中金财富期货策略周报（2025 年第 24 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：短期内可以看到，宏观端对商品价格的影响明显强于品种的基本面。因此反内卷政策仍是当前市场的主要驱动因素，短期淡化基本面因素，以交易宏观驱动为主。

股指期货：市场的结构性行情未变，红利资产由于其稳定的高股息和低估值属性，在资产荒背景下依然具备动能；小盘股在流动性宽松和赚钱效应的刺激下，抱团行情延续，预计主要指数仍将走强。

铜：沪铜价格下挫，主要系美国拟征收 50%的铜关税，超过此前预期，对于后市的跨区域套利持偏冷预期，出口需求将大幅减少，另外未转运至美国铜货源或将重新流入市场，市场供应充足，但国外铜矿端偏紧预期尚未扭转，粗炼费依然维持负值，铜下行空间有限，短期依然承压，关注关税落地情况。

锌：全球锌矿产量显著增长，在高利润驱动下，Kipushi、Antamina、OZ 等矿山的生产与扩建步入正轨，矿端放量预期逐步兑现，全年宽松趋势明确。国内锌冶炼厂开工率较高，新疆火烧云项目投产，7 月新增产能释放，供应增量明显。需求端，下游畏高情绪较重，加之淡季订单走弱，下游采买减少。沪锌或继续受宏观政策与消费淡季双重影响，维持震荡偏弱格局。

钢材：上周黑色价格在乐观情绪带动下持续上涨，钢材累计涨幅已达 10%。但基本面并未明显改善，主要由政策预期推动。当前情绪已有所转变：6 月宏观数据显示地产仍在下行，中央城市工作会议和国常会并未带来实质性超预期内容，但政治局经济会议仍存想象空间，未来若需求、地产或“反内卷”政策落地不及预期，钢价可能面临调整压力。

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：目前正值美豆开花、结荚的生长关键期，天气因素对美豆产量的形成至关重要。当前美豆产区天气条件较好，但仍不能排除秋季以前不利天气发生的风险。2025 年美豆播种面积同比下降 4%，美豆产量对生长关键期的天气容错率较小。目前来看，1000 美分/蒲式耳仍是美豆季节性抗跌的重要支撑。国内豆粕保持累库节奏，库存压力仍在释放，远期进口大豆供给存在较大缺口，市场仍在等待中美贸易谈判新进展。中加和中澳关系牵动菜粕市场敏感神经，外部因素仍是近期国内粕类市场整体走强的主要推力。美国农业部下调美国豆油库存，印尼生物柴油消费量接近 2025 年目标的一半，生物燃料题材是推动近期棕榈油市场强势上涨的主要动力。尽管国内三大油脂在基本面上存有差异，但在商品市场普涨的情绪刺激以及技术买盘提振下，有望继续整体保持强势运行。国产大豆市场受政策调控影响较大，中储粮停拍陈豆是近期豆一期货市场止跌反弹的主要原因。目前东北大豆长势较好，天气条件基本正常，豆一期货市场的技术反弹行情仍缺少基本面支撑。

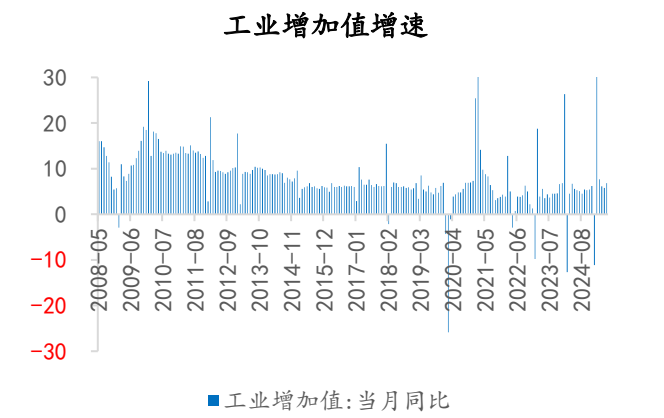
目录

周度策略：“反内卷”继续大幅提升市场情绪 ..... - 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 宏观进入政策催化期 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
钢材 ..... - 16 -
1 中央城市工作会议定调：“稳”为主，刺激落空，转型确立 ..... - 16 -
3 库存结构分化，产量回落，消费走弱 ..... - 17 -
4 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 18 -
原油 ..... - 20 -
1 OPEC 增产节奏加快 ..... - 20 -
2 页岩油商举步维艰 ..... - 20 -
3 增产或暂告一段落 ..... - 20 -
4 关税靴子即将落地 ..... - 21 -
5 波动收窄月差走弱 ..... - 21 -
6 近强远弱风高浪险 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 市场结构失衡矛盾 ..... - 24 -
2 库存问题短期无解 ..... - 24 -
3 需求淡季预期兑现 ..... - 24 -
4 多元应对关税冲击 ..... - 25 -
5 本轮上涨外部驱动 ..... - 25 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：美豆止跌回升，内外盘棕榈油强势突破 ..... - 29 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -

4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

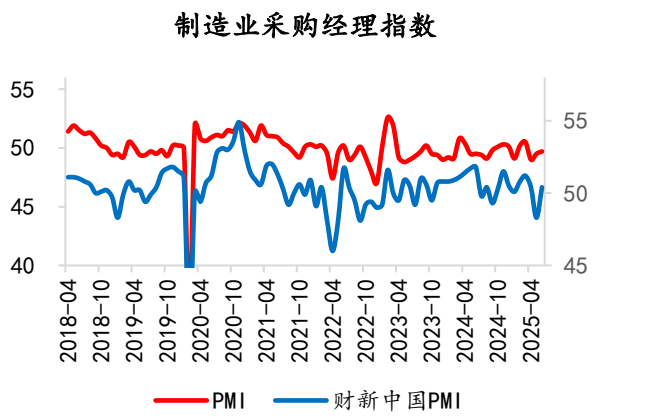
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



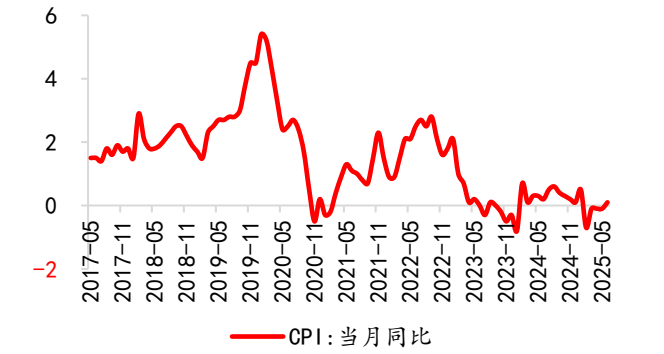
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



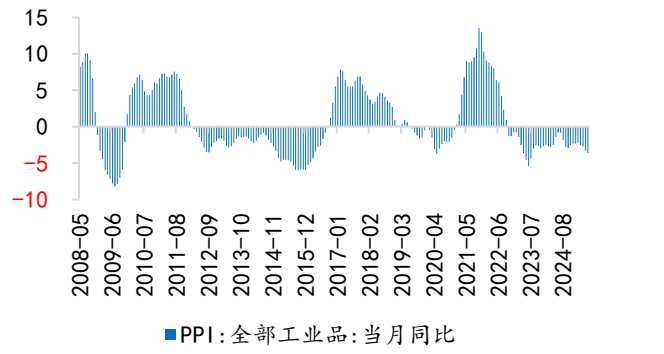
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



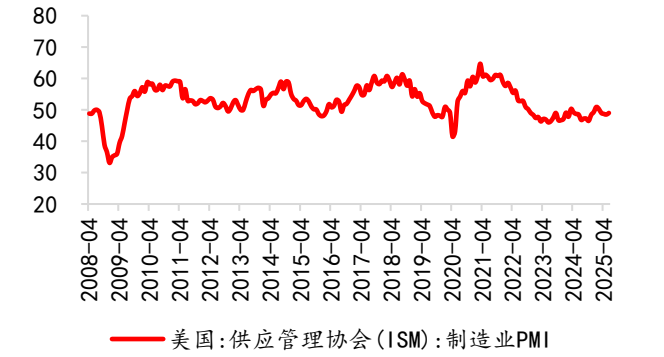
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



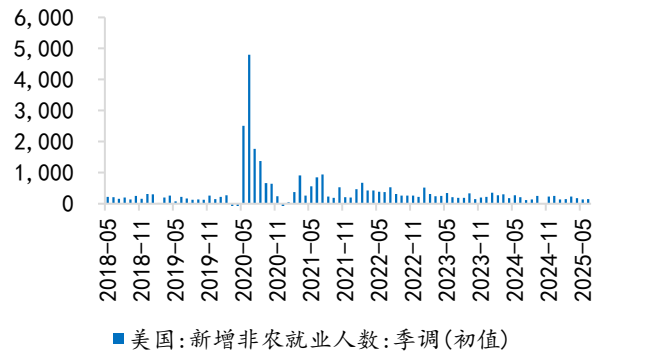
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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”继续大幅提升市场情绪

以多晶硅和煤炭价格上涨带来的商品市场反弹行情有扩散的迹象，目前大部分的工业品价格继续反弹，商品市场“政策底”带来的反弹行情正在延续。

“反内卷”政策继续刺激商品市场反弹

内卷被认为是一种不产生质变的量变，一种缺乏进步意义的精细化、复杂化，一种没有发展的增长，乃至是导致社会经济停滞倒退的罪魁祸首。内卷的根源是太多人追逐相对有限的经济机会，从而形成激烈竞争，并且指向过度竞争损害经济发展。

