中金财富期货策略周报（2025 年第 25 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

liushen@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

yuruiguang@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@cicc.com.cn

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：从近期玻璃、多晶硅、焦煤等行情来看，相关行业就反内卷问题推出的相关政策，为价格走势提供了一个方向，但是定价的“度”依然十分模糊，目前投资者扎堆在拥挤的多头赛道，商品价格朝着过热的方向持续演化。以史为鉴，供给侧改革，产能利用率提升，不仅仅需要清退落后产能，同时还依赖需求端提升相配合（如 2015 年配套的棚改），但是从当前各行业中长期贷款余额同比数据来看，需求能否反转，仍有待观察。

股指期货：目前无论是资产荒的背景，还是“反内卷”对通胀回升、市场信心的提振来看，市场上行的态势未出现明显变化，预计市场仍将保持强势，建议多单继续持有。

铜：工信部的稳增长方案中提到淘汰落后产能、优化供给结构，并计划超 8250 亿元的特高压电网投资，直接提振铜需求预期。沪铜近期受政策红利、低库存影响走势偏强，但传统消费淡季抑制上行空间，多空交织下，维持震荡思路，需关注 8 月 1 日关税落地及美联储政策动向。

锌：工信部将推动优供给、淘汰落后产能，宏观情绪偏暖。国内锌矿供应仍然宽松，进口锌精矿 TC 指数再度大幅上行。冶炼利润不断修复的背景下，冶炼厂复产积极性较高，冶炼厂开工率位居几年来同期高位，强于季节性，精炼锌供应宽松预期仍存。消费淡季，库存进入累库周期。后续仍需关注宏观情绪变动，预计沪锌短期仍以震荡运行为主。

钢材：当前“反内卷”情绪全面蔓延至黑色产业链，从多晶硅到焦煤到铁合金接连掀起涨停潮，市场炒作持续升温。自 7 月 1 日中央财经委员会首次提出“反内卷”以来，该逻辑已逐步演化为市场主导逻辑，并在多个品种中引发资金共振。值得注意的是，当前市场的演绎已逐渐偏离政策初衷，对于涨幅过大的品种，交易所已多次出台限制措施降温。本周即将召开的政治局经济会议或成为政策纠偏的重要窗口，建议投资者高度警惕会议期间情绪反转和资金流出带来的回调风险。

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：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。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。在 8 月底天气窗口关闭前，1000 美分/蒲式耳仍是美豆季节性抗跌的重要支撑。国内豆粕库存高企，生猪产业政策削弱豆粕需求前景，持续释放的供给压力与中国进口商恢复远期美豆采购预期相叠加，国内粕类期货市场反弹节奏明显受阻。受挫的买盘人气需要时间修复，国内粕类期货市场短期有望延续偏弱状态。油脂市场受外盘影响显著，目前马来西亚棕榈油供强需弱，价格上行驱动力下降。国内油脂库存整体充裕，缺少外盘强势提振，国内油脂追涨情绪相对谨慎。三大油脂因基本面差异，分化行情仍有望持续。目前东北大豆长势较好，天气条件保持正常。国产大豆市场受政策调控影响较大，中储粮双向拍卖成交火爆，豆一期货市场有望维持震荡抗跌状态。

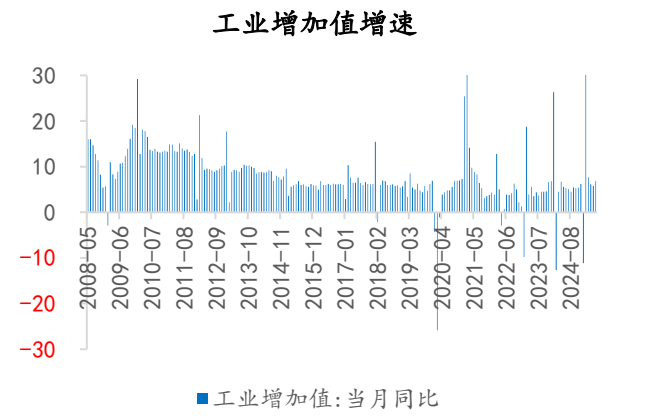
目录

周度策略：“反内卷”引发商品市场海啸 ..... - 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 二季度经济数据：需求修复仍需政策加力 ..... - 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 对比 2021 式行情，通缩对冲能否靠疯牛延续？ ..... - 16 -
3 电炉利用率回升，螺纹消费修复，钢价走强提振盈利 ..... - 17 -
4 小结 ..... - 18 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 18 -
原油 ..... - 21 -
1 三大机构下调需求 ..... - 21 -
2 库存符合季节规律 ..... - 21 -
3 关税温和落地预期 ..... - 21 -
4 欧盟强化对俄制裁 ..... - 22 -
5 矛盾暂缓隐忧仍存 ..... - 22 -
6 近强远弱风高浪险 ..... - 22 -
7 原油期现数据 ..... - 23 -
天然橡胶 ..... - 25 -
1 全年丰产预期强烈 ..... - 25 -
2 进口供应压力显现 ..... - 25 -
3 需求表现差强人意 ..... - 25 -
4 库存趋势缓慢累积 ..... - 26 -
5 当前金融属性驱动 ..... - 26 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 26 -
7 橡胶期现数据 ..... - 27 -
油脂油料：美豆横盘整理，国内豆粕承压大跌 ..... - 30 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 30 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 30 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 31 -

4 油脂油料市场主要数据 ..... - 31 -

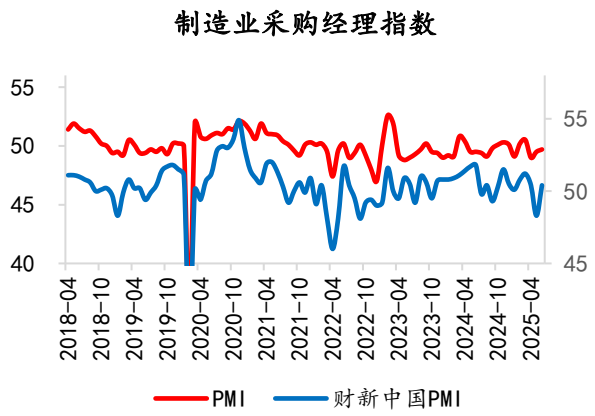
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



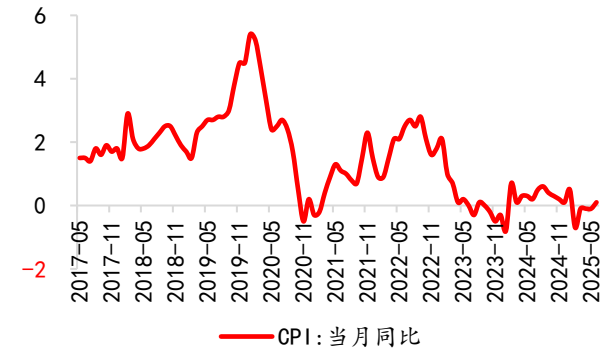
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



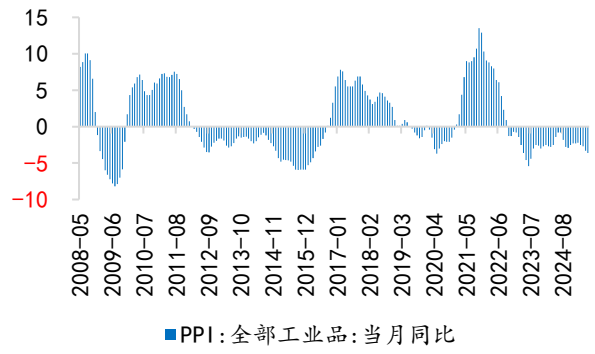
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



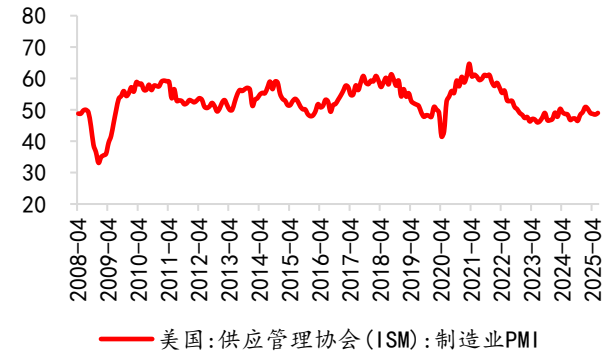
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



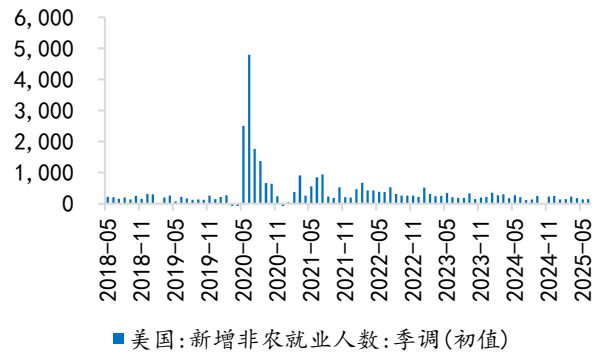
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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”引发商品市场海啸

