

图说大宗：地缘缓和+风偏修复，铜涨油跌



郭朝辉 分析员

SAC 执业编号：S0080513070006
SFC CE Ref: BBU524
chaohui.guo@cicc.com.cn

王炎彦 分析员

SAC 执业编号：S0080523030003
zhilu.wang@cicc.com.cn

陈雷 分析员

SAC 执业编号：S0080524020004
lei.chen@cicc.com.cn

宏观回顾：冲突缓和与降息预期升温带动风险偏好修复

本周中东地缘冲突及中美贸易争端均出现一定的边际缓和迹象，同时年内降息预期升温，带动市场风险偏好修复，工业品走势整体上行。6月24日，伊朗以色列双方均宣布战争结束¹。中美方面，双方进一步确认了日内瓦共识的框架细节，中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请。美方将相应取消对华采取的一系列限制性措施²。而过去一周间，美联储理事沃勒和鲍曼均有偏鸽表态，若通胀持续受控，可能最快在7月的美联储议息会议上支持降息。CME利率互换市场随之加大了对年内美联储降息两次的押注

本周主题：地缘缓和+风偏修复，铜涨油跌

过去两周中东地缘局势突变导致油价大幅波动。近期地缘局势缓和，布伦特油价已回跌至65-70美元/桶区间。我们认为本次地缘冲突的影响除了短期情绪波动，更重要的或为缓解了市场对于OPEC无序增产这一情形的较大担忧，原油供应风险溢价或有望得到重估。往前看，地缘局势不确定性依然较高，我们认为若不考虑伊朗供应实质性受损，年内布伦特油价的合理区间依然在65-70美元/桶；若伊朗供应后续出现下降，或能够部分缓解过剩压力，我们预期在此情形下布伦特油价中枢有望回到70美元/桶上方；若霍尔姆斯海峡运输受阻，我们提示油价或面临更大的上行风险。

宏观预期转好叠加基本面稳健，铜、铝、铁矿、焦煤等工业品价格明显反弹。伊以冲突停火、中美关税争端缓和带动工业品整体需求预期回暖，之前被明显空配的焦煤、铁矿等黑色系品种估值也有所修复。铜价突破四月前高的背后我们认为受到三重因素的作用。1) 中美贸易争端缓和带来的需求预期同步上修，而做多铜是最常用于表达这一观点的工具。2) 美国降息预期升温，金融属性助力了宏观乐观情绪的放大。3) LME低库存带来的逼仓风险。截至6月29日，LME库存录得9.1万吨的低位，而与此同时COMEX库存已高达20.9万短吨。但我们认为由于1) LME的预防性措施，2) 出口窗口打开后，中国潜在的交仓能力，短期内出现实质性逼仓的风险可控。我们对铜价的短期走势维持谨慎，建议等待宏观预期修复向开工率、社库等微观供需指标的传导落地后出现的做多机会。

大宗商品价格双周（2025.6.13-2025.6.27）涨跌幅

焦煤：4.4%；棕榈油：4.2%；锌：3.8%；豆油：3.6%；焦炭：3.5%；工业硅：3.3%；生猪：2.7%；铝：2.5%；锡：2.3%；铅：2.3%；棉花：2%；铜：1.9%；纽卡斯尔煤炭：1.7%；白糖：0.9%；中金商品指数：0.8%；白银：0.8%；国内动力煤：0.5%；镍：0.2%；热轧卷板：0.1%；强麦：0%；铁矿石：-0.2%；螺纹钢：-0.3%；黄金：-1.6%；布伦特原油：-2.4%；大豆：-2.5%；WTI原油：-4.1%；TTF天然气：-5%；NYMEX天然气：-6.6%；玉米：-7.9%。

能源：中东地缘局势降温，石油风险溢价回吐

本周中东地缘局势缓和，布伦特油价跌回65-70美元/桶区间。我们认为本次地缘冲突的影响除了短期情绪波动，更重要的或为缓解了市场对于OPEC无序增产这一情形的较大担忧，原油供应风险溢价或有望得到重估。据彭博数据，4-5月OPEC+的8个增产国实际产量增幅远低于原定计划，我们提示短期市场或高度关注6月OPEC原油产量数据和7月产量会议决议。与此同时，北美驾驶旺季开启，美国商业原油库存去化速度加快，汽油消费表现较强，或有望支撑原油供需格局在3Q25维持偏紧；据EIA数据，6月20日当周，美国商业原油库存降至5年同期均值下方约10%，汽油消费同比增加约8%。往前看，地缘局势不确定性依然较高，我们认为若不考虑伊朗供应实质性受损，年内布伦特油价的合理区间依然在65-70美元/桶；若伊朗供应后续出现下降，或能够部分缓解过剩压力，我们预期在此情形下布伦特油价中枢有望回到70美元/桶上方；若霍尔姆斯海峡运输受阻，我们提示油价或面临更大的上行风险。

近期欧亚LNG现货价格波动加剧，我们认为或主要反映霍尔木兹海峡的运输风险。本周地缘局势缓和，价格已有所回落。欧洲方面，当前天然气库存低于5年同期均值约14%，淡季补库任务依然较重，仍需依赖较高的LNG进口，我们认为地

¹ <https://www.news.cn/20250625/f295d873790742359dacc8c1d3db3862/c.html>, <https://www.news.cn/world/20250624/1d58cdfa5fd04369ac40a9b6ab5a3a3c/c.html>

² https://www.mofcom.gov.cn/sywxwb/art/2025/art_00a79a2980e44ee8b8a2325786979e47.html

