中金财富期货策略周报（2025 年第 30 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：8 月份的 PMI 止跌小幅回升对市场情绪提振较大，但是从 PMI 的订单分项看变化不大，宏观基本面和供需关系仍处在波动而非趋势性变化阶段，预计继续保持弱势震荡。

股指期货：目前驱动指数上行的关键力量来自于赚钱效应积累后，持续的增量资金流入所形成的正反馈。目前，主动偏股基金，主观多头私募乃至外资仍在持续流入，指数继续上行的态势明显。

铜：近期由于铜精矿短缺和部分企业检修计划，市场持续担忧可能出现联合减产，这构成了铜价最坚实的底部支撑。下游需求呈现电力托底，新能源拉动，地产拖后腿的分化格局，总体复苏力度不强。同时，国内现实需求的“强预期”若迟迟不能兑现，也会导致价格承压。多空因素交织，沪铜大概率将继续震荡运行。

锌：市场对美联储 9 月降息的预期较强，利好有色市场。海外的锌矿产量增加，使得锌精矿的供应整体呈现宽松状态，加工费持续走强，冶炼厂开工积极，由于冶炼利润修复，国内炼厂开工率维持高位。当前下游消费仍显偏弱，镀锌、压铸锌合金、氧化锌等主要初端消费领域的开工率季节性偏低，市场普遍关注即将到来的“金九银十”传统消费旺季能否带来需求的环比改善。综合来看，沪锌短期内多空因素交织，预计维持震荡格局的概率较大。

钢材：当前钢市进入淡旺季切换阶段，市场交易逻辑逐渐由政策预期回归到现实基本面。阅兵限产的扰动已趋缓，市场焦点重新回到供需矛盾本身。钢市目前面临的局面是供应维持高位、终端需求持续承压，同时出口环境趋紧。回顾 7、8 月，钢价反弹更多依赖事件催化与情绪驱动，并非基本面改善。随着这些因素逐渐退潮，钢市重回弱势运行。

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：美豆通常在 9 月中下旬进入收割期。随着天气窗口逐步收窄，本年度美豆丰收前景基本已经确定，新季大豆上市形成的季节性供应压力也在增强。中美贸易谈判成果是市场关注的重点。中国一直是美豆出口的第一大市场，中美能否尽快恢复大豆贸易对四季度国内外豆类市场都具有深远影响。近日美豆止跌回升而国内豆粕期货大幅回落，很大程度上显示市场对中美恢复大豆贸易的预期在增强。在贸易谈判取得实质性成果前，市场对四季度国内供给形势仍存分歧，容易引发盘面反复震荡。随着国内粕类期货市场释放此前价格升水，内外盘同步性有望趋强。中美展开贸易谈判也是近期国内油脂市场连续调整的主要影响因素之一。目前豆油和棕榈油期货在技术上形成顶部特征，技术卖压推动油脂市场继续回落的概率较大。中储粮和地方储备粮源持续投放，贸易商出库压力升高，国产新豆即将集中上市，各方对新豆开秤价格预期不高，豆一期货市场因供给压力升高而尚未止跌。

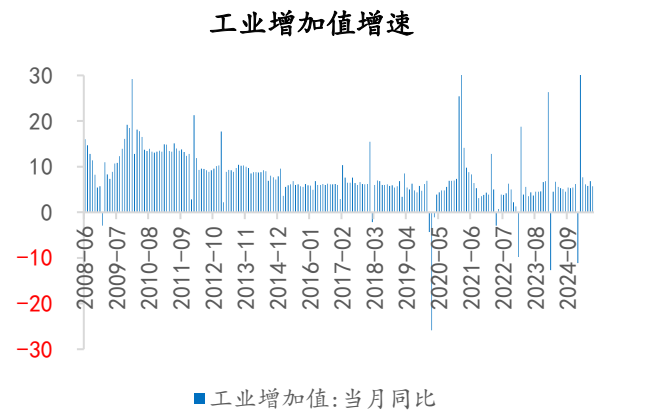
目录

周度策略：PMI 止跌 ..... - 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 价格回升对 PMI 的刺激能持续吗 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 反内卷情绪降温，预期驱动接近尾声 ..... - 15 -
2 产量高位，减产意愿不足 ..... - 15 -
3 多重拖累下的修复难题 ..... - 15 -
4 铁水小幅回落 需求回升但库存继续累积 ..... - 16 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 俄乌问题边打边谈 ..... - 19 -
2 跨区价差出现异动 ..... - 19 -
3 去库难解能化压力 ..... - 19 -
4 联储加息预期强化 ..... - 20 -
5 多空博弈弱稳盘整 ..... - 20 -
6 熊市周期基本确认 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 全年供需整体平衡 ..... - 23 -
2 原料成本支撑坚挺 ..... - 23 -
3 进口到港压力缓解 ..... - 23 -
4 等待库存见顶拐点 ..... - 24 -
5 悲观预期或被证伪 ..... - 24 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：中美贸易关系改善预期增强，国内油粕市场承压回落 ..... - 28 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 28 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -

4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -

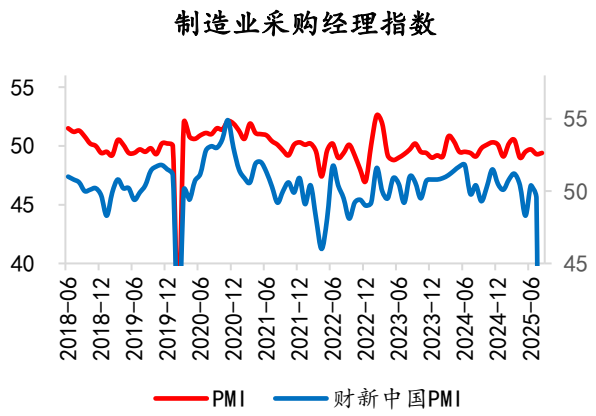
重要经济指标概况

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



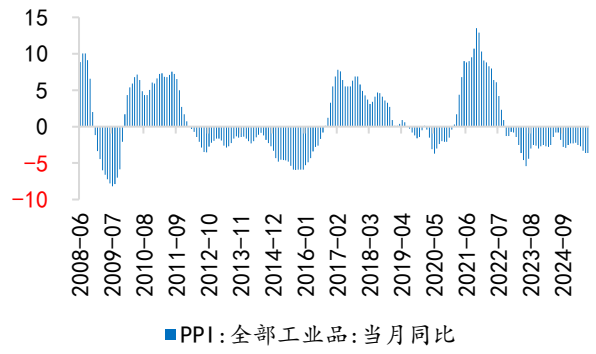
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



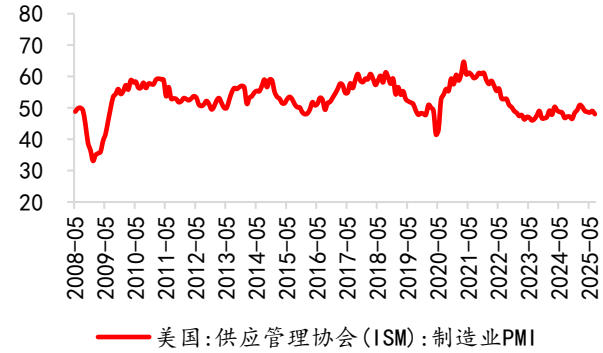
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



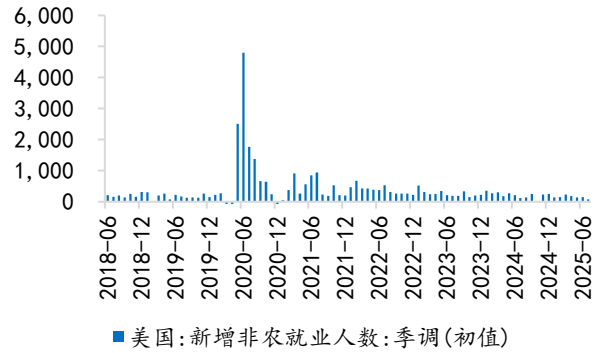
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：PMI 止跌

8 月份，制造业 PMI 比上月上升 0.1 个百分点，制造业景气水平有所改善。但 8 月 PMI 回升的背后则是制造业和服务业不同的成色。随着极端天气等短期扰动消退、“反内卷”政策压力减缓，8 月制造业 PMI 初现“弱企稳”，但是从分项指标看，经济仍面临企业补库偏弱、就业承压等结构性挑战，整体变化不大。

PMI 如期止跌

8 月制造业 PMI 较 7 月的 49.3%回升至 49.4%（彭博一致预期 49.5%），但仍弱于季节性水平。分项上看，生产指数分项较 7 月份上行 0.3 个百分点至 50.8%。另一方面，“反内卷”预期对商品价格形成支撑，购进价格及出厂价格较 7 月上行 1.8/0.8 个百分点至 53.3%/49.1%。行业中，高技术制造业和装备制造业 PMI 保持连续扩张，消费品行业 PMI 走弱，高耗能行业 PMI 边际改善，较 7 月回升 0.2 个百分点。