7 月初开始，“反内卷”政策已经开始明显影响盘面，到目前为止，对商品市场的影响逐渐达到巅峰，上周工业品市场上低位品种，不分基本面，轮番出现涨停行情。这种大范围的上涨行情，在历史上也不多见。

时隔 27 年价格法首次修订

7 月 24 日，国家发展改革委、市场监管总局研究起草的《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》向社会公开征求意见。

修正草案共 10 条，主要涉及三方面内容，即完善政府定价相关内容、进一步明确不正当价格行为认定标准、健全价格违法行为法律责任。

价格法自 1998 年实施以来，在引导资源优化配置、促进物价合理运行、保护消费者和经营者合法权益等方面发挥了重要作用。本次修订是价格法实施以来的首次修订。

针对第十四条关于经营者的不正当价格行为，修正草案做了一些调整，特别是针对“内卷式”竞争的治理，修正草案从法律角度规范市场价格秩序。

现行价格法对低价倾销行为作了规定：“在依法降价处理鲜活商品、季节性商品、积压商品等商品外，为了排挤竞争对手或者独占市场，以低于成本的价格倾销，扰乱正常的生产经营秩序，损害国家利益或者其他经营者的合法权益”，修正草案将此修订为“在依法降价处理鲜活商品、季节性商品、积压商品等商品或者有正当理由降价提供服务外，为了排挤竞争对手或者独占市场，以低于成本的价格倾销，或者强制其他经营者按照其定价规则以低于成本的价格倾销”。

价格法这种重磅的影响因素出现，刺激了商品市场的表现，低位的工业品轮番涨停。

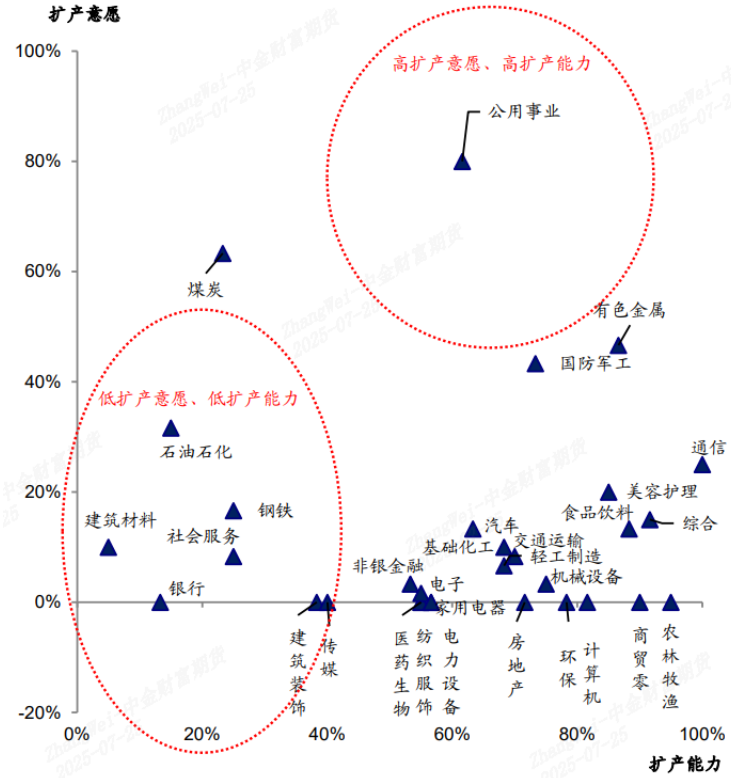
“反内卷”政策对商品市场有如此大的影响，在于政策层级高且出台频繁、部分工业品价格处于历史低位、市场风险偏好高对利好敏感。但是市场对“反内卷”行情依然有较大的疑虑，有许多投资者质疑“反内卷”行情的持续性，而这背后最大的原因来自于“需求端是否能够给钱？”

“反内卷”政策对工业品市场的影响幅度有多大，周期有多长，取决于需求能否有效回升。

如果需求侧政策力度不足，也就是除雅江水电工程外，并无形成持续、有力的需求侧刺激政策，反内卷或将是一个短暂的主题性行情，即本轮反内卷行业，尤其是周期品的快速上涨，可以更多定义为一轮反弹行情。

如果后续需求侧刺激政策足够强，能够形成可持续、强有力的需求传导至经济，类比 2016-17 年供给侧改革行情，对于相关的周期品，甚至包括内卷比较严重的科技品种，或将形成一轮持续性强的反转行情。

图表 1：不同行业潜在产量增长情况



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

6 月经济增速边际放缓

二季度国内 GDP 同比增长 5.2%，符合市场预期，整体增长保持稳定。从三大需求看，消费、投资对经济增长的贡献率有所提升，出口贡献率下降。二季度名义 GDP 同比增长 3.9%，物价下行压力进一步增大，这也是“反内卷”政策加速推进的重要原因，有利于名义增速回升。

6 月规上工业增加值增速进一步加快，出口回升是一个重要原因，另一方面“两新”政策继续对工业生产产生带动；社会消费品零售总额同比+4.8%，背后主要受餐饮增速放缓拖累，国补换档、“618”促销等也带来一定影响；1-6 月全国固定资产投资同比+2.8%，制造业投资、基建投资均有所放缓，国家统计局解释外部环境复杂多变、内部价格下行、企业竞争加剧，相关市场主体投资决策更趋谨慎；6 月房地产市场继续边际走弱，销售面积、销售金额降幅扩大，房地产投资加速下行，新房、二手房房价进一步走低，房地产企稳仍需更多政策支持。

展望 7 月，经济有望呈现“价升量落”的局面。

7 月 PPI 环比增速可能转正，同比增速跌幅收窄，主要是“反内卷”政策持续升温推升。借鉴 2016 年-2017 年供给侧结构性改革行情复盘经验，当前资产价格或处于政策预期驱动定价阶段，无论股市还是商品市场均有类似特征。

房地产销售景气度走弱，环比和同比转负。房地产市场筑底需要关注房价止跌企稳的信号，预计一线城市房价有望年底止跌企稳，二线城市房价止跌企稳时间或在明年 6 月份，三线城市房价止跌企稳或在后年，若外部冲击进一步加大，或时间点有所延后。因此，年内房地产投资或仍是固定资产投资的拖累项。

7 月消费可能保持韧性。尽管部分省市以旧换新资金阶段性用完，以及《党政机关厉行节约反

对浪费条例》的印发实施，或对社零产生一定影响，但考虑 7 月暑期游旺盛，文旅消费热度持续攀升，可能成为 7 月消费重要引擎。

需求决定的行情的最终空间

从近期玻璃、多晶硅、焦煤等行情来看，相关行业就反内卷问题推出的相关政策，为价格走势提供了一个方向，但是定价的“度”依然十分模糊，目前投资者扎堆在拥挤的多头赛道，商品价格朝着过热的方向持续演化。以史为鉴，供给侧改革，产能利用率提升，不仅仅需要清退落后产能，同时还依赖需求端提升相配合（如 2015 年配套的棚改），但是从当前各行业中长期贷款余额同比数据来看，需求能否反转，仍有待观察。

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 24 日	中国商务部：何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈	本着相互尊重、和平共处、合作共赢的原则，继续就彼此关心的经贸问题开展磋商	关税水平对市场情绪影响较大
	7 月 23 日	特朗普的“关税样板”：投资换 15%关税	美日协议详细版：日本 5500 亿美元投资美国，80 亿美元采购美国农产品。	日本成为特朗普关税的样本
数据	7 月 22 日	美国 7 月 Markit 制造业 PMI 重陷萎缩	美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值下降至 49.5，创去年 12 月以来新低	服务业 PMI 初值 55.2，创去年 12 月以来新高
	7 月 24 日	欧元区 7 月 PMI 升至 51 创近一年新高	欧元区 7 月经济展现韧性，PMI 指数创近一年新高。	得益于制造业接近复苏和服务业加速增长
事件	7 月 24 日	时隔 27 年，价格法重新修订	特朗普更新 22 国对等关税税率	其他国家税率推迟到 8 月 1 日

资料来源：中金财富期货研究所

2 二季度经济数据：需求修复仍需政策加力

GDP：实际偏强，名义偏弱，供需错配未解。二季度 GDP 同比增长 5.2%，名义增速 3.9%，平减指数-1.3%。实际增长偏强的原因主要有三点：一是“以旧换新”政策支持下，耐用品消费持续放量；二是“设备更新改造”政策下，设备工器具投资高增；三是“抢出口”叠加“抢转口”，外需景气较高。但名义增速偏弱，价格水平偏低，指向供需错配的情况仍有待改善。

生产：工业高增动能放缓，服务业稳定增长。二季度工业增加值增速为 6.8%，工业生产保持较高增长，主因出口总体较强，出口交货值增速较高。但 6 月环比增速低于季节性，或指向出口“抢单效应”边际减弱，外需对工业拉动减弱。

投资：基建、制造业、地产均回落。二季度固定资产投资累计增速 2.8%，较一季度放缓。基建

方面，广义基建累计增速 8.9%，狭义基建累计增速 4.6%，较一季度下降 2.6pct，主要受水利、公共设施投资放缓拖累；制造业方面，制造业投资累计增速 7.5%，较一季度下降 1.6pct，主因利润承压下企业扩张意愿低迷：固定资产扩建投资同比增速-4.7%，较一季度大幅下降 16.0pct。结构上看，设备工器具购置维持高增，指向政策补贴仍具支撑力。地产走弱指向随着政策红利边际效应减弱，地产领域出现回踩态势，指向政策进一步加码的必要性。

