中金财富期货策略周报（2025 年第 22 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：商品市场变化不大，短期内“反内卷”政策以高起点再度破圈，需要密切关注实际的落地情况，政策力度决定了相关品种的反弹高度，短期内注意追高风险。

股指期货：哑铃型策略依然有限，但是从拥挤度看，目前万得微盘股/中证 2000、银行/中证红利指数的相对换手率、成交额占比均位于 3M 均值+1x 标准差附近，距阈值仍有一定上行空间，或指示当前交易拥挤度尚不极致，指数大概率震荡。

铜：秘鲁铜矿运输受阻，全球铜精矿加工费降至 0 美元/干吨，冶炼厂面临减产压力。当前正值国内传统消费淡季，下游企业采购意愿低迷，多以刚需接货为主，实际成交一般，进一步拖累盘面表现。保税区库存增加，部分冶炼厂货源未能及时出口，进一步加剧了国内供应压力，削弱了铜价的上行动能，需关注美联储 7 月议息会议表态。

锌：国内外锌矿进口量上升，锌矿加工费持续上升，叠加硫酸价格上涨明显，冶炼厂利润进一步修复，生产积极性增加；各地新增产能陆续释放，叠加前期检修产能复产，供应增长有所加快。需求端，下游处于进入需求淡季，抢出口订单 6 月中后已有所回落，镀锌、锌合金和氧化锌成品库存开始有累库压力，随着周度耗锌量下行，需求下行压力逐步向锌锭端传导。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：上周中央财经委员会会议强调“治理无序竞争、推动落后产能有序退出”，引发市场对新一轮供给侧改革的高度关注。当前黑色产业链产能显著过剩，政策预期对市场情绪形成一定支撑。虽然短期基本面边际转弱，终端需求仍处季节性淡季，但钢价位于历史低位、原料价格出现企稳反弹迹象，带动成材价格出现修复。我们认为短期内钢价下行空间有限，不宜过度悲观，策略上建议以震荡思路对待。

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：美国农业部调减美豆播种面积，后续供需报告中产量数据将基于调整后的面积作出评估。美国农业部预估的美豆单产为 52.5 蒲式耳/英亩，从历史数据看，2025 年美豆单产很难达到这一历史最高水平。美豆面积下降将使天气的容错空间被进一步压缩，市场将对美豆生长关键期的天气变得更为敏感。在此阶段，资金增持天气升水意愿偏高，美豆市场通常会显现季节抗跌性。国内进口大豆到港量和压榨量维持高位，来自现货端的供给压力对期货盘面仍有拖累效应。如果缺少美豆天气炒作，粕价将很难克服供应压力向上突围。整体来看，国内豆粕市场单边驱动并不明显，有望与美豆保持跟跌不跟涨状态消化供给压力。由于近期国内油脂市场有效驱动较弱，市场情绪易受原油和外盘油脂影响，油脂间分化行情有望持续。美国生柴政策将增加美国豆油消费并排除中国废食用油，棕榈油出口需求前景获得提振。市场对 MPOB 月报有利多预期，国内棕榈油期货在三大油脂中有望保持抗跌状态。东北大豆产区天气正常，中储粮近期进行的国产大豆双向竞价交易成交火爆，现货供应紧张局面缓解，豆一期货市场买盘动力仍显不足。

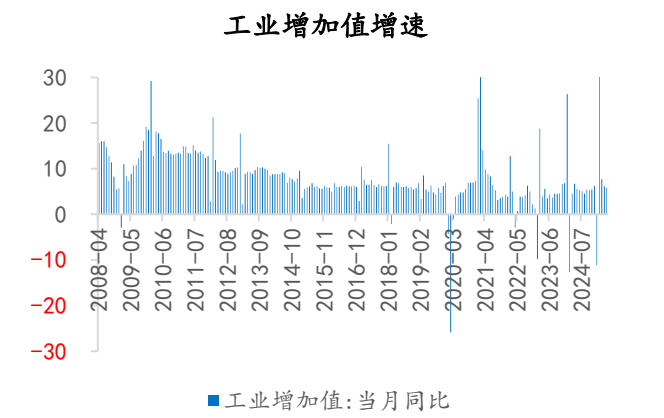
目录

周度策略："反内卷"有助于市场改善预期，但需要关注去产能强度 ..... - 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 ..... - 6 -
2 6 月 PMI 数据：经济有韧性显，但基础仍需巩固 ..... - 6 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
钢材 ..... - 15 -
1 供给侧改革再被提及 钢价提振或有限 ..... - 15 -
2 成本止跌企稳 ..... - 15 -
3 铁水产量回落 表需小幅改善 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 OPEC+吹风继续增产 ..... - 19 -
2 沙特决意争夺份额 ..... - 19 -
3 谨防乐观预期爆冷 ..... - 19 -
4 旺季去库仍有波折 ..... - 20 -
5 再度来到十字路口 ..... - 20 -
6 近强远弱风高浪险 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 基本格局近端无解 ..... - 23 -
2 供需失衡结构问题 ..... - 23 -
3 新季上量开始兑现 ..... - 23 -
4 下游淡季如约而至 ..... - 24 -
5 关注中泰关税谈判 ..... - 24 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：美豆关键报告落地，国内棕榈油一枝独秀 ..... - 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 -

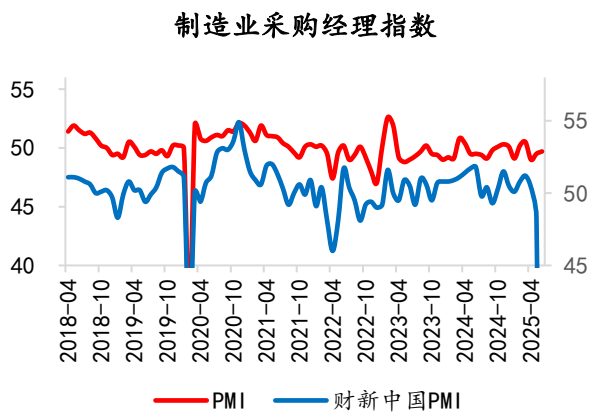
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



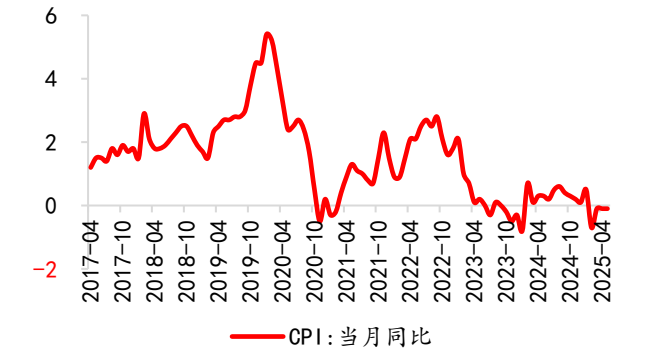
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



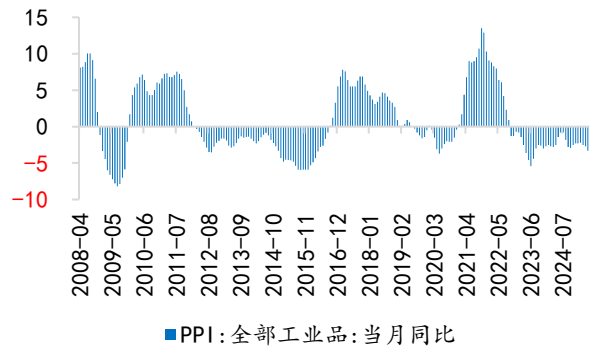
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



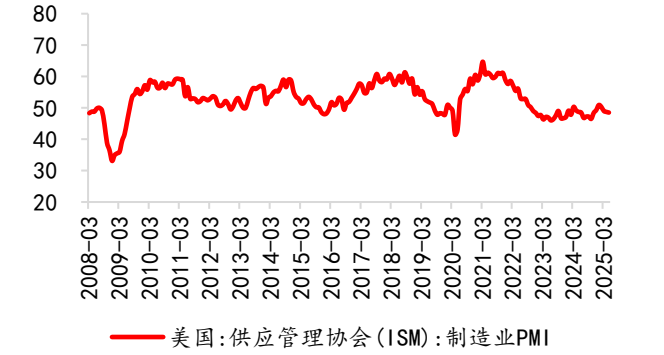
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



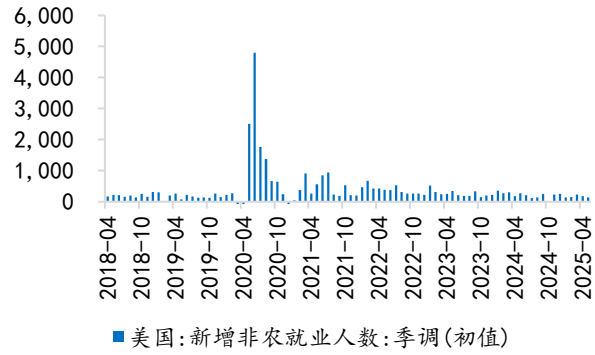
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：“反内卷”有助于市场改善预期，但需要关注去产能强度