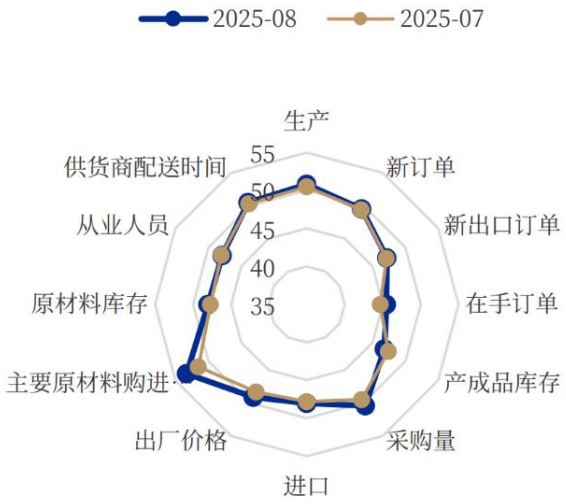
从供需上看，供给尚未受到“反内卷”政策的实质性约束，而是价格上涨对生产形成较大拉动，8 月 PMI 生产指数表现好于新订单。价格“双涨”意味着企业盈利提升，对生产有较大带动；生产指数较前月上行 0.3%至 50.8%，采购量指数较前月上行 0.9%至 50.4%。相对来看，新订单指数回升幅度相对偏低，小幅回升 0.1%至 49.5%。结构上看，内需、新出口订单指数均有小幅回升，分别较前月上行 0.1%至 49.8%、0.1%至 47.2%。

重点行业或也未主动减产，而是价格回升与外需改善带动生产普遍回升。受涨价因素的直接影响，8 月，高耗能行业 PMI 延续回升，较前月上行 0.2 个百分点至 48.2%；装备制造业 PMI 也有回升，较前月上行 0.2 个百分点至 50.5%。另外，出口或仍保持在高位，高技术制造业 PMI 较上月上升 1.3 个百分点至 51.9%，其中生产指数和新订单指数都上升至 54%。对比之下，消费品行业 PMI 回落，边际下行 0.3 个百分点至 49.2%。

非制造业方面，服务业 PMI 明显改善，建筑业景气降至近五年来最低值。8 月服务业 PMI 较前月上行 0.5pct 至 50.5%。从行业看，在暑期出行带动下，铁路运输、航空运输等行业 PMI 均位于 60%以上高景气区间；资本市场服务 PMI 也连续两个月高于 70%。相比之下，虽然受到部分地区高温多雨影响，建筑业 PMI 回落 1.5 个百分点至 49.1%，为近 5 年来最低点；边际上看，建筑业 PMI 回落幅度也是近年同期来较大的。

从 PMI 分项以及商品市场的收盘情况看，价格指数连续改善，但供给并未出现明显收缩，且好于需求，后续需重点关注“反内卷”政策效果。从 8 月 PMI 看，两大价格指数明显上升，但生产指数仍明显好于新订单指数，价格上涨的持续性有待跟踪。不同于 2016 年供给侧改革，本轮反内卷前，高耗能行业已集中大规模改造，后续视角更需聚焦中下游供给，尤其是上游价格向下游传导不畅的情况下，整个宏观的供需改善较为有限。

图表 1：PMI 变化情况



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美联储独立性岌岌可危

8 月 29 日，华盛顿联邦法院就库克的临时限制令申请举行听证会，但未当场裁决，要求库克律师团队于 9 月 2 日提交书面陈述，阐述特朗普解雇决定的违法性。后续如果成功解除库克职务，**美联储七名理事中将有四位特朗普提名人选，且后续存在进一步“影响”地方联储的可能性。**

这一形势刺激美股大幅走强，以及黄金等资产。因为此结果短期利好全球风险资产、催生超目标通胀环境，但中长期美联储独立性不断受到质疑，或掣肘货币政策的有效性。第二季度 GDP 增速由 3.0%上修至 3.3%，剔除“关税扰动”后增速在 1.5%左右。商业投资由 1.9%上修至 5.7%，企业加大设备支出以加速人工智能应用；消费支出由 1.4%上修至 1.6%，作为经济增长核心动能、继续支撑美国经济韧性。关税政策不确定性导致生产商在一季度加大进口和累积库存，这一行为在二季度逆转，剔除扰动后，美国 GDP 增速维持在 1.5%左右，表现温和。

如果特朗普在中期选举中获胜，美联储可能会步入埃尔多安经济学，即“越通胀，越降息”的可能。目前，特朗普第一任期内提名的美联储副主席鲍曼和理事沃勒在 7 月 FOMC 会议投反对票，刚刚接替库格勒的米兰被广泛认为是“特朗普 2.0”经济政策的核心制定者之一。

这种情况下，美联储可能会进入连续的降息周期，但我们认为对商品市场的直接影响有限，对国内货币政策空间则是明显有益，对股市的助攻比较明显。

工业品预计延续震荡行情

8 月份的 PMI 止跌小幅回升对市场情绪提振较大，但是从 PMI 的订单分项看变化不大，宏观基本面和供需关系仍处在波动而非趋势性变化阶段，预计继续保持若是震荡。

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 30 日	证监会：持续巩固资本市场回稳向好势头	加快推进新一轮资本市场改革开放	提升上市公司质量和投资价值，加快培育壮大长期资本、耐心资本、战略资本
	8 月 30 日	国家发改委：发展“人工智能+”坚决避免无序竞争和一拥而上	发展“人工智能+”坚决避免无序竞争和一拥而上，将多举措支持人工智能发展，发放算力券等降低创新主体研发成本	避免重复建设、无效建设的危害
数据	8 月 27 日	8 月官方 PMI 小幅回升	8 月份，制造业 PMI 为 49.4%，比上月上升 0.1 个百分点	制造业景气度有所改善
	8 月 29 日	美国 7 月核心 PCE 物价指数同比回升至 2.9%	通胀回升的原因是服务成本上涨，涨幅创下 2 月份以来最大	关税冲击暂时可控
事件	8 月 28 日	美国上诉法庭裁定，特朗普大部分全球关税违法	但官司未完结之际仍有效	法院认为特朗普错误地援引紧急法令来实施关税

资料来源：中金财富期货研究所

2 价格回升对 PMI 的刺激能持续吗

8 月，制造业 PMI 由 49.3%回升至 49.4%，较上月回升 0.1%；非制造业 PMI 由 50.1%回升至 50.3%，较上月回升 0.2%，PMI 整体略有回升。

需求方面，受季节性因素影响，新订单、新出口订单环比略有回升，价格对需求产生了一定影响。新订单由 49.4%回升至 49.5%，新出口订单由 47.1%回升至 47.2%。8 月份订单需求存在惯性环比趋势，整体订单需求仍在荣枯线下。

从供给方面来看，生产指标受需求带动出现回暖，生产、进口、配送指标环比均出现上升。生产由 50.5%回升至 50.8%，采购量由 49.5%回升至 50.2%，进口则由 47.8%回升至 48.0%，从业人员由 48.0%回落至 47.9%，供应商配送时间由 50.3%上升至 50.5%。供给指标整体呈现回暖态势，相较于需求改善更为明显。

量价数据则显示，7 月份开始，企业重新进入到去库的节奏中，8 月产成品仍在去库，但是产成品的出厂价格和原材料的购进价格在 7 月份开始都出现了明显的回升，8 月份趋势延续，带动企业生产经营活动预期环比回升。价格方面，产成品出厂价格和原材料购进价格同步回升，出厂价格本月由 48.3%上升至 49.1%，购进价格则从 51.5%上升至 53.3%。库存方面，企业产成品库存进一步回落至 46.8%，原材料库存小幅回暖至 48.0%。企业生产经营活动预期继续回升至 53.7%。

整体看，8 月制造业 PMI 小幅回升、仍在低位，下半年经济压力继续显现。8 月制造业 PMI 低位小升、仍处于收缩区间；结合高频看，8 月地产销售跌幅收窄，出口韧性较强，指向当前经济下行斜率有所减缓，但整体压力仍在加大。

3 二季度货币政策报告释放的两大信号

央行发布《2025 年第二季度中国货币政策执行报告》，认为国民经济运行稳中有进，主要经济指标表现良好，但依然面临不少风险挑战，包括“当前外部环境更趋复杂严峻、贸易壁垒增多”

“国内有效需求不足”等，在此背景下，此次《报告》要求落实落细适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度和节奏，同时也将更加注重信贷结构优化和防范资金空转风险，为支持实体经济提供适宜的货币金融环境。