消费：商品消费稳健，餐饮动能不足。二季度社零同比增长 4.6%，较一季度下降。结构上看，耐用品消费在“以旧换新”推动下保持高增，家电、家具、通讯器材增速均超 20%；汽车消费单月同比增速 4.6%，较上月上升 3.5pct，增速明显提升或与汽车行业“反内卷”有关。

展望：需求修复仍需政策加力。总结看，美国加征关税压力下，中国二季度 GDP 仍然实现了 5.2%的增长，上半年累计增速达 5.3%。下半年只需维持 4.7%以上的增速，即可完成全年 5%的目标。但是，名义 GDP 低位运行的情况仍未改善，提振内需依旧是政策主线。6 月数据传达出以下三点边际变化，需要政策进一步加码支持。

3 资金面边际收敛

昨日，资金面边际收敛。上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜上行 26.8 个基点，报 1.635%，7 天 Shibor 上行 8.2 个基点报 1.545%。截至当日收盘，DR007 加权平均利率上升至 1.5759%，高于政策利率水平。上交所 1 天国债逆回购利率（GC001）下降至 1.32%。

自 5 月降准释放 1 万亿元长期流动性后，央行持续通过 MLF 和逆回购等操作保持流动性合理充裕，展现出货币财政协调发力、政策持续加力的导向。预计下半年 MLF 操作总体有望维持加量续作态势，并结合买断式逆回购操作适时投放中长期资金，必要时央行还可能恢复国债买卖操作，为市场注入更长期限流动性。

4 宏观策略

从近期玻璃、多晶硅、焦煤等行情来看，相关行业就反内卷问题推出的相关政策，为价格走势提供了一个方向，但是定价的“度”依然十分模糊，目前投资者扎堆在拥挤的多头赛道，商品价格朝着过热的方向持续演化。以史为鉴，供给侧改革，产能利用率提升，不仅仅需要清退落后产能，同时还依赖需求端提升相配合（如 2015 年配套的棚改），但是从当前各行业中长期贷款余额同比数据来看，需求能否反转，仍有待观察。

5 股指期货市场分析

指数连涨五周，继续新高

两市继续上涨，周度表现看，其中沪深 300 指数+1.69%，上证 50 指数+1.12%，中证 500 指数+3.28%，中证 1000 指数+2.36%。

反内卷政策力度较强，刺激市场情绪大幅回升。反内卷政策力度可能较强，相关周期行业基本面预期可能持续改善。复盘历史，2016 年和 2020 年供给侧改革政策均是通过去产能提升产品价格，政策力度强、出清效果好的行业直接受益：首先，2016 年核心矛盾是产能严重过剩、库存高企、杠杆和成本过高，因此提出了“三去一降一补”的政策，核心是去产能、去杠杆，而

2020 年核心矛盾是产业链供应链韧性不足、要素市场化配置不够高效，因此提出了“双碳”等政策，核心是控能耗、去产能；2016 年去产能主要通过总量压缩、环保等手段，2020 年去产能主要通过控制能耗等手段；最后，政策力度强、出清效果好的行业直接受益，如 2016 年通过总量“硬指标”去产能的煤炭、钢铁、煤电和通过环保手段去产能的建材、有色金属、石化等，2020 年通过能耗控制去产能的煤炭、钢铁、煤电等以及政策鼓励的新能源等。

当前来看，本轮反内卷政策力度可能较强，相关行业基本面预期可能持续改善：首先，当前的核心矛盾是不少行业无序竞争、内卷严重导致 PPI 连续下行，因此当前政策的核心是通过反内卷去产能、提价格；其次，从 7 月 1 日的中央财经委会议、7 月 18 日发改委表示十大重点行业稳增长工作方案即将出台、7 月 24 日《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》公开征求意见等可以看出反内卷政策力度可能偏强且持续；最后，从政策可能着力较强的行业来看，钢铁、有色金属、建材、石化等发改委重点提及的十大行业基本面改善预期可能较大。

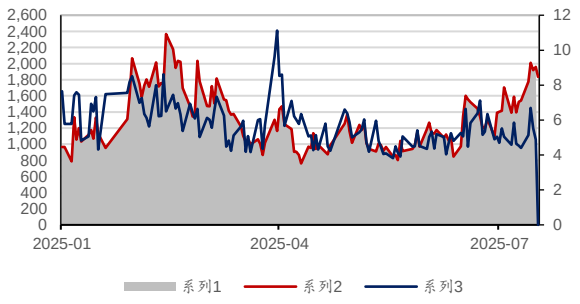
指数有望继续强势

通缩和房地产市场下行较难改变牛市趋势。整体来看我们认为 2025 年二季度的经济增速虽然较一季度放缓但依然不低，不过 PPI 和 CPI 数据依然偏弱。当前经济面临最重要的问题之一是通缩风险。通缩风险对企业盈利通常会产生负面的影响，通缩初期也会对股市走势产生负面影响。但通缩后期，A 股容易出现流动性牛市，比如 1999-2001、2013-2015。牛市重要的驱动力量之一是股市政策驱动股权融资减少，2023 年下半年以来，随着股权融资规模的下降，股市的供需结构也在扭转，我们认为当下市场也具备政策和流动性驱动牛市的条件。

如果是流动性和政策驱动的牛市，那么资产荒的逻辑就会比盈利的逻辑更重要。当下的 10 年期国债利率只有 2014 年的一半左右，而且过去 2 年下降的速度幅度也不弱于 2014 年。并且考虑到现在的房地产市场弱于 2014 年，所以资产荒可能比 2014 年更严重。资产荒的环境下，已经对市场产生影响的是保险资金，我们认为后续随时可能会加强的是居民资金。随着去年 9 月，股市熊转牛以来，股市的赚钱效应逐渐企稳，居民资金加速流入的条件逐步具备，下半年需要重点跟踪。

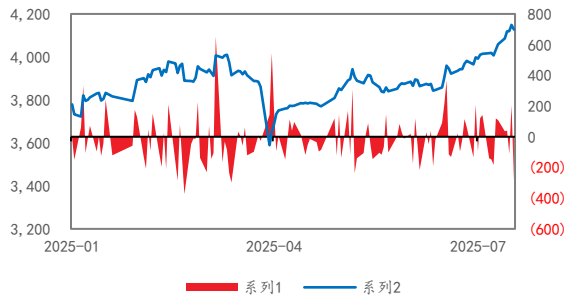
目前无论是资产荒的背景，还是“反内卷”对通胀回升、市场信心的提振来看，市场上行的态势未出现明显变化，预计市场仍将保持强势，建议多单继续持有。

图表 8：融资融券数据图



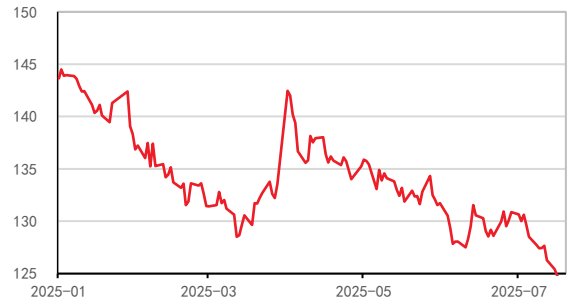
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



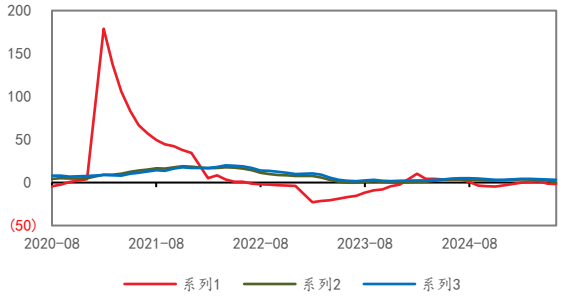
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，据 ICSG 统计，预计 2025 年全球矿山铜产量增速 2.3%，低于市场预期。

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。冶炼厂利润承压，部分企业减产。6 月国内精炼铜产量 130.2 万吨，创下历史新高，1-6 月累计 736 万吨，同比增长 9.5%；铜材产量 221 万吨，1-6 月累计 1176 万吨，同比增长 3.7%。

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。

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。线缆开工率 72.41%，环比减少 9.27%，同比增长 0.76%，新能源领域支撑铜需求，但传统淡季叠加高温抑制生产。目前空调产销进入淡季，库存累积；汽车产销维持季节性回升。周内现货消费依旧乏力，下游按需采购为主。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

工信部的稳增长方案中提到淘汰落后产能、优化供给结构，并计划超 8250 亿元的特高压电网投资，直接提振铜需求预期。反内卷的声音不断抬升，针对铜冶炼企业的政策预期不断出现，利润改善的预期一定程度上限制供应预期。沪铜近期受政策红利、低库存影响走势偏强，但传统消费淡季抑制上行空间，多空交织下，维持震荡思路，需关注 8 月 1 日关税落地及美联储政策动向。

