中金财富期货策略周报（2025 年第 26 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：续近 20 天的“反内卷”行情逐渐消散，预计商品市场的走势将重回基本面主导。短期内市场的波动率依然较高，可继续等待市场走缓后再行参与。

股指期货：策略方面，市场短期出现一定的调整，主要因为市场对于政治局会议政策并未出台强势政策，以及中美贸易谈判再度延期，在情绪回落的情况下，市场短期出现一定调整，这也为后续的更有力反弹提供空间，建议耐心等待调整行情结束。

铜：8 月 1 日铜关税仅针对半成品及部分衍生品，对于关注度更高、市场影响面更大的上游矿石及阴极铜免征。美关税政策再调整，COMEX 铜价下跌超 17%，和 LME 铜之间的价差被迅速拉平。铜矿供应仍然偏紧，铜矿加工费仍然处于历史偏低水平。整体供应端货源有限，呈现紧俏态势。需求端淡季背景下铜杆开工率继续下滑，终端消费如家电排产出现明显回落，铜库存近期再度累积。铜关税大幅低于预期，CL 升水消失市场看空情绪加强，铜进入回调期。

锌：加工费尚处高位，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，8 月精炼锌产量预计继续增长。季节性淡季，合金终端五金、汽车板块相对弱势，锁具、卫浴等行业订单下滑，浙江以及广东地区锌合金厂家出货偏弱运行，新单成交有限。近期沪锌受宏观压制，以及供增需减影响，价格承压震荡。

钢材：上周政治局会议对“反内卷”炒作进行了降温，通稿中删去“低价无序竞争”的“低价”表述，打破了市场对“反内卷等于强刺激”的简单幻想。受此影响，以焦煤为代表的情绪交易品种大幅回落，钢价亦承压走弱。7 月钢市主要由乐观预期驱动，但随着政策落地、预期兑现及出口、关税等现实压力逐步显现，钢价高估明显，我们对下半年走势持偏悲观态度。

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。

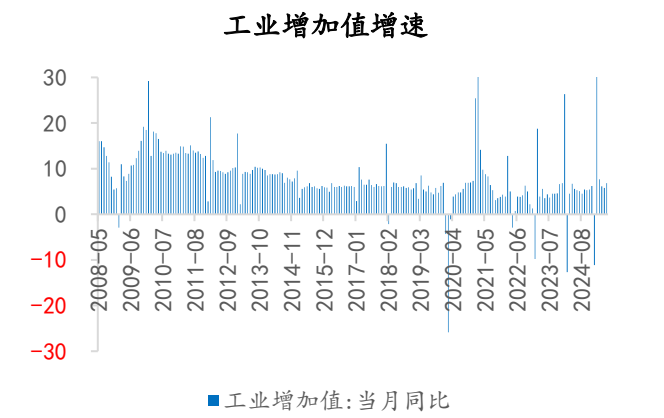
油脂油料：当前正值美豆产量形成最为关键时段，美豆优良率维持高位将进一步压缩美豆减产预期，资金减持天气升水令美豆基准合约快速跌破 1000 美分关键位置，技术抛压明显得到强化。中美双方同意推动关税休战协议再延长 90 天，进口美豆成本偏高，国内进口商对新季美豆采购依然会保持谨慎。远期供给缺口担忧有助于降低现货端的供给压力，从而使豆粕和菜粕市场较美豆抗跌，甚至可能出现跟涨不跟跌现象。尽管目前马盘棕榈油受困于供给压力维持反弹乏力状态，但国内豆油积极拓宽出口渠道，为近期国内油脂整体保持高位震荡提供重要支撑。国内三大食用油库存宽松，如缺少新利多题材配合，继续冲高难度较大。目前东北大豆产区天气条件正常，大豆苗情较好，预计可以实现目标产量。中储粮双向拍卖连续全部成交，竞拍方愿意参拍，也显示出对秋季新豆价格上涨缺乏信心。受需求偏弱以及美豆回落拖累，豆一期货市场仍缺少上行驱动。

目录

周度策略：“反内卷”预期降温，工业品大幅回落 - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 6 -
2 7 月 PMI 数据：景气度走低，价格指数走高 - 6 -
4 宏观策略 - 7 -
5 股指期货市场分析 - 7 -
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 反内卷降温，刺激政策仍显保守 - 15 -
4 小结 - 16 -
5 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 18 -
1 对等关税温和落地 - 18 -
2 欧盟强化对俄制裁 - 18 -
3 美国长臂管辖印度 - 18 -
4 传统旺季隐忧仍存 - 19 -
5 多空博弈月差偏弱 - 19 -
6 缺乏驱动等待指引 - 19 -
7 原油期现数据 - 20 -
天然橡胶 - 22 -
1 题材炒作行情退潮 - 22 -
2 雨季扰动原料抗跌 - 22 -
3 进口持续同比偏高 - 22 -
4 中间下游环节持稳 - 23 -
5 泰柬冲突影响有限 - 23 -
6 周期重拾上升大势 - 23 -
7 橡胶期现数据 - 23 -
油脂油料：美豆破位下跌，国内豆粕市场表现抗跌 - 27 -
1 外部豆类市场分析 - 27 -
2 国内豆类市场分析 - 27 -
3 油脂油料市场展望 - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 - 28 -

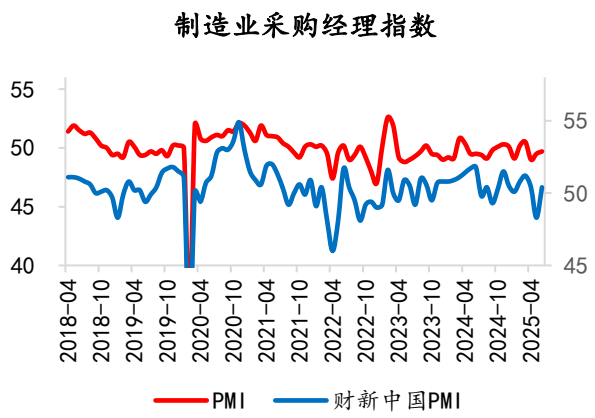
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



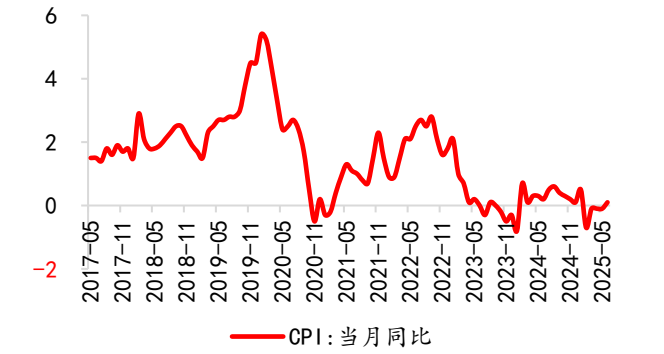
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



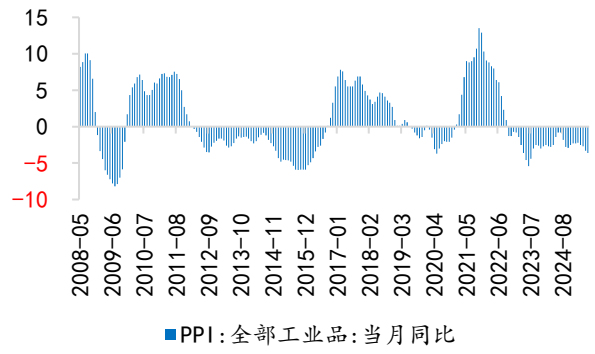
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



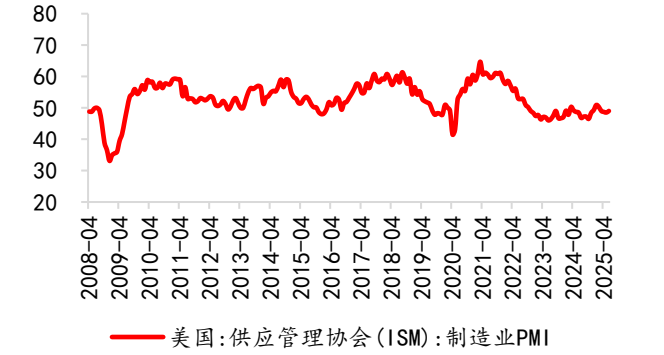
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



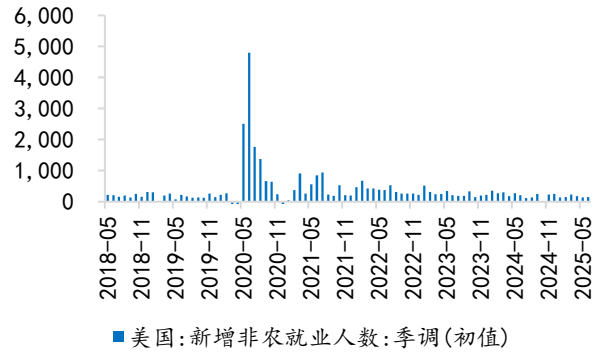
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：“反内卷”预期降温，工业品大幅回落

随着“反内卷”政策的效应逐渐消退，工业品市场大幅回落，前期大涨的黑色系、化工、新能源等板块集体下行。除了处在“反内卷”核心的多晶硅、玻璃等品种，其他品种的涨幅基本被抹平，商品市场有望再度从“宏观政策决定”回归到“基本面决定”。

