中金财富期货策略周报（2025 年第 27 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：市场继续呈现供给端受到扰动的品种持续活跃，如焦煤、多晶硅、碳酸锂等品种，供应端未受到影响的品种则走势较弱，如地产链等品种。短期内市场有望继续维持这种分化的格局。

股指期货：市场继续呈现供给端受到扰动的品种持续活跃，如焦煤、多晶硅、碳酸锂等品种，供应端未受到影响的品种则走势较弱，如地产链等品种。短期内市场有望继续维持这种分化的格局。

铜：海外主要矿山中断持续，国内精铜产量高企，进口量逐渐上升，供应边际走向宽松。需求端淡季背景下铜杆开工率继续下滑，前期国内“抢出口”、海外“抢进口”对需求有所透支，2025Q3 需求有走弱预期。COMEX 美铜交割窗口关闭，全球库存小幅上升。铜定价回归基本面交易，宏观乐观情绪转为理性，加之铜现货市场的回流与淡季压力，预计短期铜价偏弱运行为主。

锌：海外矿今年增量颇多，整体呈宽松逻辑。冶炼利润刺激炼厂高排产，叠加新投产能逐步爬产，供应端继续保持增量；需求端镀锌、压铸锌合金等加工板块整体开工未见明显回暖。8 月预期锭端仍然累增，反弹需配合降息预期交易节奏，预计锌价整体承压运行。

钢材：“730”会议后，运动式反内卷逐渐降温，但温和版反内卷的政策逻辑依旧延续，并逐步被市场视作长期方针。情绪面趋于理性化的同时，价格上涨对低库存的中下游形成压力，迫使其被动补库，从而与盘面上涨形成正向循环。然而，需求端仍是当前最大的隐忧，若“金九银十”旺季需求无法有效承接，高位价格的可持续性将面临考验。

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：当前美豆优良率处于历史高位，美国农业部发布的干旱报告显示，截至 8 月 5 日当周，约 3%的美国大豆种植区域受到干旱影响，低于前一周的 5%。随着美豆天气窗口逐步收窄，本年度美豆市场掀起天气炒作的概率在持续降低。中美尚未达成贸易协议，缺少中国市场，美豆出口需求前景并不乐观。CBOT 大豆市场在丰产预期和出口需求不足的双重影响下，上行压力较大。中美迟迟无法达成贸易协议，巴西大豆受益良多，持续坚挺的升贴水在成本端为国内豆粕市场抗跌提供支撑。整体来看，国内豆粕市场近松远紧的供给形势依然突出，在四季度进口大豆订单落实前，国内豆粕市场较美豆抗跌局面仍有望持续，但内外盘步调不一致，国内豆粕行情连续性可能较差。尽管国内三大食用油库存宽松，但豆油正通过扩大出口化解库存压力，为整个油脂板块高位运行提供重要支撑。当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。中储粮重启单向拍卖，供强需弱令豆一期货市场处于震荡偏弱状态。

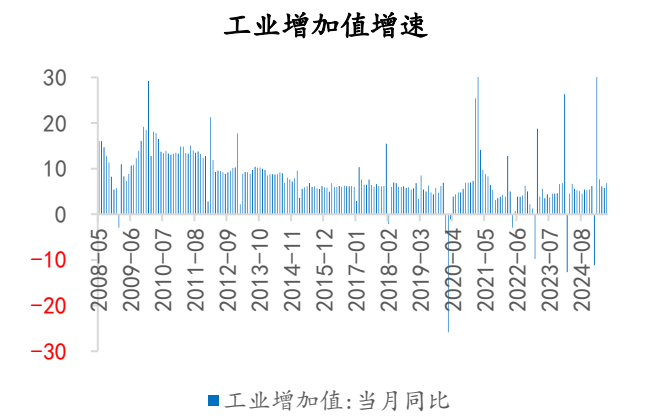
目录

周度策略：需求边际回落，价格环比上涨 ..... - 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 ..... - 7 -
2 宏观主线从“总量托底”转向“结构发力”与“提质增效” ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
钢材 ..... - 15 -
1 阅兵限产预期较强 ..... - 15 -
2 钢材供需双弱延续，螺纹需求回暖难掩热卷承压 ..... - 15 -
3 小结 ..... - 16 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 自愿减产提前退出 ..... - 18 -
2 美国宏观指标疲软 ..... - 18 -
3 二级关税痛击印度 ..... - 18 -
4 供需劣化谨防风险 ..... - 19 -
5 月差偏弱多头衰竭 ..... - 19 -
6 缺乏驱动等待指引 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 全年供需整体平衡 ..... - 22 -
2 进口压力持续攀升 ..... - 22 -
3 淡季特征并不明显 ..... - 22 -
4 下游利空基本兑现 ..... - 23 -
5 全产业链库存有限 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆低位震荡，国内豆油连刷新高 ..... - 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 -

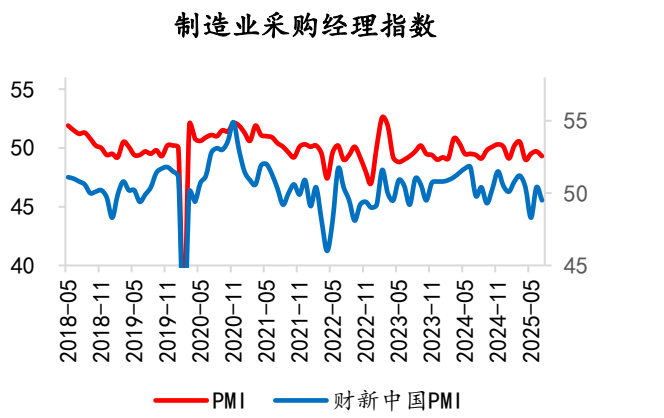
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



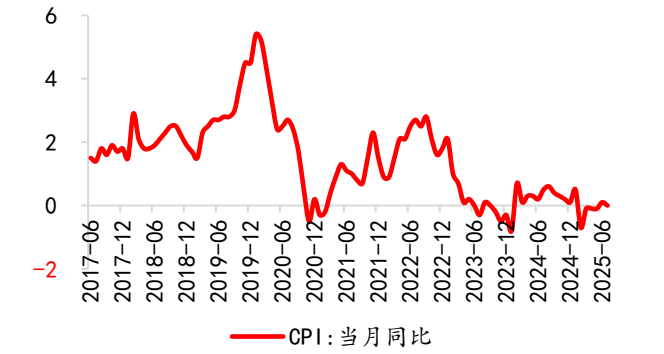
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



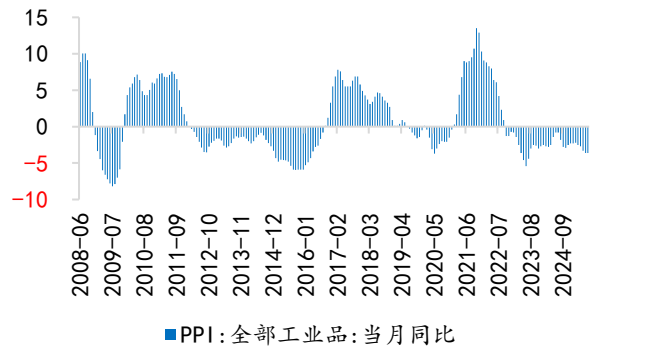
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



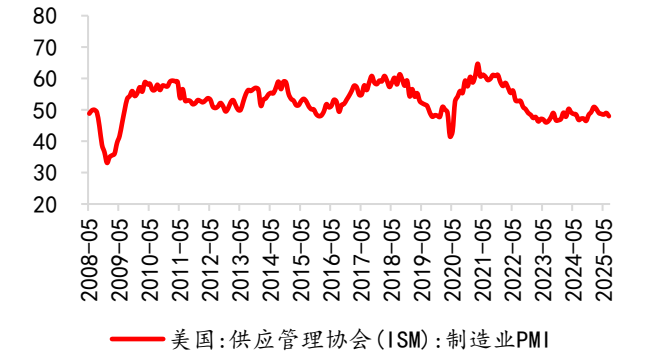
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



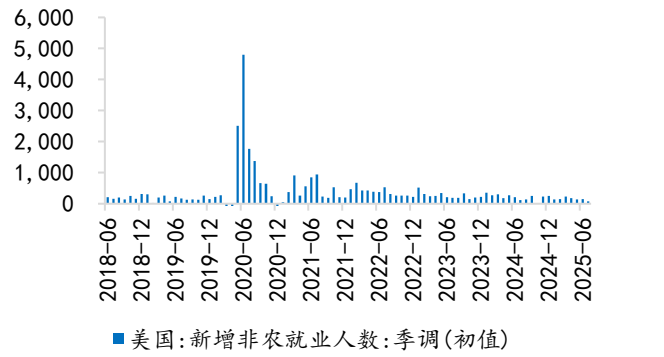
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：需求边际回落，价格环比上涨

反内卷行情之下，7 月价格继续回升，或对 PPI 形成支撑，但企业利润或边际承压。7 月多类大宗商品价格出现明显上涨，PMI 主要原材料购进价格自 3 月以来首次回归到荣枯线以上至 51.5%，将对 PPI 形成改善。库存周期上看，企业生产补库放缓，需求边际回落叠加利润端承压，企业或正经历主动去库存。

非美出口超预期，对出口形成支撑

8 月 7 日公布的数据，按美元计价，7 月出口 3217.8 亿美元，同比增长 7.2%；进口 2235.4 亿美元，同比增加 4.1%。贸易逆差为 982.4 亿美元，同比增长 14.93%。

