中金财富期货策略周报（2025 年第 31 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：预计 8 月份经济数据继续维持平淡的态势，这意味着宏观面和供需关系对商品市场的指引有限，市场情绪对价格的影响较大，建议密切关注反内卷政策的变化。

股指期货：近期 A 股市场的调整，是情绪波动和交易集中下的阶段性回撤，牛市中的短期回撤也是风险释放的过程，有利于行情走的更稳、更远。至于这轮调整是否结束，我们认为不能过早下结论，继续关注市场变化，多头做好保护措施。

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。在需求淡季时，因内铜价库存未能如期累库，当前面临旺季补库，或可对铜价形成较大的托底作用。沪铜近期确实处于窄幅震荡的格局，多空因素交织，市场在等待新的驱动因素。

锌：国内外锌矿进口量上升，锌矿加工费持续上升，叠加硫酸价格上涨明显，冶炼厂利润进一步修复，生产积极性增加。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：随着反内卷情绪降温，7-8 月涨幅几乎被完全回吐，价格回到 2 月水平。进入 9 月后，市场正面临旺季前夕的分叉点，但现实供需压力犹在。成本端相比 6 月有所抬升，使得价格下探至低点的概率不大。然而，需求端仍然承压，终端消费和出口缺乏亮点，价格上行驱动力不足。整体判断：弱势震荡概率更高，维持下有支撑、上行乏力的格局。

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：美豆即将进入收割期，9 月 12 日美国农业部将公布月报，报告前商品经纪公司 StoneX 下调美豆单产和总产量。中美贸易协议悬而未决，美豆因无法进入中国市场形成的需求忧虑仍未完全释放。从目前中国进口商采购情况看，南美大豆供给仍有潜力可挖。此外，中储粮还有一定数量的进口大豆，随时可以根据国内供应情况进行抛储调控。在中美贸易谈判结果落地前，国内豆粕市场有望围绕这一题材维持震荡行情。MPOB 月报是下周油脂市场关注的重点，报告数据与预期差容易引发市场剧烈震荡。从国内油脂基本面情况看，持续攀升的库存仍是限制价格上行的主要阻力。国产新豆即将收割上市，各方预期新豆开秤价格在 2.0 元/斤左右。中储粮和地方储备粮源持续投放以腾出库容收购新豆，豆一期货市场因供给压力升高而缺少持续上行动力，有望维持震荡状态。

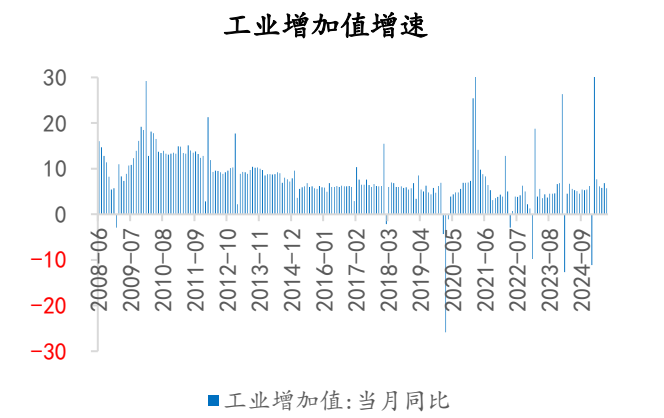
目录

周度策略：工业品市场情绪再度回升 ..... - 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 宏观政策保持温和 ..... - 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 ..... - 15 -
1 供应过剩压力仍在 ..... - 15 -
2 反内卷支撑成本 ..... - 15 -
3 外部环境的边际利多 ..... - 15 -
4 铁水大幅回落 需求同步走弱 ..... - 15 -
5 小结 ..... - 16 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 地缘政治再生变数 ..... - 19 -
2 密切关注增产动向 ..... - 19 -
3 高盛抛出悲观预测 ..... - 19 -
4 跨区价差出现异动 ..... - 20 -
5 长期缺乏看多逻辑 ..... - 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 传统强势表现阶段 ..... - 23 -
2 进口到港压力缓解 ..... - 23 -
3 其他现货渠道补充 ..... - 23 -
4 下游回暖接棒上游 ..... - 24 -
5 库存拐点等待确认 ..... - 24 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：美豆承压回调，国内油粕市场维持震荡 ..... - 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 -

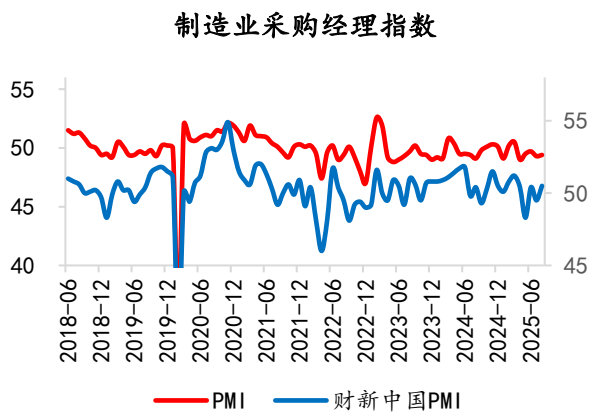
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



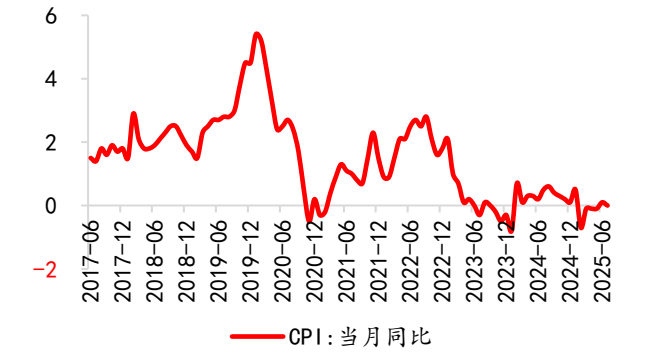
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



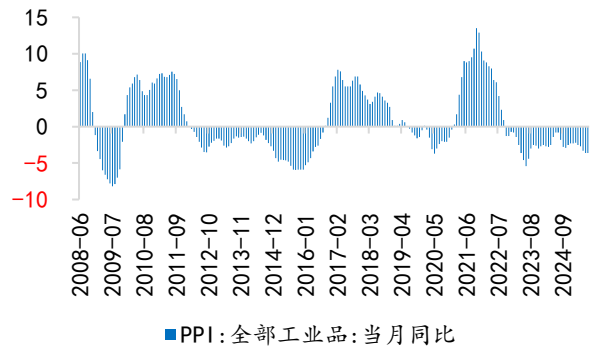
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



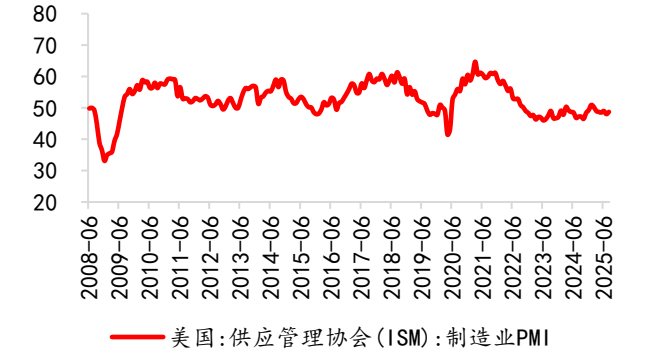
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



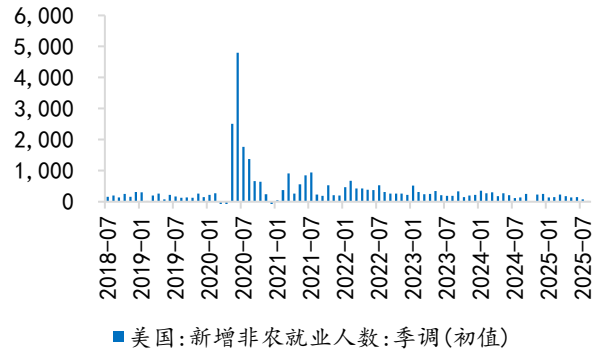
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：工业品市场情绪再度回升

近期工业品在 7 月份经济数据平淡的情况下呈现回落走势，大部分品种已经将反内卷政策以来的涨幅抹掉，但是随着上周市场再度传出反内卷政策的传闻，工业品出现明显反弹行情，情绪面对市场走势影响较大。

