中金财富期货策略周报（2025 年第 28 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：近期内盘工业在反内卷政策的刺激下一度强势，但是反弹的高度取决于需求端，从前瞻的社融数据看，信贷转为负增，政府债支撑社融增速回升，需求端比较依赖财政的力度。我们认为目前位置看大周期上行并不恰当，大部分工业品的基本面仍乏善可陈。

股指期货：从 7 月份社融数据来看，居民存款少了 1.1 万亿元，但非银机构存款多了 2.14 万亿，按照比例测算，存款搬家进入股市已经是较为明显的态势，这也是指数一直强势的主要原因。我们认为市场强势的特征未发生变化，这轮行情的驱动在于流动性助推和赚钱效应，目前看这一趋势并未发生变化。

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。下游消费整体表现疲弱，企业新增订单和提货量都偏少，且美国铜关税未涉及到进口量最大的精炼铜，非美市场铜搬运逻辑彻底结束，需求端也有回落压力。美联储降息预期回升，但需求限制其高度，短期或以区间震荡为主。

锌：冶炼端利润修复较好，供给端缓慢从偏紧过渡至过剩，加工费持续走强。传统消费淡季表现较为疲软，镀锌、压铸锌合金等加工板块整体开工未见明显回暖，整体水平保持偏弱运行。LME 库存持续下降，有一定挤仓风险，空头需谨慎。供强需弱格局未改，后续关注国内库存累积情况和宏观指引。

钢材：上周交易所对焦煤出手后，市场整体的情绪得到一定降温。宏观层面，7 月数据显示经济恢复动能不足，固定资产投资增速放缓，地产投资、新开工与销售持续下滑，基建投资的支撑力度也有所减弱，使得终端需求整体承压。与此同时，钢材供应仍处于较高水平，中长期基本面偏空。但短期来看，阅兵在即，市场对阶段性供应收缩仍存预期，钢价下方仍有支撑。需要重点警惕的是，阅兵逻辑过后若无新增利好，价格大概率将回归到需求驱动的基本面逻辑。

原油：我们初步认为，原油市场主要趋势进入熊市下行周期，且伴随着波动性加剧的特征。美国发动贸易战是全球经贸格局的重塑，OPEC+启动价格战是产业竞争格局的重塑，中东局部热战是地缘政治格局的重塑，此刻国际原油很可能处于价值重估的开端，市场参与者需要重新考量宏观经济、国际局势、供需关系的变化，未来原油市场风高浪险或成为新常态。

橡胶：我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，现在这一大级别走势的拐点已经悄然到来。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情。虽然距离 2011 年的历史高位仍相去甚远，但胶价进入上行通道已经成为既定事实，今后不宜再作为空配品种看待。

油脂油料：美国农业部通过调低美豆面积推动美豆止跌回升，中美就 24%关税继续暂停等达成共识，高关税导致美豆对华出口竞争力远低于南美大豆。中国进口商尚未采购美国新豆，远期供给担忧支撑国内豆粕和豆油价格保持抗跌状态。印尼 B50 计划遭遇行业协会的阻力，为明年实施增添变数。油脂板块利多预期犹存，但连续上涨后累计的获利盘较为丰厚，不排除高位抛压扭转市场预期的可能。油脂板块可以保持逢低买入策略，避免高位追涨。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。中储粮单向拍卖成交率低迷，短期干扰因素退场后，供强需弱重新主导豆一期货市场保持偏弱状态。

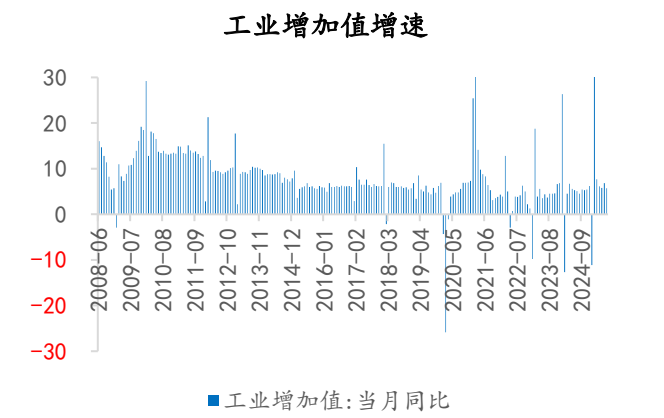
目录

周度策略：经济动能仍需政策呵护 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 宏观经济：积极因素逐步累积，结构性问题仍然明显 ..... - 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 ..... - 10 -
锌 ..... - 12 -
1 锌：影响因素 ..... - 12 -
2 总结 ..... - 13 -
钢材 ..... - 14 -
1 多空交织，需求承压下的阶段性支撑 ..... - 14 -
2 钢材产销两端分化，库存累积压力加大 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 17 -
1 自愿减产提前退出 ..... - 17 -
2 OPEC 实际供应成谜 ..... - 17 -
3 需求预测过度乐观 ..... - 17 -
4 美俄首脑举行会晤 ..... - 18 -
5 二级关税痛击印度 ..... - 18 -
6 缺乏驱动等待指引 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 21 -
1 全年供需整体平衡 ..... - 21 -
2 进口压力持续攀升 ..... - 21 -
3 淡季利空基本出尽 ..... - 21 -
4 国内终端消费强劲 ..... - 22 -
5 RU-NR 差异性分化 ..... - 22 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 22 -
7 橡胶期现数据 ..... - 22 -
油脂油料：利多报告提振美豆止跌回升，国内油脂高位震荡 ..... - 26 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 27 -

4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

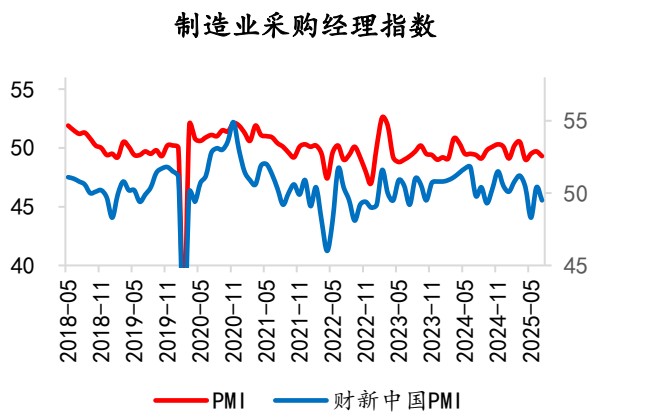
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



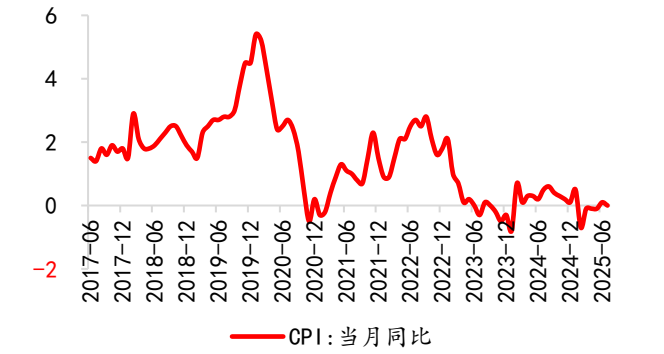
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



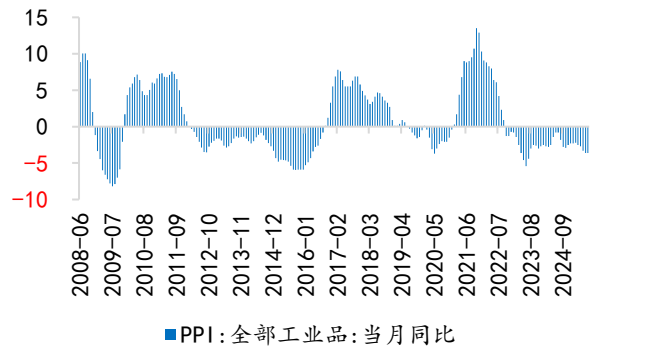
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



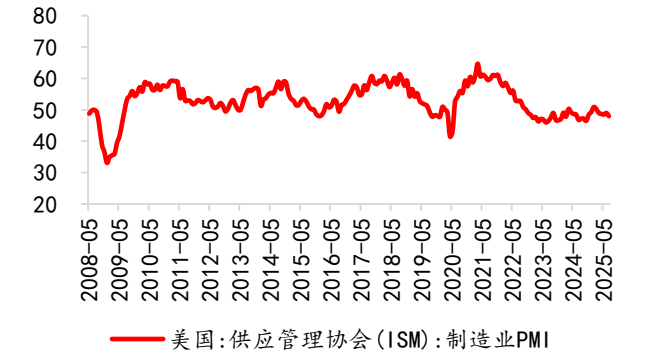
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