整体上看：出口增速仍保持较强韧性，进口增速创年内新高，顺差额比上个月有所收窄，呈现“出口韧性延续、进口边际改善”的特征。

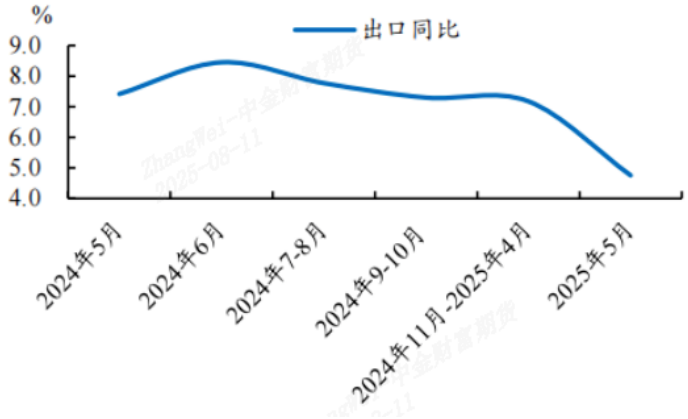
7 月出口增速为 7.2%（前值 5.9%），连续两月加速，具体增速明显超出市场预期。7 月制造业 PMI 新出口订单指数回落至 47.1（前值 47.7），显示外需压力仍存，但出口订单收缩幅度边际放缓。中美对等关税期限再度推迟，企业仍有动力在 7 月加速对美出口，7 月对美“抢出口”效应仍在，但弱于 6 月。此外，我国对东盟、非洲出口保持高增，新质生产力产品（如集成电路、新能源汽车）出口占比大幅提升，有效对冲了部分发达经济体的需求疲软。

从出口商品结构上看，机电与高技术主导增长。机电产品占出口 60%，前 7 月累计增长 9.3%。集成电路 7 月同比激增 29.2%（连续 4 个月超 20%），主因全球 AI 算力需求及国产替代加速。汽车及零部件 7 月同比+18.6%，新能源车型在欧亚市场渗透率提升。受自动化全球需求及中国技术突破的双重因素叠加，工业机器人前 7 月出口增长 62.2%。“新三样”（电动车、锂电池、光伏）前 7 月出口增 14.9%。

传统品类出口承压。劳动密集型产品（服装、纺织品）前 7 月出口增速下行，占比萎缩至 15.7%。7 月纺织及制品、箱包及类似容器、服装及衣着附件出口增速表现较差，分别为 0.52%、-10%、-0.61%。

从出口目的地上看，东盟、欧盟和“一带一路”国家支撑出口，美国对我国出口的拖累仍然明显。7 月我国对东盟、欧盟的出口增速分别为 16.6%和 9.24%，拉动整体出口增长 2.59 和 1.41 个百分点。对东盟的出口增速仍维持高位，主要受益于区域产业链整合和 RCEP 政策红利。但需关注美国对东南亚国家“限制商品转口条款”的影响，8 月对东盟出口环比增幅可能放缓。我国对美国出口增速下降至-21.7%，占比萎缩至 9.4%，对出口增速拖累 3.3 个百分点。美国新关税政策生效前，进口商集中囤货现象仍然明显。不过，随着“抢出口”逐渐结束，对美出口增速或继续回落，全年对美出口占中国总出口的份额可能跌破 14%。从新兴动能来看，我国对“一带一路”国家的前 7 月出口占出口总值的比重约为 50%，进出口额总值同比增长 5.5%。

图表 1：出口继续回落的概率较大



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

米兰的任命引发市场对美联储换帅的猜想

斯蒂芬·米兰是我们耳熟能详的贸易战策划者，即特朗普海湖庄园协议的操盘手，目前被任命为美联储理事，有望成为美联储主席，引发了市场对于美联储对立性的担忧。

斯蒂芬·米兰的著作《重构：全球贸易体系用户指南》，现在成了特朗普发动贸易战的重要参照，特朗普的很多行动都是按照书中内容来推进的。

米兰认为美元作为世界主要储备货币的地位，虽赋予美国 “通过贸易赤字提供全球流动性的特权”，但也推高了美元价值，导致美国出口竞争力下降、制造业空心化等问题。不过，他并不认为美元的 “主导地位” 是问题，反而觉得需要找到方法减少其副作用并让这种地位永远持续下去。为实现这一目标，他提出美国可以通过 “海湖庄园协议” 来压低美元汇率，该协议以 1985 年的《广场协议》为蓝本。在他看来，美国提供了两种主要 “全球公共产品”，一是美国军方提供的 “安全保护伞”，二是在国际金融体系中作为主要储备资产的美元和美国国债，而其他国家若想从这两种 “服务” 中受益，就需支付公平份额。

米兰认为美国对其他国家出口到美国的产品加征关税，其他国家不应采取报复措施，甚至提出各国可以通过开放市场、增加国防开支购买美国商品、到美国设厂或者直接给美财政部 “开支票”等方式，向美国 “支付其公平份额”。米兰的这些经济政策主张与传统的经济共识存在诸多相悖之处。他对美元地位、关税以及全球经济秩序的看法，体现了一种较为激进的保护主义经济哲学，这与特朗普政府部分经济理念相契合。

货币政策方面，米兰短期内不大可能改变联储的利率路径，但若其在联储内部推动“通胀已受控、应关注就业与投资”的论调，无疑会为市场提供新的政策想象空间。尤其是在当前美债利率高企、美元指数走弱的背景下，“降息预期回归”正成为资本市场的关注重点。

工业品走势有望重回基本面

市场继续呈现供给端受到扰动的品种持续活跃，如焦煤、多晶硅、碳酸锂等品种，供应端未受到影响的品种则走势较弱，如地产链等品种。短期内市场有望继续维持这种分化的格局。

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	8 月 6 日	央行等七部门：金融支持新型工业化	加强对数字基础设施建设中长期贷款支持	加强对 5G、工业互联网、数据和算力中心等数字基础设施建设的中长期贷款支持
	8 月 7 日	国办：免除公办幼儿园学前一年保教费	国务院办公厅印发《关于逐步推行免费学前教育的意见》	育儿补贴再度加码
数据	8 月 8 日	中国 7 月按美元计出口同比增长 7.2%	数据超出预期	对非美出口增加是主要驱动
	8 月 5 日	美国 7 月 ISM 服务业 PMI 仅 50.1	ISM 新订单几乎接近停滞状态	就业指数在过去五个月中第四次出现收缩，且为疫情以来的最低水平之一
事件	8 月 7 日	A 股两融再破 2 万亿元！	截至 8 月 5 日，A 股两融余额已经达到了 20002.59 亿元，再次突破 2 万亿元	上一次两融余额 2 万亿“盛况”，还要追溯到 2015 年 5 月 20 日

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观主线从“总量托底”转向“结构发力”与“提质增效”

从政治局会议通稿原文看，下半年要“落实落细”更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，“充分释放”政策效应。财政加快要加快债券发行使用、提高资金使用效率。货币延续保持“流动性充裕”和促进“综合融资成本下行”，用好结构性政策工具成为重要抓手。会议强调“依法依规治理企业无序竞争”，推进重点行业产能治理，但表述较 7 月 1 日中财委会议更为温和。外贸方面强调“稳住外贸外资基本盘”，强化融资与退税支持。未直接提及房地产，转而聚焦“高质量开展城市更新”，城市发展重心由增量扩张转向存量提质。

政策脉络上看，下半年宏观主线从“总量托底”转向“结构发力”与“提质增效”。

政策基调已由“托底防风险”逐步转向“提质促转型”。总量政策边际收敛、强度不弱，预计三季度降准降息概率相对较低，政策是否进一步加码仍需视内外部形势发展而定。整体来看，下半年宏观政策组合或将呈现“弱刺激、强改革、重结构”的特征。

在结构层面，下半年的三条主线渐趋明朗：其一，服务消费获得政策表述显著增强，育儿、养老、文化旅游等方向或迎来政策与需求共振；其二，统一大市场与产能治理并举，“反内卷”表述有所缓和但长期决心毋庸置疑；其三，科技创新频次大幅上行，新质生产力主导产业梯次培育路径清晰。同时，房地产政策进入“城市更新”新阶段，地方债务风险稳妥化解路径进一步明确，资本市场则在“增强吸引力与包容性”的新提法下，或延续制度型回稳。

3 流动性：维持框架内的相对宽松

7 月机构跨月进度整体偏缓，多数机构直至月末最后两个交易日才有所提速，但在充裕的资金供给下，跨月偏缓并未影响月末资金面的宽松。

展望 8 月，尽管广义财政赤字规模可能较往年同期偏高，并且置换债的支出可能仍将对政府存款带来额外的漏出，但政府债净供给规模同样处于高位，我们预计 8 月政府存款环比下降约 500 亿元，水平相对中性；8 月缴准季节性增加，或将回笼资金约 800 亿元；8 月货币发行或增加约 500 亿元；外汇占款或继续回笼资金约 500 亿元。公开市场方面，我们假设 8 月末 OMO 余额降至约 1.7 万亿，对应净回笼逆回购约 6300 亿元，MLF 和买断式逆回购或延续超额续作，仍然分别净投放 1000 亿元、2000 亿元，PSL 和其他结构性货币政策工具净回笼约 1000 亿元，则 8 月央行对其他存款性公司债权环比下降约 4300 亿元。综合来看，我们预计 8 月超储率约 1.1%，较 7 月下降 0.1pct，但仍处于近年同期的中性水平