2024 年 7 月 30 日政治局会议首次提出“内卷”，经过一年的舆论引导和思想建设，如今反内卷行动正式开展，将会在未来很长时期里改造和提振中国经济。对于附着在宏观经济上的商品市场，其对反内卷的反应更加直接。

此次反内卷涉及新能源汽车、锂电、光伏等新兴产业，还有钢铁、煤炭、水泥、玻璃等历来产能过剩问题较为突出的传统周期产业，因此对商品市场影响广泛。具体而言，某些产业中国已经处于全球垄断地位，如光伏，预期其反内卷力度会更大；相比之下，某些产业受制于国际竞争压力，反内卷或有所顾虑。光伏产业有望成为反内卷行动风向标。

由于市场普遍认为“反内卷”可能是供给侧改革 2.0 的序曲，也是经济实现再平衡、再通胀的重要路径之一。但是相比 2016 年，本轮产能压减的力度预计更温和，政策亦需要需求侧同步发力。需要注意的是，目前政策表示：依法依规，推动过剩产能有序退出。从宏观基本面看，上半年经济数据较好，这种背景下很难有额外的增量政策，下半年也没有抢出口。

上一轮供给侧主要解决上游过剩，这一轮是中游制造业过剩，中国制造业全球占比不断提升已到 40%，而且还在以每年 9%增速增长，现在中国的产能压力已经影响到全球。仅靠供给一波冲击，后面还是会有压力，因此，商品市场真正的上行空间，需要看到需求端的改善。

目前商品市场还处在政策刺激的第一阶段，情绪驱动为主，尚未看到基本面的变化。

上半年经济数据：针对性政策针发挥重要作用

在关税博弈反复、内需面临下行压力的背景下，上半年我国经济顶住压力实现较高增长，GDP 同比增速录得 5.3%，其中一、二季度 GDP 分别增长 5.4%、5.2%，为下半年打下良好基础。

二季度投资增速逐月下滑，基建、制造业、地产投资均放缓，6 月为近年来低点，民间投资受地产拖累亦有回落。2025 年 1-6 月固定资产投资完成额累计同比增速为 2.8%，较 1-5 月进一步回落 0.9 个百分点，达到 2021 年以来的最低水平；从季调环比看，6 月固定资产投资环比再度为负增长（-0.12%），弱于季节性表现。分结构看，基建、制造业、地产投资同步下滑，设备工器具购置投资仍是主要拉动，1-6 月设备工器具购置累计增速录得 17.3%，整体持平上月；民间投资仍受地产投资拖累，1-6 月民间投资累计下降 0.6%，同比增速再度转负，但扣除房地产开发投资后的民间投资增长 5.1%，地产仍然是民间投资的主要拖累因素。

图表 1：三驾马车趋势



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

那什么是经济的主要推动力？整体上看，上半年“两重两新”政策、“抢出口”、广义财政发力对工业生产、消费和投资均有结构性支撑，新动能对经济增长形成持续拉动，上半年三大需求中最终消费支出、资本形成、净出口对 GDP 的贡献分别为 52.0%、16.8%和 31.2%，消费和出口仍是经济增长的主要动力。

但需要注意的是，6 月消费、投资均出现边际降温，一方面反映前期补贴政策阶段性优化后对需求的预支效应有所显现；另一方面，内生性需求偏弱仍然是经济的主要困扰，6 月居民可支配收入创新低，居民财产性、工资性收入持续下滑对于居民消费、地产基本面的改善，以及后续补贴政策的杠杆撬动效应都会有负面影响。下半年全球贸易博弈和谈判进程仍在持续，抢出口效应减弱后来自外部环境的压力或逐渐显现，年内实现 5%的增速目标仍需努力，需要稳增长政策针对性持续发力。

工业品处在宏观情绪主导的行情中

短期内可以看到，宏观端对商品价格的影响明显强于品种的基本面。因此反内卷政策仍是当前市场的主要驱动因素，短期淡化基本面因素，以交易宏观驱动为主。

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 18 日	工信部：以市场化思维、法治化理念加强行业治理、推动落后产能有序退出	汽车、钢铁、有色、石化等重点行业稳增长工作方案即将出台。	反内卷政策细则将在各行业展开
	7 月 15 日	欧盟准备对 720 亿欧元美国商品征收反制关税	如果美欧贸易谈判失败，欧盟准备对价值 720 亿欧元美国进口商品征收额外反制关税。	贸易争端短期难以结束
数据	7 月 18 日	美国 6 月零售销售环比增长 0.6%超预期	美国 6 月份零售销售环比增长 0.6%，扭转了此前连续两个月的跌势	汽车成为主要增长因素
	7 月 15 日	中国 6 月社融增量 4.2 万亿元，新增人民币贷款 2.24 万亿元	M2-M1 剪刀差缩小	金融数据进一步改善
事件	7 月 15 日	上半年 GDP 同比增长 5.3%	从环比看，二季度国内生产总值增长 1.1%	经济数据保持强势

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观进入政策催化期

从近期重要政策和会议的表态看，当前政策的主线是加快改革和高质量发展。7 月的财经委会议“反内卷”、中央城市工作会议和 6 月的《解决群众急难愁盼的意见》，本质都对应了三中全会全面深化改革的重点：构建全国统一大市场、以人为本的新型城镇化、要素市场化、公共服务与常住人口挂钩。

从改革的视角看，“反内卷”不等于“涨价去产能”，城市更新也不等于“棚改 2.0”。地方高质量发展的答案是“投资于人”，这不仅体现在宜居、韧性、智慧这些硬件投资上，也体现在补齐基本公共服务短板、推进农业转移人口市民化这些软件投资上。在土地财政不可持续的将来，直接的消费税和各种消费场景间接带来的企业税，将逐渐成为地方政府重要的财政来源。所以对地方政府来说，聚人气就是聚财气，“投资于人”就是投资于未来的财税收入。

尽管政策影响容易在短期被高估、长期被低估，但预期不会迅速收敛，而是经历一个发酵过程，直至下一个重要会议召开。在情绪和流动性的双重驱动下，市场开始酝酿牛市氛围，但目前基本面和政策面不足以刺激去年 9 月底的指数行情，除非出现类似于 2014 年的情况，但这种情景发生的概率仍然较低。

展望未来，7 月底的政治局会议是一个重要节点，将检验或可能更换当前阶段政策刺激所推动的主题。此后，中美会面以及阅兵等事件也将是重要的时间点，检验市场风险偏好走高的可持续性。

3 税期过后资金回落

本周资金主要受税期走款影响，资金价格震荡，票据利率再创年内新低。本周 R001 收于 1.49%（前值 1.40%），DR001 收于 1.46%（前值 1.34%）。R007 收于 1.51%（前值 1.51%），DR007 收于 1.51%（前值 1.47%）。DR007 与 7 天 OMO 利差收于 10.67bp。6M 国股银票转贴利率收于 0.81%

前值 0.89%）。

央行大幅净投放资金。本周央行逆回购净投放 13011 亿元，票据到期 600 亿元，买断式逆回购投放 14000 亿元，MLF 到期 1000 亿元，合计净投放 26611 亿元。

存单到期收益率下行，国债收益率曲线走陡。存单到期收益率来看，本周 3M 收益率下行 2.0bp 收于 1.54%，6M 收益率下行 2.19bp 收于 1.58%，1Y 收益率下行 1.28bps 收于 1.62%，1Y-3M 期限利差走阔。本周 1 年存单与 R007 利差收窄 1.14bp 至 11.03bp。1 年国债收益率下行 2.12bp 至 1.35%，10 年国债收益率下行 0.01bp 至 1.67%，30 年国债收益率上行 1.44bp 至 1.89%。

存单净融资增加，国有行存单发行利率下降，平均发行期限缩短。本周存单净融资 1444 亿元前值-834 亿元），国有行、股份行、城商行、农商行 1 年存单发行利率分别收于 1.61%、1.63%、1.70%、1.67%，较值分别-0.20bp、+0.06bp、-0.67bp、-1.56bp。发行结构来看，本周加权平均发行期限 8.3M 前值 8.9M），3M 存单发行 1187 亿元，6M 期限发行 1873 亿元，1Y 期限发行 4755 亿元。

下周政府债券净发行增加，净缴款规模减少。本周国债净发行 582 亿元，地方债净发行 1529 亿元，政府债券合计净发行 2111 亿元，净缴款合计 4183 亿元。下周预计国债净发行-203 亿元，地方债净发行 2924 亿元，合计 2721 亿元，净缴款合计 3162 亿元。

4 宏观策略

短期内可以看到，宏观端对商品价格的影响明显强于品种的基本面。因此反内卷政策仍是当前市场的主要驱动因素，短期淡化基本面因素，以交易宏观驱动为主。

5 股指期货市场分析

指数继续上行

上周两市冲高回落，周度表现看，其中沪深 300 指数+1.09%，上证 50 指数+0.28%，中证 500 指数+1.2%，中证 1000 指数+1.41%。主要指数已经连涨四周，中证 1000 指数逼近新高。

宏观数据和赚钱效应继续刺激指数走强。

初步核算，上半年国内生产总值 660536 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%。分产业看，第一产业增加值 31172 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 239050 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 390314 亿元，增长 5.5%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长 1.1%。

