

中金财富期货策略周报 (2025年第23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: 以伊冲突最终的规模可能有限, 因此事件引发的原油、黄金品种大涨, 注意其大幅震荡的风险。PPI 的弱势显示内需仍待提振, 其指向的工业领域偏紧缩的态势亦未出现明显改变, 内盘工业品虽然位置较低, 但是弱势恐难改变。

股指期货: 上证指数站上 3500 点, 主因金融行业股价强势及“反内卷”政策效果预期, 后续上证指数更进一步, 需要“反内卷”等增量政策落地效果展现, 情绪是当前指数的主要推动力, 预计指数有望继续强势。

铜: 近期主要矛盾是铜关税或提早落地, 即非美地区紧张逻辑削弱, 并且美国仍有近 30 万吨未体现在显性库存中, 潜在增加过剩幅度。沪铜短期受关税政策和需求淡季压制, 但下方受矿端紧缺和低库存提供支撑, 预计维持高位震荡。

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。国内锌冶炼厂开工率较高, 新疆火烧云项目投产, 7 月新增产能释放, 供应增量明显。需求端, 国内消费进入传统淡季, 终端新增订单有限, 且国内抢出口浪潮已过, 需求预期整体一般。沪锌或继续受宏观政策与消费淡季双重影响, 维持震荡偏弱格局。

钢材: 上周在“反内卷”政策预期及发改委提出“新型城镇化”推动下, 钢价明显走强。随着本月下旬政治局经济会议临近, 市场对可能出台的稳地产、稳投资政策充满期待, 提前进入强预期交易阶段, 淡季需求走弱暂未受到足够重视。我们认为会议召开前, 政策预期仍将主导价格走势, 钢价可能继续震荡偏强运行, 但我们认为此轮为反弹而非反转, 需高度警惕会议落地后价格回落的风险。

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: 7、8 月为美豆生长过程中最为关键时期, 尽管当前美豆产区天气条件良好, 但仍不能排除潜在天气风险。2025 年美豆播种面积同比下降 4%, 美豆产量对生长关键期的天气容错率较小, 目前来看, 1000 美分/蒲式耳仍是美豆季节性抗跌的重要支撑关口。国内豆粕库存高企, 现货端的供给压力仍在释放, 但 9 月以后进口大豆订单缺口较大, 为远期市场带来抗跌支撑, 并导致国内粕类市场同美豆市场呈现跟涨不跟跌状态。MPOB 月报落地, 棕榈油小幅回调后重启升势, 技术上形成突破 4 月初高点迹象, 强势特征十分突出。尽管豆油和菜油仍承受自身供给压力, 但在棕榈油的强势提振下, 买盘情绪回暖, 表现较为抗跌。整体来看, 棕榈油市场内外盘保持强势联动, 有望继续保持两张状态, 并提升豆油和菜油市场的抗跌性。东北大豆产区天气基本正常, 现货供应紧张局面因各级储备释放而有所缓解, 豆一期期货市场仍缺少上行驱动。

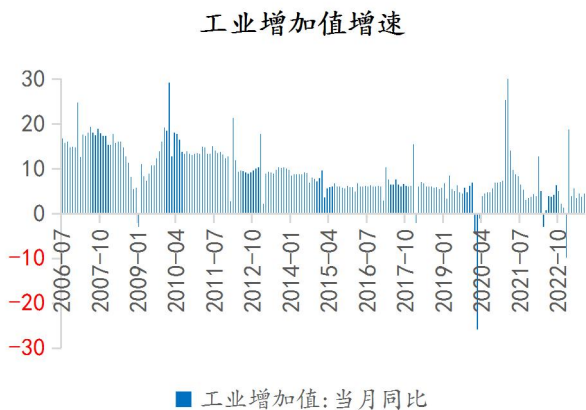
目录

周度策略：情绪端继续助推市场回暖	- 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 通胀仍在探底	- 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	- 11 -
锌	- 13 -
1 锌：影响因素	- 13 -
2 总结	- 13 -
钢材	- 15 -
1 钢价反弹非反转，供需格局未变	- 15 -
3 成本止跌企稳	- 16 -
4 产量下行 库存持稳	- 16 -
5 小结	- 17 -
6 钢材期货现货数据	- 17 -
原油	- 19 -
1 OPEC 增产节奏加快	- 19 -
2 沙特决意夺回份额	- 19 -
3 产业竞争格局重塑	- 19 -
4 旺季累库另有隐情	- 20 -
5 宏观影响仍偏负面	- 20 -
6 近强远弱风高浪险	- 20 -
7 原油期现数据	- 21 -
天然橡胶	- 23 -
1 市场结构失衡矛盾	- 23 -
2 丰产预期带来过剩	- 23 -
3 谨防关税二次冲击	- 23 -
4 持续上涨缺乏支撑	- 24 -
5 关注中泰贸易谈判	- 24 -
6 周期重拾上升大势	- 24 -
7 橡胶期现数据	- 25 -
油脂油料：美豆关键报告落地，国内棕榈油一枝独秀	- 28 -
1 外部豆类市场分析	- 28 -
2 国内豆类市场分析	- 28 -

3 油脂油料市场展望	- 29 -
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 3: 中国居民消费价格指数



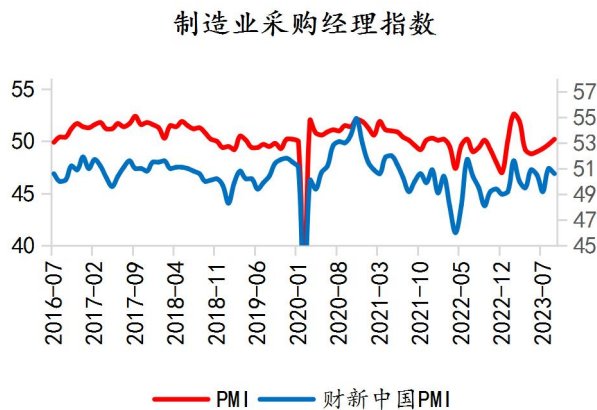
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



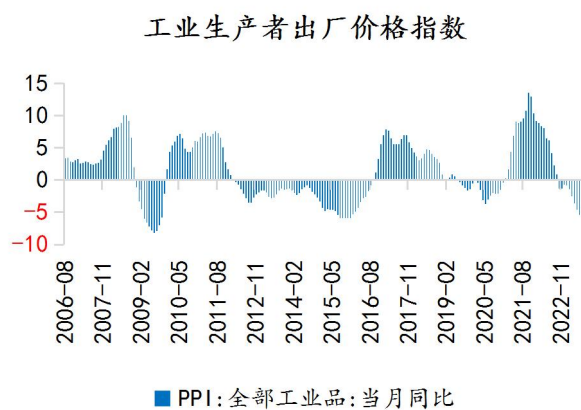
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



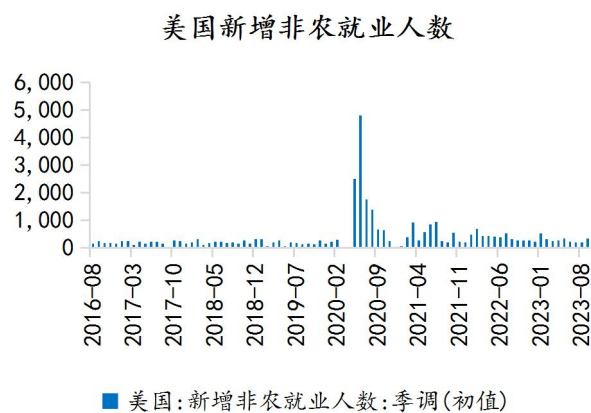
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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：情绪端继续助推市场回暖

“反内卷”政策带来的多晶硅暴涨点燃了市场情绪，除了风口浪尖的多晶硅之外，目前大部分工业品在上周录得3%-8%的涨幅，盘面和情绪一同回暖。

“反内卷”政策继续刺激工业品市场反弹

7月1日，中央财经委员会第六次会议释放重大信号，首次将“依法依规治理企业低价无序竞争”置于全国统一大市场建设的核心位置，同时提出“引导企业提升产品品质”和“推动落后产能有序退出”，标志着国家治理“内卷式竞争”的决心已转化为系统性行动。

该政策的目标与可持续发展目标高度契合，不仅可以优化我国能源结构，有效避免生态透支，助力我国低碳转型发展和“双碳”战略，还可以规范市场秩序，遏制不良竞争，推动行业高质量发展，从而实现可持续发展的长期目标。涉及的行业包括钢铁、水泥等高耗能行业，同时，也涉及光伏、新能源汽车等新能源行业。

与2016-17年供给侧改革行政化手段加码上游周期行业去产能去产量不同，本轮主要以市场化手段引导中下游新兴行业减少低价竞争。对比本轮“反内卷”与上一轮供给侧改革，二者均从供给侧入手解决供需不匹配问题，但也存在明显差异：其一是“内卷式”竞争问题主要集中在光伏、锂电池、新能源汽车、互联网平台等偏中下游环节的新兴行业，且民企较多；第二，本轮核心矛盾在于企业低价无序竞争、地方保护与过度投资；上一轮则主要是产能过剩、国企杠杆高企以及环保污染与安全压力等问题，困难的严峻性和应对的紧迫性相对更强。第三，本轮工作任务目前仍以引导行业自律等市场化手段为主，行政化工作重在制度建设；上一轮重点任务去产能、减量化生产、处理僵尸企业等，以行政化手段为主，落地执行相对更快、效果更明显。