缘扰动过后，淡季荷兰TTF气价中枢或在 10-12 美元/百万英热。美国方面，天然气主产区活跃钻机数恢复速度较慢，供应弹性依然偏紧，夏季小高峰和LNG出口需求增量或加剧基本面紧张，维持NYMEX天然气价格年内波动区间 3-4 美元/百万英热的判断。

动力煤方面，高温天气支撑用电量反弹叠加水电恢复偏慢，火电出力同比转正，对煤价形成一定支撑。若旺季电厂库存得以出现一定去化，我们预计动力煤价格在 7、8 月可能有 50 元/吨的小幅反弹。

黑色金属：宏观预期改善带动反弹

宏观预期转好叠加淡季基本面韧性，黑色系价格有所反弹。一方面，伊以停火、中美关税争端缓和，工业品整体需求预期回暖，另一方面，淡季黑色系基本面展现了一些韧性。钢材表需持稳、钢材累库幅度不及预期，铁水产量亦短期见底。原料供应端，铁矿二季度末发运冲量结束，焦煤减产扩大。因此，我们看到前期被明显空配的焦煤、铁矿等估值有所修复，头寸表达更多体现出在钢厂产量韧性下做空利润的思路（钢材累库更多在厂内）。

宏观改善交易可能在未来两周仍将对黑色系价格形成支撑，但我们将近期黑色系价格的上涨仍定义为反弹而非反转。我们在《[黑色系 2025 下半年展望：弱补库下的再均衡](#)》中明确提出，“铁水产量若居高不下或原料被迫减产的扩大都能构成反弹的理由，但并不是反转的理由。我们预计铁矿价格随着供应释放与成本曲线的右移仍有下行空间，焦煤价格或继续磨底，钢材价格受成本拖累稳中偏弱。”我们认为黑色系下半年仍将演绎原料让利带动整体估值中枢下跌的逻辑。

有色金属：逼仓升温叠加风险偏好修复，价格阶段性反弹

铜：LME逼仓升温，TC/RC年中谈判敲定为零。由于关税预期下美国对于全球铜的虹吸效应，LME库存自 3 月以来便持续下滑。截至 6 月 29 日，LME库存录得 9.1 万吨的低位，而与此同时COMEX库存已高达 20.9 万短吨。低库存叠加单一多头头寸集中，5 月以来LME的逼仓风险便备受关注。为了应对这一事态，LME也加大了对于逼仓风险的防范力度。根据 6 月 20 日LME发布的声明，交易所决定扩大对近月合约大额持仓的限制。项规定主要针对那些持有超过交易所总库存水平的多头仓位，要求其必须以“零升水”方式将部分金属回借市场，以缓解交割紧张局面。LME亦加大了对于“明日-即期”头寸的限制范围。³6 月 2 日，注销仓单占比已小幅下降至 36.8%，0-3 升水小幅下降至 241.6 元/吨，但绝对值仍处于高位。此外，LME的高Backwardation导致中国铜出口窗口再度打开，LME铜现货高于沪铜现货近 2000 元。中国潜在的交仓能力或在一定程度上也缓和了逼仓风险。

冶炼方面，Antofagasta与中国冶炼厂就 2025 年中长单达成共识，TC/RC敲定为 0.0 美元/干吨及 0.0 美分/磅，先前 25 年长单TC/RC为 23.25 美元/干吨及 2.325 美分/磅。虽然来自于冶炼费的利润将迎来大幅收缩，但副产品收益方面仍然可观。由于磷肥需求拉动，我们预计年内冶炼酸价格可能维持强势，同时金银副产品价格也居于高位。计入副产品收益后，成本曲线左侧的冶炼厂可能仍有微利。此外我们也提示，铜精矿、贵金属的计价系数，以及作价期等合同条款对于冶炼收益亦有较大的影响，略超市场预期的TC/RC的绝对数值或许并不能完全刻画冶炼厂的利润情况。

铝：淡季累库拐点初现。本周铝锭铝棒社会库存出现拐点，双双转为累库。6 月 26 日，铝锭库存录得 46.3 万吨，铝棒库存录得 14.3 万吨。我们能看到本周铝上涨的弹性显著弱于铜。下游需求方面，整体淡季氛围浓厚，铝材行业周度开工环比下降 1 个百分点至 58.8%。其中铝线缆受国网匹配慢及成本高位拖累，边际走弱；光伏、汽车板块订单持续下滑。宏观利好作用有限，而现实需求面临较大的季节性走弱压力，我们预计后续铝价或小幅下行。

农产品：重回基本面定价逻辑

大豆：地缘风险溢价回吐，交易回归基本面。近两周，CBOT 大豆价格波动较大，6 月 12-17 日，受到以伊地缘冲突与美国生物能源政策超预期的利多影响，美盘快速拉升 4%。随着地缘风险溢价回落及生柴利多出尽，交易逐渐回归基本面，价格回吐涨幅，再度回到 1020 美分/蒲式耳一线。当前，我们认为基本面供需博弈加强，暂时缺乏单边指引。1) 当前新季美豆播种顺利，天气炒作暂无驱动（据 USDA 作物生长周报，截至 6 月 22 日，总体长势优良率为 66%，5 年同期 67%）。2) USDA6 月底种植面积报告或对价格影响有限，综合市场各方信息，我们预计最终数据或略高于 3 月底的 8350 万英亩，但调增有限。3) 从南美来看，巴西、阿根廷丰产上市下，旧作期间全球供应宽松仍是主逻辑。据 ANEC 数据，6 月巴西大豆出口量预计 1437 万吨，同比+3.9%，环比+2.42%，数据创下历史同期新高。但从卖压角度看，巴西大豆已销售近 7 成，最大压力期或已过去，我们认为短期南美供给压力或逐步被市场消化。向后看，我们认为全球大豆交易核心或在于中美关税调整方向，当前中国暂未对新季美豆下单，出口端的不确定性或持续施压美盘，供给收缩与压榨增量尚不足以对冲失去中国需求的损失，同时贸易政策也将直接影响巴西升贴水报价，目前看 8 月后进口大豆采购成本仍存较大变数，需重点关注。此外，我们认为美国天气交易掀起较大风浪的概率不大，但随着温度升高，降水量变化仍需注意。

