核计划的谈判。

在伊以冲突当中，市场的风暴眼是原油。原油是典型的事件冲击交易超调品种，以俄乌冲突为例，2022 年 2 月冲突爆发后 WTI 原油价格在两周内飙升 33%突破 120 美元/桶，随后高位震荡，6 月初开始趋势回落，油价大约在冲突开始后 5 个月回到冲突前的水平。考虑到本次伊以冲突烈度明显小于俄乌冲突，叠加今年基本面的增产和需求偏弱格局，导致高油价大概率是一个短期现象，这一点大家需要注意。

因此，有一个基本结论，在冲突未真正结束的情况下，油价易涨难跌，尤其是美国已经开展对伊朗的轰炸，虽然油价大概率是脉冲行情，但是对于短线策略影响也较大，应注意防范高波动的风险。

6 月美联储议息会议显示降息门槛仍高

6 月美联储议息会议维持利率不变，符合市场预期。总体来看，特朗普政府政策不确定性之下，美联储将保持谨慎，耐心等待更明确的降息信号。

会议声明未有重大变化，不确定性有所下降。本次会议声明将“经济前景的不确定性进一步增加”改成“经济前景的不确定性有所下降，但仍较高”；删除了“高失业和高通胀的风险都有

所上升”的表述。

经济预测方面，更高通胀、更低增长。本次经济预测显示，相较于 3 月的预测美联储进一步靠近“滞胀”：GDP 下调、失业率上调、通胀上调。

点阵图上看，比 3 月更鹰，下调 2026 年降息预期。本次委员们维持 2025 年底前降息 50bp 的预测中值不变，但增加了 3 个人、预计今年不降息；下调 2026 年降息预计为 25bp（3 月预测为降息 50bp）。

我们认为 9 月降息落地仍有一定难度，下一次降息或许需要等待更长时间（或在今年四季度）。通胀风险仍偏高，而失业率上行较慢，美联储或宁愿等待更长时间，而不是先发制人犯下错误。

首先，通胀或在暑期面临较大上行压力。一方面，关税至消费者价格的传导链拉长，原因或包括进口商囤货行为、居民消费意愿偏低导致企业议价能力较弱、牺牲企业自身利润。本次贸易冲突，美国对外平均有效关税税率预计提升 14 个百分点，而 2018-2019 年贸易争端中，平均税率仅提升 1.5 个百分点。因此本次关税对通胀的影响多大、需传导多久，也是难以类比历史的，美联储或需更多时间观察数据结果。

另一方面，从基数效应看，2024 年 6 月至 9 月美国通胀持续下行，也会造成今年暑期通胀同比增速的上行压力。此外，中东局势发酵、如果持续更长时间，那么能源价格上涨也是额外的风险。

总言之，9 月美联储降息落地需要满足的条件，要么通胀在暑期继续下行、要么失业率快速上升，目前看来都有一定难度，美联储或维持观望更长时间。

图表 1：美联储 6 月 FOMC 会议结束后，市场的降息预期

概率分布（%）		2025年						2026年				
		当前	7/30	9/17	10/29	12/10	1/28	3/18	4/29	6/17	7/29	9/16
联邦基金目标利率	425-450	100	89.7	33.7	15.0	5.5	3.5	2	1.2	0.7	0.5	0.3
	400-425		10.3	59.8	45.3	26.1	18.5	11.9	8.2	5.4	3.8	2.8
	375-400		0	6.4	36.1	42.0	36.1	28.4	22.3	16.5	12.8	9.9
	350-375		0	0	3.6	24.2	30.7	33.1	31.4	27.7	24	20.4
	325-350		0	0	0	2.3	10.3	19.2	24.4	27.2	27.4	26.3
	300-325		0	0	0	0	0.8	5	10.3	16.1	19.8	22.2
	275-300		0	0	0	0	0	0.4	2.1	5.4	9	12.4
	250-275		0	0	0	0	0	0	0.1	0.9	2.4	4.5
	225-250		0	0	0	0	0	0	0	0.1	0.3	1.0
	200-225		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.1

资料来源：wind 资讯，中金财富期货

地缘相关品种仍可能大幅波动

以伊冲突很难对商品市场产生长期的、实质性影响，但是对于油价的影响明显，虽然这种影响最终都不会太长。但考虑到原油及下游品种较多，对于原油化工类，以及伊朗出口占比较大的甲醇和尿素，应注意短期跟随油价上行，即成本端是主要支撑。

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 19 日	美联储维持利率不变	称不确定性减弱但还高	仍预计今年降息两次，暗示滞胀风险增加
	6 月 21 日	中国 6 月 LPR 报价出炉，一年期、五年期均维持不变	1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%，均持平前值	未来还有调整空间
数据	6 月 17 日	美国 5 月零售销售环比下降 0.9%，创两年来最大降幅	制造业前景愈发模糊	美国工业产出三个月内第二次下滑
	6 月 17 日	5 月社零同比增 6.4%创 2023 年 12 月来最高增速	消费品以旧换新政策持续显效	消费政策对消费影响依然较大
事件	6 月 22 日	美国对伊朗核设施展开打击	美国已完成对伊朗福尔多、纳坦兹和伊斯法罕三处核设施的袭击	轰炸效果最终并未确定

资料来源：中金财富期货研究所

2 乘用车零售景气回升，地产销售边际放缓

6 月份经济运行整体保持较为平稳的态势，外需虽有所放缓但韧性仍强，内需则面临一定不确定性，一方面是主要城市地产成交面积同比降幅有所走阔，另一方面需关注“以旧换新”暂停对商品零售的短期影响。地产销售方面，6 月前 21 日 30 大中城市地产成交面积增速录得-8.6%，较 5 月份小幅走扩，与 5 月份房价走弱的趋势相一致，两者均指向地产销售景气度有所走弱；消费方面，乘用车零售仍是商品消费回升的主要动能，截止 6 月前 15 天乘用车零售同比增长 20%，较上月同期进一步改善。此外，发改委近日指出以旧换新剩余的 1380 亿元中央资金将在三、四季度分批有序下达，短期内电子商品消费增速或受到“以旧换新”暂停影响，但全年来看“两新”仍将对消费起到重要支撑作用。

上周出行及物流活动活跃，港口高频数据显示 6 月出口增速或延续回落态势，出行及消费方面，上周 18 城地铁客运量同比增加 2.2%，6 月 9-15 日乘用车零售同比回升 22.7%，高速公路货运量同比回升 7%，或体现 618 购物节提振；工业生产方面，焦化/水泥开工率同比下降 0.3/6.8ppt，建筑钢材成交量同比降幅走阔至 17.6%。出口方面，HDET 高频指标显示 6 月至今出口同比继续回落、显示外需趋缓。地产方面，44 城新房/22 城二手房成交面积同比从前一周的 8.8%/16.9%回落至-11.9%/3.2%。

3 央行“三段式”呵护流动性

6 月 9-13 日，税期临近，资金面呈现预防性收敛态势，不过央行呵护态度较为坚定，资金面维持平稳。周内来看，资金价格“先下后上”。周一周二资金利率延续前一周的下行态势。其后，税期渐近，资金利率或因预防性需求拐头向上。与此同时，央行也及时向市场释放维稳信号。一方面，面对 9000+亿元的逆回购到期，央行继续保持一定投放力度，且 12 日资金出现明显收

紧迹象后，次日央行便开启净投放。另一方面，央行月内的三段式呵护从隐性转为显性，或意在提升公开市场操作信息的透明度，稳定市场预期。在此背景下，资金利率上行幅度相对温和。

展望：税期结束后，资金面或迎短暂“修复期”