如果参考供给侧改革对资本市场的影响，供给侧改革引发的商品市场行情呈现“预期催化-价格驱动-盈利驱动”特征。供给侧改革提出后，煤炭、钢铁、水泥等行业指数迎来持续近两年的震荡上行期，主要分三个阶段：一是2016年2月关于钢铁和煤炭行业过剩产能化解的意见发布后，改革预期催化A股市场底部反弹，约持续2-3个月，平均涨幅20%-30%左右；二是2016年下半年，随着商品价格持续上涨带动行业景气反转，市场估值相应抬升，持续5-10个月左右，区间最高涨幅在35%-75%左右，股价阶段性调整往往伴随着商品价格的调整；三是进入2017年后，上市公司盈利能力明显回升，盈利高增打开行业进一步上涨空间，业绩占优的区域头部公司涨幅相对更大

事实上，要真正破解内卷困局，扩内需政策的协同发力不可或缺。内卷现象的根源之一在于有效需求不足。当前经济运行还面临内外部共同压力：关税局势和外需回暖的不确定性持续存在、以旧换新政策可能透支部分后续消费需求、地产销售投资端的调整还在持续。如果同时进行单纯的去产能，反而可能带来工业生产放缓、就业压力加剧等影响。由此，稳经济、化解内卷还需要内需政策的接续支持。在具体操作上，仍需继续关注经济基本面走势，即若出口、制造业PMI、地产等数据明显走弱，货币财政政策加码概率可能大大增加。

图表 1：不同行业企业占比

	钢铁	煤炭	水泥	汽车	光伏	锂电
民营企业占比	34.8%	16.2%	33.3%	30.4%	85.3%	79.7%
地方国资控股占比	30.4%	70.3%	42.9%	39.1%	4.4%	13.0%
中央国资控股占比	34.8%	13.5%	23.8%	30.4%	10.3%	7.2%

资料来源：wind 资讯，中金财富期货

特朗普的“新版”对等关税

特朗普本轮对等关税调整可以分为 3 类国家进行理解：

一是经济体量较大，且与美国谈判取得一定进展的国家，包括中国、英国、印度、欧盟等在内，本轮暂无增量动作、暂未更新关税。

二是日本、韩国或是本轮调整关税的“施压”重点，符合经济体量较大、贸易谈判进度较慢，地缘上对美依赖度较高，具备“软柿子”特征。

三是经济体量较小的国家，其中部分关税较 4 月 2 日做出一定减免，我们认为可能和美国达成了一定共识。也有部分关税较 4 月 2 日相等或小幅提升，但我们认为不是本轮特朗普政策重点。

整体来看，对中、欧、印等立场强硬的大国并未作出额外调整，或说明特朗普的关税政策仍在“回归理性”。另一方面，本次涉及的国家重心在东亚及东南亚国家，可能仍有中美博弈的考虑，其中日、韩将作为破局的主要突破口，特朗普 APEC 前后存在亚洲之行可能。

特朗普更新 14 国对等关税税率，除中国外各国关税豁免期延后至 8 月 1 日。

贝森特表示“对收到信函的经济体而言，是否维持旧关税水平完全取决于他们自身的抉择”以及“通过向贸易伙伴表明可能恢复 4 月 2 日关税水平的立场，我们相信这将有效推动未来数日乃至数周的谈判进程”，同样印证威胁大于实质的判断。

整体来看，对中、欧、印等立场强硬的大国并未作出额外调整，或说明特朗普的关税政策仍在“回归理性”。另一方面，本次涉及的国家重心在东亚及东南亚国家，可能仍有中美博弈的考虑。

关注政策的细则

“反内卷”政策刺激多晶硅价格大涨，继而引发工业品市场大幅回升。建议密切关注政策的细则和力度，政策的细则决定了行业的高度，短期内建议观望，密切关注政策的变化。

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	7 月 8 日	美联储纪要：多数官员认为关税或持续推高通胀	少数官员愿意下次会议考虑降息	美联储降序可能提前到 9 月
	7 月 9 日	OPEC+ 正讨论从 10 月起暂停增产	OPEC+ 正在讨论在下次月度增产之后暂停进一步增产	原油持续供应过剩
数据	7 月 10 日	中国 6 月 CPI 同比涨 0.1%	核心 CPI 涨幅创 14 个月新高	PPI 同比降幅扩大至 3.6%
	7 月 9 日	30 年期美债标售需求向好	美债价格收窄跌幅	美债危机有所缓解
事件	7 月 10 日	特朗普“关税 2.0”诞生	特朗普更新 22 国对等关税税率	其他国家税率推迟到 8 月 1 日

资料来源：中金财富期货研究所

2 通胀仍在探底

6 月 CPI 同比 0.1%，高于预期 0%，前月-0.1%；CPI 环比-0.1%，前月-0.2%，去年同期-0.2%。剔除食品和能源的核心 CPI 同比 0.7%，前值 0.6%；环比 0%，前月 0%。PPI 同比-3.6%，预期-3.3%，前月-3.3%；PPI 环比-0.4%，前月-0.4%。CPI 环比跌幅收窄，核心 CPI 继续持平，PPI 跌幅连续四月不变，如何看待 6 月通胀数据？

CPI 环比略强于季节性。6 月 CPI 环比-0.1%，略高于 2021-2024 年同期均值（-0.2%），推动 CPI 同比转正（0.1%），此前四个月连续为负。此外 CPI 同比转正，还受到“四舍五入”进位因素的影响，依据环比推算 6 月 CPI 同比在 0% 附近。综合上半年来看，CPI 累计环比之和为-0.1%，是近年同期次低值，仅好于 2023 同期的 0.5%，低于去年同期的 0.1%，反映出今年的价格修复依然缓慢。考虑到去年三季度 CPI 基数较高，7-8 月 CPI 环比合计 0.9%，明显高于 2021-2023 年同期均值 0.4%，这可能导致今年三季度 CPI 同比继续下滑，随着高基数效应消退叠加反内卷政策发力，四季度 CPI 同比或出现反弹。

拆分来看，第一，食品价格环比下跌 0.4%，但跌幅小于往年同期（2021-2024 年同期平均跌 1.2%）。背后主要是高温、降雨较常年同期偏多，导致鲜菜供应减少，价格超季节性上涨 0.7%，而过去四年同期平均下跌 4.1%（去年同期跌 7.3%）。鲜果价格环比下跌 3.3%，猪肉价格受出栏量增加影响下跌 1.2%，是食品的主要拖累。高频数据显示，7 月食品价格仍在小幅下跌，7 月上旬农业农村部监测的 28 种蔬菜、7 种水果平均价格分别下跌 0.3%、1.2%，36 个城市猪肉平均零售价旬度环比跌 0.3%。

第二，油价回升，能源对 CPI 拖累明显减小。受中东地区的地缘政治紧张局势、美国原油库存下降等因素影响，6 月布伦特原油均价环比上涨 9.1%。油价上涨传导至国内，交通工具用燃料价格环比由环比-3.7%转为+0.3%，而此前连续三个月下跌，累计跌幅达 9.2%。

第三，其他一些表现较强或改善的分项，铂金饰品、房租、医疗服务。6 月消费品价格环比-0.1%，较前月收窄 0.2pct。扣除能源的工业消费品价格环比涨 0.1%，其中铂金饰品价格上涨 12.6%，是近十年月环比最大涨幅。黄金价格高企背景下，铂金作为替代品的需求持续升温，7 月以来上金所铂金现货平均价格相比 6 月继续攀升 8.8%。房租与医疗价格稳中有升，分别上涨 0.1%

和0.3%，医疗服务价格连续三个月环比上涨0.3%，或与各地逐步落实《医疗服务价格立项指南》有关。不过，6月服务环比均为0%，未较前月改善。旅游服务是重要拖累项，受“双节”假期结束影响，居民出行热度季节性降温，导致旅游分项价格环比下跌0.8%。

3 七月流动性月报：财政扰动或集中在后半月

刚性因素中，7月一般存款小月，释放的准备金规模或在1388亿元附近，货币发行或小幅消耗流动性705亿元左右，非金融机构存款小幅补充215亿元；工具到期方面，1.2万亿的买断式逆回购到期，与6月规模接近，其中3M到期7000亿元，6M到期5000亿元，MLF到期量在3000亿元，规模较上月小幅抬升，若资金压力增大，或依旧是延续超额续作的思路。财政因素中，税期大月以及政府债券发行规模不小，政府存款对于流动性的冻结或在9000亿元附近，高于去年水平。合计7月流动性缺口在2.4万亿附近，整体资金缺口压力或处于季节性偏大水平。

7月初资金小幅宽松后向上收敛，存单定价下行受阻，后续扰动逐渐放大，资金宽松空间或有限。7月初资金扰动边际减小，DR007或向1.4%附近修复；DR001基本在OMO利率偏下，大行融出修复至季节性高位；不过，在央行对于“防止资金空转”以及“长端收益率走势”依然有关关注度的情况下，预计资金价格大幅宽松的空间或也相对受限。月中税期规模偏大（15日为税期截止日），政府债券缴款或加码至1.6万亿，去年同期为7000亿元左右，但月初发行节奏偏慢，进入月中财政因素对资金的影响值得关注。

