

中金财富期货策略周报 (2025年第21期)

研究员:

周度投资视点

张伟

从业资格编号: F0251993
投资咨询编号: Z0013973
zhangwei@cicc.com.cn

刘坤

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

宏观策略: 上周的以伊冲突给很多工业品提供了较好的卖保机会, 如原油、PTA、甲醇、尿素等品种, 目前部分供需关系改善有限的品种也因为市场情绪回升而大幅上涨, 对于生产型企业而言, 仍可关注逢高卖保机会。

股指期货: 沪指冲上 3400 短期内指数方面或需震荡整固确认支撑, 短期以结构性机会为主。前期上涨较多的大金融板块动能有所减弱, 不过银行板块的调整或主因季末部分风格漂移的基金进行调仓, 导致短期抛压上升, 但跨月后有望扭转, 调整仍然可视作布局机会。此外, 市场情绪和活跃度回升后, 主题表现更强, 因此预计中小类指数预计表现更强。

铜: 铜精矿加工费持续处于负值, 全球矿端供应紧缺。上游铜冶炼环节亏损状态持续加深, 停产预期或进一步发酵, 供需缺口有加速放大趋势。上期所铜库存处于五个月低位, 现货升水维持高位。需求转入淡季, 下游铜箔、铜管等开工率均环比出现下降, 下游终端虽有韧性, 但对铜向上传导力度不足, 需求依然是制约铜价上涨的重要原因。整体来说, 基本面暂无太大波动, 维持供应偏紧预期及需求边际走弱的逻辑。

锌: 全球锌精矿产量供应趋于宽松, 锌矿加工费上调, 冶炼厂生产利润得到修复, 精锌产量呈现快速爬升趋势。传统消费淡季表现较为疲软, 下游受锌价短期下挫影响, 积极进货导致库存小幅下降。供给宽松预期与弱现实需求的博弈, 短期内预计锌价将保持偏弱震荡。

钢材: 上周中东局势明显缓和, 市场重心由地缘政治回归至供需基本面。目前原料端焦煤率先企稳并自底部反弹约 19%, 对钢价形成一定支撑, 带动价格止跌企稳。供应端方面, 钢材周度产量持续回升, 且环比增幅扩大, 显示出在利润驱动下钢厂生产积极性仍高, 呈现出“淡季不淡”的特征。但与此同时, 终端需求季节性转弱, 钢材库存由降转增, 供需格局整体改善有限。在原料端带动与需求乏力博弈的背景下, 钢价预计将维持震荡运行态势。

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

橡胶: 我们早在 2020 年提出, 天然橡胶在十年以上的周期上将开启新一轮牛市, 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: 随着中东局势缓和, 国内外油脂市场集中释放此前因原油上涨引发的风险溢价, 开始回归供需基本面。美国环保署 (EPA) 在提案中大幅提高未来两年美国生物质基柴油义务量目标, 市场对于美国豆油需求大幅增加的预期将提升 CBOT 豆油市场的抗跌性。当前国内三大食用油库存宽松, 需求平稳, 在大豆压榨量保持高位下, 油脂库存仍有上升空间。目前来看, 外部市场仍是影响国内油脂市场情绪变化的重点。随着原油回吐地缘溢价后逐渐止跌企稳, 国内油脂市场也有望回调到位。由于近期国内油脂市场有效驱动较弱, 市场情绪易受原油和外盘油脂影响, 行情连续性一般, 走势仍易反复。良好天气令美豆价格大幅回撤, 成本驱动叠加国内供给压力, 粕类期货市场短期内仍缺少向上驱动, 维持震荡偏弱行情的概率较大。目前美豆市场连续下行, 更有利于 7-8 月生长关键期的天气炒作, 注意把握市场运行节奏。国产大豆被大量收购入库, 各级储备大豆拍卖相继启动, 现货供应形势向好, 豆一期货市场买盘动力不足, 仍有惯性回落空间。

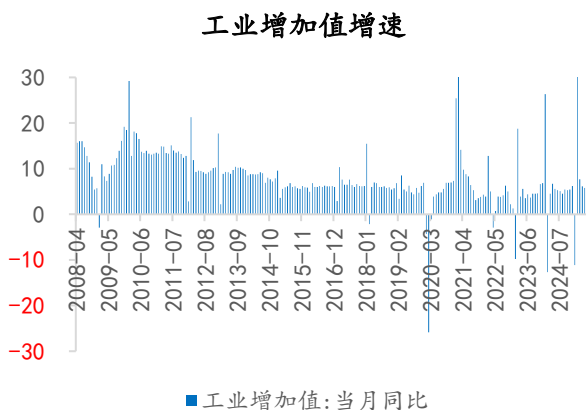
目录

周度策略：商品市场情绪进一步回升	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 7 -
2 经济高频数据：物价低位，经济分化	- 7 -
3 七月流动性会更宽松	- 7 -
4 宏观策略	- 8 -
铜	- 11 -
1 影响因素	- 11 -
2 结论	- 12 -
锌	- 14 -
1 锌：影响因素	- 14 -
2 总结	- 14 -
钢材	- 16 -
1 粗钢产量或已见顶	- 16 -
2 成本止跌企稳 成本端支撑钢价短期走稳	- 16 -
3 铁水产量小幅回升 需求延续偏弱走势	- 17 -
4 小结	- 17 -
6 钢材期货现货数据	- 17 -
原油	- 20 -
1 中东局势风云再起	- 20 -
2 美国武力介入调停	- 20 -
3 伊以转入相持阶段	- 20 -
4 旺季暂缓供需过剩	- 20 -
5 情绪退潮回归理性	- 21 -
6 近强远弱风高浪险	- 21 -
7 原油期现数据	- 21 -
天然橡胶	- 24 -
1 市场缺乏改善契机	- 24 -
2 供应压力显著加大	- 24 -
3 下游利空兑现阶段	- 24 -
4 累库问题短期无解	- 25 -
5 产业遵循季节规律	- 25 -
6 周期重拾上升大势	- 25 -
7 橡胶期现数据	- 26 -
油脂油料：良好天气推动美豆连跌，国内市场重回油强粕弱格局	- 29 -
1 外部豆类市场分析	- 29 -
2 国内豆类市场分析	- 29 -

3 油脂油料市场展望.....	- 30 -
4 油脂油料市场主要数据	- 30 -

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 3: 中国居民消费价格指数



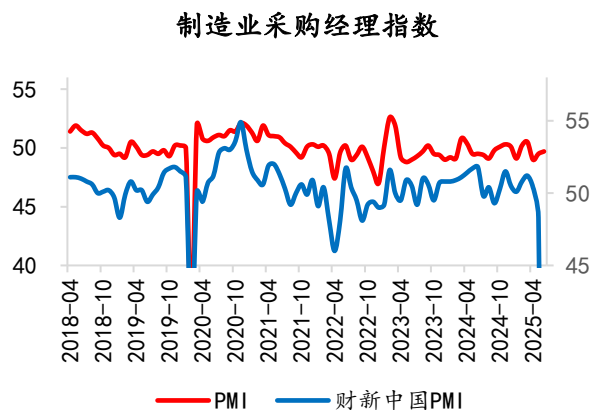
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



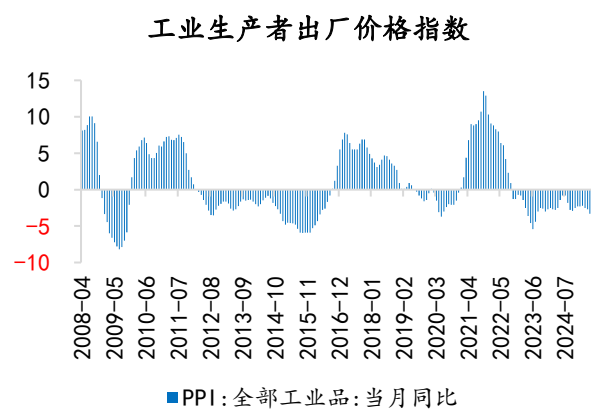
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



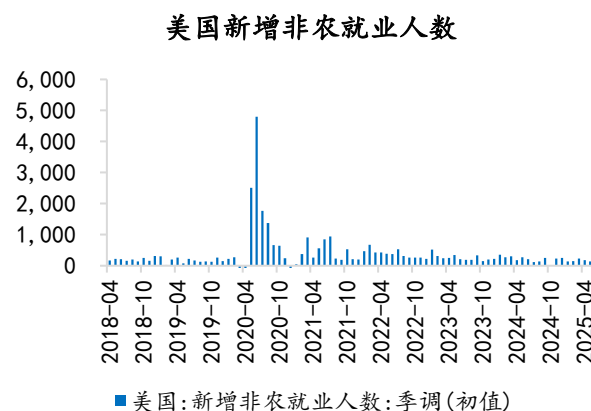
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 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 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：商品市场情绪进一步回升

以伊冲突暂时达成和解，以及美财长暗示 7 月“关税大限”没了，或延至 9 月 1 日，市场已经将特朗普关税政策从 TACO 交易切换到其只是“色厉内荏”，继续对其相关言论脱敏。目前特朗普专注于推动美国国会冲刺“大漂亮法案”的“7 月 4 日最后期限”。多重事件刺激宏观情绪继续转暖，工业品震荡回升。

情绪回升带动商品市场

短期内宏观面有三大事件，分别是白宫暗示 7 月“关税大限”延期，以伊冲突暂停，以及“大漂亮法案”即将冲关。这三大事件整体利多市场情绪，是近期资本市场反弹的主要原因。

7 月 9 日是美国政府暂停征收所谓“对等关税”90 天的截止期限。而美东时间 6 月 27 日周五，美国财长贝森特对媒体表示，特朗普政府的贸易协定议程可能会在美国劳动节假期前完成，说“我认为我们可以在劳动节前完成”。

美国的法律规定每年 9 月的第一个星期一为劳动节，今年的劳动节在 9 月 1 日。因此，贝森特的讲话就意味着，美国同一些贸易伙伴的谈判可能会延续到 7 月 9 日这个截止期之后，谈判期可能再延长将近两个月。

第二大事件是以伊冲突暂停。2025 年 6 月 24 日，以色列与伊朗在美国的斡旋下宣布停火，结束了为期 12 天的激烈冲突。地缘政治的缓和，导致黄金和原油等品种大幅回落。

