中金财富期货策略周报（2025 年第 29 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：目前资本市场分化明显，股市大涨，债市回落，商品市场维持震荡行情。在商品市场也存在明显的分化，其中供给扰动品种走势较强，但波动也较大，其他工业品小幅震荡，无明显趋势。

股指期货：整体来看，目前市场对牛市的解释，还未上升到认为股市对经济举足轻重的地位，板块机会也尚未在更大范围扩散，市场走势仍较为健康。建议多单继续持有，或者关注调整之后的机会。

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：冶炼厂开工率强于季节性，矿端供应宽松逻辑逐步传导至冶炼端，7 月国内精锌产量大增。当前下游锌加工企业新增订单不足，原料采购仅维持刚需，此外黑色板块或有限产可能，后续需求仍有下滑空间，当前社库已进入连续累增状态。供应端宽松叠加需求端偏弱的基本面对锌价持续上冲的提振不足，驱动偏弱，锌价或仍以震荡运行为主。

钢材：钢市已进入淡旺季切换阶段，交易逻辑逐渐从政策预期回归到现实基本面。短期看，阅兵前的供应收缩预期和外部环境改善为钢价提供支撑，但供需矛盾并未根本缓解：供应高位、需求承压、出口环境趋紧。钢价反弹行情更多是事件驱动与情绪驱动，反转逻辑并不成立。

原油：我们认为，原油市场趋势性进入下行周期，并将长期深陷过剩泥潭，且伴随着波动性加剧的特征。主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势全面熄火，如果未来市场形势不发生改变，国际原油或从今年四季度到明年一步步滑向熊市深渊。

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：美豆进入生长中后期，目前约有 9%的美国大豆种植区域受到干旱影响。随着天气窗口逐渐收窄，美豆减产炒作的概率将进一步降低。从 ProFarmer 发布的作物巡查报告看，美豆多个主产州大豆结荚数均处于历史最高水平，美豆产量预估值存在进一步上调空间。目前中国四季度已采购的大豆订单基本全部来自南美，中美如何处理大豆贸易是市场关注的重点，也是影响未来美豆能否克服产量压力持续走强的关键。本周美豆强势反弹而国内豆粕市场冲高回落，显示市场对中美恢复大豆贸易的预期转向乐观。随着油脂板块高位回吐压力得到释放，内外盘油脂市场利多因素再度增加，尤其是马来西亚棕榈油出口强劲，印尼棕榈油库存压力下降，将为国内油脂板块高位运行提供支撑。国产大豆进入生长中后期，东北产区大豆苗情整体较好，预计可以实现目标产量。中储粮和地方粮源相继展开拍卖，供给增加以及新季大豆上市时间临近，供应宽松格局仍在推动豆一期货市场向下寻找支撑。

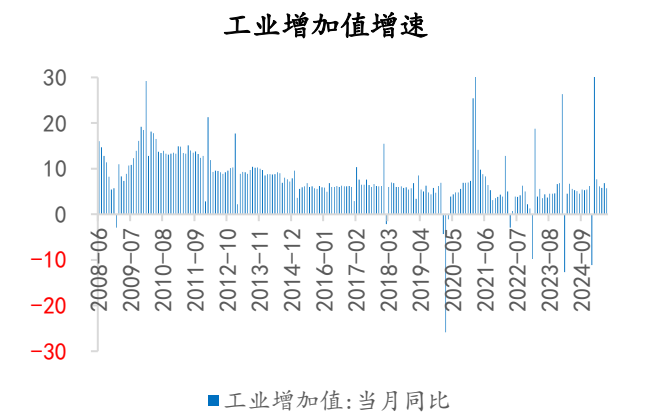
目录

周度策略：经济放缓 股市强劲 ..... - 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：内需边际放缓 ..... - 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 反内卷情绪降温，预期驱动接近尾声 ..... - 14 -
2 产量高位，减产意愿不足 ..... - 14 -
3 多重拖累下的修复难题 ..... - 14 -
4 铁水小幅回升 需求改善但库存继续累积 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 俄美会谈重大转折 ..... - 18 -
2 地缘问题走向落幕 ..... - 18 -
3 卖方预期过度乐观 ..... - 18 -
4 买方预测极为悲观 ..... - 18 -
5 旺季尾声回光返照 ..... - 19 -
6 熊市周期基本确认 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 全年供需整体平衡 ..... - 22 -
2 上量爬坡意外吃力 ..... - 22 -
3 累库态势明显放缓 ..... - 22 -
4 需求唱衰预期落空 ..... - 23 -
5 RU-NR 差异性分化 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆保持强势，国内豆粕市场冲高回落 ..... - 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 -

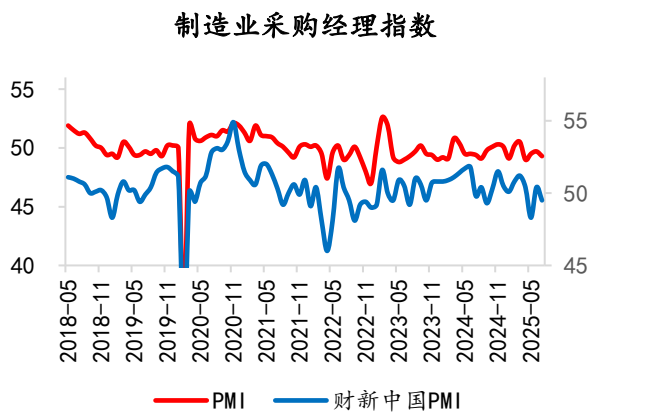
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



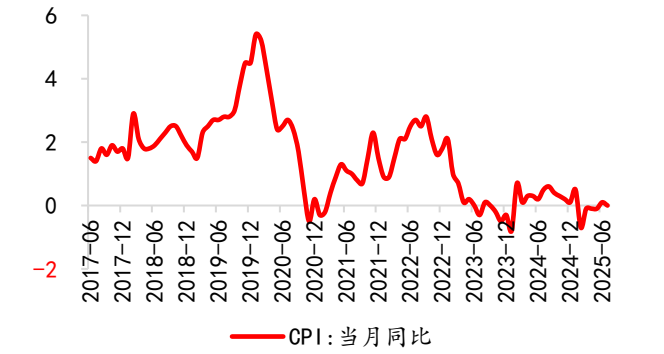
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



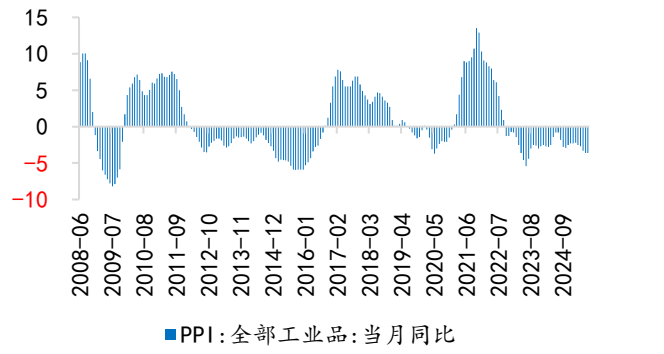
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



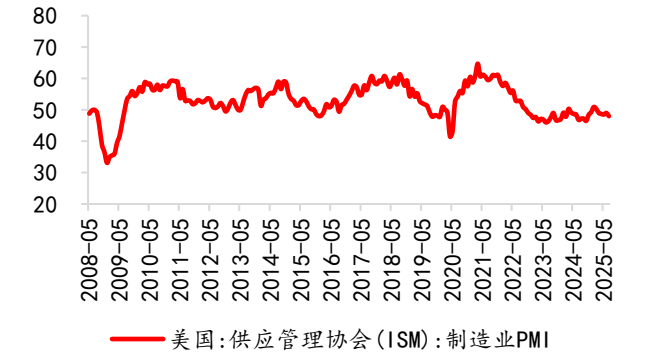
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



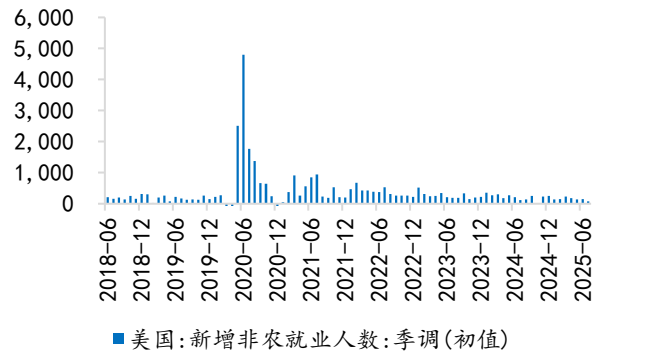
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济放缓 股市强劲