4 宏观策略

“反内卷”政策刺激多晶硅价格大涨，继而引发工业品市场大幅回升。建议密切关注政策的细则和力度，政策的细则决定了行业的高度，短期内建议观望，密切关注政策的变化。

5 股指期货市场分析

指数连涨三周，创出新高

两市继续上涨，周度表现看，其中沪深300指数+0.82%，上证50指数+0.6%，中证500指数+1.98%，中证1000指数+2.36%。

“反内卷”行业范围进一步扩大，引发市场明显反弹。7月7日，33家建筑类央企、地方国企、民企基层党组织联合提出要“坚决抵制‘内卷式’竞争”、“不拼凑规模、盲目扩张”，进一步落实中央财经委员会第六次会议所提出的“治理企业低价无序竞争”这一部署，显示更多行业积极响应“反内卷竞争”要求。与此同时，此前迅速响应的光伏行业，其部分产品价格端已出现积极信号。截至7月10日，多晶硅料价格较月初水平已上涨了33.3%，而后价格上调逐步传导至硅片环节。整体而言，在“反内卷竞争”进一步加力扩围背景下，政策效果已初步显现，行业供给端的出清的预期刺激股指明显反弹。

指数有望继续保持强势

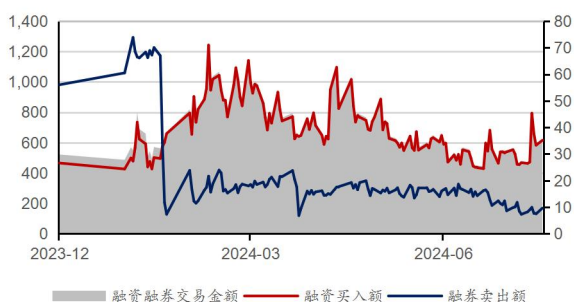
上证年内表现主要由金融行业所贡献，因此更需观察金融行业指数上涨是否需要成交额配合。从过去经验来看，银行行业指数受益于增量资金的趋势交易，其量价关系更多呈现“成交额平稳则小幅稳步上行，成交额放大则加速上行”的特征。因此市场整体成交额对于上证中枢影响

有限，更多关注焦点仍需回归金融行业指数的后续走势。

中央财经委第六次会议定调的行业“反内卷”，对宏观经济结构调整及价格因素的改善有助力，也助于 A 股在行业层面实现“权重搭台，科技成长唱戏”的经典结构，这种结构有助于指数实现“进二退一，中枢抬升”效果。

上证指数“站上”3500 点，主因金融行业股价强势及“反内卷”政策效果预期，后续上证指数“更进一步”，需要“反内卷”等增量政策落地效果展现。

图表 8：融资融券数据图



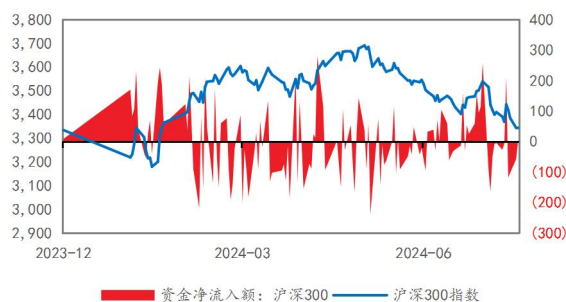
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



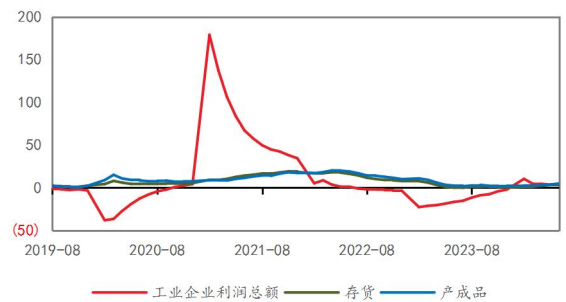
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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+1.03 pct，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。

消费者信心仍然偏弱，尤其地产竣工端还受到前期低开工的影响，即使前一年低基数的背景下，1-5 月全国房屋竣工面积为 18385 万平方米，同比下降 17.3%，预计 2025 竣工端仍将偏弱运行，但低基数效应下降幅有所收窄，地产用铜量仍然承压。

美国虹吸效应导致非美市场现货紧张

1-5 月累计出口 22.9 万吨，同比+58.7%。1-5 月累计净进口 111.7 万吨，同比-18.5%；1-5 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。COMEX-LME 的铜价差不断走高，并直接驱动全球铜搬运库存的现实，目前美国已经从非美地区转移了近 40 万吨的铜，未来 1-2 个月仍有 10-30 万吨的主动备货的空间，这驱动欧洲的铜库存极度紧张，形成近月挤仓的特征。低库存给予铜价支撑。预计下半年铜价偏强震荡，但需警惕关税的不确定性风险。

2 结论

近期主要矛盾是铜关税或提早落地，即非美地区紧张逻辑削弱，并且美国仍有近 30 万吨未体现在显性库存中，潜在增加过剩幅度。沪铜短期受关税政策和需求淡季压制，但下方受矿端紧缺和低库存提供支撑，预计维持高位震荡。

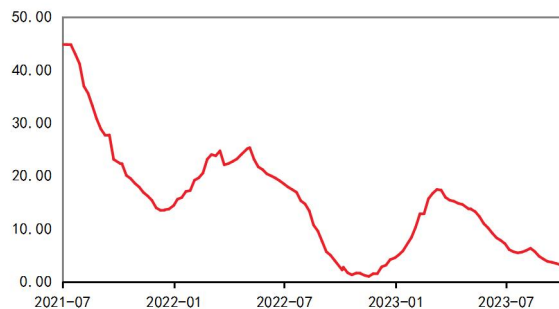
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



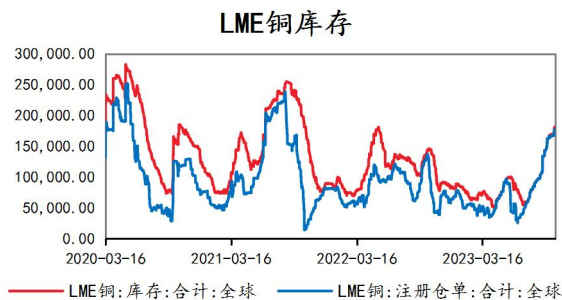
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



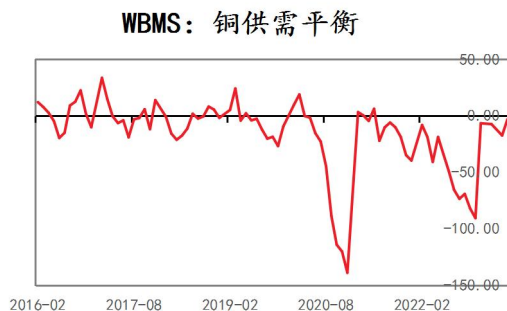
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



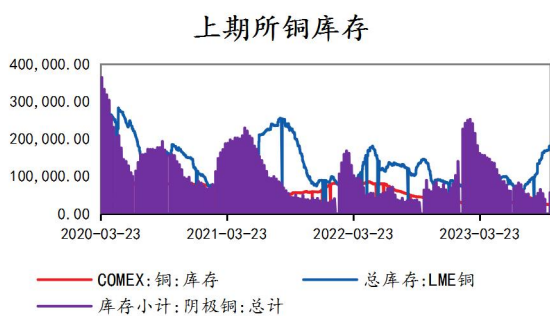
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



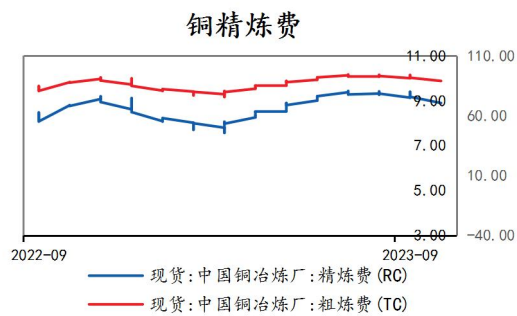
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16: 上海期货交易所铜库存



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 17: 铜精炼费



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

2025 年全球新增 65 万吨，同比增 5.5%

今年以来自然因素干扰较少，且部分矿山品位回升，全年增量维持在 55-60 万吨，主要增量来自中国、秘鲁和澳大利亚。国内方面，随着国内矿产资源规划推进，国内锌矿勘探和开采力度加大，1-5 月锌精矿累计产量 139.84 万吨，累计同比减少 3.4%。但伴随着北方矿山季节性复产后产量持续释放，以及新增项目爬产，预计 7/8 月份月度产量达到年内峰值。预计 2025-2026 年中国锌精矿自给率将提升至 50%以上（2024 年约 45%），进一步缓解冶炼厂的原料压力。

锌矿供给仍然充足，精炼锌月供应明显回升

国内锌矿供应边际宽松特征明显，考虑到当前全球精炼锌产能利用率和总体成本，锌矿增量基本可以传导为锌锭增量。国产锌精矿 TC 持稳上行至 3800 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/干吨，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。

下游需求无明显亮点

下游三大板块开工涨跌互现，镀锌受黑色板块反弹影响，订单走量有所好转，成品库存有明显下行，压铸锌合金有大厂复产拉动开工。镀锌板出口延续较强表现，主要受到抢出口的支持。海关数据显示，2025 年 1-5 月镀锌板累计出口量为 57.92 万吨，累计同比增加 11.64%。