上游提价遭抵制

工业品市场上周连续回调，“反内卷”行情到了什么位置？本轮由“反内卷”政策预期驱动的行情，自 7 月 18 日工信部明确十大行业稳增长方案后全面加速。在经历了上周连续回调后，大部分“反内卷”品种自 7 月 18 日以来的累计涨幅已显著收窄。作为龙头品种的焦煤和多晶硅，其涨幅已分别收窄至 15.8%和 10.9%（最大回撤 17.0%和 10.2%），焦炭收窄至 6.8%（最大回撤 9.2%），而氧化铝、烧碱等其他“反内卷”品种的涨幅已回落至 5%以内（最大回撤 3.5%-18.0%），铁矿石甚至已转为下跌 0.4%。此外，除焦煤、多晶硅和焦炭外，多数“反内卷”相关商品的累计涨幅，相较 7 月 1 日也已回落至 10%以内。

随着期货价格快速回调，多数品种由前期升水转为显著贴水。玻璃、焦煤、工业硅、螺纹钢、碳酸锂的期货价格目前分别低于现货 10.2%、9.9%、8.2%、7.1%和 5.2%，贴水幅度较上周明显扩大。少数仍维持升水的品种中，焦炭和多晶硅的期货升水也已分别收窄至 14.0%和 5.4%，反映市场对短期价格上涨的预期趋于谨慎。

政治局会议对“反内卷”的思路和对象进行了校准。

此次政策对“反内卷”的表述较为温和，延续了中央财经委、《经济日报》等表述，总基调强调“依法依规”“温和有序”“避免大幅度政策波动冲击正常的经济活动和市场秩序”，强调是重点领域（如：光伏、新能源等）配合《反不正当竞争法》落地进行执法，并非一杆子的行政手段。

由于政策清晰且意图明显，因此市场上将“反内卷”行情对标“碳中和”的声音越来越少，市场逐渐趋于理性。

图表 1：4 月和 7 月政治局会议措辞变化

	2025年七月政治局会议	2025年四月政治局会议	2024年中央经济工作会议
政策基调	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础...明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性...要打好政策“组合拳”。加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策和改革开放举措的协调配合，完善部门间有效沟通、协商反馈机制，增强政策合力。把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提高政策整体效能。

资料来源：wind 资讯，中金财富期货

鲍威尔坚定观望立场

7 月 30 日美联储宣布维持 4.25-4.50%的利率区间不变，符合市场预期。7 月会议声明总体保持了谨慎的货币政策基调，即不急于降息，重视数据和风险平衡。唯二两处变化体现在对经济增长的描述和对经济前景不确定性的判断上：首先是对经济增长的表述由“稳健扩张”调整为“上半年有所放缓”；其次是删去了“经济前景不确定性有所下降”的表述，保留“不确定性仍然高企”的表述。两处修改均透露出委员会对美国经济前景的担忧并未降低。一方面，虽然 7 月 30 日公布的二季度 GDP 环比折年增速 3%超出市场预期，但上半年实际 GDP 增速下降至 1.2%，美国经济已经出现实质性放缓。另一方面，特朗普关税已经造成部分商品涨价，关税政策持续变化，前方经济不确定性仍然较高。同时，鉴于美国劳动力市场表现稳健，美联储仍然处于有利位置，可以继续观望，继续采取“以数据为依据”的灵活应对方式。

本次议息会议中，鲍曼和沃勒两名委员对“不降息”提出异议。副主席鲍曼和理事沃勒主张 7 月降息 25bps，这是自 1993 年以来首次有两名成员正式投票反对 FOMC 的决定。两名委员在会前曾分别表示美联储应当在 7 月降息，理由是美国经济增长已经显著放缓，就业市场风险正在增加，而特朗普关税影响的严重性和持续性可能不及预期。由于经济前景不确定性增加，美联储内部分歧也同步上升。叠加特朗普多次要求美联储降息，下半年鲍威尔将面临比之前更加艰难的局面。

鲍威尔记者发布会表态整体中性偏鹰，打击 9 月降息预期。第一，关于经济基本面，鲍威尔指出二季度 GDP 超预期回升至 3%主要体现净出口扰动，而非经济增长，这一表述较 6 月“消费平稳、企业投资修复”的措辞更加谨慎。但是，由于劳动力市场 4.1%的失业率数据依旧稳健，且通胀上行刚刚开始，此时不是降息的合适时机。第二，记者会问答中鲍威尔多次强调关税政策前景的不确定性，认为关税通胀传导仍处在早期阶段，成本主要由企业承担，尚未传导至下游消费价格。但是，当前美联储仍倾向于认为关税冲击是一次性的，因此确认关税下行一段时间后再降息才能更好地避免二次通胀。第三，有关 9 月是否降息，鲍威尔避免给出确切答案，称需要继续观察未来数据变化情况。从发言措辞来看，7-9 月劳动力市场走弱或通胀一次性走高后回落是美联储降息前需要看到的数据，但从目前美国经济现状来看，下半年达成这样的条件难度较高。一是，尽管就业走弱，但失业率数据在移民和裁员政策下受到劳动人口基数影响反而下降；二是，关税政策正在逐步加码，美国通胀短时间内上行再确认下行与政策现实不符。最后，有关美联储独立性，鲍威尔强调不会将政府利息负担纳入考量而降息，坚定维护美联储独立性的立场。

会议结束后，市场定价 9 月不降息，下半年降息一次。当前市场对于美联储年内降息的预期持续变化。原本在 6 月份市场广泛押注的 9 月降息预期已基本消退，9 月维持利率不变的概率由 7.8%大幅上升至 58.8%。与此同时，10 月和 12 月降息 25 个基点的概率略有下降，但市场对 12 月一次性降息 50 个基点的预期小幅上升指向市场对四季度降息仍有较高期待。

工业品走势有望重回基本面

持续近 20 天的“反内卷”行情逐渐消散，预计商品市场的走势将重回基本面主导。短期内市场的波动率依然较高，可继续等待市场走缓后再行参与。

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 31 日	中共中央政治局召开会议	决定召开二十届四中全会，分析研究当前经济形势和经济工作	会议对当前经济形势做出定调
	7 月 30 日	中国决定发布育儿补贴	育儿补贴是新中国成立以来首次大范围、普惠式、直接性向群众发放的民生保障现金补	育儿补贴是中国转向消费的重要举措
数据	8 月 1 日	美国 6 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%	同比增幅较 5 月数据高出 0.2 个百分点，显示通胀“升温”	美国通胀数据超预期
	8 月 1 日	7 月官方制造业 PMI 回落至 49.3	新订单指数回落至 49.4，非制造业保持扩张	制造业进入传统生产淡季，部分地区高温、暴雨洪涝灾害等因素影响
事件	7 月 29 日	中美将继续推动已暂停的美方对等关税 24%部分	中方反制措施如期展期 90 天	中美关税谈判对市场预期仍有影响

资料来源：中金财富期货研究所

2 7 月 PMI 数据：景气度走低，价格指数走高

2025 年 7 月制造业 PMI 较 6 月降低 0.4 个百分点至 49.3%，连续四个月位于收缩区间，低于季节性表现（2015-2024 年 7 月制造业 PMI 平均为 50.14%），制造业 PMI：景气指数回落，生产指数保持扩张。受制造业淡季、极端天气频发等影响。从需求端看，7 月新订单指数较上月降低 0.8 个百分点至 49.4%，再次进入收缩区间。

从生产端看，受淡季因素影响，7 月生产指数降低 0.5 个百分点至 50.5%，但连续三个月处于荣枯线之上。7 月，生产指数高于新订单指数 1.1 个百分点，新订单指数下滑幅度大于生产指数，二者之间差距增大。从企业预期来看，在近期一系列政策推动下，7 月生产经营活动预期指数较上月上升 0.6 个百分点至 52.6%，处于较高景气区间。从就业情况看，就业市场保持稳定，7 月从业人员指数较上月上升 0.1 个百分点至 48.0%。

从外需来看，当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美双方在瑞典斯德哥尔摩举行第三轮经贸会谈，决定将原定 8 月 12 日到期的关税休战协议再度延期 90 天，关税对出口的扰动将减弱，但由于前期抢出口对需求或有所透支，下半年出口或将边际有所走弱；内需方面，7 月 30 日中共中央政治局会议召开，提出保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，宏观政策要持续发力、适时加力，“两新”、“两重”等政策有望继续发力。此外，7 月份整治“内卷式”竞争逐步推进，或在一定程度上改善企业盈利和投资预期，制造业景气度有望回稳向上，但由于 8 月仍处于制造业淡季，短期制造业 PMI 或保持平稳。

从进出口情况来看，新出口订单指数走低，进口指数不变。7 月，新出口订单指数和进口指数分别为 47.1%和 47.8%，前者较上月降低 0.6 个百分点，后者不变。进口指数高于新出口订单指数 0.7 个百分点。出口订单指数有所回落，或因前期抢出口退坡后，海外补库需求暂缓，进口指数较为平稳，说明内需较稳定。从基本面来看，7 月欧美日制造业景气度总体偏弱，2025 年 7 月美国 Markit 制造业 PMI 初值为 49.5%，低于 5、6 月；欧元区制造业 PMI 初值为 49.8%，

持平预期，高于前值，但仍在荣枯线下；日本制造业 PMI 初值降至 48.8%。7 月，中美关税协议继续延期，但外需短期或因透支而有所下滑，我国新出口订单指数或偏弱运行，进口指数或保持稳定。