³ <https://www.lme.com/-/media/Files/News/Notices/2025/06/General-Updates-25-117-AMENDMENT-TO-LENDING-RULES-INTRODUCTION-OF-FRONT-MONTH-LENDING-RULES--REDLINE.pdf>

白糖：进口压力减弱，内外走势分化。近两周，我们看到白糖价格呈现内强外弱的格局，郑糖价格由月中的 5670 元/吨左右上涨接近 5800 元/吨，而 ICE11 号糖则持续下行至 16.3 美分/磅左右。国内方面，截至 5 月底，我国 2024-25 年度的制糖期已逐步结束，本榨季内累计产糖 1116.21 万吨，同比上涨 12%。而在进口端，《2025 年关税调整方案》将部分糖浆和预混粉的最惠国税率从 12% 提高至 20%。同时，基于食品安全考虑，海关总署暂停了来自泰国和越南的糖浆及预混粉进口申报，因此 2025 年 1-5 月份我国进口糖浆以及预混糖粉的数量同比减少 52.79%，有效减少了国内市场的供应压力。海外方面，巴西 4 月新榨季开榨，虽然 4 月及 5 月上半月食糖产量及糖醇比不及市场预期，但 5 月下半月天气好转，市场对于未来巴西食糖生产仍抱有乐观预期。向后看，国内进入夏季食糖消费旺季，库存去化延续，短期现货挺价，期货呈现收基差，小幅走强状态时。但我们看到，下游食品企业订单偏弱，5 月销糖量环比下降 30%，若“旺季不旺”趋势延续，国内食糖价格反弹高度有限，关注后期需求兑现情况。

贵金属：中东地缘风险下降，避险溢价面临压力

过去两周中东地缘风险对金价的提振有限，COMEX 金价虽然一度摸高 3450 美元/盎司，但并未突破前高。我们认为这主要反映前期黄金市场避险仓位的增持已较为充分。据 WGC 数据，6 月 20 日当周北美黄金 ETF 增持约 16 吨、欧洲增持 2 吨，抵消了中国市场减持的 3 吨，全球黄金 ETF 净增持 16 吨，我们认为或主要反映市场对中东地缘局势的担心。对应也能看到，本周地缘局势降温以来，SPDR 黄金 ETF 持仓已开始有所减持。此外，中美关税降级以来，我国黄金 ETF 持仓小幅下降，上海金溢价中枢下移，均反映投资需求降温。往前看，我们维持年内 COMEX 金价波动区间在 3,000-3,300 美元/盎司的判断，提示较高避险持仓的进一步出清风险。

更多作者及其他信息请见文末披露页

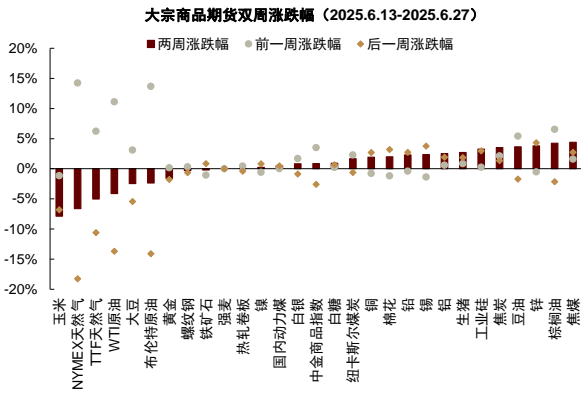


图表

图表 1: 大宗商品期货过去两周涨跌幅.....	6
图表 2: 大宗商品期货过去一年涨跌幅.....	6
图表 3: 大宗商品价格监测（截至 2025 年 6 月 26 日）.....	6
图表 4: 汽油裂解价差.....	7
图表 5: 柴油裂解价差.....	7
图表 6: 航空煤油裂解价差.....	7
图表 7: 铜油比价.....	7
图表 8: 金铜比价.....	7
图表 9: 金银比价.....	7
图表 10: 螺纹钢/铁矿石比价.....	8
图表 11: 废钢/铁矿石比价.....	8
图表 12: 热卷, 冷卷, 螺纹钢价差.....	8
图表 13: 猪粮比价.....	8
图表 14: 豆油, 棕榈油价差.....	8
图表 15: 豆油/豆粕比价.....	8
图表 16: 原油: 美国原油库存.....	9
图表 17: 原油: 美国商业原油库存.....	9
图表 18: 原油: 美国原油产量.....	9
图表 19: 原油: 美国石油活跃钻机数.....	9
图表 20: 原油: 美国成品油库存.....	9
图表 21: 原油: 美国成品油需求.....	9
图表 22: 原油: 美国炼油毛利.....	10
图表 23: 原油: 美国炼厂产能和开工.....	10
图表 24: 煤炭: 全球主要煤炭价格.....	10
图表 25: 煤炭: 中国自产与进口煤价.....	10
图表 26: 煤炭: 内陆 17 省动力煤日耗.....	11
图表 27: 煤炭: 内陆 17 省动力煤库存量.....	11
图表 28: 煤炭: 沿海八省动力煤日耗.....	11
图表 29: 煤炭: 沿海八省动力煤库存天数.....	11
图表 30: 黄金: 美元指数和黄金价格.....	11
图表 31: 黄金: COMEX 投机净多头和金价.....	11
图表 32: 黄金: 黄金价格和 VIX 指数.....	12
图表 33: 黄金: SPDR 黄金 ETF 持仓和金价.....	12
图表 34: 黄金: 美债长端利率及隐含通胀预期.....	12
图表 35: 黄金: 10 年期实际利率与黄金价格.....	12
图表 36: 有色: LME3 个月期货价格.....	12
图表 37: 有色: SHFE 期货价格.....	12
图表 38: 有色: 全球铜库存.....	13
图表 39: 有色: 全球铝库存.....	13
图表 40: 有色: 全球锌库存.....	13
图表 41: 有色: 全球铅库存.....	13
图表 42: 有色: 全球镍库存.....	13
图表 43: 有色: 全球锡库存.....	13