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

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。国内锌冶炼厂开工率较高，新疆火烧云项目投产，7 月新增产能释放，供应增量明显。需求端，国内消费进入传统淡季，终端新增订单有限，且国内抢出口浪潮已过，需求预期整体一般。沪锌或继续受宏观政策与消费淡季双重影响，维持震荡偏弱格局。

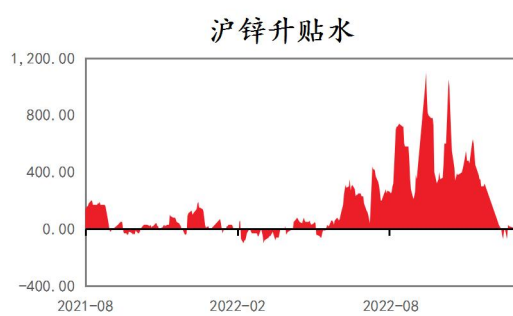
3 锌期货现货数据

图表 18: 锌产量



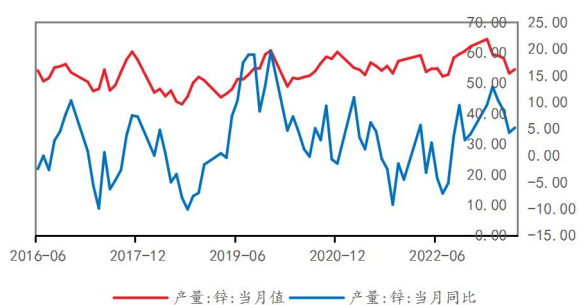
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 钢价反弹非反转，供需格局未变

近期钢材价格出现企稳反弹，引发市场关于阶段底部的讨论。但从供需与政策多维逻辑出发，我们认为本轮钢价上涨更可能是反弹而非趋势性反转，其核心在于供需错配与政策弹性仍未具备根本性扭转条件。

首先，供给端依然坚挺，行政性减产的可能性较低。目前 247 家重点钢厂盈利率仍维持在相对合理水平，主动性减产的驱动不足。同时，粗钢产量高位运行，年内累计同比高出约 1600 万吨，供给压力在未被强制压缩的前提下将持续压制钢价反弹的高度。

其次，需求端缺乏强有力的政策刺激。“棚改类”大规模刺激出台的概率较低。一方面，美国对中国钢铝制品的关税政策虽落地但不及预期严厉，外部博弈压力下降，减弱了出台强刺激的紧迫性。另一方面，财政上半年已集中发力，专项债发行节奏超前，而 GDP 表现符合预期使得政策腾挪空间缩小，意味着下半年政策力度或边际收缩。

第三，出口端支撑边际减弱。在美国关税政策明朗后，前期抢出口效应将逐步消退，预计后续出口节奏将有所放缓，不利于维系高强度的外需补充。

第四，反内卷政策及低库存结构为钢价托底，提供阶段性支撑。一方面，行政部门重提“反内卷”与落后产能出清，有助于抑制钢价进一步下探；另一方面，钢厂与社会库存均处于低位，缓解了供需矛盾的外部显性冲击。但这更多体现为底部支撑而非趋势性驱动。

最后，后市需密切关注几大变量：一是本月是否有政策超预期释放；二是终端与中游环节是否出现明显补库动作；三是出口政策及国际博弈是否有进一步变数。当前价格反弹更多源于情绪与预期改善，在供需结构未明显改善前，趋势性反转的逻辑尚不充分，钢价上行仍面临较大压力。

2 反内卷对钢价提振或有限

近期中央财经委员会会议提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，这一表述迅速引发市场对新一轮供给侧改革的联想，部分投资者回忆起 2015 年供改引发的商品牛市，彼时钢材、铁矿石等黑色系品种涨幅惊人，供需格局重塑，产业盈利水平大幅修复。然而，当前的现实背景与 2015 年存在诸多差异，政策的边际效果或远不及从前，钢价反弹的空间和持续性均需审慎看待。

首先，宏观经济环境已今非昔比。2015 年启动供给侧改革之际，中国经济虽有去杠杆压力，但地产投资、基建支出及出口仍有较强支撑，是典型的“强需求+压供给”格局。而 2025 年当前，房地产链条持续下行、基建疲弱、消费承压，外部出口环境亦面临更大不确定性。黑色系所依赖的终端需求同步承压，即便压缩产能，供需缺口也难以形成如当年般的快速收敛。

其次，钢铁行业自身已历经数轮深度调结构。目前行业整体能耗、排放、水耗指标大幅优化。据 2024 年数据，全国重点统计钢铁企业吨钢综合能耗已降至 549.68 千克标准煤，同比下降 0.61%；吨钢可比能耗下降至 480.96 千克标煤，同比下降 1.75%。这一背景下，所谓“落后产能”的识别与清退空间已显有限，政策实际落地或更多侧重“引导提升”而非“强制去化”，削弱其对价格与供需格局的冲击力。

第三，政策执行的宏观约束条件更趋复杂。当前财政收支压力加大，就业稳增长任务艰巨，在此背景下，政府对于产能收缩、企业停限产的行政推动力受限，政策落地的弹性增大。加之地方政府与行业企业的现实利益博弈，执行层面很难再现 2016 年那种大刀阔斧式的供给收缩成

效。

最后，“反内卷”被定位为系统性、长期性的政策方向，而非短期的行政指令。这意味着对行业秩序的整顿更偏向市场导向、规范竞争、提升质量，而非通过“一刀切”方式压减供给。这一基调将影响市场预期，弱化政策落地初期的情绪驱动。

综上所述，虽然“去产能、控过剩”再次成为政策语言的一部分，带动市场情绪修复，但考虑到当前经济结构、行业格局及政策执行约束，钢价可能面临“政策底”支撑而非“价格顶”突破。短期内钢材价格存在阶段性反弹动力，但高度与持续性恐难类比2015年后的大级别行情。

3 成本止跌企稳

自2023年12月以来，焦炭和焦煤价格经历了大幅回落，焦炭累计跌幅超过50%，焦煤价格更是下跌超过70%。2025年6月初焦煤触及阶段性低点后迅速反弹，至今反弹幅度已达12%。除伊以冲突、伊美冲突造成原油价格大幅波动进而影响煤炭市场之外，6至7月为传统雨季，煤矿生产事故风险上升，地方政府安全监管力度明显加大，进一步强化了对供给端的压制。尽管焦煤基本面并未出现实质性改善，但成本端下行空间大幅收窄，市场看涨情绪持续升温，焦煤成交放量，价格出现止跌企稳迹象。

值得注意的是，中央财经委员会近期强调“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。此类供给侧政策与钢铁行业“反内卷”趋势形成共振，在情绪层面强化了黑色系整体的成本支撑预期。若该类政策持续落地并对煤焦供给端形成约束，成本中枢或有上移可能。

总体来看，焦煤、焦炭价格在多重因素共振下初步企稳，钢材成本支撑得到强化。但也需警惕短期情绪过热带来的回调风险，尤其是7月下旬煤矿安全检查告一段落后，若供应端快速恢复、基本面未能有效承接当前情绪，则仍可能面临二次探底压力。因此，在成本支撑增强的背景下，钢价止跌企稳的趋势初现，但后续能否延续仍需基本面进一步验证。

4 产量下行 库存持稳

在传统淡季背景下，钢材供需两端均有所回落，市场进入阶段性弱平衡格局。本周全国高炉与电炉产能利用率双双下行，长流程日均铁水产量环比减少1.0万吨至239.8万吨，五大品种钢材周产量环比下降1.4%至872.7万吨。从分品种来看，螺纹与热卷产量均出现回落，表明当前钢厂在盈利修复背景下仍较为谨慎，未大规模提产。

库存方面，本周社会库存小幅下降0.2%，钢厂库存环比略增0.4%，总库存环比与上周基本持平。尽管钢厂存在一定累库压力，但终端需求未出现明显坍塌，市场短期维持相对稳定。表观消费方面，本周五大品种钢材表需环比减少1.4%至873.1万吨，同比下降2.1%，其中螺纹钢表需环比减少1.5%，同比下降5.7%，热卷消费亦同步下滑，体现出建筑与制造需求同步回落的态势。

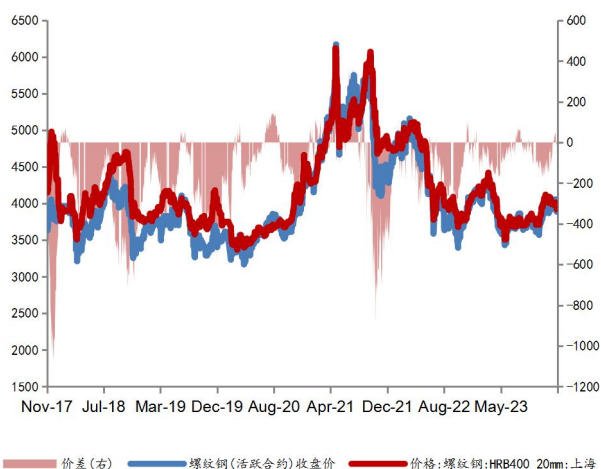
综合来看，产量主动压缩，库存端尚未形成系统性压力，使得钢价在需求疲弱的背景下得以阶段性支撑。本周现货钢价延续偏强走势，主流钢材品种即期毛利继续改善，钢厂盈利率上升至59.7%。未来需持续关注钢厂生产弹性变化与终端消费实际表现，警惕淡季下库存端拐点的潜在扰动。