从行业情况来看，基础原材料制造业 PMI 逆势回升。新动能行业保持稳定扩张，高技术制造业 PMI 较上月略降 0.3 个百分点至 50.6%，生产指数运行在 52%以上，新订单指数运行在 50%以上，装备制造业 PMI 下降 1.1 个百分点至 50.3%，生产指数和新订单指数虽较上月均有所下降，或受到出口边际走弱的影响，但都保持在扩张区间，高端装备制造业保持扩张；消费品制造业 PMI 较上月降低 0.9 个百分点至 49.5%，或由于 618 促销效应减弱，以及部分地区国补暂停；基础原材料行业 PMI 为 48%，较上月上升 0.2 个百分点，一定程度上或受到价格预期的带动。从 7 月政治局会议表述来看，新动能产业仍是政策支持的重心，高技术制造业景气度有望保持高位，企业无序竞争的治理行动后续有望陆续展开，有助于提振基础原材料行业的信心，另外，7 月第三批消费品以旧换新资金已经下达，将接续支持消费品行业。

3 流动性：央行呵护态度不变

过去一周，周内资金波动明显放大，单日摩擦明显。伴随着税期结束，央行连续净回笼，但周一及周二资金面较宽松，周二 DR001 收盘快速下行至 1.3144%；但周三至周五资金加速波动，周三资金情绪指数持续走高，周四早盘和周五早盘时情绪指数最高分别触及 58 和 57，但是周四尾盘及周五 10 点以后资金均出现显著缓和，周四不排除是 MLF 净投放预计提振及大行受指导增加净融出，周五则是因为央行呵护、大量逆回购净投放落地。

过去一周资金摩擦明显的原因有三点：1）权益市场行情吸收了部分银行间流动性，银行负债端可能面临存款的阶段性流失；2）周中政府债净缴款压力较大；3）央行税期后惯性连续净回笼。过去一周交易所市场 GC001 扰动程度明显低于银行间市场 DR001 及 R001 的扰动程度，因此可以推测本次资金收紧主要是由银行体系资金压力带动的。

资金层面迎来跨月，央行持续净投放呵护，平稳跨越，三季度流动性宽松的格局也不会出现明显变化。

4 宏观策略

续近 20 天的“反内卷”行情逐渐消散，预计商品市场的走势将重回基本面主导。短期内市场的波动率依然较高，可继续等待市场走缓后再行参与。

5 股指期货市场分析

指数连续上涨后回调

两市连续上涨后回落，周度表现看，其中沪深 300 指数-1.75%，上证 50 指数-1.46%，中证 500 指数-1.37%，中证 1000 指数-0.54%。

2025 年 7 月指数强势震荡上扬，沪指一度站上 3600 点。7 月三大指数强势震荡拉升，三大指数均创年内收盘新高，沪指一度站上 3600 点，创业板指领涨。截至 7 月 31 日，上证指数月 K 线上涨 3.74%，深证成指月 K 线上涨 5.20%，创业板指月 K 线上涨 8.14%，科创 50 月 K 线上涨

4.43%。7 月是 924 行情以来，涨幅最大的月份。

上周交易型资金热度持续回升：1）融资连续五周净流入，融资余额突破 2020 年以来高点，资金活跃度突破 2018 年以来常态区间（7%-10%），创 2025 年以来新高，但相比 2024 年 10 月中旬 11%的高点仍有空间；2）散户资金净流入意愿回升，个人投资者占比更高的行业 ETF 连续四周净流入，此外我们关注到近期债基赎回规模增加，投资者关注其资金流向，我们认为目前债基的赎回主要是理财等资管机构进行预防性赎回，居民端资金尚未从理财或债基大规模流出，存款搬家规模相对可控；3）截至 7 月 27 日，私募基金备案产品数量创年内同期新高，远期增量资金或仍有支撑。

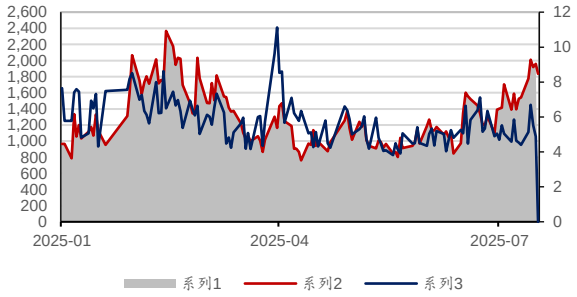
资成交金额升温，被动配置型外资为净流入主力。陆股通成交金额近期升温，结构上，主动配置型外资仍在净流出，其中专注中国市场基金流出最多，全球新兴市场基金继续流出。被动外资流入激增，创去年 10 月初以来最大单周净流入。

指数调整幅度可能有限

政治局会议继续重视资本市场改革：本次会议强调“增强国内资本市场的吸引力和包容性”，我们认为，优化 A 股上市公司质量可能是“增强国内资本市场吸引力”的渠道之一，也是未来一段时间资本市场的重点改革方向。扩大消费当务之急需要先提高居民收入，而居民收入的关键是资产性收入。能够替代房地产作为居民部门提高财产性收入载体的，主要是资本市场，尤其是股票市场。

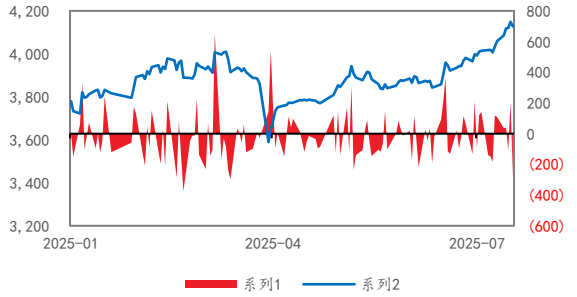
策略方面，市场短期出现一定整固过程，基本面仍是市场的压力所在。不过，政治局会议强调了“巩固资本市场回稳向好势头”，证监会也在年中工作会议中将“全力巩固市场回稳向好态势”作为了首要任务，由此市场的中期方向得以明确。推动资本市场吸引力的提升，以及推动更多资金流入资本市场，仍将是资本市场的政策目标所在。因而即便市场短期出现一定调整，压力的释放，也为后续的更有力反弹提供空间，市场在中期依然存在向上机会。

图表 8：融资融券数据图



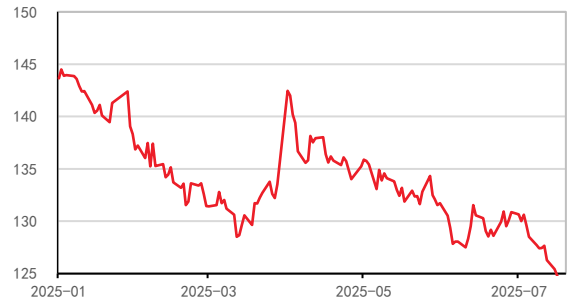
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



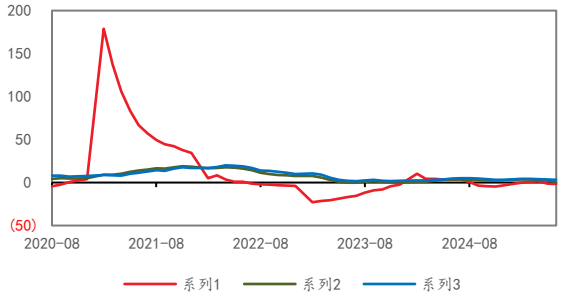
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。冶炼企业目前执行长单基准价为 2024 年末签订的 21.25 美元/吨；而 2025 年 6 月年中长单加工费已降至 0 美元/吨。即冶炼企业无加工费收入，只能依赖于副产品硫酸、小金属和超额回收率盈利。若后续硫酸价格下行，冶炼企业或面临亏损 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

韧性支撑显著，但高价抑制短期动能。电网投资达 2911 亿元，同比大增 14.6%，创历史同期新高；新能源车、电网、光伏、3D 打印及低空经济等新兴领域蓬勃发展，持续为铜消费注入增长动力。然而，传统淡季下，下游采购趋于谨慎，高铜价显著抑制补库意愿，限制铜价上行空间。

6 月新开工面积 7180 万平方米，同比下降 9.4%，降幅较 5 月收窄 9.9 个百分点，但从绝对值来看，仍处于 2006 年以来同期最低位；上半年施工面积同比下降 9.1%，从其中二季度房地产投资同比下降 12.1%，降幅较一季度扩大 2.2 个百分点；新开工面积同比下降 16.4%，降幅虽然较一季度收窄 8.0 个百分点，但从绝对量来看，处于较低水平。由于前期拿地较少、库存规模仍然较高，且当前房企多“以销定产”，2025 年新开工和投资预计将持续回落。

政策力度远低于市场预期

8 月 1 日铜关税仅针对半成品及部分衍生品，对于关注度更高、市场影响面更大的上游矿石及阴极铜免征。7 月初关税预期形成后，因预期美铜价格将大幅上行，贸易商在 8 月关税节点前大量将铜抢运至美国，使得美国于全球其余地区铜市表现割裂，COMEX 与 LME 铜价差一度拉大至 2900 美元/吨以上，溢价超 30%。如今铜关税政策的戏剧化转折彻底打破市场预期，迫使其重新评估定价逻辑，纽铜溢价回吐形成当日历史性跌幅。