基准预期下，8 月资金面可能延续 7 月的基调，需要关注月初 DR001 能否突破 1.3%的下限，但若此情况出现，央行可能也会同时进一步放松对银行融出的管控，这可能也会加大资金面的波动。考虑 8 月税期等外生扰动可能下降，资金利率的中枢相较 7 月或略有回落，但幅度可能相对有限。

4 宏观策略

市场继续呈现供给端受到扰动的品种持续活跃，如焦煤、多晶硅、碳酸锂等品种，供应端未受到影响的品种则走势较弱，如地产链等品种。短期内市场有望继续维持这种分化的格局。

5 股指期货市场分析

指数继续反弹创新高

两市连续上涨后回落，周度表现看，其中沪深 300 指数+1.23%，上证 50 指数+1.27%，中证 500 指数+1.78%，中证 1000 指数+2.51%。

目前指数强势震荡上的态势未变。

当前 A 股估值是否偏高？

在指标选取上，使用 PE（FY）来刻画 A 股与细分行业的估值水平。相比 PE（（TTM），PE（（FY）的计算在分母上有所不同，前者使用的是净利润（TTM），而后者则使用盈利预测，换而言之，PE（（FY）测算过程中结合了盈利预期。另一方面，当我们讨论“高低估”这一问题时，实际上是基于“均值回归”的假设，那么指标越稳定，结论可能就越有效，历史经验看，一些行业在特定时期会出现盈利的大幅波动，进而导致 PE（（TTM）相应出现波动的放大，而 PE（FY）能够在一定程度上平缓上述变化。

截至 8 月 8 日，全 A 估值已进入过热区间，而全 A 非金融估值相对较为合理。当前全 A 的 PE（（FY）已超出均值+1 倍标准差区间，滚动 5 年的历史分位超越 80%的阈值达到 83.1%的水平，反映全 A 估值已进入过热区间。全 A 非金融 PE（FY）则仍处于均值±1 倍标准差区间内，滚动 5 年历史分位 74.6%，反映全 A 非金融估值相对较为合理。

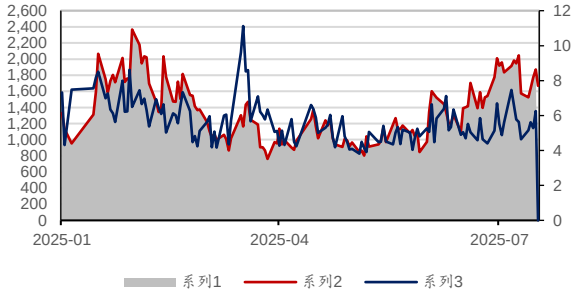
继续关注做多机会

量化产品、小型主动权益产品以及散户贡献了主要增量。私募排排网数据显示，7 月有 676 家私募机构备案了 1298 只产品，备案数环比大增 18%，创近 27 个月新高。其中，单月备案数超

过 10 只产品的私募共有 13 家，百亿量化占据其中 11 席，44 家百亿量化私募中有 32 家在 7 月有新增备案，合计备案 286 只新基金。量化私募今年以来普遍获得了优秀的业绩，根据朝阳永续数据，截至 2025 年 7 月末，量化私募产品平均收益率为 28.54%，优于主观多头的产品平均收益。这带来了产品发行上的持续爆发，这个正向循环目前仍在持续。在管规模较小的主动权益产品也有比较明显的小市值敞口暴露，这种小市值偏好在小型私募产品可能会更加明显。散户增量的入场进一步活跃了小微盘的交易，我们构造的股票情绪指标最新读数达到 77.08，位于 2018 年以来 89.3%的分位。

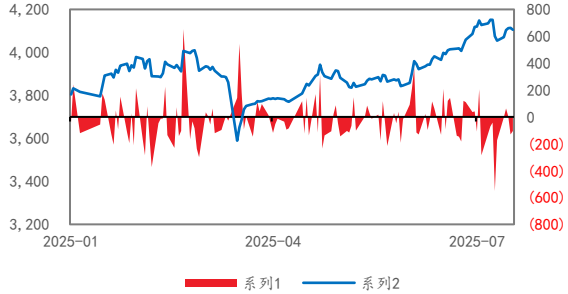
2014-15 年增量资金主要来自杠杆资金，现在的监管更规范，是否意味着难以重演 2014-2015 年牛市？2014-2015 年融资余额、融资余额/流通市值均大幅增长，2019-2021 年和 2024 年 9 月以来融资余额回升，但融资余额/流动市值增速不快。我们认为杠杆资金的占比会影响股市上涨的速度，但不会影响方向。

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



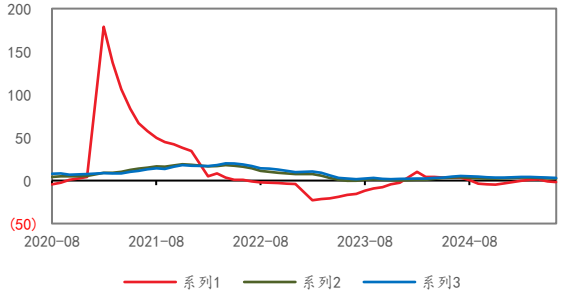
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。今年上半年多家大矿产量不及预期并下调全年产量预期，最重大的减产是艾芬豪因 6 月卡库拉矿区地震而下调年度产量指导 15 万吨。ICSG 统计今年前 5 月精矿产量同比增加 30 万吨，预计全年精矿增产 40 万吨，受冶炼环节亏损影响，全年精铜产量增加 45 万吨消费增长 60-70 万吨，全年供应平衡由小幅过剩调整为小幅短缺，2025-2028 年维持小幅短缺预期。根据目前主要矿企的 2025 年产量指引，考虑到潜在的矿山生产扰动，2025 年全年全球铜矿产量增速或低于 1%

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%，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%；新开工面积同比下降 16.4%，降幅虽然较一季度收窄 8%，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

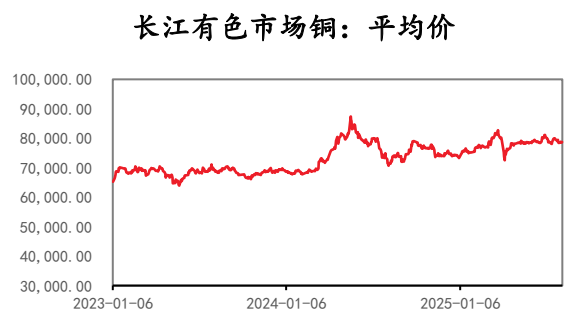
8 月 1 日铜关税仅针对半成品及部分衍生品，对于关注度更高、市场影响面更大的上游矿石及阴极铜免征。7 月初关税预期形成后，因预期美铜价格将大幅上行，贸易商在 8 月关税节点前大量将铜抢运至美国，使得美国于全球其余地区铜市表现割裂，COMEX 与 LME 铜价差一度拉大至 2900 美元/吨以上，溢价超 30%。如今铜关税政策的戏剧化转折彻底打破市场预期，迫使其重新评估定价逻辑，纽铜溢价回吐形成当日历史性跌幅。

2 结论

海外主要矿山中断持续，国内精铜产量高企，进口量逐渐上升，供应边际走向宽松。需求端淡季背景下铜杆开工率继续下滑，前期国内“抢出口”、海外“抢进口”对需求有所透支，2025Q3 需求有走弱预期。COMEX 美铜交割窗口关闭，全球库存小幅上升。铜定价回归基本面交易，宏观乐观情绪转为理性，加之铜现货市场的回流与淡季压力，预计短期铜价偏弱运行为主。

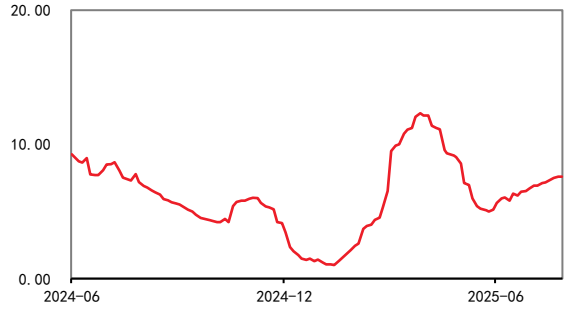
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



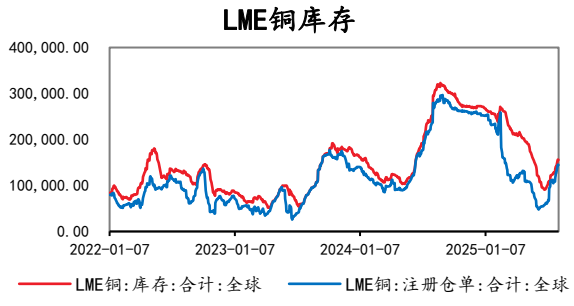
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



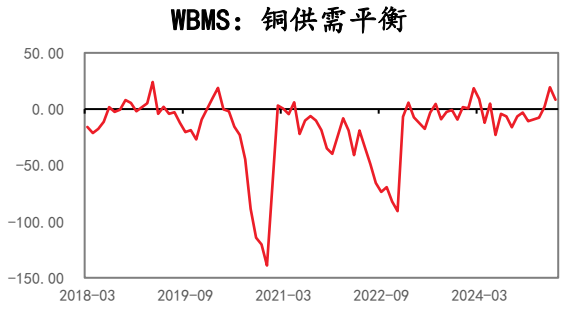
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