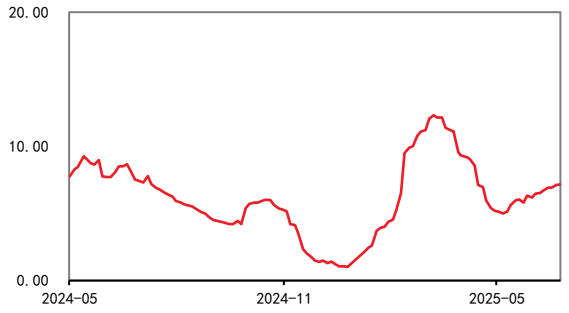
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



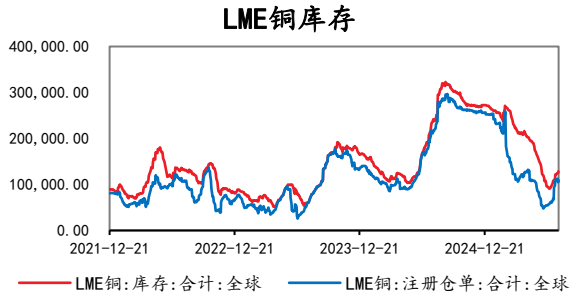
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



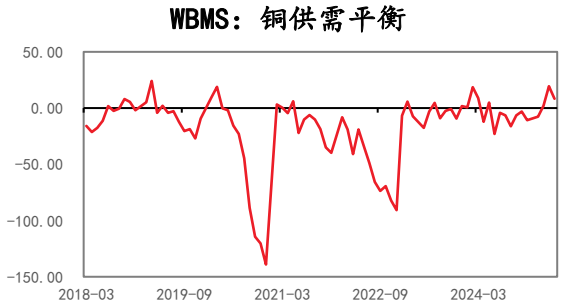
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



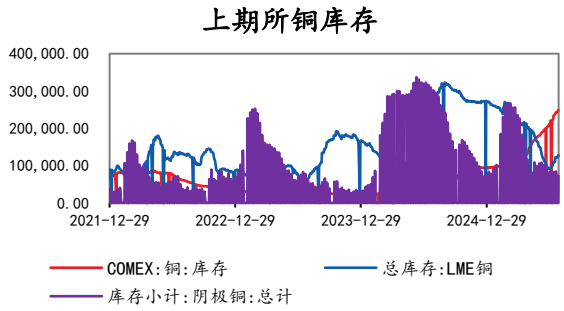
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



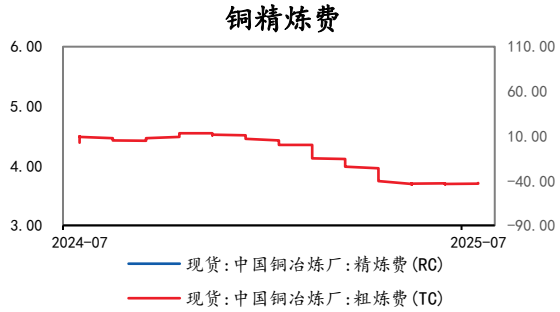
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

三大初级加工行业开工率分化,压铸锌合金开工率受季节性淡季镀锌开工率在反内卷提振里色金影响偏弱，氧化锌开工率也存在季节性走弱预期，整体采购以刚需备货为主，即锌价走弱后逢低备货，反弹后畏高情绪明显:6 月三大初级加工行业下游采购经理人指数均位于收缩区间，已连续回落 3 个月;现货方面，市场交投仍较为清淡，下游采购主要以刚需为主，贸易商出货困难，SMM 现货升贴水不断走弱。

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%。

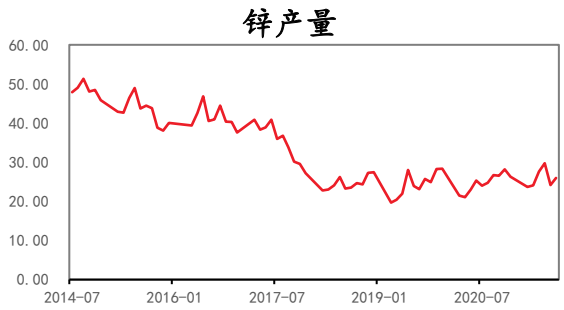
2 总结

工信部将推动重点优供给、淘汰落后产能，宏观情绪偏暖。国内锌矿供应仍然宽松，进口锌精矿 TC 指数再度大幅上行。冶炼利润不断修复的背景下，冶炼厂复产积极性较高，冶炼厂开工率位居几年来同期高位，强于季节性，精炼锌供应宽松预期仍存。消费淡季，库存进入累库周

期。后续仍需关注宏观情绪变动，预计沪锌短期仍以震荡运行为主。

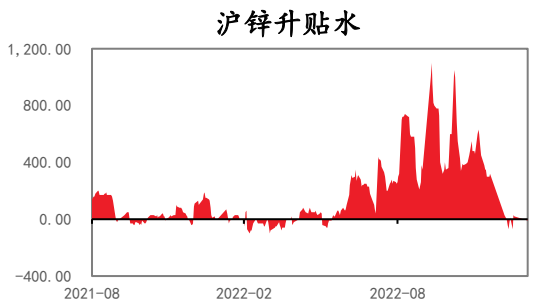
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



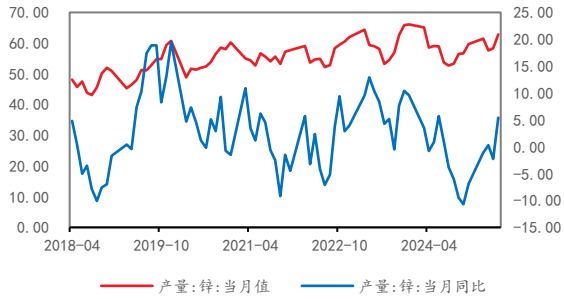
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



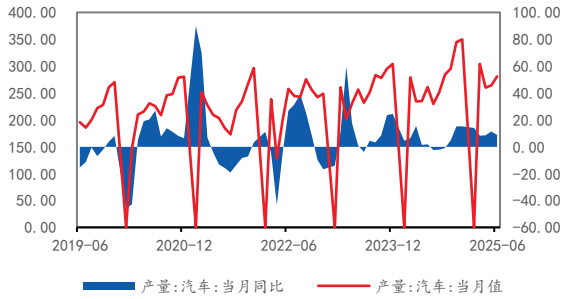
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 对比 2021 式行情，通缩对冲能否靠疯牛延续？

自 7 月 1 日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”以来，反内卷的情绪迅速席卷大宗商品市场。焦煤价格从 700 元/吨快速拉升至 1280 元/吨，多晶硅现货从 3 万元/吨飙升至 5.5 万元/吨，市场掀起一轮罕见的“涨停潮”，尤其是在黑色产业链，焦煤、铁合金、锰硅等品种纷纷录得连续上涨，投机情绪高涨。反内卷的初衷是引导企业减少无效竞争、提升质量、促进良性出清，但当价格剧烈波动偏离基本面，其政策逻辑也面临考验。

本轮行情让人不禁联想到 2021 年动力煤的“疯牛”走势。当年动力煤从 900 元/吨一路飙涨至 2500 元/吨，最终在 10 月发改委的干预下，市场逆转。而此次反内卷引发的暴涨亦具有类似结构：1）政策信号强烈但模糊，市场主动演绎；2）供应端有实质收缩预期但尚未兑现；3）需求端表现平平，价格上涨主要由情绪与预期驱动；4）监管层多次喊话“防范炒作”，交易所频繁干预，多品种限仓、涨跌停收紧。2021 年的经验显示，政策风向虽可能短期扭转供需博弈，但一旦“疯牛”扰乱市场秩序，纠偏措施随之而来。因此，目前的政策刺激是否具有持续性，仍需警惕上层在市场过热后“修正轨道”的可能。

当前 PPI 连续负增长、核心 CPI 低迷，通缩压力对经济造成实质伤害。在传统财政扩张、信贷宽松空间有限的背景下，通过“反内卷”抬高中游出厂价、传导至终端价格，被部分观点视为“温和去通缩”的一环。但必须看到，其效果是间接且短期的。

从传导机制来看，价格上行主要滞留于上游原材料，并未有效向中下游或消费端扩散，PPI 与 CPI 的裂口仍然较大；且上游价格上涨对中小制造业构成较大成本压力，压缩利润空间，反而不利于工业体系稳定。此外，本轮上涨多靠市场炒作驱动而非真实供需错配，一旦投机退潮，价格迅速回落的可能性高。

近期《价格法》修正草案二审稿提出强化“价格过快上涨的干预机制”、明确“恶意炒作、哄抬物价”等行为的界定，为未来的行政干预提供了更清晰的法律基础。这意味着“疯牛”行情的边界已被提前划定，其后续政策的不确定性也随之加大。

“反内卷”作为一种系统性改革方向，意在改善产业结构、提升供给质量，不是“抬价护盘”或“控价托市”的权宜之计。当市场将其误读为“涨价信号”，甚至炒作成新一轮“政策牛”，势必背离初衷。对比 2021 年政策纠偏路径与当前监管趋紧趋势，短期继续疯涨的空间在不断收窄，未来更可能进入高位震荡甚至回落的阶段。