信号一：《报告》表示“落实落细适度宽松的货币政策”，强调落实和执行，全面降准降息或有所延后

此次《报告》表示“国民经济运行稳中有进，主要经济指标表现良好”，“我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜力大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变”，但经济运行依然面临不少风险挑战，包括“当前外部环境更趋复杂严峻、贸易壁垒增多”“国内有效需求不足”等。从数据看，7 月经济数据多项走弱，除出口数据外，生产、消费、投资等数据全面下滑。其中，7 月工业增加值同比增速为 5.7%、较上月回落 1.1 个百分点，社零增速为 3.7%、较上月回落 1.1 个百分点，固定资产投资完成额累计同比增速为 1.6%、较前值回落 1.2 个百分点；供需两端均有所走弱，“两重两新”对消费和投资的支撑作用也在边际下滑，叠加转口贸易路径面临封堵、抢进口效应逐渐减退下，出口对工业生产的拉动作用或有所减弱，当前经济修复依然面临多重压力。在此背景下，此次《报告》强调“落实落细适度宽松的货币政策”，延续 7 月政治局会议的总体基调，在注重“适度宽松”总量作用发挥的同时，提出了“落实落细”的具体要求，后续或更加注重已出台货币政策效用的发挥，叠加此前个人消费贷贴息、服务业经营主体贷款贴息两项政策或达到重点领域定向降息的效果，短期内调降政策利率概率或有所降低，后续或视经济运行情况、美联储降息时点等适时启动。

信号二：货币政策仍注重物价回升，继续加强货币财政协同以及结构工具使用

近年来货币政策持续强调“社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”，此次《报告》延续这一表述，后续货币政策依然注重提升价格水平。从数据看，7 月 CPI 同比为 0%，由正转平；环比回升 0.5 个百分点，由负转正至 0.4%，强于季节性；核心 CPI 同比 0.8%，较前值上升 0.1 个百分点，为 2024 年 3 月以来最高;PPI 同比下降 3.6%、与前值持平，价格水平虽边际改善，但依然处于历史低位。由于价格水平持续低位，我国实际利率较高，以 10 年期国债收益率-PPI 增速估算实际融资成本，当前水平处于历史高位，且高于美国。因此，若要降低实体经济的实质性融资成本，除降低名义利率外，通过提升价格水平带动实际利率下降也较为必要，有助于促进微观主体感受回暖、改善市场预期。但在当前经济形势下，一味加大货币总量扩张或难以充分发挥释放有效需求、提升价格水平的作用，需加大与财政协同配合，同时也要强化结构性工具的使用，精准支持重点领域和薄弱环节，此外也将继续稳定资产价格，以财富效应激活内需。

4 宏观策略

8 月份的 PMI 止跌小幅回升对市场情绪提振较大，但是从 PMI 的订单分项看变化不大，宏观基本面和供需关系仍处在波动而非趋势性变化阶段，预计继续保持弱势震荡。

5 股指期货市场分析

指数继续加速上行

上周两市冲高回落，周度表现看，其中沪深 300 指数+2.71%，上证 50 指数+1.63%，中证 500 指数+3.24%，中证 1000 指数+1.03%。主要指数加速上行。

牛市已经是共识，如果是经济和盈利驱动的牛市，对机构投资者来说，重点是跟踪经济指标变化可以感知牛市节奏，但如果是流动性的牛市，感知牛市的节奏难度会更大，我们认为需要重点跟踪监管政策、股市供需周期、市场交易热度、板块轮动特点等。从牛市节奏看，结论有：（1）虽然由于股市体量变化，A 股换手率有下降的内在趋势，但下降速度其实很慢，经常在 10 年维度内，牛市换手率高点非常接近；（2）每一轮牛市都会有多次换手率比较接近的高点，换手率较高后，市场容易出现震荡或休整。本周市场的交易额维持高位，从单日换手率来看，本周高点依然低于 2024 年 10 月 8 日。不过从换手率 5 日均值来看，已经接近 2024 年 10 月 8 日高点。9 月开始市场波动可能会略有增加。不过考虑到这一轮牛市的核心逻辑（流动性和监管政策）未有变化迹象，我们认为这些波动不改牛市大方向。

指数将继续强势

展望 9 月，市场保持震荡上行的概率仍然较大，但是斜率较 8 月可能会相对放缓。

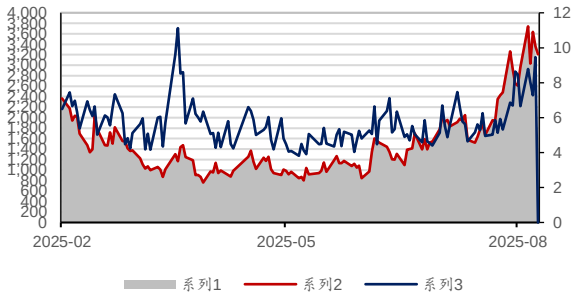
目前驱动上行的关键力量来自于赚钱效应积累后，持续的增量资金流入所形成的正反馈。目前，主动偏股基金，主观多头私募，指数增强量化私募年内收益率中位数都超过了 20%，偏股权益基金的赚钱效应明显，7 月以来主动股票基金重回净申购，融资余额大幅增加，证券私募基金备案规模大幅增加，以及我们之前分析的 7 月份金融数据，都显示居民资金开始加速入市。

增量资金推动的上涨行情正在持续。目前，居民入市潜力仍大，指数还有上行空间。不过在市场上行后，止盈的投资者也开始增加，市场上行斜率可能会阶段性放缓。除此之外，9 月有重要活动，10 月即将召开四中全会，美联储有望重启降息，人民币汇率持续升值都有助于风险偏好的维持。

上市公司中报披露完毕，盈利增速整体保持稳定，经营性现金流量净额大幅增加，资本开支继续下降，上市公司自由现金流继续增加。同时，信息科技板块盈利增速仍然维持双位数正增长，局部景气特征仍旧明显。

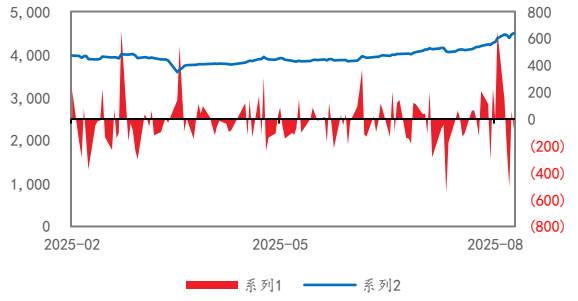
因此，总体来看，市场维持上行趋势的概率较大。

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



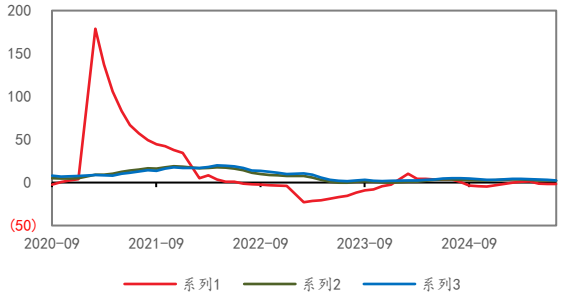
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%。

海关总署数据显示，2025 年 7 月中国进口铜精矿及其矿砂 256.0 万吨，同比增加 18.24%，环比增加 8.94%:2025 年 1-7 月中国进口铜精矿及其矿砂 1.731.4 万吨，同比增加 8.0%。截至 2025 年 8 月 22 日，Mysteel 统计中国 16 港口进口铜精矿当周库存为 47.3 万吨，较上周增加 5.1 万吨。整体铜矿进口及港口库存均环比回升，短期国内原料端货源充足。

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。当前冶炼厂的高产量是在透支未来和忍受低利润下实现的。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

近期由于铜精矿短缺和部分企业检修计划，市场持续担忧可能出现联合减产，这构成了铜价最

坚实的底部支撑。下游需求呈现电力托底，新能源拉动，地产拖后腿的分化格局，总体复苏力度不强。同时，国内现实需求的“强预期”若迟迟不能兑现，也会导致价格承压。多空因素交织，沪铜大概率将继续震荡运行。

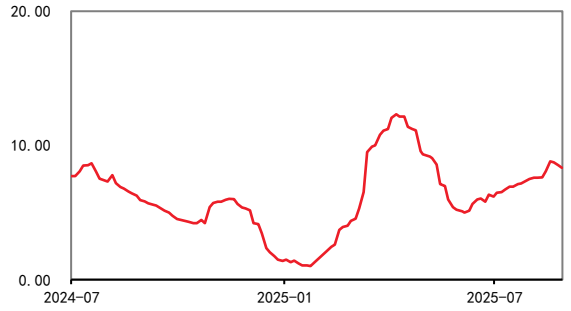
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