8 月份经济数据变化不大

从高频数据看，预计 8 月份数据相对于 7 月份变化不大。

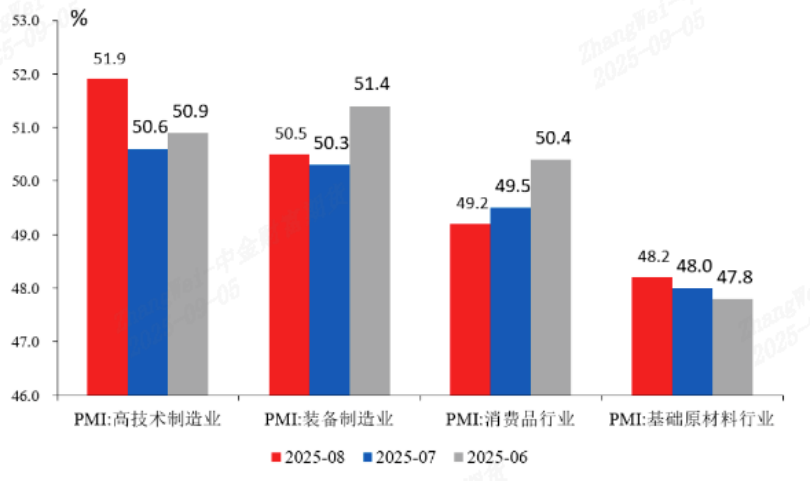
预计 8 月份内需表现仍趋弱，主因受“两新”补贴资金使用受限影响，8 月商品消费、制造业投资或偏弱。8 月多地国补重启，但部分地区资金使用受限令国补对商品零售支撑有限，预计 8 月社零同比 4.4%；高频指标中，8 月乘用车零售、白色家电销售额同比分别仅 0.8%、2.1%。同时 8 月中旬，超长期特别国债支持设备更新的补助资金已下达完毕，叠加设备更新周期近乎结束，制造业投资或进一步下行。

相比之下，在暑期出行高位、民间投资持续改善下，8 月服务消费、服务业投资表现或相对较好。居民出行热度持续高位，8 月以来全国迁徙规模指数、国内执行航班架次同比分别 14.1%、1.6%，或对餐饮、文旅等服务消费有较大拉动。另外，今年来服务业民间投资明显提速，财政也加大科教卫等支出力度，8 月服务业投资或可对冲制造业投资下行压力，预计整体投资增速持平前月(1.6%)。

出口方面，但在外需改善与份额提升下，8 月出口的回落压力或相对可控。受“对等关税”和“转口贸易关税”落地影响，我国对东盟出口短期或有回落压力。但目前美国进口或仍处回升周期，新兴国家经济体投资需求增多，叠加市场份额更多向中国进口倾斜，8 月出口回落压力或可控。加工贸易进口、出口生产等领先指标均显示 8 月出口或维持韧性，预计 5.1%。

整体看，8 月份经济数据预计仍呈偏弱震荡的态势，预计与 PMI 指向的特征一致，即需求偏弱，但生产增强。

图表 1：主要行业 PMI 数据



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

资金面大概率季节性转松

月初首周（9 月 1-5 日），在 8 月末财政支出的支撑下，资金面大概率季节性转松，隔夜利率有望重回 OMO-5bp 附近，7 天利率或也随之下行至 OMO 上方 5- 10bp 区间内。

9 月 1-5 日政府债缴款规模较小，仅为 716 亿元（前一周为 2114 亿元），对资金面扰动有限，资金面的压力主要来自于公开市场到期量，其中逆回购到期 2.3 万亿元、3 个月买断式逆回购到期 1 万亿，合计 3.3 万亿元。

不过，参考 8 月情况，尽管当时同样面临月初大额逆回购到期（1.6 万亿+），月初季节性宽松因素仍占主导。考虑到当前宽松的货币政策基调，并结合央行近几个月的操作习惯，6 月和 8 月央行均在月初第一周的周五开展买断式逆回购操作。若下周央行如期续作买断式逆回购，资金面大概率维持宽松。

9 月 5 日的 1 万亿元买断式逆回购操作，主要是为了对冲当月到期的 3 个月期买断式逆回购（9 月有 1 万亿元该期限逆回购到期）。这意味着央行通过“等量续作”保持了 3 个月期逆回购的存量规模，避免因到期自然回笼导致流动性收紧。

9 月存单到期压力、超长期特别国债发行（年内剩余约 7000 亿元）等因素，仍需央行维持流动性净投放。预计 9 月买断式逆回购将延续 6 月以来的“净投放”模式，6 个月期品种或超额续作（即投放规模超过到期量），以更好覆盖中长期资金需求。

工业品可能延续震荡走势

预计 8 月份经济数据继续维持平淡的态势，这意味着宏观面和供需关系对商品市场的指引有限，市场情绪对价格的影响较大，建议密切关注反内卷政策的变化。

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	9 月 2 日	政治危机叠加财政黑洞，英德法 30 年期国债收益率创多年新高	英国 30 年期国债收益率升至 1998 年以来最高，德法同期债券收益率分别升至 2011 年和 2009 年以来最高水平	当前的“恶性循环”——债务担忧推高收益率，反过来又加重财政负担——可能对欧洲经济复苏和金融稳定构成实质性威胁
	9 月 1 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。	证券市场维持高景气度
数据	9 月 1 日	8 月制造业 PMI 小幅回升至 49.4%	8 月中国制造业 PMI 为 49.4%，较上月回升 0.1 个百分点	整体变化不大
	9 月 4 日	美国 ISM 服务业 PMI 扩张速度创半年最快	就业疲软，价格仍高企	美国上周首申失业金人数 23.7 万，升至 6 月以来最高
事件	9 月 4 日	高盛警告：美联储信誉一旦受损，黄金或飙至近 5000 美元	高盛最新警告称，如果美联储公信力受损，投资者仅需将极小部分美债持仓转向黄金，金价就可能飙升至每盎司近 5000 美元的惊人水平	近期金价走强的主驱动因素即如此

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观政策保持温和

受极端天气和供需两端政策预期的多重影响，7 月国内经济增长节奏放缓，结构上呈现外需强、内需弱、价格低的特征。往前看，随着短期美国需求走弱以及长期贸易格局重塑，对非美国家出口将继续支撑外需增长；而内需消费在“以旧换新”政策效果边际递减情形下，急需在服务消费领域寻求新的增长点，投资方面同样也需要政策加码提振预期，作为短期重要抓手的基建投资，发力或需等到三季度末。价格方面，CPI 增速大概率继续在低位附近波动，PPI 降幅收窄会是接下来的主要看点并在一定程度上带动上游部门生产，而中下游部门短期仍将以主动去库存为主。

8 月 18 日国务院召开全体会议，延续 7 月政治局会议部署，稳住市场预期和做强国内大循环成为下半年经济工作的重点。货币政策方面，当下经济增长节奏有所放缓、汇率整体偏强、海外政策环境行将宽松的局面，给予了央行更加充分且灵活的政策空间。围绕普惠金融、科技创新、扩大消费开展的结构性货币政策作用也将日益凸显。财政政策方面，财政收入修复进程或受到经济增长节奏放缓影响，叠加财政前置发力导致后续政府债净融资规模小于去年同期影响，8-12 月财政支出强度存在一定挑战。前期财政存款以及新型政策性金融工具有望成为四季度稳投资的重要举措。

3 美元或延续走弱

通胀走势不会成为美联储 9 月降息的障碍。最新数据显示，美国 FHFA、标普/CS 房价指数相继走低，租金价格也有所回落；同时，Manheim 二手车批发价格指数环比下行，意味着关税对核心商品价格的推升更加缓慢，核心服务也有望对冲关税对通胀的抬升。

劳动力市场方面，就业数据已经出现明显放缓，4 月以来休闲、医疗等移民劳动力占比较高的行业平均时薪也出现下降，表明移民政策收紧对于美国劳动力市场的供给影响并不大。

资产价格方面，在降息提前的判断下，美债收益率曲线或进一步趋陡。8 月中旬美元小幅走强，主要推动在于关税政策的不确定性降低而非利差因素，同时近期做空美元的仓位有所降低。往后看，在美联储重新开启降息但欧央行按兵不动的背景下，美元与欧元等主要货币的利差将收窄，美元指数中期面临下行压力。

4 宏观策略

预计 8 月份经济数据继续维持平淡的态势，这意味着宏观面和供需关系对商品市场的指引有限，市场情绪对价格的影响较大，建议密切关注反内卷政策的变化。

5 股指期货市场分析

指数震荡，但是延续强势

上周指数出现了 6 月行情以来的首次调整。周度表现看，其中沪深 300 指数-0.81%，上证 50 指数-1.15%，中证 500 指数-1.85%，中证 1000 指数-2.59%。