2 结论

8 月 1 日铜关税仅针对半成品及部分衍生品，对于关注度更高、市场影响面更大的上游矿石及阴极铜免征。美关税政策再调整，COMEX 铜价下跌超 17%，和 LME 铜之间的价差被迅速拉平。铜矿供应仍然偏紧，铜矿加工费仍然处于历史偏低水平。整体供应端货源有限，呈现紧俏态势。需求端淡季背景下铜杆开工率继续下滑，终端消费如家电排产出现明显回落，铜库存近期再度累积。铜关税大幅低于预期，CL 升水消失市场看空情绪加强，铜进入回调期。

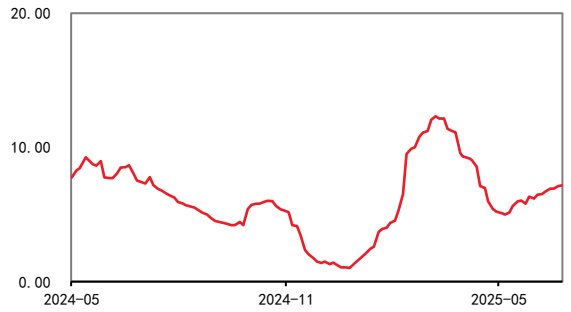
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



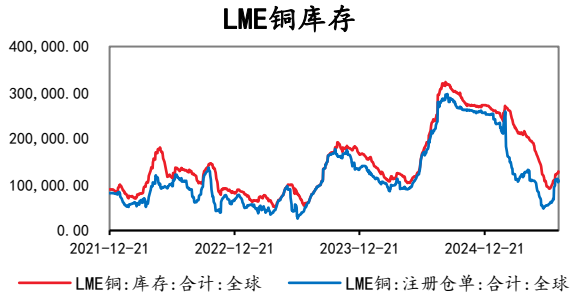
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



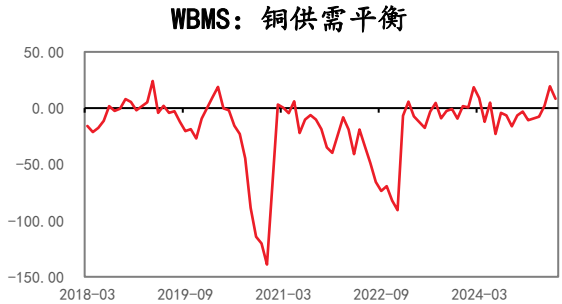
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



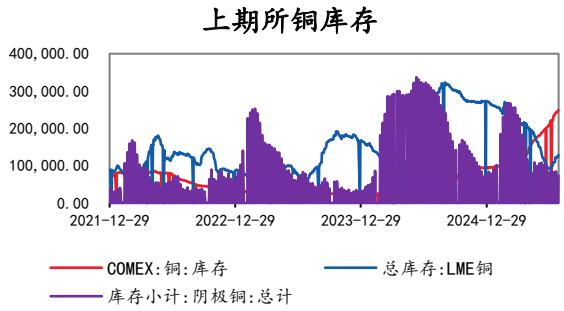
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



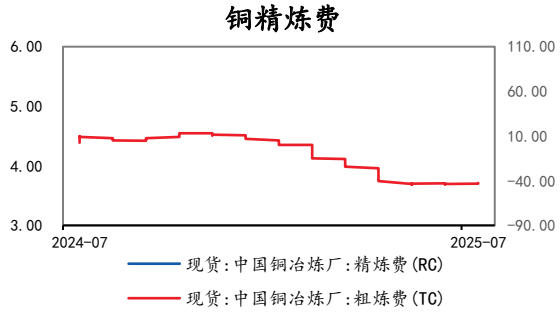
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%。

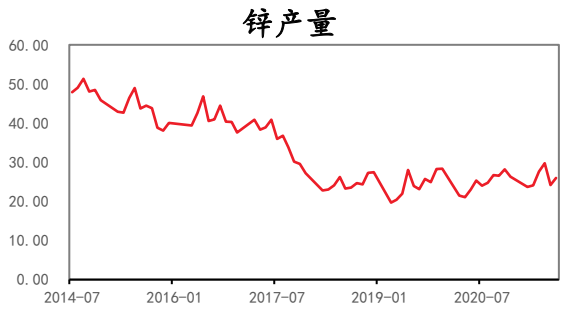
2 总结

加工费尚处高位，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，8 月精炼锌产量预计继续增长。季节性淡季，合金终端五金、汽车板块相对弱势，锁具、卫浴等行业订单下滑，浙江以及广东地区锌合金厂家出货偏弱运行，新单成交有限。近期沪锌受宏观压制，以及

供增需减影响，价格承压震荡。

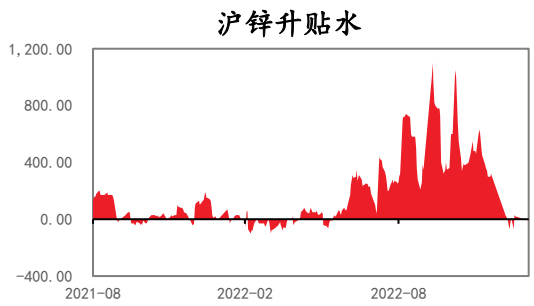
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



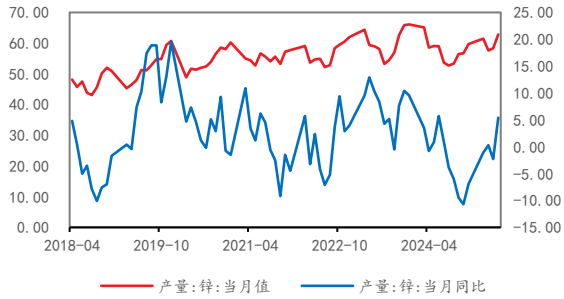
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



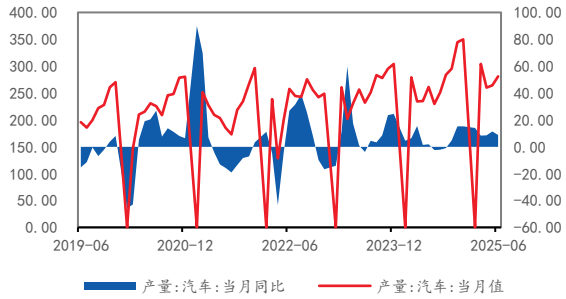
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 反内卷降温，刺激政策仍显保守

2025 年 7 月的中央政治局会议在“反内卷”交易热潮升温、市场对下半年政策动向高度关注的背景下召开。会议一方面通过措辞调整对过热的产业供给收缩预期进行了降温，另一方面则延续稳健审慎的政策态度，未释放出超预期刺激信号，整体传递出“有稳无放”的基调。

首先，从产业政策来看，本次通稿中有关“依法依规治理企业无序竞争”的表述，相较 7 月初中央财经委员会会议的“依法依规治理企业低价无序竞争”，明显删除了“低价”一词，意味着高层有意弱化此前“反内卷”舆论所带来的价格暴涨预期。这是对前期部分商品如多晶硅、焦煤、铁合金等剧烈上涨行情的温和纠偏，提示市场应回归基本面逻辑，防止政策初衷被过度演绎甚至扭曲为“行政推涨”。

其次，从政策力度来看，尽管通稿强调“宏观政策要持续发力、适时加力”，财政与货币政策均有延续和微调，但并未提出大规模增量政策工具。例如在财政政策方面，强调的是“加快政府债券发行使用”“提高资金使用效率”“兜牢基层‘三保’底线”，主要聚焦于既定预算内的执行力提升而非扩大总量。在货币政策方面，继续强调“保持流动性充裕”“促进社会综合融资成本下行”，并提出“用好结构性货币工具”，支持科技创新、小微企业、外贸等方向，未见全面降准或降息表述，体现出保持定力、防范副作用的取向。

再次，房地产政策并未明显放松。尽管近期城市工作会议刚刚提出“推进止跌回稳”、“高质量开展城市更新”，此次政治局会议延续“落实好中央城市工作会议精神”的表述，并未加码如棚改重启等市场期盼的全面刺激政策，仅提出“积极稳妥化解地方政府债务风险”“推进地方融资平台出清”，反映出对房地产依然以压实责任、防范风险为主，结构性托底而非需求端刺激。

整体来看，本次政治局会议对市场的最大信号在于“降温”和“维稳”：一方面对“反内卷”炒作进行语义层级的纠偏，另一方面坚持不走大水漫灌老路，延续托底为主的审慎政策逻辑。政策落点重在提振信心、释放政策执行空间，而非超预期宽松。对于市场而言，前期对供给端的想象需适当回调，后续价格逻辑或将重新回归到供需矛盾。

2 产量小幅回升、库存由降转增，钢材表需继续走弱

本周全国高炉产能利用率略降，电炉产能利用率回升。247 家钢厂高炉产能利用率为 90.2%，环比下降 0.6 个百分点，同比提高 0.6 个百分点；91 家电炉产能利用率为 54.1%，环比上升 0.6 个百分点，同比提高 4.3 个百分点。五大品种钢材周产量为 867.4 万吨，环比上升 0.1%，同比下降 0.9%。其中长流程产量继续回落，日均铁水产量减少 1.5 万吨至 240.7 万吨；钢材方面，螺纹钢产量回落，热轧卷产量环比小幅增加。

库存方面，本周五大品种钢材社会库存为 942.4 万吨，环比上升 1.6%，同比下降 25.8%；钢厂库存为 409.5 万吨，环比略增，同比下降 16.0%。钢材总库存由降转增，环比增长 1.2%。其中社会库存累积显著，钢厂库存仅小幅增加，反映出终端需求较弱。