然而市场普遍认为，按照历史上以色列签署停战协议的表现，以伊冲突大概率只是暂时停止。以色列的新作战计划可能不仅仅是针对伊朗的军事打击，更可能是试图通过进一步激化冲突，迫使美国全面介入，从而彻底摧毁伊朗政权。若以色列发动第二波打击，伊朗可能采取更极端的报复手段，包括封锁霍尔木兹海峡或直接攻击以色列核设施。但若以色列的新打击行动进一步削弱伊朗的军事能力，伊朗可能被迫采取更激进的措施，甚至加速核武器研发，从而彻底改变中东战略格局。

最后是美国“大漂亮法案”的冲关。其主要内容包括：（1）减税。延续并永久化 2017 年 TCJA 的主要条款；新增包括取消汽车贷款利息、加班费和小费的所得税，增加儿童税收抵免至 2500 美元（2028 年之前）或 2 千美元（2028 年之后）；提高州及地方税收扣除额至 4 万美元。（2）削减政府支出。增加对营养补充援助计划（SNAP）和医疗补助计划（Medicaid）的要求，比如为无子女、无残疾的成年人引入新的工作要求。（3）能源政策。废除或加速淘汰拜登时期的清洁能源税收抵免政策，恢复对传统能源项目的拨款和激励。（4）国防支出。额外增加 1500 亿美元的国防支出。（5）资本税。法案第 899 条款规定，提高被美国认定为存在税收“歧视”的国家或实体以及按照 UTPRs 仅征收 15% 公司所得税的国家，首先提高 5%，然后每年增加 5%，最高增加可达 20%。（6）债务上限。提高美国联邦政府债务上限 4 万亿美元。

该法案对 GDP 的影响相对有限，根据测算，该方法对美国长期 GDP 将增长 0.8%，资本存量将提高 0.2%，税前工资水平增长少于 0.05%，预计可新增约 98 万个全职岗位。对市场情绪仍偏提振。

整体看，上述事件对市场情绪有明显影响，但是实质的影响有限，当前工业品市场上涨主要基

于市场情绪改善，预计反弹空间受限。

工业企业利润：“以价换量”明显压低工企利润

6 月 27 日，统计局发布 2025 年 5 月全国规模以上工业企业绩效数据。5 月份规模以上工业企业营业收入累计同比增速为 2.7%（4 月为 3.2%）；规模以上工业企业利润累计同比增速为-1.1%（4 月 1.4%）。

5 月工业企业利润累计同比增速-1.1%，较上月下滑 2.5 个百分点，营业收入累计同比增速 2.7%，PPI 累计同比增速录得-2.6%，工业增加值累计同比增速为 6.3%。当月同比来看，工业企业利润增速由上月的 3.0% 跌至-9.0%，工业增加值同比录得 5.8%，PPI 当月增速录得-3.3%，一方面，价格端拖累明显增大，体现为成本增加、销售价格下跌；另一方面，去年投资收益基数偏高或在一定程度上拉低了当月利润增速。从上中下游行业来看，5 月多数国际大宗商品价格弱勢震荡拖累上游采矿业利润修复空间；受国内地产和建筑等产业链表现较弱的影响，中游原材料加工业利润增速继续下滑，此外“出口—制造业投资”链条阻滞也拖累了中游装备制造业利润增速；下游消费品制造业的利润增速跌至负区间，与 5 月社零消费增速超预期形成对比，显示“以价换量”策略正逐步侵蚀企业盈利空间。

其中上游采选业依然是全行业工业企业利润的最大拖累项。除有色金属矿采选、非金属矿采选外，其他各行业利润增速均处于负增长区间。中游原材料制造利润增速较上月明显下滑，下滑约 6.6 个百分点。价格下跌幅度走扩叠加工业生产季节性走弱，带动 5 月中游原材料生产利润增速再度下滑。中游装备制造业累计利润增速较上月下滑了 4 个百分点，为 7.2%，5 月“出口—制造业投资”链条出现阻滞，加剧了国内内卷式竞争压力，叠加产能利用率仍处低位、PPI 低位运行也压制了相关企业的盈利空间。下游行业累计利润增速由正转负，大部分行业跌幅明显走扩。公共事业整体利润增速下降，其中燃气生产和供应行业的下行幅度最大。

整体看，5 月工业企业利润增速下行既有经济内生动能不足影响，又有出口脉冲退坡的拖累，后市仍需格外关注价格因素是否会对企业利润造成进一步挤压。

图表 1：规模以上工业企业利润增速



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

继续关注部分反弹幅度较高品种的卖保机会

上周的以伊冲突给很多工业品提供了较好的卖保机会，如原油、PTA、甲醇、尿素等品种，目前部分供需关系改善有限的品种也因为市场情绪回升而大幅上涨，对于生产型企业而言，仍可关注逢高卖保机会。

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	6 月 28 日	央行 Q2 货币政策例会：要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节	会议认为，经济向好，但面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战	加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平
	6 月 27 日	白宫称 7 月 9 日谈判截止期“不重要”	白宫暗示可能推迟	市场情绪受提振明显
数据	6 月 27 日	1 至 5 月规模以上工业企业利润同比下降 1.1%，5 月单月同比下降 9.1%	主要受有效需求不足、工业品价格下降及短期因素波动等多重因素影响	工业企业毛利润、营收保持增长，以价换量明显
	6 月 26 日	美国个人消费创疫情以来最弱表现	美国一季度 GDP 终值下修至-0.5%，个人消费创疫情以来最弱表现	美国经济三年来首次出现萎缩
事件	6 月 29 日	特朗普炮轰加拿大数字税，终止所有美加贸易谈判	特朗普叫停美加谈判	加拿大商界和政界此后呼吁加总理卡尼取消数字税

资料来源：中金财富期货研究所

2 经济高频数据：物价低位，经济分化

上周经济数据分化，有待政策发力。消费方面，商品消费边际改善，汽车批发零售回升，纺织服装需求修复，暑期人口流动和游乐消费旺盛，但高端餐饮酒水受政策影响，茅台价格回落，电影、旅游消费平淡。

投资方面，专项债发行提速，新房销售季末冲量但不及往年，二手房成交下滑，基建和房建进度边际改善。进出口方面，运力恢复但外需平淡，BDI 指数下跌。生产方面，除高温下生活用电增加带动耗煤回升，其余行业大多承压，钢铁、石化行业表现一般，新兴行业中光伏表现较佳。

库存方面，中下游行业以补库为主。物价方面，CPI 和 PPI 整体下跌，原油、水泥等品类仍在降价，不过钢铁、铜铝、碳酸锂等金属品类有所涨价。流动性方面，美元指数降至 98 以下，月末央行净投放呵护资金面。

3 七月流动性会更宽松

6 月流动性进入年内“最松”状态，展望 7 月，流动性有哪些关注点？

第一，参考近年规律，7月市场往往会迎来“自发性”宽松。近年来，经济运行基本遵循一季度“开门红”，随后增长动能渐趋平缓的规律，财政、金融更多靠前发力。因此在7月份，政府债和信贷需求很难构成流动性“冲击”。

第二，央行对于经济的判断，虽然还不具有“紧迫性”，但已开始关注下行风险。往后看，重点关注关税扰动下的制造业景气波折。经验表明，每当制造业PMI连续3个月（或以上）跌入收缩区间，资金面往往会转松，有时甚至会触发总量货币政策调整。再加上近期美联储降息预期“再起”，国内货币宽松的空间随之打开。

第三，在工具选择上，货币政策更加注重灵活性和时效度，短期内重启国债买卖的必要性不高。7月并非财政“大月”，此外，5月以来央行创设的多项结构性货币工具开始启用，可有效发挥流动性“补充”机制。总体而言，即便不重启国债买卖或动用总量货币工具，央行依然有能力且有意愿维持流动性充裕的环境。

6月，流动性环境进入年内“最松”状态。一方面，6月资金利率中枢降至1.56%附近，创下年内新低，DR007较政策利率的差值也进一步收敛。另一方面，尽管DR007在6月末伴随“半年跨季”临近而明显抬升，但在幅度上要小于往年季节性。

流动性宽松的核心原因，在于央行资金投放（尤其是中长期资金）力度明显加大，有效对冲了政府债供给上量、存单集中到期的压力。6月，政府债发行量超过2.7万亿元，同业存单到期规模超过4万亿元。在此背景下，央行加大了公开市场操作力度，逆回购余额处于历史同期的绝对高位。中长期资金的投放力度也明显提升，MLF连续净投放的同时，5月降准、6月两次“加量”买断式逆回购，2个月合计投放中长期资金近1.5万亿元。

展望7月，流动性宽松的状态有望进一步延续：参考近年规律，7月市场往往会迎来“自发性”宽松。近年来，经济运行基本遵循一季度“开门红”，随后增长动能渐趋平缓的规律，财政、金融更多靠前发力。因此在7月份，政府债和信贷需求很难构成流动性“冲击”。一方面，7月通常是政府债净融资的“小月”，平均来看，2021-2024年7月政府债净融资占全年比重仅有4.1%。另一方面，外部关税扰动下，当前企业投资行为更趋谨慎，信贷需求仍待提振。

4 宏观策略

上周的以伊冲突给很多工业品提供了较好的卖保机会，如原油、PTA、甲醇、尿素等品种，目前部分供需关系改善有限的品种也因为市场情绪回升而大幅上涨，对于生产型企业而言，仍可关注逢高卖保机会。

5 股指期货市场分析

指数震荡上行

上周两市冲高回落，周度表现看，其中沪深300指数+1.95%，上证50指数+1.27%，中证500指数+3.98%，中证1000指数+4.62%，中小类指数明显上涨。

预计7月扰动市场的核心因素在外部。内部上半年经济增速大概率高于全年目标，政策变化的唯一基本面催化在于地产近期的再次转头向下，但基本以需求端进一步放松调控为主，供给端很难超预期，因此内部变化有限。反而7月外部存两大变数：上旬的对等关税谈判期到期和月

底美联储议息会议。前者全面达成协议概率较小，可能对 A 股造成冲击，后者若降息概率提升，将提振 A 股。因此，经历过 6 月末上涨后，7 月中旬之前 A 股波动有望加大，下旬存在继续向上的可能：一方面目前市场对中央政治局会议预期偏低，存在政策最终落地好于预期、提振市场可能；另一方面，若美联储提前至 7 月末降息，有望为国内宽货币打开空间并提振全球风险偏好。美国关税谈判期结束恐引发“二次冲击”，国内政策保持定力、结构性发力。