从 9 月份的表现看，外资呈现加速流入的迹象。

2023 年 7 月以来，主动型外资趋势性流出 A 股，累计净流出约 2000 亿元人民币。而今年 7 月下旬开始，主动型外资回流 A 股，成为外资做多中国的重要信号。与此同时，被动外资回流、龙虎榜外资席位净流入创历史新高、北向资金成交额创历史次高（仅次于 924 行情），均表明外资当前对中国资产热情高涨。

外资为何回流中国？

从短期变化来看，主动外资回流 A 股受到人民币升值、海外流动性宽松、A 股赚钱效应和基本面修复 4 重因素共振驱动。一是人民币升值，美联储降息在即，美元和美债走弱，人民币升值驱动外资回流；二是海外流动性宽松，外溢的美元流动性流入 A 股；三是 A 股赚钱效应，7 月下旬以来，A 股跑赢全球市场，驱动外资回流；四是中国景气修复，制造业 PMI 回暖，市场预期 9 月 PMI 为 50.1，景气重返扩张，进一步强化市场信心。

短期应开始关注市场节奏

牛市行情是否见顶，取决于底层逻辑，而非短期的波动。若底层逻辑牢固，即使行情调整，也是打开做多空间。而若底层逻辑松动，即使行情走强，也是创造兑现机会。

具体到本轮行情，目前来看，三条逻辑尚未被证伪。其一，政策对稳市仍然重视；其二，科技产业持续取得进展；其三，反内卷仍是政策主线之一。若以上三条逻辑不松动，则不必畏惧短期的潜在波动。

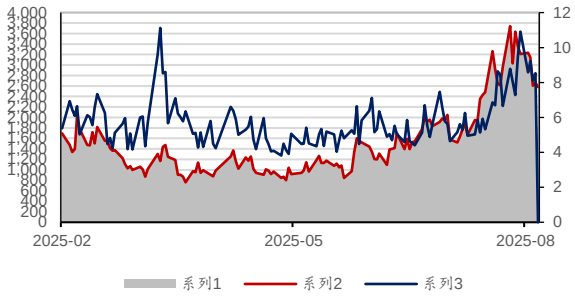
当然，后续也需要密切关注相关表述的变化。稳市方面，若政策态度出现边际变化，资金可能会趋于流出。科技方面，产业进展不及预期或是部分资金的担忧。反内卷方面，政策态度同样会产生影响，且利润修复阻力也可能考验信心。

对于短期潜在波动，我们认为与其预判，不如跟踪有效指标，“兵来将挡”。从股票型 ETF 资金来看，大级别资金显示出稳市倾向，同时融资余额持续增长。不过，短期存在两个潜在风险，

一是隐含波动率的大幅上升，投机热度升温；二是微盘股出现跑输中证 1000 的趋势，量化资金可能撤出。

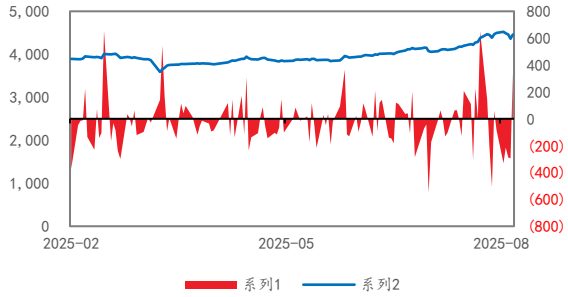
近期 A 股市场的调整，是情绪波动和交易集中下的阶段性回撤，牛市中的短期回撤也是风险释放的过程，有利于行情走的更稳、更远。至于这轮调整是否结束，我们认为不能过早下结论，继续关注市场变化，多头做好保护措施。

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



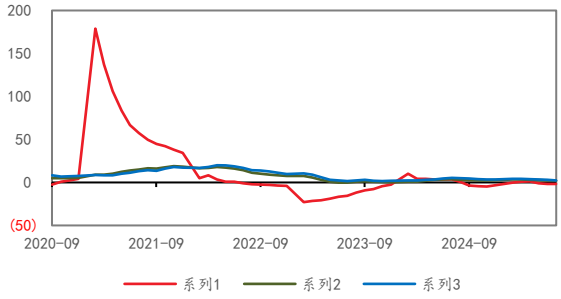
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，2025 年 8 月 SMM 中国电解铜产量 117.15 万吨，环比-0.2%，同比+15.6%。SMM 中国铜冶炼厂 8 月开工率为 87.97%，环比-0.22 pct，同比+4.95pct。进口方面，1-7 月累计净进口 151.7 万吨，同比-11.0%；1-7 月累计净进口同比下降主要因美国加征进口铜关税政策预期使得美铜价格溢价，导致其他地区的电解铜多数流向美国。

淡季效应

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。在需求淡季时，因内铜价库存未能如期累库，当前面临旺季补库，或可对铜

价形成较大的托底作用。沪铜近期确实处于窄幅震荡的格局，多空因素交织，市场在等待新的驱动因素。

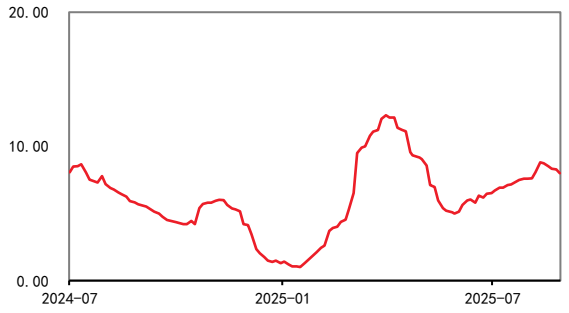
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



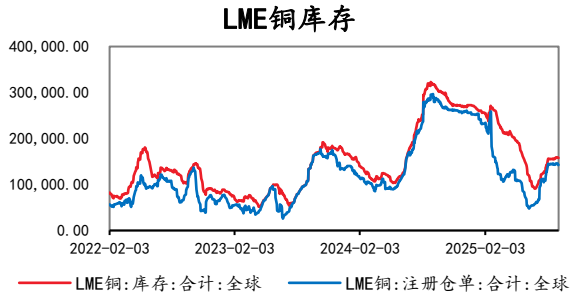
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



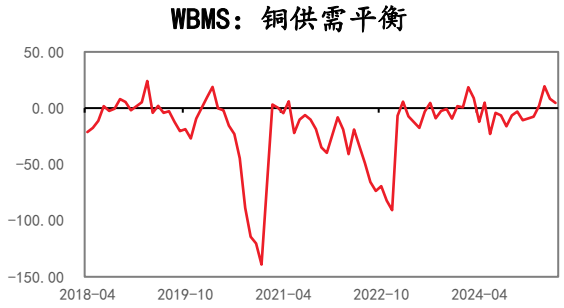
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



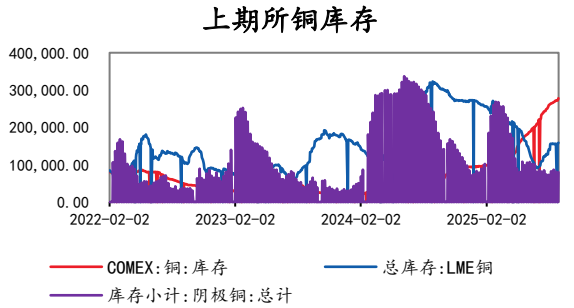
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



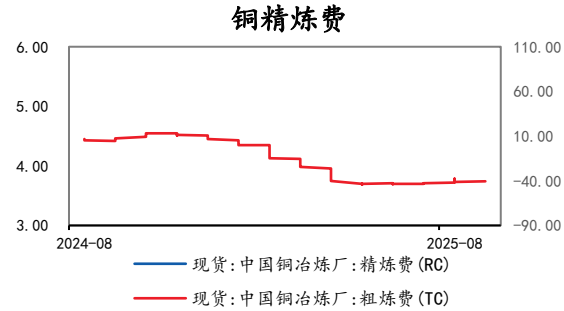
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌矿供应偏宽松

根据样本矿山统计 2025 年 1 季度产量 113.6 万吨，同样本范围内，2 季度产量 117 万吨，其中有 3 家矿企财报尚未公布，假设此 3 家 2 季度产量与 1 季度相同，则 2 季度样本矿山产量 121.5 万吨，环比增加 8 万吨左右，同比增加 11 万吨。按照上述统计主要矿山全年指引产量，2025 年产量预计增加 55 万吨左右。

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。

产量释放稳步推进，关注冶炼厂检修进展

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。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。2025 年 1-8 月中国精炼锌产量 446.9 万吨，累计同比增加 7.5%，8 月份当月产量同比增加 28.8%，9 月冶炼厂检修主要集中在河南、内蒙古、湖南、云南等地，预计整体产量或有下调.