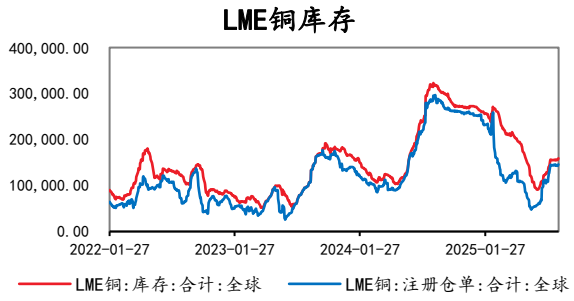
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



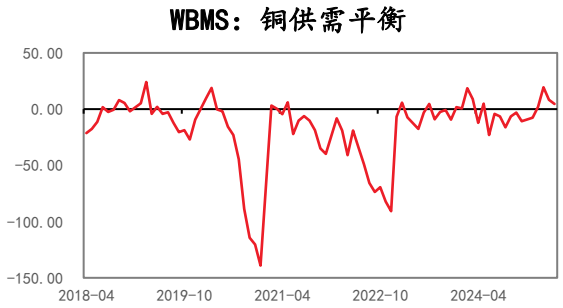
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



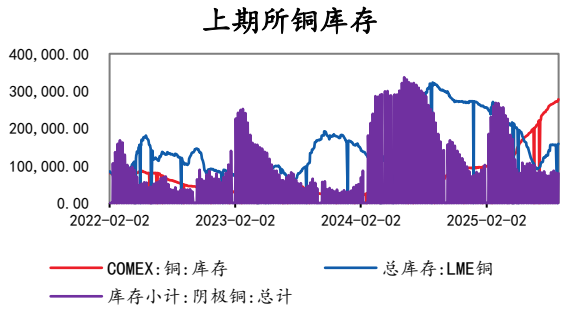
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



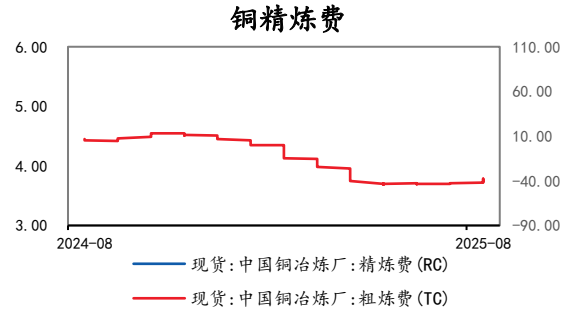
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

7 月锌精矿进口规模超预期

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。随着内弱外强格局延续，沪伦比值延续弱势，8 月进口窗口仍处于关闭状态，四季度进口锌矿补充或延续较低。

锌锭产量持续恢复

国内锌矿供应边际宽松特征明显，加工费持续上调，进口加工费上调至 92.5 美元/千吨，锌精矿港口库存恢复至 21.7 万吨，进口矿供应仍较宽松。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，7 月中国精炼锌进口量达 1.79 万吨，环比下滑 50.35%，系内弱外强影响下进口窗口持续关闭，零单进口大幅减少所致，后续来看，内外库存分化趋势加深，沪伦比短期较难修复下，后续锌锭进口规模预期维持低位。

下游需求无明显亮点

需求仍具淡季表现，阅兵对镀件开工影响有限。北方地区受 9 月 3 日阅兵影响，存在环保限产、车辆限制等情况。据悉天津市场 8 月 20 日开始限制国五及以下车辆进厂，部分镀锌厂家有停产情况，但多数大中型企业仍维持常规生产，整体限产对镀锌开工影响不大。

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。

国内外库存分化明显

国内外库存分化明显，处于外强内弱，这是一个当前市场的显著特征。伦锌库存目前处于 6.5

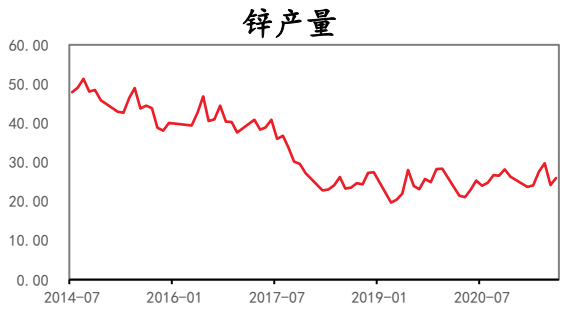
万吨左右的低位，并且注销仓单比例较高，存在一定的挤仓风险，对海外锌价构成支撑。国内持续累库，上海有色网统计的七地锌锭库存总量已超过 13 万吨，截至 8 月 25 日为 13.85 万吨，周环比继续增加。上海期货交易所的锌期货库存也在上升。内外库存分为趋势加剧，虽国内社库出现快速累增情况，但全球显性库存并无明显增长，因此本轮锌锭库存恢复对锌价施压的逻辑并未完全成立。

2 总结

市场对美联储 9 月降息的预期较强，利好有色市场。海外的锌矿产量增加，使得锌精矿的供应整体呈现宽松状态，加工费持续走强，冶炼厂开工积极，由于冶炼利润修复，国内炼厂开工率维持高位。当前下游消费仍显偏弱，镀锌、压铸锌合金、氧化锌等主要初端消费领域的开工率季节性偏低，市场普遍关注即将到来的“金九银十”传统消费旺季能否带来需求的环比改善。综合来看，沪锌短期内多空因素交织，预计维持震荡格局的概率较大。

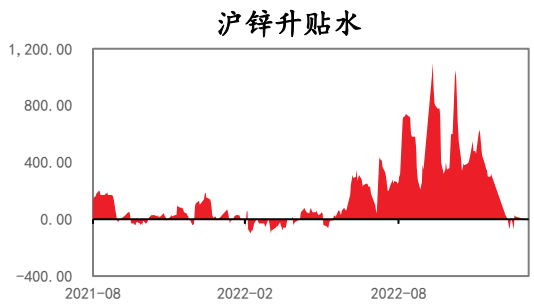
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



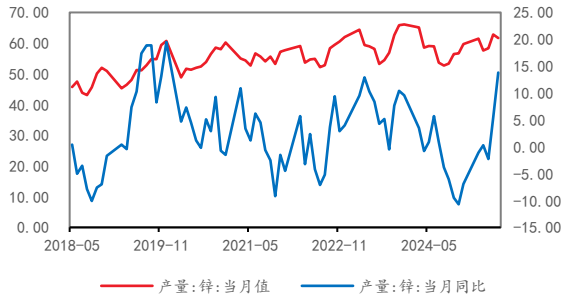
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



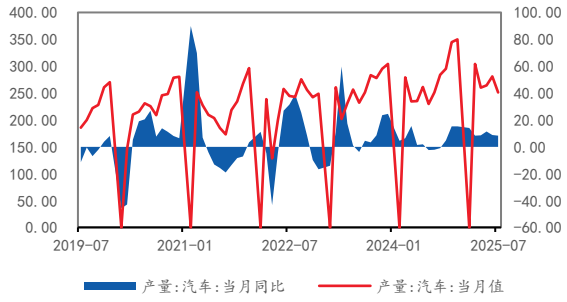
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 铁水小幅回落 需求回升但库存继续累积

上周全国高炉及电炉产能利用率回落。247 家钢厂高炉产能利用率为 90.0%，环比下降 0.3 个百分点，同比增加 5.7 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，同比增加 11.1 个百分点。五大品种钢材周产量为 884.6 万吨，环比增加 0.7%，同比增长 13.6%。其中，长流程产量小幅下降，日均铁水产量减少 0.8 万吨至 240.1 万吨，钢材结构表现分化，螺纹钢产量增长，热卷产量略有回落。

库存方面，五大品种钢材周社会库存为 1046.4 万吨，环比增加 2.9%，同比下降 12.4%；钢厂库存为 421.5 万吨，环比下降 0.5%，同比下降 5.9%。钢材总库存继续累积，周度增加 1.9%，较前一周增幅扩大 0.1 个百分点，社会库存持续增长，而钢厂库存则小幅回落。

需求端来看，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 857.8 万吨，环比增加 0.6%，同比增长 2.5%。其中螺纹钢表观消费为 204.2 万吨，环比增加 4.8%，同比增长 2.4%，显示螺纹钢需求显著回升，而热卷需求则小幅下滑。建筑钢材成交周均值为 9.4 万吨，环比下降 0.5%，需求改善存在分化特征。

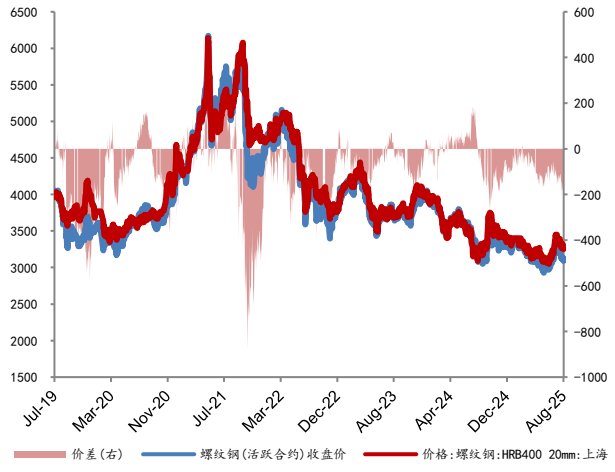
价格与利润方面，上周钢材现货价格略有回落，主流钢材品种即期毛利走弱。247 家钢厂盈利率为 63.6%，较前一周减少 1.3 个百分点，但整体仍处于相对较高水平。