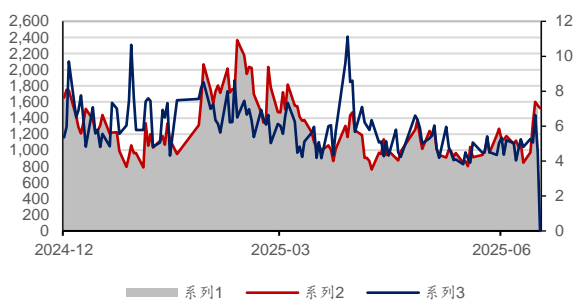
关注调整之后买入机会

展望 7 月，市场可能会呈现指数突破上行，科技非银等进攻性板块占优的格局。从基本面的角度来看，财政指数的发力和消费的韧性，使得二季度总需求增速进一步边际改善，使得即将到来的中报业绩期，在科技、消费、中游制造领域均存在业绩边际改善的可能，半年报披露窗口期成为 A 股有利的上行动力。

尽管高频数据显示出口下半年承压，但是预计在积极财政政策的支持下，预计下半年总需求仍将保持平稳，经济出现衰退或显著下行的可能性较低。在流动性和增量资金方面，目前利率仍处于较低水平，资产荒趋势依然存在。上半年，无论是基金净值还是个股的涨幅中位数均达到正 5% 左右，进一步积累了今年的赚钱效应，这为指数后续突破上行、触发关键正反馈效应创造了有利条件，类似现象在 2020 年行情。风格方面，从当前景气趋势和产业趋势来看，7 月科技风格占优的可能性较大。

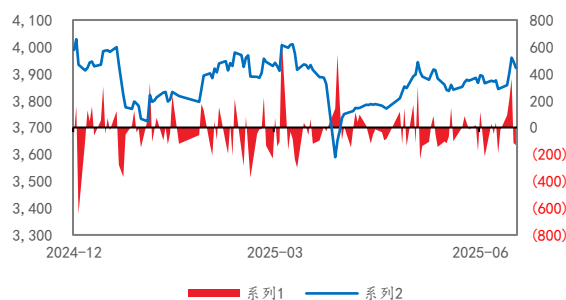
沪指冲上 3400 短期内指数方面或需震荡整固确认支撑，短期以结构性机会为主。前期上涨较多的大金融板块动能有所减弱，不过银行板块的调整或主因季末部分风格漂移的基金进行调仓，导致短期抛压上升，但跨月后有望扭转，调整仍然可视作布局机会。此外，市场情绪和活跃度回升后，主题表现更强，因此预计中小类指数预计表现更强。

图表 8：融资融券数据图



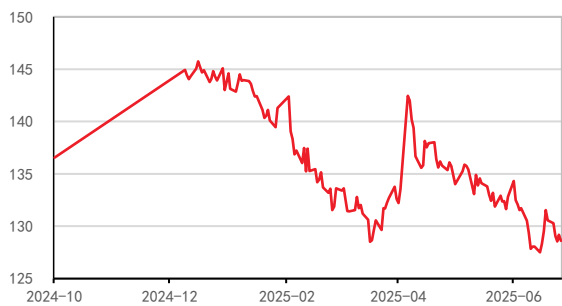
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



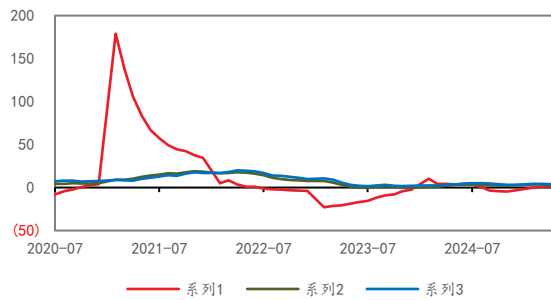
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。近年来，全球铜矿供给扰动率约为原定产量目标的5%，背后反映出的是近年来前期资本投入不足、资源国政策收紧使得新铜矿项目开发放缓，而矿山老化、极端天气频发等问题又使得存量铜矿项目供给不确定性加剧。矿石品位下降、资源国政策、矿震等因素，自山港、嘉能可、英美资源、艾芬豪纷纷下调产量指引，我们预计2025年全球铜精矿增量仅约25.2万金属吨(同比+1.1%，较年初预测的50万吨增量大幅下降)，全年铜矿供应紧张态势难改。

废铜供应偏紧

废铜成为原料端的关键补充，但关税政策致使美国进口货源受阻。在铜精矿供应持续紧缺的背景下，废铜成为原料端的重要补充。1-4月中国累计进口废铜77.7万吨，累计同比下降0.74%。即便中美5月开启90天关税休战期，但政策持续存在不确定性，且美国废铜价格高企，预计后续自美进口废铜量继续减少，整体废铜供应偏紧。

全球原料趋紧格局缓解，供给端压力尚未实际体现

国内铜精矿供应依然很紧张，下半年长单谈判首次报出负加工费。5月铜精矿现货市场延续4月弱势格局，加工费用继续承压在负值区域且不断降低。Mysteel标准干净铜精矿加工费用指数为-42.4至-44.25美元/干吨，月均为-43美元/干吨。贸易商看到铜精矿紧张前景而惜售，冶炼厂受成本制约接货意愿低，现货成交减少。冶炼厂方面，加工费用长期处于负值区间，冶炼厂利润空间被大幅压缩，部分冶炼厂表示加工费用低于-40美元/干吨的价格难以接受。铜冶炼加工费长单价格的大幅下滑。将进一步压缩国内铜冶炼厂利润，铜冶炼厂减产及矿端紧缺向电解铜传导的可能性也将增加。二季度国内计划检修的冶炼厂数量明显增加，4-6月均有多家冶炼厂有检修计划。据SMM调研，2025年5月SMM中国电解铜产量113.83万吨，环比+1.1%，同比+12.9%。SMM中国铜冶炼厂5月开工率为88.82%，环比+1.03pct，同比+0.36pct。

1-4月累计净进口89.7万吨，同比-17.7%；1-4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溢价，导致其他地区的电解铜多数流向美国。

淡季效应

进入需求淡季阶段，表观消费量减少，5月预计继续处于下降周期内。PMI等主要指标回升向好，我国经济总体产出保持扩张，但下游铜箔、铜管等开工率均环比出现下降。铜棒产量下滑明显，近期行情波动不大，虽然消息面频发对情绪有一定影响，但铜棒现货价格并没有出现大幅调整，基本稳价为主。电子电路铜箔方面行情较为平淡，各企业产能较节前并未太大出路，手上库存持续低位，订单热度并未恢复，下游市场仍以刚需备货为主，市场参与者心态较为谨慎。下游终端虽有韧性，但对铜向上传导力度不足，需求依然是制约铜价上涨的重要原因。今年“十四五”收官之年，电网计划总投资超8250亿元，电网有望维持高景气，“湖新”补贴政策继续拉动家电、汽车消费，但政策带来的消费提振或边际减羽，而光伏抢装退潮后增速承压。

据国家统计局最新发布的数据来看，1-4 月份，全国房地产开发投资 27730 亿元，同比下降 10.3%；其中，住宅投资 21179 亿元，下降 9.6%。1—4 月份，房地产开发企业房屋施工面积 620315 万平方米，同比下降 9.7%。其中，住宅施工面积 431937 万平方米，下降 10.1%。1-4 月份，新建商品房销售面积 28262 万平方米，同比下降 2.8%，降幅比 1-3 月份收窄 0.2%；其中住宅销售面积下降 2.1%。

2 结论

铜精矿加工费持续处于负值，全球矿端供应紧缺。上游铜冶炼环节亏损状态持续加深，停产预期或进一步发酵，供需缺口有加速放大趋势。上期所铜库存处于五个月低位，现货升水维持高位。需求转入淡季，下游铜箔、铜管等开工率均环比出现下降，下游终端虽有韧性，但对铜向上传导力度不足，需求依然是制约铜价上涨的重要原因。整体来说，基本面暂无太大波动，维持供应偏紧预期及需求边际走弱的逻辑。

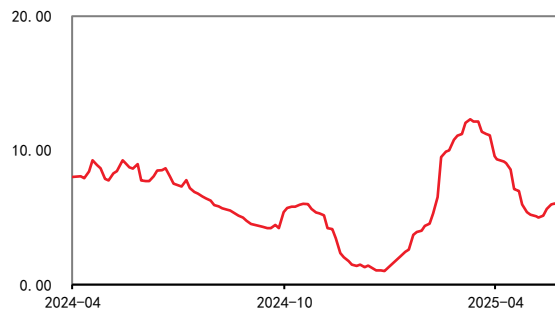
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



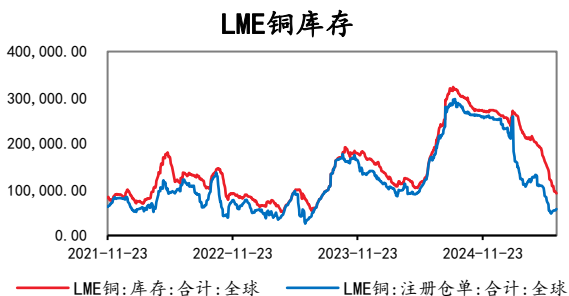
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



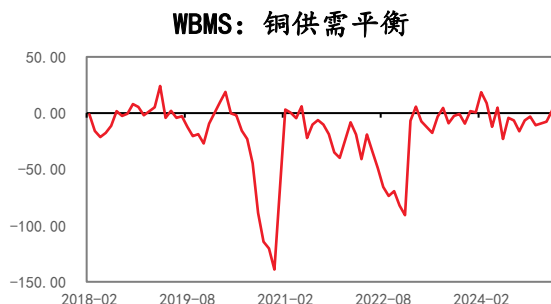
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



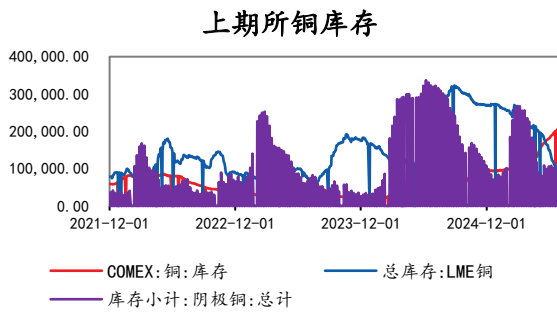
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