往后看，下周（6 月 16-20 日）政府债净缴款规模 1036 亿元，较前一周的 1631 亿元边际回落，资金面的扰动，主要来自税期（16-18 日）。不过考虑到税期结束后（19 日）距离跨季仍有一段距离，在此期间资金面或迎来短暂的“修复期”。

结合历史来看，2021 年以来 6 月税期截至日走款前后三天，资金利率普遍抬升，以 R007 为例，上行幅度基本在 10bp 以上。同时，6 月受假期影响，纳税申报截止日多有延期，仅 2023 年为 15 日。在此背景下，税期过后 1-2 天便进入跨季周，体现在曲线走势上，6 月下旬资金利率多呈连续抬升的态势。

今年的情况或与 2023 年相似，税期与跨季周之间存在一定缓冲期，或为资金利率提供修复空间。考虑到当前央行呵护态度明确，税期过后至跨季周以前（7 天资金利率开始支持跨季），7 天资金利率或将短暂回归 1.5%水平，不过在跨季压力影响下，进一步下行的可能性或也不大。跨季之后，资金有望进一步转松。

4 宏观策略

以伊冲突很难对商品市场产生长期的、实质性影响，但是对于油价的影响明显，虽然这种影响最终都不会太长。但考虑到原油及下游品种较多，对于原油化工类，以及伊朗出口占比较大的甲醇和尿素，应注意短期跟随油价上行，即成本端是主要支撑。

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-0.45%，上证 50 指数-0.1%，中证 500 指数-1.75 %，中证 1000 指数-1.74%。

通过对历次冲突中各类资产价格的表现进行了梳理，发现：

（1）从历史数据较长的美股来看，多数情况下局部冲突未对股市产生持续大幅的负面冲击（考察事件发生后当日、5 个交易日、20 个交易日、60 个交易日表现），负面影响较大的主要是科威特战争和 9-11 事件，且当时均处于经济衰退区间；

（2）黄金在局部冲突发生后短期有较大的上涨概率；

（3）原油在大部分局部冲突里的波动较大。本次以伊冲突虽未对 A 股造成实质影响，但考虑到美国入局，不排除短期情绪扰动下出现一定波动，建议关注当前已经出现松动的微盘股风险。

短期注意微盘股指数继续回落的风险

小微盘转弱背景：

1.抱团接近极致，多家百亿级量化私募主动“封盘”

2. 科创板成长层，被视为供给增加的利空

3. 港股优质龙头回 A 再上市，分流资金

4. 中报临近，现原形

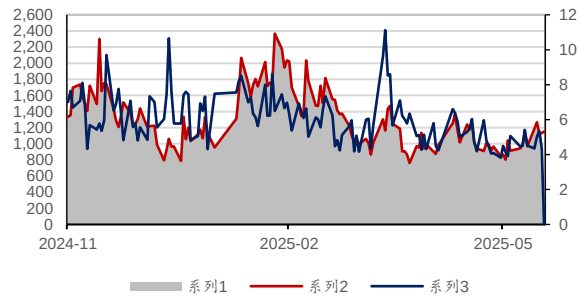
4 月 8 日以来，两股边际增量推动两股风格，以险资为代表配置型资金推动红利低波，以量化中性为代表私募资金推动小市值，围绕着杠铃组合的两端在演绎。

从当前事态来看，以伊冲突带来的中东局势动荡，仍然值得特别关注。在本次冲突中以色列更多采取的是精准打击、定点清除的作战方式，并未出现加沙地区类似的大面积伤亡事件；美国方面也表示，已于 21 日通过外交途径与伊朗取得联系，“不计划让伊朗政权更迭”。

近期中小盘行情强势主要还是在于核心逻辑的延续——流动性宽松基调或将延续，市场风险偏好回升以及季报风险释放。流动性方面，央行强调“用好适度宽松的货币政策”，预计全年降准降息窗口仍存，小微盘股的弹性有望持续。叠加“类平准基金”托底，市场微观流动性有所保障。

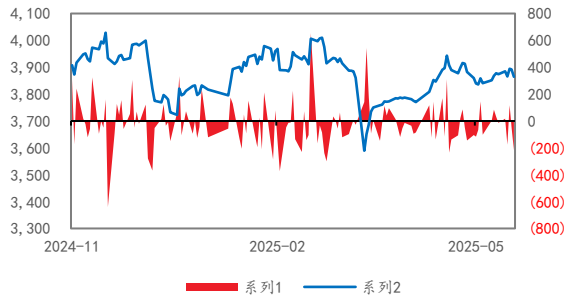
参与者抱团现象不断加剧，超过了小微盘策略所能容纳的极限，就会出现“雪崩”，周而复始，然后进入下一轮周期。这充分解释了 2024 年以来小微盘相关指数的大幅波动现象。

图表 8：融资融券数据图



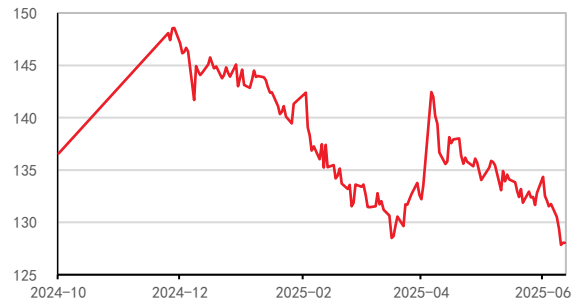
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



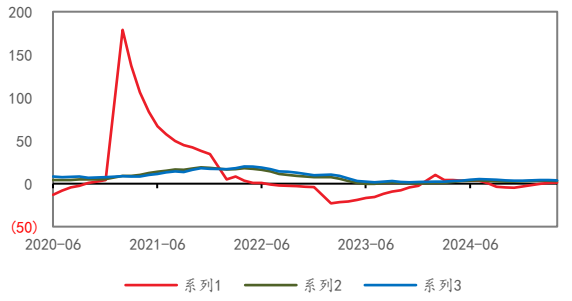
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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。

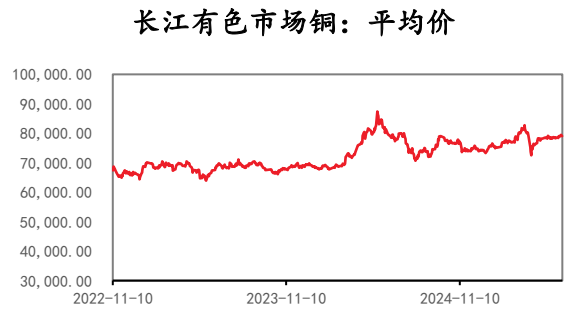
2 结论

铜产量依然高位运行，尚未受到偏紧预期的影响，今年以来精炼铜产量一直处于历年同期高位值状态。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，基本面暂无太大波动，

维持供应偏紧预期及需求边际走弱的逻辑。目前铜价波动受铜关税政策、美联储议息情况以及中东局势的影响，震荡区间波动，市场等待新的指引。

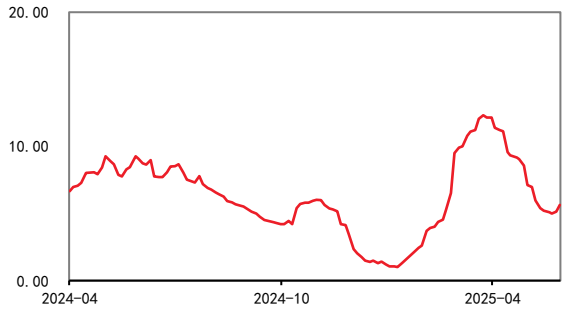
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