近期的经济数据我们已经反复做过解读，仍处在需要政策呵护的阶段，因此商品市场表现也较为平淡。但是从资本市场的表现看，股市大幅上涨，进入加速阶段。

需要担忧下半年的财政滑坡吗？

7 月份的经济数据我们已经做过解读，7 月经济放缓的态势明显。经济数据显示，内需较为疲软，消费下行速度较快且下半年压力仍存；投资大幅下降，未来基建投资可能有一定支撑，但总投资增长动力不足；通缩压力仍然较大，企业盈利面临困境。外需相对较强，但是贸易政策的不确定性仍大，出口增长的持续性存疑。整体看下半年经济会面临压力，出台新一轮较大规模刺激政策的必要性较强。

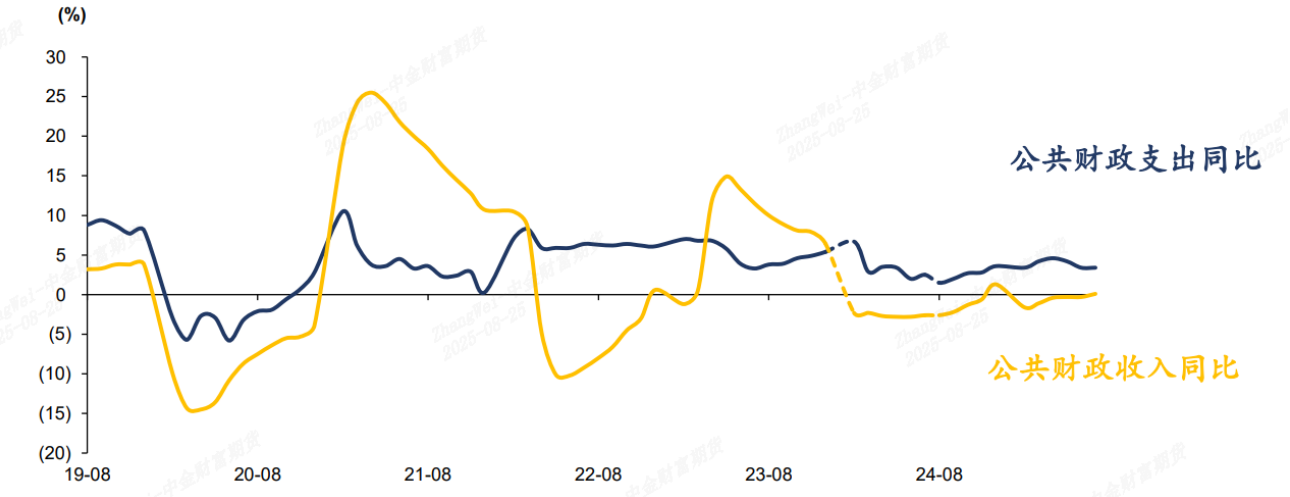
从财政的角度看，市场担忧下半年财政滑坡。

全国财政预算在每年 3 月制定完毕，若后续执行中无预算调整（增发债务），则财政明显前倾的年份，下半年或面临支出增速掉档，称为“财政退坡”；如 2022 年，受新增专项债前置发行等因素影响，上半年广义财政支出同比 12.4%，下半年仅为-4.6%。

为什么今年下半年可能出现“财政退坡”？一种观点认为，下半年财政力度回落或明显拖累经济、仍需超常规增量政策对冲：今年上半年，财政靠前发力、支出增速较高（8.9%，全年目标或约 3.4%~5.1%，若年内不再推出超常规增量政策，今年下半年广义财政支出或约-0.4~2.1%，为 2022 年以来同期新低（增速区间按完成全年预算~下半年卖地收入安排的支出同比-10%测算），上、下半年的广义财政支出增速落差或高达 6.8%~9.3%，为 2022 年以来最大。

我们认为，即使今年下半年“财政退坡”，实际拖累经济的风险或有限，但是正如上文所述，目前的经济仍需要政策支持，否则宏观需求端仍较为疲弱。

图表 1：1-7 月财政收入支出同比



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

股市大幅上涨

我们上周对 7 月份金融数据做出解读，并指出居民存款流入股市的态势明显。从本周的情况看，股市大涨，对资金的虹吸效应依然明显。

“股债跷跷板”效应引发市场高度关注。近期权益市场火热，债券市场回撤调整，7 月 2 日至 8 月 21 日，10 年期国债收益率从低点 1.64%一路上行至 1.77%，累计调整 13.5 个 bp，收益率变化率 8.2%，从历史看，这是一轮明显的股债跷跷板行情。

股债跷跷板现象实际较普遍。以 2010 年至今数据计算万得全 A 与 10 年期国债收益率滚动相关系数，得到股债跷跷板效应出现概率（即股牛债熊、债牛股熊，相关系数为正）为 59.5%，股债同向变动的概率（股牛债牛、股熊债熊，相关系数为负）为 40.5%，股债跷跷板现象实际较为普遍。

自 2010 年以来至今，A 股市场已经历 23 轮较显著的完整“股债跷跷板”行情，14 次股牛债熊，9 轮债牛股熊。14 轮股牛债熊中，万得全 A 涨幅均值为 19.3%，中位数为 13.5%，同期 10 年国债收益率在每轮行情中平均上行 39 个 BP，中位数为 27 个 BP，收益率变化率均值/中位数分别为 13.9%/9.6%。

目前股市虹吸非股资金的态势已经非常明显，我们预计在随后的行情中，会迎来存款搬家的情况。

工业品有望延续震荡走势

目前资本市场分化明显，股市大涨，债市回落，商品市场维持震荡行情。在商品市场也存在明显的分化，其中供给扰动品种走势较强，但波动也较大，其他工业品小幅震荡，无明显趋势。

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 19 日	李强：采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，培育壮大服务消费，加力扩大有效投资	要进一步提升宏观政策实施效能，深入评估政策实施情况，及时回应市场关切，稳定市场预期	加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点；加力扩大有效投资
	8 月 21 日	美欧就贸易协定框架达成一致	美国重申对欧盟 15%关税上限	对欧盟汽车的关税可能几周内降低
数据	8 月 17 日	美国 7 月零售销售环比增 0.5%	实际零售销售连续第十个月实现增长	消费者信心意外回落，长短期通胀预期攀升
	8 月 21 日	美国 8 月制造业 PMI 初值 53.3	意外创三年多新高	美国劳动力市场降温愈发明显
事件	8 月 22 日	美国司法部施压开除美联储理事库克	特朗普继续染指美联储	美联储的独立性再度遭受压力

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观经济：内需边际放缓

7 月份的数据显示需求放缓，我们按照三驾马车进行梳理：

地产投资增速低位下行，销售再度放缓。地产新开工仍处于磨底状态，施工、竣工再度下探。固投的建安工程增速转负，新开工偏弱的效果逐步显现，房地产销售“价”的跌幅相对“量”更大。二手房价格同比均继续下行，环比多数回落，短期价格修复动能不足，居民购房情绪相对疲弱。房企资金来源持续偏紧，销售端传导显现，房企拿地依然谨慎。

基建增速放缓，资金、项目仍有支撑。7 月部分城市的高温、台风等天气因素影响下，施工进入季节性淡季。地方化债的背景下，项目端的约束仍将持续。而两重资金仍将给后续基建投资带来支撑，雅下水电工程项目周期较长，将给基建投资带来支撑。

制造业投资增速放缓，受到关税、反内卷、设备更新前置等多重因素共同作用。关税政策的不确定性给出口带来一定压力，部分行业投资增速放缓。反内卷政策推动下，光伏等行业生产受到约束。前期设备更新政策资金到位较快，后续政策跟进边际走弱，给制造业带来的支撑减弱。

消费增速回落，汽车销售转弱带来拖累，暑期出行带来一定支撑，大型企业销售压力较大。暑期服务业消费保持景气，年中以旧换新资金支出进度放缓，叠加前期透支效应有所显现，需求端边际收敛。可选消费表现欠佳，汽车、地产下游的家电、家具家装回落，价格补贴进程放缓和透支效应下，部分耐用品消费增速放缓。必选消费多数上行，烟酒、饮料类消费增速上行幅度较大。

3 流动性：总量宽松窗口或仍延后

央行二季度货政报告对外部环境的定调依然是“更趋复杂严峻”，与一季度货政报告基本一致。外部环境值得关注的问题包括美关税政策增加了经济复苏进程的不确定性、部分经济体通胀仍有粘性、公共部门债务水平处于高位、全球金融市场波动风险加剧等四个方面。结合美国 7 月份 PPI 同比上涨 3.3%，明显高于市场预期值 2.5%，且 7 月份 PPI 环比涨幅创 2022 年 6 月以来

新高，通胀粘性仍强，削弱了美联储年内降息预期，同时美国联邦政府债务已经突破 37 万亿美元，利息支出负担明显加重，中国央行对外部经济形势依然保持较高的警惕。

内部经济环境上，央行二季度货政报告表述的乐观程度明显提升。一季度货政报告对国内经济的相关表述是“国内经济回升向好基础还需巩固，有效需求增长动力不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力”，但二季度货政报告减少为“国内有效需求不足，我国经济运行依然面临不少风险挑战”，删去了企业和群众面临的短暂困难等相关表述，同时上半年国内 GDP 同比增长 5.3%，完成全年经济社会发展目标任务具备良好的基础。