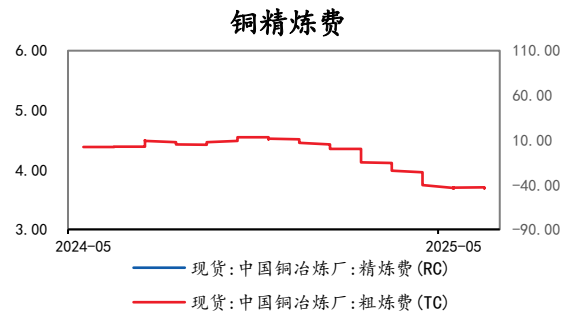
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%

1-5 月国内锌精矿产量同比累降，主要原因是部分国内矿山品位出现难以扭转的下滑，同时春节假期提前、年初矿山季节性检修等因素带来一定减量。ILZSG 预测，2025 年全球锌精矿产量将同比增长约 4%，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，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。

锌矿供给仍然充足，精炼锌月供应明显回升

国内锌矿供应边际宽松特征明显，国产锌精矿 TC 持稳上行至 3600 元，CZSPT 也发布了 2025 年三季度末前进口锌精矿采购美元加工费指导价区间：80-100 美元/千吨，冶炼厂锌精矿库存已补至同期中位水平以上，冶炼利润环比上行，供给端有增量预期。根据 SMM 数据，2025 年 5 月中国精炼锌产量 55.1 万吨，环比下降 1%，同比增加 2% 左右，1-5 月累计同比增加 0.5% 以上。预计 2025 年 6 月国内精炼锌产量 59 万吨，环比增加 7%，同比增加 8% 以上，预计 2025 年 1-6 月产量累计同比增加将近 2%。

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。

锌价下行，下游逢低补库

镀锌板块周内开工继续回升，主要基于铁塔等领域订单的持续旺盛，以及锌价下跌后镀锌相关生产意愿亦有支撑。氧化锌板块，也受低价影响小幅上调开工率。后随着终端需求逐步修复，叠加抢出口效应逐渐发酵，镀锌订单改善明显，5 月关税缓和进一步递延需求下降预期，直至 6 月后下游订单才开始逐步走弱。基建表现平淡，目前水利和交运的实物工作量仍不及去年同期水平，市场寄予厚望的电力铁塔表现不及预期，5 月下游已较难接满订单，二季度中后期电力侧或较难再提供边际增量。

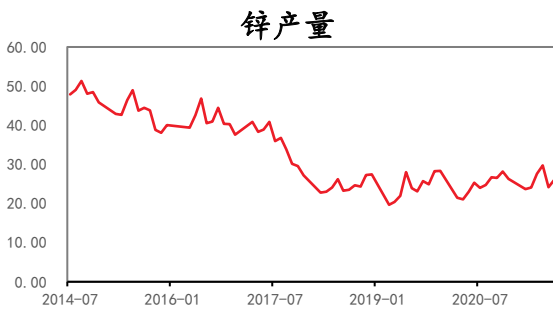
根据汽车工业协会的数据，2025 年 5 月汽车产销分别完成 264.9 万辆和 268.6 万辆，同比分别增长 11.6% 和 11.2%。1-5 月汽车产销分别完成 1282.6 万辆和 1274.8 万辆，同比分别增长 12.7% 和 10.9%。

2 总结

全球锌精矿产量供应趋于宽松，锌矿加工费上调，冶炼厂生产利润得到修复，精锌产量呈现快速爬升趋势。传统消费淡季表现较为疲软，下游受锌价短期下挫影响，积极进货导致库存小幅下降。供给宽松预期与弱现实需求的博弈，短期内预计锌价将保持偏弱震荡。

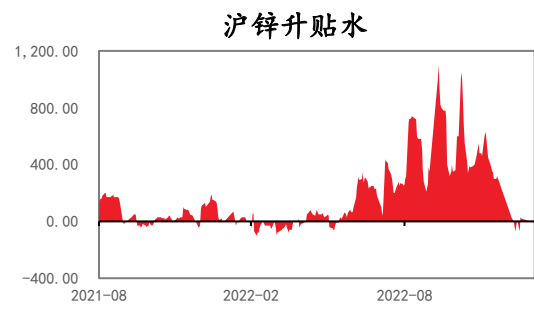
3 锌期货现货数据

图表 18: 锌产量



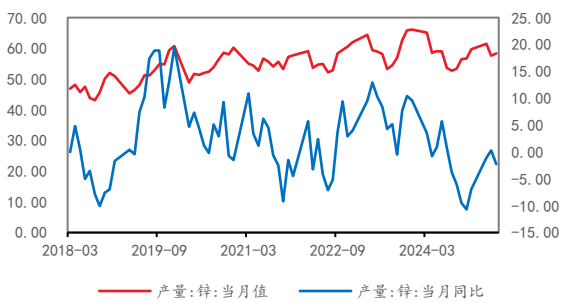
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19: 锌升贴水



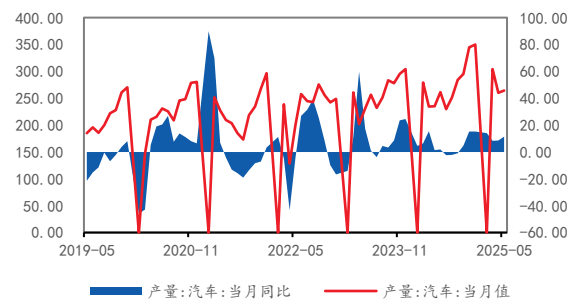
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 粗钢产量或已见顶

根据国家统计局最新发布的数据，2025 年 5 月份中国粗钢产量为 8655 万吨，同比下降 6.9%；生铁产量为 7411 万吨，同比下降 3.3%；而钢材产量则逆势增长至 12743 万吨，同比增长 3.4%。1-5 月份累计来看，粗钢产量为 43163 万吨，同比下降 1.7%，生铁产量为 36274 万吨，同比下降 0.1%，钢材产量为 60582 万吨，同比增长 5.2%。这一组数据表明，尽管钢材成品的实际产出仍保持增长，但原料端的粗钢和生铁产量已经呈现出较为明显的回落趋势，尤其是 5 月当月，粗钢产量的同比降幅达到了近 7%，显示出钢厂主动减产迹象加快。

值得注意的是，这一官方统计结果与此前钢联等市场高频数据中披露的铁水日均产量走势出现明显背离。钢联数据显示，5 月铁水产量环比并未出现明显下行，甚至部分时段仍处于相对高位。考虑到国家统计局数据的权威性与全面性，其所反映的粗钢、生铁产量回落或更为真实地揭示了行业整体产能利用率下降的趋势，可能意味着部分钢厂已开始有序减产，尤其是在利润压缩、终端需求疲弱的大背景下更倾向于控制产量以应对市场风险。

从结构来看，钢材产量的增长可能更多得益于板材类产品的高附加值出口支撑和一定的工业消费需求托底，而非内需广泛回暖的结果。结合国家统计局发布的 5 月工业增加值分行业数据，黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 4.8%，虽然仍处正增长区间，但已低于汽车制造、电气机械等下游行业的增长幅度，也反映出钢铁产业链中游环节的动能趋弱。

当前市场普遍关注的一个转折点在于：粗钢产量是否已见顶、以及供给是否进入主动收缩阶段。本次数据或预示这一临界点已至。若钢厂主动减产趋势持续，加上房地产链条复苏仍未见起色、出口边际放缓的风险逐步显现，后续钢材基本面可能面临较此前预期更大的下行压力。因此，对于后市的供需格局和钢价走势，市场或需重新修正判断，关注产量收缩与需求低迷之间的博弈变化。

2 成本止跌企稳 成本端支撑钢价短期走稳

自 2023 年 12 月至今，焦炭与焦煤价格经历大幅下行，其中焦炭累计下跌超过 50%，焦煤价格跌幅更是超过 70%。自 2025 年 6 月 2 日触及阶段性低点后，焦煤价格出现明显反弹，截至目前月内累计反弹幅度达到 12%。此次反弹起始于伊以冲突升级，随后伊美冲突的爆发进一步加剧了原油市场的不确定性，带动能源商品整体上涨，焦煤价格也在情绪影响下同步上行。

除地缘政治外，6、7 月为我国传统雨季，山西、内蒙古等主产区矿区进入安全检查密集期，部分矿山产能受限，引发市场对供应收缩的进一步担忧，成为推动本轮焦煤价格反弹的第二阶段情绪来源。尽管基本面尚无实质改善，但供应预期趋紧已成为市场炒作的核心逻辑。

值得注意的是，目前市场情绪仍处于相对高位，而焦煤基本面好转迹象仍不明显。当前安全检查仍在进行中，需关注 7 月后检查结束带来的供应修复进度。一旦供给恢复节奏快于预期，市场对成本端的乐观预期或将面临修正。

在此背景下，钢材生产成本出现阶段性止跌企稳，对钢价形成一定支撑。但从节奏上看，短期需警惕市场情绪过热带来的回调风险，中期则应关注基本面能否有效承接当前的看涨预期，决定成本支撑是否具备持续性。

3 铁水产量小幅回升 需求延续偏弱走势

上周全国高炉产能利用率回升，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 90.9%，环比略增，同比上升 1.1 个百分点；91 家电炉产能利用率为 52.4%，环比下降 0.1 个百分点，同比下降 2.6 个百分点。五大品种钢材周产量为 881.0 万吨，环比上升 1.4%，同比下降 1.2%。上周长流程产量增加，日均铁水产量增加 0.1 万吨至 242.3 万吨，钢材方面螺纹与热卷产量持续回升。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 906.5 万吨，环比下降 0.7%，同比下降 28.7%；钢厂库存为 433.5 万吨，环比上升 1.8%，同比下降 11.5%。钢材总库存环比增长 0.1%，较前一周增幅扩大 1.2 个百分点，社会库存去化速度放缓，钢厂库存显著回升。