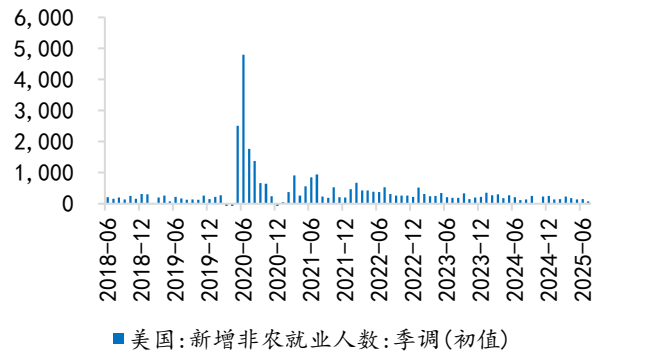
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济动能仍需政策呵护

8 月大类资产呈现明显的分化迹象，股票市场大涨，但是商品市场中，除了部分供应扰动的品种之外，大部分品种走势仍较为弱势。从 7 月份经济数据看，宏观经济仍需要政策呵护。

7 月经济数据：供需两端数据均出现了小幅收缩

7 月份宏观数据显示，供需两端均出现小幅回落。

7 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，5、6 月增速分别为 6.4%、4.8%，下行幅度较为明显，一是餐饮收入增速 1.1%保持低位，二是以旧换新类商品零售增速也有所放缓，后续消费政策的接续是市场重要的关注点之一。

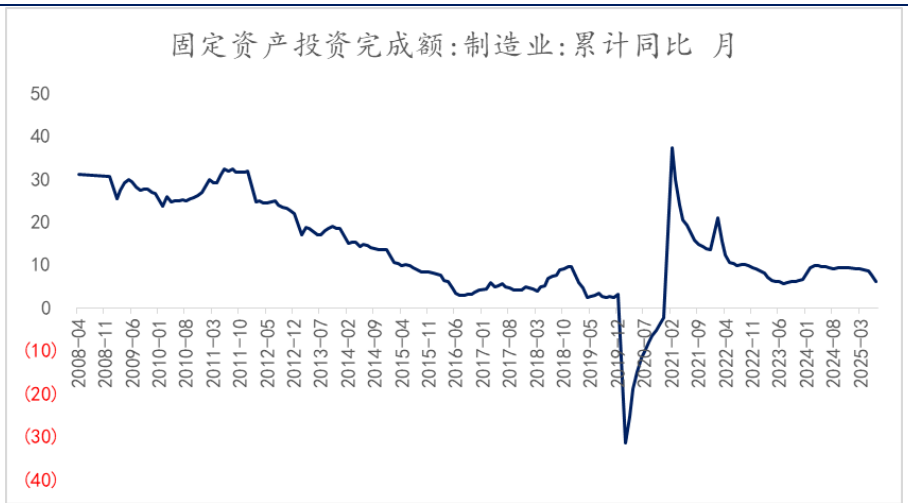
1-7 月固定资产投资累计增速 1.6%，1-5、1-6 月增速分别为 3.7%、2.8%，地产、基建、制造业投资均出现了不同程度的回落。今年以来受益于大规模设备更新政策，设备工器具购置成为固定投资的主要拉动项，1-7 月建筑安装、其他费用（主要为土地购置）累计增速已经转负。

出口方面，7 月在关税谈判还没有预期的情况下,抢出口效应仍在延续。7 月我国出口商品 3217.8 亿美元,同比增速为 7.2%(前值 5.9%)，过去十年出口增速同期均值为 3.6%。7 月份我国集装箱吞吐量同比上涨 5.6%(前值 3.1%)，货物吞吐量同比上涨 10.9%(前值 0.72%)。

从经济运行情况看，除极端天气、国补资金拨付节奏等短期因素影响外，主要是上半年经济走势偏强，当前稳增长需求弱化，目前政策处于政策观察期，而前期增量政策对消费和投资的拉动效应减弱。与此同时，7 月房地产市场继续调整，对宏观经济运行的影响有所加大。

8 月国补资金恢复领取后，社零增速会有所反弹；极端天气影响消退后，基建投资增速及整体投资增速都将低位回升。不过，以上两项宏观数据增速还将处于偏低水平；后期伴随出口动能减弱、反内卷推进，8 月工业生产增速可能还会小幅下行。总体上看，8 月经济增长动能有可能延续偏弱状态。整体看，如果宏观经济回升，仍需政策加持。

图表 1：固定资产投资增速回落明显



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

7 月金融数据：政府债支撑社融改善、股市活跃推升 M2

2025 年 8 月 13 日，人民银行发布 2025 年 7 月金融统计数据：

社会融资规模：2025 年 7 月新增社融 1.16 万亿，同比多增 3,893 亿元，截至 7 月末，社融存量同比增速较上月回升 0.1 个百分点至 9.0%。从社融分项来看，政府债券融资、企业债融资和外币贷款是支撑社融的主要因素，7 月政府债券融资新增 1.24 万亿，同比多增 5,559 亿；7 月社融口径人民币贷款减少 4,263 亿元，同比多减 3,455 亿元；7 月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计减少 1,667 亿，同比多减 911 亿元，其中委托贷款继续同比少增 522 亿元，未贴现票据融资同比多减 564 亿元。

贷款投放：2025 年 7 月金融机构口径人民币贷款减少 500 亿元，较去年同比多减 3,100 亿元，截至 2025 年 7 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑 0.2 个百分点至 6.90%。

货币供应：截至 2025 年 7 月末，M2 同比增速回升 0.5 个百分点至 8.8%，M1 增速回升 1.0 个百分点至 5.60%，受此影响 M2-M1 剪刀差收窄至 3.20%。从存款结构看，7 月份非金融企业存款减少 1.46 万亿元（同比少减 3209 亿元），居民存款减少 1.11 万亿元（同比多减 7800 亿元），财政存款新增 7700 亿元（同比多增 1247 亿元），非银金融机构存款新增 2.14 万亿元（同比多增 1.39 万亿元）。综合来看 7 月份人民币存款新增 5000 亿元，同比多增 1.3 万亿元。

工业品仍难有大趋势

近期内盘工业在反内卷政策的刺激下一度强势，但是反弹的高度取决于需求端，从前瞻的社融数据看，信贷转为负增，政府债支撑社融增速回升，需求端比较依赖财政的力度。我们认为目前位置看大周期上行并不恰当，大部分工业品的基本面仍乏善可陈。

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 14 日	三部门：对于单笔 5 万元以上的消费，以 5 万元消费额度为上限进行贴息	服务业经营主体贷款可享 1%贴息	稳增长政策继续出台
	8 月 14 日	贝森特暗示：美联储应对 9 月降息 50 基点持开放态度	特朗普提名的美联储理事米兰和主席热门人选布拉德力挺降息	美联储独立性正在丧失
数据	8 月 15 日	7 月新增社融 1.16 万亿元，人民币贷款减少 500 亿元	信贷数据显示企业信心依然不足	政府债支撑社融改善
	8 月 15 日	美国 7 月 PPI 环比飙升至 0.9%	创三年新高，同比升至 3.3%	关税对 PPI 的影响逐渐明显
事件	8 月 13 日	北京：符合条件家庭五环外不再限制购房套数。	京籍居民家庭、在本市连续缴纳社会保险或个人所得税满 2 年及以上的非京籍居民家庭，购买五环外商品住房不限套数。	地产限购进一步放松

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观经济：积极因素逐步累积，结构性问题仍然明显

经济稳中向好的积极因素增多，部分指标出现改善。一是居民负债表有望逐步修复。A 股上涨效应一定程度上对冲房价下行压力，居民资产负债表或逐步修复，对实体经济形成正向带动作用。二是政府支出始终保持高强度，为经济企稳注入强心剂。社融中的政府债券净融资持续高增，重点向消费、基建投资及民生支出领域倾斜。三是资金活化程度明显增加，有利于社会主体预期改善、增强经济活力。四是“两新”政策及“反内卷”政策效果逐步显现，物价有边际改善迹象。7 月份核心 CPI 同比上涨 0.8%，为 2024 年 3 月以来最高。五是新旧动能加快切换，高质量发展特征突出。航空航天、TMT 领域投资保持高强度。六是关税扰动最大时期大概率已经过去。

部分经济指标有待改善，尤其是内生经济动能还需巩固。一是地产对经济的拖累作用仍然没有扭转。7 月份中国商品房销售面积、房地产开发投资完成额降幅均在扩大，各线城市的二手房价格仍未止跌。二是海外需求存在一定不确定性。前期“抢出口效应”在第三、四季度或将逐步转为“透支效应”，且近期美国非农数据明显走弱，后续海外需求存在较大不确定性。三是经济内生增长动能仍待巩固。与居民消费相关的社零、与居民购房相关的居民中长贷、与企业投资相关的企业中长贷均未见趋势性好转迹象。四是量价背离较为明显，利润增速仍待改善。1-6 月份规模以上工业企业利润累计下降 1.8%，与今年上半年 5.3%实际 GDP 增速形成反差，PPI 走弱对利润增速拖累较大。