二季度货政报告对国内经济的乐观程度提升，同时适度宽松的货币政策要求“落实落细”，“防空转”仍有政策诉求，均指向总量宽松窗口或仍延后。

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

指数加速上行

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+4.18%，上证 50 指数+3.38%，中证 500 指数+3.87%，中证 1000 指数+3.45%。

目前指数呈现继续加速上行的态势。

中证 A 股整体 PE 为 21.2 倍，处于历史 93%分位；

上证 50 指数 PE 为 11.9 倍，处于历史 64%分位；

中证 500 指数 PE 为 32.6 倍，处于历史 61%分位；

创业板指数 PE 为 38.9 倍，处于历史 30%分位；

中证 1000 指数 PE 为 45.5 倍，处于历史 65%分位；

国证 2000 指数 PE 为 59.6 倍，处于历史 77%分位；

科创 50 指数 PE 为 166.4 倍，处于历史 100%分位；

北证 50 指数 PE 为 73.0 倍，处于历史 97%分位；

创业板指数相对于沪深 300 的 PE 为 2.8 倍，处于历史 18%分位。

各指数走势差异较大，存在明显的先涨和后涨的区别。

继续持有多单

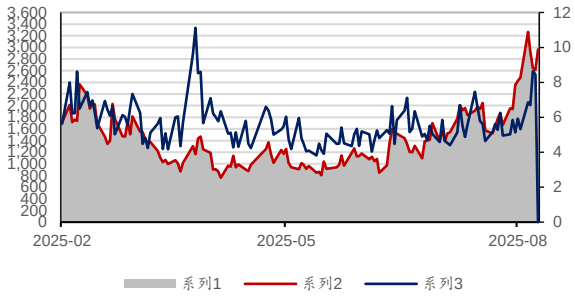
目前市场已经形成的共识是流动性牛市，但在经济逻辑层面，预期依然偏谨慎，投资者并没有

把牛市和中国经济发展的阶段特点结合起来，我们认为，这是指数之前一直没加速的原因之一，也是牛市尚未进入后期的特征。

如果以 2014-2015 年的牛市为例，能够看到，宏观的叙事形成过程较为缓慢。2014 年 7-10 月，宏观预期依然很弱，大部分行业的机会是自下而上的。2014 年 11 月降息后，指数上涨加速，虽然当期经济偏弱，但对经济的未来展望逐渐乐观，金融周期类板块也能阶段性领涨市场。2015 年上半年，随着股市融资回升，投资者把牛市、移动互联网产业机会、中国经济转型结合起来，逐渐认识到股市牛市（甚至是阶段性快速上涨）是有利于经济发展的。

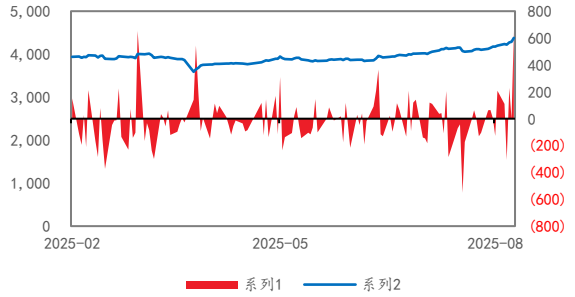
整体来看，目前市场对牛市的解释，还未上升到认为股市对经济举足轻重的地位，板块机会也尚未在更大范围扩散，市场走势仍较为健康。

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



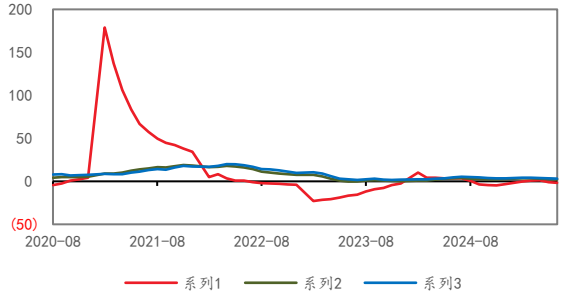
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

供给端走向宽松

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。

2025 年 1-7 月，商品房销售面积 5.16 亿平方米，同比下降 4.00%，房地产开发投资完成额 53580 亿元，同比下降 12.00%，房屋新开工面积 3.52 亿平方米，同比下降 19.40%，房屋竣工面积 2.50 亿平方米，同比下降 16.50%。新开工、竣工和施工面积跌幅均走阔，开发投资持续承压，内需不足叠加销售回款能力弱，地产新政效果有望进一步考察。

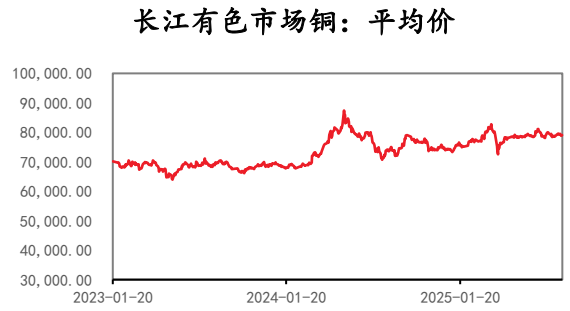
2 结论

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。

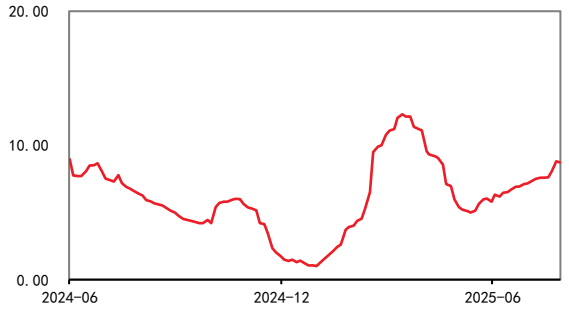
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



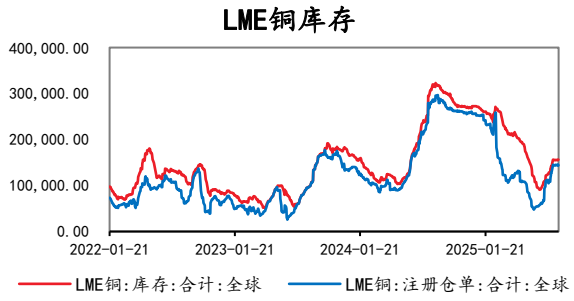
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



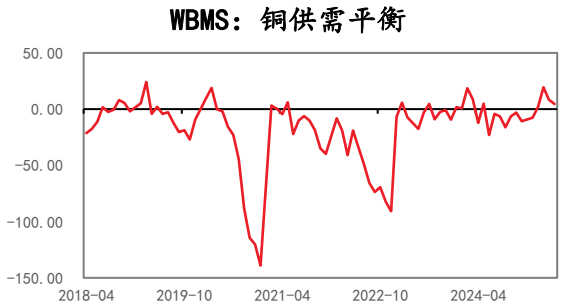
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



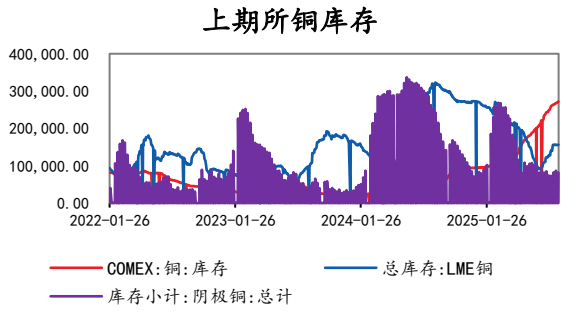
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



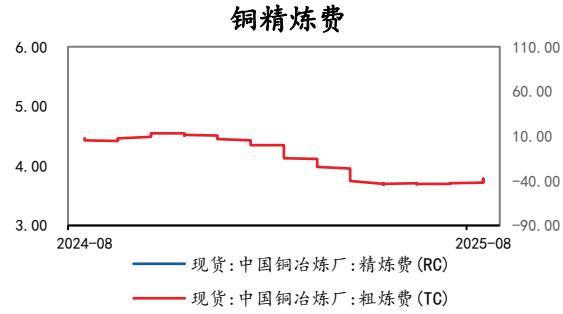
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，2025 年亚洲区 Benchmark 敲定 80 美元/干吨的历史低位，对照历史加工费数据，所对应的的国内加工费在 3800-4200 元/吨，这可能是本年度加工费的上限。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。进入 7 月，国内冶炼厂产量增加，除了陕西、湖南、内蒙、甘肃等地区的常规检修外，云南、河南、陕西、湖南、广西、青海地区以检修复产为主，另外内蒙地区部分冶炼厂检修延迟，叠加河南、云南地区新增产能继续释放，整体产量增加明显。8 月冶炼厂除湖南地区新增部分冶炼厂检修外，其他冶炼厂产量维持或继续放量，其中陕西、内蒙古、云南、青海等地以检修复产为主，江西、湖南、湖北、河南等地新增产能继续释放，整体产量或突破新高。