7 月 14 日，央行数据显示，上半年人民币贷款增加 12.92 万亿元。6 月末，广义货币(M2)余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%。狭义货币(M1)余额 113.95 万亿元，同比增长 4.6%。流通中货币(M0)余额 13.18 万亿元，同比增长 12%。上半年净投放现金 3633 亿元。

7 月 14 日，海关总署数据显示，上半年，我国出口规模创历史同期新高，货物贸易出口总值首次突破 13 万亿元，同比增长 7.2%；以美元计，出口增长 5.9%，二季度增速明显回升，6 月当月出口同比增速进一步加快。

7 月 15 日，国家统计局数据显示，2025 年 6 月份，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降 0.3%，同比下降 1.4%，同比降幅整体继续收窄。

红利资产由于其稳定的高股息和低估值属性，在资产荒背景下依然具备动能；小盘股在流动性宽松和赚钱效应的刺激下，抱团行情延续。

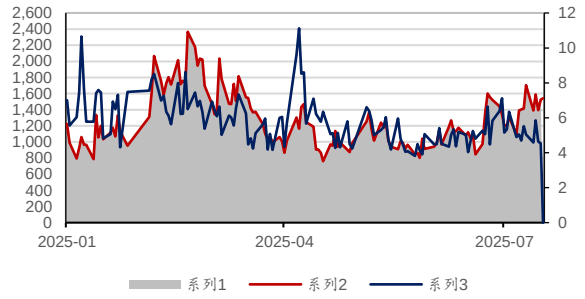
指数有望继续强势

目前市场的驱动逻辑未出现明显的变化。正如上文所述，资产荒背景下的红利资产强势，以及流动性宽松和赚钱效应的刺激下，小盘股的抱团行情扔将延续。

基于中国资产重估进入量变到质变时点，过去一个月在银行券商等大金融板块带领下，指数顺利突破 3400 点重要关口。市场选择大金融，尤其是银行和券商板块突破指数，究其背后原因，主要是机构资金长期配置需求逐步增加，在利率下行趋势下，高分红板块稀缺性逐步体现。

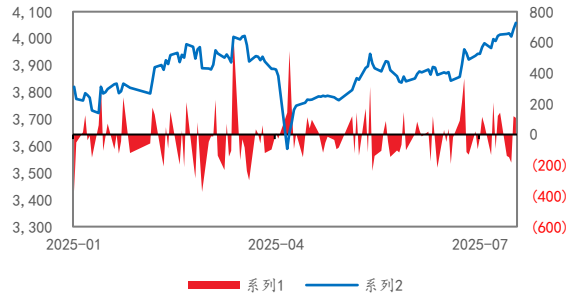
在指数稳定的情况下，以人工智能、机器人为代表的产业发展日新月异，智能驾驶、低空经济等题材持续落地，反内卷、稳定币等新热点不断催生，新老热点循环表现有望持续带动市场的赚钱效应，微盘股持续强势。

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



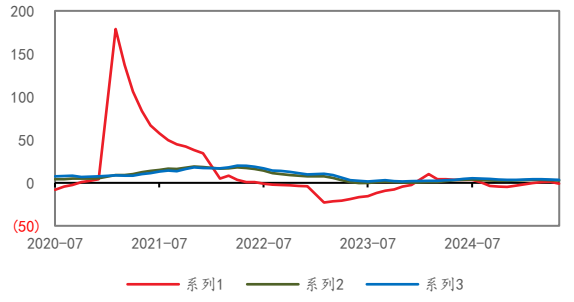
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。二季度国内精铜产量 336.9 万吨，环比和同比分别大幅 8.4%和 13.7%，增速明显高于一季度。

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。

美国虹吸效应导致非美市场现货紧张

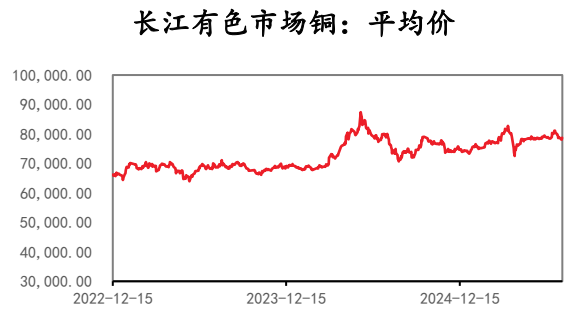
1-5 月累计出口 22.9 万吨，同比+58.7%。1-5 月累计净进口 111.7 万吨，同比-18.5%；1-5 月累计净进口同比下降主要因美国加征进口铜关税政策预期使得美铜价格溢价，导致其他地区的电解铜多数流向美国。COMEX-LME 的铜价差不断走高，并直接驱动全球铜搬运库存的现实，目前美国已经从非美地区转移了近 40 万吨的铜，未来 1-2 个月仍有 10-30 万吨的主动备货的空间，这驱动欧洲的铜库存极度紧张，形成近月挤仓的特征。低库存给予铜价支撑。预计下半年铜价偏强震荡，但需警惕关税的不确定性风险。

2 结论

沪铜价格下挫，主要系美国拟征收 50%的铜关税，超过此前预期，对于后市的跨区域套利持偏冷预期，出口需求将大幅减少，另外未转运至美国铜货源或将重新流入市场，市场供应充足，但国外铜矿端偏紧预期尚未扭转，粗炼费依然维持负值，铜下行空间有限，短期依然承压，关注关税落地情况。

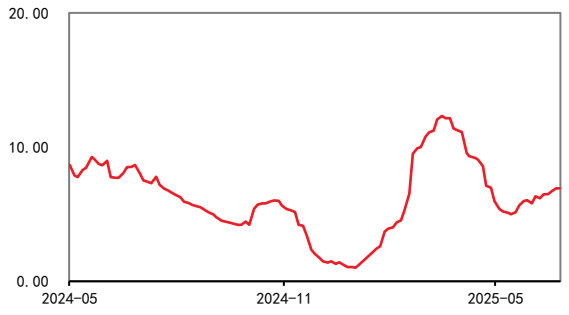
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



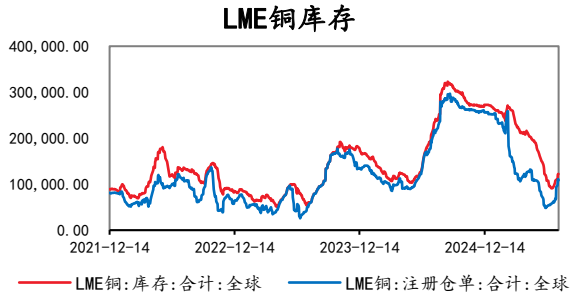
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



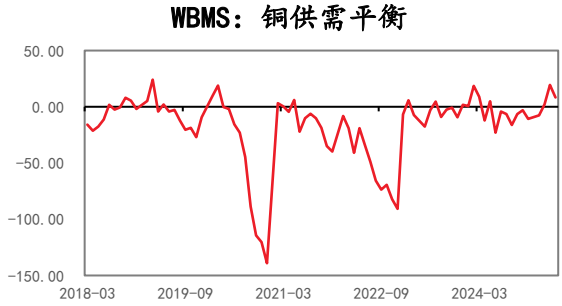
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



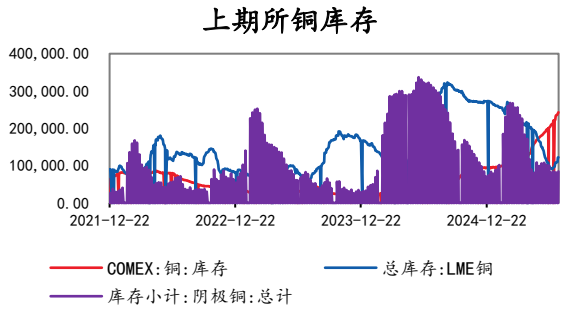
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



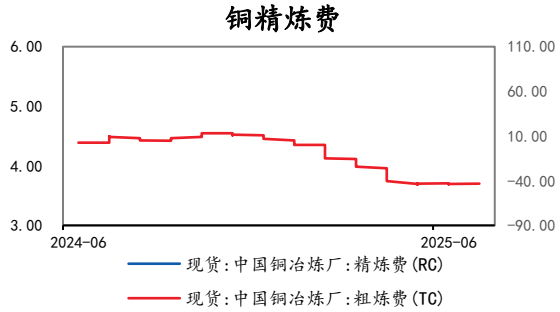
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%

今年以来自然因素干扰较少，且部分矿山品位回升，全年增量维持在 55-60 万吨，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，1-5 月锌精矿累计产量 139.84 万吨，累计同比减少 3.4%。但伴随着北方矿山季节性复产后产量持续释放，以及新增项目爬产，预计 7/8 月份月度产量达到年内峰值。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。

锌锭产量持续恢复

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%。步入 7 月，云铜、万洋新增产能仍在持续爬产，兑现增量，此外下半年仍有较多产能等待兑现，如四季度火烧云有望落地月产 1 万吨锌锭产能等。

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。

下游需求无明显亮点

镀锌企业开工率提升 1.81%至 58.29%“反内卷”持续发酵，提振黑色价格，贸易商补库情绪较重，加之受降雨天气停产的企业复产，镀锌开工回升终端来看，淡季影响依旧，需求并无实质性好转。