全年经济增速大概率呈现前高后低走势。政策端，在 2025 年上半年 GDP 完成 5.3%的增速的情况下，下半年推出大规模增量政策必要性下降，将为应对内外部挑战预留一定政策空间。经济端，预计 2025 年第三季度房地产投资仍将拖累经济增速，出口不确定性增加，但制造业及基建投资、消费端仍有一定韧性。综上，我们预计 8 月份往后经济增速将面临一定压力，全年经济增速大概率呈现前高后低走势。

3 流动性：股债转换明显

8/11-8/13，股债“跷跷板”到“双牛”。8/11 央行公开市场大额净回笼，使得市场对于货币宽松的预期有所收敛，同时，商品、权益市场延续强势表现，7 月政治局会议强化“反内卷”预期，8/12 尾盘，财政贴息方案落地。

多重合力下，对债市情绪形成拖累，交易盘抛售力度加大，放大市场波动；8/13，股市延续偏强表现，但债市显现一定韧性，7 月贷款数据和偏松的资金面形成支撑，演绎修复行情。聚焦 8 月后半月，短期内债市缺乏新的叙事主线，流动性或继续成为债市行情演绎的关键。

一方面，从风险资产的演绎来看，持续性待进一步观察。进一步从风险资产与债市的联动来看，已持续一段时间，中长期维度债市仍跟随基本面定价，风险资产的走强属于短期扰动。但近期增量政策持续发力，提振市场风险偏好，从供需两端驱动经济增长，使得债市情绪相对敏感，对于负债端的稳定性及赎回压力的担忧也有所升温。

但另一方面，若流动性处于相对稳定的状态，尽管政策预期和赚钱效应或驱动部分资金流向风险资产，资金的这部分边际变化不足以成为主导债市行情的关键逻辑。若流动性环境较为充裕，反而更易催生“股债双牛”。

月中时点，资金面将迎来多重扰动，需要重点关注央行投放情况、大行净融出水平以及债基等广义基金的负债端稳定性。

4 宏观策略

近期内盘工业在反内卷政策的刺激下一度强势，但是反弹的高度取决于需求端，从前瞻的社融数据看，信贷转为负增，政府债支撑社融增速回升，需求端比较依赖财政的力度。我们认为目前位置看大周期上行并不恰当，大部分工业品的基本面仍乏善可陈。

5 股指期货市场分析

指数基数上行

两市本周继续大涨，且呈现加速态势，周度表现看，其中沪深 300 指数+2.37%，上证 50 指数+1.57%，中证 500 指数+3.88%，中证 1000 指数+4.09%。

目前指数呈现加速上行的态势。

存款搬家进入股市的态势明显

7 月份居民存款**减少 1.11 万亿元**（同比多减 7800 亿元），财政存款新增 7700 亿元（同比多增 1247 亿元），**非银金融机构存款新增 2.14 万亿元**（同比多增 1.39 万亿元）。

国内当前债市、现金、黄金、楼市等其他大类资产投资收益率均不佳，投资者普遍面临资产荒现象。A 股市场的财富效应较好且当前估值仍不贵，我们可以看到这一轮 Wind 全 A 指数上涨过程中伴随着成交量放大，投资者的财富效应较好，形成了较高的风险偏好；估值方面，截至 8 月 12 日，A 股各大板块平均市盈率位于近十五年 **40-65%历史分位数**，仍然不算贵，但是小盘股估值明显偏贵。

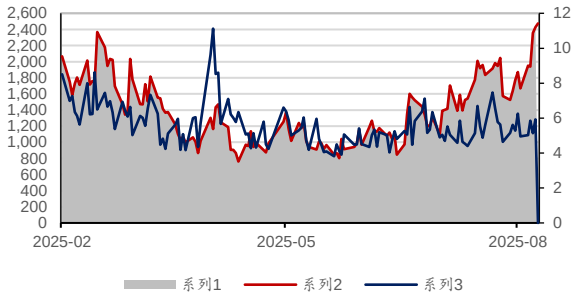
不猜顶

流动性是这轮行情的主导力量

流动性层面，目前 M2/沪深股市股票流通市值比值已连续 25 个月高于 400%，后续有向“结构性牛市行情”演绎的可能性。政策层面，预计下半年经济政策将保持定力，为国内外不确定性预留一定政策空间，降准降息的预期或将延后。

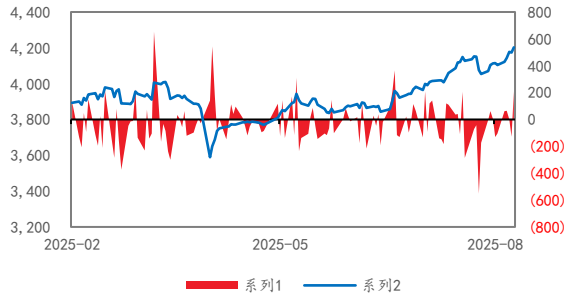
从 7 月份社融数据来看， 居民存款少了 1.1 万亿元，但非银机构存款多了 2.14 万亿，按照比例测算，存款搬家进入股市已经是较为明显的态势，这也是指数一直强势的主要原因。我们认为市场强势的特征未发生变化，这轮行情的驱动在于流动性助推和赚钱效应，目前看这一趋势并未发生变化。

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



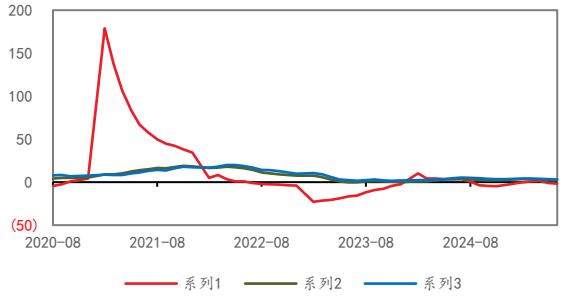
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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。之前因环保检查导致产量下降的冶炼厂也在 7 月恢复正常生产，7 月 SMM 中国电解铜产量环比大增 3.94 万吨，升幅为 3.47%，同比上升 14.21%。1-7 月累计产量同比增加 82.08 万吨，增幅为 11.82%

进口方面，2025 年 6 月精炼铜进口量为 30.05 万吨，环比增长 18.74%，同比增长 5.11%，略高于市场预期。

淡季效应

据钢联数据显示，2025 年 7 月国内精铜杆产能利用率为 61.32%，环比降低 0.99%，同比降低 0.85%。开工率不及预期，下游企业提货跟进谨慎，精铜杆企业出现减产停产的现象，企业无国货意愿，库存水平保持低位，目前正值淡季，且下游对高价铜接受意愿不高，精铜杆企业有超预期减产现象。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。

1-7 月份，全国房地产开发投资 53580 亿元，同比下降 12.0%；其中，住宅投资 41208 亿元，下降 10.9%。1-7 月份，房地产开发企业房屋施工面积 638731 万平方米，同比下降 9.2%。其中，住宅施工面积 445107 万平方米，下降 9.4%。房屋新开工面积 35206 万平方米，下降 19.4%。其中，住宅新开工面积 25881 万平方米，下降 18.3%。7 月地产数据依旧疲弱，房地产投资、新开工与销售均显著下滑，对终端需求形成持续拖累。

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。下游消费整体表现疲弱，企业新增订单和提货量都偏少，且美国铜关税未涉及到进口量最大的精炼铜，非美市场铜搬运逻辑彻底结束，需求端也有回落压力。美联储降息预期回升，但需求限制其高度，短期或以区间震荡为主。

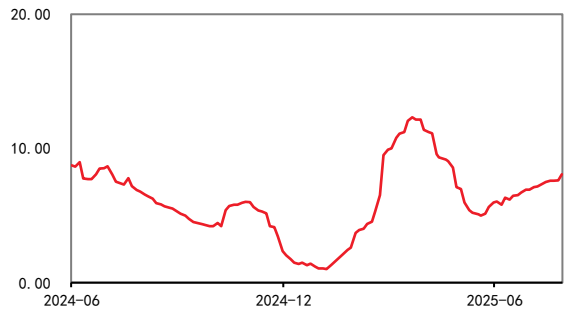
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



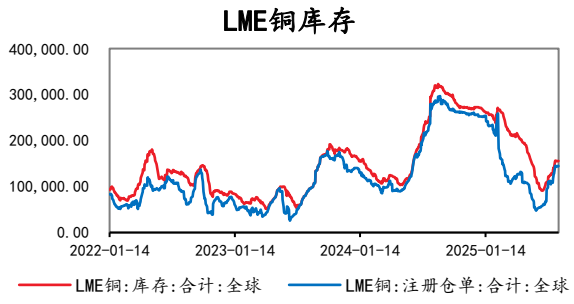
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