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

三大初级加工行业开工率维持季节性低位，但临近旺季，继续回落空间有限；加工行业备货方面，锌价重心下行后，下游逢低补库，采购情绪好转，原料库存开始累库、成品库存开始去库；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。

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

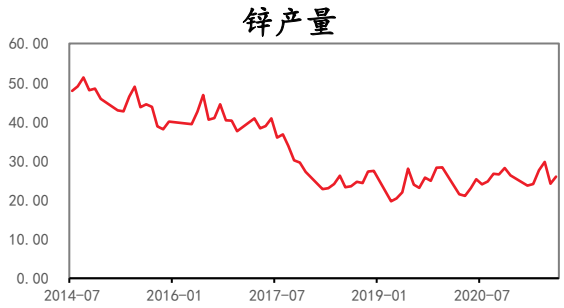
国内外库存分化明显，处于外强内弱，这是一个当前市场的显著特征。伦锌库存目前处于 6.5 万吨左右的低位，并且注销仓单比例较高，存在一定的挤仓风险，对海外锌价构成支撑。国内持续累库，上海有色网统计的七地锌锭库存总量已超过 13 万吨，截至 8 月 25 日为 13.85 万吨，周环比继续增加。上海期货交易所的锌期货库存也在上升。内外库存分为趋势加剧，虽国内社库出现快速累增情况，但全球显性库存并无明显增长，因此本轮锌锭库存恢复对锌价施压的逻辑并未完全成立。

2 总结

国内外锌矿进口量上升，锌矿加工费持续上升，叠加硫酸价格上涨明显，冶炼厂利润进一步修复，生产积极性增加。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。

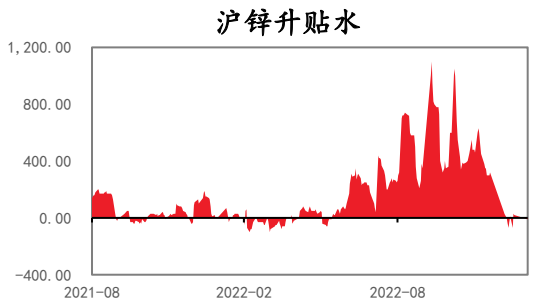
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



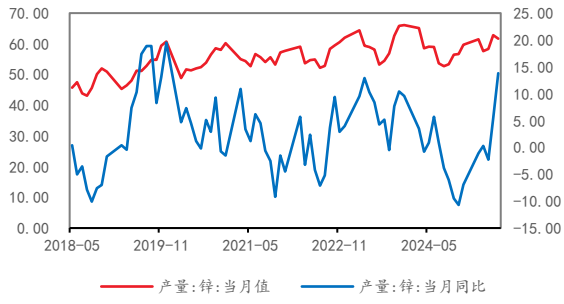
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



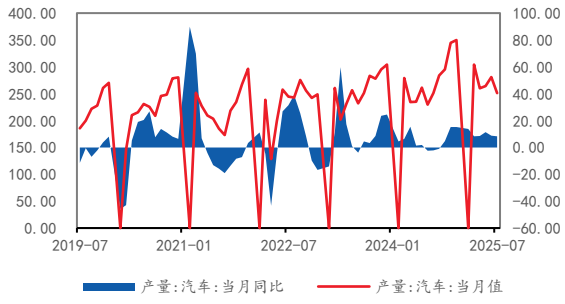
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供应过剩压力仍在

当前，钢材市场的核心矛盾依旧是供应过剩。虽然市场对“金九银十”的旺季需求有所期待，但从近几年经验看，旺季需求常常“不及预期”，成为近几年钢市的常态。今年或许也难例外。特别是房地产持续低迷，基建投资因债务约束增速放缓，下游需求的边际改善空间有限。因此，钢价上行空间受限。值得关注的是十一长假前后，若下游集中补库，短期或会带来阶段性需求脉冲。

供应端方面，高炉产能利用率保持在高位，仅在阅兵等短期因素扰动下有所回落。减产的重心主要在电炉而非高炉，而钢厂盈利尚可，主动减产意愿不强。虽然统计局数据显示上半年粗钢产量同比下降约 3.1%，行政性减产的力度或并不大。但若阅兵期间限产措施延续并常态化，则可能成为未来市场供给的新变量。

2 反内卷支撑成本

反内卷政策的市场化演绎，已经显著推升了上游原料价格。焦煤作为典型代表，自 7 月初至今最高涨幅一度达到 80%，尽管近期有所回落，但其供应仍受到安全检查和政策环境的长期制约，很难回到 6 月的低点。在焦煤成本托底的情况下，钢价下行空间有限。

铁矿石价格同样表现坚挺。虽然钢厂供应端维持高位，但铁水消耗并未明显下滑，矿价保持强势，利润进一步向上游集中。钢厂利润率目前仍处于近两年高位，但在铁矿价格强势格局下，利润向上游转移的趋势明显。总体来看，原料端的成本支撑使得钢价难以出现大幅下跌。

3 外部环境的边际利多

美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议中转向鸽派，表态对就业市场的担忧，9 月降息几乎已成市场共识，全年降息幅度预期达到 100 个基点以上。降息有助于改善全球流动性环境，缓解人民币汇率压力，并对大宗商品情绪构成支撑。

但需要注意的是，降息是“果”，其“因”在于美国经济及就业下行压力上升。因此外需并不一定会随着流动性改善而好转。尤其是在全球贸易摩擦和逆全球化背景下，我国钢材出口在未来几个月可能面临更大压力，出口韧性能否维持仍需关注。

4 铁水大幅回落 需求同步走弱

上周全国高炉和电炉产能利用率均出现回落。247 家钢厂高炉产能利用率为 85.8%，环比下降 4.2 个百分点，同比增加 2.8 个百分点；91 家电炉产能利用率为 53.6%，环比下降 0.3 个百分点，同比增加 12.4 个百分点。五大品种钢材周产量为 860.7 万吨，环比下降 2.7%，同比增长 10.5%。在利润收缩及华北环保限产影响下，长流程产量显著下降，日均铁水产量减少 11.3 万吨至 228.8 万吨，螺纹钢与热卷产量均出现回落。

库存方面，五大品种钢材周社会库存为 1077.7 万吨，环比增加 3.0%，同比下降 5.7%；钢厂

库存为 423.0 万吨，环比增加 0.4%，同比增加 0.6%。钢材总库存继续累积，周度增加 2.2%，较上周增幅扩大 0.4 个百分点，社会库存与钢厂库存同步回升，累库特征明显。

需求端表现偏弱。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 827.8 万吨，环比下降 3.5%，同比下降 3.5%。其中螺纹钢表观消费为 202.1 万吨，环比下降 1.0%，同比下降 7.5%，螺纹与热卷需求同步下滑。建筑钢材成交周均值为 9.7 万吨，环比增加 2.7%，但整体需求强度仍偏弱。

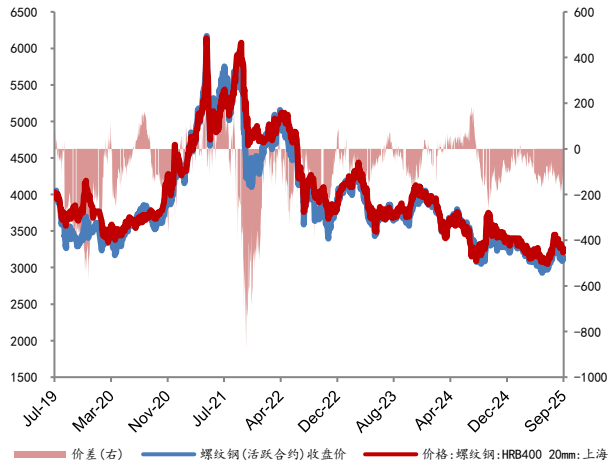
价格与盈利方面，上周钢材现货价格小幅下降，主流钢材品种即期毛利环比基本持平。247 家钢厂盈利率为 61.1%，较上周下降 2.6 个百分点，盈利水平有所收缩。

5 小结

随着反内卷情绪降温，7-8 月涨幅几乎被完全回吐，价格回到 2 月水平。进入 9 月后，市场正面临旺季前夕的分叉点，但现实供需压力犹在。成本端相比 6 月有所抬升，使得价格下探至低点的概率不大。然而，需求端仍然承压，终端消费和出口缺乏亮点，价格上行驱动力不足。整体判断：弱势震荡概率更高，维持下有支撑、上行乏力的格局。