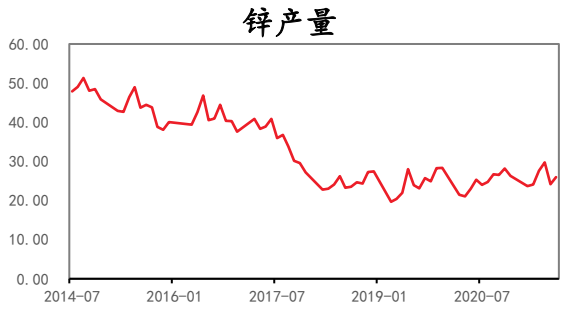
根据汽车工业协会的数据，2025 年 5 月汽车产销分别完成 264.9 万辆和 268.6 万辆，同比分别增长 11.6%和 11.2%。1-5 月汽车产销分别完成 1282.6 万辆和 1274.8 万辆，同比分别增长 12.7%和 10.9%。

2 总结

全球锌矿产量显著增长，在高利润驱动下，Kipushi、Antamina、OZ 等矿山的生产与扩建步入正轨，矿端放量预期逐步兑现，全年宽松趋势明确。国内锌冶炼厂开工率较高，新疆火烧云项目投产，7 月新增产能释放，供应增量明显。需求端，下游畏高情绪较重，加之淡季订单走弱，下游采买减少。沪锌或继续受宏观政策与消费淡季双重影响，维持震荡偏弱格局。

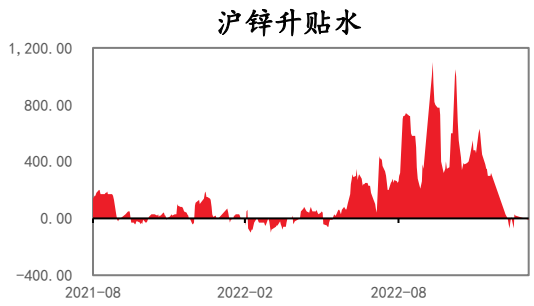
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



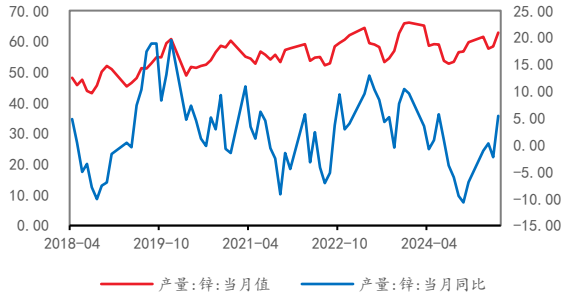
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



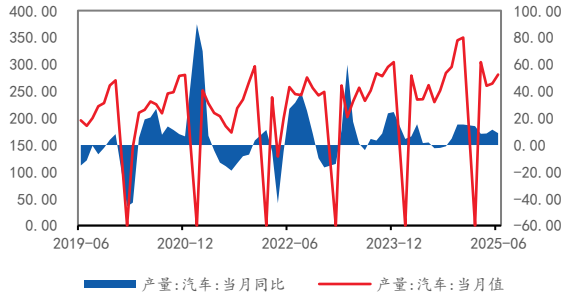
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 中央城市工作会议定调：“稳”为主，刺激落空，转型确立

2025 年中央城市工作会议明确提出“推进止跌回稳”，这一表述的关键在于“推进”二字，意味着当前房地产市场尚未止跌企稳，政策层面对市场持续下行的趋势已有明确认知，但也未释放出要通过激烈政策扭转趋势的信号。这与此前市场期待的“强刺激”逻辑形成明显反差。

会议多次强调“稳”字当头，无论是城市更新、危房改造还是保障性住房的推进，均以“稳步实施”为表述，这意味着未来政策节奏将保持温和可控，不会出现 2015 年式大水漫灌的局面。“筑底转型”的提法更加明确地传递出一个信号：总需求端难以出现系统性扩张已被政策层所认知与接受，工作重心正从过去以增量为核心的“保障供给”，逐步转向以城市治理和存量优化为核心的“住好房子”。

这一会议基调也等于对前期市场上“重启棚改”等大规模刺激传闻的明确回应：希望落空。本次会议的表述集中于“存量提质”、“因城施策”、“稳中求进”，与全面刺激形成根本分野。会议未提“棚改”字眼，反而强化“城市更新”和“住房品质提升”，释放出未来供需政策均将以局部调节、边际改善为主的预期。

在逆周期调节方面，政策工具仍会适度使用，但其形式将更为审慎、精准。地方政府收储、特定城市的局部棚改可能成为后续政策工具，但绝不会形成全国性、大范围的刺激效应。这也意味着，市场反复期待的全面房地产刺激不会出现，需求端缺口将主要靠结构性调整与时间来缓释。

总的来看，本次城市工作会议的政策基调清晰划出三条主线：“认清现实、避免误判、稳中求进”。政策层对市场形势已有系统判断，对症下药将以结构优化为方向，而非流动性与政策的大开大合。房地产市场进入低增长、低预期的新周期，产业链与金融市场都需要逐步适应“新常态”下的城市发展逻辑。

2 经济数据优于预期，政策或维持“稳中不进”节奏

近 2025 年中央政治局年中经济会议即将召开，市场高度关注本次会议在财政、地产、债务化解等核心问题上的表态方向。但在分析可能的政策力度前，必须先回到当前的宏观背景。

政策环境与宏观背景：成绩不差，压力仍存

上半年我国 GDP 同比增长 5.3%，显著高于年初制定的 5.0%目标，显示出在消费修复和出口支撑下整体经济表现稳中有进。然而结构性问题仍在加剧：一方面，房地产投资继续恶化，1-6 月同比下降 11.2%，降幅扩大，土地购置、新开工等先行指标均延续疲弱态势，反映出房地产对未来基建和制造业投资的拖累正加深。另一方面，通缩压力仍未解除，工业品价格低迷、核心 CPI 维持在低位，“低增长+低通胀”的组合映射出企业盈利空间压缩和内卷加剧。

外部环境方面，美国加征关税措施虽未超预期，但政策将在三季度后开始正式生效，对我国出口企业的冲击尚未体现。全球逆全球化趋势叠加美国高利率长周期背景，使我国出口持续承压。此外，地方政府仍处于债务化解过程中，资金腾挪空间有限，成为限制积极财政的重要约束。

政治局会议前瞻：稳字当头，不搞“大刺激”

地方债与财政发力空间有限。2025 年地方债务化解专项债额度共计 2.8 万亿元，截至 6 月底，已有超过 81%额度完成发行，这意味着下半年可动用空间所剩无几。本次会议或讨论是否适当追加额度，但考虑到整体杠杆防控及财政可持续目标，大幅扩容的可能性不高。更可能出现的

是通过“再融资债券”优化存量债务结构，同时结合中央对地方的定向转移支付加以辅助。

房地产“政策底”已现，但不会转向“大水漫灌”。7 月中央城市工作会议已明确政策基调：房地产将以“稳步推进城市更新”、“住好房子”为方向，不再依赖增量推动需求扩张。因此，政治局会议对地产的定调或延续“局部收储+保障房供给”的温和托底方式，而不触及市场期待中的“棚改 2.0”或“全面放松限购”。房地产的系统性反转动力仍不具备，政策的目标是托底而非刺激。

反内卷诉求与供需错配并。2025 年上半年“反内卷”成为多个会议关键词，其本质是引导资源从低效竞争中退出，推动产业结构升级。然而在内需尚未显著扩张的情况下，供给收缩可能带来阶段性价格支撑，却无法形成持续拉动力。因此，会议大概率继续重申**“依法治理低价无序竞争”、“推动落后产能退出”，但在需求侧不推出强刺激**的背景下，供需博弈格局仍偏空。

不搞“大放水”，维持政策定力。目前的主导政策思路已较为明确：不通过货币、财政刺激来对冲结构性问题，而是通过保持政策定力、发挥中国“大市场、大人才、大基建”优势，让市场完成自身调整与产业升级。在经济整体仍能达标、物价不构成威胁的环境下，政治局会议或更多强调“稳定预期”、“促进转型”，但不会出台大规模的超预期托举措施。

综上所述，我们维持“托底不刺激”基调，应降低政策期待的结论。本次政治局会议极有可能延续年初以来的政策思路：强调结构转型、防风险控杠杆、强调高质量发展和内需培育，但不会回到传统的强刺激路径。对于市场而言，不能将此次会议等同于新一轮“供给侧改革”或“房地产刺激”的起点，而应理性看待当前宏观政策在约束条件下的可操作空间。三季度经济运行将在“边际修复+结构调整”的基调下继续前行，产业链内部的分化、出口阶段性压力和内需缓慢复苏将成为下阶段的主线。

3 库存结构分化，产量回落，消费走弱

上周全国高炉与电炉产能利用率均上升。247 家钢厂高炉产能利用率为 90.9%，环比增加 1.0 个百分点，同比增加 2.2 个百分点；91 家电炉产能利用率为 52.2%，环比上升 1.0 个百分点，同比增加 0.8 个百分点。尽管产能利用率回升，但五大品种钢材周产量为 868.2 万吨，环比下降 0.5%，同比下降 2.3%。长流程产量再度增长，日均铁水产量增至 242.5 万吨，环比增加 2.7 万吨，但终端淡季特征明显，螺纹与热卷产量均有回落。