目前影响商品市场的因素较多，包括 7 月 9 日关税谈判期限，政治局会议预期等。但短期内影响最大的是中央制定的“反内卷”政策，涉及到的具体品种，值得密切关注。

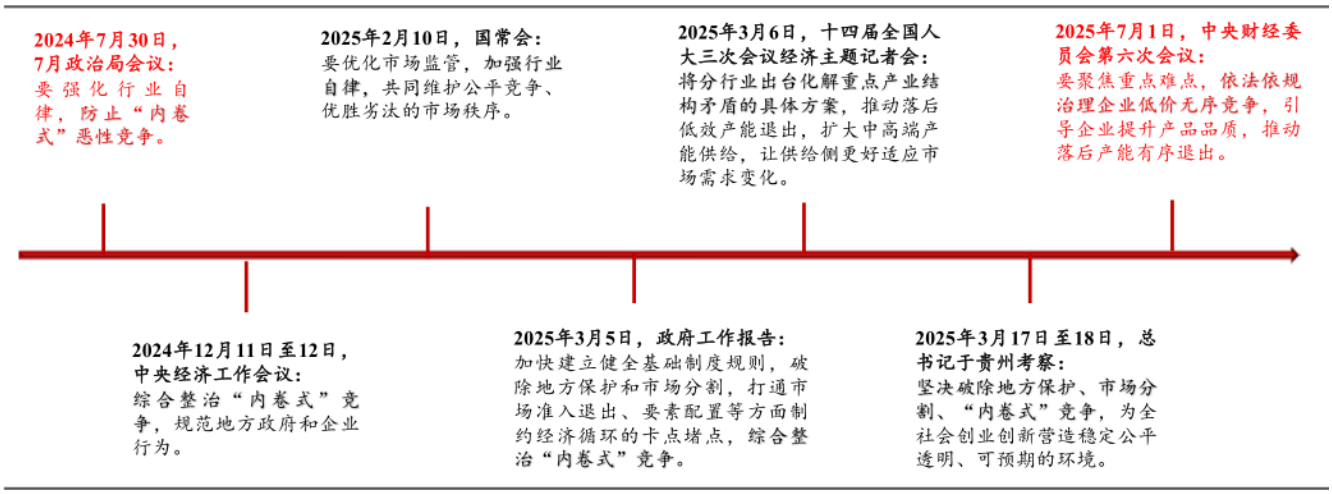
“反内卷”政策刺激相关板块大幅反弹

刚刚召开的中央财经委会议，再次提到“反内卷”政策，7 月政治局会可能会继续强化这一政策风向，方向确定有助于市场改善预期，但具体落实还需要更多组合拳落地。因为本轮持续的产能过剩集中的行业多以民企集中，地方政府和银行系统给予过度冗余的资源倾斜使得市场化出清更艰难。后续还需要等待更为清晰信号，才能看到明确的产业趋势。

“反内卷”得到中央持续定调有助于改善市场预期，但从上一轮去产能的推进关键点复盘来看，较高强度的“去产能”或需要更为综合的政策支撑，尤其是对民生社会稳定的权衡，过剩产能规模的确定、退出时间表、考核机制，以及兜底风险政策的制定，因此从认识到具体落地或仍需一定过程。

“反内卷”短期内或以控制增量为主，优化存量为辅。一方面，当前综合整治“内卷式”竞争的政策着力点更多侧重于控制增量，例如规范地方政府新增重复无效投资的招商引资行为。另一方面，在中美关税战冲击下，就业面临较大不确定性，当前，存量产能的优化主要以行业协会层面的自律为主，依靠企业主体的自主性，相较于上一轮去产能的行政手段差异较大。

图表 1：反内卷政策梳理



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

因此，我们认为光伏、螺纹钢、玻璃等具有产能过剩特征的大宗商品，在市场预期改善时或有阶段性反弹，但趋势性反转尚需去产能政策全面落地进一步确认。

因此，当前相关的品种如多晶硅、玻璃等品种的反弹，更大程度是对政策利好的反馈，其高度取决于政策的执行力度，如果仅停留在行业协会层面主导的产能优化升级，那品种的反弹空间可能有限。

7 月降息可能落空

7 月 3 日，美国劳工部公布 6 月非农数据，非农就业人数增加 14.7 万人，预估增 11 万人，前

值上修至 14.4 万人。失业率 4.1%，市场预期 4.3%，前值 4.2%。由于非农数据大幅好于预期，使得市场对于降息的预期大幅降温。

6 月就业数据整体不弱，支持美联储推迟降息。就业数据发布后，根据 CME Fed Watch，年内降息预期从 64bp 下降至 51bp，9 月降息概率也从 94%降至 70%附近。降息预期回撤，是推动美债利率上行的主要原因。

美联储提前降息，需要看到劳动力市场明显走弱，5-6 月连续两个月的非农数据都不支持这一点。至于贝森特所谓的 9 月追赶式降息，目前条件也并不满足。去年美联储 9 月降息之前，7-8 月失业率满足“萨姆规则”（失业率三个月移动均值减去前一年失业率低点得到的数字超过 0.5%）。而当前失业率并不满足这个条件，反而是支持鲍威尔的观望立场。毕竟当前的数据指向劳动力市场没有失速，只是某些数据出现恶化，例如私人部门就业创造放缓，薪资放缓，劳动力参与率下降等。这些会不会进一步恶化导致劳动力市场整体变差，还需要时间评估。

从目前美债利率下行、美元跌破 97 的走势来看，市场在反映另外一种预期，即鲍威尔任期结束后，新任美联储主席可能大幅降息，甚至遵从特朗普的意思，将利率降至中性利率 3%以下。

继续注意政策相关板块表现

商品市场变化不大，短期内“反内卷”政策以高起点再度破圈，需要密切关注实际的落地情况，政策力度决定了相关品种的反弹高度，短期内注意追高风险。

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	7 月 3 日	工信部：综合治理光伏行业低价无序竞争	引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出	反内卷政策将在各行业展开
	7 月 4 日	二季度货币政策例会：要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节	贸易壁垒增多，灵活把握政策实施的力度和节奏	7 月流动性将进一步宽松
数据	7 月 3 日	美国 6 月非农数据超预期	新增就业 14.7 万人超预期，失业率意外降至 4.1%	非农数据超预期
	7 月 1 日	6 月官方制造业 PMI 连升两月至 49.7	新订单指数回升至扩张区间，非制造业延续扩张	经济数据温和回升
事件	7 月 4 日	“大漂亮”法案在美国众议院涉险过关	尽管民主党强力阻击，共和党仍赶在 7 月 4 日截止期前通过了法案	短期减缓了债务压力，但长期看 3.4 万亿赤字“重负”将至

资料来源：中金财富期货研究所

2 6 月 PMI 数据：经济有韧性显，但基础仍需巩固

需求回升，6 月制造业产需均处于扩张区间。6 月制造业 PMI 为 49.70%，较前值回升 0.2 个百

分点。其中，供给端生产指数回升 0.3 个百分点至 51.00%；需求端新订单指数回升 0.4 个百分点至 50.20%，重新回到扩张区间。具体来看，在中美经贸关系阶段性缓和带动下，中游制造业、消费品行业延续回升；而基础原材料行业在国际原油价格波动推动下有所上升。

外需延续短暂修复，新出口订单指数回升。6 月新出口订单指数录得 47.70%，较前值回升 0.20 个百分点，进口指数录得 47.80%，较前值回升 0.70 个百分点。美国 6 月制造业 PMI 初值为 52.00%，而欧元区制造业 PMI 初值较前值持平为 49.40%。结合航运数据来看，我们认为在中美贸易缓解缓和背景下进出口或延续低位修复。

价格端短期表现积极，上下游协同扩张。制造业原材料购进价格指数和出厂价格指数均有所回升，而主要原材料购进价格和出厂价格价差与前值保持一致为 2.20pct。具体来看，6 月原材料呈现量价齐升；在产品销售端，出厂价格指数和产成品库存均有回升。我们认为除了要看到原油在地缘政治冲突下波动明显，进而带动价格端指数回升这一短期影响因素外，也要注意到当前整体市场需求的边际变化对价格的影响，随着当前宏观经济政策逆周期调节的持续，以及加力实施扩内需战略、提振消费专项行动不断展开，我们认为三四季度价格端或呈现更加积极变化。

大中型企业景气度有所改善。6 月份大型企业、中型企业以及小型企业 PMI 分别为 51.20%、48.60%、47.30%，其分别变动 0.50、1.10、-2.00 个百分点。我们认为大企业景气度稳步回升、中型企业景气度由降转升或显示经济边际向好，但还需要验证小企业层面是否改善。

非制造业总体扩张小幅加快。6 月官方非制造业 PMI 录得 50.5%，比前值升 0.2 个百分点。服务业 PMI 为 50.1%，比前值小幅回落 0.1 个百分点。从市场预期看，业务活动预期指数为 56.0%较为乐观。建筑业继续扩张。建筑业商务活动指数为 52.8%，比前值升 1.8 个百分点，扩张回升。目前专项债用于土地收储和收购存量商品房等安排在逐步落地，并扩大至政府投资基金。专项债投向扩围有利于激活更多的基础建设需求，从而更好发挥投资稳增长的作用

3 流动性展望：央行仍将精准呵护

7 月资金面有 4 个关键节点值得关注：

（1）7 月是缴税大月，税期扰动增加。

（2）7 月有近 2.8 万亿存单到期，其中以 1 年和 3 月期为主。

（3）7 月政府债的发行规模略低于 6 月，政府债净融资约为 1.4 万亿左右。此外，还有近 2000 亿的特殊再融资债还未发行。

（4）7 月有 1.2 万亿买断逆回购和 3 千亿 MLF 到期，规模较 6 月提升。

回顾央行自 3 月以来的操作，可以清晰地看到央行积极应对每个月面临的不同需求，精准施策，持续呵护资金面均衡偏松的态度。即使降准降息的总量型货币政策工具短期再度落地的概率不高，但是央行呵护维稳资金面的态度不变，政策箱的丰富让央行有充分的相机抉择的空间。一旦市场有需要，央行仍会及时公布新的工具，继续呵护市场的宽松环境，确保资金面的平稳运行。

4 宏观策略

商品市场变化不大，短期内“反内卷”政策以高起点再度破圈，需要密切关注实际的落地情况，政策力度决定了相关品种的反弹高度，短期内注意追高风险。

5 股指期货市场分析

指数震荡上行

上周两市冲高回落，周度表现看，其中沪深 300 指数+1.54%，上证 50 指数+1.21%，中证 500 指数+0.81%，中证 1000 指数+0.56%。