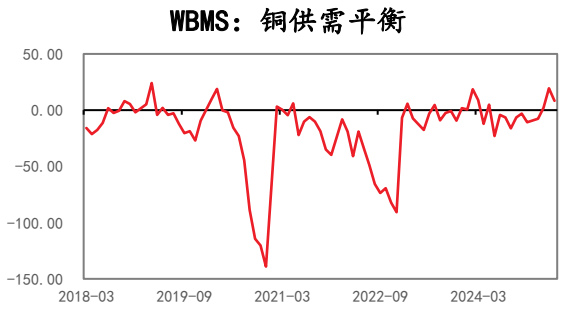
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



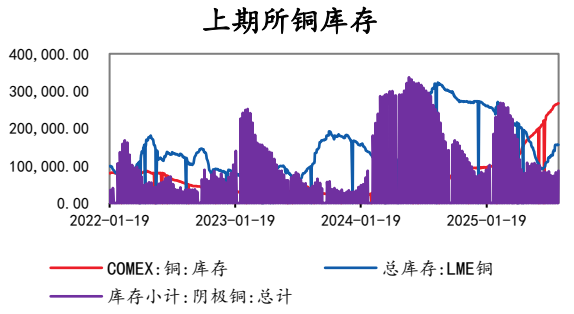
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



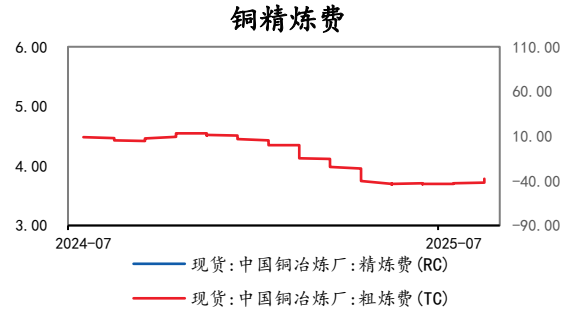
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。冶炼利润持续修复，冶炼厂开工率位居近年来同期高位，强于季节性，从 7 月精炼锌产量来看，供应宽松逻辑基本兑现，2025 年 7 月 SMM 中国精炼锌产量环比增加 3%，同比增加 23%左右，1-7 月累计同比增加 4%以上，高于预期值，预计 2025 年 1-8 月产量累计同比增加 7%以上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

下游采购积极性不高；7 月三大初级加工行业下游采购经理人指数分化，镀锌 PMI 因黑色金属带动回升至 50，压铸合金、氧化锌均位于收缩区间。天津、河北等地区热镀锌合金厂家出货一般，厂家反馈下游市场镀锌行业需求不景气，热镀锌厂家市场订单有所下降，订单持久性待验证。铁塔订单尚可，但企业利润薄弱，排产不满，出口订单因关税原因有所弱化，其他板块尚无起色。

根据汽车工业协会的数据，2025 年 1 至 7 月，我国汽车产销累计完成 1823.5 万辆和 1826.9 万辆，同比分别增长 12.7%和 12%，产销增速较 1 至 6 月分别扩大 0.2 个和 0.6 个百分点。以旧换新政策效果继续显现，助力车市平稳运行，同比实现增长。

LME 挤仓风险再度显现

近期 LME 锌挤仓风险再度显现，一方面，LME 锌库存持续下滑且速度加快，LME 锌库存为 7.9 万吨，较 7 月底下滑 24.1%，且较去年同期下滑 66.8%，库存去化速度加快，达到近五年同期低位水平。另一方面，LME 锌 0-3 合约升贴水有所上调，且 LME 持仓集中度仍较高。种种迹象表明 LME 锌挤仓仍存隐患，近期伦锌涨幅较好，带动沪锌震荡走强，后续来看建议投资者持续

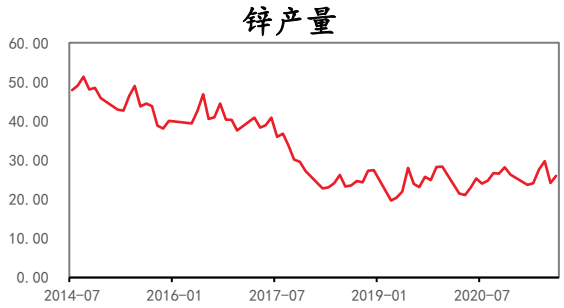
关注 LME 锌库存、升贴水等动态情况，警惕挤仓扰动再次升温的可能性。

2 总结

冶炼端利润修复较好，供给端缓慢从偏紧过渡至过剩，加工费持续走强。传统消费淡季表现较为疲软，镀锌、压铸锌合金等加工板块整体开工未见明显回暖，整体水平保持偏弱运行。LME 库存持续下降，有一定挤仓风险，空头需谨慎。供强需弱格局未改，后续关注国内库存累积情况和宏观指引。

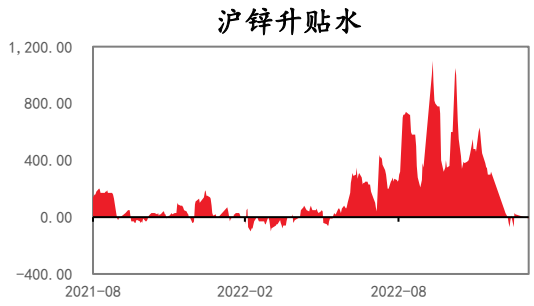
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



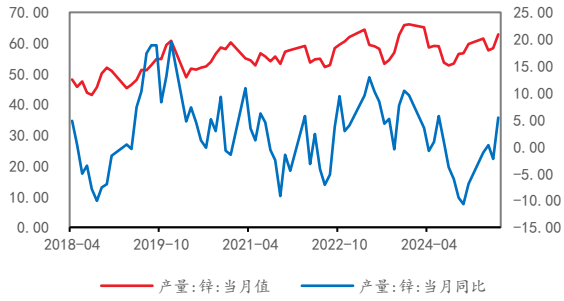
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



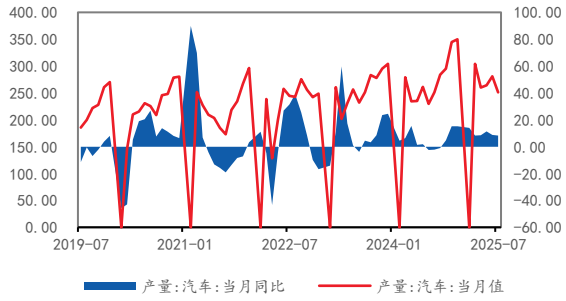
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 多空交织，需求承压下的阶段性支撑

上周交易所针对焦煤价格的干预措施有效降温了市场的过度情绪。原料端炒作趋缓，使得钢价短期内失去了强烈的上行动力，市场逐渐回归基本面逻辑。

从宏观层面看，7 月数据显示经济恢复动能不足。固定资产投资增速放缓，房地产投资、新开工与销售仍在持续下滑，基建投资的支撑力度也有所减弱，整体对钢材终端需求形成较大压力。需求端缺乏亮点，叠加政策对刺激消费与地产的态度相对保守，使得中长期钢材基本面偏空格局并未改变。

供应端来看，钢材整体产量仍处高位，尽管阶段性存在环保、阅兵等因素引发的限产预期，但实际供应压力并未显著缓解。库存继续累积，显示终端消化不足，市场隐忧依然存在，但因目前处于淡季，市场对此关注不多。

外部环境方面，中美关税问题在短期内并未进一步恶化，美俄总统会晤也带来一定缓和氛围，而美联储 9 月降息概率已超过 90%，全球流动性环境趋向改善，外部扰动边际好转。但需要注意的是，钢价上涨对出口形成一定抑制，而出口是近年来对冲国内地产下行压力的重要渠道。目前市场对这一风险仍存在低估，若出口动能放缓，下半年钢材市场的压力或将真正显现。

短期来看，阅兵临近带来的限产预期，仍为钢价提供一定下方支撑。但值得警惕的是，若阅兵逻辑兑现后缺乏新增利好支撑，市场将重新回归需求驱动的基本面逻辑。在需求疲弱、出口承压的背景下，价格大概率再度承压回落。

总体判断，钢材市场正处于多空交织的阶段性窗口。情绪面趋稳与政策保守的对冲，使得短期钢价仍有支撑，但中长期基本面偏空的格局未改，需重点关注后续出口变化及政策对需求侧的潜在应对。