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维持季节性低位，淡季背景下难有大幅回升，前期较强的镀锌开工率也因黑色金属价格冲高回落而走弱；从加工行业备货情况来看，淡季背景下企业多为刚需采购，原料库存呈去库或基本持平态势，成品库存则出现累库，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。压铸锌合金企业开工环比小降；饲料终端订单好转，带动氧化锌企业开工小幅回升。

中汽协数据显示，2025 年 1-7 月份，我国汽车产销累计分别在 1823.5 万辆和 1826.9 万辆，同比增长 12.7% 和 12%。其中，1-7 月乘用车累计产销 1583.8 万辆和 1584.1 万辆，同比增幅达 13.8%和 13.4%，以旧换新政策持续释放置换需求，叠加行业综合整治缓解“内卷”，企业新车型密集投放，均对市场韧性形成支撑，行业复苏力好于预期；1-7 月商用车累计产销 239.7 万辆和 242.8 万辆，同比增长 6%和 3.9%，物流需求回暖与政策刺激推动行业呈现温和复苏，整体来看，行业延续复苏态势。

LME 挤仓风险再度显现

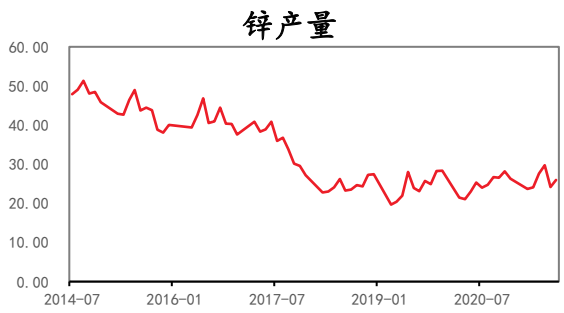
近期 LME 锌挤仓风险再度显现，一方面，LME 锌库存持续下滑且速度加快，LME 锌库存为 7.9 万吨，较 7 月底下滑 24.1%，且较去年同期下滑 66.8%，库存去化速度加快，达到近五年同期低位水平。另一方面，LME 锌 0-3 合约升贴水有所上调，且 LME 持仓集中度仍较高。种种迹象表明 LME 锌挤仓仍存隐患，近期伦锌涨幅较好，带动沪锌震荡走强，后续来看建议投资者持续关注 LME 锌库存、升贴水等动态情况，警惕挤仓扰动再次升温的可能性。

2 总结

冶炼厂开工率强于季节性，矿端供应宽松逻辑逐步传导至冶炼端，7 月国内精锌产量大增。当前下游锌加工企业新增订单不足，原料采购仅维持刚需，此外黑色板块或有限产可能，后续需求仍有下滑空间，当前社库已进入连续累增状态。供应端宽松叠加需求端偏弱的基本面对锌价持续上冲的提振不足，驱动偏弱，锌价或仍以震荡运行为主。

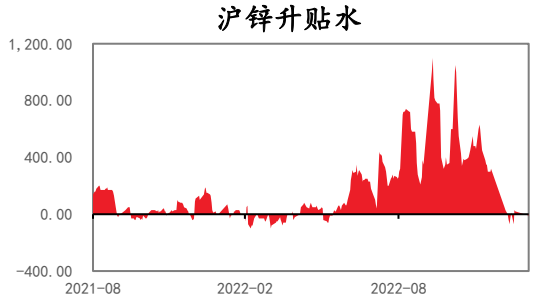
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



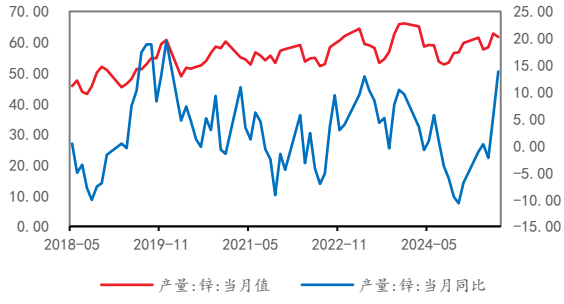
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



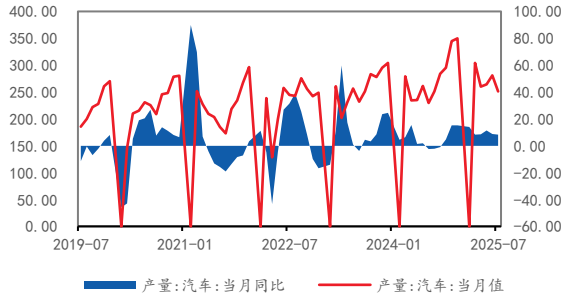
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 反内卷情绪降温，预期驱动接近尾声

进入 7 月，钢材市场一度受到“反内卷”政策信号的提振，焦煤率先上涨并带动黑色产业链整体反弹，交易情绪高涨，甚至出现“涨停潮”的阶段性行情。然而，随着交易所对焦煤等品种的限制措施出台，市场情绪明显降温。临近 9 月阅兵，市场普遍预期会有阶段性的环保限产或运输约束，从而在供应端形成收缩，这一逻辑为钢价提供短期支撑。但整体来看，“反内卷”炒作驱动的行情已经结束，市场逐渐从政策情绪回归到供需基本面的博弈之中。

7—8 月作为季节性淡季，终端需求走弱、产销矛盾逐步显现，市场对于现实层面的关注度并不高，更多围绕政策炒作与限产预期。但随着“金九银十”消费旺季临近，需求能否真正回暖将成为决定行情方向的核心。

2 产量高位，减产意愿不足

根据钢联的高频数据显示，自 4 月以来日均铁水产量一直维持在 240 万吨以上，表明钢厂生产积极性较强。但统计局公布的粗钢产量却在 5—7 月连续环比下降，分别回落 9%、9%和 4%，两者出现明显分歧。这可能意味着：一方面，部分限产或检修没有覆盖到钢联的样本钢厂；另一方面，部分钢企通过调整产成品结构“控指标”，在满足粗钢减产要求的同时，保持高炉开工与就业稳定。

当前钢厂盈利水平已恢复至近三年来的相对高位，7 月底钢企盈利率达到 68%左右。在利润尚可的情况下，钢厂缺乏主动减产动力。阅兵前即便存在行政性限产，整体规模预计有限，难以扭转供应端宽松的基本格局。因此，铁水日均能否稳定在 240 万吨以上，将成为供应端的关键观察指标。

3 多重拖累下的修复难题

房地产仍是压制需求的最大负担。上半年房地产投资同比下降超过 11%，新开工和销售持续下滑。近期中央城市工作会议已明确，城市更新和危房改造将“稳步推进”，但大规模刺激政策落空，市场此前对“重启棚改”的幻想彻底破灭。这意味着地产链条在下半年继续对需求构成拖累。

基建投资在上半年曾提供部分支撑，但随着地方债空间缩小，项目落地速度放缓，基建对钢材的拉动效应减弱。尽管下半年仍可能保持一定增量，但难以形成强力对冲。

上半年耐用消费品主要依靠“以旧换新”、“购车补贴”等政策拉动，下半年随着财政空间收紧，政策力度边际减弱。同时，社保缴费压力增加、房地产租赁新规落地，居民部门的边际消费能力或进一步受限，钢材在家电、汽车等消费环节的增量有限。

出口在过去两年是对冲内需下滑的关键支撑。7 月份，中国钢材出口量 983.6 万吨，环比增 1.6%，但出口均价达 702.2 美元/吨，环比上涨 2.2%，说明价格竞争力有所下降。随着特朗普政府追加关税落地，下半年出口环境趋紧，而前期抢出口效应已基本释放，出口对需求的边际贡献或将走弱。

4 铁水小幅回升 需求改善但库存继续累积

上周全国高炉产能利用率上行、电炉产能利用率回落。247 家钢厂高炉产能利用率为 90.3%，环比增加 0.03 个百分点，同比增加 4.4 个百分点；91 家电炉产能利用率为 54.0%，环比下降 0.2 个百分点，同比增加 10.1 个百分点。五大品种钢材周产量为 878.1 万吨，环比增加 0.7%，同比增加 12.9%。其中，长流程产量小幅增长，日均铁水产量增加 0.1 万吨至 240.8 万吨，螺纹钢产量有所下滑，而热卷产量继续增长。

库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1017.2 万吨，环比增加 2.7%，同比下降 17.6%；钢厂库存为 423.8 万吨，环比下降 0.3%，同比下降 8.8%。钢材总库存继续累积，周度增加 1.8%，但增幅较前一周收窄 1.2 个百分点，社会库存增幅明显，钢厂库存则小幅回落。

需求端表现相对改善。上周由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 853.0 万吨，环比增加 2.6%，同比增长 6.5%。其中螺纹钢表观消费为 194.8 万吨，环比增加 2.6%，同比下降 0.6%。整体来看，上周五大品种钢材表需走强，螺纹钢需求同步回升，热卷需求继续改善，建筑钢材成交周均值为 9.5 万吨，但环比下降 7.3%。