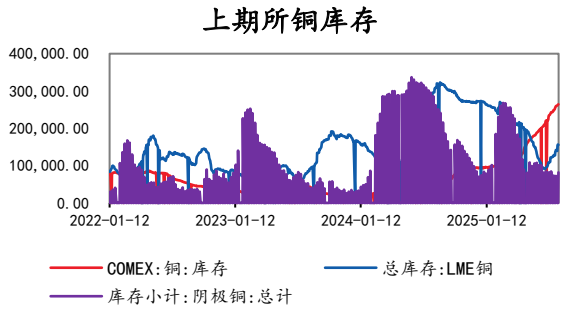
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



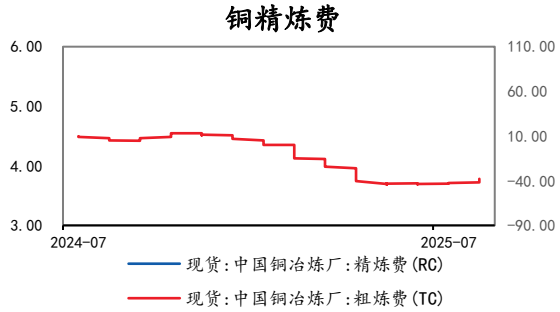
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。TC 成交较 7 月小幅调涨 50-100 元，高价集中在 4000 元/金属吨附近。利润走高的同时，供应持续放量，据百川盈孚粗步预估，8 月有部分炼厂步入检修，但万洋、云铜等新产能继续爬产，预计整体继续环比增 1.2 万吨左右。供应端压力大幅增加。

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

下游需求淡季，仍观望为主，下游挂单较多，实际成交有限，锌锭库存小幅降低。开工率降低主要原因为：黑色金属价格冲高回落，镀锌管贸易商走货不畅，镀锌管订单走弱，成品库存有所增加，部分镀锌管企业对于后续黑色价格并不看好，为消化库存，生产进行放假，防止成品过多累库，开工率下行明显。而镀锌结构件方面，受极端天气影响，终端开工并不理想，终端需求较弱，除铁塔订单较有韧性外，其他订单仍然不理想，部分小企业亦有放假安排。

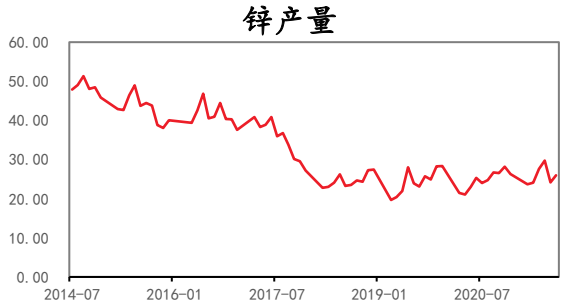
根据汽车工业协会的数据，2025 年 5 月汽车产销分别完成 264.9 万辆和 268.6 万辆，同比分别增长 11.6%和 11.2%。1-5 月汽车产销分别完成 1282.6 万辆和 1274.8 万辆，同比分别增长 12.7%和 10.9%。

2 总结

海外矿今年增量颇多，整体呈宽松逻辑。冶炼利润刺激炼厂高排产，叠加新投产能逐步爬产，供应端继续保持增量；需求端镀锌、压铸锌合金等加工板块整体开工未见明显回暖。8 月预期锭端仍然累增，反弹需配合降息预期交易节奏，预计锌价整体承压运行。

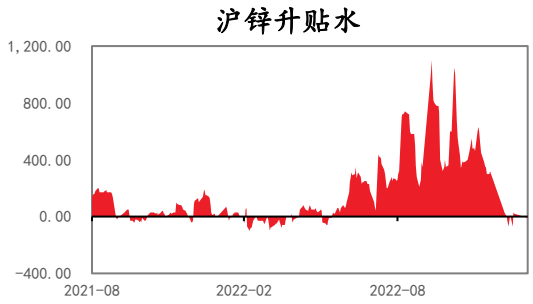
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



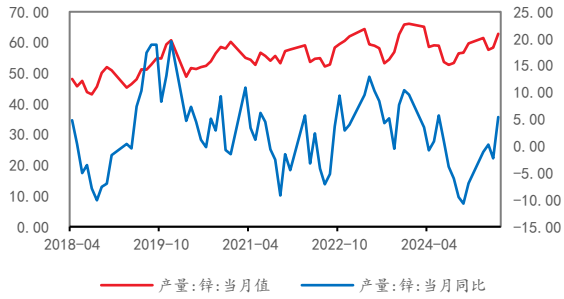
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



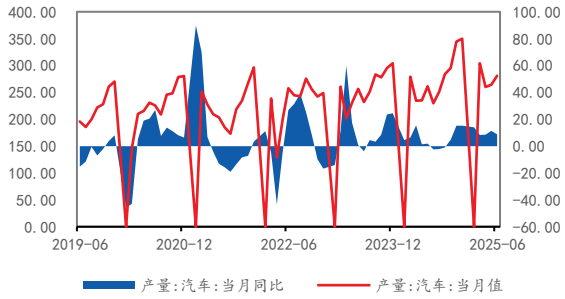
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 阅兵限产预期较强

9 月 3 日阅兵在即，市场预期部分地区将阶段性加强环保与安保管控——包括炼铁炼钢开工率的临时压降、对大货车及非电动车上路的严格限制。行政扰动会通过两条路径对钢价形成托底：一是供给端短期收缩与物流受限抬升现货升水，二是交易层面的“限产想象”强化多头情绪。然而，需要把“预期”与“落地”拆开看。当前钢企盈利尚可，行业盈利率已升至约 68%，为 2021 年以来高位，自发减产的激励并不强。如果限制措施呈“点状、短期、差异化”而非“广域、持续、统一强度”，其对供给的硬约束可能弱于情绪所定价的幅度，价格易受“兑现—修复”的波动考验。

需求侧并未显著改善，出口仍在对冲内需放缓中扮演关键角色，但更多依赖价格优势。7 月中国钢材出口量 983.6 万吨，环比增 1.6%；出口额 69.1 亿美元，据此测算出口均价约 702.2 美元/吨，环比增 2.2%。值得警惕的是，现货价格较 6 月已上行约 7%。若高价维持，下半年在高关税常态化与海外需求弹性偏大的背景下，出口量可能承压。出口对国内需求的对冲效应边际减弱，反过来对价格形成上方约束。

综合判断，当前上涨更像“行政+情绪”的阶段性抬升，而非需求驱动的趋势反转。上行的持续性取决于三点：①阅兵相关管控的覆盖范围、强度与持续时间；②中游与终端是否出现有效补库与成交放量；③外贸端在高价与关税约束下的订单承接能力。下行的潜在触发则在于：限产落地不及预期、出口回落加剧、成交再度转弱。

在内需缺乏明确起色、出口面临价格与关税双重掣肘的情形下，我们不认为钢价上方仍有大的趋势性空间。更现实的基调是：短期扰动托底、区间震荡为主，密切跟踪政策执行“真强度”与外需“真韧性”。

2 钢材供需双弱延续，螺纹需求回暖难掩热卷承压

本周全国高炉及电炉产能利用率双双回落，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 90.1%，环比下降 0.2 个百分点，同比提升 1.2 个百分点；91 家电炉产能利用率为 54.0%，环比下降 0.1 个百分点，同比提升 5.7 个百分点。五大品种钢材周产量为 869.2 万吨，环比微增 0.2%，同比增长 3.0%。长流程产量继续回落，日均铁水产量减少 0.4 万吨至 240.3 万吨，其中螺纹钢产量回升，热轧卷板产量环比下降。

库存方面，五大品种钢材社会库存为 962.5 万吨，环比增加 2.1%，同比下降 23.8%；钢厂库存为 412.9 万吨，环比增加 0.8%，同比下降 14.8%。钢材总库存继续累积，增幅 1.7%，社会库存与钢厂库存同步增加。

表需方面，由产量与总库存推算的五大品种钢材周表观消费为 845.7 万吨，环比下降 0.7%，同比下降 1.0%。其中，螺纹钢表观消费 210.8 万吨，环比回升 3.6%，同比下降 2.3%；热卷需求显著回落。建筑钢材成交周均值为 10.3 万吨，环比增长 9.9%，显示螺纹钢在淡季中仍有一定韧性。

价格与盈利方面，本周钢材现货价格整体变动不大，主流钢材品种即期毛利走弱，但整体盈利水平维持高位，247 家钢厂盈利率为 68.4%，较上周增加 3.0 个百分点，为 2021 年以来的高位

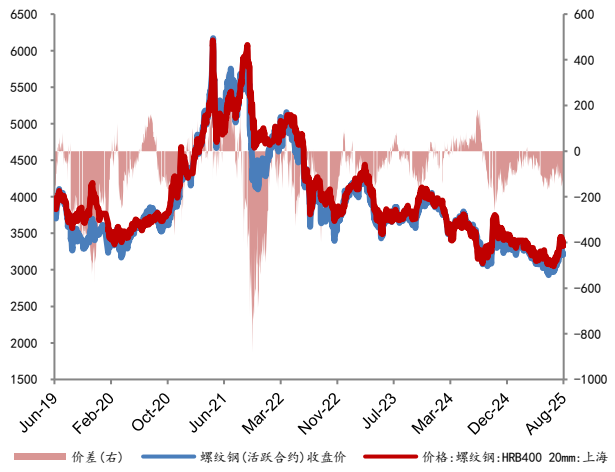
区间。这意味着即便在限产预期存在的背景下，钢企主动减产动力依然不足，后续需重点关注需求恢复与政策端变化的落地情况。