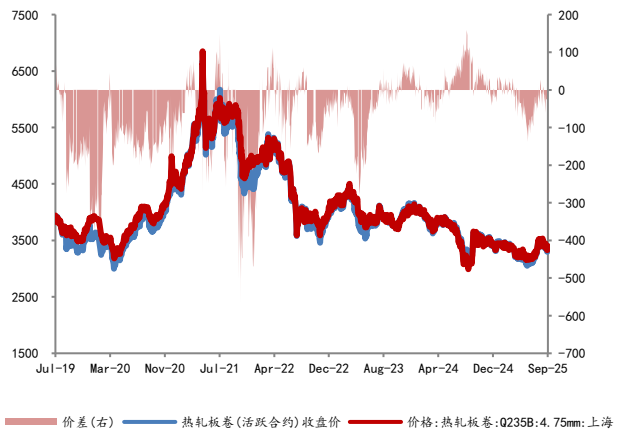
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



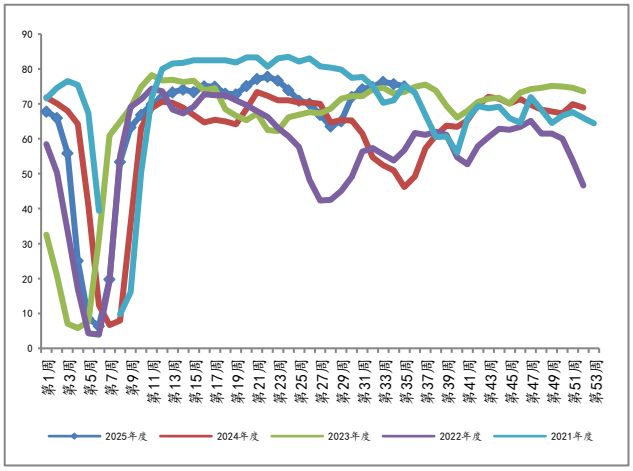
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



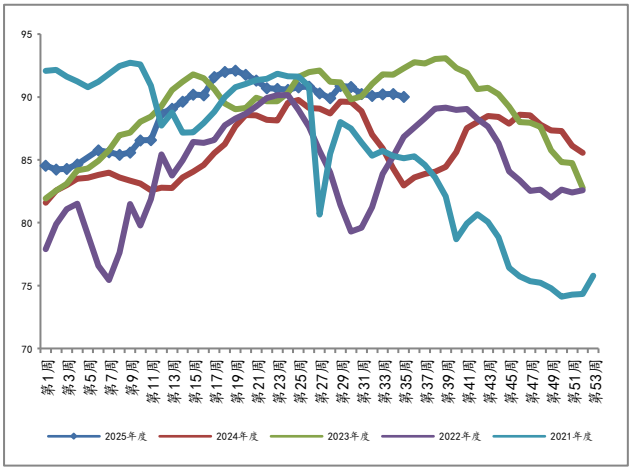
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



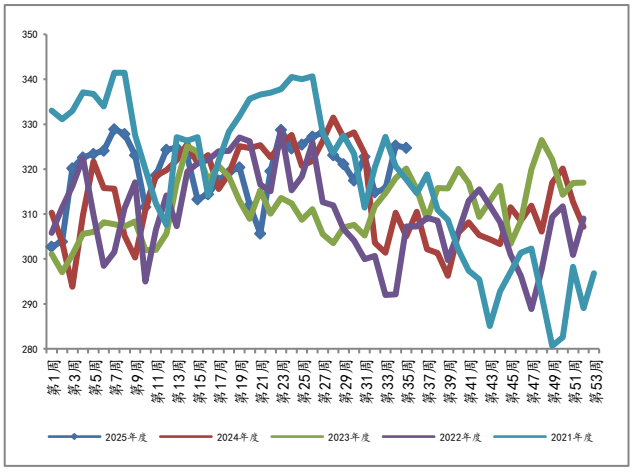
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



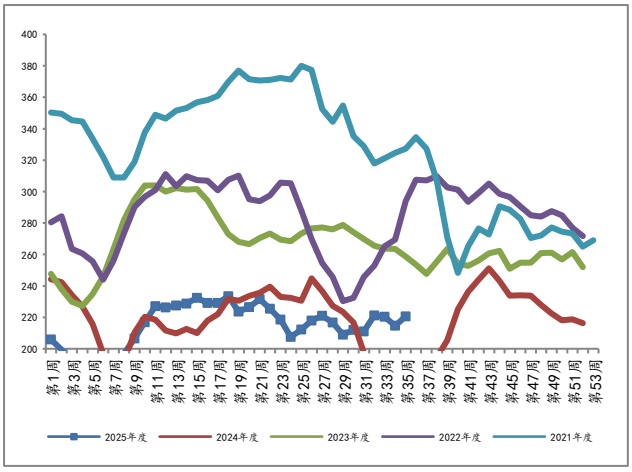
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



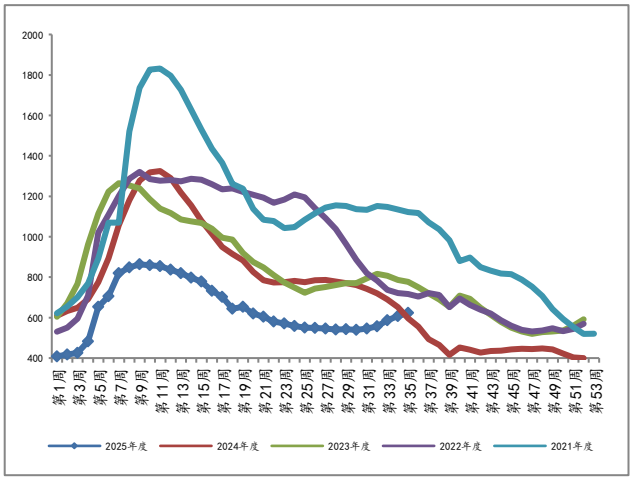
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



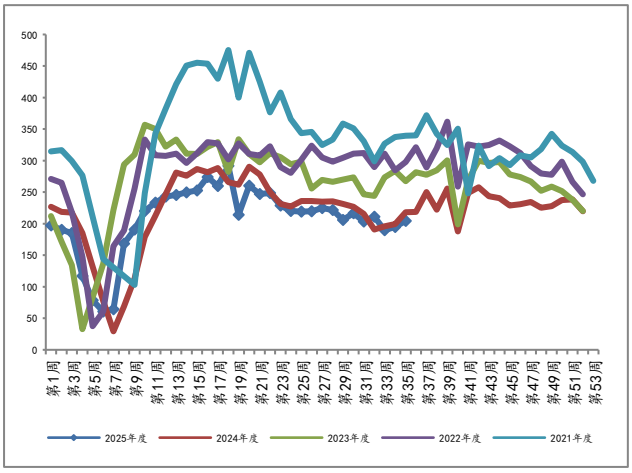
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 地缘政治再生变数

近期俄乌战争及美国制裁影响扩大，令地缘政治重新回到交易者的视线。

俄乌战争已进入到下半场垃圾时间，但双方都意图为谈判争取更多筹码，乌克兰加大了对俄罗斯能源基础设施的打击力度，使用无人机对多个目标进行破坏，带来对局部供应风险的担忧。不过据悉此前因无人机袭击导致的原油供应中断已部分恢复，俄罗斯通过友谊管道向匈牙利和斯洛伐克输送原油的线路已经重启。

另一方面，美国以二级关税施压印度停止进口俄罗斯原油，面对特朗普当局的咄咄逼人，印度官方予以反驳辩护。在特朗普宣布将对印度商品征收的关税提高至 50%以后，业界密切关注印度如何做出回应，猜测其短期内或继续购买俄罗斯原油，但数量较此前有所减少。

然而相比上述问题，当前 OPEC+会议才是市场瞩目的焦点，主要讨论 10 月以后的产量政策，业界多预期增产计划暂告一段落，或至少增产节奏明显放缓，这一最大悬念将在近期揭晓答案。

2 密切关注增产动向

OPEC+将于 9 月 7 日召开会议，主流预测将维持现有产量政策不变，交易者重点关注未来面临的供应过剩风险。

9 月 OPEC+将按照计划继续实施大规模增产，即便以牺牲油价为代价，也要同竞争对手争夺市场份额。在过去数月的快速增产中，得益于北半球夏季燃料需求旺盛，额外的供应能够被市场消化。另一方面，前期超额生产的成员国仍需补偿，且部分产油国缺乏增产能力，限制了实际投放市场的货源增量。无论如何，OPEC+已经提前一年完全退出 220 万桶/日的自愿减产，在交易者已经对过剩达成共识的情况下，该组织缺乏进一步增产的空间，或将暂时保持观望以评估市场条件，来决定后续将采取何种动作。