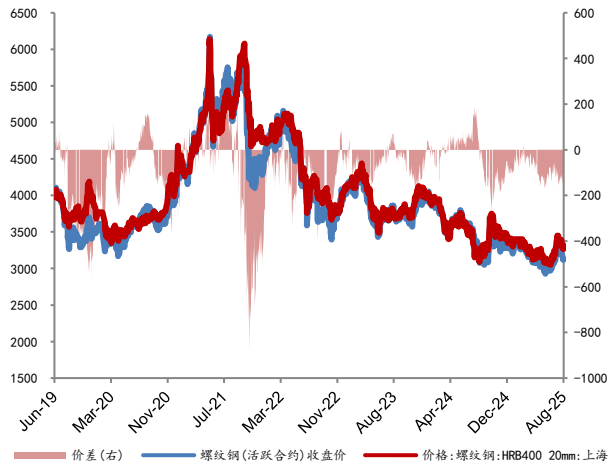
价格与利润方面，上周钢材现货价格回落，主流钢材品种即期毛利走弱。247 家钢厂盈利率为 64.9%，较前一周减少 0.8 个百分点，但仍维持在相对高位。

3 小结

钢市已进入淡旺季切换阶段，交易逻辑逐渐从政策预期回归到现实基本面。短期看，阅兵前的供应收缩预期和外部环境改善为钢价提供支撑，但供需矛盾并未根本缓解：供应高位、需求承压、出口环境趋紧。钢价反弹行情更多是事件驱动与情绪驱动，反转逻辑并不成立。

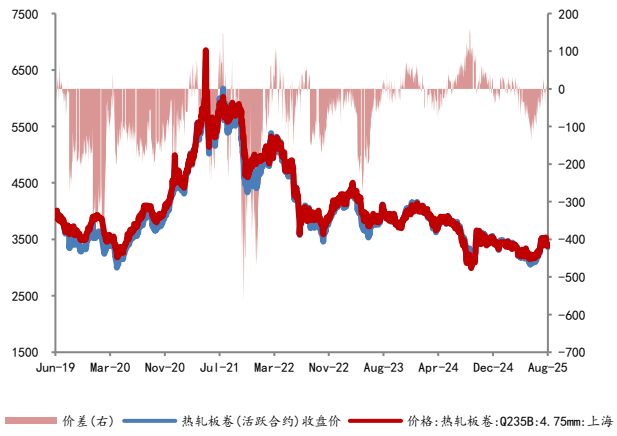
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



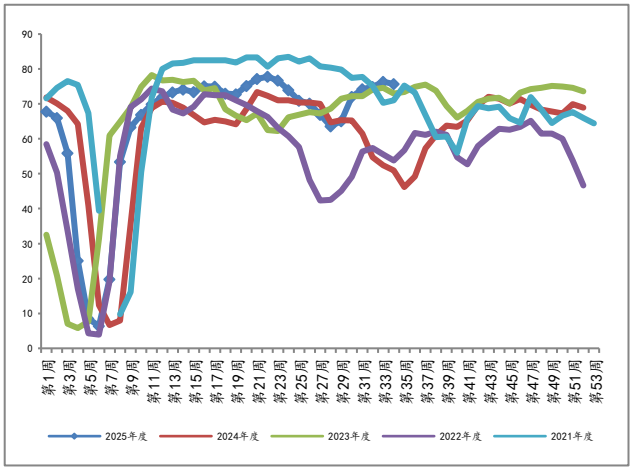
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



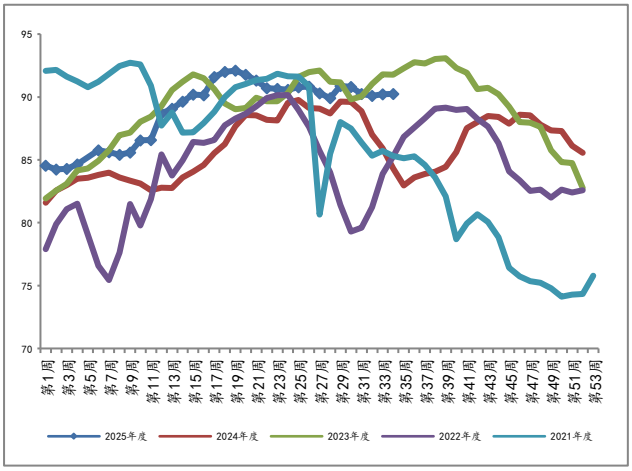
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



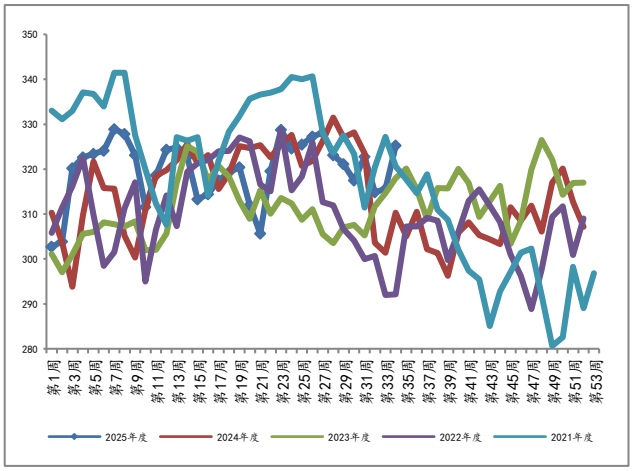
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



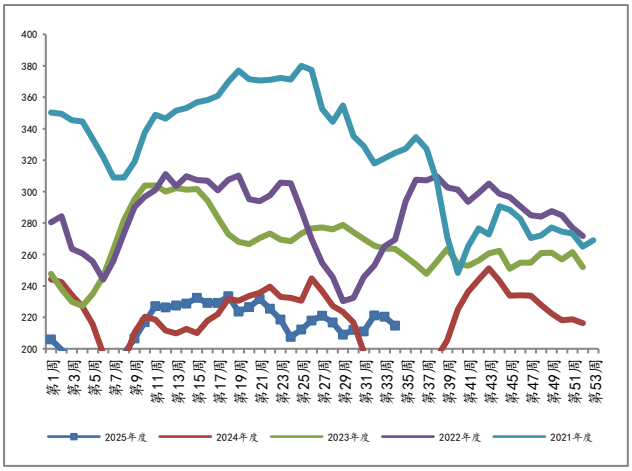
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



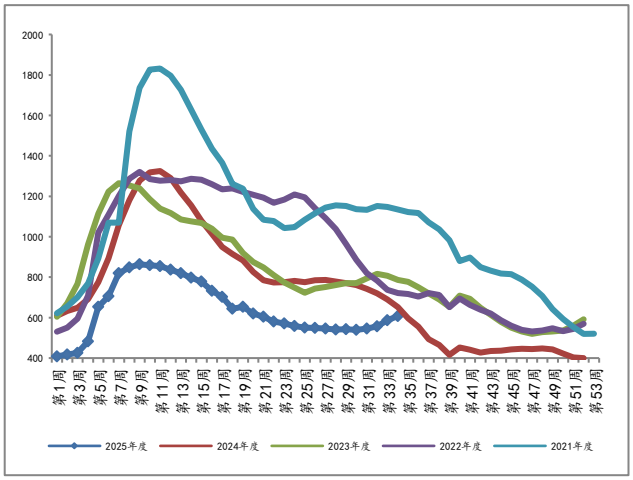
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



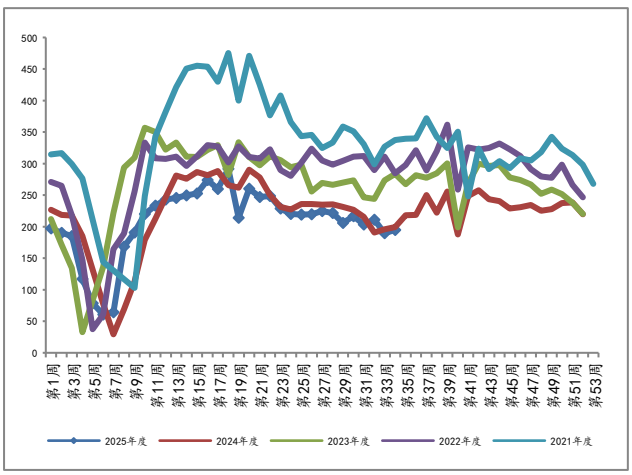
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 俄美会谈重大转折

当地时间 15 日，美国总统特朗普与俄罗斯总统普京在阿拉斯加举行会晤，双方围绕俄乌停火和美俄关系进行会谈并做出积极表态。

此前，美国特朗普当局不断对俄罗斯施压，发出停火谈判的最后通牒，并对俄罗斯出口原油施加二级关税制裁，此举一度引发市场对供应区域性中断的担忧。结果，本次美俄首脑会晤体面收场，打破了冲突爆发以来西方对俄罗斯的外交孤立，维护了美俄双边关系不走向脱轨，也让原油地缘政治风险溢价应声回落。