3 小结

当前钢市进入淡旺季切换阶段，市场交易逻辑逐渐由政策预期回归到现实基本面。阅兵限产的扰动已趋缓，市场焦点重新回到供需矛盾本身。钢市目前面临的局面是供应维持高位、终端需求持续承压，同时出口环境趋紧。回顾 7、8 月，钢价反弹更多依赖事件催化与情绪驱动，并非基本面改善。随着这些因素逐渐退潮，钢市重回弱势运行。

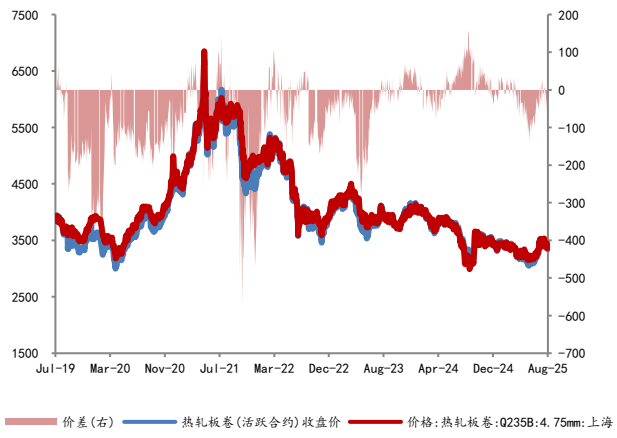
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



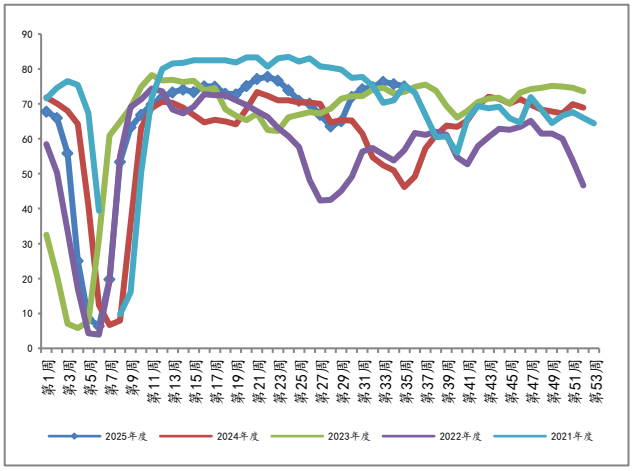
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



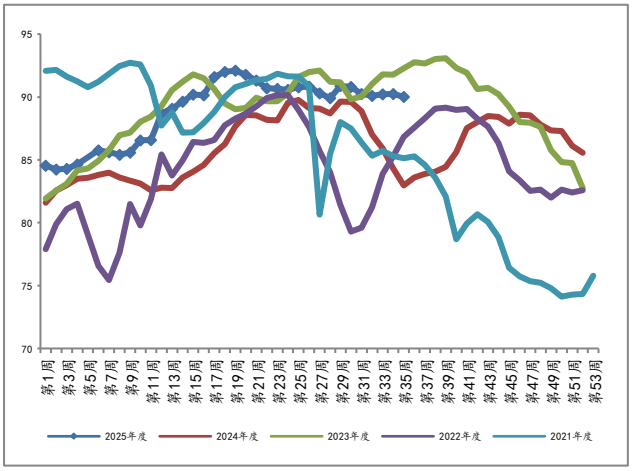
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



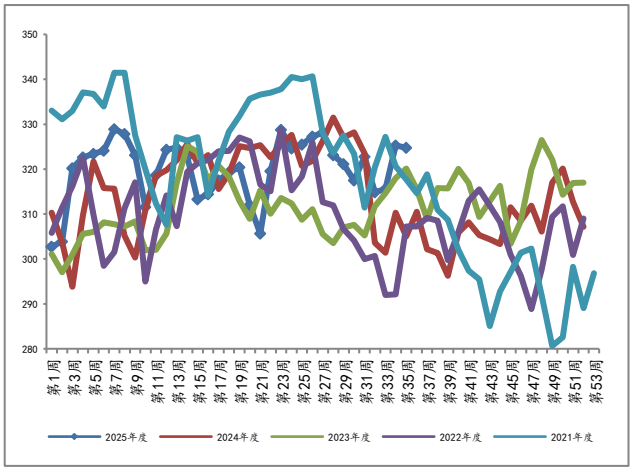
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



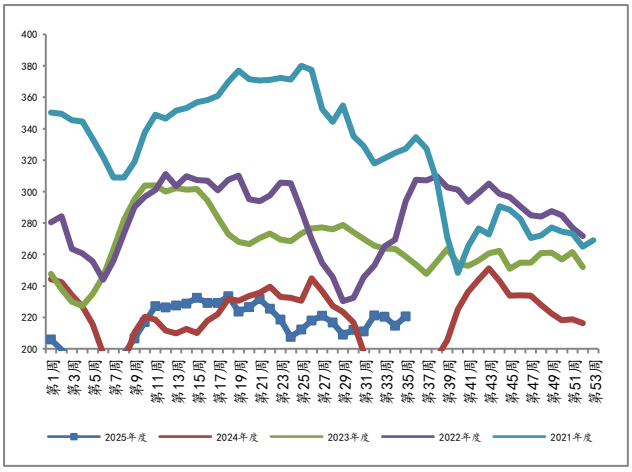
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



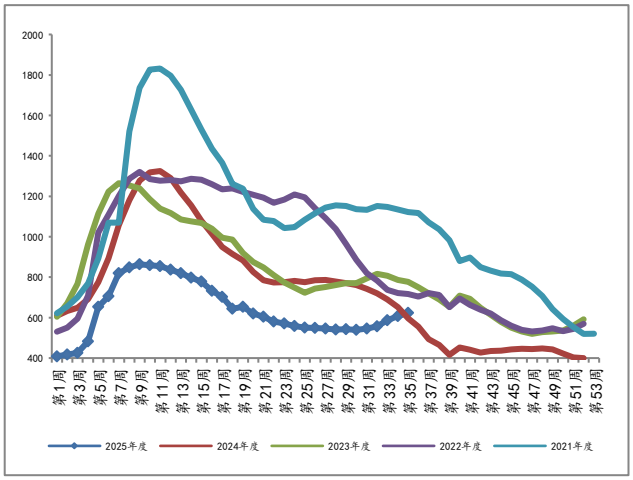
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



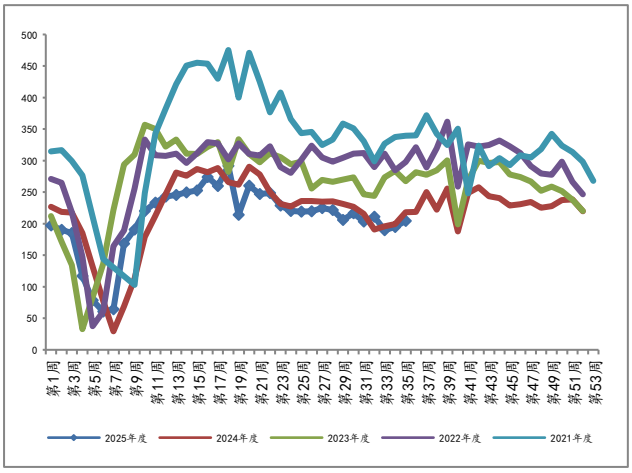
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 俄乌问题边打边谈

在美俄及美乌欧会谈后，地缘风险定价的挤出令国际油价重心回落，不过俄乌局势依然严峻复杂，盘面走势进入到下一个波动区间。

回顾此前，美国总统特朗普先后同俄罗斯总统普京、乌克兰泽连斯基和欧盟主要成员国领导人分别举行了会谈，整体释放出推动俄乌停火的信号，令地缘政治预期全面走向降温。然而现实中俄乌战线仍然活跃，会晤期间双方照常实施打击，形成边打边谈、以打助谈的新模式。俄乌冲突的主要矛盾集中在乌东四州和克里米亚的主权归属，以及乌克兰加入欧盟或北约的安保条款，在这两大关键问题上，俄罗斯、乌克兰、美国乃至欧盟相互之间均存在较大分歧，很难在短时间内达成和平协议。

用辩证的思路看待后市：地缘政治对原油市场的影响方式从系统性冲击转变为阶段性扰动，情绪面时而缓和时而反复，同时原油自身基本面从强现实向弱预期过渡。

2 跨区价差出现异动

我们注意到，近期国际原油市场价格体系出现异动，即 Brent 基准原油相较中东 Dubai 原油罕见平水甚至短暂贴水，业界认为这是由过剩预期和国际博弈的双重因素所致。