3 小结

“730”会议后，运动式反内卷逐渐降温，但温和版反内卷的政策逻辑依旧延续，并逐步被市场视作长期方针。情绪面趋于理性化的同时，价格上涨对低库存的中下游形成压力，迫使其被动补库，从而与盘面上涨形成正向循环。然而，需求端仍是当前最大的隐忧，若“金九银十”旺季需求无法有效承接，高位价格的可持续性将面临考验。

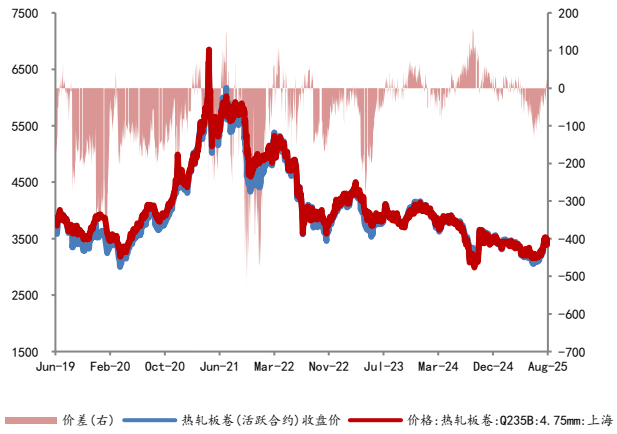
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



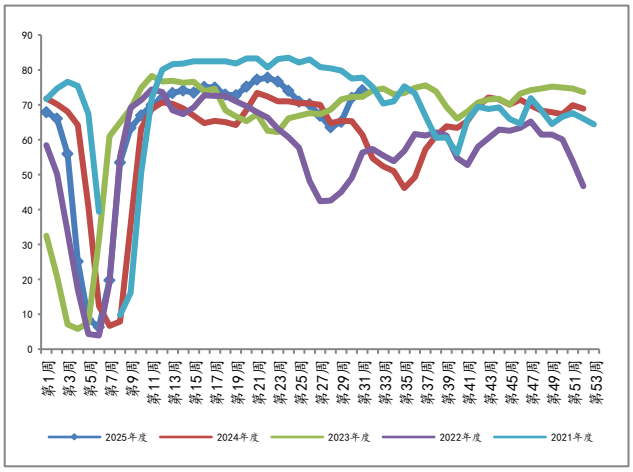
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



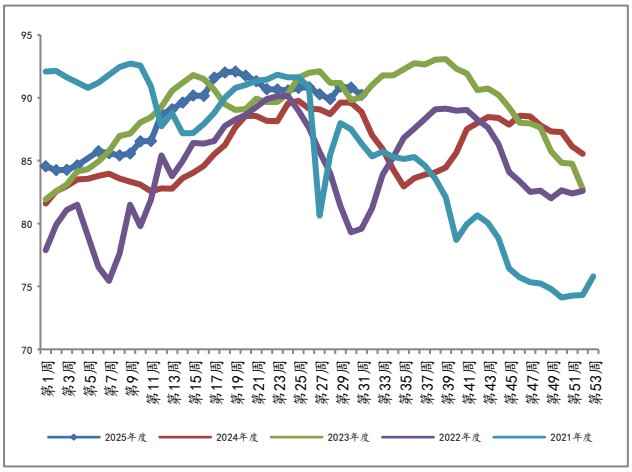
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



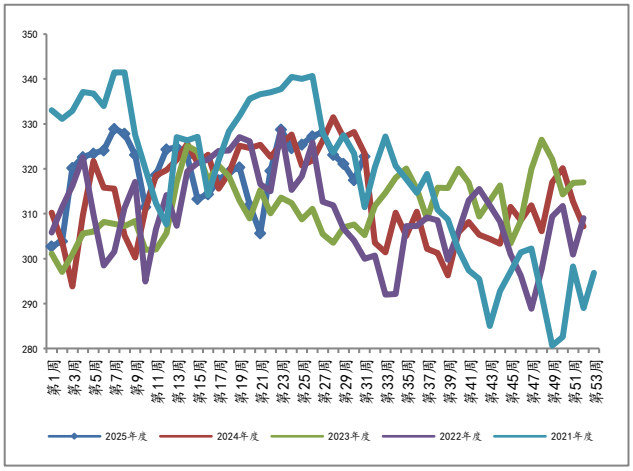
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



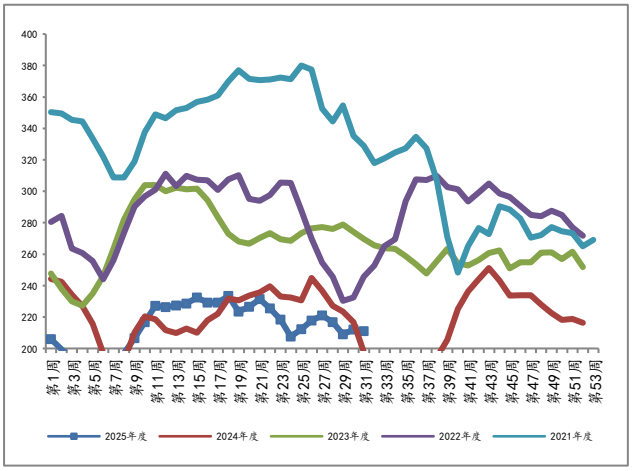
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



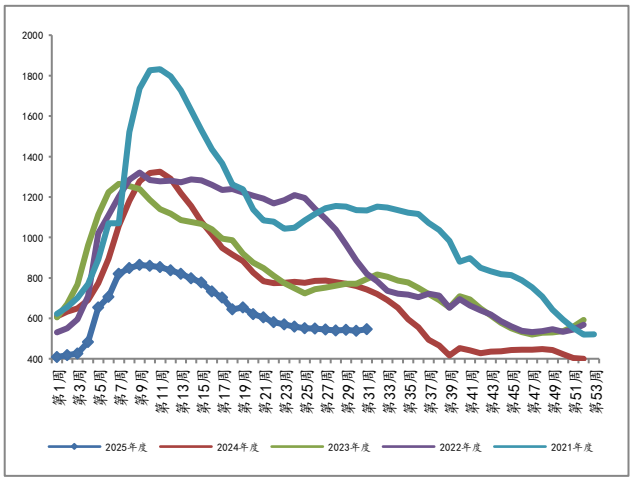
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



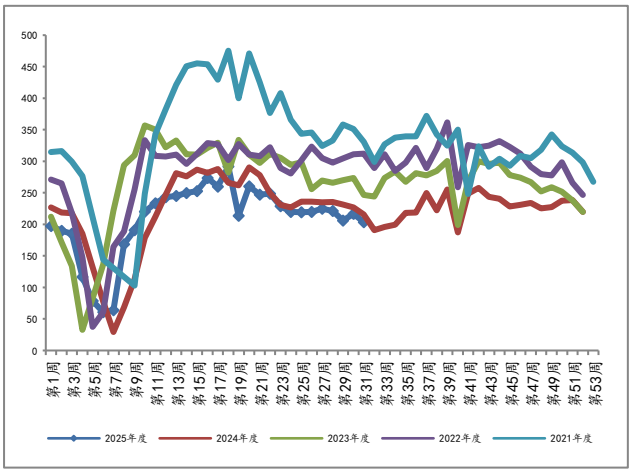
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 自愿减产提前退出

OPEC+如期决议再一次大规模增产，为过去两年的自愿减产策略画上休止符，但该组织下一步动向保持战略模糊态势，留给国际原油市场一个新的巨大悬念。

OPEC+日前举行的会议上，八大成员国原则上同意将在 9 月恢复原油供应 54.8 万桶/日，如果计划得到顺利实施，自 2023 年开始的 220 万桶/日自愿减产行动，至此将提前一年完全退出。现行策略标志着 OPEC+从限产保价转向价格竞争的重大转变，力求压制美国页岩油竞争对手，并重新夺回失去的市场份额。

本次部长级会议释放的信号十分明确，然而未来政策方向仍悬而未决。最为关键的是，两年前达成的 166 万桶/日减产是否恢复，OPEC+代表们对这部分产能的处置方案表述模糊。OPEC+声明，将依据未来市场状况决定继续推进增产，或者按下暂停键，甚至若油价暴跌时重新减产，所有选项均被纳入考量范围，为市场带来了新的不确定性。

我们在上期 OPEC+会议解读中预测，该组织大概率在 9 月最后一次增产，此后按兵不动以观其变。今年以来，高盛为代表的华尔街投行机构普遍看空原油，其核心逻辑是供应大幅攀升令过剩矛盾加剧，大摩小摩判断 2025-2026 年原油市场将出现显著的失衡，驱使国际油价主要趋势持续下行，预测到年底可能进一步下探至 60 美元附近。这远低于沙特等主要产油国的财政盈亏平衡线，因此，在恢复剩余产能、维持当前产量乃至逆转增产政策三条路径中，我们仍维持转向产量中性政策的观点不变。

2 美国宏观指标疲软

近期，受特朗普关税、俄乌地缘政治以及美国宏观指标的综合影响，国际原油市场分歧较大。

随着美国最新宏观指标发布，市场普预期今年美联储降息的可能性极大降低。最大的问题仍来自，美国顽固的通胀情况再度抬头，6 月 PCE 物价指数同比上升 2.6%，核心 PCE 物价指数同比上升 2.8%，高于预期值并创 2 月以来新高。通胀曲线的上行趋势已经形成，美联储一直担忧的情况终于发生，目前来看 2025 年内降息已成非必要选项。美国劳工局最新公布的非农数据也相当尴尬，7 月新增就业岗位仅 7.3 万，远低于预期的 11 万，6 月数据下修至 1.4 万，失业率升至 4.2%。美联储议息会议决定维持基准利率不变，鲍威尔对降息持谨慎态度，特朗普对此表达不满和批评。