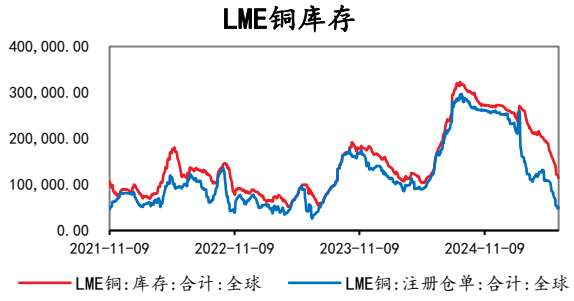
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



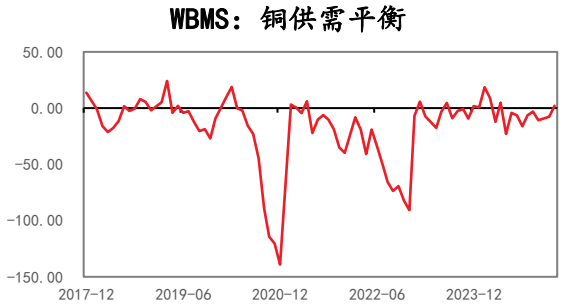
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



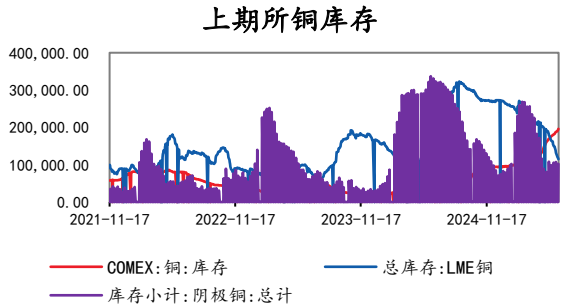
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



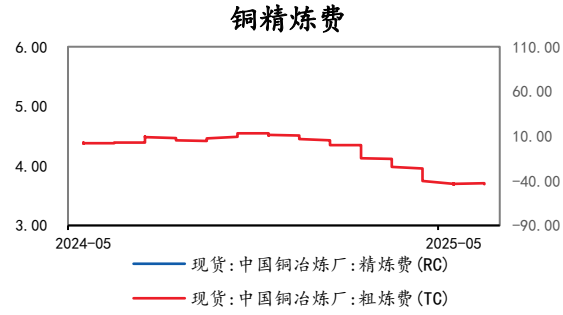
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

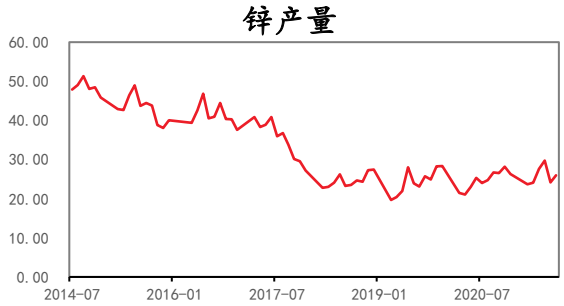
4 月，汽车产销分别完成 261.9 万辆和 259 万辆，环比分别下降 12.9%和 11.2%，同比分别增长 8.9%和 9.8%。 1-4 月，汽车产销分别完成 1017.5 万辆和 1006 万辆，同比分别增长 12.9%和 10.8%，产销增速较 1-3 月分别收窄 1.6%和 0.4%。前 4 个月产销量为历史上首次超过 1000 万辆。

2 总结

随着利润修复驱动高成本矿山重启、新扩建矿山兑现增量，海锌矿的宽松将持续传导至冶炼放量，锌锭供应压力逐步体现。出口订单走弱，国内亦进入季节性淡季，下游虽逢低采买，但终端偏弱格局并无变动。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。

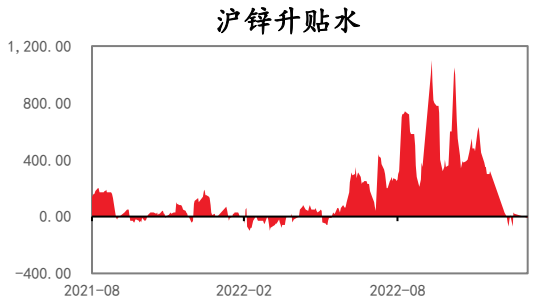
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



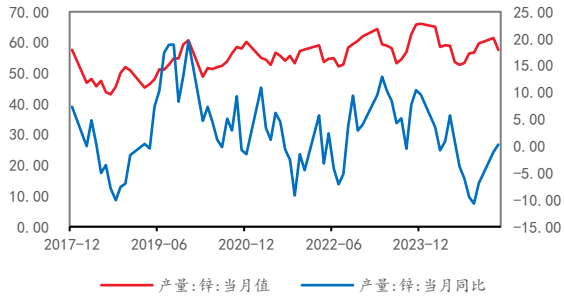
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



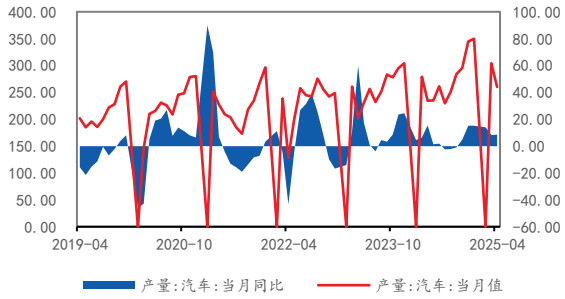
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 粗钢产量或已见顶

根据国家统计局最新发布的数据，2025 年 5 月份中国粗钢产量为 8655 万吨，同比下降 6.9%；生铁产量为 7411 万吨，同比下降 3.3%；而钢材产量则逆势增长至 12743 万吨，同比增长 3.4%。1-5 月份累计来看，粗钢产量为 43163 万吨，同比下降 1.7%，生铁产量为 36274 万吨，同比下降 0.1%，钢材产量为 60582 万吨，同比增长 5.2%。这一组数据表明，尽管钢材成品的实际产出仍保持增长，但原料端的粗钢和生铁产量已经呈现出较为明显的回落趋势，尤其是 5 月当月，粗钢产量的同比降幅达到了近 7%，显示出钢厂主动减产迹象加快。

值得注意的是，这一官方统计结果与此前钢联等市场高频数据中披露的铁水日均产量走势出现明显背离。钢联数据显示，5 月铁水产量环比并未出现明显下行，甚至部分时段仍处于相对高位。考虑到国家统计局数据的权威性与全面性，其所反映的粗钢、生铁产量回落或更为真实地揭示了行业整体产能利用率下降的趋势，可能意味着部分钢厂已开始有序减产，尤其是在利润压缩、终端需求疲弱的大背景下更倾向于控制产量以应对市场风险。

从结构来看，钢材产量的增长可能更多得益于板材类产品的高附加值出口支撑和一定的工业消费需求托底，而非内需广泛回暖的结果。结合国家统计局发布的 5 月工业增加值分行业数据，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 4.8%，虽然仍处正增长区间，但已低于汽车制造、电气机械等下游行业的增长幅度，也反映出钢铁产业链中游环节的动能趋弱。

当前市场普遍关注的一个转折点在于：粗钢产量是否已见顶、以及供给是否进入主动收缩阶段。本次数据或预示这一临界点已至。若钢厂主动减产趋势持续，加上房地产链条复苏仍未见起色、出口边际放缓的风险逐步显现，后续钢材基本面可能面临较此前预期更大的下行压力。因此，对于后市的供需格局和钢价走势，市场或需重新修正判断，关注产量收缩与需求低迷之间的博弈变化。

2 成本止跌企稳 成本端支撑钢价短期走稳

自 2023 年末以来，钢铁行业成本端持续承压，焦炭与焦煤价格经历大幅下行，至 2025 年中累计跌幅已极为显著。其中，焦炭价格自高点累计下跌超过 50%，焦煤价格更是下跌逾 70%，钢材成本塌陷。然而，6 月初以来，焦煤价格在触及历史低点后出现技术性反弹，6 月迄今已累计反弹约 12%，成交量同步大幅上升，释放出止跌企稳的初步信号。