在中东局势偃旗息鼓的背景下，导致 Brent-Dubai 原油价差倒挂的核心原因，无外乎市场普遍预期全球原油供应将走向严重过剩。鉴于 OPEC+产油国迅速推进增产计划，以及美国页岩油依然维持庞大量级，未来几个月原油市场将被大量现货充斥。过剩预期不单对国际原油远期价格造成压力，也令跨期价差遭到削弱，表明市场供需宽松并趋向失衡。

同时相对性地，美俄乌博弈的一个副产物是，对中东原油需求意外提供利多支撑。美国特朗普当局就采购俄罗斯原油问题向印度施压，二级关税迫使印度炼油商转向中东地区寻求替代货源，海湾国家出口的大部分油品等级参考 Dubai 原油为定价基准，由此获得了相较 Brent 原油更强的提振。

两大核心原油市场基准价差反转预示着，供需关系正在发生深刻变化，或将成为未来一两年甚至更长时间内的基本形势。

3 去库难解能化压力

在国际油价低位挣扎之际，美国原油市场延续旺季去库趋势，叠加俄乌问题博弈的不确定性，令原油走势短期获得支撑。

EIA 周报高频数据显示：截至 8 月 22 日当周，美国除却战略储备的商业原油库存减少 239.2 万桶至 4.18 亿桶，战略石油储备（SPR）库存增加 77.6 万桶至 4.042 亿桶，俄克拉荷马州库欣原油库存减少 83.8 万桶；美国汽油库存下降 123.6 万桶，精炼油库存减少 178.6 万桶。出行旺季即将进入尾声，但燃料需求依然带动去库，累库预期兑现仍待时日。

另一方面，乌克兰对俄罗斯原油出口管道发动无人机袭击，加上美国对印度购买俄罗斯原油的惩罚性关税，貌似对实物原油供应造成一定扰动。油轮追踪机构数据显示：截至 8 月 24 日当周，俄罗斯港口周度原油发运量减少 32 万桶/日，录得 272 万桶/日的近四周低点。

尽管原油市场在多空博弈中呈摇摆姿态，但内盘 SC 原油表现相对弱势，反映出中国能化产业链基本面承压，业界普遍持偏悲观预期。

4 联储加息预期强化

特朗普对美联储施压强化加息猜想，引发一系列资产定价的调整，国际原油受此提振或暂时低位企稳。

特朗普在其社交媒体上宣布，有充足理由解雇美联储理事库克，并声称该决定将立即生效。继 7 月威胁解除鲍威尔职务后，特朗普再次对美联储发难，令该机构的独立性变得岌岌可危。事态后续发展来看，特朗普的要求缺乏法律依据和程序正当，库克可能将诉诸美国最高法院裁决，专业人士估计能够保留其美联储理事职务，令市场情绪有所平复。

不过，美联储主席鲍威尔此前在 Jackson Hole 上的讲话暗示，美联储最早可能在 9 月的议息会议上启动降息，上述鸽派发言叠加库克解职风波，使外界对降息预期进一步加深。主流观点认为，美联储将在 9 月的议息会议上再度降息，2025 年内降息三次，每次 25bps。对美联储释放的重启降息信号，市场已经形成巴甫洛夫式的条件反射，大类资产中美元指数和美股期货走弱，美债收益率曲线陡峭，黄金反弹，也让疲弱的国际原油在低位获得支撑。

5 多空博弈弱稳盘整

业界已基本达成共识，即原油市场开始进入一个显著过剩且旷日持久的时期，但有观点认为，正因为这一预期被广泛接受，油价重心下降过程中反而不容易出现暴力下跌行情。

摩根士丹利研究指出，未来原油供需过剩敞口相当庞大，预计 2025 年四季度供应过剩将达到 150 万桶/日，到 2026 上半年将进一步扩大至 200 万桶/日，这与此前 IEA 给出的预测基本吻合。尽管供需失衡的趋势难改，但大摩给出辩证思路，不同于 2014 年 OPEC 价格战及 2020 年疫情大流行，当过剩情景被交易者普遍预期时，一定程度上将有助于避免市场无序抛售的发生。

我们早前警告，原油市场在四季度到明年一季度将出现严重的累库现象，但这个过剩敞口并不会无限扩大下去，全球原油供需平衡长期动态维持在 1 亿桶/日的量级上，在不同的大小周期上，低油价短期刺激囤油套利的交易行为，长期推动原油供需再平衡进程。大摩认为，鉴于 Brent 原油远期曲线的远端价格一直非常稳定，如果现货价格重心跌破 60 美元/桶，继续下行的空间将受到限制。我们初步预测，中短期 Brent 原油价格主流运行区间在 60-68 美元/桶附近，需要警惕的是，市场在低波动状态下矛盾爆发，造成油价波动性骤然放大的风险。

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。

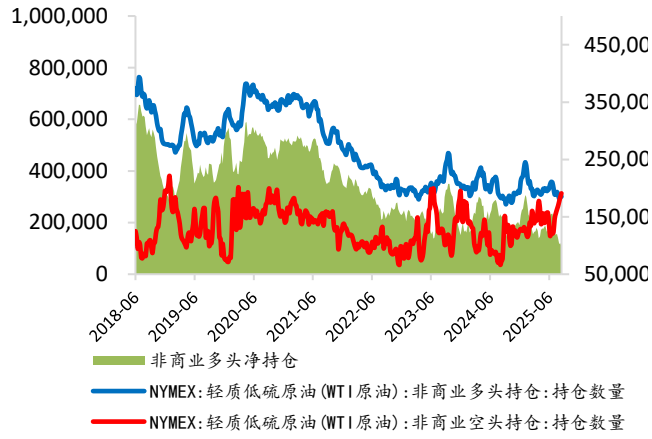
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



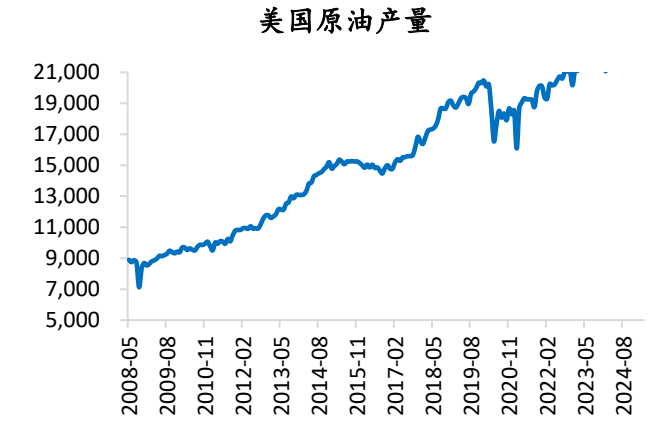
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



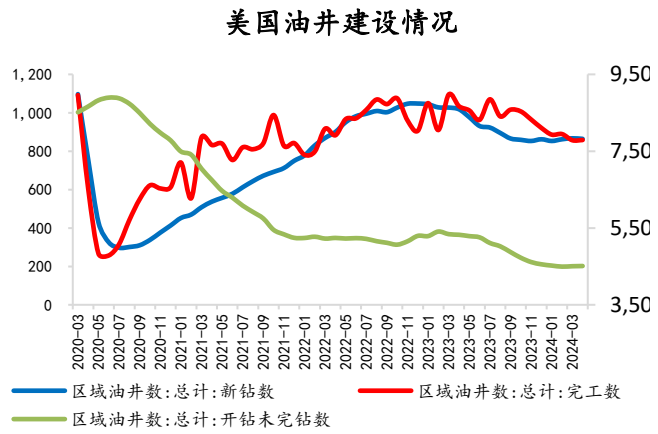
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



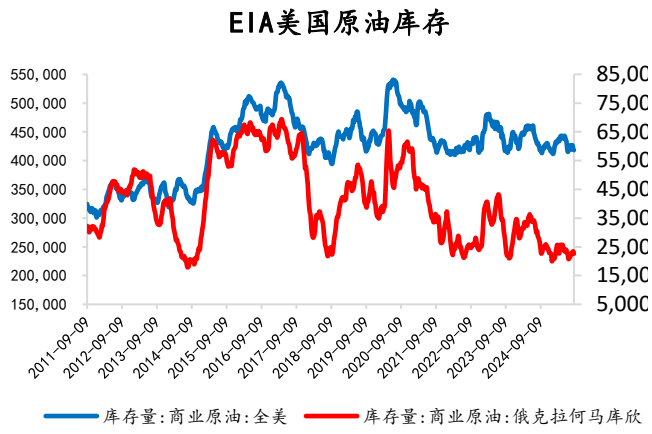
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