5 小结

上周在“反内卷”政策预期及发改委提出“新型城镇化”推动下，钢价明显走强。随着本月下旬政治局经济会议临近，市场对可能出台的稳地产、稳投资政策充满期待，提前进入强预期交易阶段，淡季需求走弱暂未受到足够重视。我们认为会议召开前，政策预期仍将主导价格走势，钢价可能继续震荡偏强运行，但我们认为此轮为反弹而非反转，需高度警惕会议落地后价格回落的风险。

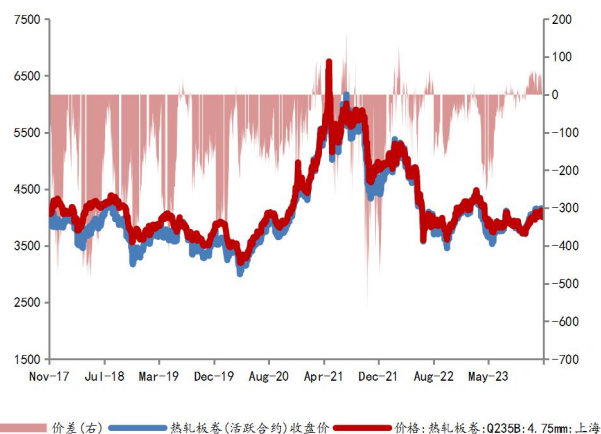
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹钢期现价差



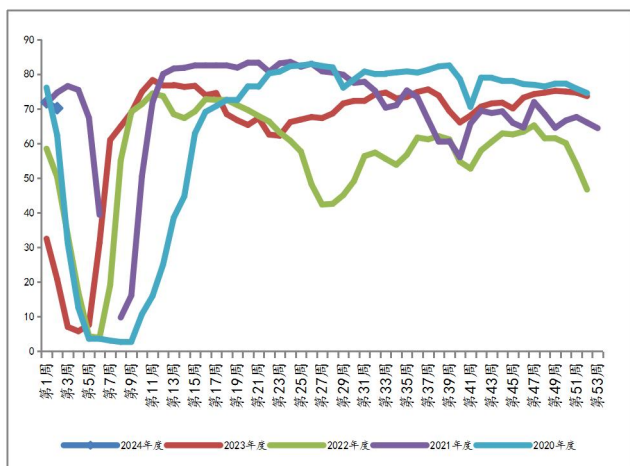
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



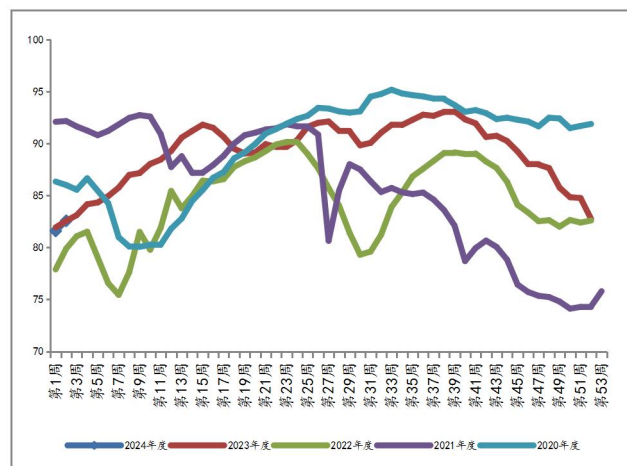
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



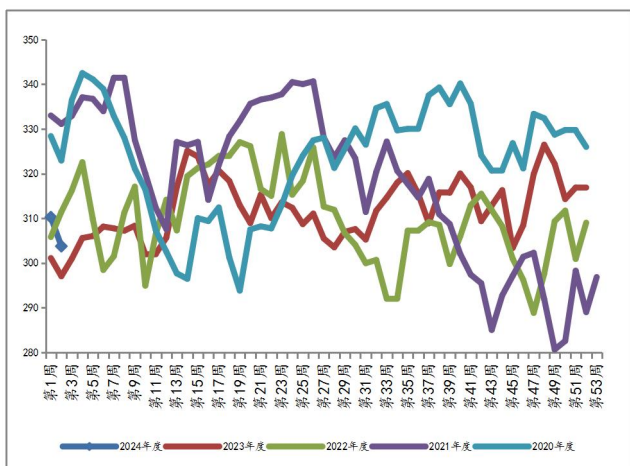
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



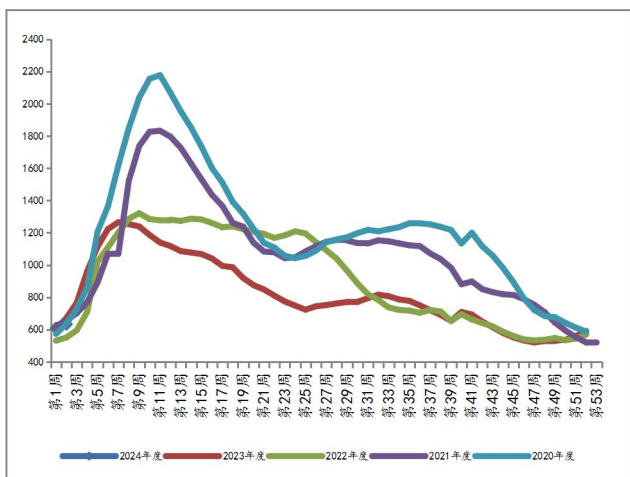
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26: 螺纹钢: 建筑钢材钢铁企业: 实际产量 (周)



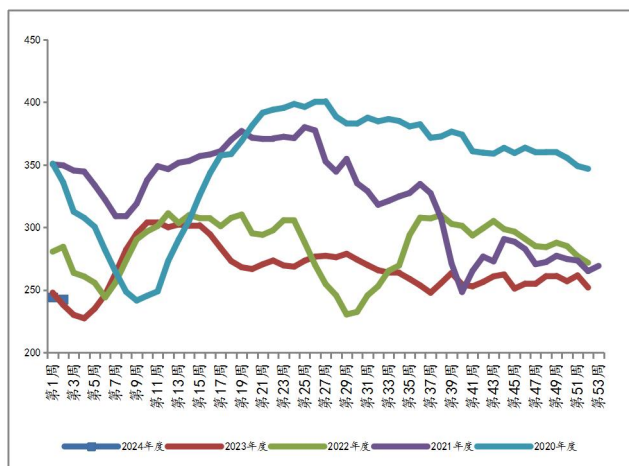
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 28: 螺纹钢: 总库存: 中国 (周)



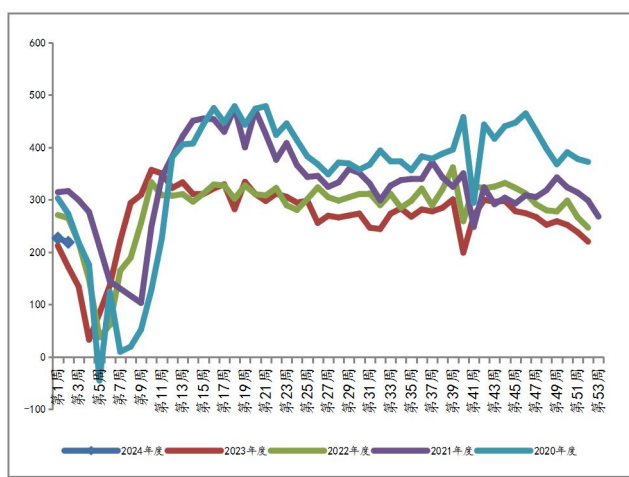
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 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 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 OPEC 增产节奏加快

在8月的超预期减产计划落地后，内部人士吹风称，OPEC+八大产油国将在9月再次大幅增产。

回顾OPEC+在4月首次增产13.8万桶/日，随后的5、6、7月逐次提产41.1万桶/日，最新会议上同意将8月增产幅度进一步提升至54.8万桶/日。显然OPEC+正在加速推动减产退出程序，据消息人士透露，该组织可能会在8月3日会议上批准9月继续增产约55万桶/日。如果未来增产计划得以实现，那么OPEC+原油总产量累积增幅将达到247万桶/日，完全覆盖其220万桶/日的自愿减产份额。

值得一提的是，OPEC内部减产最大反对者阿联酋将从增产中受益，该国已获批产量配额提高30万桶/日，自5月以来正在提前重返市场。预计到9月，阿联酋原油产量将达到约338万桶/日，而OPEC领导者沙特原油产量将重回1000万桶/日大关。

从目前油价走势来看，似乎对8-9月的加速增产反响平平，原因可能是利空效应递减以及消费旺季对冲，但四季度以后过剩矛盾或将凸显，从而制约原油市场的长期表现。

2 沙特决意夺回份额

自打今年4月开始，沙特放弃坚持减产保价转而开闸放油，现在该国正以一年多以来最快的速度输出原油，表现出与美国页岩油商争夺市场份额的战略决心。

OPEC+最新协议批准八个核心成员国总计增产41.1万桶/日，其中沙特每月可增产16.7万桶/日。航运研究机构Kpler提供的油轮追踪数据显示，6月沙特原油出口量增加44.1万桶/日至636万桶/日，涨幅扩大到约7%。尽管在以色列与伊朗冲突期间，电子干扰造成局部区域航运受到影响，但海湾原油运输大动脉仍保持畅通无阻，6月沙特通过波斯湾和红海的出口终端输送约1.9亿桶原油。