高股息搭台，多主题轮动格局仍将延续。尽管外部关税仍有扰动，但当前国内市场稳指数意志较强，一旦出现调整，维稳资金则迅速托底，增强市场信心和活跃度，总体延续震荡向上，短期指数拉升后或需震荡整固。

不过考虑到当前经济结构上低通胀压力及企业盈利下行压力尚未明显缓解，今年“哑铃缩圈”的格局大概率延续——以银行为主的高股息搭台稳指数，以小微盘为主的主题轮动。此外，7 月末政治局会议若无明显增量政策，可能对市场形成短期扰动。行业方面，银行、低波红利等方向确定性较高，一直持续上涨，同时科技、医药、新消费、核电、稀土、化工等今年热门主题持续轮动机会。

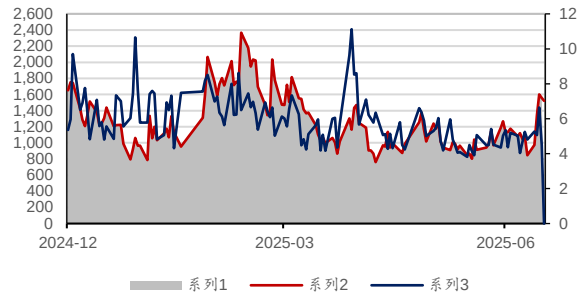
关注波动后买入机会

近期交易型资金风险偏好持续修复，A 股市场呈现“技术性突破”，短期顺应情绪，但“大而美”法案、关税政策、资金面供给侧影响下，后市波动或增大，股指出现趋势性向上行情的扰动仍较多，中枢有效抬升或要等待四季度。结构上哑铃型策略两端持续“缩圈”，但拥挤度尚不极致。此外，基金漂移程度较低，在银行业绩修复、中报分红预期下，或仍存在交易动力；量化机构作为交易小微盘的主力，6 月备案新发产品速率尚未放缓，或仍具备潜在流入可能，短期需关注交易情绪波动对行情的影响。配置上，大金融仍为底仓首选，关注中报业绩修复的品种，如 PCB、游戏、存储、火电、沥青等。

后市波动增大，反转仍需等待。

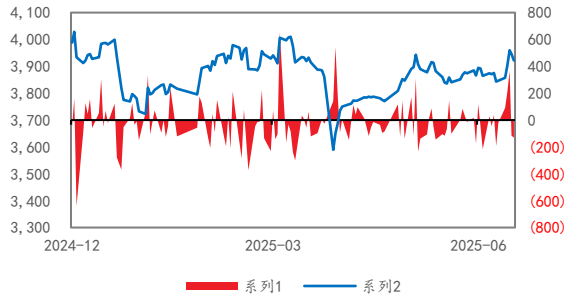
近期在地缘政治风险缓和、国内政策利好等催化下，交易型资金风险偏好持续改善，融资资金交易活跃度持续两周位于 9%以上，A 股市场呈现“技术性突破”的特征，短期或仍以顺应情绪为主，但后市扰动或增大，考虑到：1）海外宽松预期反复持续扰动市场，5 月非农数据高于市场预期，CME 统计投资者对于 7 月降息的预期概率大幅下降；2）资金面供给侧扰动增加，年中通常是解禁高峰期，7 月底-8 月中旬，解禁规模中枢抬升；3）7 月 9 日，美国关税延迟到期，特朗普的政策方向可能会扰动全球资产风险偏好。综合来看，股指出现趋势性向上行情扰动仍较多，中枢有效抬升要等待四季度。

图表 8：融资融券数据图



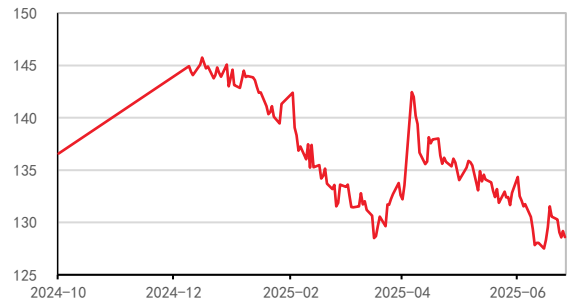
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



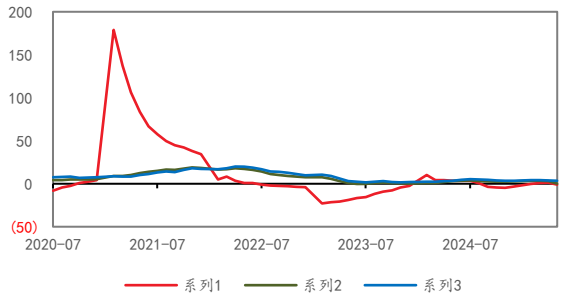
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

未来新建或扩建项目较少，缺乏大型新铜矿项目

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。矿石品位下降、资源国政策、矿震等因素，自山港、嘉能可、英美资源、艾芬豪纷纷下调产量指引，我们预计 2025 年全球铜精矿增量仅约 25.2 万金属吨（同比+1.1%，较年初预测的 50 万吨增量大幅下降），全年铜矿供应紧张态势难改。

废铜供应偏紧

废铜成为原料端的关键补充，但关税政策致使美国进口货源受阻。在铜精矿供应持续紧缺的背景下，废铜成为原料端的重要补充。1-4 月中国累计进口废铜 77.7 万吨，累计同比下降 0.74%。即便中美 5 月开启 90 天关税休战期，但政策持续存在不确定性，且美国废铜价格高企，预计后续自美进口废铜量继续减少，整体废铜供应偏紧。

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，2025 年 5 月 SMM 中国电解铜产量 113.83 万吨，环比+1.1%，同比+12.9%。SMM 中国铜冶炼厂 5 月开工率为 88.82%，环比+1.03 pct，同比+0.36pct。

1-4 月累计净进口 89.7 万吨，同比-17.7%；1-4 月累计净进口同比下降主要因美国加征进口铜关税政策预期使得美铜溢价，导致其他地区的电解铜多数流向美国。

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。今年“十四五”收官之年，电网计划总投资超 8250 亿元，电网有望维特高景气，“湖新”补贴政策继续拉动家电、汽车消费，但政策带来的消费提振或边际减羽，而光伏抢装退潮后增速承压。

消费者信心仍然偏弱，尤其地产竣工端还受到前期低开工的影响，即使前一年低基数的背景下，1-5 月全国房屋竣工面积为 18385 万平方米，同比下降 17.3%，预计 2025 竣工端仍将偏弱运行，但低基数效应下降幅有所收窄，地产用铜量仍然承压。

2 结论

秘鲁铜矿运输受阻，全球铜精矿加工费降至 0 美元/干吨，冶炼厂面临减产压力。当前正值国内传统消费淡季，下游企业采购意愿低迷，多以刚需接货为主，实际成交一般，进一步拖累盘面表现。保税区库存增加，部分冶炼厂货源未能及时出口，进一步加剧了国内供应压力，削弱了铜价的上行动能，需关注美联储 7 月议息会议表态。

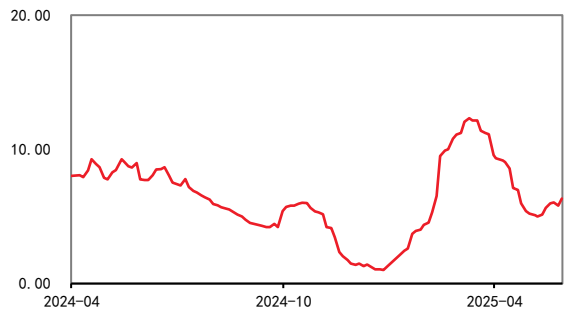
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



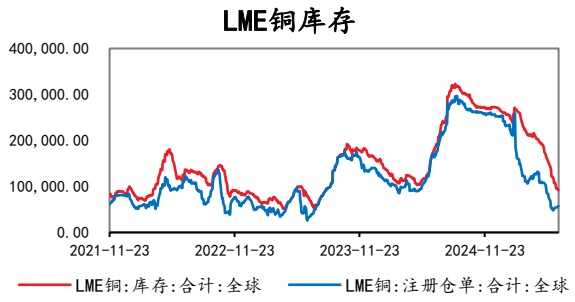
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



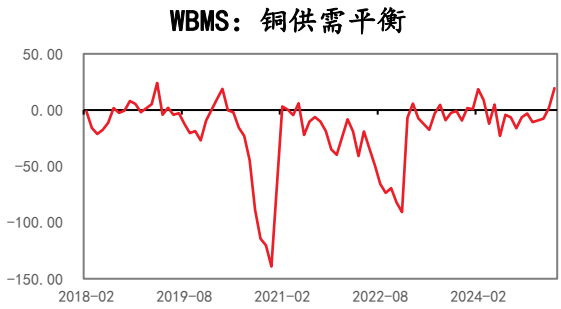
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



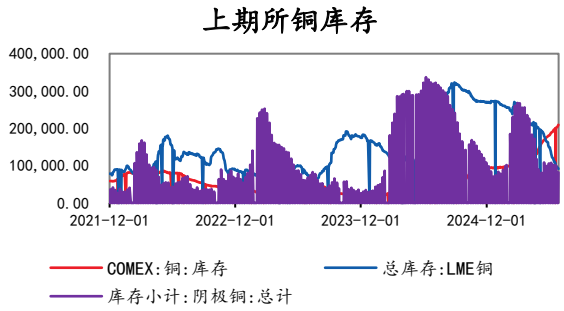
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