从表观消费看，由产量与库存变动数据推算的五大品种钢材周表观消费为 852.0 万吨，环比下降 1.9%，同比下降 2.6%；其中螺纹钢表观消费为 203.4 万吨，环比下降 6.1%，同比下降 10.4%，需求端淡季特征进一步凸显，螺纹消费回落幅度较大。建筑钢材成交方面，日均成交降至 9.4 万吨，环比减少 18.0%，需求回落趋势明显。

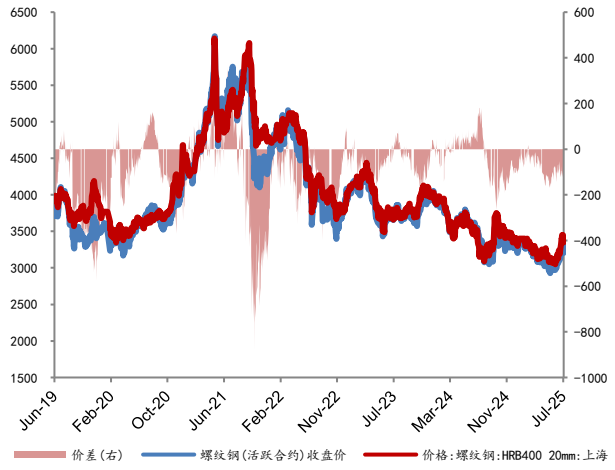
价格端来看，本周钢材现货价格小幅回落，主流钢材品种即期毛利有所下滑。全国 247 家钢厂盈利率为 65.4%，较上周增加 1.7 个百分点，受益于前期成本低位带来的利润修复，但持续性仍有待观察。整体来看，供应回落趋缓，需求走弱特征加剧，库存压力再现，后续需警惕钢价阶段性回调风险。

4 小结

上周政治局会议对“反内卷”炒作进行了降温，通稿中删去“低价无序竞争”的“低价”表述，打破了市场对“反内卷等于强刺激”的简单幻想。受此影响，以焦煤为代表的情绪交易品种大幅回落，钢价亦承压走弱。7 月钢市主要由乐观预期驱动，但随着政策落地、预期兑现及出口、关税等现实压力逐步显现，钢价高估明显，我们对下半年走势持偏悲观态度。

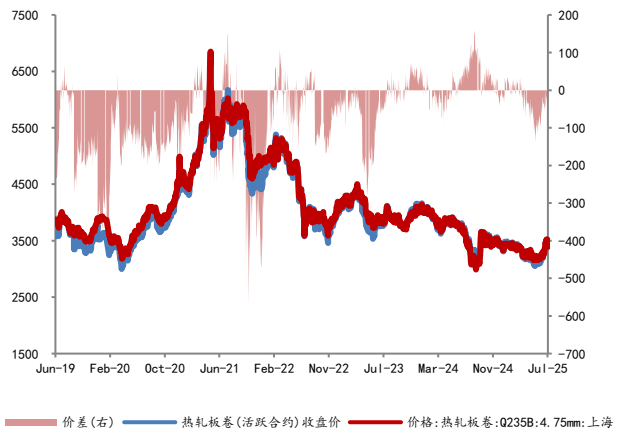
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



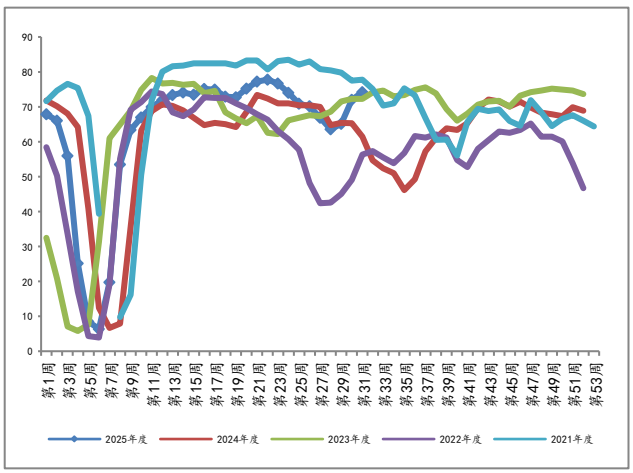
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



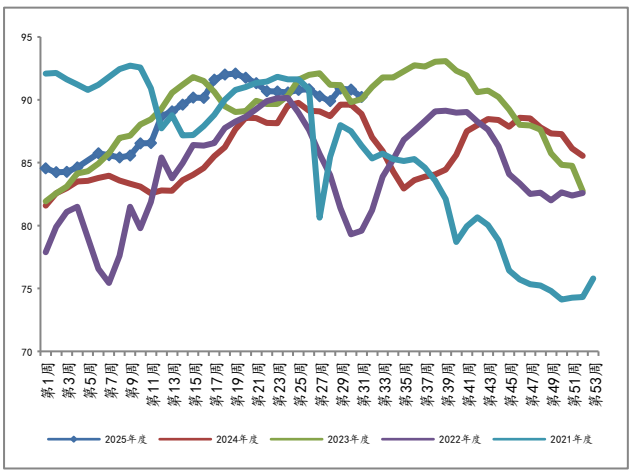
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



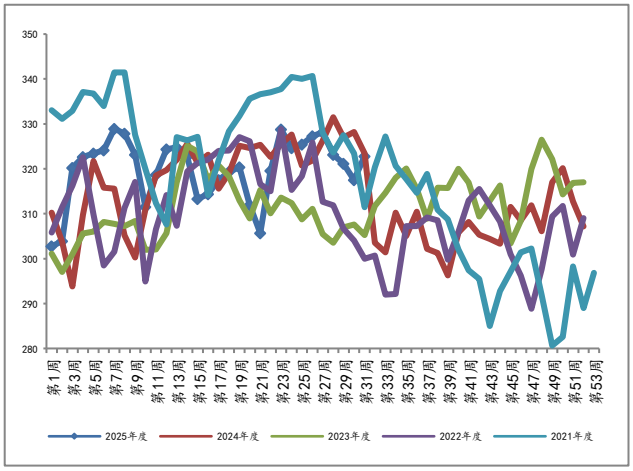
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



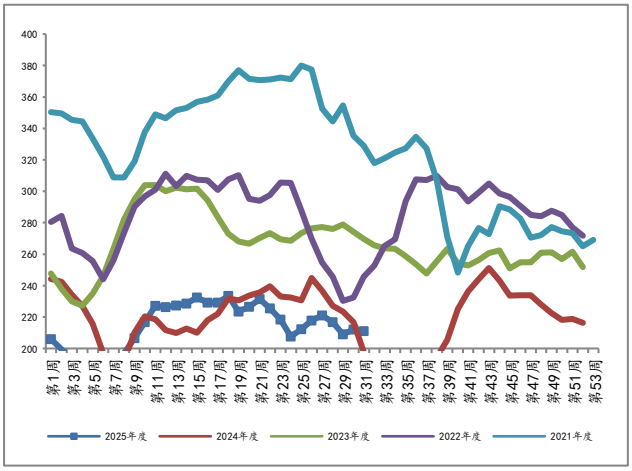
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



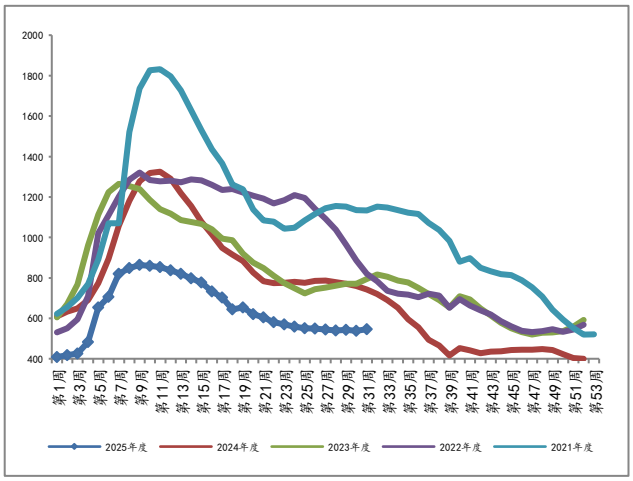
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



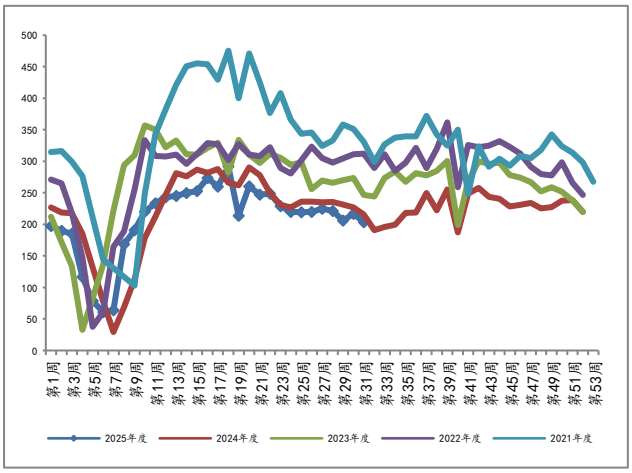
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 对等关税温和落地