市场终将回归基本面，而真正有效的“托底”政策，应在扩内需、强消费、稳就业上持续发力，而非依赖于大宗商品的“剧烈升温”。当前反内卷带来的价格反弹或许有其积极意义，但能否转化为真正的“反转”，终归需要政策的定力与市场的理性共振。

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 电炉利用率回升，螺纹消费修复，钢价走强提振盈利

上周全国高炉产能利用率小幅回落，电炉产能利用率显著回升。247 家钢厂高炉产能利用率为 90.8%，环比下降 0.1 个百分点，同比上升 1.1 个百分点；91 家电炉产能利用率为 53.5%，环比上升 1.3 个百分点，同比上升 2.6 个百分点。尽管总体开工尚高，但五大品种钢材周产量为 867.0 万吨，环比微降 0.1%，同比下降 1.9%。其中长流程产量略有回落，日均铁水产量降至 242.2 万吨，环比减少 0.3 万吨，钢材结构上螺纹钢产量增长而热卷产量回落，反映终端分化。

库存方面，五大品种钢材社会库存为 927.1 万吨，环比增长 0.5%，同比下降 27.4%；钢厂库存为 409.4 万吨，环比下降 1.5%，同比下降 14.7%。总库存较上周小幅回落 0.1 个百分点，延续“社增厂降”的结构性特征，显示钢厂出货加快而终端消化略显乏力。

表需表现略弱但降幅收窄，具备一定韧性。五大品种钢材周表观消费为 868.1 万吨，环比减少

0.2%，同比下降 3.5%；其中螺纹钢表观消费回升至 216.6 万吨，环比大增 5.0%，同比仍降 6.4%。热卷消费同步回落，淡季特征仍存。建筑钢材成交周均值为 11.5 万吨，环比增加 22.4%，需求边际修复态势明显。

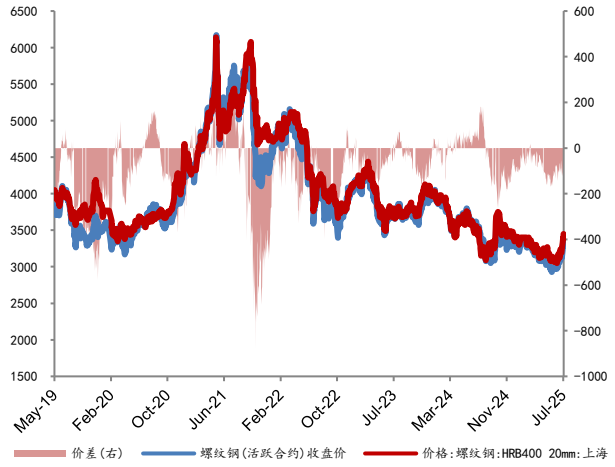
价格层面，在成本支撑和情绪提振下，钢材现货价格出现大幅上涨，带动主流钢材品种即期毛利显著改善。247 家钢厂盈利率回升至 63.7%，环比增加 3.5 个百分点，行业整体盈利水平获得修复。

4 小结

当前“反内卷”情绪全面蔓延至黑色产业链，从多晶硅到焦煤到铁合金接连掀起涨停潮，市场炒作持续升温。自 7 月 1 日中央财经委员会首次提出“反内卷”以来，该逻辑已逐步演化为市场主导逻辑，并在多个品种中引发资金共振。值得注意的是，当前市场的演绎已逐渐偏离政策初衷，对于涨幅过大的品种，交易所已多次出台限制措施降温。本周即将召开的政治局经济会议或成为政策纠偏的重要窗口，建议投资者高度警惕会议期间情绪反转和资金流出带来的回调风险。

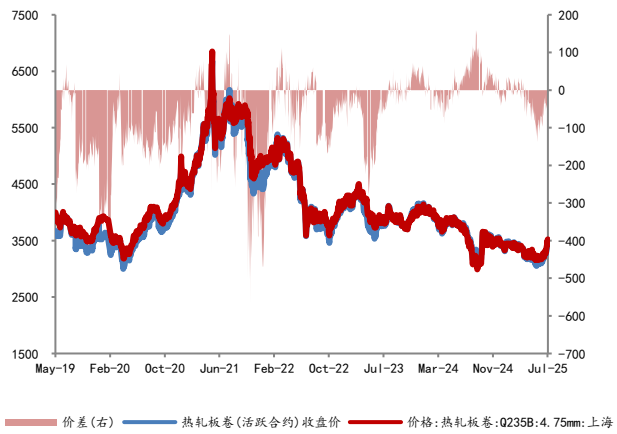
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



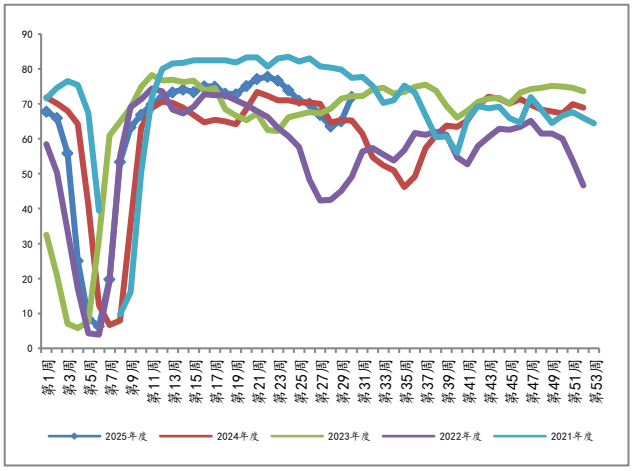
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



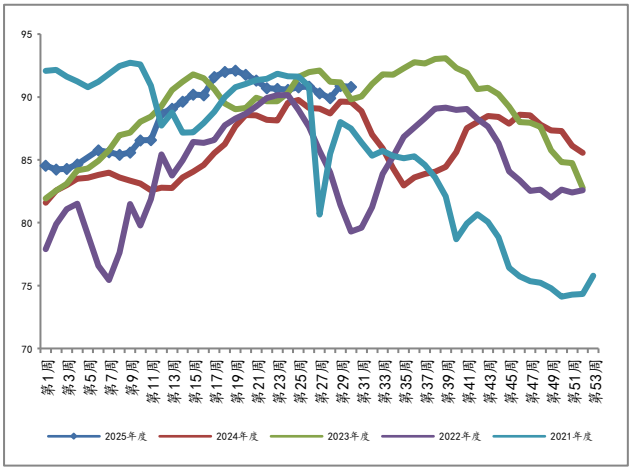
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



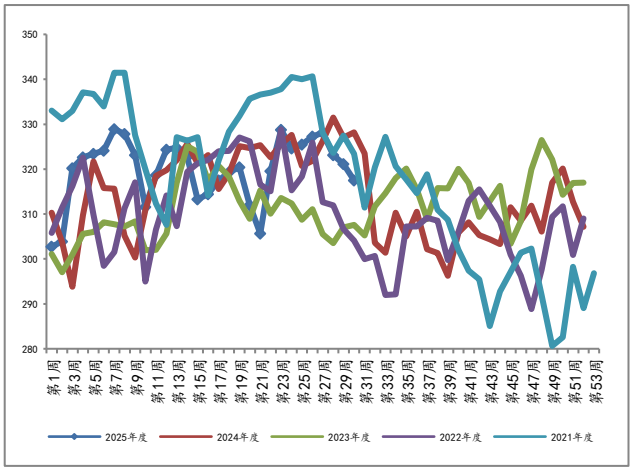
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



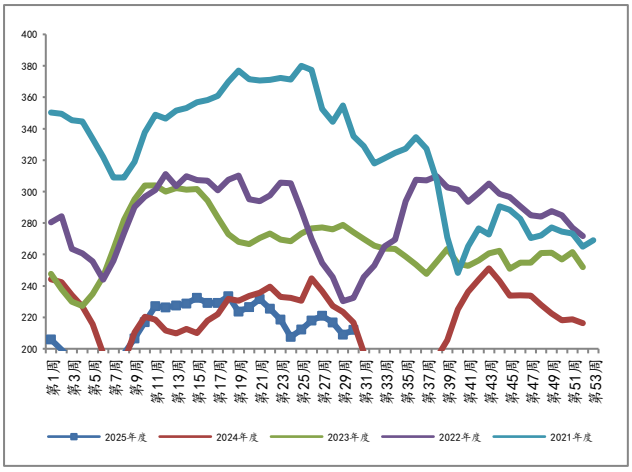
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



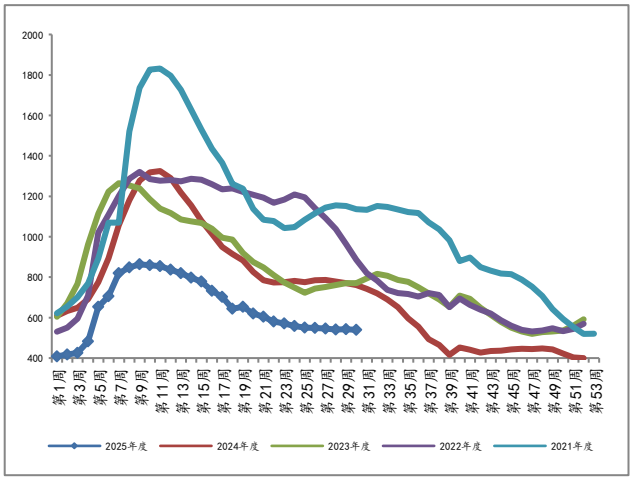
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