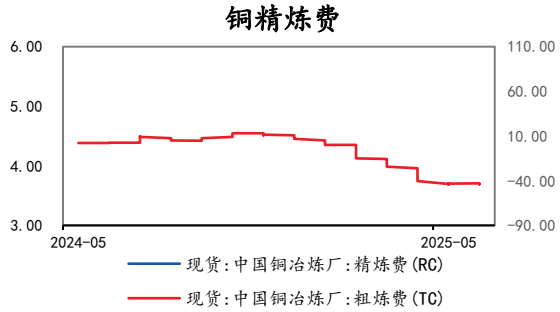
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%

1-5 月国内锌精矿产量同比累降，主要原因是部分国内矿山品位出现难以扭转的下滑，同时春节假期提前、年初矿山季节性检修等因素带来一定减量。ILZSG 预测，2025 年全球锌精矿产量将同比增长约 4%，主要增量来自中国、秘鲁和澳大利亚。国内方面，随着国内矿产资源规划推进，国内锌矿勘探和开采力度加大，预计 2025-2026 年中国锌精矿自给率将提升至 50%以上（2024 年约 45%），进一步缓解冶炼厂的原料压力。

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，考虑到当前全球精炼锌产能利用率和总体成本，锌矿增量基本可以传导为锌锭增量。国产锌精矿 TC 持稳上行至 3800 元，CZSPT 也发布了 2025 年三季度末前进口锌精矿采购美元加工费指导价区间：80-100 美元/干吨，冶炼厂锌精矿库存已补至同期中位水平以上，冶炼利润环比上行，供给端有增量预期。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%。

进口方面，1-5 月精炼锌累计进口 15.6 万吨，累计同比下降 16.7%，进口货主要来自哈萨克斯坦和澳大利亚。4 月进口窗口间歇性开启后，部分进口货从保税区流入国内；5 月进口窗口打开，SMC、日锌、西锌等持续流入，进口量有所增加；6 月进口窗口再次关闭，由于前期锁价货不多，进口量边际下滑。

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。后随着终端需求逐步修复，叠加抢出口效应逐渐发酵，镀锌订单改善明显，5 月关税缓和进一步递延需求下降预期，直至 6 月后下游订单才开始逐步走弱。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。

根据汽车工业协会的数据，2025 年 5 月汽车产销分别完成 264.9 万辆和 268.6 万辆，同比分别增长 11.6%和 11.2%。1-5 月汽车产销分别完成 1282.6 万辆和 1274.8 万辆，同比分别增长 12.7%和 10.9%。

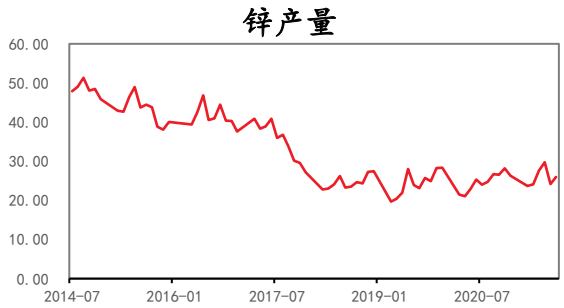
2 总结

国内外锌矿进口量上升，锌矿加工费持续上升，叠加硫酸价格上涨明显，冶炼厂利润进一步修复，生产积极性增加；各地新增产能陆续释放，叠加前期检修产能复产，供应增长有所加快。需求端，下游处于进入需求淡季，抢出口订单 6 月中后已有所回落，镀锌、锌合金和氧化锌成

品库存开始有累库压力，随着周度耗锌量下行，需求下行压力逐步向锌锭端传导。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。

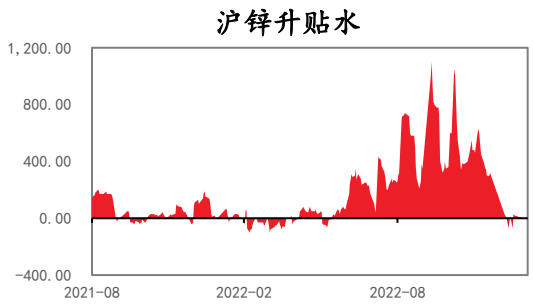
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



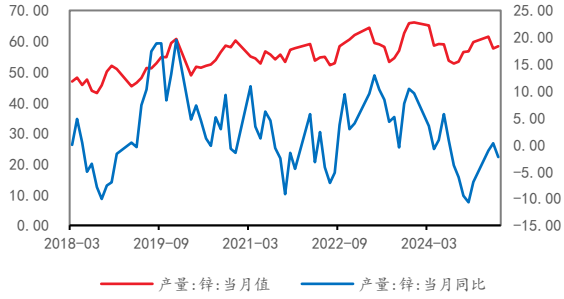
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



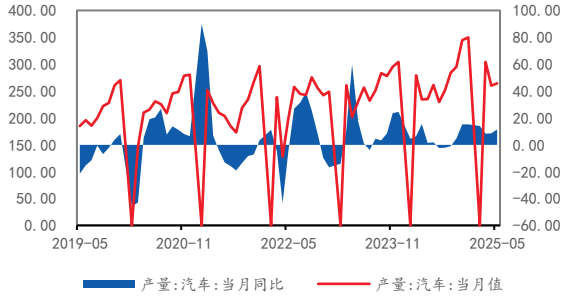
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供给侧改革再被提及 钢价提振或有限

近期中央财经委员会会议提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，这一表述迅速引发市场对新一轮供给侧改革的联想，部分投资者回忆起 2015 年供改引发的商品牛市，彼时钢材、铁矿石等黑色系品种涨幅惊人，供需格局重塑，产业盈利水平大幅修复。然而，当前的现实背景与 2015 年存在诸多差异，政策的边际效果或远不及从前，钢价反弹的空间和持续性均需审慎看待。

首先，宏观经济环境已今非昔比。2015 年启动供给侧改革之际，中国经济虽有去杠杆压力，但地产投资、基建支出及出口仍有较强支撑，是典型的“强需求+压供给”格局。而 2025 年当前，房地产链条持续下行、基建疲弱、消费承压，外部出口环境亦面临更大不确定性。黑色系所依赖的终端需求同步承压，即便压缩产能，供需缺口也难以形成如当年般的快速收敛。

其次，钢铁行业自身已历经数轮深度调结构。目前行业整体能耗、排放、水耗指标大幅优化。据 2024 年数据，全国重点统计钢铁企业吨钢综合能耗已降至 549.68 千克标准煤，同比下降 0.61%；吨钢可比能耗下降至 480.96 千克标煤，同比下降 1.75%。这一背景下，所谓“落后产能”的识别与清退空间已显有限，政策实际落地或更多侧重“引导提升”而非“强制去化”，削弱其对价格与供需格局的冲击力。

第三，政策执行的宏观约束条件更趋复杂。当前财政收支压力加大，就业稳增长任务艰巨，在此背景下，政府对于产能收缩、企业停限产的行政推动力受限，政策落地的弹性增大。加之地方政府与行业企业的现实利益博弈，执行层面很难再现 2016 年那种大刀阔斧式的供给收缩成效。

最后，“反内卷”被定位为系统性、长期性的政策方向，而非短期的行政指令。这意味着对行业秩序的整顿更偏向市场导向、规范竞争、提升质量，而非通过“一刀切”方式压减供给。这一基调将影响市场预期，弱化政策落地初期的情绪驱动。

综上所述，虽然“去产能、控过剩”再次成为政策语言的一部分，带动市场情绪修复，但考虑到当前经济结构、行业格局及政策执行约束，钢价可能面临“政策底”支撑而非“价格顶”突破。短期内钢材价格存在阶段性反弹动力，但高度与持续性恐难类比 2015 年后的大级别行情。。

2 成本止跌企稳

自 2023 年 12 月以来，焦炭和焦煤价格经历了大幅回落，焦炭累计跌幅超过 50%，焦煤价格更是下跌超过 70%。2025 年 6 月初焦煤触及阶段性低点后迅速反弹，至今反弹幅度已达 12%。除伊以冲突、伊美冲突造成原油价格大幅波动进而影响煤炭市场之外，6 至 7 月为传统雨季，煤矿生产事故风险上升，地方政府安全监管力度明显加大，进一步强化了对供给端的压制。尽管焦煤基本面并未出现实质性改善，但成本端下行空间大幅收窄，市场看涨情绪持续升温，焦煤成交放量，价格出现止跌企稳迹象。

值得注意的是，中央财经委员会近期强调“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。此类供给侧政策与钢铁行业“反内卷”趋势形成共振，在情绪层面强化了黑色系整体的成本支撑预期。若该类政策持续落地并对煤焦供给端形成约束，成本中枢或有上移可能。

总体来看，焦煤、焦炭价格在多重因素共振下初步企稳，钢材成本支撑得到强化。但也需警惕短期情绪过热带来的回调风险，尤其是 7 月下旬煤矿安全检查告一段落后，若供应端快速恢复、基本面未能有效承接当前情绪，则仍可能面临二次探底压力。因此，在成本支撑增强的背景下，钢价止跌企稳的趋势初现，但后续能否延续仍需基本面进一步验证。。

3 铁水产量回落 表需小幅改善

上周全国高炉与电炉产能利用率均回落，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 90.3%，环比下降 0.6 个百分点，同比上升 1.2 个百分点；国内 91 家电炉产能利用率为 51.5%，环比下降 0.9 个百分点，同比下降 2.2 个百分点。五大品种钢材周产量为 885.2 万吨，环比上升 0.5%，同比下降 2.8%。上周长流程产量回落，日均铁水产量下降 1.6 万吨至 240.8 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 916.1 万吨，环比上升 1.1%，同比下降 28.0%；钢厂库存为 423.8 万吨，环比下降 2.2%，同比下降 15.4%。钢材总库存与前一周持平，较前一周变动幅度为下降 0.1 个百分点，社会库存由降转增，钢厂库存回落。