2 钢材产销两端分化，库存累积压力加大

本周全国高炉及电炉产能利用率均上行，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 90.2%，环比提升 0.2 个百分点，同比上升 3.2 个百分点；91 家电炉产能利用率为 54.2%，环比提升 0.3 个百分点，同比上升 9.1 个百分点。产能利用率的回升带动五大品种钢材周产量增至 871.6 万吨，环比增加 0.3%，同比大幅增长 11.2%。其中长流程日均铁水产量增加 0.5 万吨至 240.7 万吨，螺纹钢产量略降，而热卷产量有所增长。

库存方面，五大品种钢材社会库存为 990.8 万吨，环比增加 2.9%，同比下降 20.9%；钢厂库存为 425.1 万吨，环比增加 3.0%，同比下降 9.7%。钢材总库存继续累积，周度增幅扩大至 3.0%，较上周增加 1.2 个百分点，社会库存与钢厂库存同步增加。

需求端来看，由产量与库存数据推算的五大品种钢材周表观消费为 831.0 万吨，环比下降 1.7%，同比上升 2.8%。其中螺纹钢表观消费为 189.9 万吨，环比大幅下降 9.9%，同比微降 0.5%；热卷需求则出现改善。成交数据显示，建筑钢材成交周均值为 10.2 万吨，环比下降 1.1%，反映季节性需求回落压力。

价格与盈利方面，本周钢材现货价格整体变动不大，但主流钢材品种即期毛利有所走弱，247 家钢厂盈利率为 65.8%，环比下降 2.6 个百分点。尽管盈利水平仍处高位，但库存快速累积与

表需持续走弱叠加，或将在后续对钢价形成更大压力。

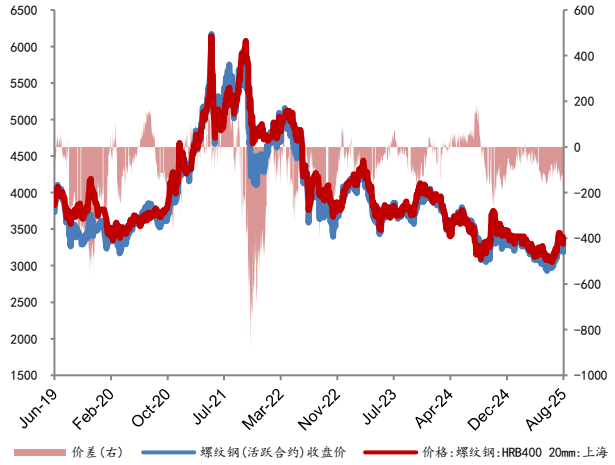
总体来看，本周钢市呈现产量增加、需求走弱、库存快速累积的格局。短期内，在库存消化不畅的背景下，钢价上行空间有限，需密切关注需求端的季节性回落是否进一步加剧。

3 小结

上周交易所对焦煤出手后，市场整体的情绪得到一定降温。宏观层面，7 月数据显示经济恢复动能不足，固定资产投资增速放缓，地产投资、新开工与销售持续下滑，基建投资的支撑力度也有所减弱，使得终端需求整体承压。与此同时，钢材供应仍处于较高水平，中长期基本面偏空。但短期来看，阅兵在即，市场对阶段性供应收缩仍存预期，钢价下方仍有支撑。需要重点警惕的是，阅兵逻辑过后若无新增利好，价格大概率将回归到需求驱动的基本面逻辑。

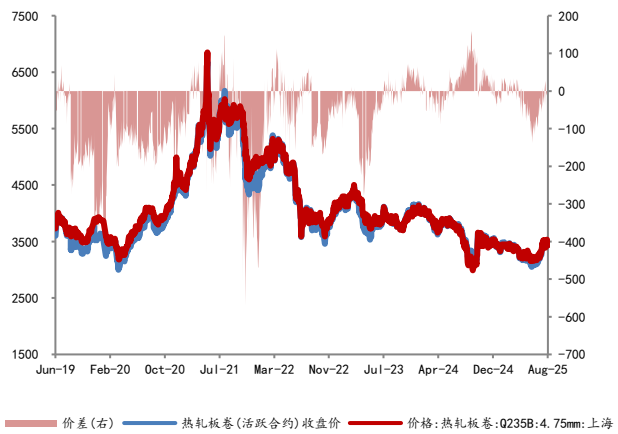
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



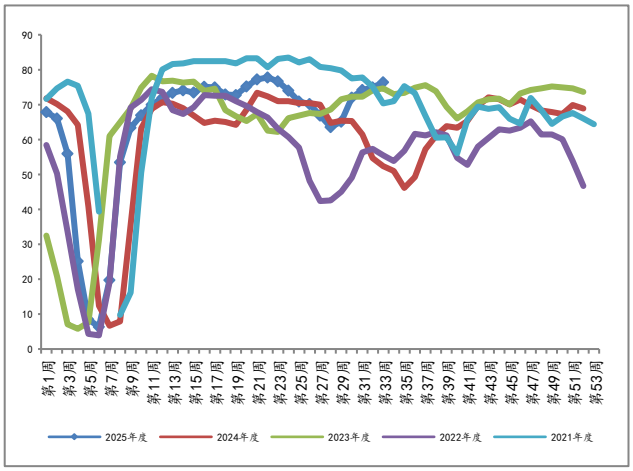
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



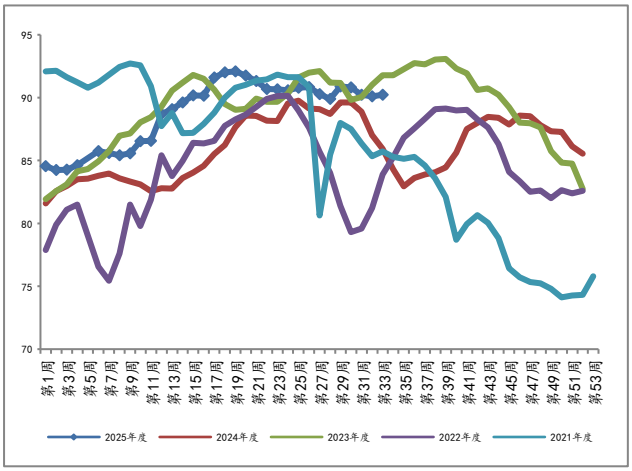
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



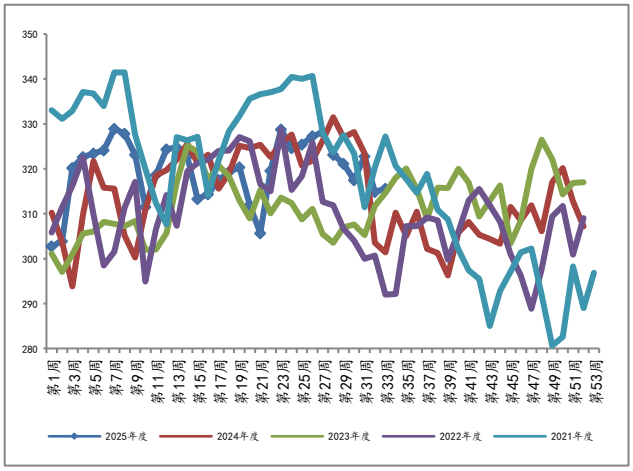
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



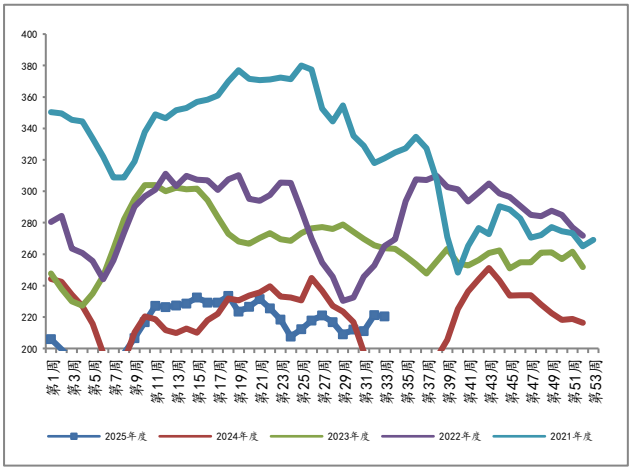
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



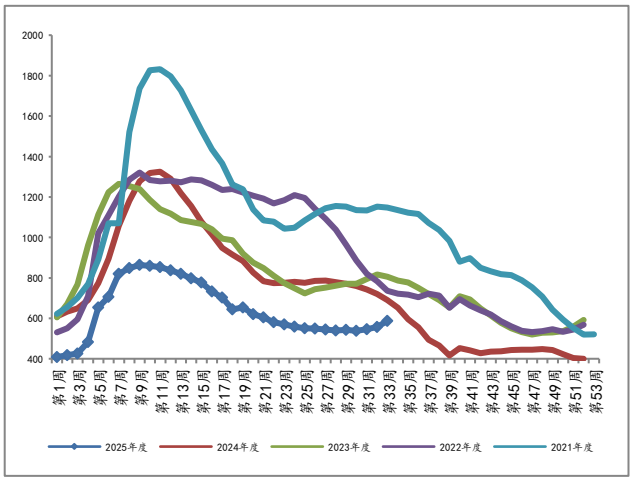
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