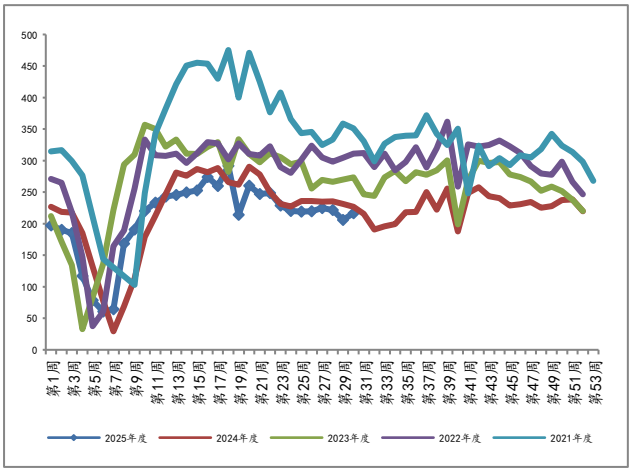
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 三大机构下调需求

三大权威机构接连下调全球原油需求预测，令交易者对市场长期失衡的担忧日益加深。

石油输出国组织 OPEC 在月度报告中，将 2025 年全球原油需求增速下调至 129.5 万桶/日，2026 年也降至 128 万桶/日。OPEC 已经连续四次下调今明两年全球原油需求预期，这一调整主要基于上半年实际消费明显放缓，但 OPEC 作为卖方仍强调传统能源长期需求的稳固性。

国际能源署 IEA 站在买方立场更加悲观，将 2025 年全球原油需求增长预测下调至 70.4 万桶/日，2026 年下调至 72.2 万桶/日。IEA 坚持全球原油需求增长正在逐步放缓，将在 2030 年前后达峰并进入平台期。

美国能源信息署 IEA 同样不乐观，对全球原油需求增速估值介于 IEA 和 OPEC 之间，预计到 2026 年全球原油需求达到 1.0458 亿桶，但仍低于 2010s 的年均增长率。在经济复苏迟缓和能源结构转型双重制约下，发达国家和新兴市场原油需求均面临长期压力，令油价重心难以获得高位有效支撑。

2 库存符合季节规律

受全球经济放缓和贸易不确定性影响，市场担忧今年北半球夏季消费旺季不旺，但近期高频数据显示，季节性去库趋势有所增强。

美国能源信息署（EIA）数据显示，上周美国商业原油库存大幅下降 320 万桶至 4.19 亿桶，超过此前预期的 160 万桶，担忧供需平衡劣化为时尚早。WTI 原油交割中心—库欣地区原油库存升至 6 月以来高点，预计未来几周这一库存指标将继续上升，从而摆脱历史低位区间。尽管如此，美国商业原油整体仍保持去库趋势，柴油库存处于 1996 年以来最低的季节性水平，8 月仍对市场构成有效支撑。

3 关税温和落地预期

8 月 1 日新关税协议最后期限临近，目前来看市场普遍认为影响温和，交易者多表现出 TACO 的路径依赖，但原油需求预期仍受到全球经济放缓的压制。

在对等关税正式生效前，特朗普强硬表态称，未达成协议的贸易伙伴有可能恢复到 4 月 2 日的税率水准。然而，高关税威胁更多只是谈判筹码，美日达成关税协议结果好于此前特朗普发函，该例子避免了最糟糕的情况，令 4 月贸易战以来受创的市场信心得到恢复。世界最大两个经济体之间的贸易谈判才是重头戏，据美国财长透露，将在斯德哥尔摩与亚洲大国代表会谈，原定于 8 月 12 日的截止日期很可能会延长，议题还包括亚洲大国从俄罗斯和伊朗采购原油的问题。另外欧盟和美国的谈判仍悬而未决，欧盟拟推千亿欧元关税反制预案，全球贸易前景仍有不确定性。

受贸易谈判进展提振，短期释放了对能源需求的担忧情绪，原油等大类风险资产保持稳定，但

贸易战危机并没有彻底解除。

4 欧盟强化对俄制裁

近期原油市场一项风险事件是，欧盟对俄罗斯祭出伤敌一千自损八百的制裁，引发欧洲柴油价格大幅波动，进而给国际原油走势带来影响。

俄乌战争已经持续三年多，欧盟在话语权和军事能力上相对弱势，主要通过对俄罗斯施加制裁作为反制，特别是针对原油和天然气出口，以削减其能源销售带来的财政收入。欧盟委员会最新通过了对俄罗斯的第 18 轮制裁方案，主要措施包括北溪 1 号和 2 号项目相关的新交易禁令，以及将设置的原油价格上限降至 47.6 美元/桶。自首轮制裁迄今，多数欧盟成员国已终止与俄罗斯的能源合作，新的制裁措施可能不会显著扰动现货流通，但如果扩大对影子油轮的打击，以及限制柴油等成品油供应，对原油价格仍有一定偏正向影响。

不过稍后披露的制裁细则显示，对俄罗斯原油精炼产品的进口禁令有 6 个月的过渡期，此后欧盟运营商将被禁止从俄罗斯原油中获取、进口或转换成欧盟境内的油品，但不会立即对市场造成冲击。鉴于原油增产背景下供应预期充裕，且欧美汽油市场旺季表现平淡，事件过后油价仍维持窄幅区间震荡格局。

5 矛盾暂缓隐忧仍存

近期外围宏观情绪缓和，令原油在内的大类风险资产普遍企稳，不过交易者对未来原油走势保持谨慎观望态度，国际油价在当前区间踌躇已久缺乏指引。

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，交易者对特朗普的行为感到难以捉摸，一方面押注他会在最后一刻退缩让步，另一边担忧达不成协议的情况发生。如果亚洲大国与美国之间能够逐渐形成中长期框架，或将在需求端为油价提供稳定支撑。

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。

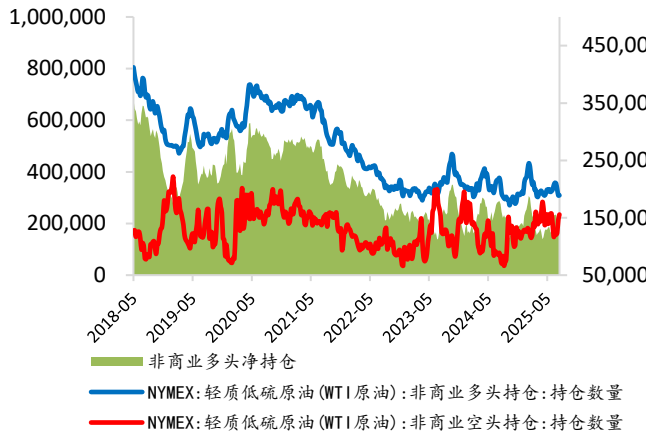
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



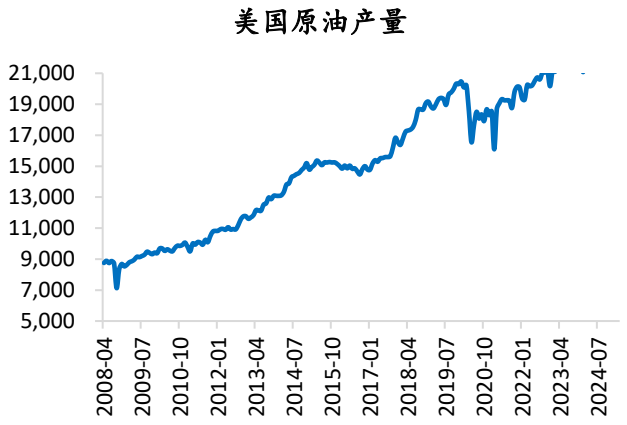
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



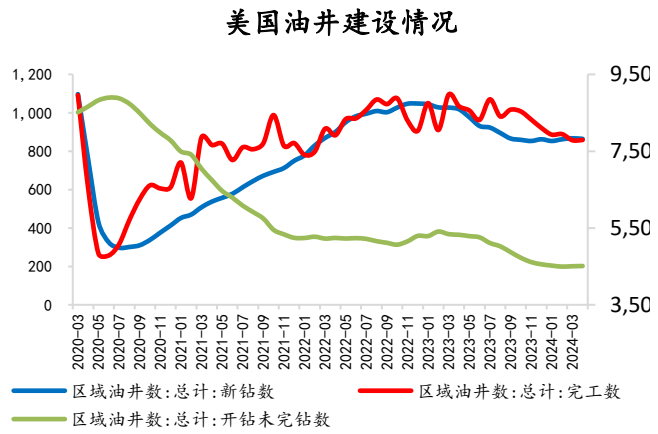
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