此次反弹并非由基本面改善推动。焦煤市场依旧面临供应宽松、需求疲弱的结构性压力，下游焦化厂利润依旧压缩，开工积极性低迷。然而，地缘政治的突发事件——伊以冲突的升级，成为市场情绪转向的关键变量。中东局势推高原油价格，进而带动能源板块整体情绪修复，煤炭价格亦因此获得支撑，市场对过度悲观预期出现修正。在焦煤价格大幅透支下行空间之后，交易重心出现上移，短期市场交易行为趋于理性。

焦煤企稳对钢铁产业链具有重要意义。成本端的止跌，使得钢厂利润下行压力缓解，形成钢价的短期托底支撑。尽管当前钢材需求并未出现实质性改善，但成本支撑和风险偏好的阶段性修复，使得钢价走势趋于稳定，价格预期向横盘偏强转化。部分钢厂也因此调整排产节奏，避免过度压价销售，增强了市场博弈均衡。

然而需指出的是，本轮焦煤价格反弹仍具较强的外部驱动特征，若伊以冲突局势明朗、油价回

落，市场将重新聚焦供需基本面，届时若下游消费无明显改善，煤焦价格及钢价可能再度承压。因此，钢价的短期企稳虽获得支撑，但中长期依旧需警惕外部事件退潮后的风险重估过程。钢铁企业应关注地缘扰动节奏变化，灵活调整库存与产销策略，把握成本波动带来的短期机会，避免在中期弱现实背景下过度乐观。

3 铁水产量回升 需求延续回暖趋势

上周全国高炉产能利用率回升，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 90.8%，环比上升 0.3 个百分点，同比上升 1.3 个百分点；91 家电炉产能利用率为 52.5%，环比下降 0.8 个百分点，同比下降 3.1 个百分点。五大品种钢材周产量为 868.5 万吨，环比上升 1.1%，同比下降 3.2%。上周长流程产量增加，日均铁水产量增 0.7 万吨至 242.3 万吨，钢材方面螺纹与热卷产量均回升。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 913.1 万吨，环比下降 1.5%，同比下降 28.0%；钢厂库存为 425.8 万吨，环比下降 0.3%，同比下降 14.7%。钢材总库存下降 1.2%，降幅较上周扩大 0.5 个百分点，社会库存去化速度加快，钢厂库存降幅收窄。

由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 884.2 万吨，环比上升 1.9%，同比下降 0.5%；其中螺纹钢表观消费为 219.2 万吨，环比下降 0.4%，同比下降 3.5%。上周五大品种钢材表需继续走强，热卷消费显著增长，螺纹钢消费略有下降。建筑钢材成交周均值为 9.7 万吨，环比下降 2.2%。

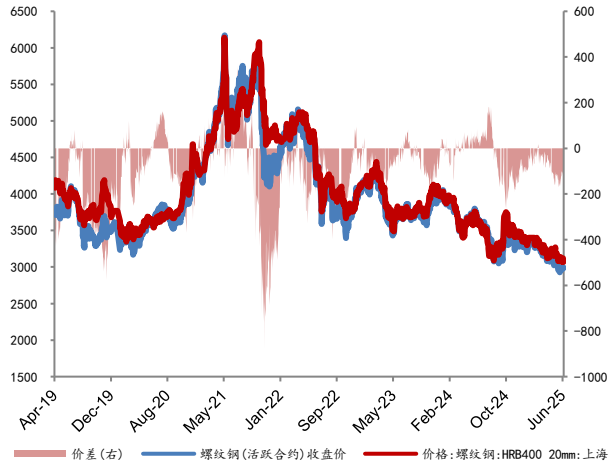
钢材现货价格整体稳定，主流钢材品种即期毛利小幅改善，247 家钢厂盈利率为 59.3%，环比上升 0.9 个百分点。

4 小结

上周在伊以冲突的影响下，市场关注焦点由基本面转向了地缘政治。避险情绪升温推动原料价格止跌企稳，钢价亦获得一定支撑。尽管当前处于季节性淡季，需求疲弱、产量高企、库存去化放缓等现实问题未有改善，但在地缘风险主导情绪的背景下，市场对基本面的容忍度下降，短期价格止跌企稳。我们预计钢价短期维持震荡偏强运行，但需警惕伊以冲突明朗后价格重回基本面主导下的回调风险。

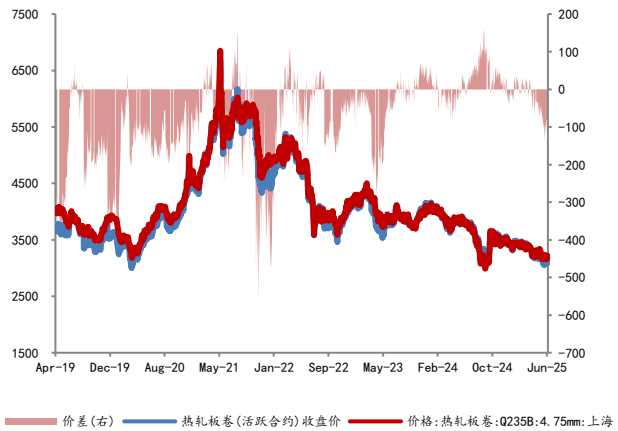
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



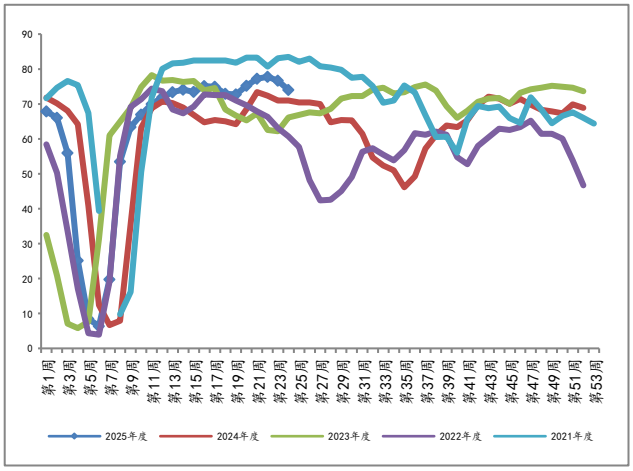
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



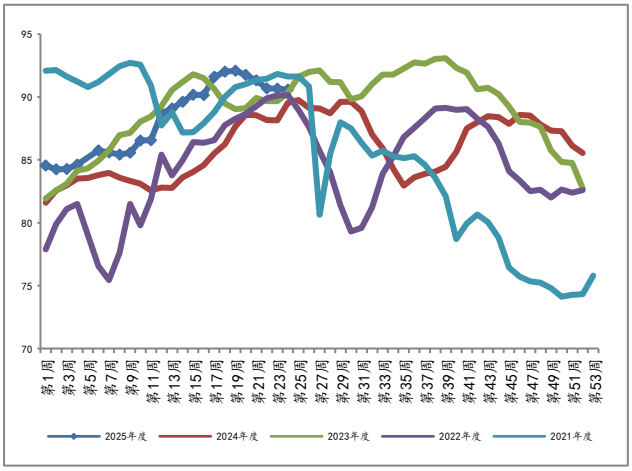
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