客观上，本次会晤俄美双方并未签订任何实质性协议，鉴于乌克兰问题的严峻和复杂程度，后续路径演变和相关条件达成依然充满变数。但就原油走势而言，眼下中东及俄乌地缘不确定性已经较低，当然市场也并未对此着重计价，未来将以交易供需过剩的基本面逻辑为主。

2 地缘问题走向落幕

在特朗普与普京的会谈结束后，本周泽连斯基与欧盟主要国家领导人陆续访美进行磋商，为后续的多方谈判做铺垫。外界普遍猜测，美国可能为乌克兰提供“类北约第五条款”的安全保障，普京对此表态默许，关于乌克兰问题长达三年半的国际博弈即将走向尾声。

本次事件的核心意义在于：俄乌战争出现方向性转折点，相关方外交互动清晰表露出，地缘冲突将迅速降温并走向停火的路径。原油相关方面，白宫声明暂缓对俄罗斯包括能源领域在内的制裁升级，并明确表示不会因中国购买俄罗斯原油加征二级关税。这意味着，原油地缘政治风险溢价遭到全面挤出，继 OPEC+转向增产策略之后，盘面再度失去一大重要支撑。若俄乌停火协议最终敲定，将向市场释放出关键的利空信号，国际油价面临破位下行的风险。

3 卖方预期过度乐观

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 买方预测极为悲观

在 OPEC 过于乐观的预测引发争议后，国际能源署 IEA 和美国能源信息署 EIA 发布的月报与之形成鲜明对比。

IEA 最新数据显示：将 2025 年全球原油供应增长预测从 210 万桶/日上调至 250 万桶/日，将 2026 年供应增长预测从 130 万桶/日上调至 190 万桶/日；将 2025 年全球原油需求增长预测从 70.4 万桶/日下调至 68.5 万桶/日，将 2026 年需求增长预测从 72.2 万桶/日下调至 69.9 万桶/日。

IEA 预计 2026 年全球原油供应将出现创纪录的过剩，且今明两年需求增速或达不到 2023 年的一半，据此预测未来全球原油库存将以 296 万桶/日的速度累增，甚至超过 2020 年大流行期间的平均增幅。与此相印证地，EIA 预计 2025 年四季度到 2026 年一季度，全球原油库存日均增幅将超过 200 万桶，较上期预测高出 80 万桶。

尽管主流投行对后市普遍持过剩观点，但能源机构如此悲观的预测仍颇显意外，我们认为到明年二季度前过剩趋势难改，原油市场预期被进一步压低。

5 旺季尾声回光返照

时值北半球夏季尾声，美国原油和汽油库存超预期大幅下降，表明旺季需求仍可圈可点，推动国际油价短暂企稳。EIA 高频数据显示，截至 8 月 15 日当周，美国商业原油库存减少 601.4 万桶至 4.207 亿桶，同时汽油库存下降 270 万桶，远高于预期的 91.5 万桶。对于当期原油及油品库存去化，我们认为只能视作一个短暂温和利好，基本面主线空头逻辑难改，业者多保持谨慎观望态度。

通常在每年夏季出行高峰期，汽油消费刺激原油需求达到季节性峰值，但今年旺季窗口剔除地缘溢价波动，Brent 价格重心仅徘徊在 65-70 美元/桶区间附近，后续随着燃料需求逐渐走弱，累库对盘面造成的抛压将逐步显现。在供应过剩激增叠加需求前景黯淡的困境下，全球原油市场正在酝酿一场“完美风暴”，加深了交易者对中长期油价下跌的悲观预期。

6 熊市周期基本确认

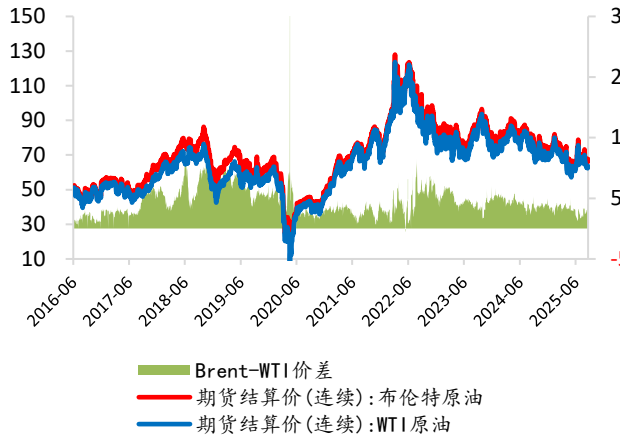
我们认为，原油市场已转入熊市周期，并将长期深陷过剩泥潭。主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势全面熄火，令国际原油或从今年四季度到明年一步步滑向深渊。

国际能源机构持悲观预期，认为如果当前市场形势不发生改变，2026 年原油供需过剩的严重程度甚至要超过 2020 年大流行时期的平均水平。支持这一观点的逻辑也相当浅显易懂：一方面，OPEC+将于 9 月完成现阶段大规模增产协议，较最初计划提前一年向市场重新注入 220 万桶/日的供应量；另一方面，特朗普关税虽然落地相对温和，但仍成为全球经济复苏的绊脚石，明年原油需求增长可能仅有 70 万桶/日。基于供需失衡加速的趋势，援引高盛等华尔街主流预测，一年内 Brent 基准原油价格或下探 53-57 美元/桶，明显低于目前位置。

附带一提，从俄乌停火谈判和中美关税协议两件大事上，市场对特朗普临阵退缩（Trump Always Chickens Out），即 TACO 交易已经充分达成共识，对其相关言论应持谨慎态度，警惕油价波动性潜在的扩大风险。

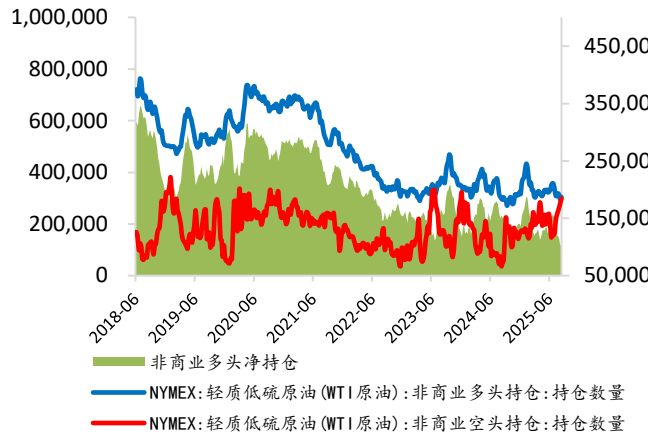
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



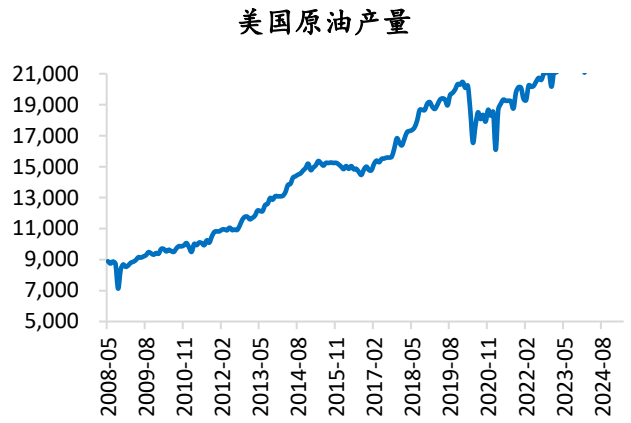
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



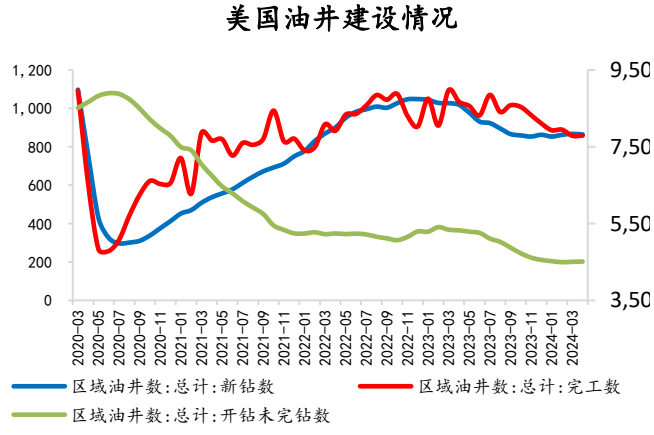
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



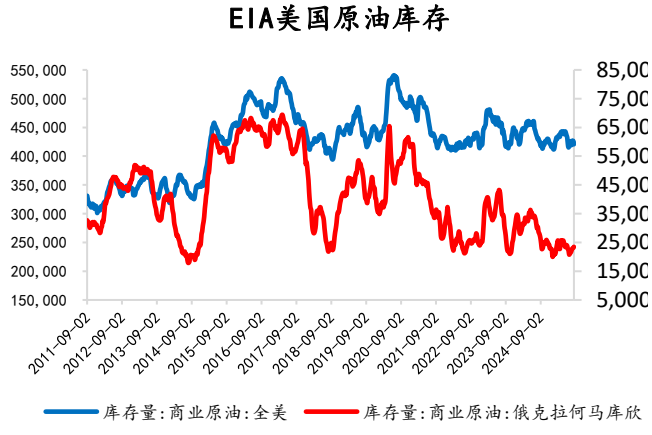
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