值得一提的是，JODI统计显示，沙特在夏季空调和海水淡化用电高峰期，对原油的消费量较年内凉爽月份平均高出近60万桶/日。通常国内需求旺季本应减少原油出口，但沙特6月出口增速却远超预期，外界猜测夏季过后或将释放更大比例的供应量，令国际原油实物市场处于宽裕过剩的状态。

3 产业竞争格局重塑

OPEC+超出预期的增产决定释放出明确信号，即未来全球原油市场将重塑竞争格局。自2017年首轮减产启动以来，国际原油供应体系就存在一个怪圈：每当供需宽松油价疲软时，OPEC+便强化减产以稳定油价，美国页岩油商于是趁此机会增产，拿走了前者主动让渡的市场份额，但全球原油供应总量不降反增，导致基本面过剩矛盾进一步加剧。现在OPEC+已经放弃价格管理策略，转而利用成本优势以数量淹没市场，该组织计划到9月前完全退出220万桶/日的自愿减产。

当 WTI 基准价格徘徊在盈亏平衡线上，令美国页岩油行业运营明显承压。油价下跌已经导致油井钻探活动放缓，油田服务商 Baker Hughes 数据显示，美国活跃石油钻机数量下降至 425 座，录得近四年以来新低，远不及 2022 年高油价时期的 780 座。EIA 修正数据显示，已开钻未完井库存 (DUC) 数量继续减少 7 座至 5291 座，创 2013 年有记录以来新低。在活跃钻机数降至低位的情况下，DUC 可视作未来供应的重要指标，其急剧消耗意味着页岩油行业的产能瓶颈近在眼前。EIA 短期能源展望报告预测，2025 年美国原油产量平均为 1337 万桶/日，到 2026 年仅能保持这一水平。

4 旺季累库另有隐情

据彭博援引美方调查显示，中国已经连续三个月未购买任何美国原油，自 2018 年以来罕有这种情况。作为全球第二大原油消费国和最大的原油净进口国，中国进口需求是国际原油市场的重要支撑。

在特朗普悍然宣布对等关税后，全球前两大经济体之间的贸易争端也对原油市场造成冲击，中国炼厂放弃美国页岩油转向中东、俄罗斯等替代性来源，导致美国海外原油销量暴跌至 2023 年初以来的最低水平。对于美国页岩油商而言，现在他们大多挣扎在盈亏平衡线上，同时面临 OPEC+ 火力全开的竞争压力，中国订单的骤然退出雪上加霜，北美原油市场过剩预期的担忧加剧。

不过我们认为，这反倒解释了美国旅游旺季出现异常累库的原因，表明汽油消费证伪只是无端臆测，三季度全球原油供需平衡对当前油价具备有效支撑。

5 宏观影响仍偏负面

过去数年来，原油市场逐渐形成了基本面、宏观面和地缘政治轮番主导的局面。在伊以冲突逐渐消退，旺季预期开始兑现后，市场下一个风险点来到特朗普关税问题。

在首轮关税大棒重捶 14 国之后，特朗普再对 8 国追加关税，其中巴西税率最高达 50%；最新又宣布对紧密盟友加拿大征收 35% 的关税；迄今为止，在 8 月 1 日美国将对 23 个国家正式征收所谓的对等关税。大宗商品在内的金融市场对此反映远不及 4 月初剧烈，但全球贸易冲突正在陡然升级，引发交易者对经济衰退的深层忧虑。

另一方面，美国非农报告出乎意料，令美联储 7 月降息预期爆冷。最新一期美国非农就业人数录得增长 14.7 万人，失业率录得 4.1%，均好于预期。劳动力市场暂保稳定将给美联储更多时间观望，根据芝商所 FedWatch 工具，7 月降息的概率目前仅有 5.2%，维持利率不变的概率升至 94.8%。

我们认为，宏观层面对原油走势影响仍偏消极，如果需求放缓甚至因此出现负增长，后期将无法消化更多新增供应，预期转空加重油价下行风险。

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

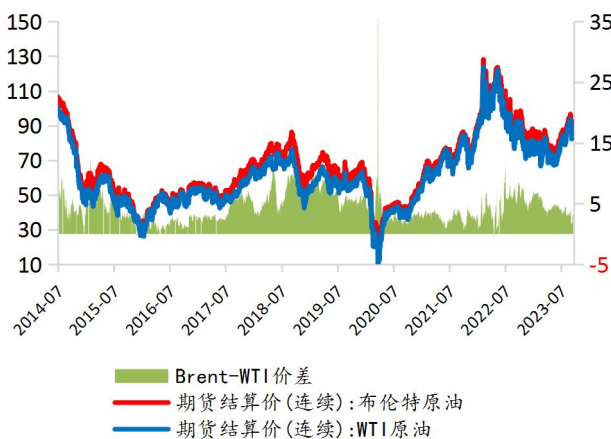
显著增加。

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。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。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：当前原油市场正处在一个复杂的十字路口，宏观经济、产业政策和地缘政治面临关键转折点，交易者普遍持谨慎观望态度，等待伊以停火、贸易谈判、增产计划进一步明朗。

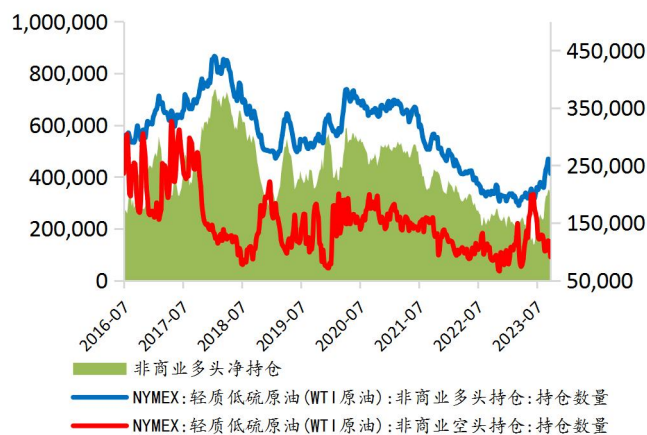
7 原油期现数据

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

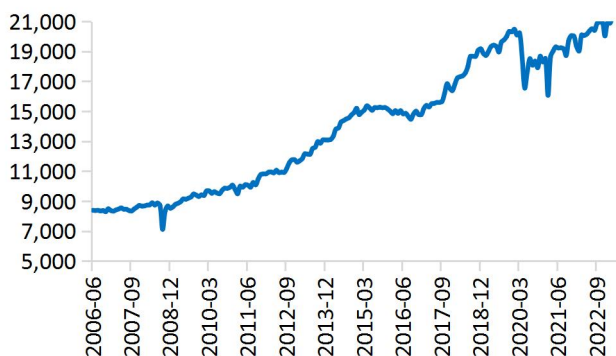
图表 31：CFTC 原油期货持仓



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

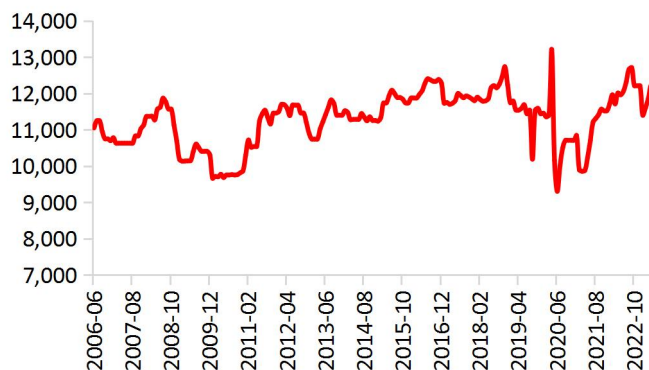
美国原油产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

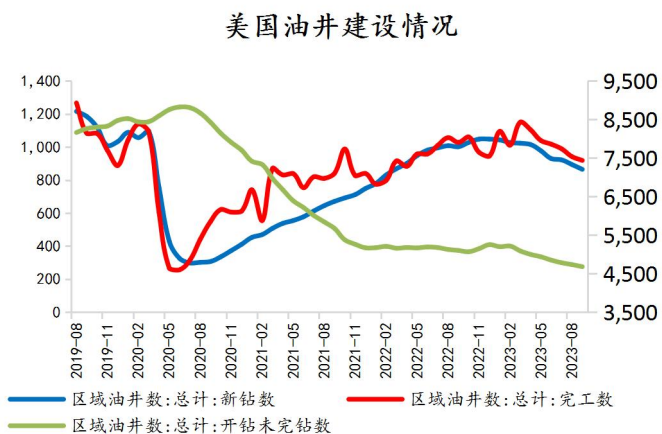
图表 33：沙特原油产量

沙特原油产量



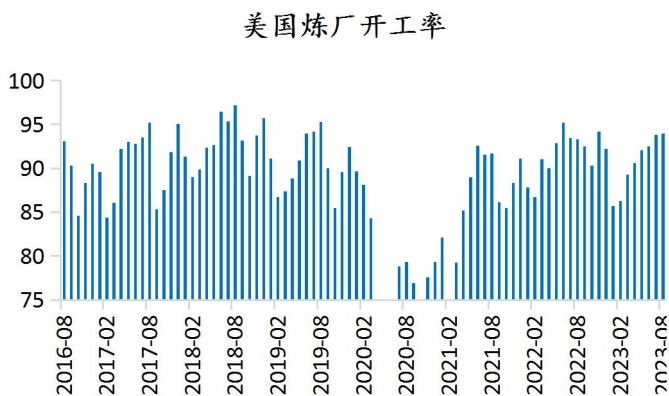
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