上周由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材表观消费为 885.3 万吨，环比上升 0.6%，同比下降 1.5%；其中螺纹钢表观消费为 224.9 万吨，环比上升 2.3%，同比下降 4.6%。上周五大品种钢材表需小幅回升，螺纹钢消费改善同时热卷消费小幅回落，建筑钢材成交周均值为 10.7 万吨，环比上升 8.2%。

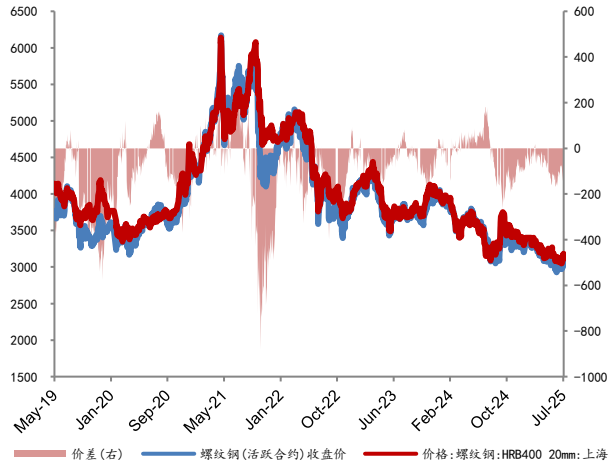
上周钢材现货价格走强，主流钢材品种即期毛利显著改善，247 家钢厂盈利率为 59.3%，较前一周略有下降。

4 小结

上周中央财经委员会会议强调“治理无序竞争、推动落后产能有序退出”，引发市场对新一轮供给侧改革的高度关注。当前黑色产业链产能显著过剩，政策预期对市场情绪形成一定支撑。虽然短期基本面边际转弱，终端需求仍处季节性淡季，但钢价位于历史低位、原料价格出现企稳反弹迹象，带动成材价格出现修复。我们认为短期内钢价下行空间有限，不宜过度悲观，策略上建议以震荡思路对待。

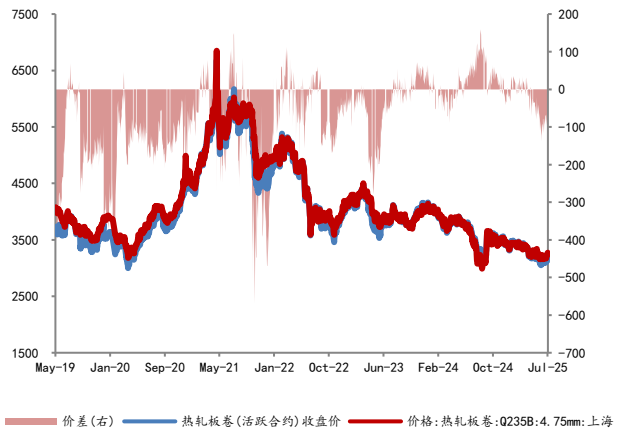
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



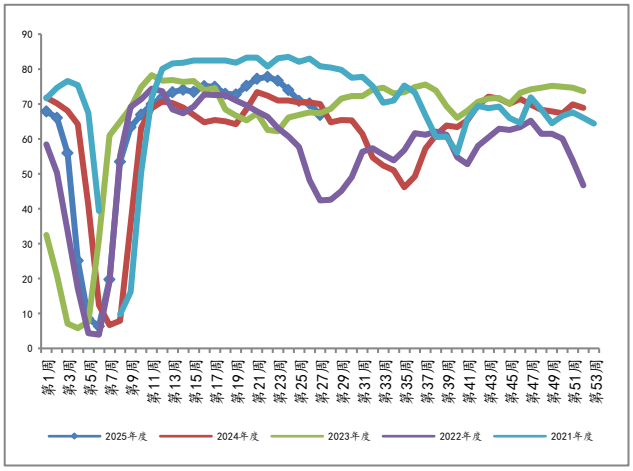
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



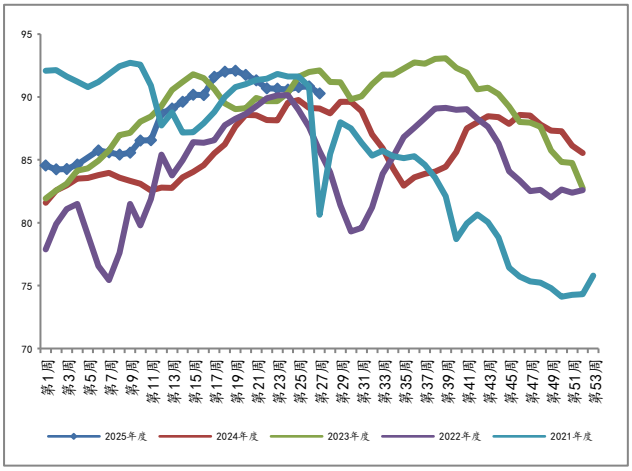
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



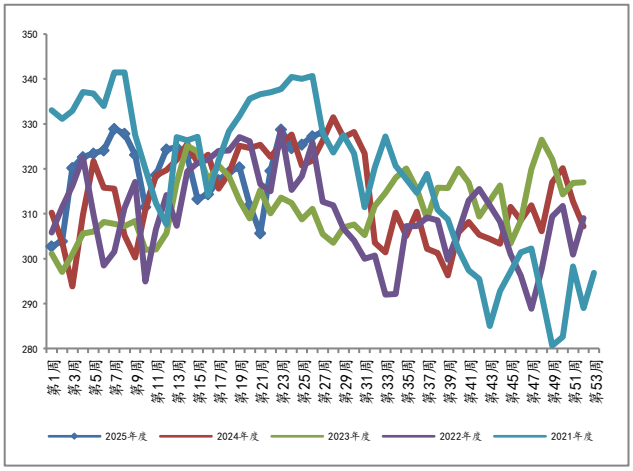
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



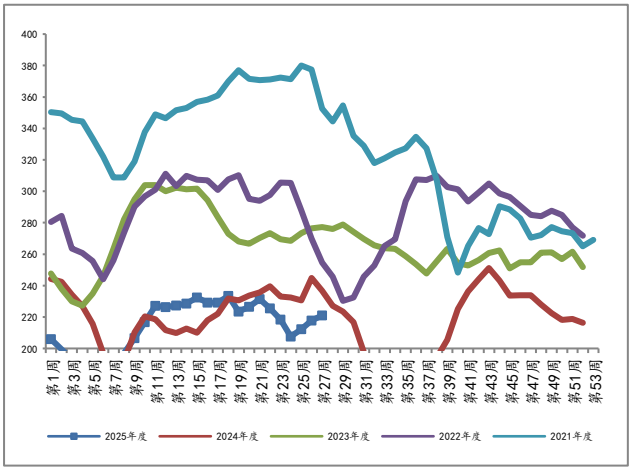
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



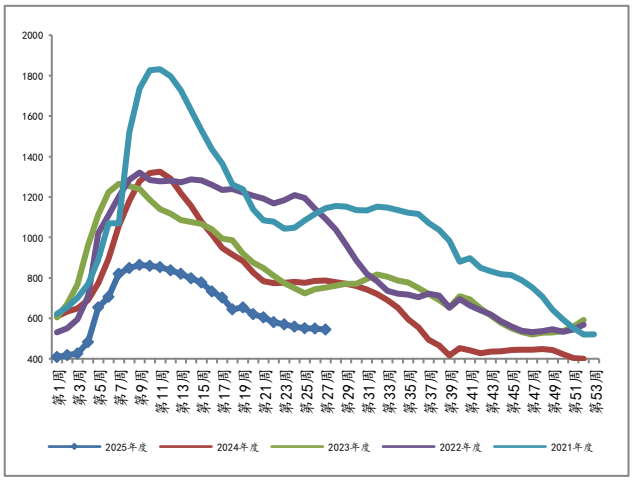
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



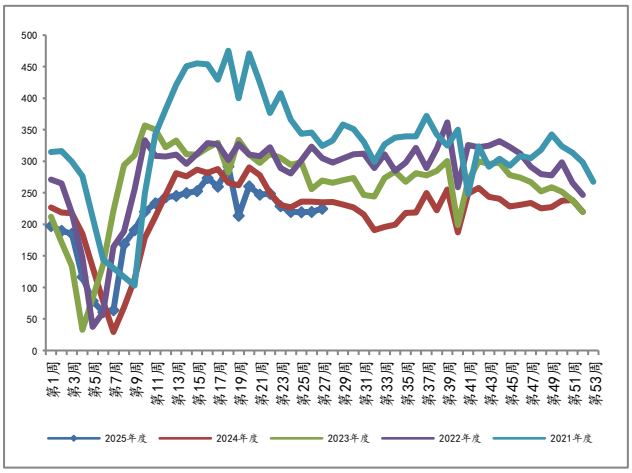
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 OPEC+吹风继续增产

国际原油已完全挤出本轮地缘风险溢价，市场主导逻辑重新转向供需平衡，特别是将于 7 月 6 日召开的 OPEC+会议，外界普遍预期将会再度达成大规模增产的协议。

据若干内部人士透露，以及对分析师调查显示，OPEC+大概率计划在 8 月继续增产 41.1 万桶/日，这将是该组织自 4 月开始执行的第五轮增产，且在 5-7 月已连续恢复同等份额的产量。如果这一增产决议落实生效，将使得 OPEC+今年以来的原油供应量累计增加约 178 万桶/日，超过全球原油供需平衡总量的 1.5%。

由此来看，沙特正领导 OPEC+努力夺回前期减产时拱手让人的市场份额，8 月仍处在油品消费旺季窗口期内，料能最后一次支持 41.1 万桶/日的月度增产，此后节奏或将向更保守的原计划靠拢。考虑到四季度后期油品需求下滑基本是确定的，我们预计，OPEC+增产将会加剧今年晚些时候供应过剩的严重程度，给油价重心带来长期的下行压力。