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 879.9 万吨，环比下降 0.5%，同比下降 1.9%；其中螺纹钢表观消费为 219.9 万吨，环比上升 0.3%，同比下降 6.7%。上周五大品种钢材表需继续走弱，螺纹钢消费略有回升，热卷消费有所回落。建筑钢材成交周均值为 9.9 万吨，环比上升 1.3%。

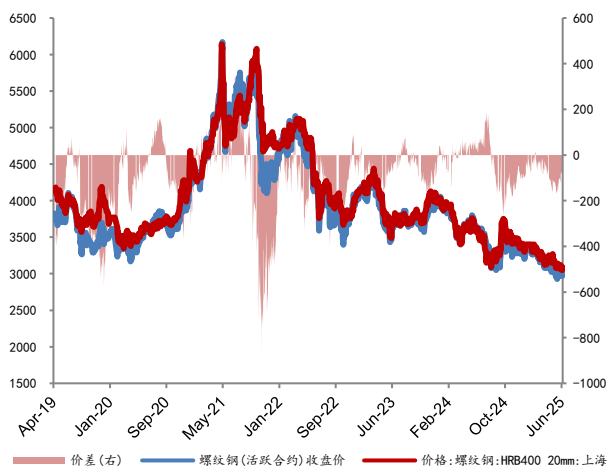
钢材现货价格整体走弱，主流钢材品种即期毛利继续改善，247 家钢厂盈利率为 59.3%，与上周持平。

4 小结

上周中东局势明显缓和，市场重心由地缘政治回归至供需基本面。目前原料端焦煤率先企稳并自底部反弹约 19%，对钢价形成一定支撑，带动价格止跌企稳。供应端方面，钢材周度产量持续回升，且环比增幅扩大，显示出在利润驱动下钢厂生产积极性仍高，呈现出“淡季不淡”的特征。但与此同时，终端需求季节性转弱，钢材库存由降转增，供需格局整体改善有限。在原料端带动与需求乏力博弈的背景下，钢价预计将维持震荡运行态势。

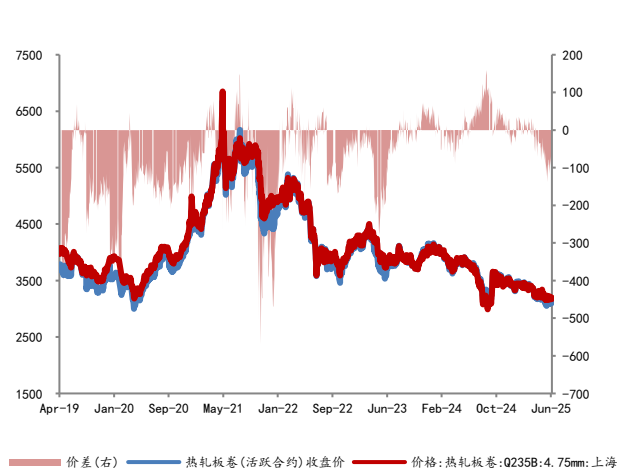
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹钢期现价差



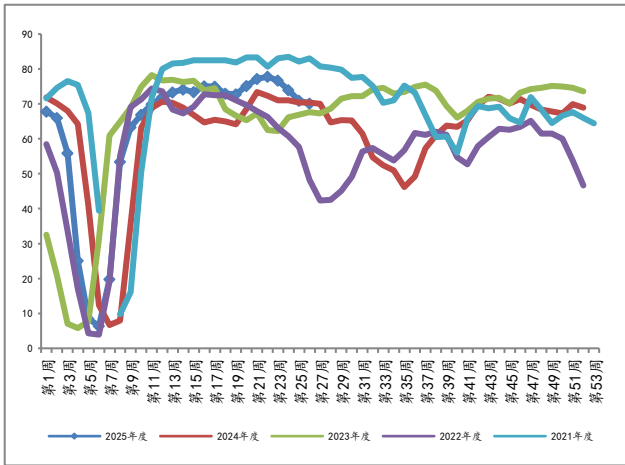
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



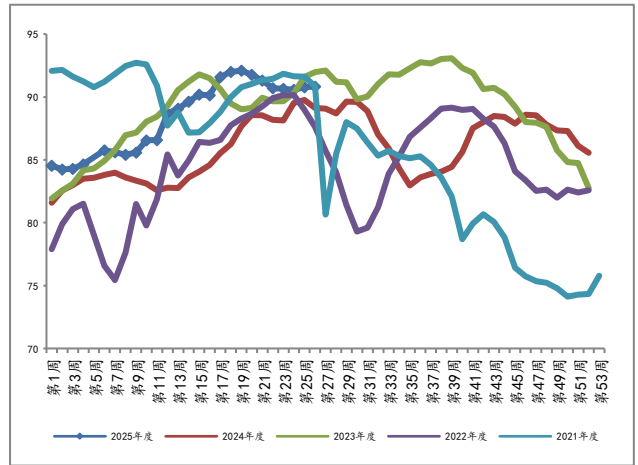
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24: 85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国 (周)



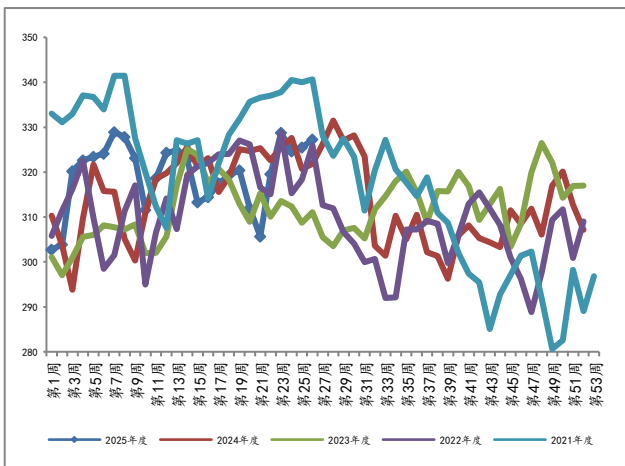
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 25: 247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国 (周)



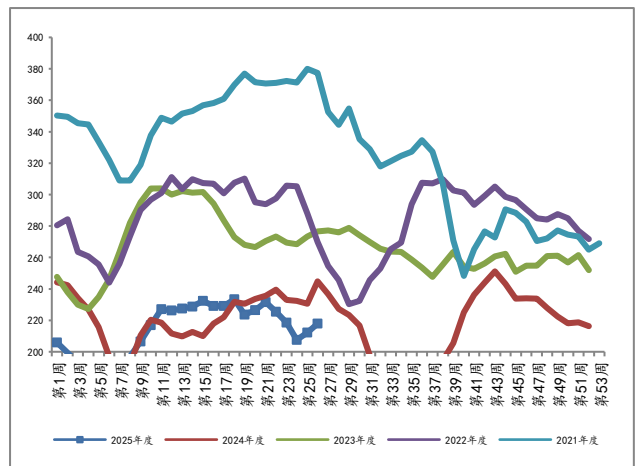
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 26: 螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量 (周)



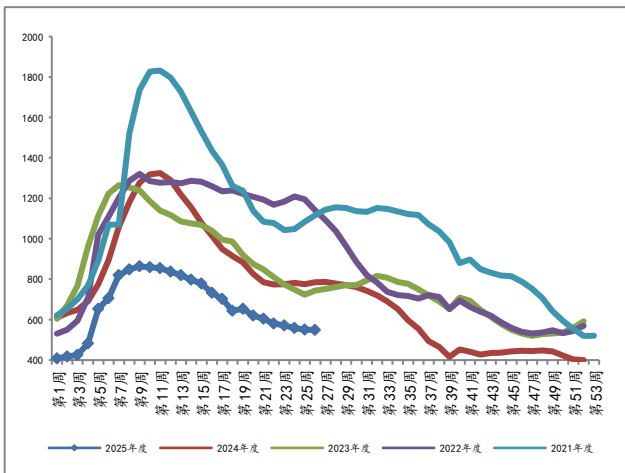
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 27: 热轧板卷：钢铁企业：实际产量：(周)



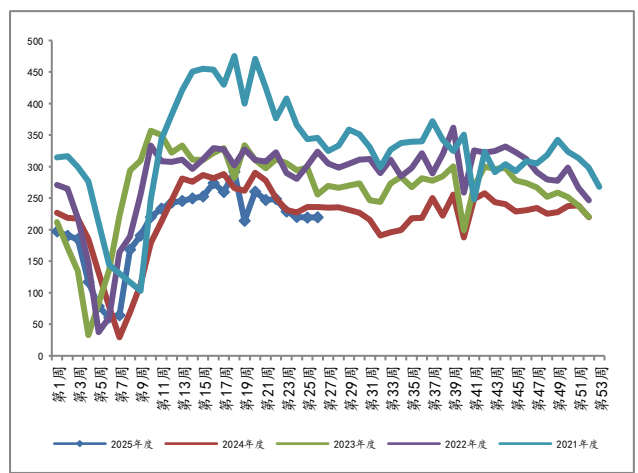
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

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 中东局势风云再起

6月中旬以来，以色列对伊朗多地发动大规模空袭，轰炸该国核设施和多个军事目标，造成大量人员伤亡；作为报复，伊朗向以色列境内发动多轮导弹和无人机攻击。尽管伊朗通常被认为处于战略守势，以往做出的反击更多具有表演意义，但本次以色列首轮先发制人的打击令伊朗损失惨重，迫使伊朗动用导弹轰炸以色列的特拉维夫和海法等重要城市。

不同于过去几年的局部冲突，本次是中东地区最强的两大力量之间发生激烈的直接对抗，冲突规模和烈度为近十余年之最，已经构成了实质性的地缘风险。交易者担忧中东地区原油供应面临日益严峻的威胁，地缘政治溢价被重新注入市场，令国际油价一度重回年初高位。

2 美国武力介入调停

以色列和伊朗的回合制攻防战已经进入胶着状态，双方的综合国力均面临巨大考验，包括原油市场在内的交易者将关注点转向美国将介入到何种程度。

特朗普在社交媒体上发文称，美国对伊朗福尔多、纳坦兹和伊斯法罕三处核设施发动打击。此次美军不惜使用 B2 战略轰炸机投放 GBU-57 钻地炸弹，以摧毁伊朗深埋地下数十米的核基地，至于毁伤效果美伊各执一词。据 CNN 报道，知情人士披露美国通过秘密渠道向伊朗传达信息：本次轰炸范围将得到控制，并且没有在伊朗境内采取其他行动的计划。但与此同时，大批美军机在海湾地区集结，尼米兹和卡尔文森双航母战斗群部署到位，美国下一步行动目前疑云重重。