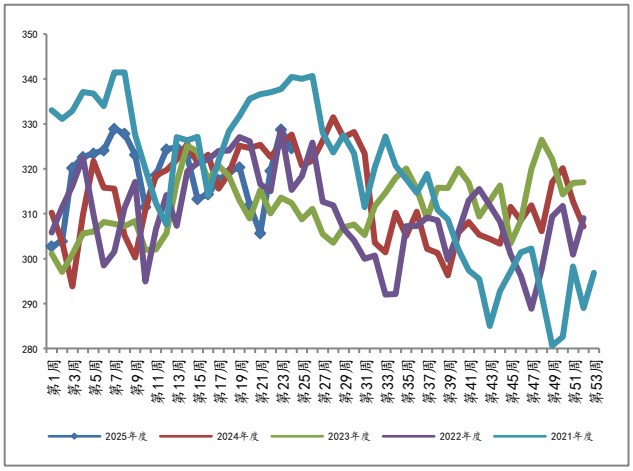
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



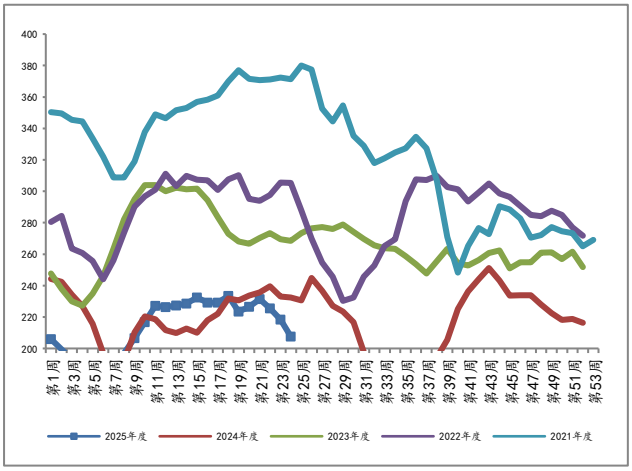
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



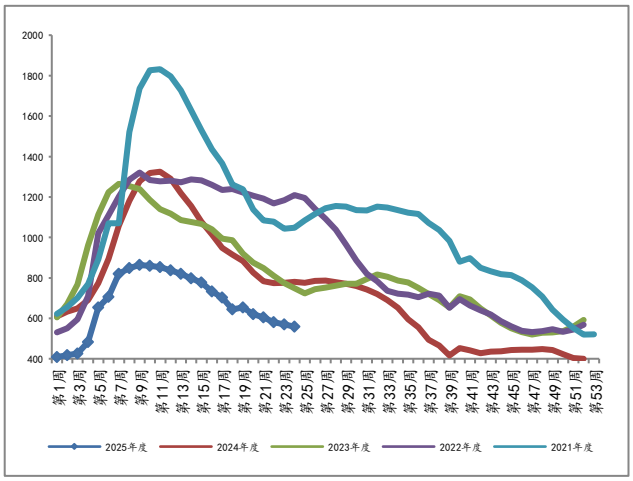
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



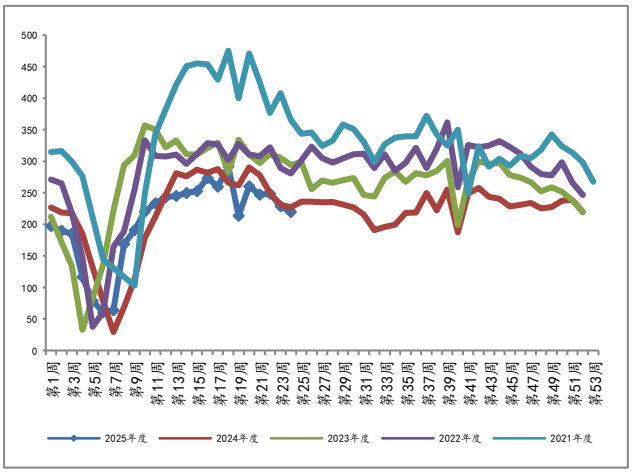
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 伊以冲突严重升级

随着以色列与伊朗冲突持续升级，交易者担忧中东地区原油供应面临日益严峻的威胁，地缘政治溢价正在被重新注入市场。

过去数日以来，以色列对伊朗多地发动大规模空袭，轰炸该国核设施和军事目标，造成大量人员伤亡；作为报复，伊朗向以色列境内不同目标发动多轮导弹和无人机袭击。尽管伊朗通常被认为处于战略守势，以往做出的反击更多具有表演意义，但我们提醒，本次伊以爆发的直接冲突严重程度为近十余年之最，已经构成了实质性的地缘风险。

市场现在担忧双方对能源领域直接发难：以色列或选择打击伊朗的原油中转枢纽和出口终端，可能会导致伊朗 90%的原油输出被切断；倘若美以将战略目标明确定为伊朗政权更迭，德黑兰当局将不会考虑维持原油供应稳定，不排除采取封锁霍尔木兹海峡的极端手段。

我们认为，在美伊以博弈的大局势未明朗前，原油地缘政治炒作一时风头无两，应谨慎看待情绪市和泡沫市一体两面的风险。

2 世界油阀兹事体大

据外媒刊载照片显示，有三艘船只在霍尔木兹海峡附近的阿曼湾海域起火，令国际原油市场再次哗然，关于伊朗是否会封锁霍尔木兹海峡的话题热度极高。

霍尔木兹海峡是连通波斯湾的唯一水道，每天约有 2000 万桶原油途经于此，约占全球原油供需平衡总量的五分之一，以及全球海运原油贸易量的三分之一，因此有着世界油阀之称。考虑到霍尔木兹海峡最窄处仅 39 公里，理论上伊朗至少有能力将其短暂封锁或瘫痪，在此情景假设下国际油价将急剧上涨。

然而回顾2019年特朗普撕毁伊核协议并施加制裁后，伊朗曾威胁封锁霍尔木兹海峡以示抗议，但最终并未付诸行动。这是因为，此举并不能命中以色列和美国的要害，反倒直接损害了海湾国家的核心利益，还波及到高度依赖原油进口的友好国家，把自身推向国际社会的对立面。故而，对此事件宜采取观望态度，在事态进一步明朗之前谨慎下注。

3 地缘政治重回主导

以色列和伊朗冲突规模和烈度持续升级，发生严重历史性事件的概率与日俱增，国际原油注入地缘政治溢价后重回年初高位。

以色列首轮先发制人的打击令伊朗伤亡惨重，但随后几天伊朗发动十几轮导弹攻击，给以色列的特拉维夫和海法等重要城市造成一定损失。伊朗最高领袖哈梅内伊顾问表示，任何关于伊朗投降的说法都是严重错误。不同于过去几年的局部冲突，本次是中东地区最强的两大力量之间发生激烈的直接对抗，且事态已经难以通过联合国调停机制平息，伊朗面临兴亡之秋，以色列豪赌国运存续，美国正在考虑介入。

至此，以色列和伊朗的攻防战已经进入胶着状态，双方的综合国力均面临巨大考验，地缘政治再次成为影响原油走势的主导因素，市场对中东局势升级冲击全球能源供应链的恐慌情绪加剧，不排除油价下行趋势结束甚至逆转的可能。

4 美国权衡是打是谈

包括原油市场在内的交易者将关注点转向美国是否会直接介入。白宫透露，特朗普将在两周内决定是否攻击伊朗，同时尼米兹号航母打击群正奉命前往中东海域，已经关闭应答进入无线电静默状态。我们猜测，特朗普做的是打与谈的两手准备，更倾向于趁人之危浑水摸鱼，为自己赢得所谓的 MAGA 成果。

按照我们对特朗普的理解，相比两代布什总统的战争选项，他更希望通过军事威胁迫使伊朗签订城下之盟。具体条件可能包括：伊朗无条件投降，将承诺永不制造核武器，销毁其高浓缩铀库存，并且允许国际原子能机构监督等。特朗普就当前伊以冲突表示：美国不是在寻求停火，而是“彻底的胜利”，也就是伊朗没有核武器，目前仍有可能达成协议。