我们倾向于认为，沙特等主要产油国对财政平衡的诉求难改，领导 OPEC+在阶段性争取市场份额之后，有望推动新一轮产量协议达成，摩根士丹利猜测 OPEC+很有可能在 2026 年初被迫再次减产。

3 高盛抛出悲观预测

高盛抛出极度悲观预测称，鉴于大概率发生的严重过剩场景，到 2026 年底 Brent 原油价格或跌至略高于 50 美元/桶的水平。

原油交易者对供应过剩已达成一致，但高盛强调过剩敞口还会继续扩大。市场原本普遍预期，本次 OPEC+将维持产量政策不变，然再度增产也并非不可能。事实上，虽然过去数月以来 OPEC+保持高速增产步伐，但中东地区的 Dubai 原油价格仍相对国际基准 Brent 原油保持着不寻常的升水状态，这一强势表现或给予沙特等海湾国家继续增产的信心。此外，尽管美国页岩油在 1350 万桶/日的量级上止步不前，但巴西、加拿大、挪威等国产量仍将增长，最终将导致 2026 年全

球原油市场出现 180 万桶/日的过剩敞口。

我们质疑高盛这一结论，历史上 OPEC+上一轮增产实践表明，相当一部分纸面闲置产能难以重启，非核心产油国后期将无法完成增产目标，且局部供应风险仍可能造成结构性问题。

4 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。

5 长期缺乏看多逻辑

业界通常将美国劳工节假期视为夏季出行旺季结束的标志，这意味着美国汽油消费开始季节性转弱。随着 OPEC+增产压力日趋兑现，再加上对制裁风险担忧情绪的消退，原油市场呈现积贫积弱的疲态。客观来看，诸多不确定性因素仍存，原油市场短期内进入观察期，等待局面的进一步明朗。然而应该明确，未来供应严重过剩的预期有待兑现，长期过剩的确定性令油价缺乏看多逻辑。鉴于国内 SC 原油表现相较 Brent 原油更为弱势，我们认为如果接下来油价反弹放大波动，则会为空头留出更多的安全边际。

6 熊市周期基本确认

原油市场的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整体降温，令国际原油或将在 2025 年末到 2026 上半年表现出显著的熊市特征，但期间仍存在各种不确定性因素。

当前交易者基本达成共识，即 2025 年四季度到 2026 年一季度将集中出现大规模过剩，令原油价格持续面临下行压力，然而正因为这一预期被广泛接受，一定程度上将有助于避免无序抛售的发生。原油市场开始进入一个显著过剩且旷日持久的时期，但这个过剩敞口并不会无限扩大下去，低油价短期刺激囤油套利的交易行为，长期将推动供需再平衡进程。

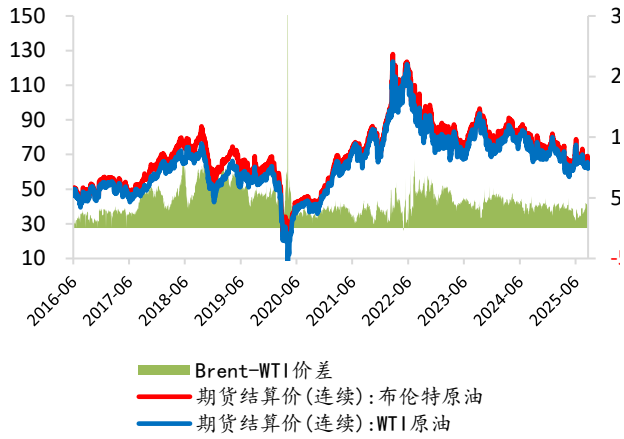
我们初步预测，中短期 Brent 原油价格主流运行区间在 60-68 美元/桶附近；结合传统季节性因素分析，2025 年四季度 Brent 原油平均价格可能会低于 65 美元/桶，到明年二季度之前或进

一步走低；不过鉴于 Brent 原油远期曲线的远端价格较为稳定，在 60 美元/桶附近仍具有相对坚实的支撑。

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。

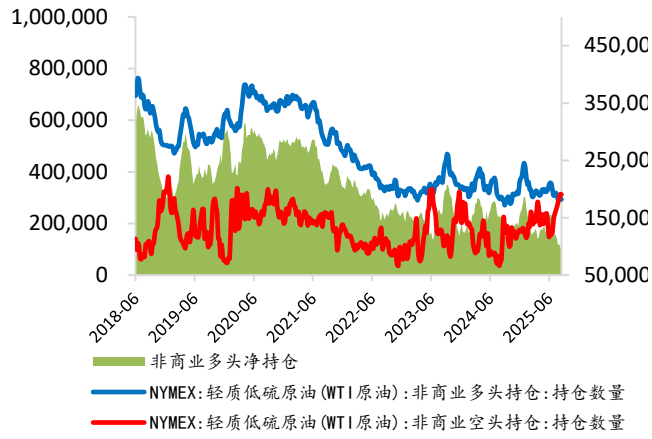
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



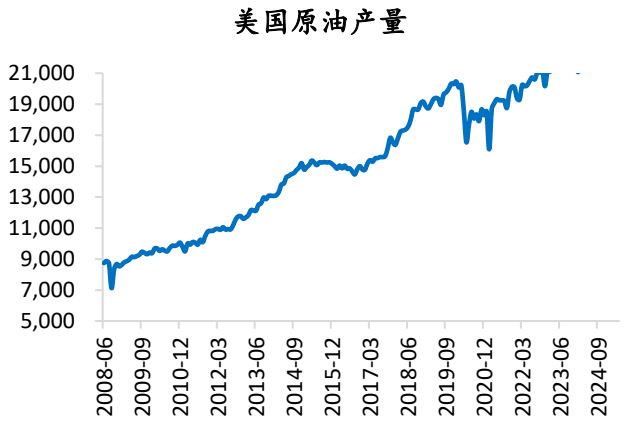
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



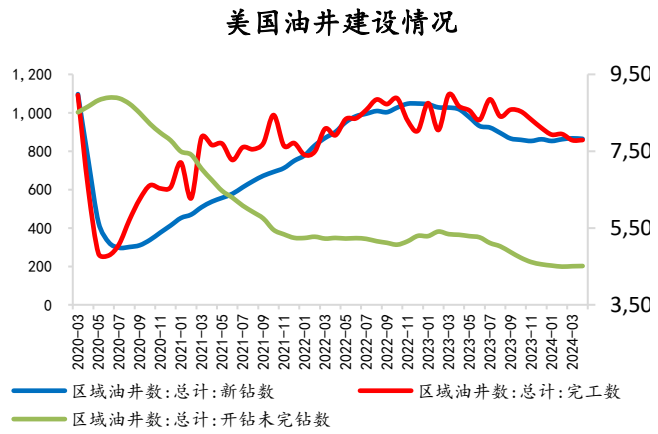
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



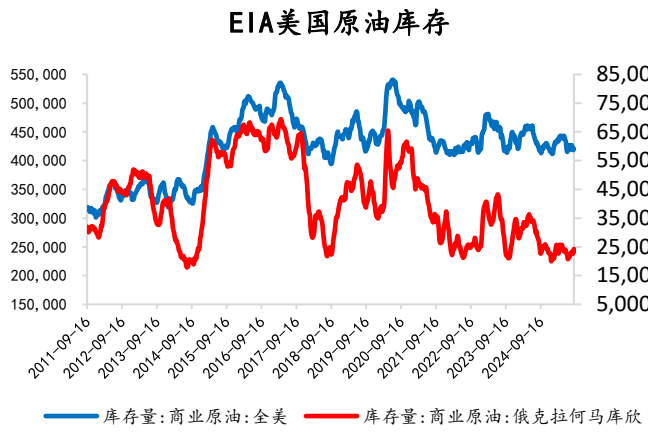
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



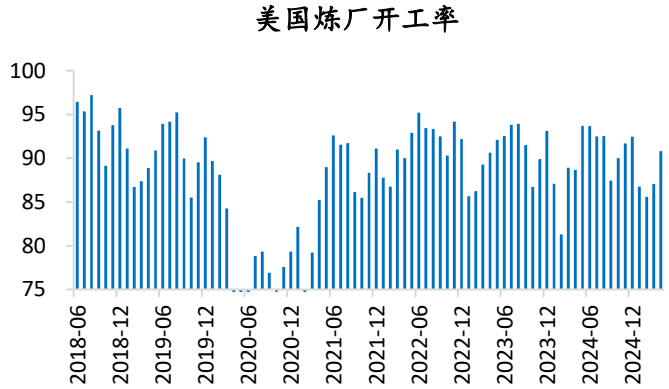
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