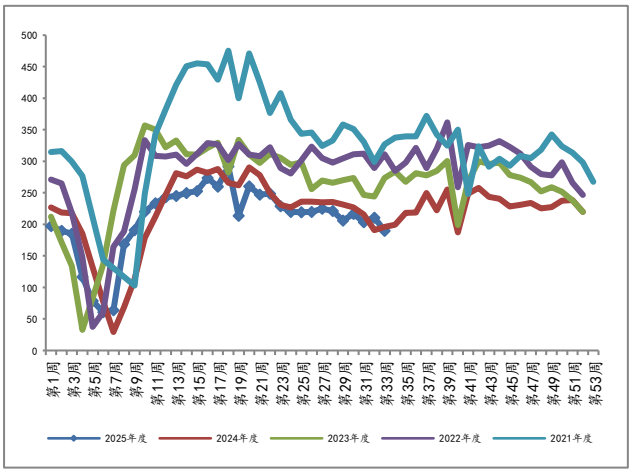
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 OPEC 实际供应成谜

OPEC 最新月度报告显示,7 月该组织整体增产幅度未达目标,但采取的统计口径引发业界争议。

根据报告援引的第三方数据，OPEC+八大核心成员国 7 月原油产量共计增加 30.8 万桶/日，明显低于计划中的 41.1 万桶/日。然而，考虑到对此前超额生产的补偿同步进行，如果增减部分相抵，理论上 7 月八国原油总产量应为 3133 万桶/日，但实际产量却达到了 3170.1 万桶/日。这主要是因为哈萨克斯坦严重违反了协议，计入补偿性减产后，该国原油产量仍超出配额 43.9 万桶/日。

值得注意的是，沙特连续第二个月采用“市场实际供应量”代替传统的产量指标，即不包含库存变动。由于此口径差异，其向 OPEC 申报的产量下降 55.1 万桶/日至 920 万桶/日，而市场供应量却增加 16.5 万桶/日至 952.5 万桶/日。

OPEC+本期报告令人困惑，9 月下一次会议动向成谜，宣称依据市场变化可能采取任何行动。我们预计除非出现重大供应中断，增产计划大概率将暂告一段落，而相对性过剩的加剧仍将令原油走势承压。

3 需求预测过度乐观

在最新的报告中，OPEC 意外上调对未来全球原油需求的预测，认为明年市场将比此前预期的更为紧俏，甚至出现结构性偏紧和去库存状态。

具体地，OPEC 将 2026 年全球原油需求增长预估值上调 10 万桶/日至 140 万桶/日，增速略高于 2025 年水平。在能源需求更加强劲的假设下，考虑到美国等非 OPEC+产油国扩张明显放缓，报告对原油市场供需平衡重新进行评估。OPEC 维也纳总部秘书处认为，若该组织停止进一步恢复闲置产能，明年全球原油库存可能以近 120 万桶/日的速度消耗。

然而历史经验证明，OPEC 市场展望历来倾向于过度乐观，其身为原油最大卖方很难保证客观性。在过去的一年内，OPEC 曾先后六次下调需求预期，累计缩水 32%之多，这种严重偏差令交易者对其最新预测持质疑态度。我们认为，OPEC 可能低估了全球经济放缓、能源转型加速以及特朗普关税等因素对原油需求的负面影响，宏观不明朗和基本面过剩仍对油价构成重压。

4 美俄首脑举行会晤

美国总统特朗普与俄罗斯总统普京于 8 月 15 日在阿拉斯加州举行会晤。然而，外界对这一事件的期待正理性淡化，鉴于俄乌地缘问题的复杂局势，这很可能只是一次试探性的会面，难以指望美俄在当天敲定协议，美方仍需与乌克兰和欧盟进行后续磋商，正式谈判进程才刚刚开始。

就原油贸易流而言，欧盟和美国持续强化对俄罗斯制裁，特别是针对油气产品出口，以削弱俄罗斯财政收入和战争能力。目前，亚洲大国和印度直接购买了 85%的俄罗斯原油，美国已经向印度施加了惩罚性关税，不过参考近年来对伊朗和俄罗斯的制裁效果均大打折扣，我们认为原油供应端暂无中断或严重的结构性短缺风险。相反，需要警惕特朗普是否借此向亚洲大国发难，给关税谈判和经济前景再添变数。

鉴于当前市场并未对俄罗斯原油供应中断的风险充分计价，如果本次会晤未能就解除制裁达成一致，那么即便俄乌停火对油价的利空依然有限。抛开地缘政治问题，后续 OPEC+增产落地叠加夏季需求旺季结束，原油市场开始交易今年晚些时候可能出现的大幅过剩预期。在油价下跌和情绪偏空时，应密切评估美俄可能达成的乌克兰停火协议，以及是否对俄罗斯原油出口带来实质性影响。

5 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。

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，应密切关注中美关税协议和俄乌停火谈判期两件大事，鉴于投资者对特朗普临阵退缩（Trump Always Chickens Out），即 TACO 交易具有共识，目前对其相关言论持谨慎态度，警惕油价波动性潜在的扩大风险。

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

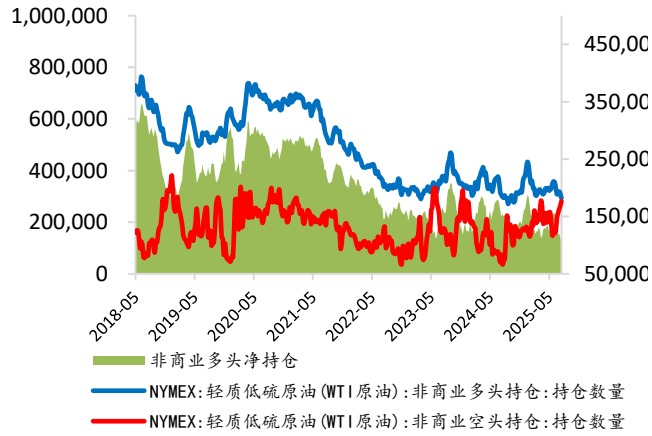
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



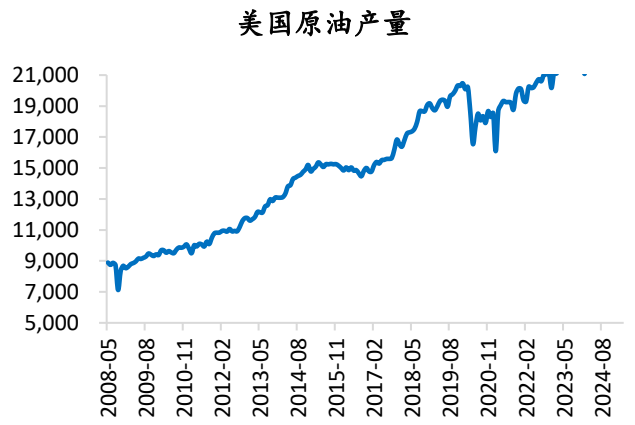
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



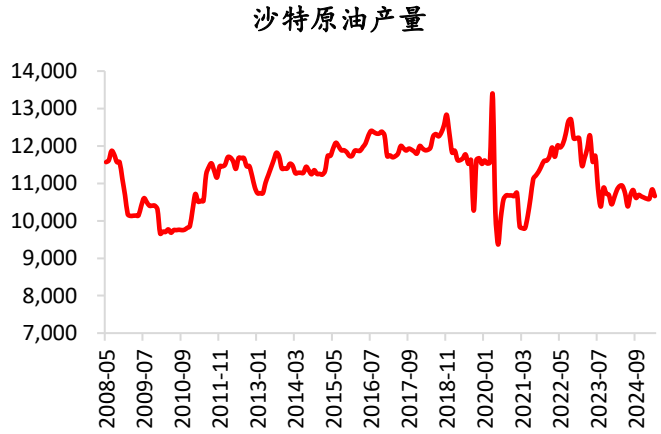
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



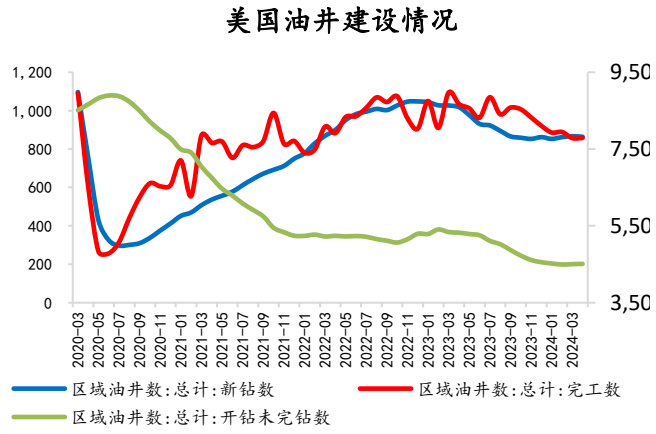
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