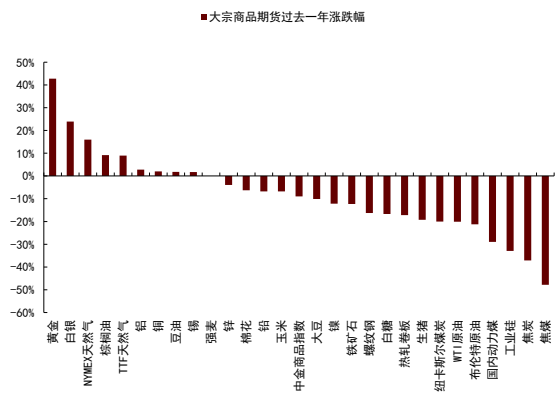
图表 44: 黑色: 海运铁矿石价格指数 (CFR 中国)	14
图表 45: 黑色: 铁矿石库存消费比	14
图表 46: 黑色: 中国 45 个港口铁矿石库存	14
图表 47: 黑色: 中国 64 家钢厂铁矿石库存	14
图表 48: 黑色: 中国 247 家钢厂高炉产能利用率	14
图表 49: 黑色: 全国电炉产能利用率	14
图表 50: 黑色: 长材 (螺纹钢, 线材) 总库存	15
图表 51: 黑色: 板材 (热轧, 冷轧与中厚板) 总库存	15
图表 52: 黑色: 钢材表观消费量	15
图表 53: 黑色: 全国主流钢贸商日均成交量	15
图表 54: 黑色: 钢材品种价差	15
图表 55: 黑色: 螺纹与热轧毛利润	15
图表 56: 黑色: 热轧卷板产能利用率	16
图表 57: 黑色: 螺纹钢产能利用率	16
图表 58: 黑色: 独立焦化厂焦炭库存	16
图表 59: 黑色: 独立焦企产能利用率	16
图表 60: 黑色: 独立焦化企业利润	17
图表 61: 黑色: 独立焦企炼焦煤库存	17
图表 62: 农产品: 大豆期货价格	17
图表 63: 农产品: 进口大豆压榨利润	17
图表 64: 农产品: 大豆, 豆粕, 豆油库存	17
图表 65: 农产品: 玉米期货价格	17
图表 66: 农产品: 玉米期现价差	18
图表 67: 农产品: 玉米南北库存	18
图表 68: 农产品: 玉米淀粉企业开工率	18
图表 69: 农产品: 油脂期货价格	18
图表 70: 农产品: 外三元生猪价格	18
图表 71: 农产品: 猪企养殖利润	18
图表 72: 农产品: 巴西降水预测	19
图表 73: 农产品: 阿根廷降水预测	19
图表 74: 农产品: 巴西降水异常情况	19
图表 75: 农产品: 巴西气温异常情况	19
图表 76: 农产品: 阿根廷降水异常情况	20
图表 77: 农产品: 阿根廷天气异常情况	20
图表 78: 农产品: 我国近期气温情况	20
图表 79: 农产品: 我国近期降水情况	20