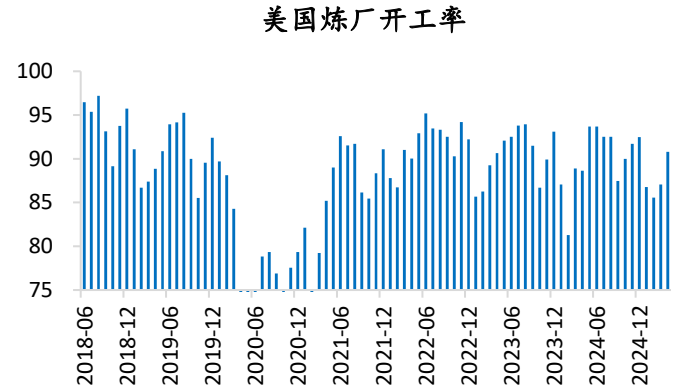
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



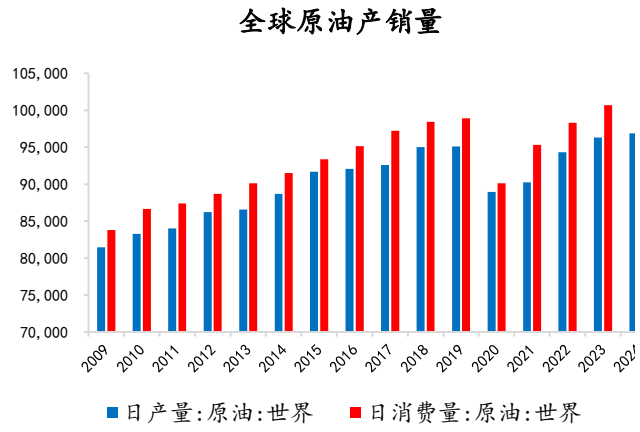
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 上量爬坡意外吃力

天然橡胶以其农产品属性具有看天吃饭的特征，在原料季节性上量阶段，各种扰动因素引发市场对供应不及预期的担忧。

今年的 Nino 3.4 指数呈中性，海内外主产区气候条件良好，往年厄尔尼诺或拉尼娜带来的极端天气减少。然而在顺利进入开割季之后，受台风和强降雨天气影响，新胶上量阶段释放节奏不畅，原料收购价格维持相对坚挺。6-7 月云南版纳地区降雨持续偏多，部分割胶区域作业天数不足三分之一，导致胶水实际产量出现下滑；海南地区胶水日产量约在 5000 吨，较往年同期正常情况甚至略低，整体原料供应仍显偏紧。随着雨季接近尾声，产区天气较此前有所好转，但云南部分胶林发生季风性落叶病，海南降雨减少后高温抑制胶水产出，短期原料端或仍延续挺价局面，成本高企的情况下加工厂缺乏利润空间。

主产国长期来看：全球第一大产胶国泰国正面临不利的天气和病害，种植面积第二大的印尼割胶工人长期短缺，马来西亚老化的树龄结构降低了生产连续性，且大量胶园转向棕榈等经济作物。我们预计，在雨季彻底结束前上游仍有不确定性，需观察向旺产季的过渡是否顺利，加工利润得到修复，抑或供应端出现强驱动。

3 累库态势明显放缓

诚然，今年天然橡胶进口量整体持续同比偏高，但进入三季度中后期，累库节奏呈明显放缓甚至边际扭转的态势。截至 8 月中旬，中国天然橡胶总社会库存 127.8 万吨，环比下降 1.1 万吨或 0.85%；其中，深色胶社会库存环比下滑 0.8%至 79.7 万吨，浅色胶社会库存环比减少 0.8%至 48 万吨。同期，青岛地区天然橡胶库存 48.72 万吨，环比亦有小幅回落。

本轮超长累库周期已至尾声，主要原因是进出口的时间差问题。如前所述，今年东南亚产区上量阶段意外受阻，加上 7 月之前胶价缺乏加工利润，估计 10 月前到港船期进入相对低谷。虽然国际橡胶市场需求萎靡，导致分流到中国的比例较大，但出口总量的减少仍会反映到青岛库存上来。NR 方面，当前最大的供应压力来自印尼标交割品，上一轮大涨过程中印尼借机大量出货，但本次反弹出货量并不大，上游抛压得到一定缓解。

至于后续能否转入去库周期，其实旺产季到来前很难推测，去年旺季不旺的行情就是例证，仍需跟踪产区天气等变量。

4 需求唱衰预期落空

除了原料端爬坡上量阶段吃力，沪胶还有另一意料之外的利多因素，随着中美对等关税的一再推迟，此前贸易冲突引发的悲观预期落空，橡胶表观需求量持续同比偏好。

截至 8 月中旬，山东地区橡胶轮胎企业全钢胎样本开工负荷为 63.07%，同比+7.42%，环比+2.09%；国内橡胶轮胎企业半钢胎样本开工负荷为 72.25%，同比-6.41%，环比-2.28%。我们曾论述过，今年橡胶轮胎行业在主动去库周期中销售情况一般，且半钢胎需求受制于出口订单走弱，轮胎工厂长期面临成品库存积压问题。

然而近期我们观察到，天然橡胶产业链库存具备去化条件，上游橡胶加工厂原料库存储备普遍偏低，中游 8 月以来标混去库速度几乎是往年同期的一倍，下游汽车市场尤其是重卡产销表现良好，预计金九银十采购需求不弱，各环节有望实现正向共振。

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

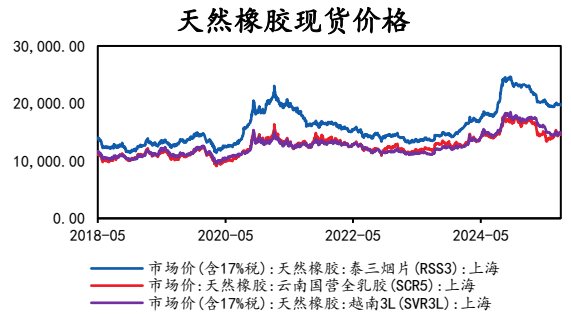
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

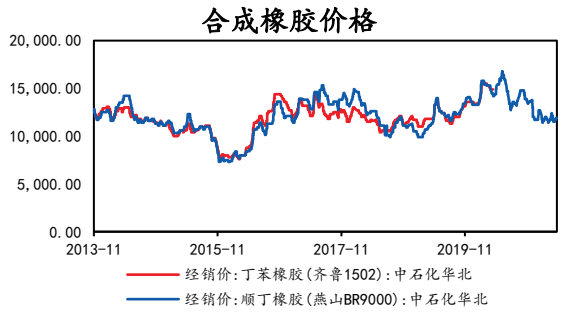
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



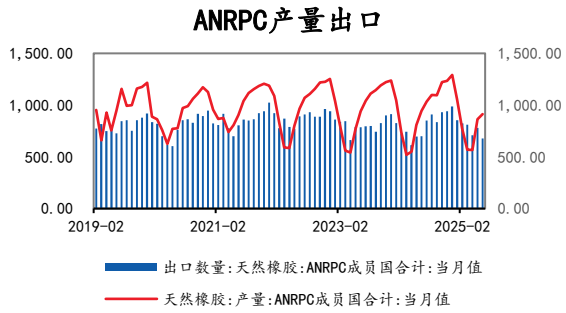
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



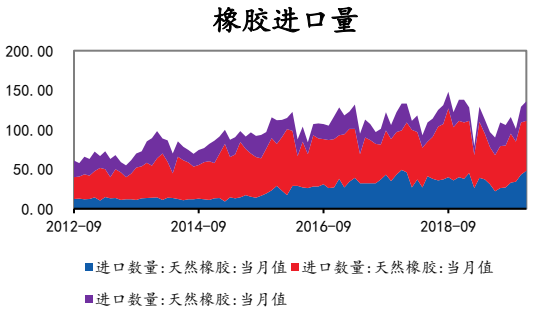
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



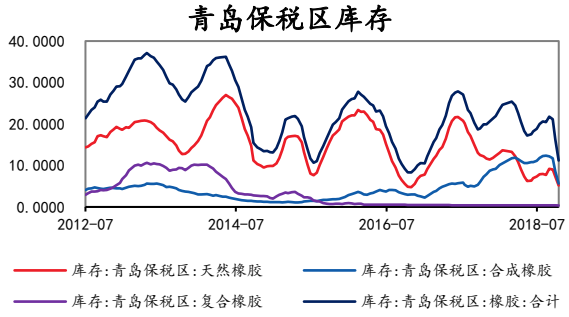
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