库存方面，五大品种钢材周社会库存为 922.1 万吨，环比增加 0.9%，同比下降 28.4%；钢厂库存为 415.6 万吨，环比下降 2.4%，同比下降 14.4%。总库存较前一周小幅回落 0.1 个百分点，呈现“社增厂降”的结构分化，显示出钢厂持续出货的压力较大。

需求端持续疲弱。五大品种钢材周表观消费为 870.1 万吨，环比减少 0.3%，同比下降 2.9%。其中，螺纹钢表观消费为 206.2 万吨，环比下降 6.9%，同比下降 12.4%。热卷消费小幅改善，但未能对整体表需形成有力支撑。建筑钢材成交周均值为 9.4 万吨，环比下降 5.6%，季节性回落趋势延续。

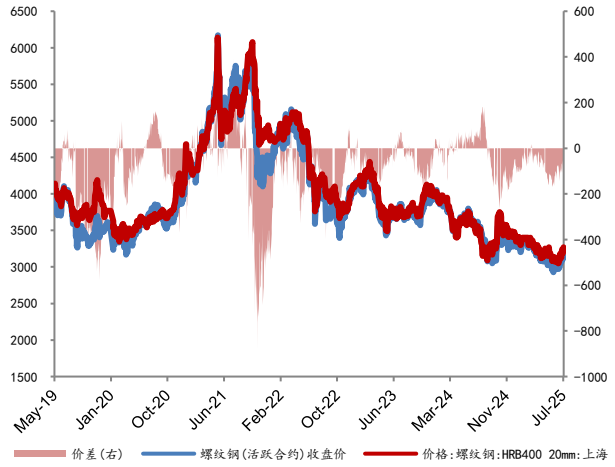
价格方面，尽管需求走弱，但现货价格仍表现偏强，或反映成本支撑与市场情绪影响。主流钢材品种即期毛利小幅回落，247 家钢厂盈利率为 60.2%，较前一周增加 0.4 个百分点。

4 小结

上周黑色价格在乐观情绪带动下持续上涨，钢材累计涨幅已达 10%。但基本面并未明显改善，主要由政策预期推动。当前情绪已有所转变：6 月宏观数据显示地产仍在下行，中央城市工作会议和国常会并未带来实质性超预期内容，但政治局经济会议仍存想象空间，未来若需求、地产或“反内卷”政策落地不及预期，钢价可能面临调整压力。

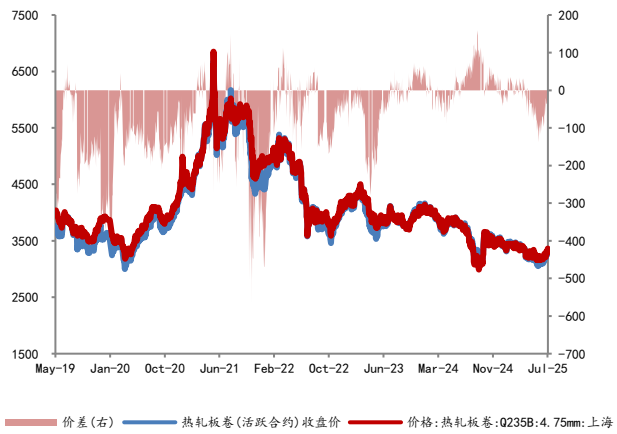
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



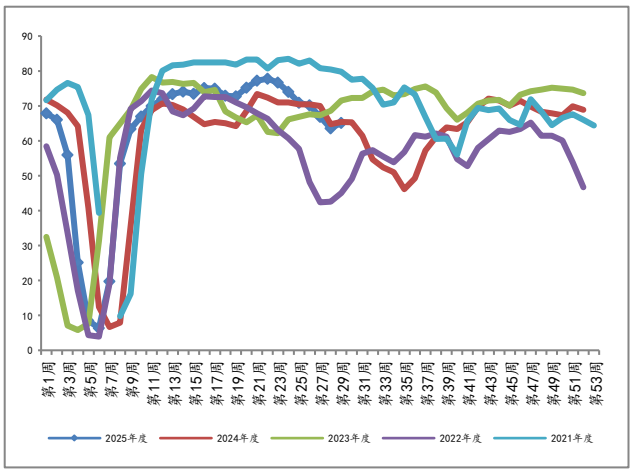
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



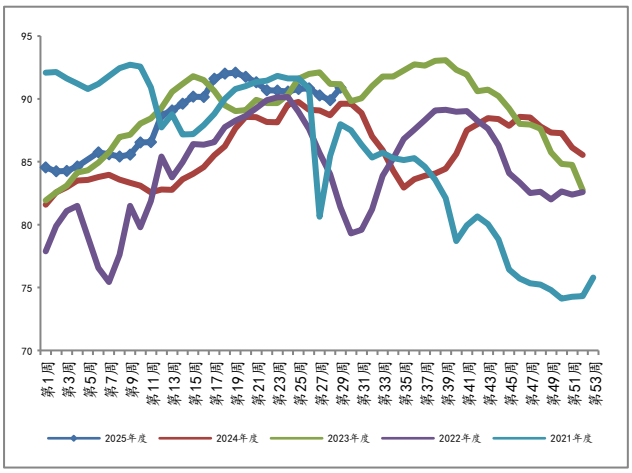
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



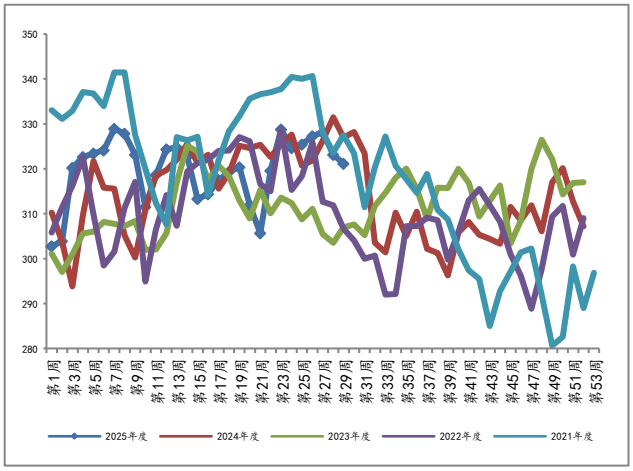
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



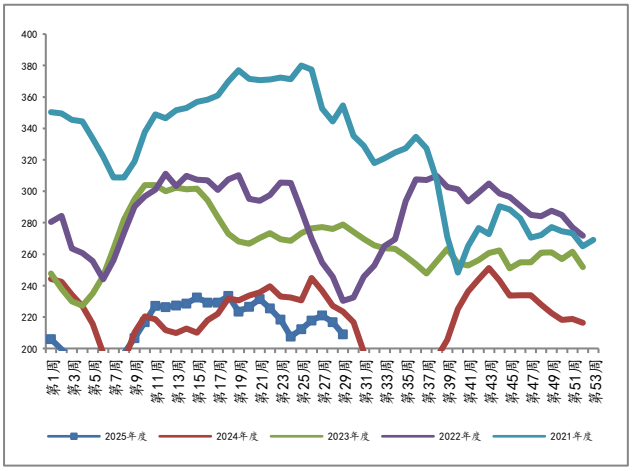
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



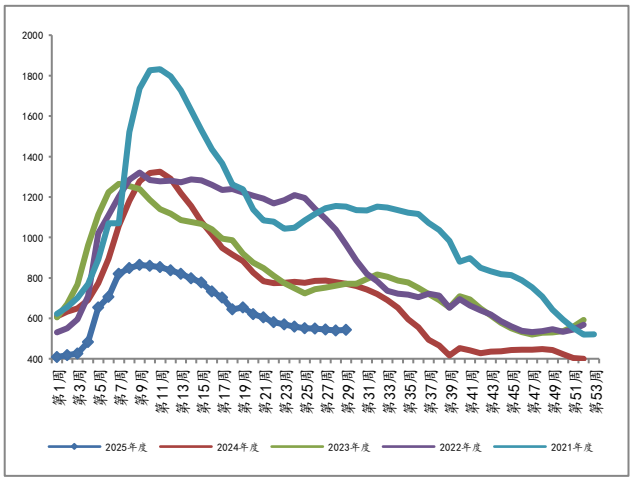
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



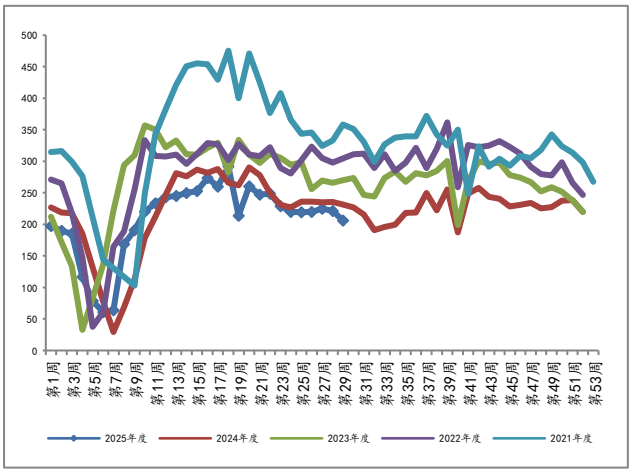
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 增产节奏加快