按照我们对特朗普的理解，相比两代布什总统的战争选项，他更希望通过军事威胁迫使伊朗签订城下之盟。具体条件可能包括：伊朗无条件投降，将承诺永不制造核武器，销毁其高浓缩铀库存，并且允许国际原子能机构监督等。现在特朗普政府兑现了支持以色列的承诺，接下来要把事态控制在可挽回的程度，见好就收避免重蹈伊拉克和阿富汗的覆辙。

3 伊以转入相持阶段

以伊朗核设施遭到空袭为标志，本轮伊以冲突达到阶段性高潮，参考近年来地缘政治演化规律，外界普遍预期局势将得到控制并逐步走向降温，令国际油价止涨走跌。

目前，特朗普表态已经调停伊以冲突，实际上双方打击依旧你来我往，并没有实现真正停火的保证。伊朗和以色列虽然能够互相攻击对方本土，但两国都缺乏可靠的战略投送能力，美国大规模地面介入亦不现实，以色列无法遂行在美国支持下速胜的目标。

我们初步的判断是，以美伊以矛盾为核心的中东冲突可能会转入僵持阶段，各方未达成战略目的都不肯轻易妥协，但又无法承受全面中东战争的巨大代价，使得冲突在一定限制条件下长期持续，这将对中东地区造成深远的负面影响，也给全球经济和原油市场带来不确定性。

4 旺季暂缓供需过剩

事态对原油供需平衡的实际影响，主要看中东地区原油发运情况。假定在伊以对抗持续时间延长，但霍尔木兹海峡不被封锁的一般情景下，美国对伊朗制裁升级到严厉程度，迫使其原油产量降至 280 万桶/日以下，而海湾国家同亚洲等地区的原油贸易几乎不受影响。时间进入到 6-8 月，全球原油市场处于每年的传统消费旺季，需求的季节性回升部分消化了供应增长，并遏制商业原油库存的累库趋势。

然而，沙特领导 OPEC+ 从限产保价转向争夺份额，同时美国页岩油产量也维持在 1350 万桶/日的量级，后期随着北美出行和中东发电高峰结束，叠加新兴市场经济和需求疲软，供大于求仍将是困扰原油市场的核心矛盾。因此，应理性评估地缘政治对供应端的实际影响，发生极端系统性风险的概率料将逐渐降低，OPEC+ 及其竞争对手增产兑现后将进入全面过剩周期。

5 情绪退潮回归理性

地缘政治风险情绪退潮后，国际油价回到了较为理性的估值水平，市场表现仍受制于供稳需弱的现状。

2025 下半年，原油主导逻辑或更多侧重于供应端：如我们此前所料，5 月 OPEC+ 实际增产规模据悉未达目标，主要超产部分来自哈萨克斯坦，霍尔木兹断供风险则有利于 OPEC+ 进一步施展操作；非 OPEC+ 产油国供应增长基本兑现，油价跌至美国页岩油行业盈亏成本线，打压其未来数年的扩张计划。

需求端看起来前途黯淡：在特朗普关税和美联储降息仍不确定的情况下，全球经济复苏迟滞预期难改，同时新能源结构转型推进，抑制原油需求的增长空间。剔除三季度较强势的季节性因素，预计中长期需求端对油价的支撑有限。

二季度全球原油库存水平整体攀升，但在夏季出行旺盛的状态下，EIA 库存高频数据大幅去化，汽柴油库存仍低于 5 年均值，不过 OECD 和新兴市场同步放缓，令业界担忧晚些时候将出现明显累库。不考虑地缘扰动的前提下，过剩基调仍将制约油价反弹幅度，难以形成趋势性上涨行情。

6 近强远弱风高浪险

从基本面研判，2025-2026 年全球原油市场的主题可高度概括为过剩二字，油价主要趋势处于下行通道，然而期间黑天鹅事件颇多，先有美国对等关税，后有伊以地缘冲突，令市场波动性显著增加。

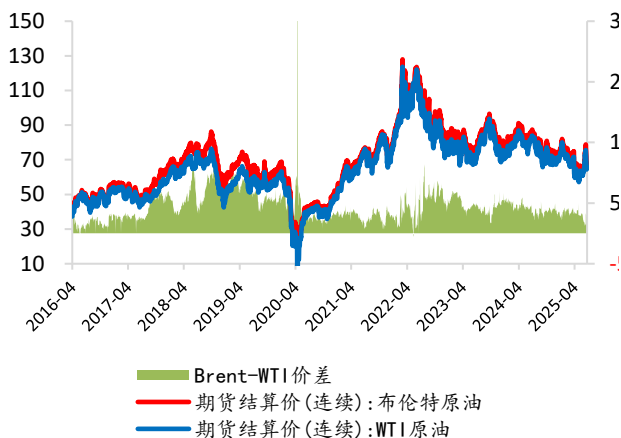
接下来密切关注伊以冲突能否真正告一段落，假设以霍尔木兹海峡安全通航为前提，预计三季度原油供需将维持微妙的动态平衡，地缘风险溢价挤出后波动性有所下降。

我们初步认为，原油市场定价逻辑将逐渐从中东地缘政治回归基本面主导。放眼全局，对于 2025 年国际油价走势，预计将呈现“中间高、两边低；近端强、远端弱”的格局。

特别提醒交易者：原油市场正在为地缘政治所裹挟，霍尔木兹海峡通航和全球原油供应体系仍然岌岌可危，不排除油价波动性会再次骤然放大，应控制头寸以面对潜在到来的风险时刻。

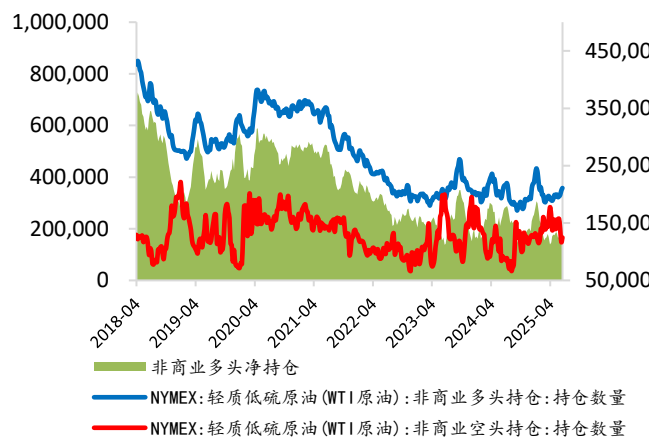
7 原油期现数据

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

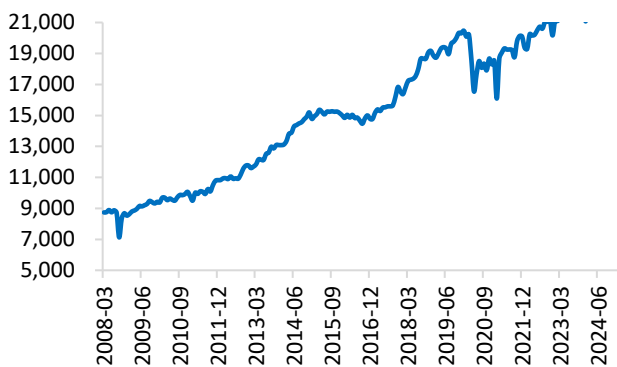
图表 31：CFTC 原油期货持仓



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

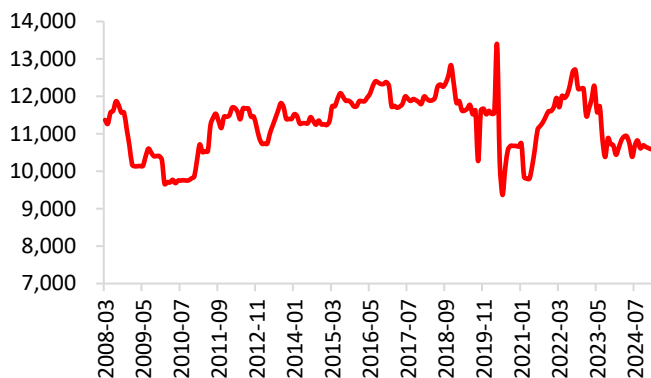
美国原油产量



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

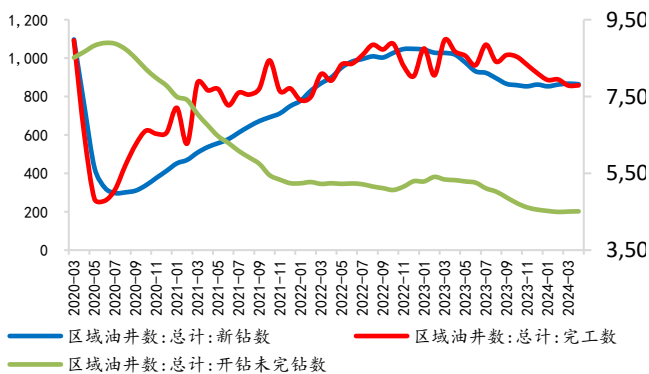
沙特原油产量



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

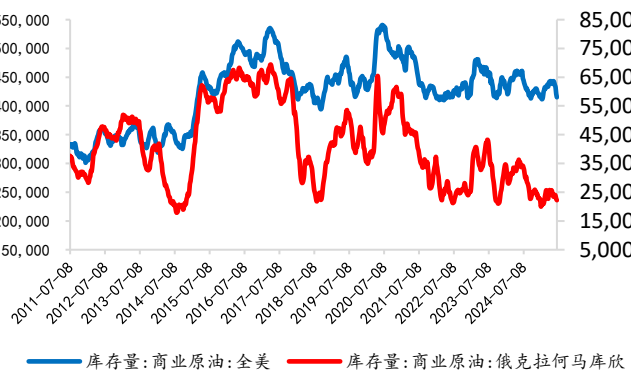
美国油井建设情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