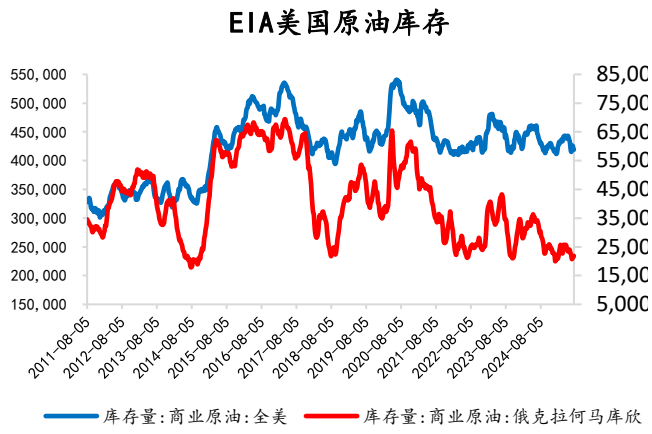
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



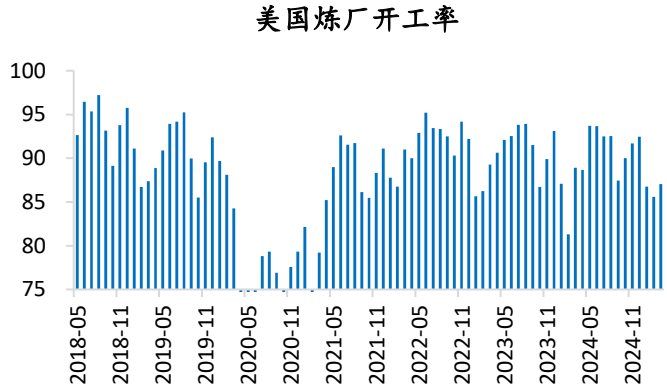
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



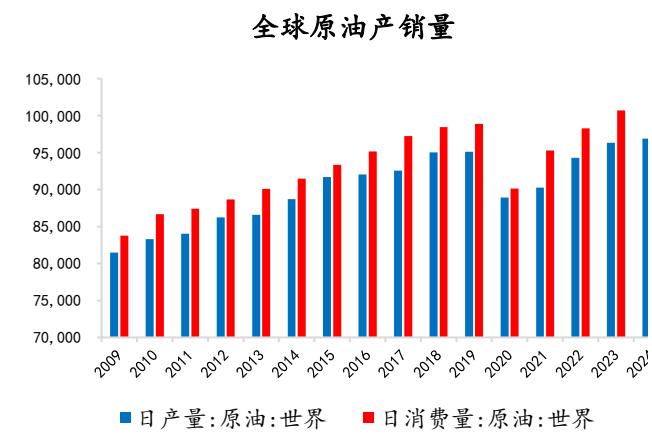
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 全年丰产预期强烈

尽管全球天然橡胶种植周期拐点已至，但由于产业链下游环节驱动不足，令今年的丰产预期几乎和过剩划等号。

业界预计，2025 年泰国天然橡胶产量料增加 2%至 489 万吨，其中南部主产区增加 2.4%至 278 万吨。实际上泰国总割胶面积是走下坡路的，因前些年经济效益低下，很多胶农砍伐了产量较低的老橡胶树，转而翻种榴莲和油棕等经济作物。预计 2025 年泰国割胶面积微降 0.1%至 2250 万莱，其中南部地区减少 0.23%至 1280 万莱。不过，气象预计今年会有足够的降水量，橡胶树落叶病爆发概率降低，原料收购价格对胶农仍有吸引力，令割胶作业单产预期提升。2025 年泰国橡胶原料产出由 213 公斤/莱料增至 217 公斤/莱，提升 1.9%。

综上，今年海外天然橡胶预计产出顺利，天时地利人和使得现货充裕，抵消了割胶面积收缩的影响。目前东南亚正处于雨季，令割胶节奏时有不畅，原料成本支撑下多头信心依然充足。但短期天气因素造成的损失终究有限，随着雨季减弱和开割推进，后续供应压力将逐步显现。

2 进口供应压力显现

上一轮割胶旺季货源滞后到港，叠加新季主要产区顺利开割，使得今年天然橡胶进出口量持续偏高。据海关总署公布的数据显示，2025 年 6 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 59.9 万吨，同比大幅增加 27.2%；2025 上半年，中国橡胶进口量总计 407.5 万吨，较 2024 年同期的 328.4 万吨增加 24.1%。

另一方面，中国宣布对多个欠发达国家实施零关税政策，包括非洲最大的天然橡胶生产国—科特迪瓦，也将与缅甸、老挝等国享受同样的零关税待遇。2025 上半年科特迪瓦天然橡胶出口量共计 75.17 万吨，较 2024 年同期的 67.26 万吨增加 11.8%，对东南亚产胶国低产期的季节性低谷形成补充。

因此不出重大意外，2025 年国内外天然橡胶供应水平整体将明显超过 2024 年。

3 需求表现差强人意

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 月中下旬，山东地区轮胎企业全钢胎开工率为 65.08%，同比大幅上升 12.19%，环比基本持平；国内轮胎企业半钢胎开工率为 75.62%，同比下降 3.12%，环比上升 3.07%。2025 年 6 月，中国橡胶轮胎外胎产量为 10274.9 万条，同比下降 1.1%；上半年中国橡胶轮胎累计产量为 5.9167 亿条，较上年同期增长 2%。6 月中国橡胶轮胎出口 82 万吨，同比下降 6.9%；其中，新的充气橡胶轮胎出口 79 万吨，同比下降 7.3%；按条数计算为 6031 万条，同比下降 7.3%。

需求端总结起来，国内橡胶轮胎企业开工负荷进一步回升，但轮胎成品库存抑制原料补库，终端汽车产销有订单透支隐忧。海关统计显示，2025 上半年中国橡胶及其制品主要出口国家和地

区中，欧盟、美国和俄罗斯占据前三位，未来欧美市场贸易摩擦风险仍较大。

4 库存趋势缓慢累积

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。同期，中国天然橡胶社会库存为 129.5 万吨，环比微增 0.14%；其中，深色胶社会库存增加 0.8%至 79.7 万吨，浅色胶社会库存下降 0.9%至 49.8 万吨。

从库存实际反馈来看，7-8 月预计橡胶市场整体仍符合季节性淡季特征。

5 当前金融属性驱动

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。然而，橡胶自身基本面改善有限，现货交投氛围清淡，下游实际询盘一般，主要是反内卷题材对金融属性较强的沪胶存在积极的传导效应。

近月以来沪胶期货盘面显著走强，但供需层面并未对应地出现改善。当前供应端上量节奏受雨季阻碍，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。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，业者普遍信心不足。

总体而言，近月胶价偏强运行的原因不在于自身，而是商品情绪和板块联动作用下跟涨。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，但趋势性上涨行情底气不足，空间和持续性仍有待观察。我们认为，短期应谨防光伏品种炒作证伪后连带橡胶转弱风险，但未来数月内将转向季节性偏强阶段，届时基本面改善将接棒金融属性，为胶价提供更为坚实的支撑。

6 周期重拾上升大势

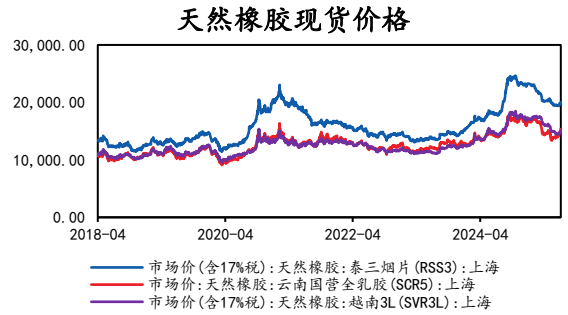
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

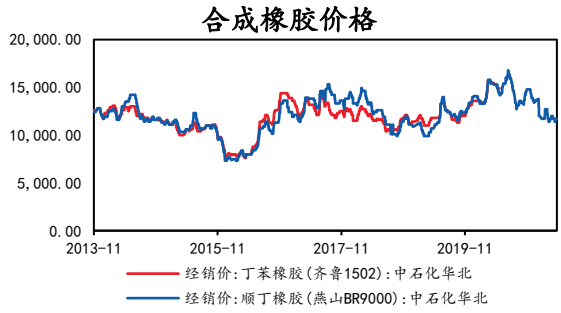
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



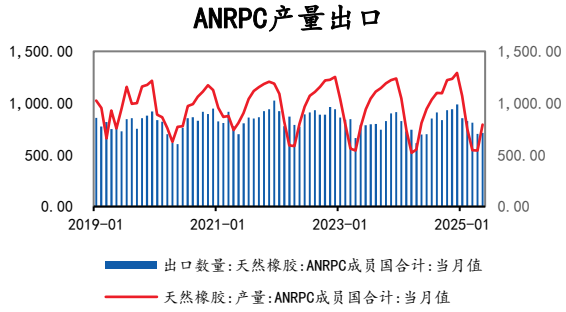
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



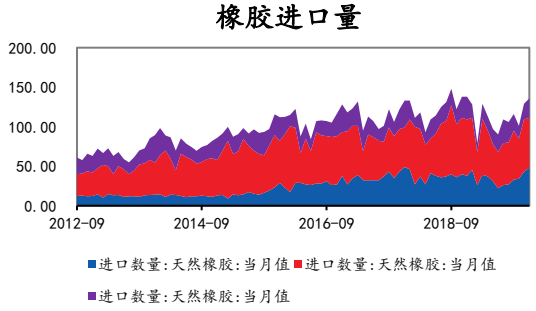
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