2 沙特决意争夺份额

自打今年 4 月开始，沙特放弃坚持减产保价转而开闸放油，现在该国正以一年多以来最快的速度输出原油，表现出与美国页岩油商争夺市场份额的战略决心。

OPEC+最新协议批准八个核心成员国总计增产 41.1 万桶/日，其中沙特每月可增产 16.7 万桶/日。航运研究机构 Kpler 提供的油轮追踪数据显示，6 月沙特原油出口量增加 44.1 万桶/日至 636 万桶/日，涨幅扩大到约 7%。尽管在以色列与伊朗冲突期间，电子干扰造成局部区域航运受到影响，但海湾原油运输大动脉仍保持畅通无阻，6 月沙特通过波斯湾和红海的出口终端输送约 1.9 亿桶原油。

值得一提的是，JODI 统计显示，沙特在夏季空调和海水淡化用电高峰期，对原油的消费量较年内凉爽月份平均高出近 60 万桶/日。通常国内需求旺季本应减少原油出口，但沙特 6 月出口增速却远超预期，外界猜测夏季过后或将释放更大比例的供应量，令国际原油实物市场处于宽裕过剩的状态。

3 谨防乐观预期爆冷

在地缘政治风险阶段性消退后，北美出行高峰期和墨西哥湾飓风季接棒支撑油价，令 WTI 和 Brent 价差极度收窄。

近期 EIA 库存出现明显下降，表明燃料需求的季节性特征开始兑现。每年 5 月底至 9 月初是美国的驾车出行旺季，期间汽油零售消费强劲，带动原油库存去化趋势，通常 7-8 月降幅最大。与此同时，美国已经进入飓风高发季节，不定期地扰动墨西哥湾沿岸原油生产和提炼工作，短期内或影响区域原油供应，并引发市场忧虑情绪。另一方面，美国宏观经济数据表现不佳，外界普遍预期美联储最早或于 9 月开始降息，今年可能最多降息两次，交易降息提振市场信心。

然而，我们认为全年油价预测并不乐观，季节性需求走强并不能改变供应过剩的格局，且关税推高通胀的风险阻碍美联储降息，因此交易者应谨防利多落空带来的预期差爆冷。

4 旺季去库仍有波折

美国能源信息署(EIA)周报显示，近期美国原油和汽油库存意外回升，而净进口量大幅增长，令旺季预期兑现程度受到质疑。

EIA 高频数据显示，截至 6 月 27 日当周，美国商业原油库存增加 384.50 万桶至 4.190 亿桶；美国汽油库存增加 420 万桶至 2.321 亿桶；包括柴油和取暖油的馏分油库存减少 170 万桶至 1.036 亿桶。当周美国油品库存变动整体和季节性去库预期大相径庭，主要是因为美国原油出口量创 2023 年以来新低，使得原油净进口量大幅增加 294.1 万桶/日至 461.4 万桶/日。

这从侧面反映出，沙特领导 OPEC+持续推进增产战略，已经对美国页岩油商的市场份额造成挤压。此外，7 月 9 日美国对等关税政策或仍有反复，尽管很难造成比 4 月初更大的冲击，但诸多关税细节需要谈判，对全球经济和总需求的负面影响有待观察。综合供需两个层面来看，国际油价都是缺乏上涨驱动的。

5 再度来到十字路口

本次伊以冲突引发中东局势动荡，对全球约三分之一的原油贸易构成威胁，但类似 2022 年俄乌战争发生之初的情景，随着地缘政治风险情绪迅速退潮，油价走势短暂飙升后发生剧烈反转。伊以双方脆弱的停火协议，标志着地缘事件影响阶段性消退，交易者关注点转向宏观面和基本面。

展望后市，我们预计原油主线逻辑仍将回归 OPEC+增产与特朗普关税两大问题，7 月上旬有两个关键节点将决定中短期原油市场风向。一是 OPEC 及其盟友拟定于 7 月 6 日召开部长级会议，届时将敲定 8 月原油产量配额；二是美国特朗普当局需要在 7 月 9 日前就对等关税调整给出方案，涉及对主要贸易伙伴加征何等关税的重大决策。

当前原油市场正处在一个复杂的十字路口，宏观经济、产业政策和地缘政治面临关键转折点，交易者普遍持谨慎观望态度，等待伊以停火、贸易谈判、增产计划进一步明朗。

6 近强远弱风高浪险

从基本面研判，2025-2026 年全球原油市场的主题可高度概括为过剩二字，油价主要趋势处于下行通道，然而期间黑天鹅事件颇多，先有美国对等关税，后有伊以地缘冲突，令市场波动性显著增加。

接下来密切关注伊以冲突能否真正告一段落，假设以霍尔木兹海峡安全通航为前提，预计三季度原油供需将维持微妙的动态平衡，地缘风险溢价挤出后波动性有所下降。

我们初步认为，原油市场定价逻辑将逐渐从中东地缘政治回归基本面主导。放眼全局，对于 2025 年国际油价走势，预计将呈现“中间高、两边低；近端强、远端弱”的格局。

特别提醒交易者：原油市场正在为地缘政治所裹挟，霍尔木兹海峡通航和全球原油供应体系仍

然岌岌可危，不排除油价波动性会再次骤然放大，应控制头寸以面对潜在到来的风险时刻。

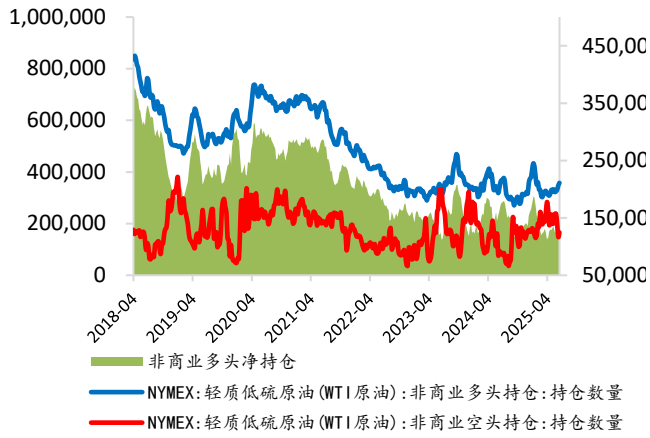
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



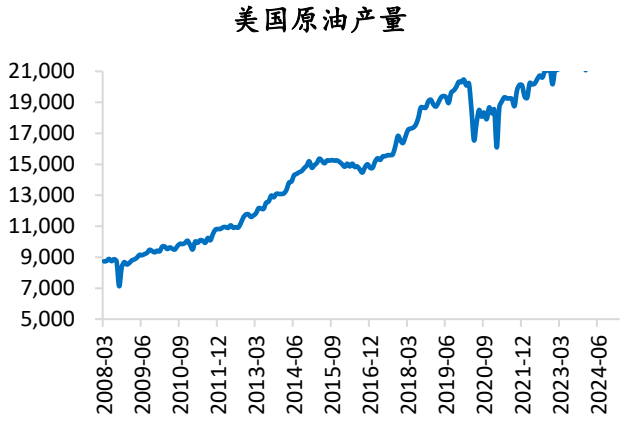
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



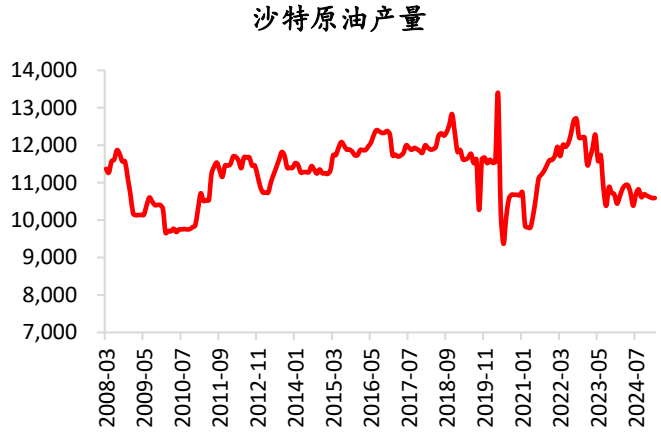
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



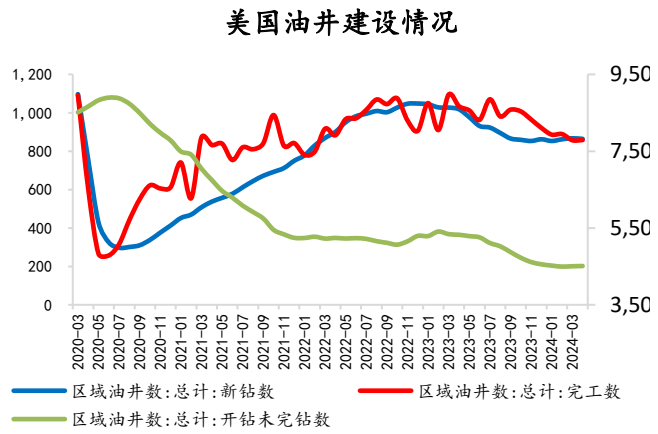
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



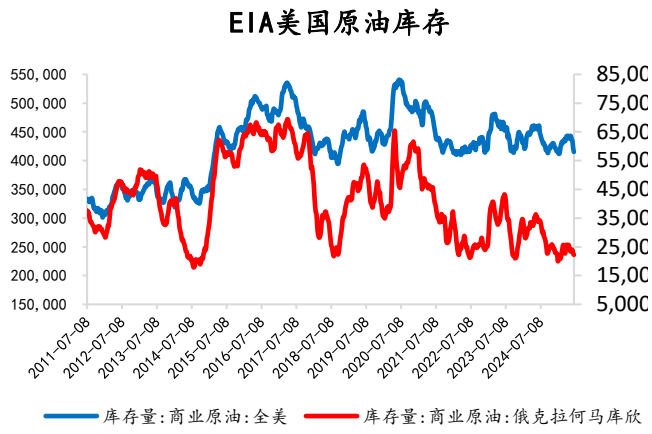
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