自 2017 年首轮减产启动以来，国际原油供应体系就存在一个怪圈：每当供需宽松油价疲软时，OPEC+便强化减产以稳定油价，美国页岩油商于是趁此机会增产，拿走了前者主动让渡的市场份额，但全球原油供应总量不降反增，导致基本面过剩矛盾进一步加剧。

从 2025 年 4 月开始，沙特领导 OPEC+放弃坚持减产保价转而开闸放油，现在该组织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。回顾 OPEC+在 4 月首次增产 13.8 万桶/日，随后的 5、6、7 月逐次提产 41.1 万桶/日，最新会议上同意将 8 月增产幅度进一步提升至 54.8 万桶/日。在 8 月的超预期减产计划落地后，有消息人士透露，该组织可能会在 8 月 3 日会议上批准 9 月继续增产约 55 万桶/日。

显然 OPEC+正在加速推动减产退出程序，如果增产计划得以按期实现，将在 9 月完全覆盖其 220 万桶/日的自愿减产份额，而沙特原油产量将重回 1000 万桶/日大关。从目前的油价走势来看，交易者似乎对 OPEC+超出预期的增产决定反响平平，原因可能是利空效应递减以及消费旺季对冲，但四季度以后过剩矛盾或将凸显，从而制约原油市场的长期表现。

2 页岩油商举步维艰

现在 OPEC+已经放弃价格管理策略，转而利用成本优势以数量淹没市场。鉴于美国页岩油完全成本已攀升至平均 60 美元/桶以上，当 WTI 基准价格徘徊在盈亏平衡线时，页岩油生产商运营将举步维艰。

在中低油价的背景下，未来美国本土原油产量增速有望进一步放缓，甚至提前进入产能出清周期。EIA 短期能源展望报告预测，2025 年美国原油产量平均为 1337 万桶/日，到 2026 年仅能勉强徘徊在 1300 万桶/日的量级上。油价下跌已经导致油井钻探活动萎缩，油田服务商 Baker Hughes 数据显示，美国活跃石油钻机数量下降至 425 座，录得近四年以来新低，远不及 2022 年高油价时期的 780 座。同时 EIA 修正了前期数据，已开钻未完井库存(DUC)数量继续减少 7 座至 5291 座，创 2013 年有记录以来新低。在活跃钻机数降至低位的情况下，DUC 可视作未来供应的重要指标，其急剧消耗意味着页岩油行业的产能瓶颈近在眼前。

3 增产或暂告一段落

OPEC+再度放风，在完成第一阶段增产任务后考虑按下暂停键。上一次 OPEC+会议确认加速推进增产，计划到 9 月前完全退出 220 万桶/日的自愿减产，令原油供应宽松预期持续强化。然据 OPEC+代表最新透露，该组织正在讨论从 10 月起暂停进一步增产，可能会等待一段时间再开始下一轮行动，初步计划恢复产能约 166 万桶/日。

OPEC+本轮增产窗口期与能源消费旺季相契合，夏季旅行的强劲需求为油价提供了季节性支撑。7-8 月美国出行高峰刺激汽油和航空煤油消费，成品油库存将去化至年内低位；随着北半球气温下降，预计欧美汽柴油消费和炼厂利润季节性回落，需求边际走弱令供应过剩矛盾逐渐凸显。

因此 OPEC+讨论从 10 月开始停止增产，也表明届时原油市场无法消化更多供应，释放出供需失衡风险的预警信号。

4 关税靴子即将落地

现在特朗普正试图发动新一轮贸易战，尽管大宗商品在内的金融市场对此反应远不及 4 月初剧烈，但有观点认为特朗普后续造成的破坏可能被严重低估。

目前来看，特朗普当局已经决意从 8 月 1 日开始向主要贸易伙伴强征关税，多个国家已被加征不同程度的关税，引发国际社会的强烈反对和报复性关税措施。相较地缘政治带来的偏短期性影响，美国对等关税政策将在更长时间作用于原油市场需求端，全球贸易冲突风险与日俱增，引发交易者对经济衰退的深层忧虑。

如果最终美国与各国之间的谈判破裂，全球性的大规模关税政策落地，4 月一度交易的衰退预期或将兑现，从而削弱能源化工等原油终端消费。如果原油需求陷入停滞甚至因此出现负增长，后期将无法消化更多新增供应，预期转空加重油价下行风险。

5 波动收窄月差走弱

近期我们注意到，国际油价波动率极度收窄，期限结构月差进一步走弱，这可能隐约透露出乏力的迹象。回顾上一轮反弹行情，其核心驱动是中东地缘政治，随着原油供应中断的担忧情绪缓解，市场天平逐渐从多头强势向空头压制倾斜。

从基本面动态平衡来看，每年 7-8 月是全球油品消费最旺盛的时期，此后继续增长的空间有限，到 9 月下旬将面临季节性回落。即使在当前需求达峰阶段，原油库存也未能出现显著去化趋势，美国商业原油甚至因出口受阻有所累库。另一方面，OPEC+核心成员国正在加速推动增产进程，虽有传闻 10 月增产将暂时告一段落，但供应增量的长尾效应犹存，在今年晚些时候将加剧过剩局面。此外，特朗普即将发动新一轮大规模贸易战，对全球经济和能源需求前景造成冲击，经过多次 TACO 交易后市场可能低估其潜在风险。

综上我们认为，当前原油价格勉强维系中性水平，在中东地缘政治降温的假设下，旺季过后仍将回归基本面偏弱逻辑，大概率降温并考验下方支撑区间。

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。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。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：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。

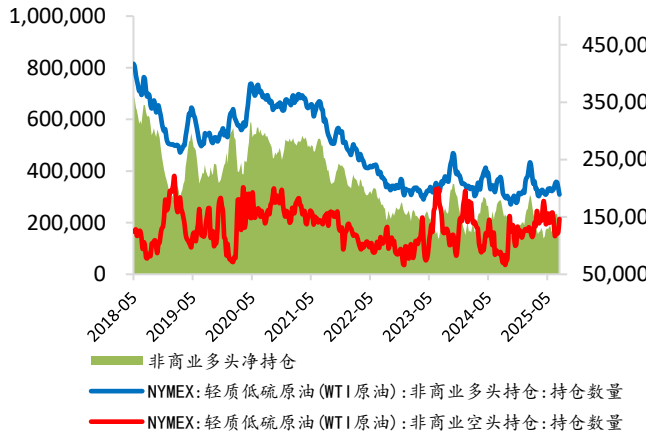
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



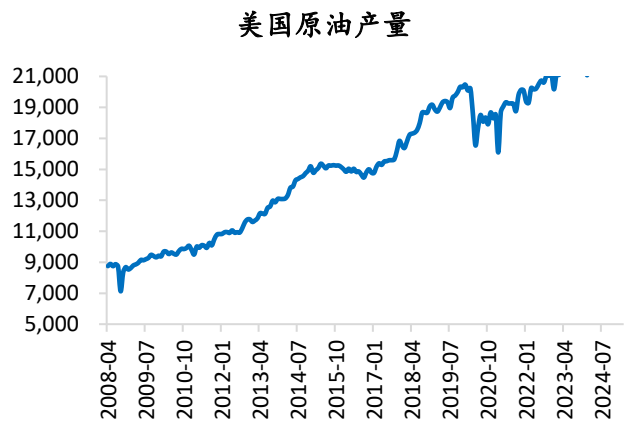
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



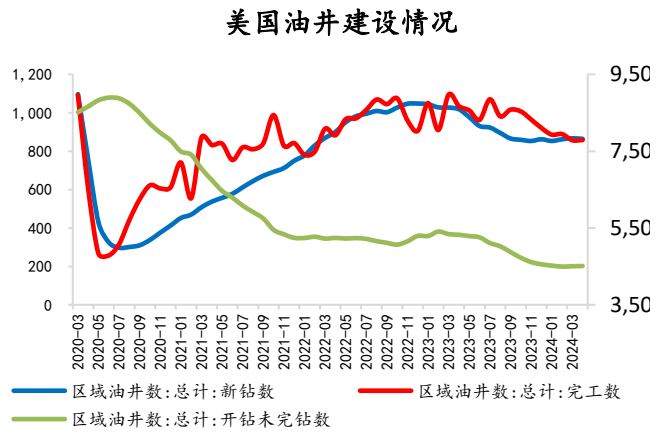
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



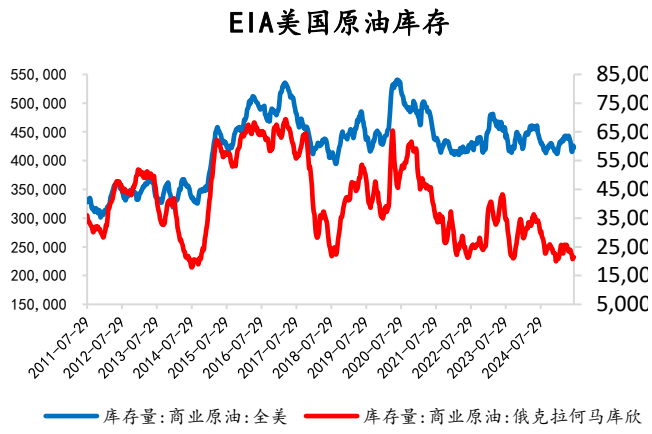
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