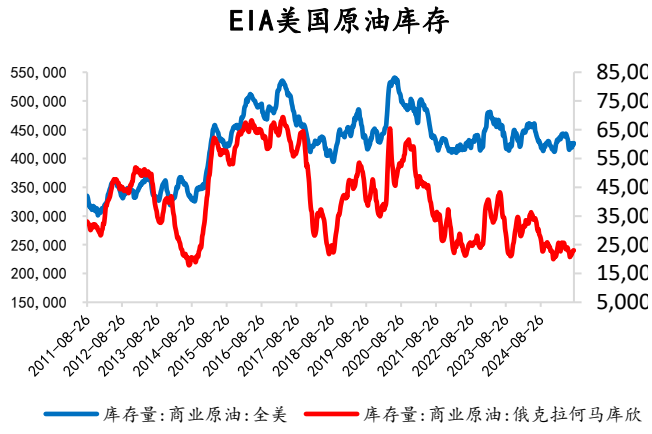
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



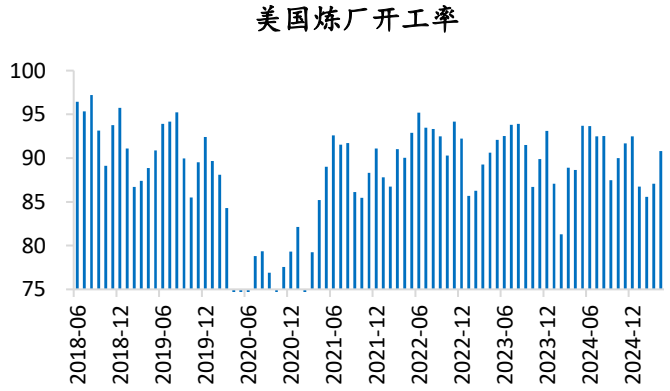
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



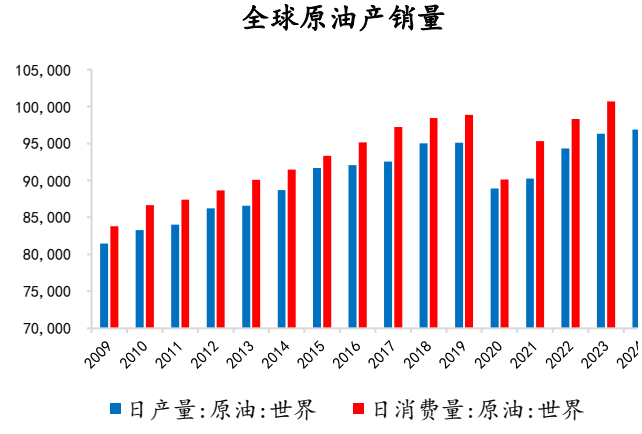
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海关总署最新公布的数据显示，2025 年 7 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 63.4 万吨，同比增加 3.4%；1-7 月中国橡胶进口量共计 470.9 万吨，较 2024 年同期的 389.7 万吨增加 20.8%。

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 淡季利空基本出尽

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。

4 国内终端消费强劲

不同于上一轮上涨缺乏基本面核心支撑，本轮天然橡胶下游已经渐有阶段性转强之势。

中国汽车工业协会数据显示，2025 年 7 月，中国汽车市场产销量分别完成 259.1 万辆和 259.3 万辆，同比分别增长 13.3%和 14.7%；今年前七个月，中国汽车累计产销分别完成 1823.5 万辆和 1826.9 万辆，较上年同期分别增长 12.7%和 12%，增幅环比前六个月分别扩大 0.2 和 0.6 个百分点。其中，新能源汽车延续高速增长态势，7 月中国新能源汽车产销分别完成 124.3 万辆和 126.2 万辆，同比分别增长 26.3%和 27.4%，新能源新车销量占汽车总销量的比例回升至 48.7%。

据第一商用车网初步统计，2025 年 7 月全国重卡市场销售约 8.3 万辆（开票口径，包含出口与新能源车型），较去年同期的 5.83 万辆大增约 42%。自今年二季度以来，重卡行业销量连续同比攀升，且增幅呈持续加速的趋势，反映出橡胶终端需求复苏强劲。

5 RU-NR 差异性分化

本轮橡胶价格反弹过程，两大天然橡胶期货 RU 和 NR 的逻辑表现出一定差异性。RU 期货合约标的为浅色胶，其相较 NR 品质和价格更高，倾向用于生产乳胶产品；NR 期货合约标的为深色胶，主要用于生产汽车轮胎；但由于 RU 上市历史悠久，国内产业资金习惯以其进行非标套利操作。在全球主产区原料上量阶段，NR 表现通常会弱于 RU，反映出市场对深色胶供应压力增长的预期。7-8 月这两轮上涨行情中，东南亚上游高价出货意愿强烈，然目前受天气影响产出有限，预计 9-10 月青岛船期集中到港，国内进口压力或将兑现。需要注意的是，RU 金融属性较 NR 更为显著，近期受宏观预期和反内卷刺激表现强势。目前，交易者对国内宏观和金融市场发生较大改观，自 4 月关税战以来的悲观情绪有所好转， 令 RU-NR 二者价差整体持续扩大。

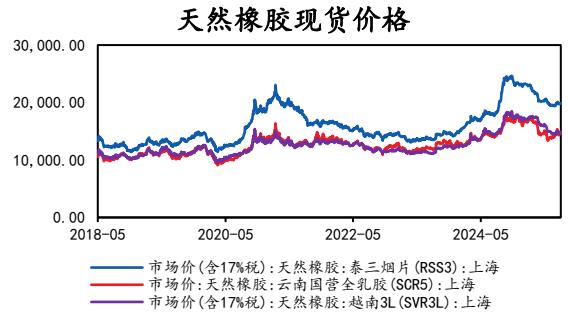
6 周期重拾上升大势

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。

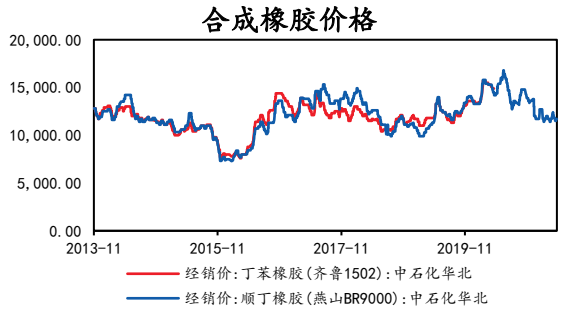
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



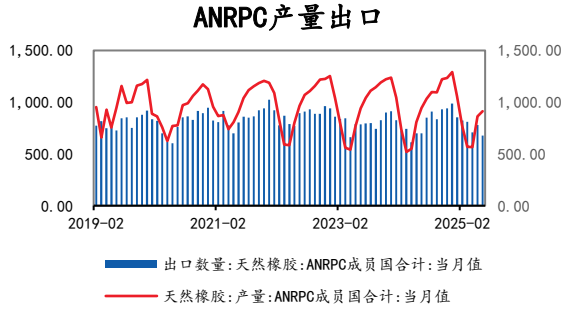
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



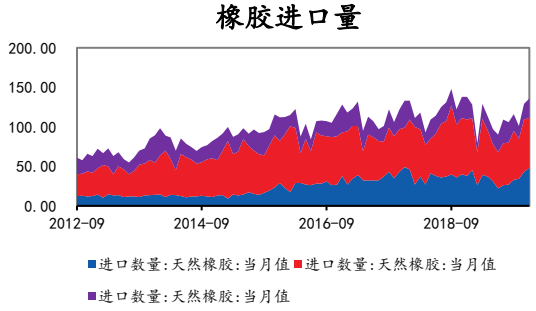
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



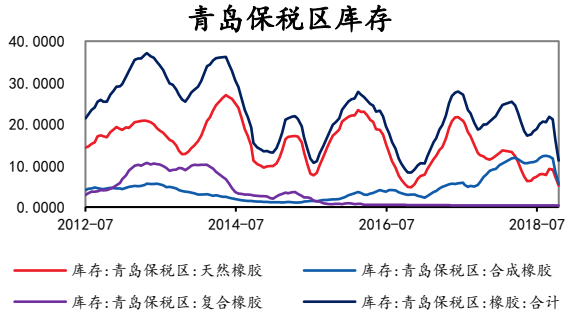
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