图1：大宗商品期货过去两周涨跌幅



资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

图2：大宗商品期货过去一年涨跌幅



资料来源：Wind, Bloomberg, 中金公司研究部

图3：大宗商品价格监测（截至2025年6月26日）

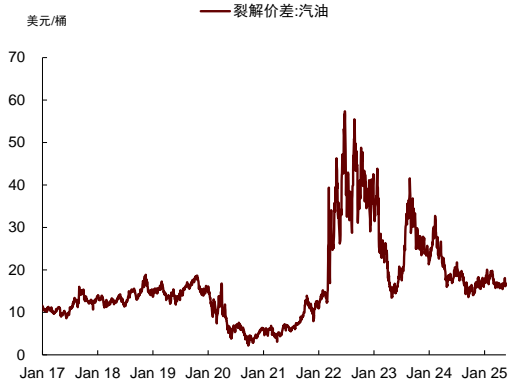
类别	品种	Commodities	标的	单位	当期值	周涨跌幅	月涨跌幅	年涨跌幅	来源
中证中金商品期货综合指数	中金商品指数	COCC index	900001.CCI		2,987	-2.6%	2.9%	-9.0%	中证商品
能源	WTI原油	WTI crude	WTI原油3个月期货	美元/桶	65	-13.7%	7.1%	-20.1%	NYMEX
	布伦特原油	Brent crude	布伦特原油期货	美元/桶	68	-14.1%	5.7%	-21.3%	IPE
	纽卡斯尔煤炭	Thermal coal	纽卡斯尔煤炭1个月	美元/吨	106	-0.6%	5.4%	-20.0%	NYMEX
	国内动力煤	D. Thermal coal	山西优混(5500):秦皇岛:平仓价	元/吨	613	0.5%	0.0%	-29.0%	iFind
	TTF天然气	TTF Natural Gas	荷兰TTF天然气	美元/百万英热	12	-10.6%	-5.1%	9.0%	NYMEX
	NYMEX天然气	Natural gas	天然气NYMEX连续合约	美元/百万英热	3	-18.3%	-4.0%	16.0%	NYMEX
贵金属	黄金	Gold	黄金COMEX主力合约	美元/盎司	3,348	-1.7%	1.4%	42.8%	COMEX
	白银	Silver	白银COMEX主力合约	美元/盎司	37	-0.9%	9.8%	23.9%	COMEX
有色金属	铜	Copper	铜LME3个月期货	美元/吨	9,870	2.7%	2.7%	2.0%	LME
		Copper-Spot	LME现货	美元/吨	10,115	4.1%	4.8%	6.1%	LME
	铝	Aluminum	铝LME3个月期货	美元/吨	2,575	1.9%	4.2%	2.8%	LME
		Aluminum-Spot	LME现货	美元/吨	2,574	1.7%	4.2%	4.8%	LME
	铅	Lead	铅LME3个月期货	美元/吨	2,040	2.7%	2.8%	-6.8%	LME
	锌	Zinc	锌LME3个月期货	美元/吨	2,744	4.3%	1.8%	-4.0%	LME
	镍	Nickel	镍LME3个月期货	美元/吨	15,160	0.8%	-1.6%	-12.2%	LME
	锡	Tin	锡LME3个月期货	美元/吨	33,415	3.3%	2.4%	1.7%	LME
黑色金属	工业硅	Si	连续合约	元/吨	7,730	3.0%	2.8%	-33.0%	广州期货交易所
	铁矿石	Iron ore	活跃	元/吨	703	0.9%	0.4%	-12.3%	大连商品交易所
		Iron ore-Spot	青岛港62%粉矿现货	美元/吨	93	0.3%	-3.3%	-9.1%	Wind
	焦煤	Coking coal	活跃	元/吨	808	2.7%	1.4%	-47.9%	大连商品交易所
	焦炭	Coke	活跃	元/吨	1,387	1.4%	1.6%	-37.1%	大连商品交易所
	螺纹钢	Rebar	活跃	元/吨	2,966	-0.6%	-0.7%	-16.3%	上海期货交易所
农产品	Rebar-Spot	Rebar-Spot	上海HRB400 20mm现货	元/吨	3,240	0.0%	-1.5%	-12.0%	Wind
	热轧卷板	HRC	活跃	元/吨	3,092	-0.4%	-0.8%	-17.2%	上海期货交易所
	棕榈油	Palm oil	活跃	元/吨	8,348	-2.2%	4.4%	9.2%	大连商品交易所
	玉米	Corn	活跃	美分/蒲式耳	404	-6.8%	-12.1%	-6.8%	CBOT
	大豆	Soybean	活跃	美分/蒲式耳	1,017	-5.4%	-4.3%	-10.1%	CBOT
	生猪	Hogs	活跃	元/吨	14,025	1.3%	3.5%	-19.2%	大连商品交易所
	豆油	Bean oil	活跃	元/吨	7,982	-1.7%	3.4%	1.8%	大连商品交易所
	棉花	Cotton	活跃	美分/磅	69	3.2%	4.9%	-6.3%	ICE
白糖	Sugar	活跃	美分/磅	16	0.7%	-4.6%	-16.7%	ICE	
强麦	Strong Wheat	活跃	元/吨	3,198	0.0%	0.0%	0.0%	郑州商品交易所	

*截至2025年6月26日, 中金公司研究部

资料来源：国家统计局, IPE, 郑商所, 上期所, 大商所, 广期所, NYMEX, COMEX, LME, CBOT, MDE, Wind, iFind, Bloomberg, 中金公司研究部

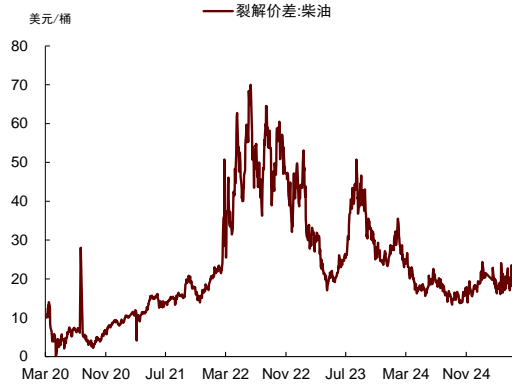
跨品种价差

图表 4：汽油裂解价差



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 5：柴油裂解价差



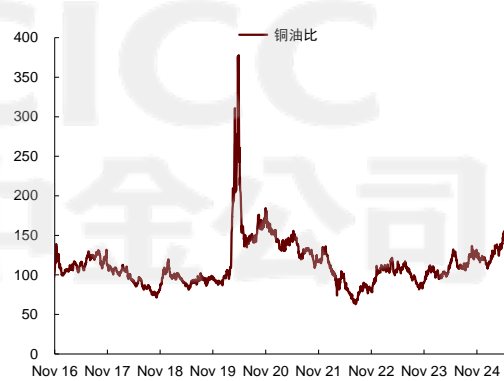
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 6：航空煤油裂解价差