5 翻手为云覆手为雨

伊以冲突升级激发的风险情绪甚嚣尘上，国际油价一举收复年初以来的失地，短期与情绪市对抗显然是不明智的。然而客观来看，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。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。

回到国际原油期货盘面上，在最初赋予的溢价稳定下来后，市场参与者逐渐进入买定离手的状态。从非商业净多持仓情况来看，我们猜测华尔街巨鳄正在集中押注多头，等待风险事件引发极端行情，在情绪释放和题材证伪后，回归基本面逻辑又提供了沽空机会。

6 价值重估风高浪险

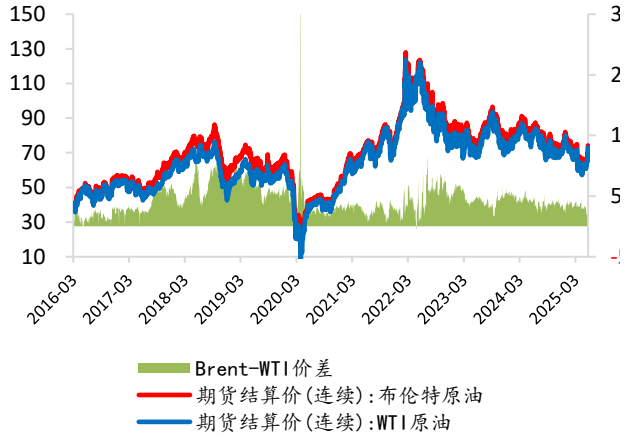
“2025 年原油市场可能会进入非常动荡的一年，国际油价重心将在这一过程中大幅下移”，我们此前观点不幸一语成谶。随着前期利空因素阶段性出尽，国际原油止跌企稳后震荡整理，Brent 基准价格在大约 60-70 美元/桶区间附近波动。

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。

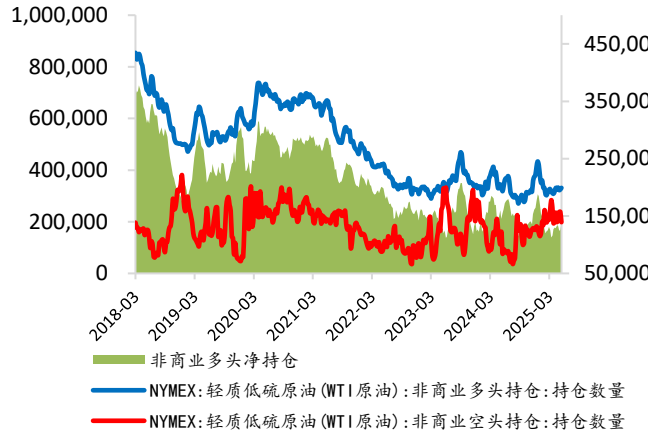
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



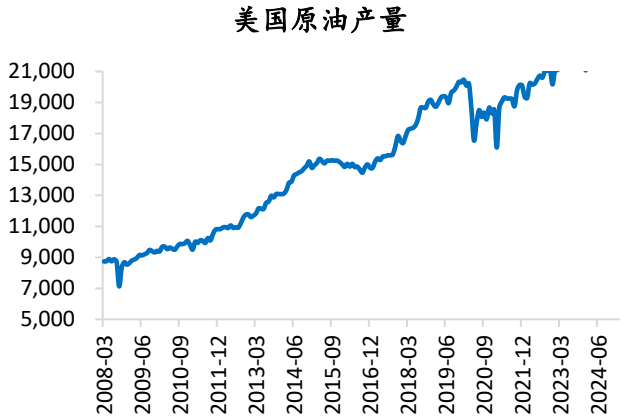
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



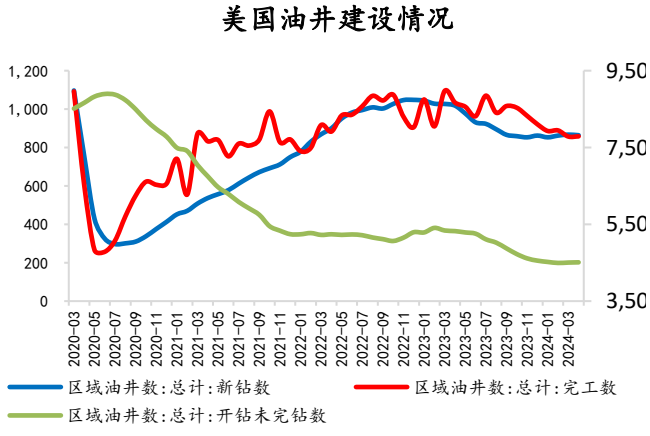
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



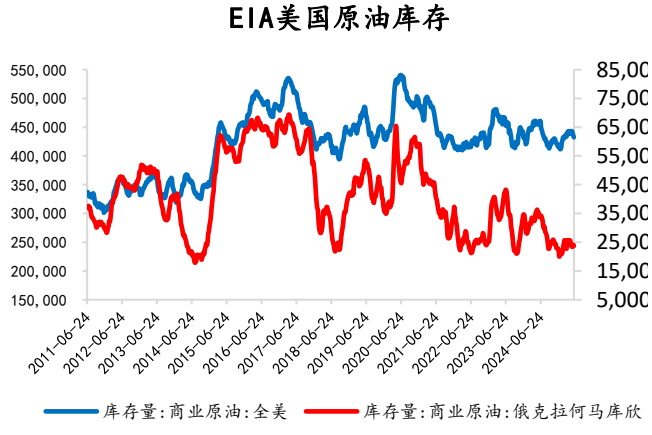
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



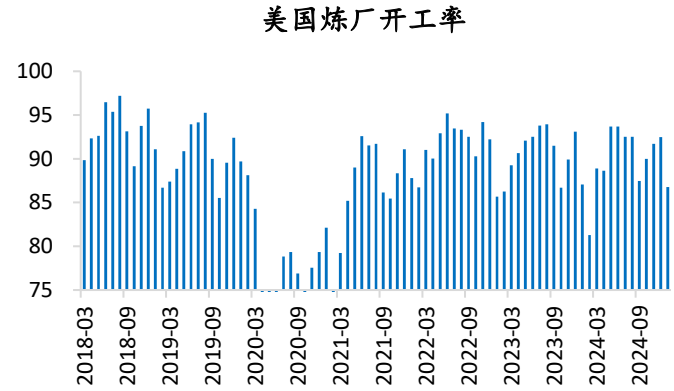
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



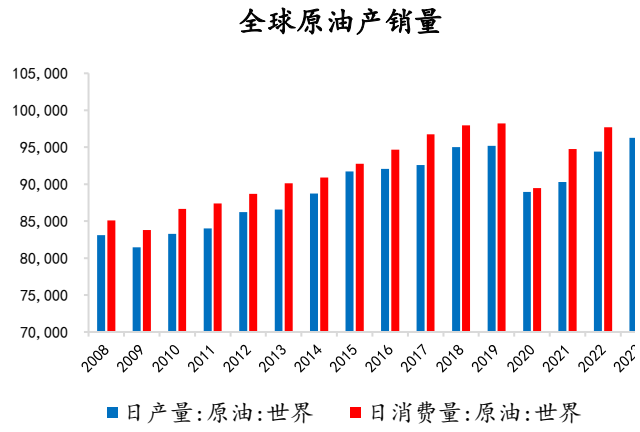
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 上有压力下有支撑

天然橡胶基本面整体延续疲弱，但近期上游供应释放不及预期，支撑胶价触底反弹。东南亚主要产区已经全面开割，但进入雨季降水较为集中，时常对割胶作业造成扰动，新胶上量相对缓慢，供应短期释放有限。国内产区方面，云南版纳多片区迎来降雨，海南受台风轻度影响，原料产出整体受限，支撑现货价格比较稳定。