受此影响，市场对原油等风险偏好回落，不过油价仍维持区间震荡，在缺乏明确的信号指引时，交易者依据近年经验谨慎观望为主，接下来重点关注美国对俄罗斯原油买家制裁的落地，交易者应保持防御性姿态为主。

3 二级关税痛击印度

美国对俄罗斯施压加码，如果俄乌无法达成停火协议，将启动额外制裁和二级关税，给原油供应端增添新的不确定性。在俄乌地缘问题上，特朗普政府将原油禁售与停火谈判捆绑，对购买

俄罗斯原油的国家征收惩罚性关税，旨在切断或减少俄罗斯能源销售收入，迫使其回到谈判桌前。

特朗普签署行政令表示，印度不仅大量购买俄罗斯原油产品，还将其中大部分在公开市场上出售，以低廉成本牟取暴利；美方将对印度输美商品额外征收 25%的关税，理由是印度以直接或间接方式进口俄罗斯原油；加上此前对印度征收的 25%对等关税，这意味着美国对印度关税税率将高达 50%。

俄乌战争导致原油贸易流重构以后，俄罗斯原油占印度进口总量的 30%-40%，已经取代海湾国家成为印度最大的进口来源。仅印度炼油商信实集团 Reliance 与俄罗斯国有石油公司 Rosneft 签订的协议，日均供应就高达 50 万桶/日，为期长达 10 年。根据 Kpler 追踪数据，7 月俄罗斯原油出口量约在 500 万桶/日，占全球原油贸易总量的 12%左右，如果印度被迫放弃从俄罗斯进口原油，将导致其终端销售地区能源成本上升和供应不稳定。这里还牵扯到另一个问题，特朗普当局虽已同盟友签订关税协议，但美国和亚洲大国之间的谈判悬而未决，鉴于亚洲大国也是俄罗斯原油的重要买家，未来事态演变需要时间来进一步明朗。

4 供需劣化谨防风险

近一周以来，先后受俄乌地缘刺激与 OPEC+增产压制，国际原油走势呈一轮小幅过山车行情，已经再次回到中性水平。接下来，我们认为原油市场多空博弈将进入非常关键的阶段，最终可能会给出方向性指引，并决定 2025 年剩余时间的主要趋势。

基本面较为确定的是，OPEC+计划提前一年完成自愿减产的全部退出，三季度末期燃料消费季节性回落，美国疲软的经济数据引发担忧，到今年晚些时候全球原油供应将超过需求，从而明显推高商业原油库存水平，这是较为明确的利空因素。在标准情景假设下，全球原油现货面临供需失衡压力，进一步压缩主要市场的跨期价差，为后期油价走跌埋下先决条件。

然而目前形势仍错综复杂，主要是美国对俄制裁和对华关税两大问题尚不明朗，原油市场中性状态下很难押注，且波动率有可能会骤然放大，宜谨慎观望防范风险。

5 月差偏弱多头衰竭

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。

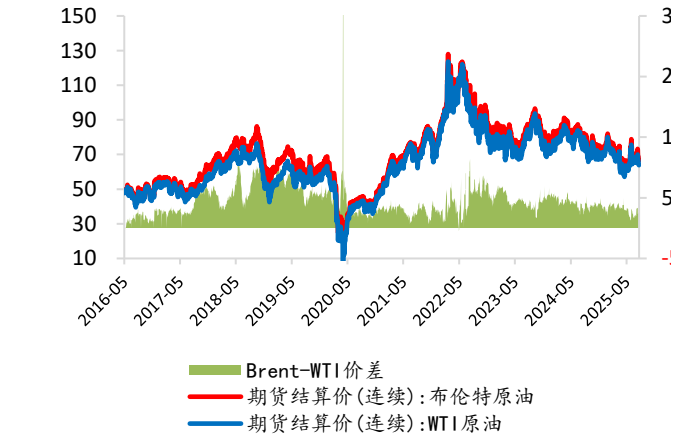
从基本面动态平衡来看，每年 7-8 月是全球油品消费最旺盛的时期，此后继续增长的空间有限，到 9 月下旬将面临季节性回落。即使在当前需求达峰阶段，原油库存也未能出现显著去化趋势，美国商业原油甚至因出口受阻有所累库。另一方面，OPEC+核心成员国正在加速推动增产进程，虽有传闻 10 月增产将暂时告一段落，但供应增量的长尾效应犹存，在今年晚些时候将加剧过剩局面。

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。

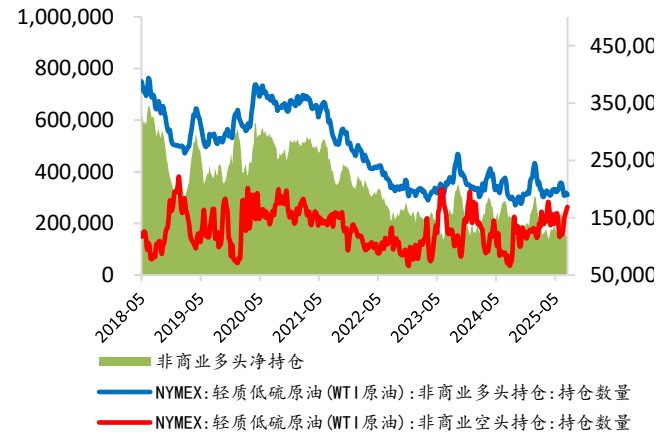
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



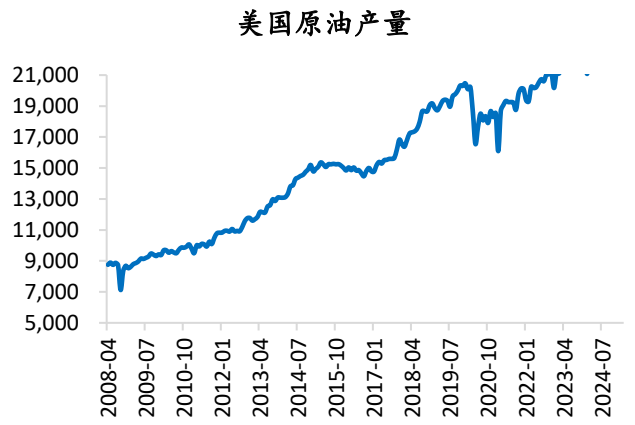
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



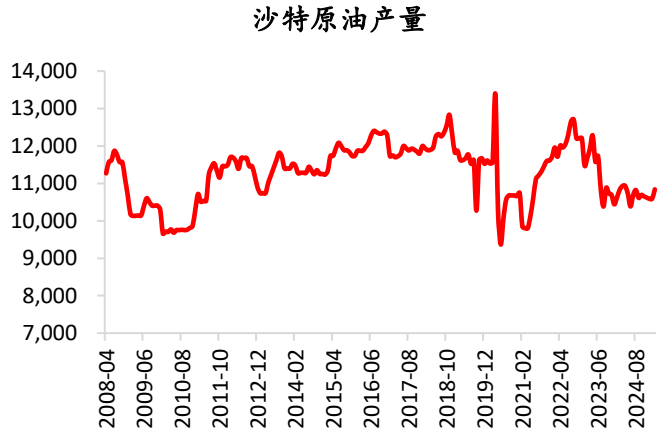
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



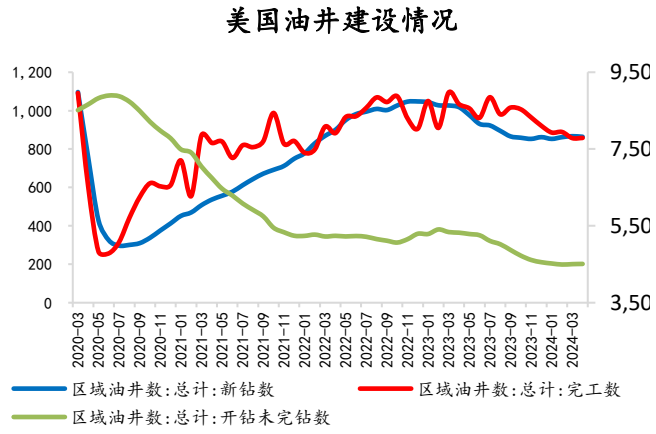
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



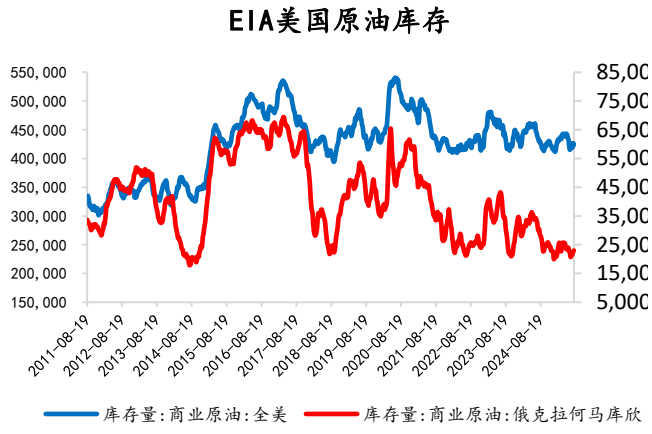
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