8 月 1 日特朗普新关税落地，实际影响较 4 月显得极为温和，但原油需求预期仍受到全球经济放缓的压制。

美国总统特朗普表示，美国已经与欧盟达成贸易协议，对欧盟输美商品征收 15%的关税，欧盟将比此前增加对美国投资 6000 亿美元，购买美国军事装备和价值 7500 亿美元的能源产品。类似地，美国与传统盟友英国、日本、韩国等均达成协议，避免了最糟糕情况的发生，令 4 月贸易战以来受创的市场信心得到恢复。

然而，世界最大两个经济体之间的贸易谈判才是重头戏，目前进展是将原定于 8 月的缓冲期再度延长 90 天，谈判还包括亚洲大国从俄罗斯和伊朗采购原油的问题。鉴于美国与主要贸易伙伴签订的协议颇有“不平等条约”既视感，市场仍担忧美国与亚洲大国的僵局将拖累经济复苏并削弱原油需求。

无论如何，关税落地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。

2 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。

3 美国长臂管辖印度

令业界颇感意外的是，特朗普突然向俄罗斯发出停战最后通牒，并威胁加征所谓的二级关税，短期刺激国际原油价格再度反弹。特朗普表示，要求俄乌达成停火协议的最后期限提前到 8 月 8 日，较之前的 9 月 2 日大幅缩短。如果结束俄乌战争没有取得任何进展，美国将在 10 天内开始对俄罗斯征收关税，并采取二级制裁的措施，即美国对与受制裁实体往来的第三方国家或个人施加制裁，包括向俄罗斯原油和天然气的买方征收二级关税。特朗普对原油贸易的干预引发

担忧，俄罗斯出口受阻可能会对市场造成剧变，令全球原油及油品现货供需吃紧。

外界普遍认为，亚洲大国将对美国的长臂管辖不予理会，但另一主要买家印度很可能受到威胁。全球原油主要消费市场来看，尽管北美市场体量仍为最大，但亚洲新兴市场增速最高，在中国原油进口需求增长放缓后，印度接棒成为非常重要的增量市场。特朗普批评印度是俄罗斯能源的最大买家之一，警告印度将因此面临 25%的关税外加罚款，印度炼油企业将被迫减少甚至停止采购俄罗斯原油。此外，欧盟对俄罗斯原油出口全面制裁后，所谓的替代性进口货源，很大程度上依赖印度作为灰色中转渠道。美国威胁对印度加征二级关税，或导致多达 230 万桶/日的俄罗斯原油出口受到影响，加剧了市场对原油和成品油供应趋紧的担忧，重新刺激油价上涨预期。

4 传统旺季隐忧仍存

从近期的高频数据来看，原油市场仍保持一定的旺季特征，基于炼厂开工和汽油需求的良好预期，现阶段油价具备有效的基本面支撑。

美国商业原油库存位于近五年同期相对低点，炼厂开工率创近五年来新高，北美原油市场整体表现符合旺季预期。欧洲汽柴油库存继续处于下降通道，裂解价差对原油价格形成一定提振。中国炼厂开工情况出现结构性分化，主营炼厂开工见顶回落，山东地炼开工有触底反弹态势，国内原油进口需求增长预期有限。印度等新兴市场国家原油需求接近或创下历史新高，油品消费季节性驱动较强。

综上，全球主要市场油品综合库存整体下行，去库趋势对近端走势仍有一定支撑。然而，美国能源信息署（EIA）数据显示，上周美国商业原油库存意外激增 769.7 万桶，出现反季节性的大幅累库。种种迹象表明，特朗普滥施关税已经对全球经济和能源需求造成伤害，交易者对不确定的前景感到焦虑，后期 OPEC+增产兑现叠加终端消费滑坡，供需错配可能带来新的下行风险。

5 多空博弈月差偏弱

我们此前提醒过交易者，随着地缘溢价的完全挤出，原油期货月差结构开始走弱，市场博弈在僵持中逐渐转向空头。

从能化产业直观来看，成品油裂解差整体从高位回落，对俄制裁落地后欧洲柴油再次降温，尽管夏季消费旺季窗口仍在，终端需求支撑有松动迹象，油价上行的驱动或已衰竭。从跨区域价差来看，中东迪拜-阿曼市场相对北海 Brent 现货市场明显偏强，这是因为中重质油品供需结构性偏紧，随着 OPEC+在 8-9 月加速增产推进，全球原油供应整体趋向宽松。从宏观预期来看，美国和主要盟友之间陆续达成协议，与亚洲大国的谈判期限延长，令外界不再对贸易战忧心忡忡，然而关税对全球经济复苏的拖累在所难免，体现在今年成品油等能源消费同比下滑。

目前原油盘面仍维持窄幅区间震荡，且中东地缘局势不确定性犹存，暂时缺乏破位下行的驱动，谨防三季度后期油价重心走低风险。

6 缺乏驱动等待指引

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。

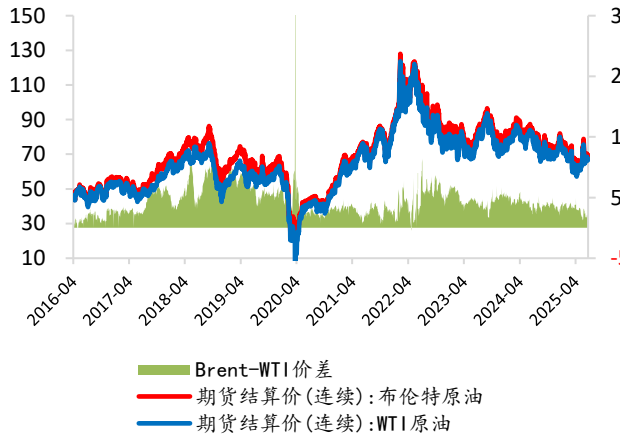
从基本面动态平衡来看，每年 7-8 月是全球油品消费最旺盛的时期，此后继续增长的空间有限，到 9 月下旬将面临季节性回落。即使在当前需求达峰阶段，原油库存也未能出现显著去化趋势，美国商业原油甚至因出口受阻有所累库。另一方面，OPEC+核心成员国正在加速推动增产进程，虽有传闻 10 月增产将暂时告一段落，但供应增量的长尾效应犹存，在今年晚些时候将加剧过剩局面。

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。

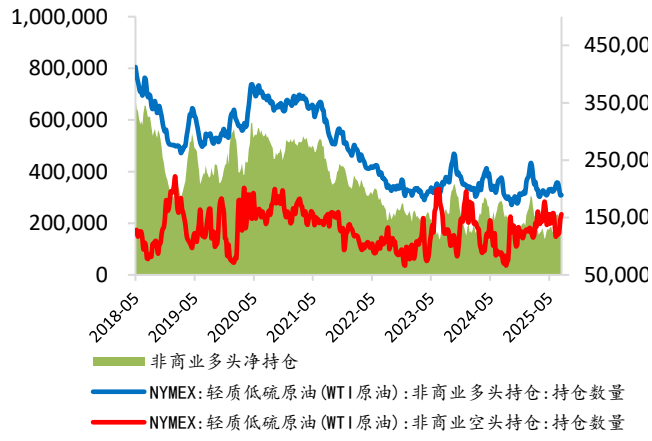
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



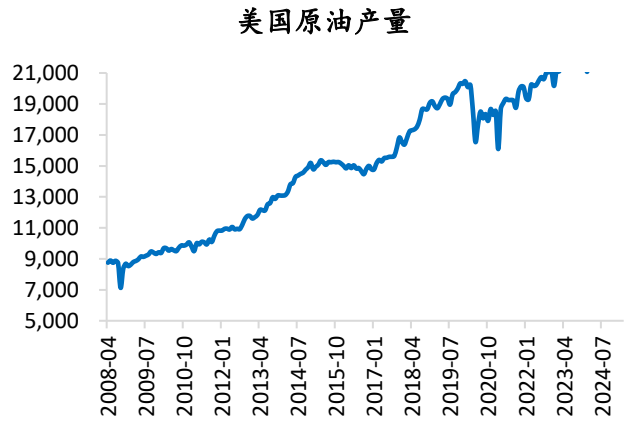
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



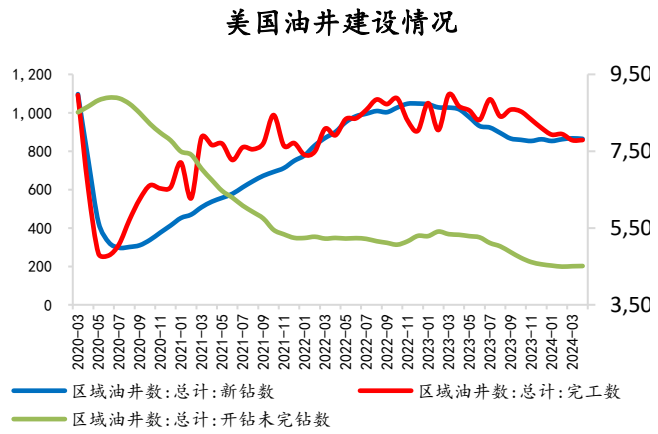
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



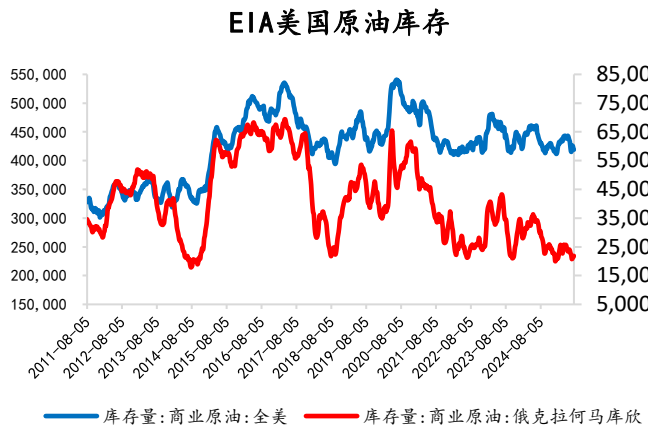
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