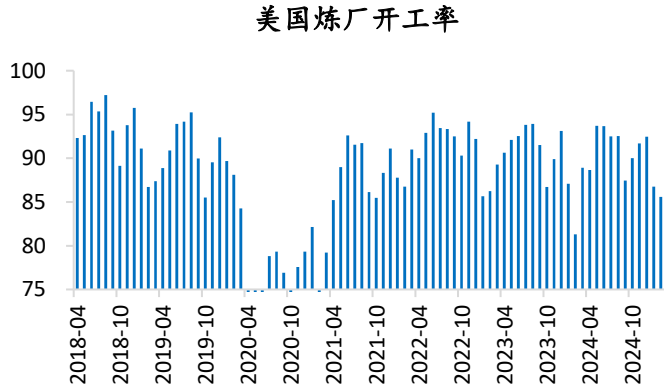
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



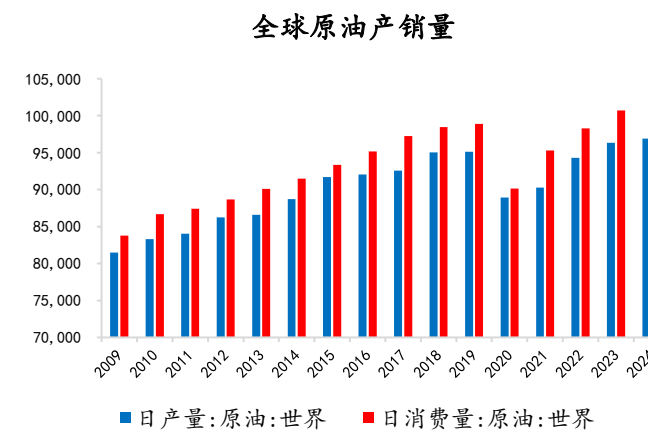
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 基本格局近端无解

外部宏观环境叠加产业传统淡季，令天然橡胶库存矛盾中短期内无解，先前地缘政治对胶价刺激不大，也侧面反映出其基本面相当疲弱。一句话概括，天然橡胶市场延续供强需弱库存高的格局。

全球天然橡胶进入增产期，海内外主要产区全面开割，但雨季时常受降雨天气扰动，原料释放节奏将随时间递增。今年前 5 个月天然橡胶进口量大幅增加，进出口数据达到近年同期最高水平，加上对欠发达国家的零关税政策落地，将抵补一部分淡季进口缺口。下游轮胎工厂成品去库缓慢，全钢胎库存延续前年高企状态，半钢胎库存攀升刷新历史记录，特朗普对等关税 90 天缓冲期过半，后续出口市场变数仍然较大。

在供应过剩和需求欠佳的情况下，天然橡胶累库问题成为最核心的矛盾，目前青岛地区库存水平已从去年低位升至历史均值,正常应于 5 月开始季节性去库,然而隐形库存之庞大超出预期，后续去化也会十分困难。我们预计，6-7 月橡胶大概率维持低位偏弱震荡态势，可能要到金九银十前方可实质性好转。

2 供需失衡结构问题

根据 ANRPC 最新发布的月度报告，5 月以来天然橡胶市场面临结构性供需失衡问题。

ANRPC 统计数据显示，2025 年 5 月全球天然橡胶产量估计为 104 万吨，同比下降 1.2%，环比大增 35.6%；同期全球天然橡胶消费量估计为 127 万吨，同比微减 0.1%，环比增加 1.7%。ANRPC 最新预测，2025 年全球天然橡胶产量增加 0.5%至 1489.2 万吨；其中，泰国+1.2%、马来西亚-4.2%、印尼-9.8%、越南-1.3%、中国+6%、印度+5.6%、柬埔寨+5.6%、缅甸+5.3%、其他国家+3.5%。2025 年全球天然橡胶消费量预计增加 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+110.3%、其他国家-3.5%。

ANRPC 报告表明，随着东南亚主产区开割顺利推进，原料上量带来的供应压力与日俱增，而下游轮胎等需求季节性走弱，引发业界对供需过剩和隐性库存的担忧，令 5 月下旬天然橡胶价格发生显著波动。展望年内剩余时间，天气条件料将有利于割胶活动，特朗普关税影响仍不确定，全球经济放缓预期与基本面疲弱现状叠加，短期内胶价缺乏核心上涨驱动。

3 新季上量开始兑现

在过去的一个多月，由于泰国割胶被人为推迟，叠加产区降雨天气频发，新胶上量进度放缓，供应端对胶价仍有一定支撑。不过，随着泰国南部主产区正式开割，下半年全球天然橡胶整体进入旺产季过渡阶段。当前利润虽较去年有所回落，但在过去十年内尚属中上，胶农割胶意愿仍较积极。今年以来自然条件相对良好，若后续天气扰动影响较小，季节性增产预期将逐步兑现。此外，泰国橡胶管理局提议，泰国政府应与中国协商，将对泰国天然橡胶的进口关税降为零，若征得我方同意将使得进口成本大幅下滑。综上，7-8 月天然橡胶市场仍面临宽松局面，

供应压力逐步抬升，主港去库节奏不甚理想。

4 下游淡季如约而至

由于年中淡季下游压力不减，短期内天然橡胶走势仍震荡偏弱。

近期，国内轮胎企业负荷呈回升态势，当前开工已经恢复到五一前水平，但工厂成品库存累积较高，抑制对原料橡胶的补货积极性。截至 6 月底，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 65.62%，较去年同期走高 3.18 百分点；国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 77.68%，较去年同期走低 1.30 个百分点。内需汽车轮胎市场产销情况暂稳，但与出口密切相关的半钢胎边际下滑，未来关税不确定性令业者缺乏信心。

需求端综合来看，橡胶轮胎成品库存去化不畅，轮胎出口订单预期大幅下降，汽车消费处于传统淡季，橡胶下游产业链整体表现欠佳。未来一两个月基本面仍偏疲软，虽不乏题材炒作的可能性，但预计胶价短期上行空间有限，后期若要走强还需下游好转配合，重点关注青岛地区能否启动去库趋势。

5 关注中泰关税谈判

近期产业政策方面，中泰天然橡胶零关税谈判备受关注，事关全球最大的天然橡胶消费国和生产国。

据泰媒报道，泰国国家胶农网络机构透露，在中泰双边谈判会议中，中国工厂有可能通过该机构试点直接从泰国胶农手中购买 300 吨橡胶，通过湄公河流域最终从云南入境。泰国向中国出口天然橡胶需缴纳 20%的进口关税，新渠道有望将关税税率降为 0，旨在争取与缅甸、老挝等国同样的零关税待遇，目前我方正在讨论中。

然而，这一消息令在泰国南部六大口岸交易的进出口贸易商感到担忧，中国从泰国南部进口的各品类橡胶占其总量的 60%以上，主要用于加工制成轮胎等橡胶产品。经由上述口岸出口的浓缩乳胶、烟片胶、标准胶等天然橡胶，需缴纳约 1500 元/吨的关税，导致其成本与通过湄公河流域国家出口的货源产生巨大差异。

关于橡胶关税谈判结果应以我国官宣为准，如若消息属实，进口成本大幅下降将对天然橡胶期货尤其 NR 品种构成利空。

6 周期重拾上升大势

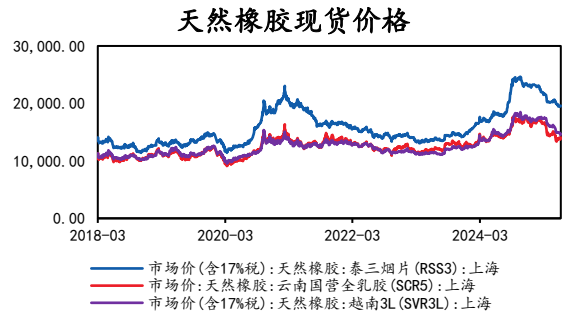
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

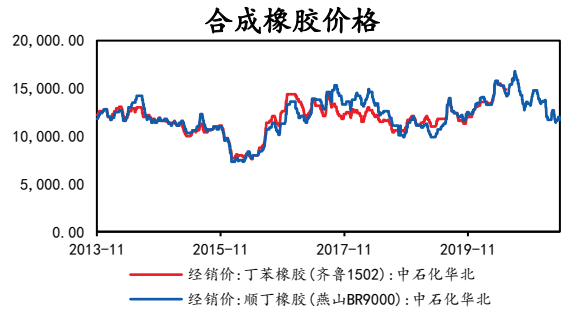
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



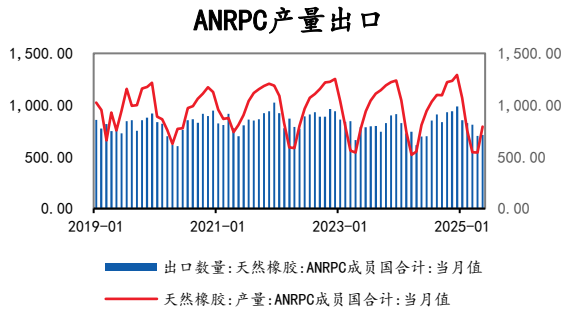
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



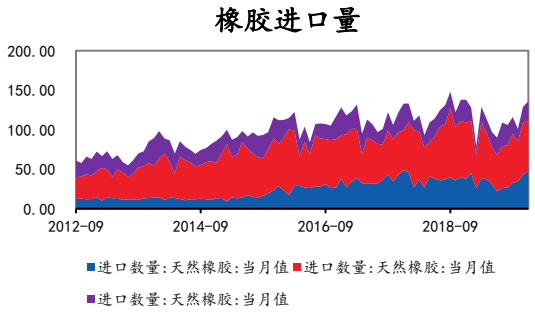
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