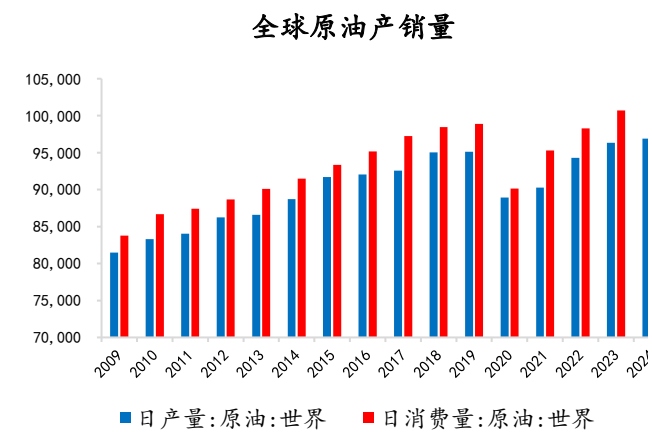
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 传统强势表现阶段

沪胶期货盘面维持高位偏强运行态势，旺季逻辑增强基本面支撑。

上游主要受前期降雨扰动，令 7-8 月原料释放偏缓，或体现在随后的进出口数据上。预计 9 月以后天气因素影响减弱，泰国南部主产区正常将迎来季节性放量，且科特迪瓦橡胶产量高速增长，四季度供应压力兑现预期犹存。

下游主要需求有所改善，金九银十国内轮胎企业开工负荷季节性走高，截至 8 月末，全钢胎开工率为 63.84%，半钢胎开工率为 72.77%。不过，今年轮胎行业整体运营状况稳中偏弱，相较上年同期表现缺乏亮点，未来欧美轮胎出口贸易摩擦仍有不确定性。

库存方面，截至最新统计，青岛地区天然橡胶库存边际回落但去库力度较弱，后期关注库存拐点的确认。

综上，天然橡胶行情短期震荡偏强，传统旺季不宜过早看空。

2 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。

3 其他现货渠道补充

我们此前论述，天然橡胶市场主要矛盾多集中在供应端，除了国内产区上量和泰国船货进口外，今年还需要关注非传统渠道对国内现货市场的补充。

据泰媒报导，泰国橡胶管理局（RAOT）已经启动一项计划，通过湄公河向中国出口橡胶，可享受零关税待遇。首批 400 吨的杯胶将于 9 月启程，商业装运计划于 10 月开始，届时供货量将增至 2400 吨，预计渠道打通后出口量将继续增加。

另一方面，非洲科特迪瓦在 7 月向中国出口天然橡胶 2.85 万吨，同比增加 92.59%；2025 年 1-7 月科特迪瓦对华天然橡胶出口量总计 27.84 万吨，累计同比增加 52.73%。目前科特迪瓦供应

体量尚小，但持续高增长态势未来或成气候。

尽管全球天然橡胶大量流入国内，但随着市场低价货源逐步消化，以及下游原料补库需求释放，橡胶需求端同样季节性走强，基本面具备一定利多支撑。

4 下游回暖接棒上游

目前，天然橡胶行情主要依赖上游供给扰动和原料成本支撑，但随着时间推移，交易逻辑将转向下游需求回暖能否接棒。

今年三季度，亚洲天然橡胶主产区天气不甚稳定，台风对海南地区橡胶行业造成影响，短期扰动市场多头情绪。海南橡胶披露台风“剑鱼”对该公司的影响：海南地区的橡胶等生物资产以及配套生产设施等固定资产遭受不同程度的损失，经初步统计，公司橡胶种植园报废面积约 0.28 万亩，零星受损橡胶及非胶生物性资产约 36 万株，预计全年干胶减产约 0.25 万吨。目前来看，此次受灾对国内整体供应影响程度不大，按照经验天气炒作将很快淡出。但天然橡胶是一个看天吃饭的品种，直到旺产季结束之前，产区天气仍是重中之重的变量。

前期降雨偏多令原料价格相对坚挺，加工利润处于中等水平，深色胶略好于浅色胶，9-10 月东南亚主产区雨季通常将逐渐结束，向旺产季过渡上量仍存预期。下游轮胎企业基本走出传统淡季，恢复到维持常规走货的状态，轮胎成品库存较高，而橡胶原料储备偏低，普遍采取跌价补库、涨价观望的采购策略。终端汽车市场表现淡季不淡、旺季可期，消费刺激政策或有一定效果，汽车尤其重卡产销数据强于预期，但明年的可持续性存在分歧。

5 库存拐点等待确认

近期，国内天然橡胶库存持续小幅去化，提振实盘交投氛围有所好转。

截至 8 月底，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易库合计库存量 60.2 万吨，环比上期减少 0.4 万吨或 0.6%；其中，保税区库存 7.32 万吨，下降 0.14%；一般贸易库存 52.9 万吨，下降 0.7%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 2.9 个百分点，出库率下降 0.7 个百分点；样本一般贸易仓库入库率增加 2.1 个百分点，出库率增加 1.6 个百分点。

库存的边际变化是供需两端此消彼长的结果：一方面，全球天然橡胶供应符合季节性规律，泰国等东南亚产区处于雨季后期，科特迪瓦已经进入干季，待降雨减少后割胶将恢复正常；另一方面，下游主要需求正在回暖中，国内轮胎企业生产经营走出淡季，汽车市场产销数据表现亮眼。天然橡胶从平衡表来看整体改变有限，但供需两旺阶段走势预期偏强。

6 周期重拾上升大势

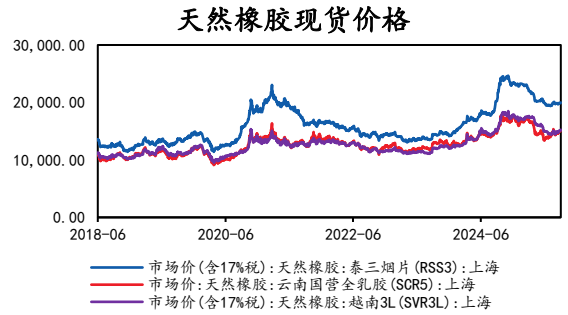
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

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。

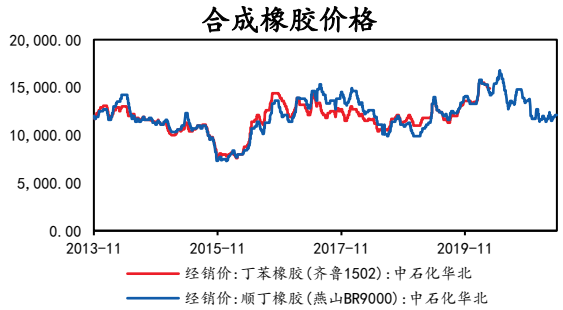
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



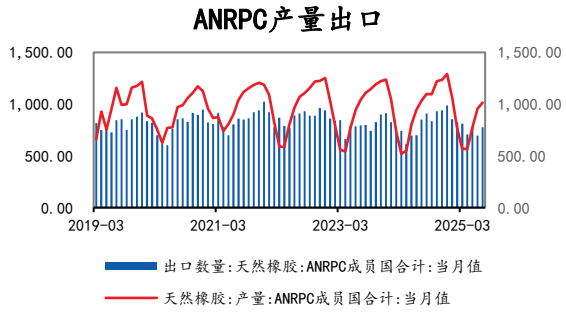
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



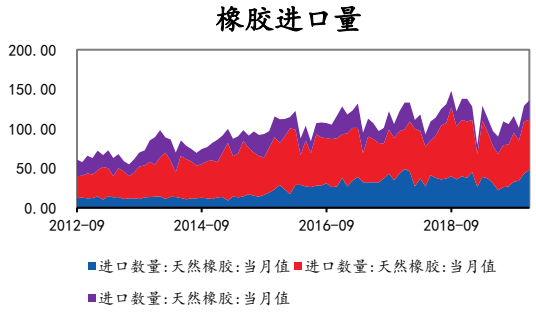
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



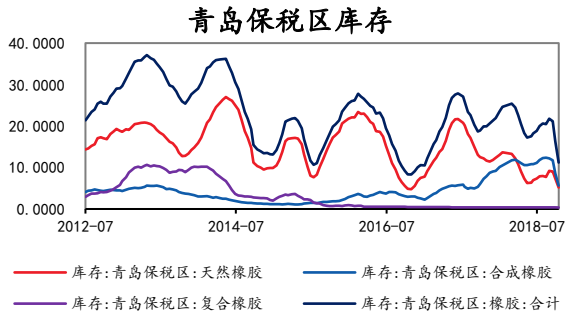
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