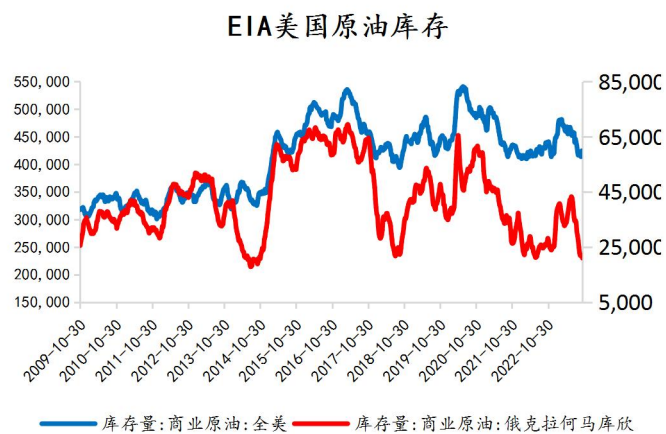
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



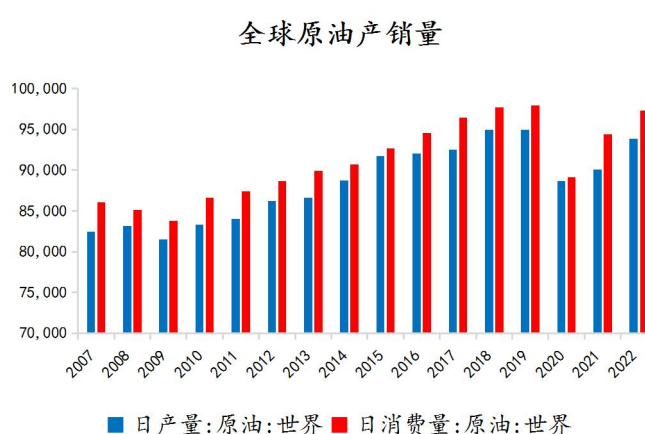
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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 市场结构失衡矛盾

根据 ANRPC 最新发布的月度报告，5 月以来天然橡胶市场面临结构性供需失衡问题。

ANRPC 统计数据显示，2025 年 5 月全球天然橡胶产量估计为 104 万吨，同比下降 1.2%，环比大增 35.6%；同期全球天然橡胶消费量估计为 127 万吨，同比微减 0.1%，环比增加 1.7%。ANRPC 最新预测，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%。2025 年全球天然橡胶消费量预计增加 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%。

ANRPC 报告表明，随着东南亚主产区开割顺利推进，原料上量带来的供应压力与日俱增，而下游轮胎等需求季节性走弱，引发业界对供需过剩和隐性库存的担忧，令 5 月下旬天然橡胶价格发生显著波动。展望年内剩余时间，天气条件料将有利于割胶活动，特朗普关税影响仍不确定，全球经济放缓预期与基本面疲弱现状叠加，短期内胶价缺乏核心上涨驱动。

2 丰产预期带来过剩

由于产业链下游驱动不足，今年天然橡胶主产国的丰产预期几乎和过剩划等号。

业界预计，2025 年泰国天然橡胶产量料增加 2% 至 489 万吨，其中南部主产区增加 2.4% 至 278 万吨。实际上，现在泰国总割胶面积是走下坡路的，因前些年经济效益低下，很多胶农砍伐了产量较低的老橡胶树，转而翻种榴莲和油棕等经济作物。预计 2025 年泰国割胶面积微降 0.1% 至 2250 万莱，其中南部地区减少 0.23% 至 1280 万莱。不过，气象预计今年会有足够的降水量，橡胶树落叶病爆发概率降低，原料收购价格对胶农仍有吸引力，令割胶作业单产预期提升。2025 年泰国橡胶原料产出由 213 公斤/莱料增至 217 公斤/莱，提升 1.9%。

综上，尽管泰国橡胶种植业大周期已经见顶，但今年天时地利人和使得现货充裕，抵消了割胶面积收缩的影响。总之，天然橡胶供应过剩令业者信心不足，短期内胶价上行空间受限，但三季度末季节性改善可期。

3 谨防关税二次冲击

随着国内消费淡季预期兑现，天然橡胶下游利空压制有所减轻，但关税等外部性因素又带来新的风险。

美国总统特朗普发函称，将从 8 月 1 日起对 23 个国家的进口产品征收不同程度的关税。根据信函内容，关系到天然橡胶产业链方面，印度尼西亚将被征收 32% 的关税，泰国和柬埔寨将被征收 36% 的关税，老挝和缅甸则面临高达 40% 的关税。8 月 1 日之前未能与美国达成贸易协议的国家，关税税率将恢复到 4 月宣布的“对等关税”水平。

我们此前论述，在多年的双反调查和第一轮贸易战后，中国本土轮胎产品已经大量撤出美国市

场，头部轮胎企业纷纷转向东南亚出海建厂，主要目的是规避贸易摩擦以及获得廉价原料。但此番特朗普将关税范围扩大到产胶国，且设置如此高昂的税率，或将对2018年后形成的产业格局造成二次破坏。在原本较为疲弱的基本面下，关税问题可能导致橡胶市场再次遇冷，应谨防下行波动风险。

4 持续上涨缺乏支撑

短期橡胶完成估值修复，期货盘面显著走强，但基本面并未对应地出现改善，主要受宏观预期和反内卷等外部性氛围提振。

原料成本端来看，今年业界对主产区丰产预期较强，近期泰国中央市场原料收购行情偏弱，胶水-杯胶价差有所走扩。但目前雨季天气拖累原料上量节奏，降雨减少后上量预期较强，后市预计或仍有下跌空间。

需求端整体表现符合淡季特征，重点关注贸易形势变化。2025年前5个月，美国进口轮胎共计12095万条，同比增加6.4%，关税前抢出口现象带来的增量效果显著。如果特朗普设定的8月1日最后期限不变，届时若高昂的对等关税正式实施，加上需求前置造成的订单透支，市场或再度交易衰退逻辑。

库存环节上，下游提货不佳导致出库率偏低，青岛地区橡胶库存难以有效去化，国内社会库存仍在缓慢累库。截至7月上旬，中国天然橡胶社会库存在129.3万吨，环比基本持平，绝对值相较五年均值尚属平常。

总体而言，近月胶价偏强运行的原因不在于自身，而是跟随大宗商品市场情绪普涨，谨防利多出尽后的转弱风险。

5 关注中泰贸易谈判

近期产业政策方面，中泰天然橡胶零关税谈判备受关注，事关全球最大的天然橡胶消费国和生产国。

据泰媒报道，泰国国家胶农网络机构透露，在中泰双边谈判会议中，中国工厂有可能通过该机构试点直接从泰国胶农手中购买300吨橡胶，通过湄公河流域最终从云南入境。泰国向中国出口天然橡胶需缴纳20%的进口关税，新渠道有望将关税税率降为0，旨在争取与缅甸、老挝等国同样的零关税待遇，目前我方正在讨论中。

然而，这一消息令在泰国南部六大口岸交易的进出口贸易商感到担忧，中国从泰国南部进口的各品类橡胶占其总量的60%以上，主要用于加工制成轮胎等橡胶产品。经由上述口岸出口的浓缩乳胶、烟片胶、标准胶等天然橡胶，需缴纳约1500元/吨的关税，导致其成本与通过湄公河流域国家出口的货源产生巨大差异。

关于橡胶关税谈判结果应以我国官宣为准，如若消息属实，进口成本大幅下降将对天然橡胶期货尤其NR品种构成利空。

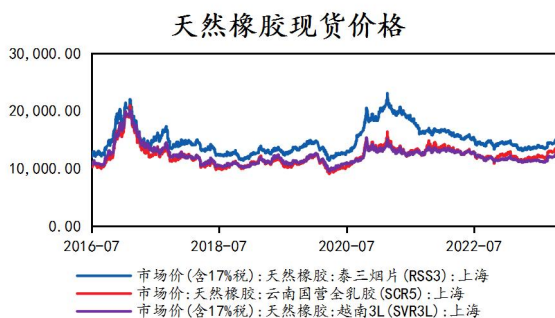
6 周期重拾上升大势

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



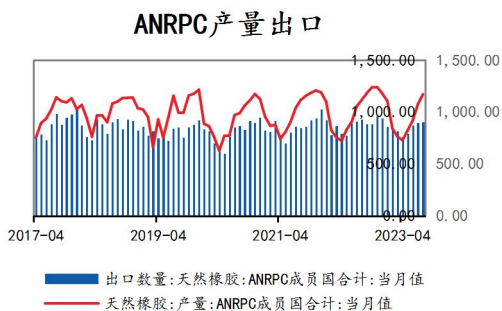
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



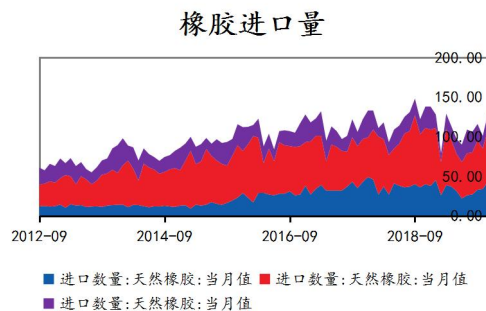
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