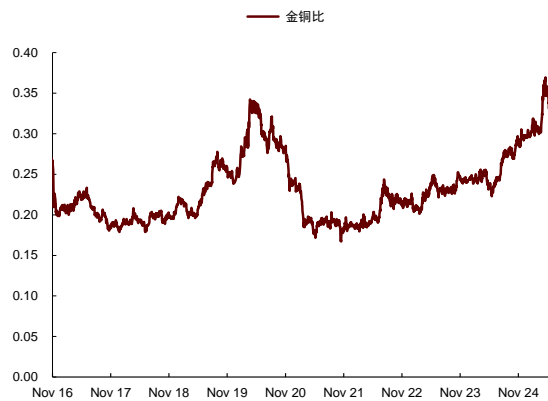
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 7：铜油比价



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 8：金铜比价



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 9：金银比价



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 10：螺纹钢/铁矿石比价



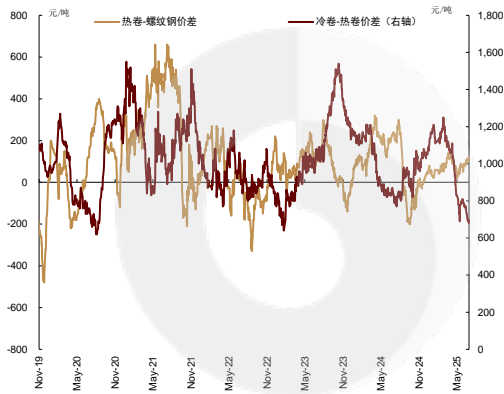
资料来源：Mysteel, 中金公司研究部

图表 11：废钢/铁矿石比价



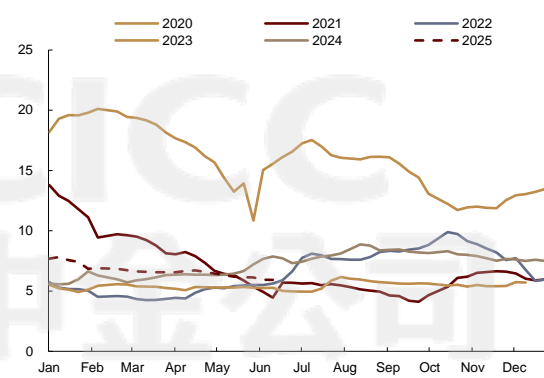
资料来源：Mysteel, 中金公司研究部

图表 12：热卷，冷卷，螺纹钢价差



资料来源：Mysteel, 中金公司研究部

图表 13：猪粮比价



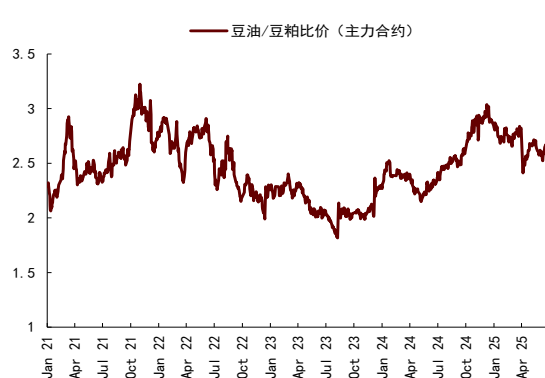
资料来源：Wind, 中金公司研究部

图表 14：豆油，棕榈油价差



资料来源：Wind, 中金公司研究部

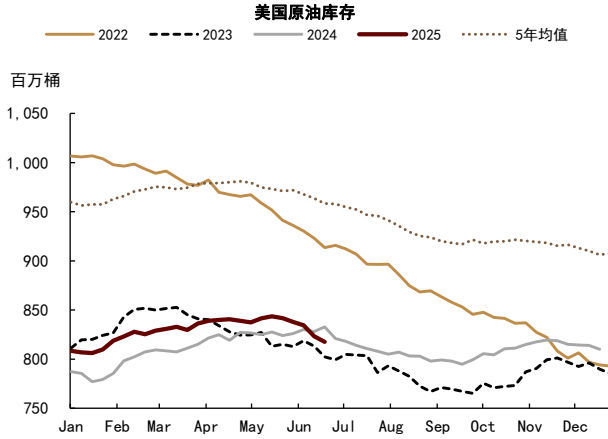