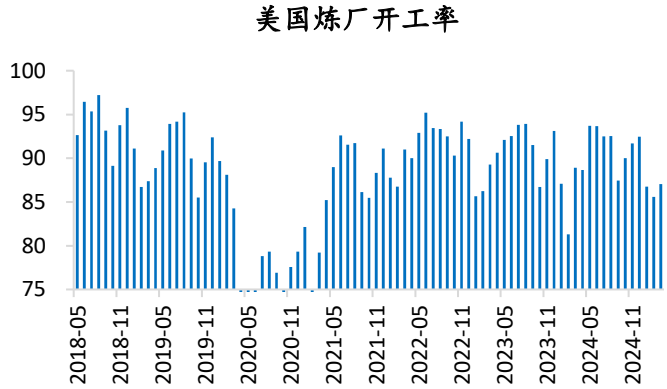
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



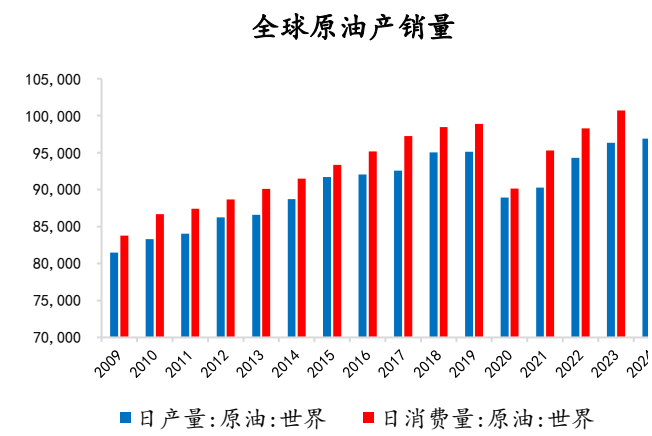
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 题材炒作行情退潮

我们此前明确指出，本轮天然橡胶行情主要受国内政策面释放的强烈反内卷信号刺激，作用于其金融属性而非商品属性。反内卷政策显著提振了大宗商品信心，被市场解读为对工业品的挺价支撑，从而强化了天然橡胶等工业原材料的涨价预期，带动包括橡胶在内的系列品种重心上移。我们曾多次提醒交易者，天然橡胶自身基本面并未出现实质性好转，但风险偏好下资金做多热情高涨，沪胶短期走势存在过热风险。

之后这一逻辑的演变方向是，天然橡胶缺乏实质性支撑的炒作如空中楼阁，随着热点品种骤冷而回吐大部分涨幅。回归供需层面来看，天然橡胶后市仍存在一些利多因素：海内外主产区天气处于不稳定期，东南亚雨季和台风天气可能扰动割胶作业；下游汽车行业即将进入金九银十传统产销旺季，数周内企业原料备货需求将逐渐释放。

现在我们认为，对于天然橡胶后市无须过度悲观，基本面修复将成为新的主导逻辑，等待行情充分调整完毕和实际供需改善发力。

2 雨季扰动原料抗跌

全球天然橡胶行业进入增产过渡期，但国内外部分产区仍受天气影响，原料阶段性上量不及预期。自本轮割胶年度以来，东南亚和云南、海南地区开割较为顺利，良好的物候条件令全年丰产预期升温。但随后进入 6-8 月雨季，持续的降雨令割胶作业受阻，尤其云南西双版纳等地多次迎来强降雨，短期内胶水产出偏紧，原料收购价格坚挺。诚然，季节性因素难以改变增产预期，但原料收购价格保持相对抗跌，且目前加工厂原料库存储备相对有限，短期内上游成本端对胶价具有支撑。截至 7 月下旬，泰国产区胶水价格 55.30 泰铢/公斤，东南亚雨季天气仍不稳定，11 月国内外齐上量前，预计原料端仍可保持坚挺。

3 进口持续同比偏高

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%。

2025 年上半年，泰国出口天然橡胶（不含复合橡胶）合计为 138.6 万吨，同比降 2%；其中，出口到中国天然橡胶合计为 55.7 万吨，同比增 13%。上半年，泰国出口混合胶合计为 87.1 万吨，同比增 52%；混合胶出口到中国合计为 86.6 万吨，同比增 55%。综合来看，泰国上半年天然橡胶、混合胶合计出口 225.7 万吨，同比增 13.2%；合计出口中国 142.3 万吨，同比增 35%。

此外，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。

4 中间下游环节持稳

下游轮胎行业需求整体持稳，厂商对高价报盘情绪抵触，但随着橡胶从过热回归理性，轮胎企业等补库积极性明显回升。7 月下旬山东地区轮胎企业全钢胎开工率回升至 6.5 成左右，国内轮胎企业半钢胎开工率回升至 7.5 成附近，对原料橡胶补库的刚需支撑仍存。目前国内橡胶库存仍延续超长期累库趋势，截至 7 月底，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易合计库存量 64.04 万吨，环比上期增加 0.6 万吨或 0.91%。下游需求维持弱稳态势，汽车轮胎行业淡季将过，未来在金九银十补库预期下，青岛地区橡胶累库状况有望缓解。

展望后市，天然橡胶需求淡季充分兑现，库存中高位难以去化，炒作情绪降温后震荡回落至调整充分，后市依托支撑位向季节性强势阶段过渡。

5 泰柬冲突影响有限

地缘政治上，泰国与柬埔寨爆发边境冲突，引发部分交易者对天然橡胶供应端的担忧情绪。泰国是全球最大的传统产胶国，而柬埔寨近年来对华出口增长迅速，当前地缘政治风险加剧，对天然橡胶市场不可谓无关紧要。不过客观来看，泰国主要产区和出口枢纽集中在南部，毗邻柬埔寨的素林、四色菊、乌汶三府仅占该国天然橡胶总产量的 5.63%，目前对实际供应影响可忽略不计。

就目前而言，此次泰柬冲突对天然橡胶市场的实际影响不大，并不直接威胁到产业核心，但仍可能间接波及到上游生产环节，例如人口流动、电力供应和交通运输等方面，仍需关注冲突后续发展及扩散风险。

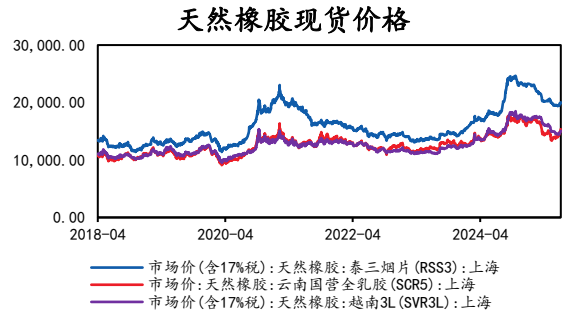
6 周期重拾上升大势

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。

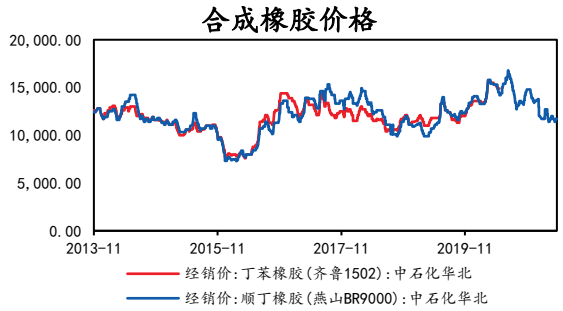
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



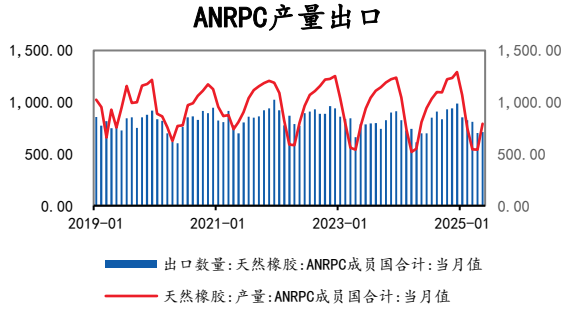
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



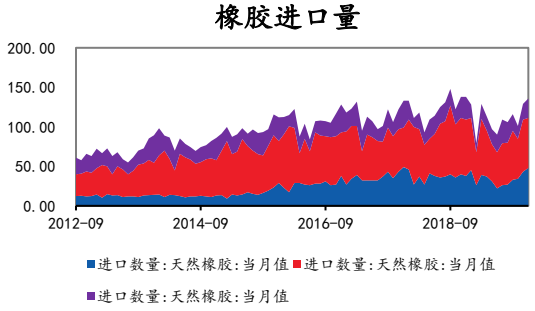
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



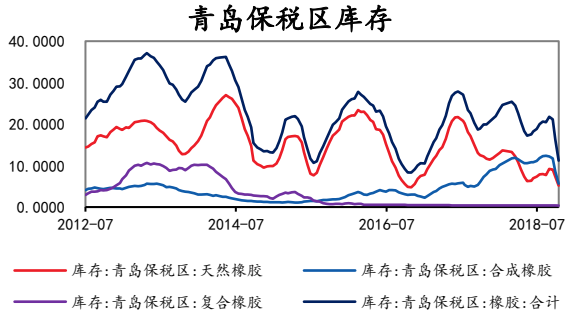
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