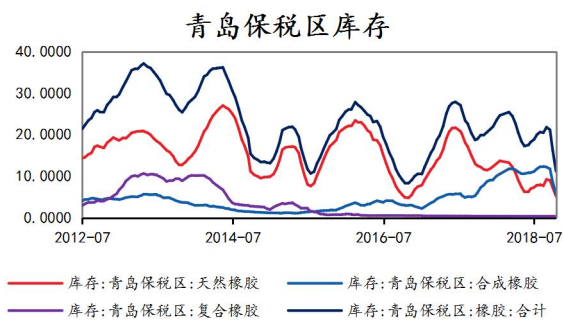
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



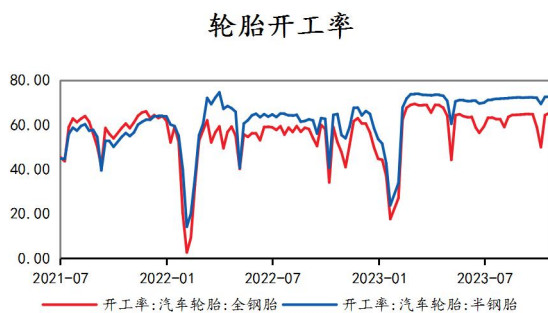
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



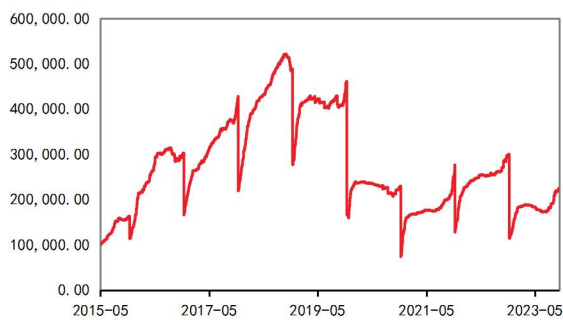
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



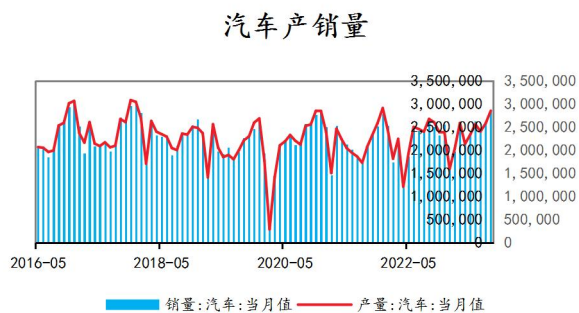
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：美豆关键报告落地，国内棕榈油一枝独秀

1 外部豆类市场分析

美豆优良率维持高位，主产区大豆长势良好

美国农业部发布的作物周度生长报告显示，截至7月6日当周，美国大豆优良率为66%，符合市场预期；当周美豆开花率为32%，上年同期和五年均值分别为32%和31%；当周美豆结荚率为8%，上年同期和五年均值分别为8%和6%。当前正值美豆生长关键期，良好天气形势削弱美豆减产风险。USDA最新干旱报告显示，截至7月8日当周，约9%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为8%，去年同期为8%。2025年美豆播种面积下滑，美豆产量将更加依赖天气。

巴西大豆出口保持高位，上半年对华出口占比达到76%

巴西全国谷物出口商协会(A nec)表示，巴西7月大豆出口量预计为1193万吨，同比增长24%，6月巴西出口1350万吨大豆。该机构表示，巴西上半年出口大豆6770万吨，同比增加150万吨，其中对中国出口占比76%，达到5150万吨。

马来西亚6月棕榈油库存意外增加，7月上旬出口高频数据差异较大

马来西亚棕榈油局(MPOB)本周公布的数据显示，截至6月底，马来西亚棕榈油库存达到203万吨，环比增加2.41%，为连续第四个月增长，主要是出口意外下降所致。6月底库存数据高于报告发布前分析师预期的199万吨。报告后，棕榈油市场出现冲高回落行情。船货检验机构ITS发布的数据显示，马来西亚7月1-10日棕榈油产品出口环比增长5.3%，AmSpecAgri发布的同期增幅为12.0%，SGS则为同比下降28.1%。机构发布的出口高频数据出现较大差异，无法为市场提供有效指引。

2 国内豆类市场分析

豆粕累库节奏加快，现货端供应压力限制粕价回升

中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内沿海豆粕库存量为75.6万吨，周度增加8.9万吨。目前正值进口大豆到港高峰期，油厂开工率维持历史高位，预计7月底豆粕库存有望升至100万吨，供应端压力处于持续增加状态。国内豆粕现货市场供应宽松持续压制，现货一口价疲弱运行，在全国油厂高开机率持续下，豆粕累库节奏延续，油厂催提力度加大，个别市场出现回购转售现象，下游饲料企业维持高头寸滚动补库，豆粕物理库存维持高位，大部分饲料企业豆粕物理库存普遍达到10天以上，终端库存也维持偏高位水平，短期现货价格预计维持偏弱态势。

国内三大油脂库存攀升，油脂价格走势分化

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249.25万吨，周度增加3.6万吨，其中菜油和棕榈油库存下降，豆油库存增加7.97万吨。大豆季节性到港压力较大，近期各地油厂持续满负荷开机，国内豆油库存显著回升，终端提货清淡，成交多以小单刚需为主，局部地区油厂胀库、催提，油厂报价偏低、拉低市场整体成交均价。受此影响，预计中期国内豆油将保持累库状态。本周棕榈油大幅上涨，主要受产地超预期减产影响较大，叠加原油价格上涨驱动，期价走强。产地棕榈油基本面偏强，外商报价坚挺，国内进口成本增加，进口利润倒挂加深。近期国内棕榈油买船减少，供应过剩预期得到缓解，基差降速放缓，成本驱动依旧是国内棕榈油市场保持强势运行的主要动力。近期国内菜油远月合约买船数量较多，国内

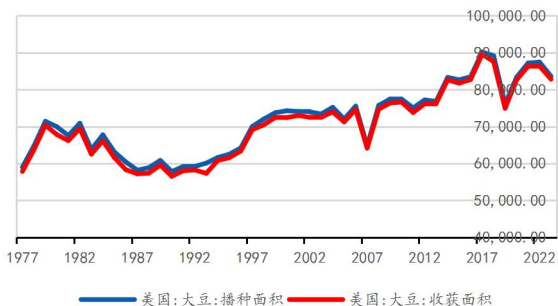
菜油库存水平偏高，加剧市场看空情绪。与此同时，澳大利亚总理即将访华，可能对两国间农产品贸易带来新变化。澳大利亚是重要的菜籽生产国，中澳贸易关系改善有助于中国扩大澳大利亚菜籽进口。上述利空题材叠加，导致本周国内菜油市场表现最弱。国内三大油脂在各自基本面指引下走势出现较大差异。

3 油脂油料市场展望

7、8 月为美豆生长过程中最为关键时期，尽管当前美豆产区天气条件良好，但仍不能排除潜在天气风险。2025 年美豆播种面积同比下降 4%，美豆产量对生长关键期的天气容错率较小，目前来看，1000 美分/蒲式耳仍是美豆季节性抗跌的重要支撑关口。国内豆粕库存高企，现货端的供给压力仍在释放，但 9 月以后进口大豆订单缺口较大，为远期市场带来抗跌支撑，并导致国内粕类市场同美豆市场呈现跟涨不跟跌状态。MPOB 月报落地，棕榈油小幅回调后重启升势，技术上形成突破 4 月初高点迹象，强势特征十分突出。尽管豆油和菜油仍承受自身供给压力，但在棕榈油的强势提振下，买盘情绪回暖，表现较为抗跌。整体来看，棕榈油市场内外盘保持强势联动，有望继续保持两张状态，并提升豆油和菜油市场的抗跌性。东北大豆产区天气基本正常，现货供应紧张局面因各级储备释放而有所缓解，豆一期货市场仍缺少上行驱动。

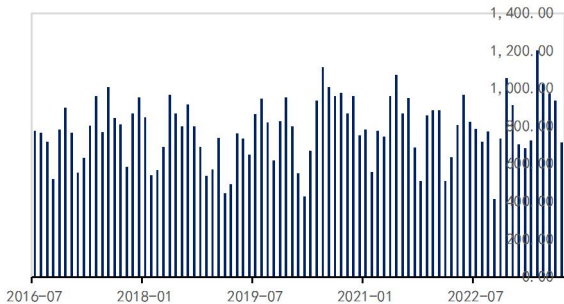
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



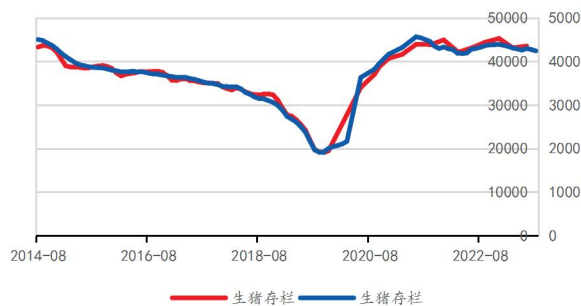
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



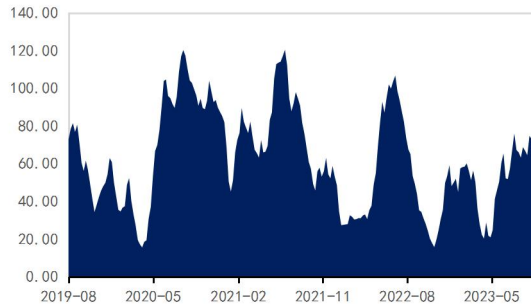
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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