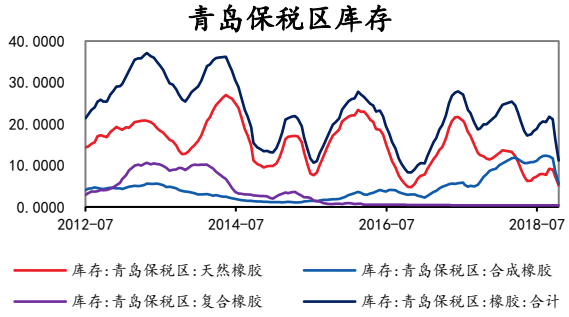
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



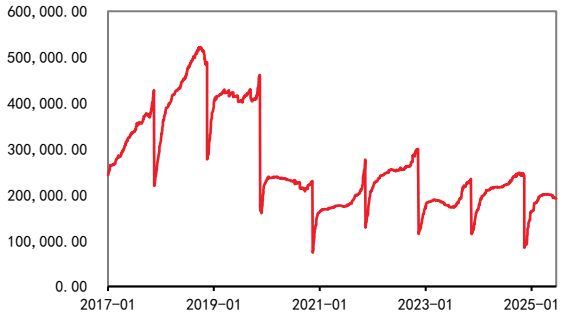
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



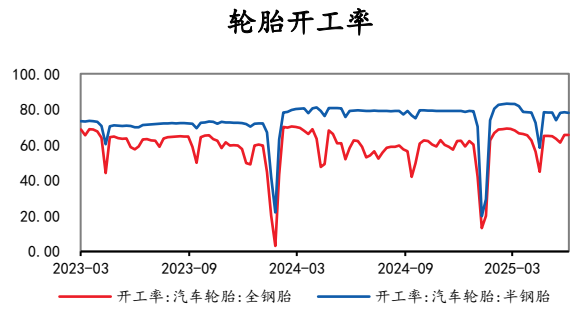
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



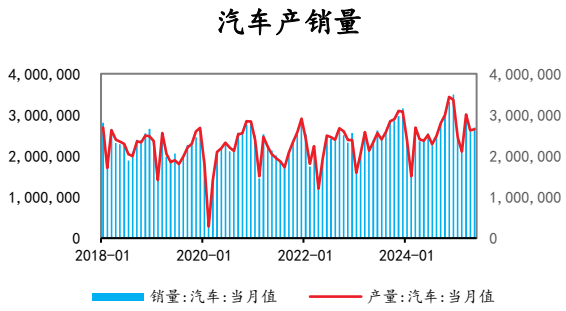
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆关键报告落地，国内棕榈油一枝独秀

1 外部豆类市场分析

美豆季度库存高于预期，美豆播种面积小幅下调

6 月 30 日，美国农业部美豆季度库存报告和美豆播种面积报告。季度库存报告显示，截至 6 月 1 日，美国大豆库存为 10.08 亿蒲式耳，同比增长 4%，高于分析师平均预期的 9.8 亿蒲式耳。面积报告显示，2025 年美豆播种面积为 8340 万英亩，低于 3 月预测的 8350 万英亩，同比下降 4%，低于分析师此前平均预估的 8365.5 万英亩。两份报告多空效应互抵，美豆市场表现较为平稳。

美豆优良率小幅下滑，主产区天气保持正常

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 6 月 29 日当周，美国大豆优良率持平于 66%，低于市场预期。当周美豆出苗率为 94%，上年同期为 94%，五年均值为 95%；当周美豆开花率为 17%，上年同期为 18%，五年均值为 16%；当周美豆结荚率为 3%，上年同期为 3%，五年均值为 2%。当前美豆作物生长条件总体良好，近期预报显示气温偏暖且有零星降雨，利于美豆作物生长。接下来的两个月是美豆形成产量最为关键时期，尽管当前美豆生长状态较好，但仍不能排除恶劣天气的发生。在美豆播种面积下滑的背景下，美豆后期能否实现预期产量将更加依赖天气。

马来西亚 6 月棕榈油出口回升，预计库存压力下降

独立检验公司 AmSpec Agri 发布的数据显示，马来西亚 6 月棕榈油产品出口环比增加 4.3%，ITS 显示增长 4.7%，SGS 报告增幅为 11.74%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，6 月份马来西亚棕榈油产量环比减少 0.65%。在马来西亚棕榈油局（MPOB）7 月 10 日公布月报前，一项调查显示，马来西亚 6 月底棕榈油库存预计下降至 199 万吨，环比降幅为 0.24%。在 MPOB 月报利多预期下，马来西亚棕榈油市场本周整体表现较强。

2 国内豆类市场分析

豆粕累库节奏加快，现货端供应压力持续释放

目前正值进口大豆到港高峰期，油厂开工率维持历史高位，周度大豆压榨量达到 250 万吨，需求较为平稳，国内豆粕累库节奏明显加快。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内豆粕库存量为 75.1 万吨，周度增加 21.7 万吨。目前豆粕库存量仍处于常年偏低水平，油厂降价压力并不突出，多地豆粕现货价格保持稳定。从目前大豆到港节奏和油厂开工情况看，预计 7 月大豆压榨量在 900-1000 万吨，豆粕累库状态将持续，现货端供给压力持续释放，国内豆粕市场仍缺少主动上涨动力。

国内三大油脂库存攀升，价格走势再度分化

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 245.65 万吨，周度增加 18.81 万吨。其中豆油和棕榈油库存增速明显加快。大豆季节性到港压力较大，近期各地油厂持续满负荷开机，国内豆油库存显著回升，下游需求较为平稳，预计中期国内豆油将保持累库状态；受进口成本回落带动买船利润回升，国内进口棕榈油到港量连续增加，推动国内棕榈油库存快速回升。由于棕榈油相对于豆油性价比偏低，棕榈油需求仍以刚需为主，食用需求非常有限，目前 7 月船期采购较为活跃，棕榈油库存仍有升高空间；国内菜油进口量快速下降，叠加短期中加关系不稳，政策风险提升菜油市场的不确定性。受基本面差异和外盘油脂走强影

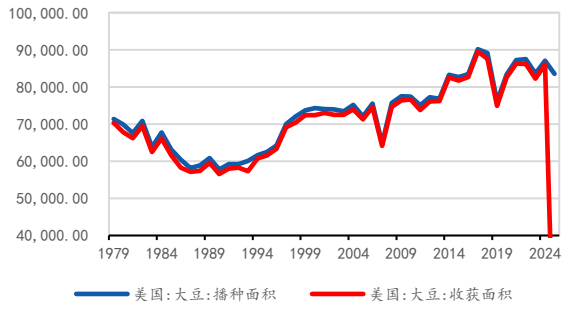
响，国内三大植物油走势分化，棕榈油和菜油相继领涨，豆油跟涨较为谨慎。

3 油脂油料市场展望

美国农业部调减美豆播种面积，后续供需报告中产量数据将基于调整后的面积作出评估。美国农业部预估的美豆单产为 52.5 蒲式耳/英亩，从历史数据看，2025 年美豆单产很难达到这一历史最高水平。美豆面积下降将使天气的容错空间被进一步压缩，市场将对美豆生长关键期的天气变得更为敏感。在此阶段，资金增持天气升水意愿偏高，美豆市场通常会显现季节抗跌性。国内进口大豆到港量和压榨量维持高位，来自现货端的供给压力对期货盘面仍有拖累效应。如果缺少美豆天气炒作，粕价将很难克服供应压力向上突围。整体来看，国内豆粕市场单边驱动并不明显，有望与美豆保持跟跌不跟涨状态消化供给压力。由于近期国内油脂市场有效驱动较弱，市场情绪易受原油和外盘油脂影响，油脂间分化行情有望持续。美国生柴政策将增加美国豆油消费并排除中国废食用油，棕榈油出口需求前景获得提振。市场对 MPOB 月报有利多预期，国内棕榈油期货在三大油脂中有望保持抗跌状态。东北大豆产区天气正常，中储粮近期进行的国产大豆双向竞价交易成交火爆，现货供应紧张局面缓解，豆一期货市场买盘动力仍显不足。

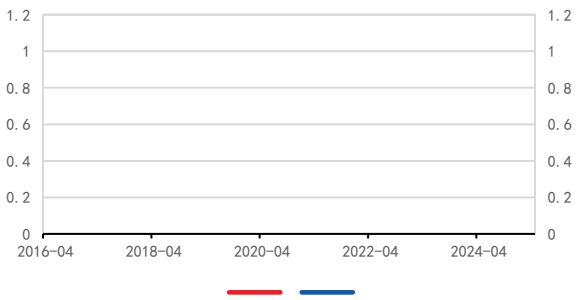
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



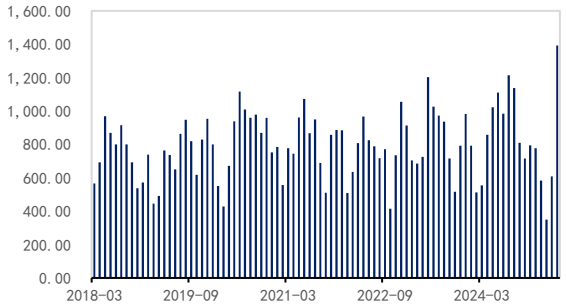
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



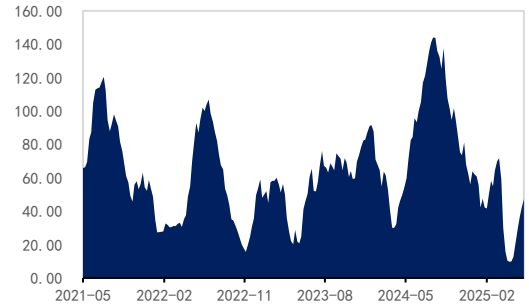
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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