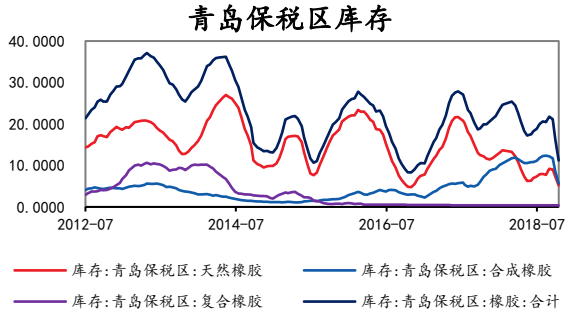
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



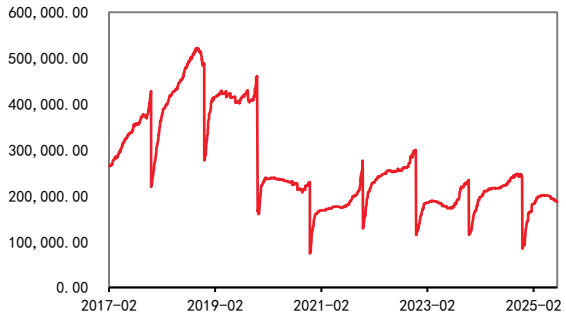
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



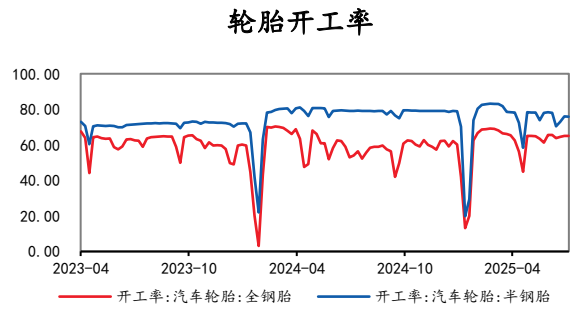
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



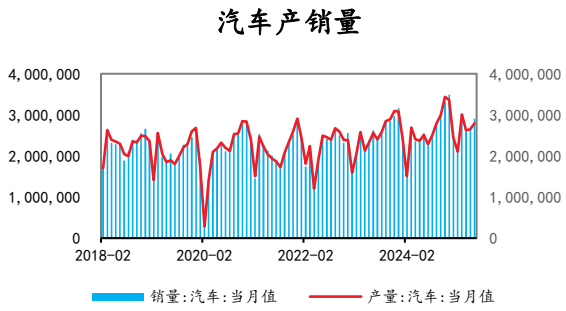
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆横盘整理，国内豆粕承压大跌

1 外部豆类市场分析

作物优良率低于预期，美豆在 1000 美分关键位获得支撑

美国农业部发布的作物生长报告显示，截至 7 月 20 日当周，美国大豆优良率为 68%，低于市场预期的 71%，去年同期为 68%；当周美豆开花率为 62%，去年同期和五年均值均为 63%；当周美豆结荚率为 26%，上年同期和五年均值分别为 27%和 26%。8 月为美豆产量形成最为关键的时段，美豆优良率下滑，为美豆市场带来抗跌支撑。近日美豆 11 月合约在 1000 美分关口附近止跌回升，在秋季天气窗口关闭前，资金增持天气升水的意愿相对较高。

USDA 月报平稳落地，美豆期末库存升高

美国农业部在 7 月供需报告中预计，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。

马来西亚 7 月 1-25 日出口大幅下滑，印尼出口激增缓解供给压力

ITS 和 AmSpec Agri 公布的数据显示，7 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口环比降幅分别为 9.2%和 15.2%。马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，7 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 11.24%。马来西亚棕榈油市场供需基本面偏弱，价格主动上涨动力不足。印度尼西亚棕榈油协会(GAPKI)本周表示，受出口激增影响，印尼 5 月棕榈油库存环比下降 4.27%至 290 万吨。作为全球最大棕榈油生产国，印尼 5 月棕榈油及精炼产品出口量达 266 万吨，较 4 月飙升近 50%，同比增幅达 35.64%。来自印度和中国的需求增长显著，预计印尼 6 月出口增长依然强劲。

2 国内豆类市场分析

6 月中国大豆进口维持高位，豆粕库存突破 100 万吨

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%。6 月进口大豆量创历史同期最高纪录，预计 7 月到港量在 1150 万吨左右，8、9 月月均到港量在 900 万吨左右，国内三季度以前进口大豆供应十分充足。进口大豆库存不断攀升，油厂开机率维持在历史高位，目前周度大豆压榨量在 220 万吨以上。养殖端需求较为平稳，豆粕累库进程持续推进，最新统计的沿海豆粕库存已经突破 100 万吨。受现货供给充裕影响，豆粕现货市场整体表现较为温和。

生猪市场释放去产能政策信号，豆粕减量替代持续推进

本周农业农村部组织龙头猪企召开推动生猪产业高质量发展座谈会。要求猪企要严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，减少二次育肥，控制肥猪出栏体重，严控新增产能。同时还要求猪企要深入开展养殖业节粮行动，大力推广低蛋白日粮技术，持续推进豆粕减量替代。政策信号引发豆粕需求下降预期，成为本周国内豆粕价格冲高回落后大幅下跌的原因之一。

中美即将展开贸易谈判，中国恢复对美豆进口预期增强

尽管目前国内仍处进口大豆到港高峰期，国内供应十分充足，但船期动态监测显示，10 月至明

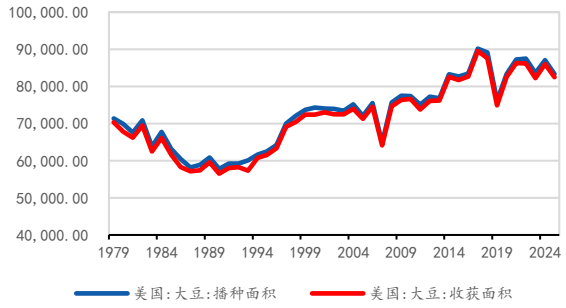
年 1 月中国进口商几乎没有买船。远期大豆供给偏紧缓解现货端的供应压力，并为远期市场提供抗跌支撑。中国已批准阿根廷豆粕对华出口，首批 3 万吨阿根廷豆粕预计将于 9 月抵达广东港口。此外，中美即将举行新一轮贸易谈判，从目前市场评估看，预计双方将取得积极的谈判成果，远期进口订单也有望恢复。市场对远期大豆供给缺口担忧情绪下降，进一步加剧粕类期货市场回调压力。

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。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。在 8 月底天气窗口关闭前，1000 美分/蒲式耳仍是美豆季节性抗跌的重要支撑。国内豆粕库存高企，生猪产业政策削弱豆粕需求前景，持续释放的供给压力与中国进口商恢复远期美豆采购预期相叠加，国内粕类期货市场反弹节奏明显受阻。受挫的买盘人气需要时间修复，国内粕类期货市场短期有望延续偏弱状态。油脂市场受外盘影响显著，目前马来西亚棕榈油供强需弱，价格上行驱动力下降。国内油脂库存整体充裕，缺少外盘强势提振，国内油脂追涨情绪相对谨慎。三大油脂因基本面差异，分化行情仍有望持续。目前东北大豆长势较好，天气条件保持正常。国产大豆市场受政策调控影响较大，中储粮双向拍卖成交火爆，豆一期货市场有望维持震荡抗跌状态。

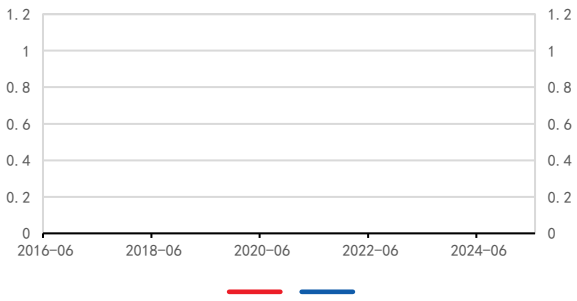
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



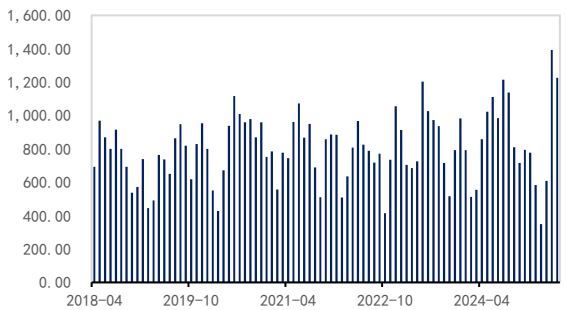
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



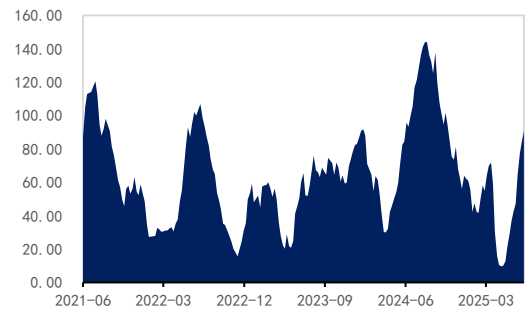
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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