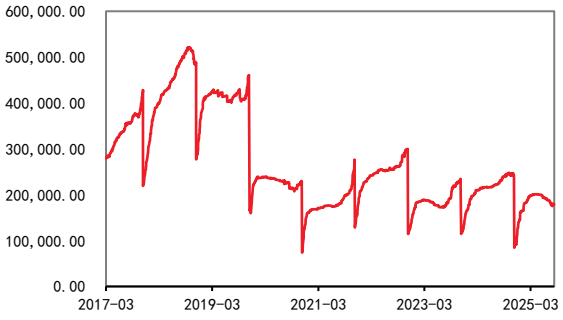
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



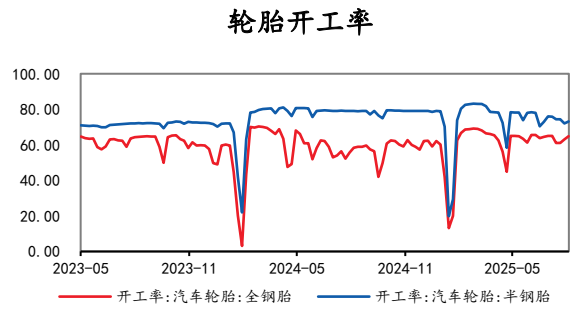
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



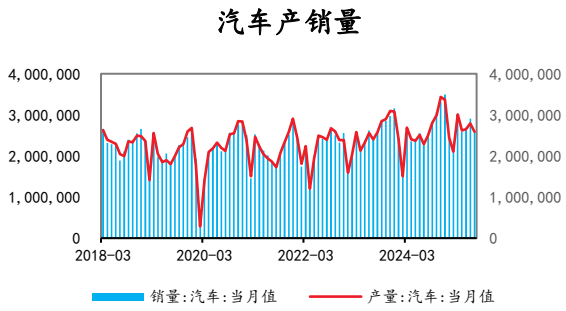
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆保持强势，国内豆粕市场冲高回落

1 外部豆类市场分析

美豆优良率维持高位，提振产量前景

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 8 月 17 日当周，美国大豆优良率为 68%，高于市场预期的 67%，目前美豆优良率为 2020 年以来最高水平。当周美豆开花率为 95%，去年同期和五年均值分别为 94%和 95%；当周美豆结荚率为 82%，去年同期和五年均值分别为 80%和 82%。当前美豆生长状态良好，随着天气窗口收窄，天气炒作的概率进一步下降。

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。

CBOT 豆油止跌反弹，印尼出口数据利多

受出口销售强劲以及市场预期美国环保署将就积压的小型炼油厂豁免申请作出裁决的影响，CBOT 豆油期货止跌回升大幅走强。产地棕榈油利多频现，为棕榈油价格抗跌起到支撑。8 月 1-20 日马来西亚棕榈油出口表现强劲，船运调查机构的数据显示，8 月 1 日至 20 日期间马来西亚棕榈油出口环比增加 13.6%至 17%。印尼棕榈油协会（GAPKI）公布的数据显示，受印度和中国等主要市场需求增加，印尼 6 月份出口环比增长 35.4%至 361 万吨棕榈油，库存环比下降 13%。

2 国内豆类市场分析

进口大豆到港量将逐渐回落，豆粕库存尚未触顶

目前机构船期预估显示，8 月至 11 月我国大豆到港量分别为 1200 万吨、1050 万吨、900 万吨、850 万吨，呈现逐渐下降态势。受进口大豆到港量逐月回落，油厂月度大豆压榨量也将从 1000 万吨之上降至 850 万吨左右。中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内豆粕库存量为 105.2 万吨，周度增加 1.2 万吨。预计 8 月底豆粕库存有望升至 110 万吨左右。近端库存压力与远期国内大豆供应能力下降预期共存，多空交织将削弱国内豆粕市场行情的连续性。

中央冻猪肉收储即将开启，猪价获提振

近日全国平均猪粮比价跌至 6：1 以下，进入三级预警区间。华储网发布《关于 2025 年 8 月 25 日中央储备冻猪肉收储竞价交易有关事项的通知》。1 万吨收储量相当于需要屠宰约 20 万头生猪，可在一定程度上减轻当前生猪供给压力，改善市场预期。6 月 11 日启动冻猪肉收储后，生猪期货市场成功触底反弹。此次稳猪价政策信号明显，叠加此前严控生猪新增产能措施，预计将对生猪期货市场起到利多提振作用。

政策冲击趋于结束，菜油市场回归基本面

中国对进口加拿大油菜籽实施反倾销措施，一度引发国内菜油市场异常波动。随着政策效应释放，菜油市场回归基本面。2025 年中国油菜籽产量增加，且菜籽质量较好，出油率整体提高，

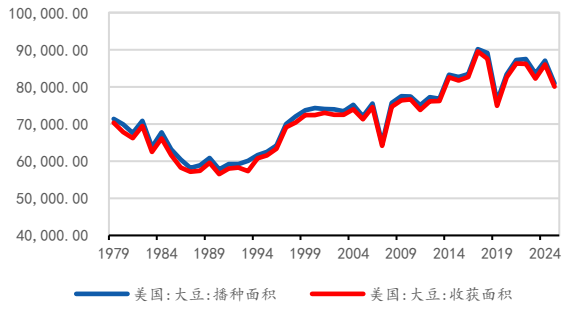
新季菜籽上市后价格走低，农民惜售心理严重，上市步伐缓慢，供应端压力尚未完全释放。目前国内菜油库存数量仍维持较高水平，截至 8 月 15 日，全国主要地区菜油库存总计 64.65 万吨，较上周下降 1.27 万吨。此外，中国菜籽进口出现多元化势头。日前中澳重启油菜籽贸易，预计从 9 月开始将陆续到达中国港口。今年 1 月至 5 月中国从俄罗斯和阿联酋进口的油菜籽同比分别增长 112.8%和 37.5%。据中国粮油商务网监测的数据显示，全国重点地区豆油、棕榈油、菜油三大油脂商业库存总量为 240.65 万吨，较上周增加 0.98 万吨，涨幅 0.41%；同比去年同期上涨 28.60 万吨，涨幅 13.49%。整体来看，国内三大油脂供给保持充足状态，也是抑制市场对政策因素进行过度炒作的原因之一。

3 油脂油料市场展望

美豆进入生长中后期，目前约有 9%的美国大豆种植区域受到干旱影响。随着天气窗口逐渐收窄，美豆减产炒作的概率将进一步降低。从 ProFarmer 发布的作物巡查报告看，美豆多个主产州大豆结荚数均处于历史最高水平，美豆产量预估值存在进一步上调空间。目前中国四季度已采购的大豆订单基本全部来自南美，中美如何处理大豆贸易是市场关注的重点，也是影响未来美豆能否克服产量压力持续走强的关键。本周美豆强势反弹而国内豆粕市场冲高回落，显示市场对中美恢复大豆贸易的预期转向乐观。随着油脂板块高位回吐压力得到释放，内外盘油脂市场利多因素再度增加，尤其是马来西亚棕榈油出口强劲，印尼棕榈油库存压力下降，将为国内油脂板块高位运行提供支撑。国产大豆进入生长中后期，东北产区大豆苗情整体较好，预计可以实现目标产量。中储粮和地方粮源相继展开拍卖，供给增加以及新季大豆上市时间临近，供应宽松格局仍在推动豆一期货市场向下寻找支撑。

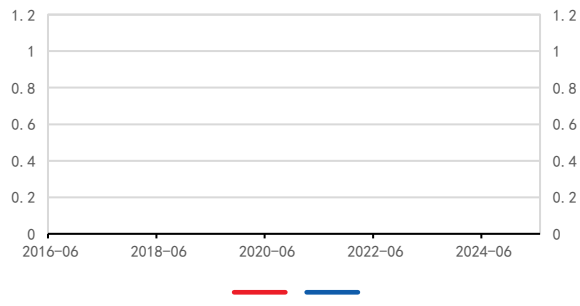
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



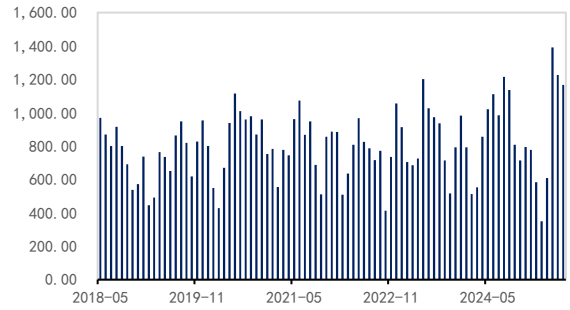
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



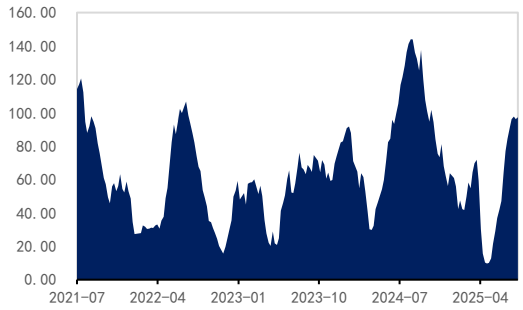
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元