然而，当前下游轮胎等橡胶制品企业处于传统淡季，新增订单不及去年同期水平，尤其是轮胎厂成品库存累积，走货不畅反过来抑制开工排产，进而打击对原料的采购积极性，需求端对胶价缺乏有效支撑。具体问题为，全钢轮胎成品库存去化困难，半钢轮胎出口订单大幅下降，终端汽车市场进入消费淡季，令橡胶轮胎产业链整体表现不佳，反映在现货库存矛盾上。

总体来看，全球天然橡胶整体进入增产期，下游需求仍然面临较大压力，库存未出现明显拐点，胶价修复后继续上行空间有限。

3 现货充裕拐点未至

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 6 月中旬，青岛地区天然橡胶库存总量合计 48.48 万吨，环比微幅增加 0.06 万吨；其中，一般贸易库存 38.35 万吨，较上期增加 0.21 万吨；青岛保税区内库存 10.13 万吨，较上期减少 0.15 万吨。截至 6 月中上旬，中国天然橡胶社会库存环比下降 0.4%至 127.5 万吨，后续能否持续去库仍有待观察。

2025 年迄今，海内外天然橡胶供应较为充裕而需求持续疲软，市场预期基本面在 6-8 月或较为劣化。尽管近端状况一时难以改善，去库拐点尚未得到确认，令橡胶市场信心普遍不足，但胶

价已经处于近年底部区间，进一步下行空间相对有限。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 辨证看待库存问题

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 短期缺乏核心驱动

天然橡胶盘面止跌企稳后窄幅震荡，走势缺乏核心驱动因素。

上游产区开割推进较快，预计新胶上市压力加大，后续关注雨季天气扰动下的原料上量节奏。下游进入传统需求淡季，厂商原料采买积极性不佳，维持逢低刚需补库为主，整体成交氛围表现一般。按照往年规律，夏季通常是汽车购销淡季，产销数据大概率环比走低，终端支撑预计相对偏弱。此外，虽然中美贸易谈判取得初步进展，但对于出口形势依然持谨慎态度，特朗普当局动向仍需静观其变。青岛地区天然橡胶库存有边际见顶迹象，但整体缓慢累库趋势未变，这说明供需过剩依旧是当前市场的主要矛盾。

综合来看，中短期天然橡胶基本面表现疲软，令期现价格走势承压，同时外围宏观不确定性较大，受国际原油期货价格大涨影响，大宗商品市场风险偏好情绪有所回升，对沪胶的金融属性产生一定提振。

6 周期重拾上升大势

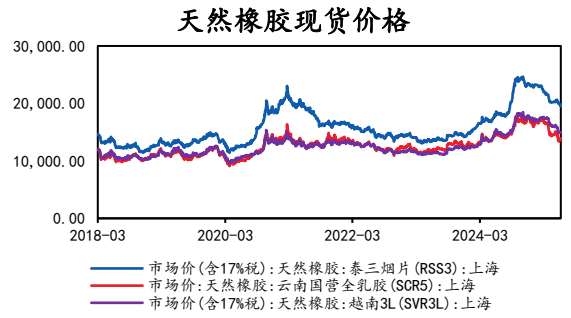
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

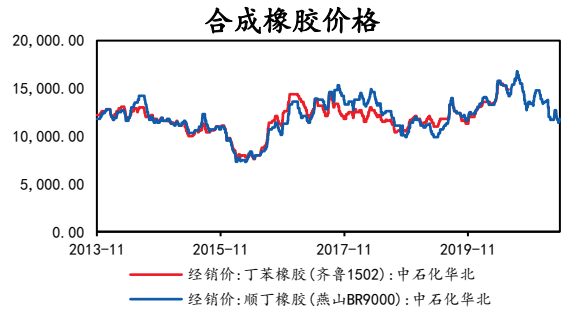
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



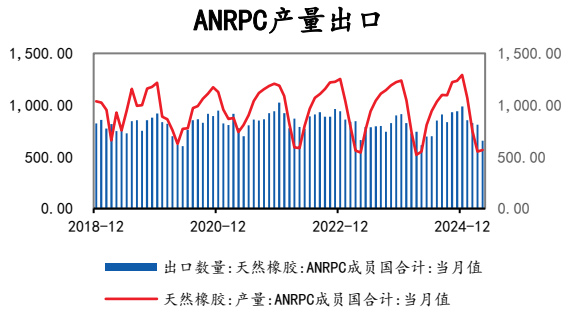
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



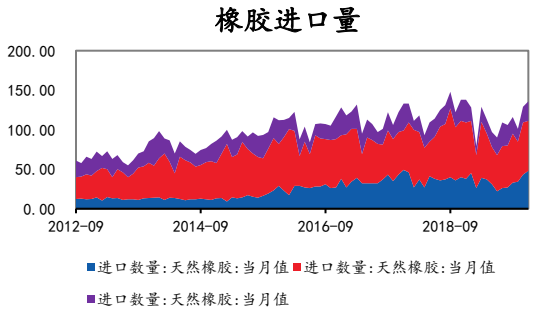
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



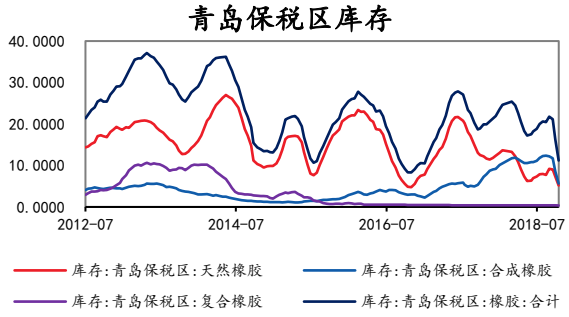
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



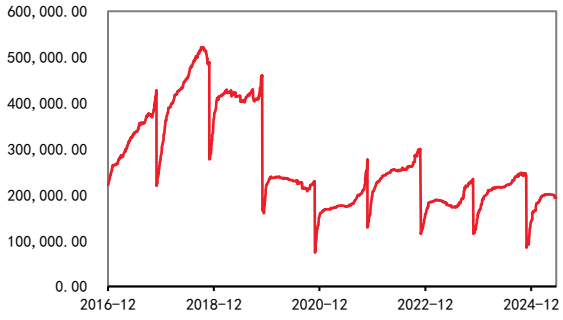
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



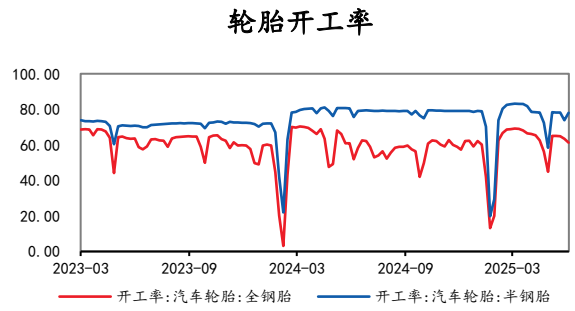
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



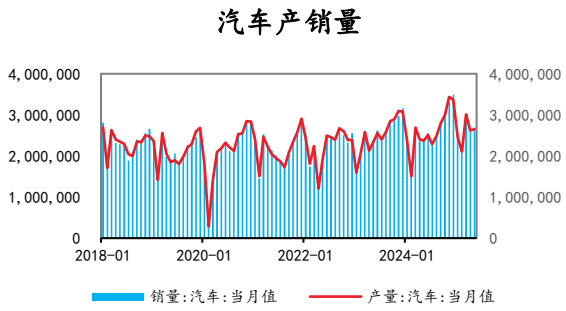
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美国豆油需求炒作升温，国内油脂交替领涨