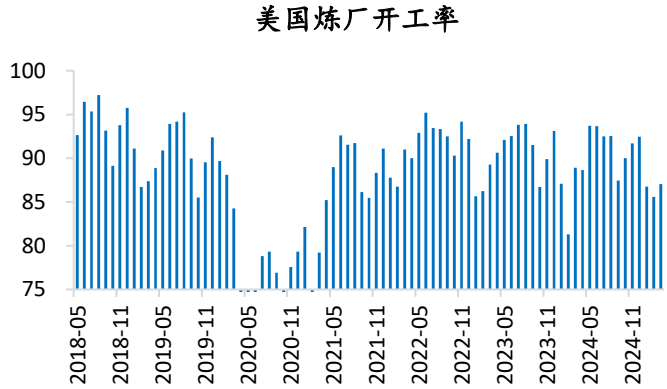
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



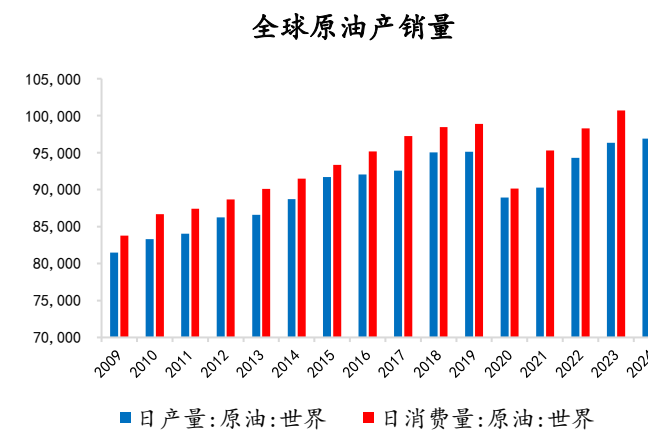
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 市场结构失衡矛盾

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。

2 库存问题短期无解

即使平滑天然橡胶的季节性因素，今年相对良好的天气将带来供应的超预期增长，而下游需求依然保持弱稳变化不大，在此情况下累库存问题难以解决。

截至 7 月中旬统计，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易合计库存量为 63.64 万吨，环比上期增加 0.4 万吨或 0.63%；其中，保税区库存增长 0.26%至 7.9 万吨，一般贸易库存增长 0.69%至 55.74 万吨。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 3.10 个百分点，出库率增加 1.06 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 0.46 个百分点，出库率增加 0.18 个百分点。截至 7 月初统计，中国天然橡胶社会库存总量为 129.3 万吨，环比增加 0.7 万吨或 0.6%；其中，深色胶社会库存增加 1.2%至 78.9 万吨，浅色胶社会库存下降 0.3%至 50.5 万吨。

7-8 月预计橡胶市场整体仍符合季节性淡季特征，在反内卷题材情绪退潮后，若美国关税冲击未能有效化解，沪胶反弹过高有承压回落风险。

3 需求淡季预期兑现

近期，天然橡胶下游虽无明显起色，但淡季需求劣化不及预期，甚至边际略有改善。

截至 7 月中旬，山东地区橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷为 64.54%，环比走高 0.81 个百分点，同比走高 5.59 个百分点；全国橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷为 72.55%，环比走高 2.51 个百分点，同比走低 6.36 个百分点。轮胎企业成品库存制约原料采购的现象依然存在，尤其是高度依赖出口订单的半钢胎企业，在未来全球关税壁垒围堵下不容乐观。接下来，金九银十前国内轮胎工厂和经销商补库，国际轮胎企业通常在四季度补库，天然橡胶需求有望实质性好转。终端消费主要看下半年以旧换新政策能否持续发力，今年全国汽车产销量在政策加持下表现良好，但明年购置税优惠减半或将提前透支需求。

就眼下来看，月内下游需求整体表现一般，订单偏弱令原料采买积极性有限，但宏观情绪向好提振及商品板块联动支撑下，短期天然橡胶市场或仍难摆脱区间震荡状态。

4 多元应对关税冲击

截至目前，特朗普已致函对欧盟、加拿大、日韩等传统盟友，乃至第三世界多个欠发达国家征收关税，其中橡胶期货交易者主要担忧对轮胎出口的影响。过去十余年中国轮胎企业大量出海建厂，目的地主要是东南亚的泰国、越南和柬埔寨，三国也是美国橡胶轮胎主要进口来源，本次均受到特朗普对等关税的冲击。

近年来中国轮胎企业在越南投产较多，令 2024 年该国全半钢轮胎出口增长迅速；柬埔寨以前多将原料出口越南再转口到中国，目前赛轮等多家头部轮胎企业已在当地建厂。在前期抢出口需求刺激下，1-5 月轮胎出口数据较好，产胶国本土原料消耗增多，分流了一部分中国进口货源，减轻了库存和流通环节压力。8 月 1 日关税落地在即，欧盟亦对中国轮胎反倾销调查，传统欧美市场需求预期不佳，在贸易冲突升级的背景下，中国轮胎企业正拓展新兴市场，以出口多元化为需求托底。

5 本轮上涨外部驱动

近期，受宏观情绪、商品氛围、资金扰动等外部性因素影响，天然橡胶期货价格重心明显上移。客观评价基本面，当前供应端存在大幅上量预期，未来需求端将迎旺季备货窗口，沪胶在前期低位上已基本消化了供强需弱的淡季逻辑。然而，由于青岛地区尚未观察到可信的去库拐点，天然橡胶产业链缺乏核心驱动，趋势性上涨行情底气不足。现货市场表现来看，面对胶价的持续上涨，下游厂商采买情绪仍偏谨慎，实盘成交气氛欠佳。

总体而言，本轮胶价强势上涨的原因不在于自身，而是跟随大宗商品市场情绪普涨。中短期来看，尽管宏观预期回暖和部分品种反内卷，一时带动胶价阶段性反弹，但上行空间和持续性仍有待观察。后续重点关注产区天气情况、特朗普关税落地、中泰贸易谈判等产业相关不确定性因素，谨防利多出尽后的转弱风险。

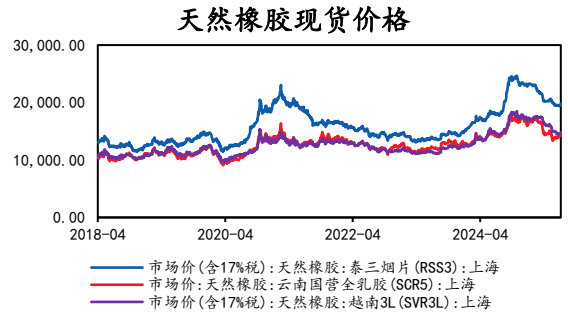
6 周期重拾上升大势

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。

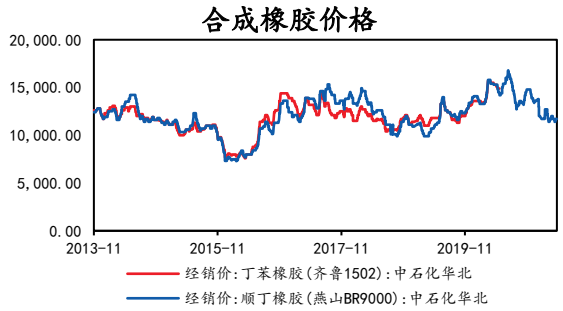
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



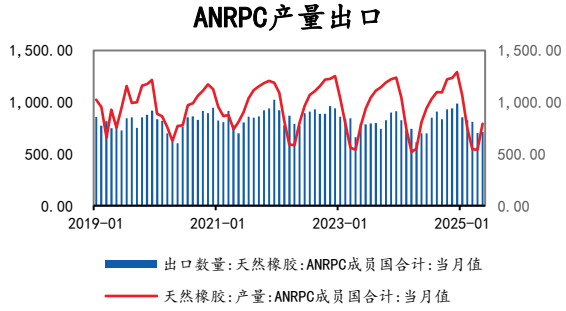
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



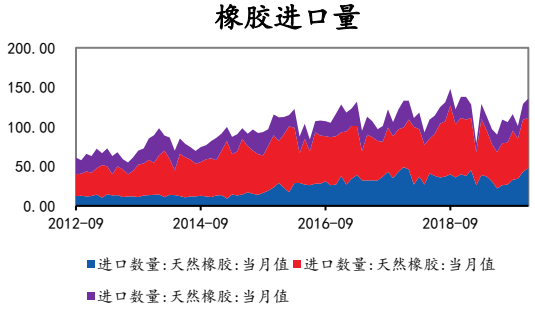
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



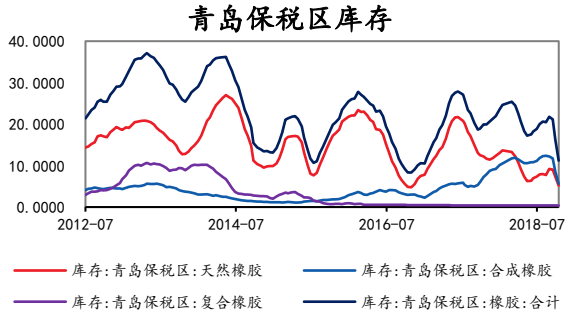
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