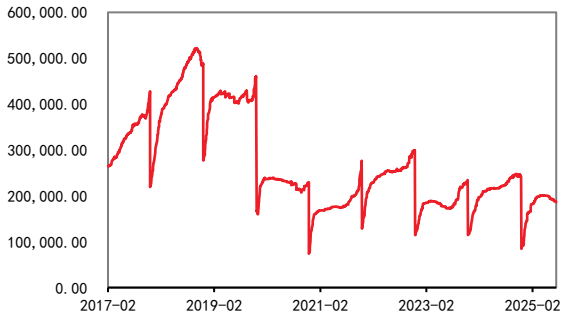
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



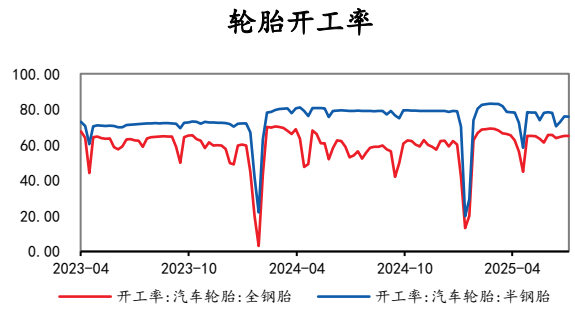
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



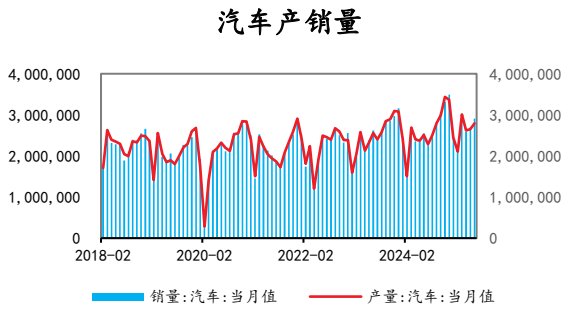
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆破位下跌，国内豆粕市场表现抗跌

1 外部豆类市场分析

作物优良率意外回升，美豆承压跌破重要关口

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 7 月 27 日，美豆优良率为 70%，高于市场预期的 67%，前一周为 68%，上年同期为 67%；当周美国大豆开花率为 76%，上年同期和五年均值分别为 75%和 76%；美国大豆结荚率为 41%，上年同期和五年均值均为 42%。当前正值美豆产量形成最为关键时段，美豆优良率意外提高以及良好天气展望将进一步提升美豆丰产预期。受此影响，本周美豆 11 月合约快速跌破 1000 美分关口，跌至数月低点，呈现破位下行态势。

中美贸易谈判结束，同意关税休战协议再延长 90 天

7 月 28-29 日，中美双方的谈判团队在瑞典进行了新一轮贸易磋商。谈判结束后，中方代表表示：双方将继续推动已经暂停的美方对等关税 24%的部分，以及中方的反制措施，按原计划延期。中美双方同意关税休战协议再延长 90 天至 11 月 12 日。中国进口商之所以迟迟未进行四季度大豆采购，主要原因之一是在等待此次贸易谈判结果。由于此次双方贸易谈判结果低于预期，按现行税率计算，进口美豆关税成本仍高于其他地区，美豆恢复对华出口可能再度延期，供给压力也是推动美豆维持弱势的原因之一。

马来西亚 7 月棕榈油出口下降，供强需弱限制棕榈油价格回升

检验机构 ITS 和 AmSpec Agri 发布的数据显示，马来西亚 7 月棕榈油产品出口环比分别下降 9.6%和 6.7%。南部半岛棕榈油压榨协会（SPPOMA）发布的数据显示，7 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比增加 5.52%。马来西亚 7 月棕榈油出口放慢、产量增加，供强需弱的基本面令棕榈油价格承压。

印尼棕榈油出口激增，生柴需求前景保持乐观

印度尼西亚棕榈油协会(GAPKI)近日表示，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%，主要受印度和中国需求增长推动。出口激增导致印尼 5 月棕榈油库存环比下降 4.27%至 290 万吨。此外，有机构指出，印尼政府正准备实施 B50 生物燃料法规，如果 2026 年 B50 政策落地实施，预计可增加该国 300 万吨棕榈油消费需求，将使国际棕榈油供给受到较大影响。尽管马来西亚棕榈油涨能不足，但来自印尼的出口需求和生物燃料需求正在为棕榈油价格提供抗跌支撑。

2 国内豆类市场分析

进口大豆压榨量维持高位，豆粕保持累库节奏

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 107 万吨。现货供给宽松，豆粕市场涨价受限。

豆油性价比提升，上半年国内豆油出口增长迅猛

近期，受进口大豆压榨量维持高位影响，国内豆油库存不断升高，但豆油价格却并未因此承压

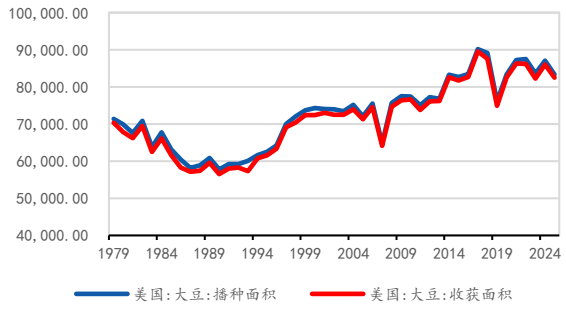
走弱，反而呈现节节攀升状态。以豆油期货 2509 合约为例，目前已升至 2024 年 11 月初价格高点附近，且有蓄势冲高的可能。豆油市场之所以能够不顾库存压力持续上涨，与豆油出口大幅增加有关。本周二有贸易商透露，印度采购 15 万吨中国豆油，预计将于 9 月至 12 月期间交付。这笔豆油的成交价格较传统南美供应商报价每吨低 20 美元，凸显中国豆油价格竞争力。从海关公布的数据来看，中国历年豆油出口量都不高，但 2025 年 1-6 月国内豆油出口量累计达到 138725.61 吨，较去年同期增加 98037.73 吨，累计同比增幅 240.95%，增长可谓迅猛。目前中国大豆压榨企业正在积极降低豆油库存，而国内豆油也已具备出口竞争优势，预计下半年豆油出口有望继续保持高增长态势。

3 油脂油料市场展望

当前正值美豆产量形成最为关键时段，美豆优良率维持高位将进一步压缩美豆减产预期，资金减持天气升水令美豆基准合约快速跌破 1000 美分关键位置，技术抛压明显得到强化。中美双方同意推动关税休战协议再延长 90 天，进口美豆成本偏高，国内进口商对新季美豆采购依然会保持谨慎。远期供给缺口担忧有助于降低现货端的供给压力，从而使豆粕和菜粕市场较美豆抗跌，甚至可能出现跟涨不跟跌现象。尽管目前马盘棕榈油受困于供给压力维持反弹乏力状态，但国内豆油积极拓宽出口渠道，为近期国内油脂整体保持高位震荡提供重要支撑。国内三大食用油库存宽松，如缺少新利多题材配合，继续冲高难度较大。目前东北大豆产区天气条件正常，大豆苗情较好，预计可以实现目标产量。中储粮双向拍卖连续全部成交，竞拍方愿意参拍，也显示出对秋季新豆价格上涨缺乏信心。受需求偏弱以及美豆回落拖累，豆一期货市场仍缺少上行驱动。

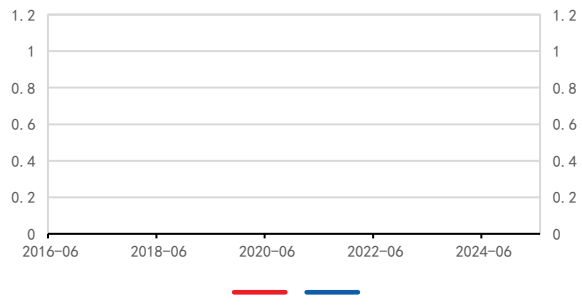
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



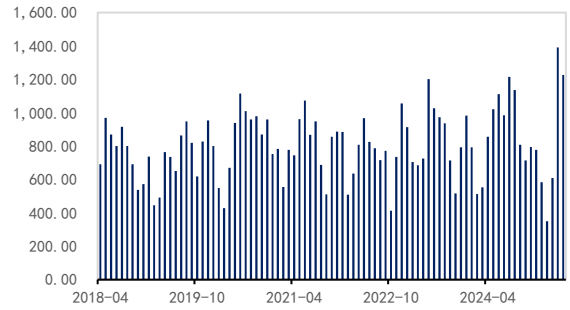
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



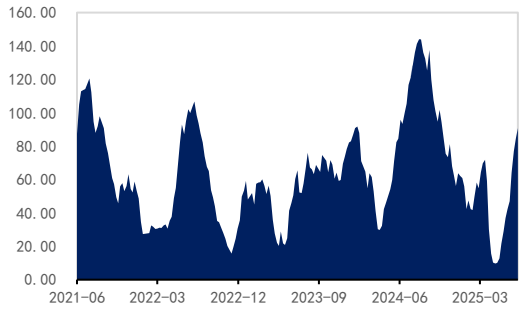
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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