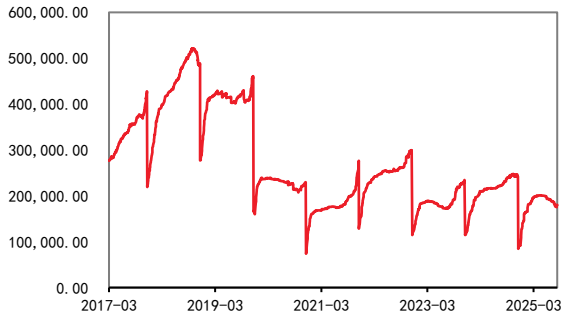
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



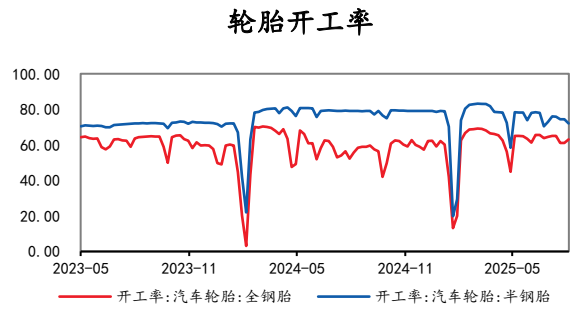
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



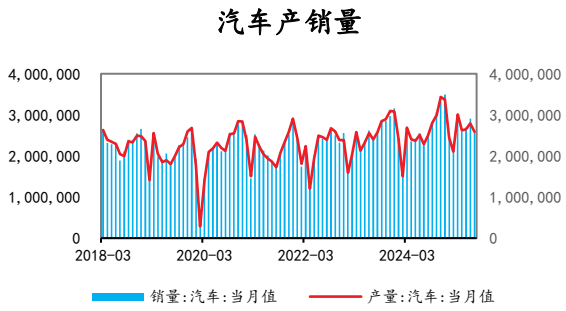
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：利多报告提振美豆止跌回升，国内油脂高位震荡

1 外部豆类市场分析

USDA 调低美豆面积，美豆市场强势回升

美国农业部在 8 月供需报告中将美豆播种面积由上月的 8250 万英亩下调到 8010 万英亩，同时将美豆单产由上月的 52.5 蒲式耳/英亩调高到 53.6 蒲式耳/英亩。受美豆面积下降影响，美国农业部预估 2025 年美豆产量为 42.92 亿蒲式耳，低于上月预估的 43.35 亿蒲式耳。此外，美国农业部还调低了上年度美豆结转库存，直接导致新年度美豆期末库存下降 2000 万蒲式耳至 2.9 亿蒲式耳的三年最低水平。美国农业部意外下调美豆播种面积，本次报告利多程度超出预期，为美豆重回 1000 美分之上运行提供重要支撑。

美豆生长状态良好，天气窗口持续收窄

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 8 月 10 日当周，美国大豆优良率为 68%，与市场预期一致；当周美豆开花率为 91%，上年同期和五年均值分别为 90%和 92%；当周美豆结荚率为 71%，上年同期和五年均值分别为 70%和 72%。目前是美豆产量形成最为关键时段，美国作物区土壤墒情较好，天气前景展望也整体利于作物生长。随着天气窗口持续收窄，本年度美豆市场已很难掀起大规模天气炒作行情。

MPOB 月报利空程度低于预期，印尼推进 B50 计划

马来西亚棕榈油局（MPOB）本周一发布月度供需报告。报告显示，马来西亚 7 月棕榈油产量环比增长 7.09%，出口环比增长 3.82%，库存量环比增长 4.02%，低于报告前市场预期的 10.8%。本次报告的利空程度显著低于预期。三家船货检验机构发布的马来西亚 8 月 1-10 日棕榈油产品出口环比增幅在 23.3%—65.25%。此外，印尼官员重申该国将于 2026 年实施 B50 计划。印尼生柴消费将压缩可供出口的棕榈油资源，是近两年棕榈油价格较豆油大幅升水的主要原因。MPOB 月报利空出尽叠加印尼生柴消费提振，国内外棕榈油市场纷纷出现突破性反弹行情。

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。

中国对进口加拿大油菜籽实施反倾销措施，菜系商品供给紧张担忧升温

中国商务部 12 日发布公告，决定对原产于加拿大的进口油菜籽实施临时反倾销措施。根据公告，调查机关决定采用保证金形式实施临时反倾销措施。自 8 月 14 日起，进口经营者在进口被调查产品时，应依据初裁决定所确定的各公司的保证金比率向中国海关提供相应的保证金。加拿大是中国菜系产品的主要进口来源国，分别占国内进口菜籽、菜粕总量的 90%和 70%以上。此次反倾销调查初裁落地，意味着加拿大菜籽因高成本难以进入中国市场。国内远期菜粕和菜油供给担忧升温，推动相关商品闻风大涨。

中国积极扩大菜油和菜粕进口渠道，缓解国内供给紧张预期

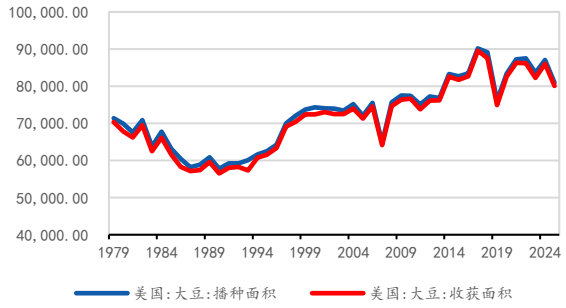
自 2018 年起，中国已积极探索从澳大利亚、俄罗斯、阿联酋及中亚等地进口油菜籽及相关产品。在今年 7 月澳大利亚总理访华期间，中澳双方敲定了一项关键协议：澳大利亚将向中国试运五批油菜籽，总量控制在 15 万至 25 万吨之间。澳大利亚是全球第二大油菜籽出口国，年出口能力达 460 万吨，其中 95%为“双低品种完全匹配中国榨油和饲料加工的高品质需求。整体来看，中国在对加拿大油菜籽实施反倾销措施前，已经在积极拓展其他油菜籽供给渠道，不排除后续会有其他措施陆续出台。此外，在全球大豆供给宽松的大格局下，豆粕和豆油价格对菜粕和菜油价格依然具有较强影响力，从而不支持菜系商品出现非理性过度炒作。

3 油脂油料市场展望

美国农业部通过调低美豆面积推动美豆止跌回升，中美就 24%关税继续暂停等达成共识，高关税导致美豆对华出口竞争力远低于南美大豆。中国进口商尚未采购美国新豆，远期供给担忧支撑国内豆粕和豆油价格保持抗跌状态。印尼 B50 计划遭遇行业协会的阻力，为明年实施增添变数。油脂板块利多预期犹存，但连续上涨后累计的获利盘较为丰厚，不排除高位抛压扭转市场预期的可能。油脂板块可以保持逢低买入策略，避免高位追涨。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。中储粮单向拍卖成交率低迷，短期干扰因素退场后，供强需弱重新主导豆一期货市场保持偏弱状态。

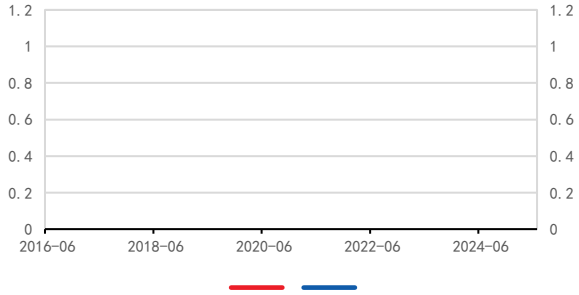
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



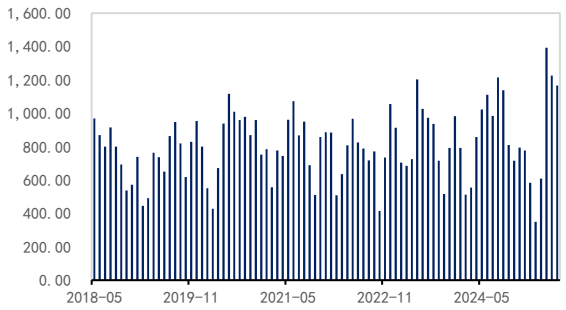
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



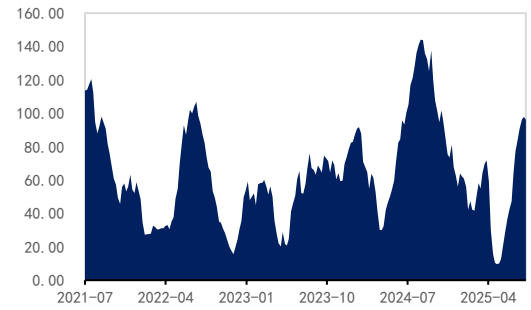
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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