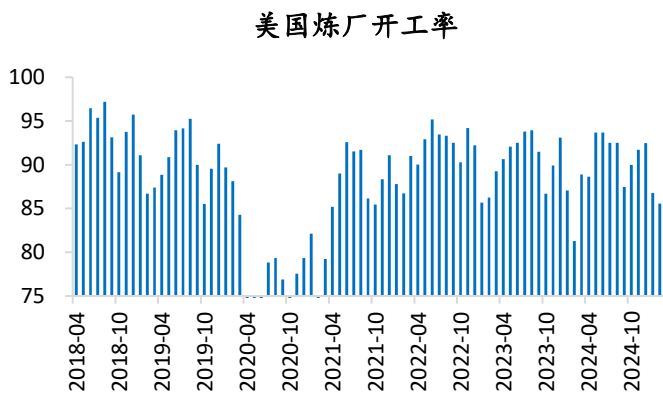
图表 35：EIA 原油库存

EIA 美国原油库存



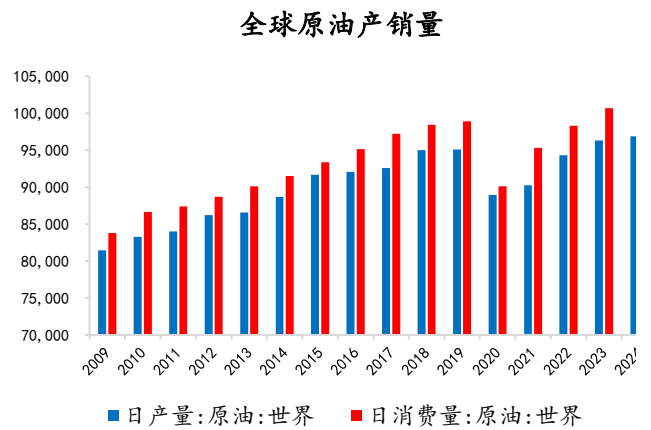
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 市场缺乏改善契机

天然橡胶期货维持低位震荡，现货询盘成交清淡，市场整体观望氛围浓厚。

目前来看，上游产区进入雨季，原料释放节奏受阻，但未来新胶上量预期仍在。下游进入传统需求淡季，厂商原料采买积极性不佳，维持逢低刚需补库为主，整体成交氛围表现一般。此外，虽然中美贸易谈判取得初步进展，但对于出口形势依然持谨慎态度，特朗普当局动向仍需静观其变。青岛地区天然橡胶库存有边际见顶迹象，但整体缓慢累库趋势未变，这说明供需过剩依旧是当前市场的主要矛盾。

综上，供应放量不及预期，而需求缺乏有效提升，近端基本面疲弱缺乏改善，但供需矛盾无明显激化。短期内，预计沪胶盘面区间震荡运行，外围宏观事件及产区天气变化易造成波动，但料难形成趋势性行情。

2 供应压力显著加大

我们此前预测，按照季节性规律，5月天然橡胶进出口数量或将环比触顶。泰国海关数据显示，2025年1-5月，泰国出口天然橡胶（不含复合、混合橡胶）累计120.7万吨，同比下降2%；其中，出口到中国的天然橡胶50.8万吨，同比上升20%，以乳胶和烟片胶增长为主。主要流通品种方面，1-5月泰国出口至中国的混合胶累计74.2万吨，同比大增59%。综合来看，今年前5个月泰国橡胶出口总量共计195.4万吨，较上年同期增长14.3%，其中出口到中国125万吨，同比大增40%。

下半年到11月割胶旺季前，由于新胶产量并不稳定，预计泰国橡胶出口量或将有所回落，令青岛库存和国内现货压力减轻。另一方面，中非合作论坛上，中国宣布将对53个非洲国家实施100%税目产品零关税，包括非洲最大的天然橡胶生产国—科特迪瓦也将享受零关税待遇。不出重大意外，2025年国内外天然橡胶供应水平整体将明显超过2024年。

3 下游利空兑现阶段

天然橡胶产业链下游仍面临较大压力，但实际劣化程度或不及预期的悲观。

主要需求端来看，自特朗普发动贸易战以来，橡胶轮胎行业陷入不景气，但近期轮胎开工率整体有所回升。截至6月下旬，山东橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷为65.46%，环比上升4.24%，同比增长7.31%；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷为77.92%，环比走高0.31%，同比走低0.81%。

终端消费来看，2025年5月中国汽车产销量分别完成264.9和268.6万辆，环比分别增长1.1%和3.7%，同比分别大幅增长11.6%和11.2%；1-5月累计产销1282.6和1274.8万辆，较上年同期分别增长12.7%和10.9%。5月全国汽车经销商综合库存系数为1.38，环比减少2.1%，同比下降4.2%。

总体来看，轮胎工厂走货不畅成品库存偏高，限制排产和对原料橡胶的补库需求，6-8月夏季

高温天气下，轮胎生产和汽车消费均处于传统淡季，虽有庞大的刚需体量支撑，但重获利好提振尚需一段时日。

4 累库问题短期无解

外部宏观环境叠加产业传统淡季，令天然橡胶库存矛盾中短期内无解，先前地缘政治对胶价刺激不大，也侧面反映出其基本面相当疲弱。一句话概括，天然橡胶市场延续供强需弱库存高的格局。

全球天然橡胶进入增产期，海内外主要产区全面开割，但雨季时常受降雨天气扰动，原料释放节奏将随时间递增。今年前 5 个月天然橡胶进口量大幅增加，进出口数据达到近年同期最高水平，加上对欠发达国家的零关税政策落地，将抵补一部分淡季进口缺口。下游轮胎工厂成品去库缓慢，全钢胎库存延续前年高企状态，半钢胎库存攀升刷新历史记录，特朗普对等关税 90 天缓冲期过半，后续出口市场变数仍然较大。

在供应过剩和需求欠佳的情况下，天然橡胶累库问题成为最核心的矛盾，目前青岛地区库存水平已从去年低位升至历史均值，正常应于 5 月开始季节性去库，然而隐形库存之庞大超出预期，后续去化也会十分困难。我们预计，6-7 月橡胶大概率维持低位偏弱震荡态势，可能要到金九银十前方可实质性好转。

5 产业遵循季节规律

天然橡胶市场现阶段主要矛盾是库存问题，显性库存绝对数量相较历年同期不算特别高，但中下游隐形库存可能较为庞大，青岛地区迟迟未观察到季节性去库拐点。

通常在每年 12-1 月泰国主产区割胶旺季达峰，泰国到中国主港船期大概有一两个月，期间还需要避开春节假期，因而中国天然橡胶进口量往往从 4 月环比见顶回落，最迟在 5-6 月确认被动去库的拐点。今年最大的不同是，海外天然橡胶产量和出口明显增多。由于天气和物候条件良好，且原料收购价格偏高，胶农割胶积极性较强，甚至将上一季停割推迟。此外，中国对缅甸和老挝开放橡胶免税政策，刺激大量廉价原料流入。中国作为第一大橡胶消费国，市场承接能力最强，令全球橡胶出口货源汇集到青岛，预计 8 月之后进口量将开始环比回升。

不过，天然橡胶价格的季节性特征更多是由产业习惯决定，年中前后供应较低却表现偏弱，三季度产量递增时走势反而偏强，因此我们认为，当前的库存状态并不必然导致橡胶价格下跌。

6 周期重拾上升大势

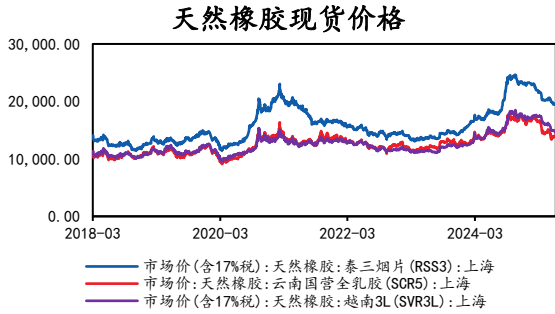
在中美关税贸易战背景下，外围宏观气氛转空令资金避险情绪急剧升温，国际大宗商品价格普遍承压下跌。作为金融属性高度敏感的品种，天然橡胶短期难以摆脱与宏观的联动性，短期内弱势行情或将延续，但中长期将回归自身供应端主导的基本面逻辑。

天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，国际橡胶市场价格时隔十余年或重拾上涨趋势。2024 年迄今，天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶基本面主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明

显上移。展望 2025 年度，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情，当前策略上不宜追空可逢回调做多远月。

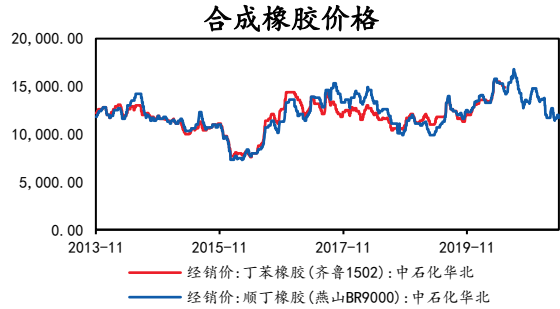
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



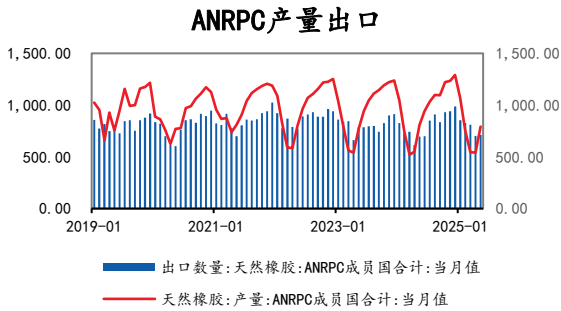
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



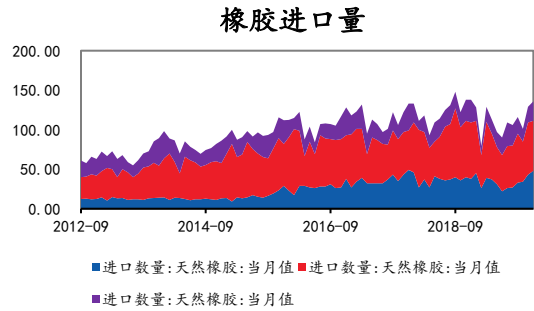
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