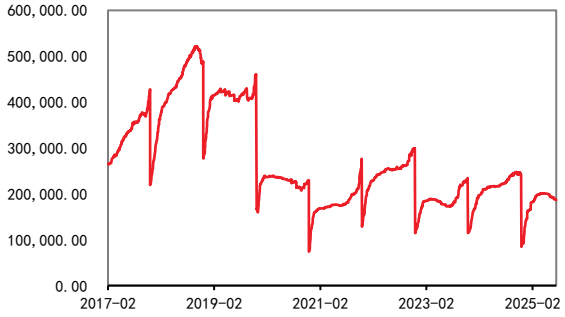
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



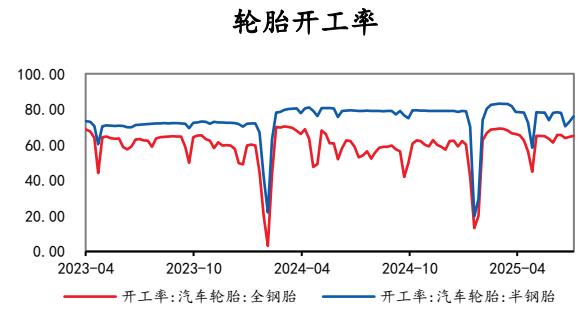
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



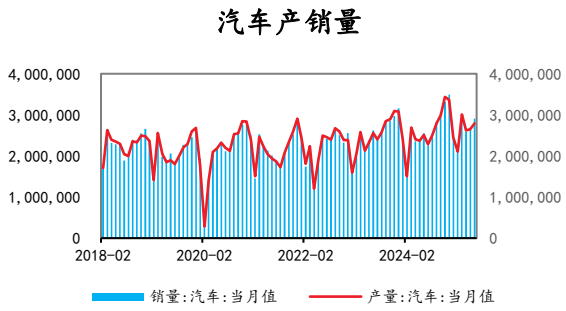
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆止跌回升，内外盘棕榈油强势突破

1 外部豆类市场分析

美豆优良率高于预期，丰产预期抑制天气炒作

美国农业部发布的作物生长报告显示，截至 7 月 13 日当周，美国大豆优良率为 70%，超出分析师预期的 67%，也高于上年同期的 68%。当周美豆开花率为 47%，上年同期和五年均值分别为 49%和 47%；当周美豆结荚率为 15%，上年同期和五年均值分别为 15%和 14%。美豆优良率创下 2016 年 7 月中旬以来最高水平，美豆良好的生长状态降低减产风险。

USDA 月报平稳落地，美豆期末库存升高

美国农业部于 7 月 11 日发布月度供需报告，预计 2025 年美豆单产为 52.5 蒲式耳/英亩，与上月预估值一致，为历史最高水平；美豆产量为 43.35 亿蒲式耳，略低于 6 月份的 43.40 亿蒲式耳，基本符合报告前分析师平均预期水平。由于美国农业部调降美豆出口，预计 2025/2026 年度美豆期末库存为 3.10 亿蒲式耳，高于 6 月预估的 2.95 亿蒲式耳，也高于分析师预期的 3.02 亿蒲式耳。美国政府对多个贸易伙伴加征关税，贸易摩擦加剧，无疑将增加美豆出口的不确定性。

美豆出口需求回升，提振美豆价格止跌反弹

本周，美国同印尼达成贸易协议，印尼承诺购买 45 亿美元的美国农产品。印尼是美国前五大大豆进口国之一，市场预期此项贸易协议将有助于印尼扩大美国大豆进口，有助于缓解美豆增产及中国进口美豆下降等因素造成的库存压力。美国农业部公布的出口销售报告显示，截至 7 月 10 日当周，美国大豆出口销售合计净增 80.15 万吨，符合市场预期。

马来西亚 7 月上半月供需形势偏宽松

AmSpec Agri 发布的马来西亚 7 月 1-15 日棕榈油产品出口环比下降 5.29%，ITS 的同期数据为环比下降 6.2%，扭转了 7 月上旬出口环比增加态势。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，7 月 1-15 日，马来西亚棕榈油产量环比增长 17.06%，产量增幅较前十日有所回落。受出口下降、产量增加影响，当前马来西亚棕榈油供需形势较为宽松。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕累库节奏加快，远期订单缺口提振粕价抗跌

国家海关总署发布的报告显示，中国 6 月进口大豆 1226.4 万吨，同比增加 10.3%，1-6 月累计进口大豆 4937 万吨，同比增加 1.8%。根据船期动态，预计 7 月进口大豆数量仍在 1000 万吨左右。目前正值进口大豆到港高峰期，港口大豆库存高企，油厂开工率维持高位，而饲企豆粕库存较为充足，囤货积极性不高，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 94.7 万吨，周度增加 9.5 万吨。预计 7 月底豆粕库存将超过 100 万吨，现货端供给压力进一步升高。随着巴西采购季接近尾声，四季度买船缺口较大。目前中美贸易谈判悬而未决，市场对于进口大豆供给拐点的担忧正在对冲现货端的供应压力，从而为粕价抗跌提供重要支撑。

中加关系再趋紧张，供给担忧刺激菜粕大幅反弹

本周，加拿大宣布本月底对中国钢材加征 25%进口关税，此举引发市场对中国采取反制措施的强烈预期。今年 3 月份，中国宣布对加拿大的菜籽油、油渣饼等农产品加征 100%进口关税。

此外，中国还在去年宣布对进口加拿大菜籽进行反倾销调查，尚未公布反倾销调查结果。尽管当前国内豆粕市场累库压力仍在释放，但中加贸易关系紧张为菜粕市场注入政策升水，菜粕市场强势反弹也带动豆粕市场进一步走强。

中澳贸易关系改善，澳大利亚菜籽将恢复对华出口

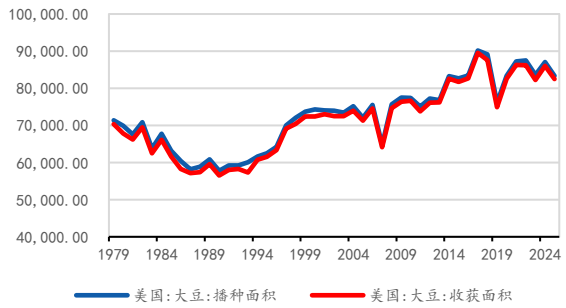
澳大利亚总理访华为两国关系改善带来契机。消息显示，两国正接近达成一项突破性协议，将允许澳方先行试运五船油菜籽至中国市场。此次贸易成果标志着持续多年的贸易冻结有望解封，也有助于缓解中加关系紧张对国内菜粕供给的不利影响。

3 油脂油料市场展望

目前正值美豆开花、结荚的生长关键期，天气因素对美豆产量的形成至关重要。当前美豆产区天气条件较好，但仍不能排除秋季以前不利天气发生的风险。2025 年美豆播种面积同比下降 4%，美豆产量对生长关键期的天气容错率较小。目前来看，1000 美分/蒲式耳仍是美豆季节性抗跌的重要支撑。国内豆粕保持累库节奏，库存压力仍在释放，远期进口大豆供给存在较大缺口，市场仍在等待中美贸易谈判新进展。中加和中澳关系牵动菜粕市场敏感神经，外部因素仍是近期国内粕类市场整体走强的主要推力。美国农业部下调美国豆油库存，印尼生物柴油消费量接近 2025 年目标的一半，生物燃料题材是推动近期棕榈油市场强势上涨的主要动力。尽管国内三大油脂在基本面上存有差异，但在商品市场普涨的情绪刺激以及技术买盘提振下，有望继续整体保持强势运行。国产大豆市场受政策调控影响较大，中储粮停拍陈豆是近期豆一期货市场止跌反弹的主要原因。目前东北大豆长势较好，天气条件基本正常，豆一期货市场的技术反弹行情仍缺少基本面支撑。

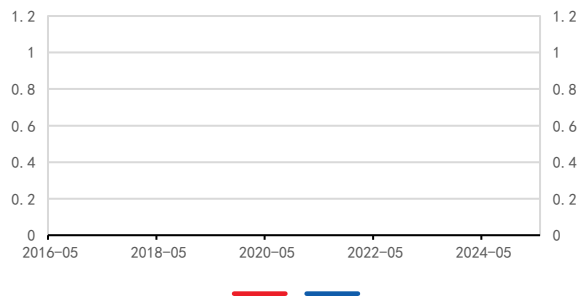
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



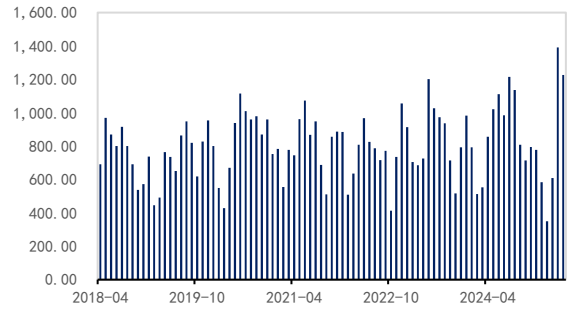
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



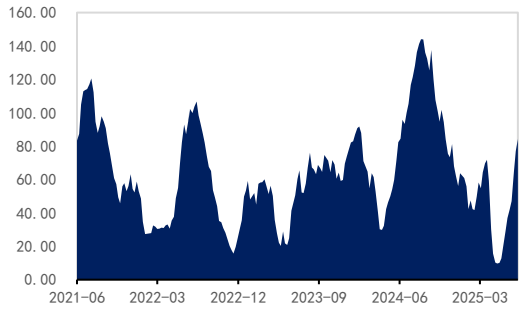
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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