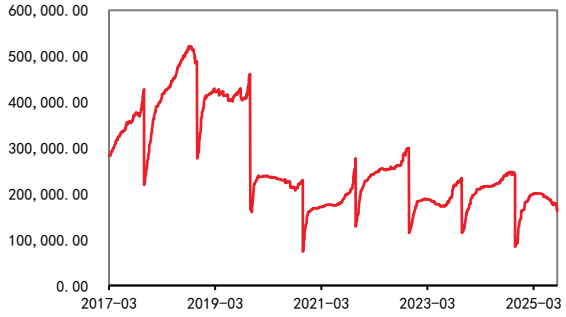
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



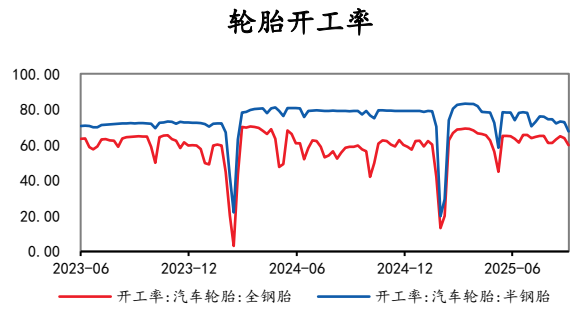
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



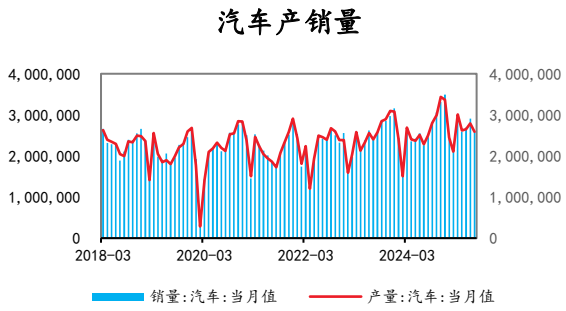
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆承压回调，国内油粕市场维持震荡

1 外部豆类市场分析

美豆优良率意外下滑，丰收前景依然可期

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 31 日当周，美豆优良率为 65%，低于市场预期的 68%，去年同期为 65%。当周美豆结荚率为 94%，去年同期和五年均值分别为 93%和 94%；当周美豆落叶率为 11%，去年同期和五年均值分别为 12%和 10%。美豆已进入生长中后期，收割工作将于 9 月中下旬陆续展开。随着天气窗口陆续关闭，美豆丰收前景保持乐观，季节性收获压力正削弱美豆上涨动能。

中美尚未达成贸易协议，美豆需求担忧阻碍价格回升

尽管近期中美双方贸易团队展开沟通，但中美双方尚未达成贸易协议，高关税仍是阻碍中美大豆贸易正常化的关键所在。受高关税制约，目前中国进口商尚未预定任何四季度装运的美国大豆，中国大豆采购仍以南美货源为主。除继续采购巴西大豆外，中国大豆进口商正大幅增加从阿根廷和乌拉圭的采购量，以填补美豆对华出口受阻造成的供应缺口。2024 年中国共计进口 2214 万吨美国大豆,占比 21%,自巴西进口的大豆高达 7465 万吨,占比 71%。新季美豆即将上市，如果失去中国市场，美豆供应过剩局面将更加突出。

MPOB 月报预计调高棕榈油库存，马盘棕榈油维持震荡

马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 9 月 10 日公布月报，报告前一项调查显示，预计马来西亚 2025 年 8 月棕榈油库存为 220 万吨，比 7 月增长 4.06%，为 2023 年 12 月以来最高水平；产量预计为 186 万吨，比 7 月增长 2.5%，连续第二个月增加，增至去年 8 月以来最高水平；出口量预计为 145 万吨，比 7 月增长 10.7%，连续第二个月增加，增至近 9 个月新高。市场对 MPOB 月报存有利空预期，马盘棕榈油维持震荡行情等待指引。

2 国内豆类市场分析

进口大豆压榨量维持高位，豆粕库存持续攀升

根据中国粮油商务网的监测数据，8 月份全国主要油厂大豆压榨量在 1000 万吨左右，处于历史高位附近。进口大豆到港量庞大，国内大豆供给充足，油厂一直维持高开机率与高压榨量，豆粕库存也连续数周在 100 万吨之上运行。统计显示，截止上周末，国内豆粕库存量为 106.3 万吨，周度增加 1.6 万吨。预计 9 月进口大豆到港量依旧较高，豆粕因产出增加将保持累库状态。受此影响，国内豆粕现货价格涨能不足，在整个 8 月基本运行在 2950 元/吨-3050 元/吨之间。

三大油脂库存齐增，豆油出口前景转弱

中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 270.17 万吨，周度增加 10.93 万吨，其中豆油库存增加 5.29 万吨，食用棕榈油和菜油库存分别增加 4.06 万吨和 1.59 万吨。印度 8 月豆油进口显著下降，削弱国内豆油对印度出口预期。进口大豆压榨量维持高位，豆油库存压力持续升高。随着双节临近，终端备货需求逐步启动，需求回暖有望提升国内油脂市场的独立性。

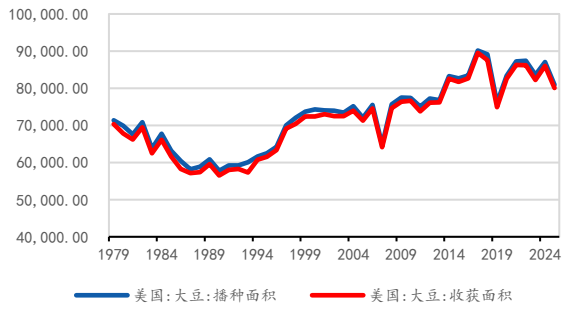
3 油脂油料市场展望

美豆即将进入收割期，9 月 12 日美国农业部将公布月报，报告前商品经纪公司 StoneX 下调美豆单产和总产量。中美贸易协议悬而未决，美豆因无法进入中国市场形成的需求忧虑仍未完全

释放。从目前中国进口商采购情况看，南美大豆供给仍有潜力可挖。此外，中储粮还有一定数量的进口大豆，随时可以根据国内供应情况进行抛储调控。在中美贸易谈判结果落地前，国内豆粕市场有望围绕这一题材维持震荡行情。MPOB 月报是下周油脂市场关注的重点，报告数据与预期差容易引发市场剧烈震荡。从国内油脂基本面情况看，持续攀升的库存仍是限制价格上行的主要阻力。国产新豆即将收割上市，各方预期新豆开秤价格在 2.0 元/斤左右。中储粮和地方储备粮源持续投放以腾出库容收购新豆，豆一期货市场因供给压力升高而缺少持续上行动力，有望维持震荡状态。

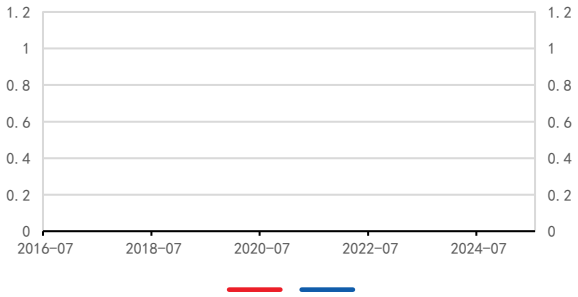
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



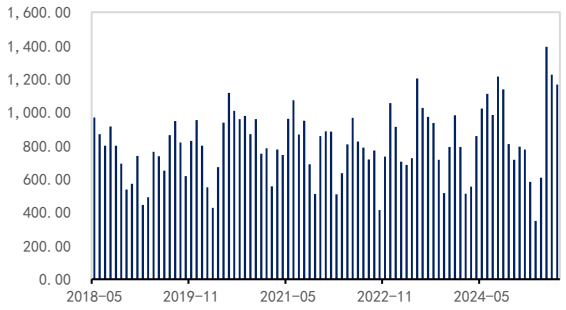
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



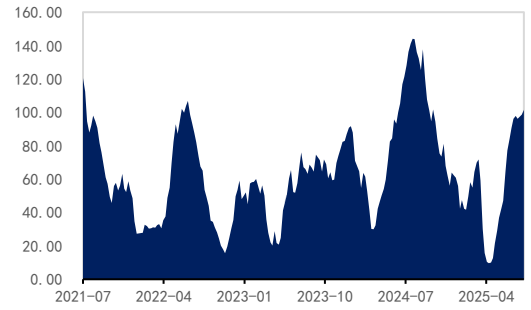
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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