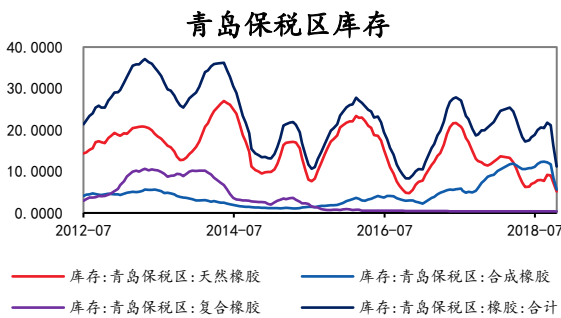
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



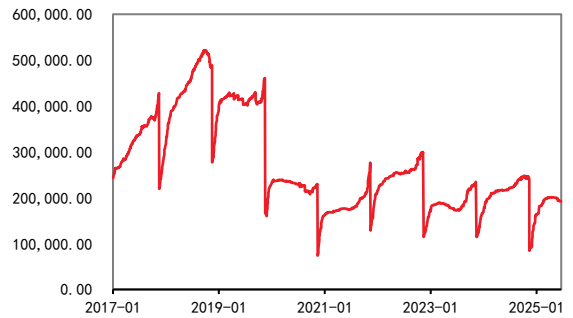
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



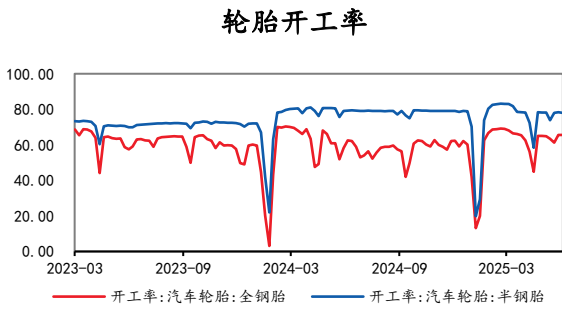
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



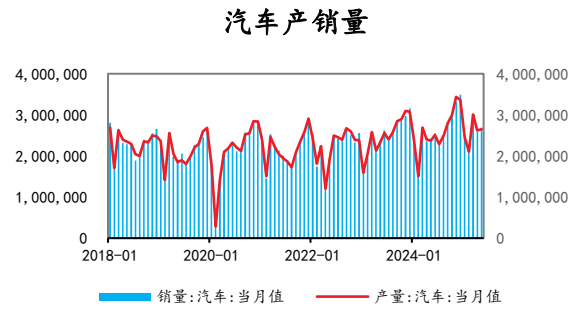
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43: 轮胎开工率



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 44: 汽车产销量



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

油脂油料：良好天气推动美豆连跌，国内市场重回油强粕弱格局

1 外部豆类市场分析

中东局势迅速降温，原油暴跌引发连锁反应

6月24日，以色列和伊朗达成停火协议，持续十余天的中东紧张局势迅速降温。中东停火协议的达成直接缓解了市场对原油供应中断的担忧，国际油价自高位急转直下，释放此前因局势紧张引发的价格升水。国际油价重挫同样引发全球植物油市场连锁反应，包括CBOT豆油、马来西亚棕榈油以及中国三大植物油期货市场在的油脂市场纷纷自高位出现跳水行情，技术上呈现阶段性顶部特征。

美豆优良率正常，近期天气利于大豆生长

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至6月22日当周，美豆优良率为66%，低于市场预期的67%，上年同期为67%。当周美豆种植率为96%，美豆出苗率为90%，去年同期和五年均值分别为89%和90%；当周美豆开花率为8%，上年同期和五年均值为7%。随着美豆陆续进入开花结荚的生长关键期，天气因素对市场的影响将进一步提升。天气预报显示，未来几天，美国中西部地区温暖和多雨天气预计利于作物生长。美国农业部将于月底公布美豆种植面积，市场预计美国2025年大豆播种面积为8365.5万英亩，略高于3月底种植意向报告给出的8349.5万英亩。

机构发布出口高频数据出现较大分歧，马来西亚棕榈油上涨动力不足

本周，机构评估的马来西亚6月1-25日棕榈油出口环比变化出现较大分歧，其中ITS和AmSpec预计的环比增幅分别为6.84%和6.63%，SGS预计环比减少21.02%。出口监测数据出现分歧，无法为棕榈油市场带来有效指引。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，6月1-25日马来西亚棕榈油产量环比增加3.83%。近几个月以来，马来西亚棕榈油库存连续攀升，一度成为困扰棕榈油价格回升的主要阻力。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于7月10日公布月报，市场密切关注机构监测的新动态。

2 国内豆类市场分析

油厂开工率升至70%高位，豆油和豆粕库存持续增加

根据Mysteel农产品对全国动态全样本油厂调查情况显示，第25周（6月14日至6月20日）油厂大豆实际压榨量238.42万吨，开机率为67.02%，油厂大豆压榨实际豆油产量为45.3万吨；预计第26周（6月21日至6月27日）国内油厂开机率继续上升，油厂大豆压榨量预计251.53万吨，开机率为70.71%，豆油产量预计为47.8万吨。

2025年第25周，全国油厂大豆库存继续上升至637.99万吨，较上周增加38.39万吨，增幅6.40%，同比去年增加91.56万吨，增幅16.76%。本周大豆到港269.75万吨，创阶段性纪录。整体来看，目前油厂大豆库存持续处于近三年最高水平，且在7月预计1000万吨进口大豆到港的背景下，后续库存预计继续上升。豆粕库存升至50.89万吨，较上周增加9.89万吨，增幅24.12%，同比去年减少45.88万吨，减幅47.41%。本周下游提货依旧维持较好表现，豆粕库存累库偏慢，当周豆粕表观消费量为178.46万吨，较上周增加2.77万吨，增幅1.58%，同比去年增22.32万吨，增幅14.28%。

整体来看，目前国内油厂大豆库存持续处于历史同期最高水平，但6月整月来看，豆粕现货性价比凸显，各区域下游饲料企业提高豆粕添加比例，提货积极性依然较好，补充物理库存至较

高水平。但本周随着豆粕期货价格回落，现货市场情绪有所转差，预计本周豆粕库存加速累库。

中国首次进口阿根廷豆粕，预计9月到港

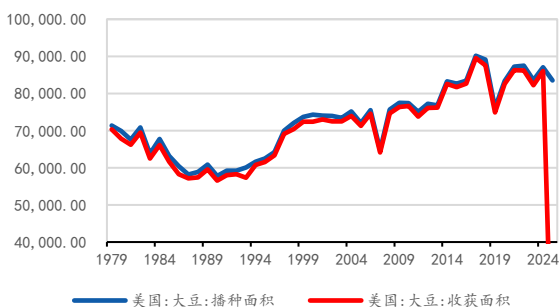
为应对中美贸易战，中国政府自 2019 年批准阿根廷豆粕进口。近日有消息显示，中国企业已完成对阿根廷豆粕的首批采购。这表明中国饲料行业正在寻求拓宽供应源头，以缓解中美贸易战可能带来的冲击。消息人士表示，几家中国饲料生产商已联合签约订购 3 万吨阿根廷豆粕，CNF 价格为每吨 360 美元，7 月装运，预计 9 月份运抵广东港口。如能顺利通过海关检疫，预计后期还会有更多交易。阿根廷是世界头号豆油和豆粕出口国。中国饲料厂商拓展阿根廷豆粕市场，将为中国国内供应提供更加可靠的保障。阿根廷去年出口了 3000 万吨豆粕，因此拥有非常充足的供应能力来满足中国的需求。

3 油脂油料市场展望

随着中东局势缓和，国内外油脂市场集中释放此前因原油上涨引发的风险溢价，开始回归供需基本面。美国环保署（EPA）在提案中大幅提高未来两年美国生物质基柴油义务量目标，市场对于美国豆油需求大幅增加的预期将提升 CBOT 豆油市场的抗跌性。当前国内三大食用油库存宽松，需求平稳，在大豆压榨量保持高位下，油脂库存仍有上升空间。目前来看，外部市场仍是影响国内油脂市场情绪变化的重点。随着原油回吐地缘溢价后逐渐止跌企稳，国内油脂市场也有望回调到位。由于近期国内油脂市场有效驱动较弱，市场情绪易受原油和外盘油脂影响，行情连续性一般，走势仍易反复。良好天气令美豆价格大幅回撤，成本驱动叠加国内供给压力，粕类期货市场短期内仍缺少向上驱动，维持震荡偏弱行情的概率较大。目前美豆市场连续下行，更有利于 7-8 月生长关键期的天气炒作，注意把握市场运行节奏。国产大豆被大量收购入库，各级储备大豆拍卖相继启动，现货供应形势向好，豆一期货市场买盘动力不足，仍有惯性回落空间。

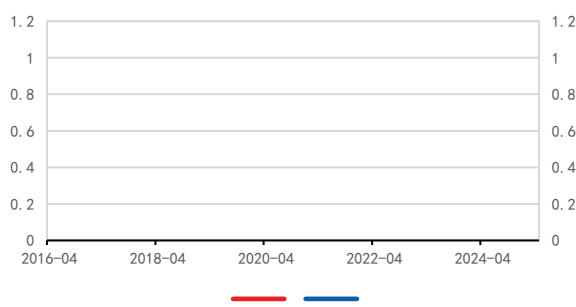
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



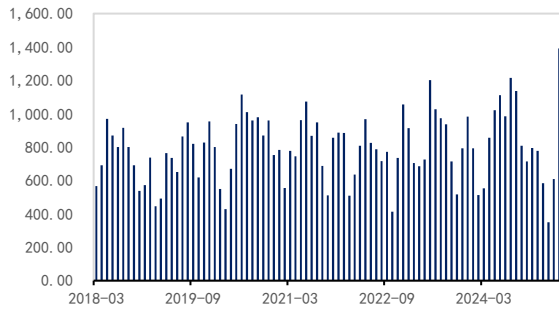
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



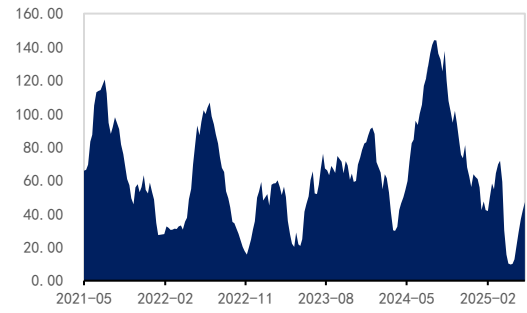
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