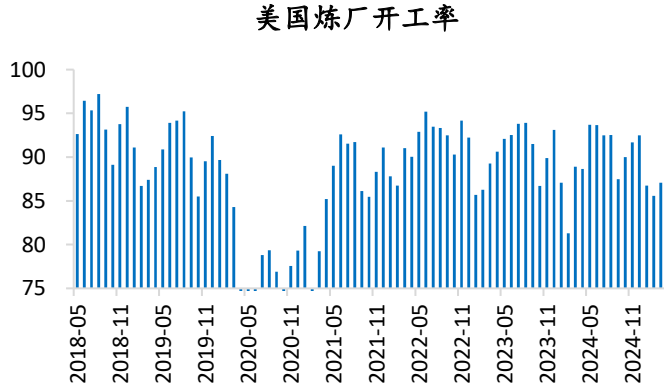
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



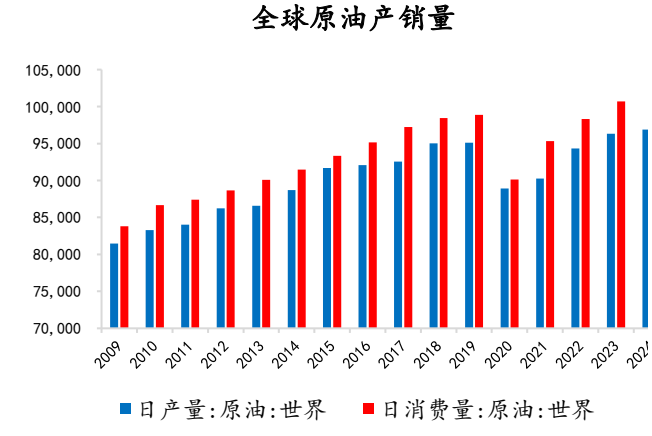
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 全年供需整体平衡

ANRPC 最新发布的报告预测，全球天然橡胶市场整体表现较为平衡，但仍面临相当的不确定性。

ANRPC 统计，6 月全球天然橡胶产量估计为 119.1 万吨，同比下降 1.5%，环比增加 14.5%；2025 上半年全球天然橡胶产量累计 607.6 万吨，较上年同期下降 1.1%。6 月全球天然橡胶消费量估计为 127.1 万吨，同比增加 0.7%，环比增加 0.1%；2025 上半年全球天然橡胶消费量累计 771.5 万吨，较上年同期增加 1%。

ANRPC 预计，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%。预计 2025 年全球天然橡胶消费量增加 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%。

由最新预测可见，天然橡胶长期供需矛盾不算突出，传统产胶国丰产预期实际增长有限，而下游刚需支撑表现并非不堪。然而，受美国特朗普关税政策的复杂影响，全球经济放缓乃至衰退的担忧日益加剧，对需求复苏前景持谨慎态度。

2 进口压力持续攀升

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。最新修正数据显示，2025 年 1-6 月，中国进口广义天然橡胶（包含乳胶、混合胶）共计 312.54 万吨，较上年同期大幅增长 26.46%，进口量达到历史记录的次高水平。

造成橡胶进口持续偏高的主要原因是，泰国上一轮割胶旺季补量，利润驱使外盘商积极出货，叠加 EUDR 原料需求搁浅，共同导致出口分流至中国的货源数量激增。另一方面，中国对老挝、缅甸进口天然橡胶执行零关税政策，刺激非传统产胶国补充性进口放大。

按照天然橡胶产业的季节性规律，下半年东南亚逐渐向高产季过渡，船期连续性较强，支撑国内进口到港继续攀升。预计下半年中国天然橡胶进口量正常应高于上半年，全年天然橡胶进口量或将录得 10%以上的增幅，叠加抛储政策预期导致胶价承压运行。

3 淡季特征并不明显

客观来讲，今年天然橡胶下游行业生产连续性较高，传统淡季低谷特征并不明显。

截至 8 月初，全钢胎样本企业产能利用率为 59.26%，同比-0.20%，环比-2.97%；半钢胎样本企业产能利用率为 69.98%，同比-10.19%，环比-0.08%。夏季仍有部分企业安排检修，拖累整体开工小幅走低，预计 8 月将有所回升。我们注意到，月底轮胎企业集中出货，令成品库存环比走低。同期，山东地区全钢胎样本企业平均库存周转天数在 39.45 天，半钢胎样本企业平均库存周转天数在 45.64 天。

目前橡胶轮胎需求处于刚需支撑状态，雪地胎部分排产已提前释放，海外市场仍受美国关税和

欧盟反倾销围困，订单增量限制行业产销水平。不过我们强调应尊重季节性规律，预计月内下游补库层层启动，有望给沪胶盘面带来新的上行驱动。

4 下游利空基本兑现

橡胶主要下游来看，实际上今年轮胎行业生产连续性较好，但终端消费和成品库存压力限制厂商排产负荷，特别是贸易争端风险激增，导致业界对总需求增长前景缺乏信心。内需外销订单偏弱，令橡胶制品企业对原料采购积极性欠佳，长期以逢低被动补库为主，体现在橡胶表观消费量的乏力态势。

从产业格局上看，近年来中国轮胎企业保持高速扩张，产能过剩压力逐步显现，但出清过程相对缓慢，行业陷入激烈竞争下的低增长模式。橡胶需求端核心驱动不足，整体偏刚需缺乏提升空间，现货交投对行情提振有限。随着今年供需差的季节性扩大，橡胶社会库存形成超长期累增趋势，但累库节奏已相对放缓。

不过，近期胶价大幅下跌配合金九银十旺季窗口，或将完成季节性由弱转强的过渡，我们认为橡胶后市无需过度悲观，静待情绪出尽调整完毕。

5 全产业链库存有限

然橡胶基本面变化不大，但胶价下跌情绪释放后获得支撑。

前期主要产区受天气扰动影响原料上量，上游成本端表现相对抗跌，随着泰国、云南等地降雨较此前有所减少，胶农割胶节奏得以恢复。但部分加工厂原料储备天数不多，后期仍存在较大补库需求，还要关注云南局部地区季风性落叶病的发展程度。

中间环节库存呈超长期增长趋势，但累库速度较为缓慢，且绝对数量不算历史高位。截至 7 月末统计，中国天然橡胶社会库存为 129.3 万吨，环比增加 0.46 万吨或 0.4%；其中，深色胶社会库存 80.5 万吨，环比增加 1.2%；浅色胶社会库存 48.9 万吨，环比下降 0.9%。

下游轮胎等橡胶制品企业来看，原材料库存水平普遍不高，逢低补库刺激现货成交氛围转暖。季节性规律来看，沪胶通常在三季度后期走强，产业链上下游库存情况具备企稳条件。

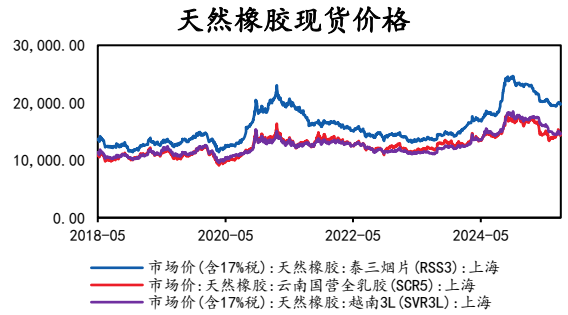
6 周期重拾上升大势

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。

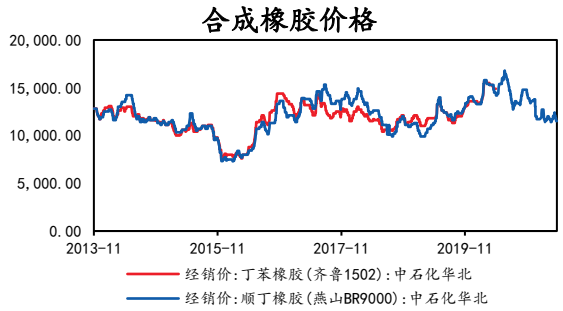
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



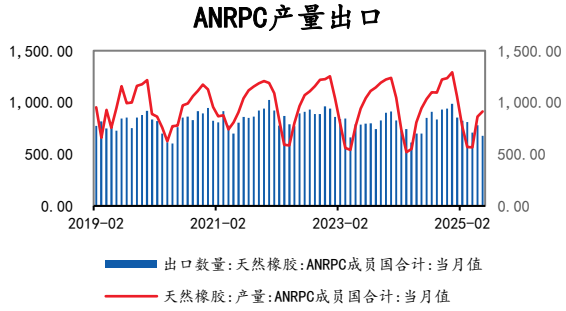
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



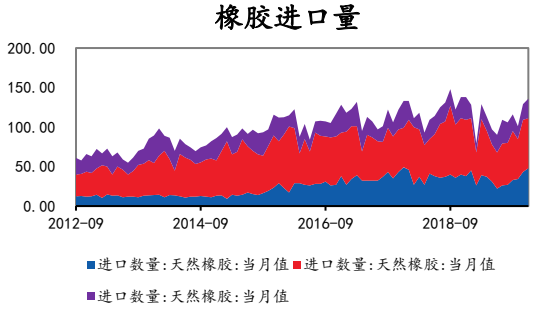
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



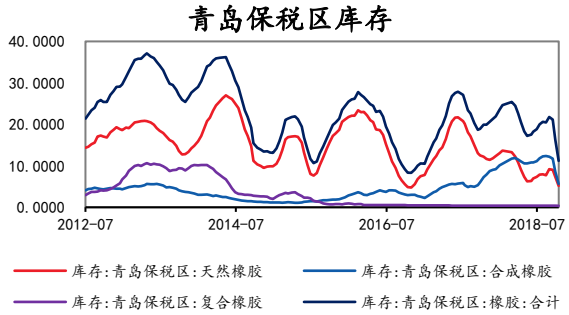
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