1 外部豆类市场分析

美国生物燃料政策超预期，CBOT 豆油收获两个涨停

6 月 13 日，美国环保署（EPA）公布最新的掺混标准提案，该提案大幅提高了 2026 年和 2027 年生物质基柴油义务量目标，将 2026 年生物燃料混合总量设定为 240.2 亿加仑，2027 年设定为 244.6 亿加仑，两者均高于 2025 年的 223.3 亿加仑，也高于近期市场预期的 46.5 亿-52.5 亿加仑。该提议还包含限制生物燃料进口的措施。此消息一公布即引发 CBOT 豆油强势飙升。市场预计，如果该提案最终获得通过，未来美国国内生产的豆油将在可再生柴油生产原料中占据更大比例，对全球油脂市场来说形成重大利多效应。CBOT 豆油市场连续两个交易日以涨停报收，并带动全球植物油市场纷纷强势跟涨。美国环保署将于 2025 年 7 月 8 日就拟议规则举行一次线上公开听证会，颁布终案要求的法定截止日期为 2025 年 10 月 31 日，相关方面的进展值得密切关注。

美豆优良率下降，天气因素提振美豆季节性抗跌

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 6 月 15 日当周，美豆优良率为 66%，低于市场预期的 68%，上周为 68%，上年同期为 70%；当周美豆种植率为 93%，美豆出苗率为 84%，去年同期和五年均值分别为 80%和 83%。随着美豆陆续进入生长关键期，天气的不确定性往往使资金愿意增持天气升水，从而为美豆价格带来季节性抗跌支撑。美国农业部在本月供需报告中预估的 2025 年美豆单产为 52.5 蒲式耳/英亩，该值为美豆历年单产最高水平，如遇不利天气困扰，美豆单产向下调整的空间较大。

6 月上半月马来西亚棕榈油供需形势转好

船货检验机构 ITS 和 AmSpec 发布的数据显示，马来西亚 6 月 1-15 日棕榈油出口环比增幅分别为 26.3%和 17.77%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，6 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比下滑 4%。近几个月以来，马来西亚棕榈油库存连续攀升，一度成为困扰棕榈油价格回升的主要阻力。随着 6 月上半月棕榈油出口增加、产量下滑，预计 6 月底棕榈油库存压力有望下降，从而降低棕榈油市场跟随 CBOT 豆油市场上涨的阻力。

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。

油厂开工率保持高位运行，豆油和豆粕库存持续回升

根据 Mysteel 农产品对全国动态全样本油厂调查情况显示，第 24 周（6 月 7 日至 6 月 13 日）全国油厂大豆实际压榨量 225.87 万吨，开机率为 63.49%。预计下周油厂大豆压榨量有望超过 240 万吨。目前油厂大豆库存仍然处于近三年最高水平，且在 6-7 大豆月均 1000 万吨大豆到港的背景下，预计仍有上升的空间。

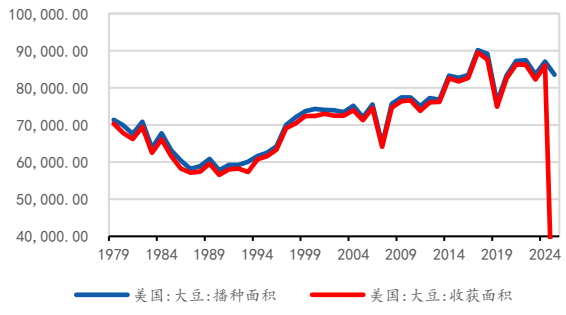
据 Mysteel 统计，上周国内豆粕库存继续回升至 41 万吨，周度增加 2.75 万吨，增幅 7.19%，同比去年减少 58.49 万吨，减幅 58.79%。虽然当前油厂大豆压榨量居于高位，但下游采购和提货积极性都比较好，需求持续向好，豆粕库存回升速度较为缓慢。当周豆粕表观消费量为 175.69 万吨，较上周增加 6.82 万吨，增幅 4.04%，同比去年增加 35.79 万吨，增幅 25.58%。整体来看，目前国内油厂大豆库存持续处于历史同期最高水平，随着油厂开机率的恢复，豆粕库存逐渐回升，但豆粕绝对库存量不高，下游提货积极性较好，油厂降库压力不大，从而缓解了高开工下的降价压力。据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 6 月 13 日，全国重点地区豆油商业库存 84.7 万吨，环比上周增加 3.43 万吨，增幅 4.22%。同比减少 9.06 万吨，跌幅 9.66%。

3 油脂油料市场展望

美国环境保护署提议大幅增加未来两年生物燃料混合总量。此举将增加美国豆油消费，有助于扩大美国大豆压榨需求，在一定程度上缓解市场对美豆出口放缓的担忧。中东紧张局势升级，国际原油市场对地缘政治高度敏感，供应忧虑挥之不去。生物燃料需求炒作叠加供应链担忧，全球植物油市场看涨预期被迅速激活，纷纷强势上涨。国内豆油和菜油期货连续向上突破，距离去年 11 月高点仅一步之遥，强势特征是十分突出。棕榈油受外盘拖累呈现跟涨状态，但价格重心不断抬高，涨幅不断扩大。整体来看，美国豆油需求炒作叠加中东地缘政治扰动，外部热点超越国内油脂供需基本面。国内油脂期货市场技术买盘活跃，有望继续保持交替领涨状态深化反弹行情，同时也要注意获利回吐情绪可能加剧盘面震荡。国内近端供给虽宽松，但远期进口大豆订单存在缺口且进口成本升高，低位买盘令豆粕期货回调空间受限。远期供应层面干扰因素增多，国内粕类期货市场有望继续保持易涨难跌状态。国产大豆被大量收购入库，各级储备大豆拍卖相继启动，有助于缓解现货供应紧张局面，并增加豆一期货市场上行阻力。

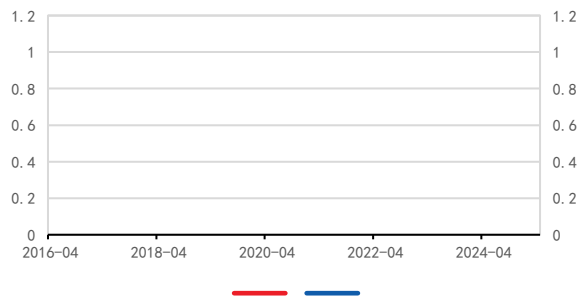
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



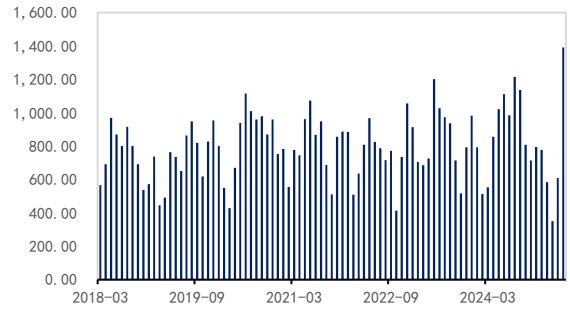
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



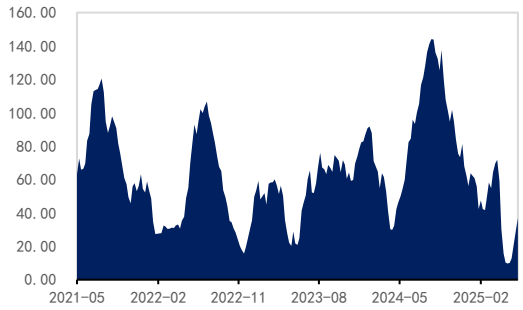
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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