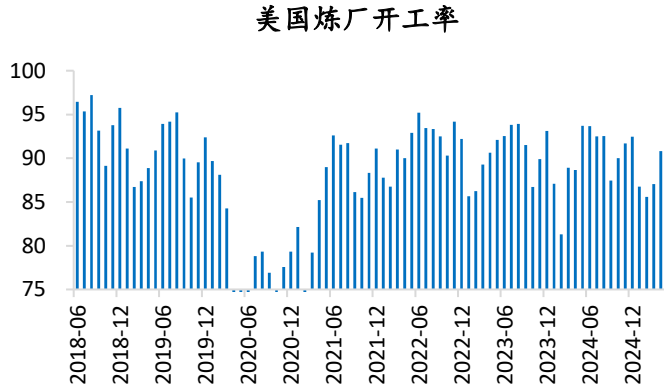
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



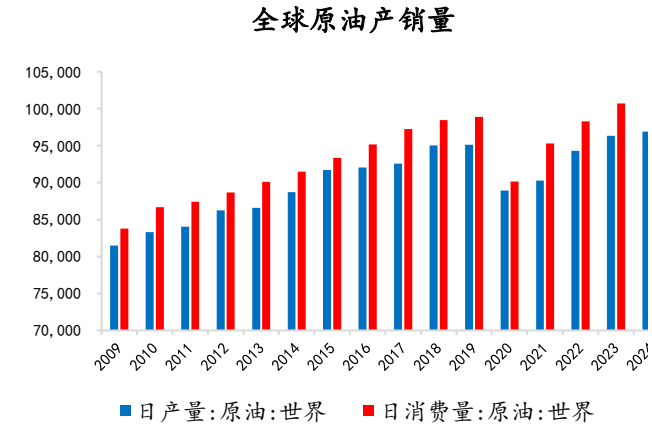
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 原料成本支撑坚挺

上游成本端看，在本应向旺产季过渡的上量阶段，不利的天气令原料价格不降反升，对期货盘面形成有效支撑。当前国内外主产区仍未走出雨季，近月的连续降雨导致胶水产出低于往年同期正常水平，加上气象灾害和劳工短缺等问题，支撑原料收购价格保持坚挺。

近数月以来，云南版纳产区降雨天气连绵，割胶作业开展不畅，新胶上量不及预期，再加上向制浓乳厂分流，胶水价格保持同比偏高。海南地区同样受台风和降雨干扰频繁，原料供应持续偏紧，部分加工厂有交单补库需求，竞相抢购原料导致价格上涨。泰国方面，8 月下旬东北部及南部局部地区雨水再度增多，另外泰柬边境冲突导致大量在泰柬埔寨劳工遭到遣返，人力短缺严重影响到割胶进度，后续需关注降雨天气和用工荒问题能否得到缓解。

泰国橡胶管理局表示，在不依赖政府财政补贴或价格干预的情况下，泰国天然橡胶价格稳步攀升，预计到 2025 年底至 2026 年初，有望突破 100 泰铢/公斤大关。根据以往经验，随着传统旺季即将来临，未来一两个月橡胶市场具有一定走强预期，预计沪胶行情或保持震荡偏强运行。

3 进口到港压力缓解

今年橡胶进口到港量同比持续偏高，但东南亚地区受雨季影响，新胶产出上量偏缓，主港累库压力或将得到缓解。

2025 年 1-7 个月，泰国狭义天然橡胶（标准胶、乳胶、烟片胶，不含复合胶）出口量合计 158.6 万吨，同比下降 5%；其中，出口到中国的天然橡胶累计 62.2 万吨，同比增加 7%；同期，泰国出口到中国的混合胶总计 98.1 万吨，同比大增 48%。尽管降雨天气和地缘冲突令泰国橡胶供应

不及预期，但非洲新兴产胶国的快速增长抵补了部分产量损失。7 月科特迪瓦天然橡胶出口量同比大幅增加 28.3%，前 7 个月橡胶出口量共计 90.85 万吨，较上年同期保持 14.3%的高增长率。

展望后市，随着 9 月海外主产区降雨情况逐步缓和，尤其是泰国南部胶园向旺产季过渡，上游供应压力仍有兑现预期，但橡胶基本面整体进入供需两旺格局，中短期内保持震荡偏强运行。

4 等待库存见顶拐点

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。

5 悲观预期或被证伪

天然橡胶需求处于季节性修复阶段，内需持稳回升抵补出口下滑预期，在大宗商品氛围好转的背景下，市场此前对终端消费的悲观预期或被初步证伪。

近期，山东地区橡胶轮胎企业逐渐走出淡季模式，前期检修工厂基本恢复正常排产，带动产能利用率恢复性提升。轮胎产销维持常规走货状态，成品库存暂未得到显著去化，但边际呈现出改观迹象。终端市场来看，国内汽车产销数据持续良好，尤其是重卡销量表现亮眼；中美贸易谈判缓冲期延长，出口订单并未如此前预想那样悲观。

从下游对橡胶的采购情况来看，由于目前原料库存储备水平偏低，实盘交投较前期明显活跃，厂商逢胶价回调积极采买，现货去库存进度有望加快。天然橡胶基本面支撑较为坚实，加上宏观氛围烘托金融属性，预计未来数周胶价大概率偏强运行。

6 周期重拾上升大势

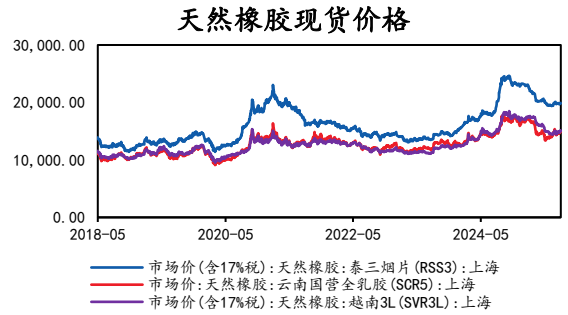
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

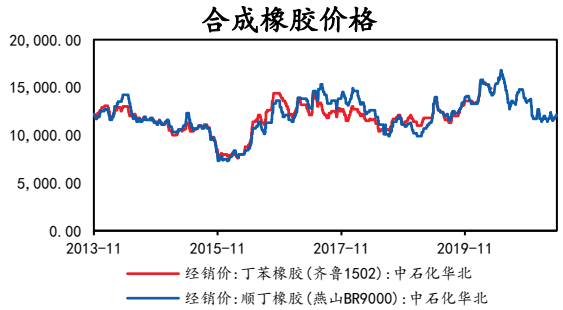
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



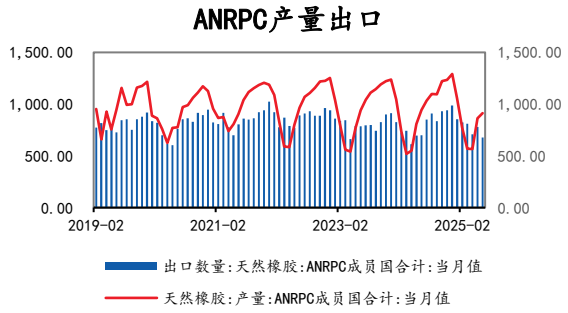
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



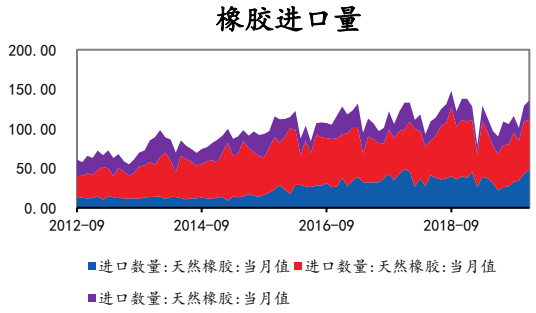
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



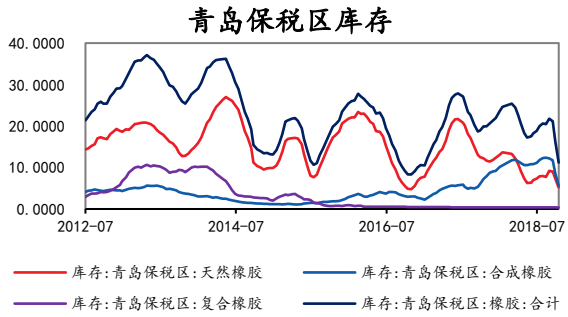
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



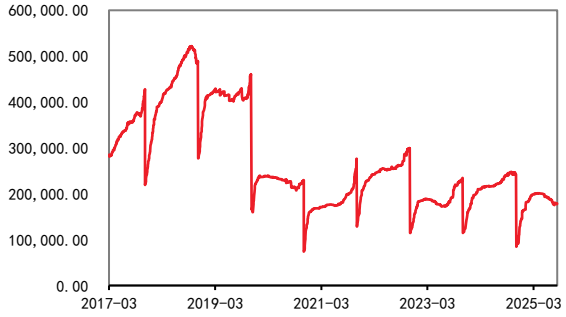
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