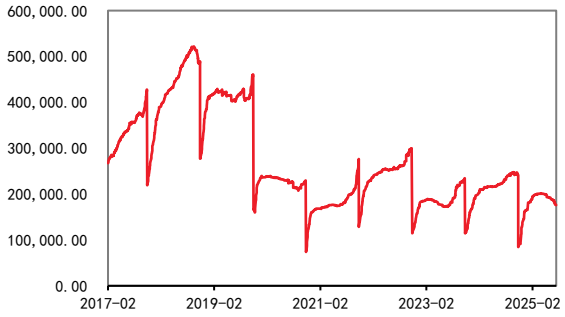
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



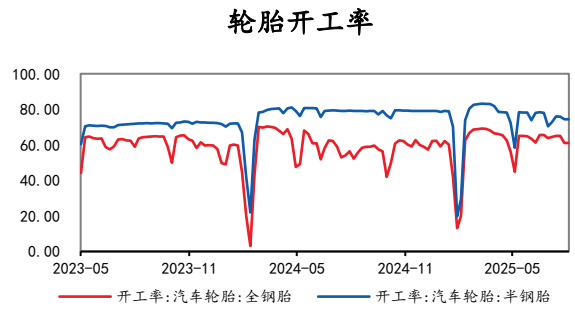
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



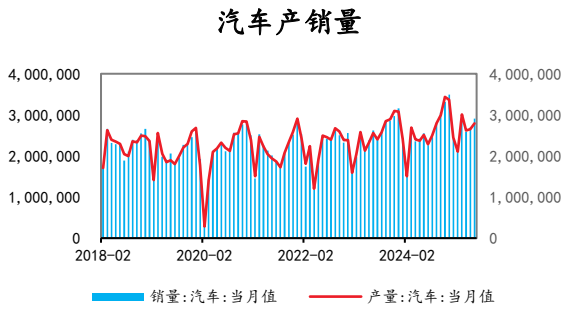
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆低位震荡，国内豆油连刷新高

1 外部豆类市场分析

作物优良率升至五年高位，美豆跌破关键位支撑

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 3 日当周，美国大豆优良率为 69%，达到五年同期最高水平；当周美豆结荚率为 58%，上年同期和五年均值分别为 57%和 58%。美豆丰产预期叠加需求忧虑，基准合约承压跌破 1000 美分关口支撑，回落至近 4 个月低点。8 月通常是决定美豆单产的关键月份，目前美豆主要产区作物生长条件保持良好状态，美豆实现目标产量的预期在不断强化。

新季巴西大豆预计增产，全球大豆供给更为宽松

巴西新季大豆播种将于 9 月陆续展开，目前各分析机构普遍预计新年度巴西将继续扩种大豆，产量也将继续攀升。StoneX 的预测显示，巴西 2025/2026 年度大豆产量预计同比增加 5.6%，达到 1.782 亿吨。咨询机构 Celeres 表示，新年度巴西大豆有望创下 1.772 亿吨的产量新纪录。咨询机构 Datagro 更是将巴西新年度大豆产量预估值调高至 1.829 亿吨，同比增加 940 万吨。如果巴西大豆能再度实现增产，届时全球大豆供应宽松程度将进一步深化，供大于求仍是制约全球豆价反弹的内在原因。。

马来西亚 7 月棕榈油产量增加、出口下降，MPOB 月报以及调高库存

马来西亚棕榈油协会(MPOA)发布的数据，马来西亚 7 月 1-31 日棕榈油产量预估增加 9.01%。检验机构发布的高频数据显示，马来西亚 7 月 1-31 日棕榈油产品出口环比降幅在 6.7%-9.6%。马来西亚棕榈油局（MPOB）定于 8 月 11 日公布月报。报告前一项调查显示，马来西亚 7 月棕榈油库存预计连续第五个月增加，达到 225 万吨近两年最高水平，环比增长 10.8%。当前是产地棕榈油产量旺季，受国际棕榈油价格高于豆油价格影响，印度等需求国减少棕榈油进口。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。

2 国内豆类市场分析

7 月大豆进口高速增长，近端供给压力有增无减

海关总署公布的数据显示，中国 7 月大豆进口 1166.6 万吨，创 7 月进口历史纪录，同比增 18%。1-7 月累计进口量则为 6103.5 万吨，较去年同期增长 4.6%，增速较前六个月加快。巴西大豆强劲的出口供应能力以及全球贸易的不确定性是中国大豆进口增速加快的主要原因。进口大豆到港量维持高位，夏季储存周期较短，油厂整体保持高开工率，周度大豆压榨量维持在 200 万吨之上，有力保障国内豆油和豆粕现货供应。

豆粕库存高企，远期订单缺口提振粕价抗跌

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 107.1 万吨，周度减少 0.4 万吨。8 月份大豆压榨量预计在 900 万吨，豆粕产出继续大于消费，预计豆粕库存将升至 120 万吨以上。来自现货端的供给压力削弱油厂挺粕能力，国内豆粕现货市场整体运行平稳，沿海豆粕报价多运行在 2910-3000 元/吨之间，较期货市场长时间处于贴水状态。中美关税协议延期，进口美豆因高关税短期内难以进入国内市场，预计四季度国内进口大豆将继续以南美货源为主。远期进口大豆供给存在缺口预期，从而降低了美豆下跌和豆粕库存升高对豆粕价格的弱势拖累，为国内豆粕市场保持抗跌状态提供支撑。

豆油性价比提升，上半年国内豆油出口增长迅猛

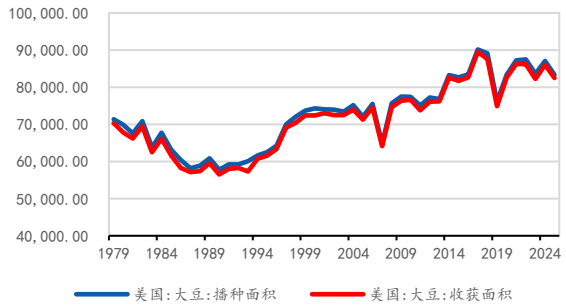
受豆油价格长时间低于棕榈油价格影响，国内豆油出口竞争力明显提高。从海关公布的数据来看，中国历年豆油出口量都不高，但 2025 年 1-6 月国内豆油出口量累计达到 138725.61 吨，较去年同期增加 98037.73 吨，累计同比增幅 240.95%，增长可谓迅猛。上月有消息显示，印度采购 15 万吨中国豆油，预计 7 月-9 月交货。该消息为国内豆油市场带来积极效应，为国内大豆压榨企业降低豆油库存提供新渠道。预计下半年国内豆油出口有望继续保持高增长态势。

3 油脂油料市场展望

当前美豆优良率处于历史高位，美国农业部发布的干旱报告显示，截至 8 月 5 日当周，约 3%的美国大豆种植区域受到干旱影响，低于前一周的 5%。随着美豆天气窗口逐步收窄，本年度美豆市场掀起天气炒作的概率在持续降低。中美尚未达成贸易协议，缺少中国市场，美豆出口需求前景并不乐观。CBOT 大豆市场在丰产预期和出口需求不足的双重影响下，上行压力较大。中美迟迟无法达成贸易协议，巴西大豆受益良多，持续坚挺的升贴水在成本端为国内豆粕市场抗跌提供支撑。整体来看，国内豆粕市场近松远紧的供给形势依然突出，在四季度进口大豆订单落实前，国内豆粕市场较美豆抗跌局面仍有望持续，但内外盘步调不一致，国内豆粕行情连续性可能较差。尽管国内三大食用油库存宽松，但豆油正通过扩大出口化解库存压力，为整个油脂板块高位运行提供重要支撑。当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。中储粮重启单向拍卖，供强需弱令豆一期货市场处于震荡偏弱状态。

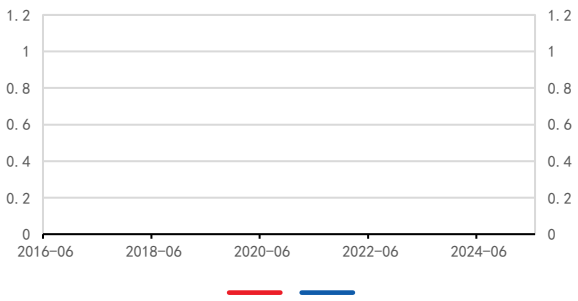
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



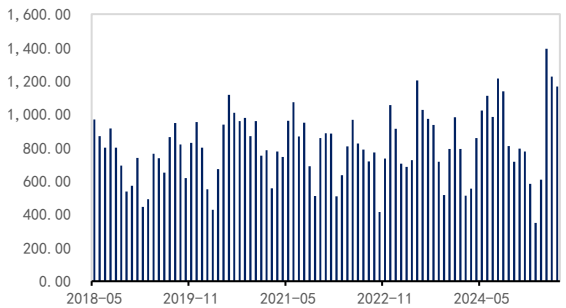
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



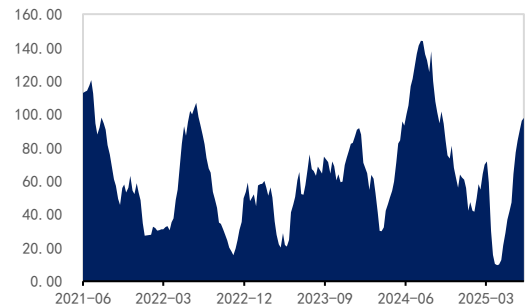
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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