图表 15：豆油/豆粕比价



资料来源：Wind, 中金公司研究部

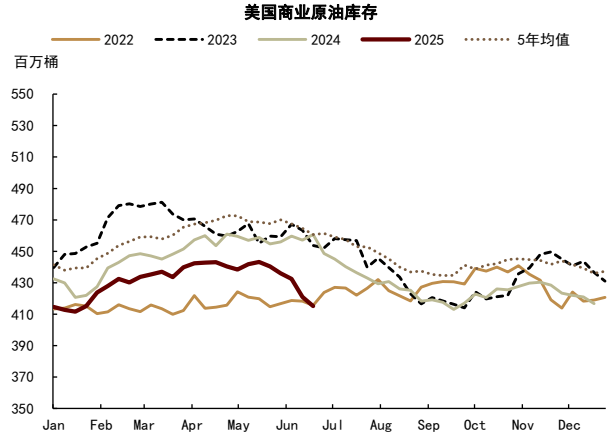
原油

图表 16: 原油: 美国原油库存



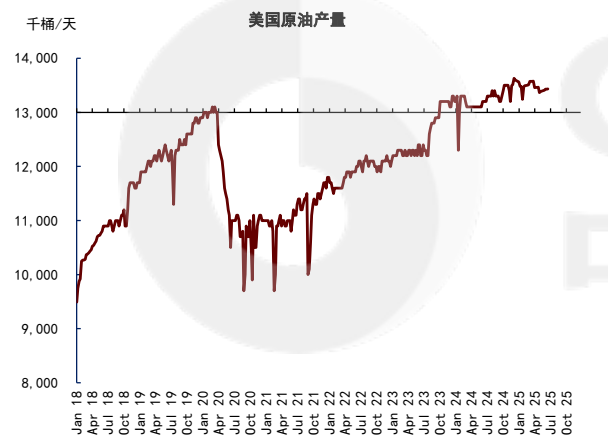
资料来源: EIA, 中金公司研究部

图表 17: 原油: 美国商业原油库存



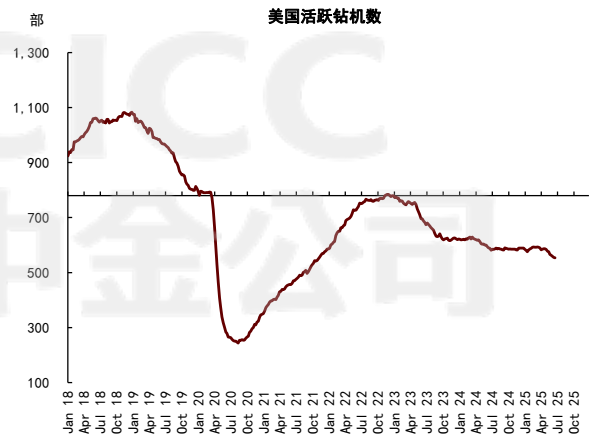
资料来源: EIA, 中金公司研究部

图表 18: 原油: 美国原油产量



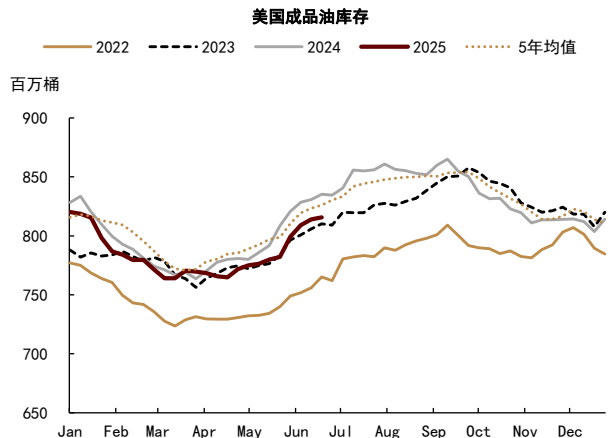
资料来源: EIA, 中金公司研究部

图表 19: 原油: 美国石油活跃钻机数



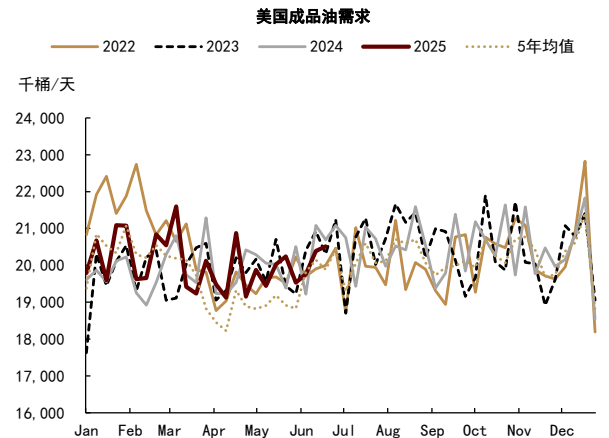
资料来源: EIA, 中金公司研究部

图表 20: 原油: 美国成品油库存



资料来源: EIA, 中金公司研究部

图表 21: 原油: 美国成品油需求



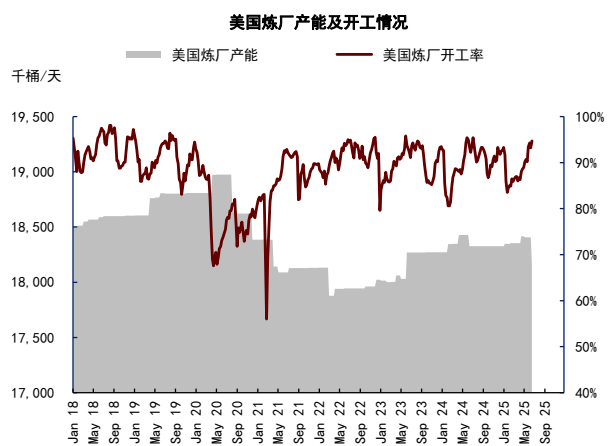
资料来源: EIA, 中金公司研究部

图表 22：原油：美国炼油毛利



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