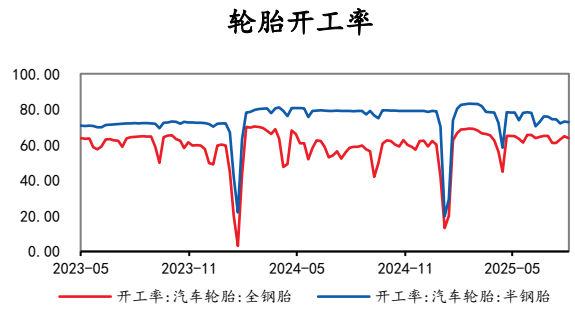
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



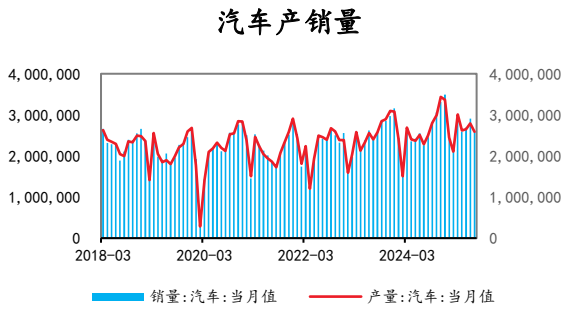
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：中美贸易关系改善预期增强，国内油粕市场承压回落

1 外部豆类市场分析

作物优良率再度攀升，美豆丰收前景不断强化

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 24 日当周，美国大豆优良率为 69%，高于市场预期的 67%，去年同期为 67%。当周美豆结荚率为 89%，去年同期和五年均值分别为 88%和 89%；当周美豆落叶率为 4%，去年同期和五年均值分别为 6%和 4%。上周，行业组织 Pro Farmer 进行年度田间巡查，巡查结果显示，除印第安纳州外，各主产州大豆豆荚数均高于去年同期，新作单产预估为 53 蒲式耳/英亩，略低于美国农业部预估的 53.6 蒲式耳/英亩。当前美豆生长状态良好，美豆丰收前景有望逐步兑现。

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。咨询公司 AgResource 上周表示,巴西 2025/26 年度大豆产量预计为 1.765 亿吨,同比增长 3%。该公司预计新年度巴西大豆种植面积为 4870 万公顷，同比增加 2%，为五年最低增速。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。整体来看，新年度巴西大豆产量续增已成各方共识。如果巴西大豆增产预测最终得到兑现，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。

马来西亚棕榈油 8 月出口增、产量降，高价抑制需求制约价格上涨

检验机构发布的马来西亚 8 月 1-25 日棕榈油出口环比增幅为 10.9%—16.4%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，8 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比下滑 1.21%。尽管马来西亚棕榈油供需基本面好转，但市场对高价抑制需求的担忧情绪升高，叠加 CBOT 豆油市场生柴需求炒作降温，马来西亚棕榈油市场承压回落。

2 国内豆类市场分析

商务部高层赴加美，贸易改善预期增强

商务部发言人表示,商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢率团于 8 月 24-27 日访问加拿大，与加方共同主持召开中加经贸联委会。之后，李成钢一行将赴美国华盛顿，会见美方相关官员。发言人称，中方愿与美方一道，继续发挥好中美经贸磋商机制作用，通过平等对话协商解决问题，共同维护中美经贸关系健康、稳定、可持续发展。受此影响，中加、中美贸易关系出现改善信号，市场对美国大豆恢复对华出口预期增强。

豆粕库存高企，远期供给不足担忧缓解

国家粮油信息中心发布的报告显示，8 月全国油厂大豆周度压榨量维持在 220 万吨左右的较高水平。截至 8 月 22 日，国内豆粕库存为 104 万吨。预计本周油厂开机率将回升，大豆压榨量升至约 250 万吨高位。豆粕产出大于消费，预计 8 月底豆粕库存仍有上升空间。油厂挺粕动力下降，沿海豆粕现货报价本周连续回落。随着中美高层展开贸易磋商，美豆恢复对华出口预期增强，远期国内大豆供给不足担忧缓解，豆粕期货市场本周大幅释放此前价格升水，表现明显弱于美豆。

三大油脂库存互有增减，豆油库存压力依然偏大

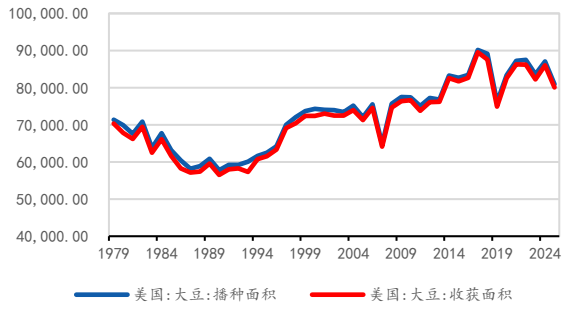
机构发布的监测数据显示，8 月 22 日国内三大油脂商业库存 241 万吨，周环比略降 1 万吨，月环比升 5 万吨，同比升 26 万吨，较过去两年同期均值升 34 万吨，处近年高位。 具体而言，国内豆油商业库存 120 万吨，周环比升 4 万吨，月环比升 10 万吨，同比升 11 万吨；菜籽油 64 万吨，周环比升 3 万吨，月环比升 1 万吨，同比升 19 万吨；棕榈油 57 万吨，周环比降 4 万吨，月环比降 3 万吨，同比降 2 万吨。 8 月中国进口大豆到港量及油厂压榨量维持高位，预计国内豆油延续累库状态，8 月底豆油商业库存环比增加 8 - 10 万吨。因中国对加拿大油菜籽实施临时反倾销措施，近期国内油菜籽进口减少，部分地区出现洗船现象，预计 8 月底菜籽油库存环比有望下降。

3 油脂油料市场展望

美豆通常在 9 月中下旬进入收割期。随着天气窗口逐步收窄，本年度美豆丰收前景基本已经确定，新季大豆上市形成的季节性供应压力也在增强。中美贸易谈判成果是市场关注的重点。中国一直是美豆出口的第一大市场，中美能否尽快恢复大豆贸易对四季度国内外豆类市场都具有深远影响。近日美豆止跌回升而国内豆粕期货大幅回落，很大程度上显示市场对中美恢复大豆贸易的预期在增强。在贸易谈判取得实质性成果前，市场对四季度国内供给形势仍存分歧，容易引发盘面反复震荡。随着国内粕类期货市场释放此前价格升水，内外盘同步性有望趋强。中美展开贸易谈判也是近期国内油脂市场连续调整的主要影响因素之一。目前豆油和棕榈油期货在技术上形成顶部特征，技术卖压推动油脂市场继续回落的概率较大。中储粮和地方储备粮源持续投放，贸易商出库压力升高，国产新豆即将集中上市，各方对新豆开秤价格预期不高，豆一期货市场因供给压力升高而尚未止跌。

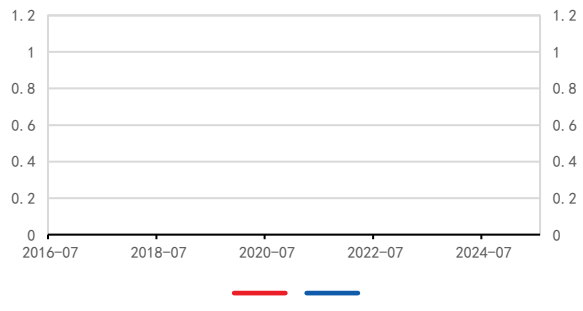
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



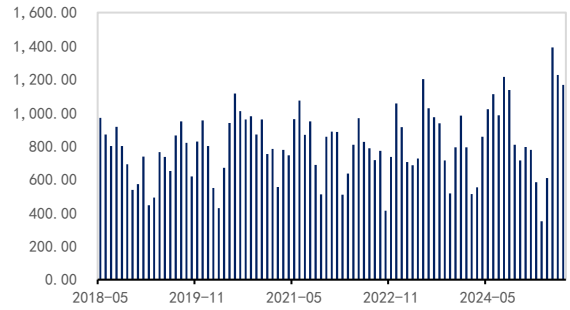
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



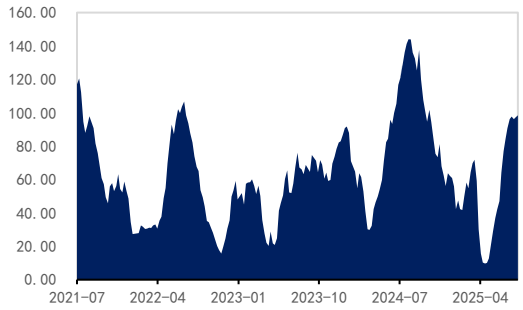
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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