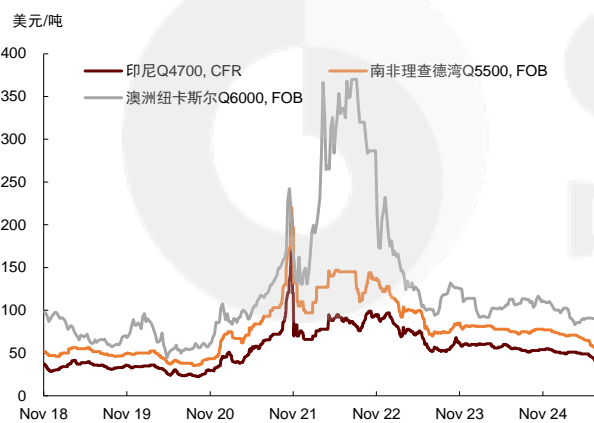
图表 23：原油：美国炼厂产能和开工



资料来源：EIA，中金公司研究部

煤炭

图表 24：煤炭：全球主要煤炭价格



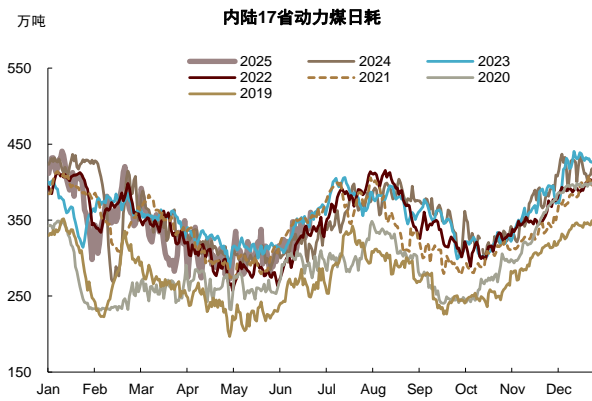
资料来源：iFinD，中金公司研究部

图表 25：煤炭：中国自产与进口煤价



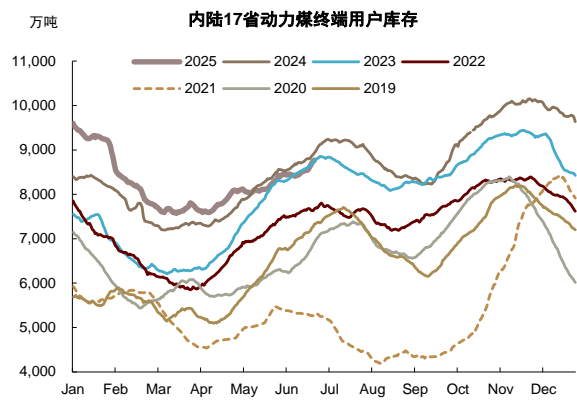
资料来源：iFinD，中金公司研究部

图表 26: 煤炭: 内陆 17 省动力煤日耗



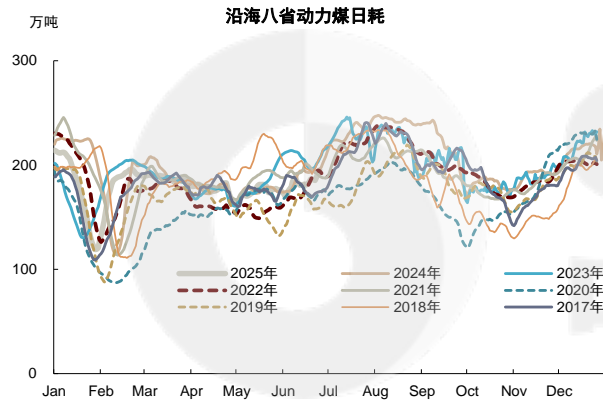
资料来源: CCTD, 中金公司研究部

图表 27: 煤炭: 内陆 17 省动力煤库存量



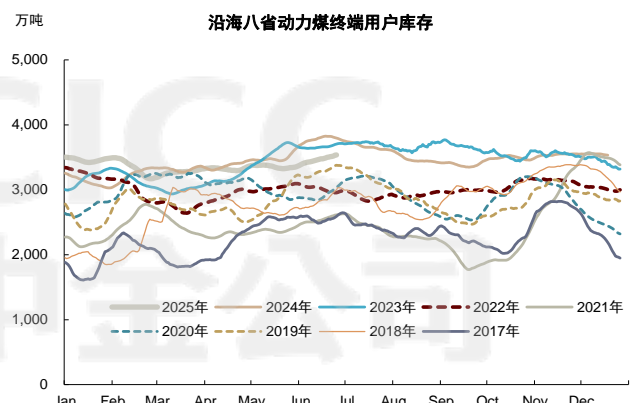
资料来源: CCTD, 中金公司研究部

图表 28: 煤炭: 沿海八省动力煤日耗



资料来源: CCTD, 中金公司研究部

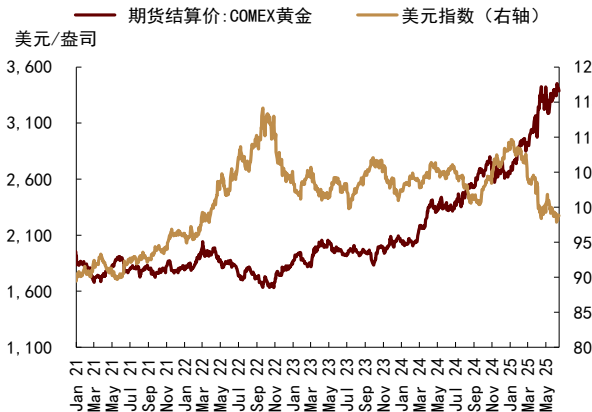
图表 29: 煤炭: 沿海八省动力煤库存天数



资料来源: CCTD, 中金公司研究部

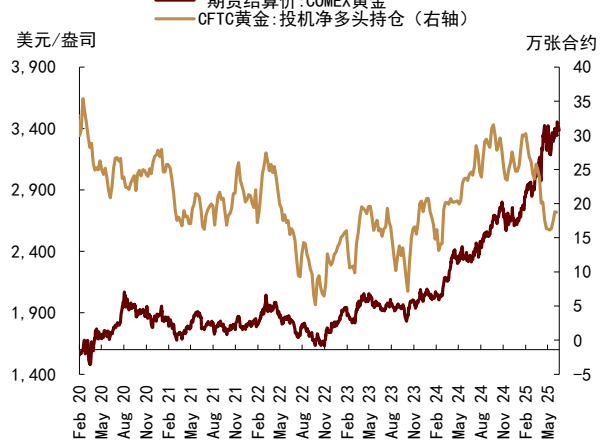
贵金属

图表 30: 黄金: 美元指数和黄金价格



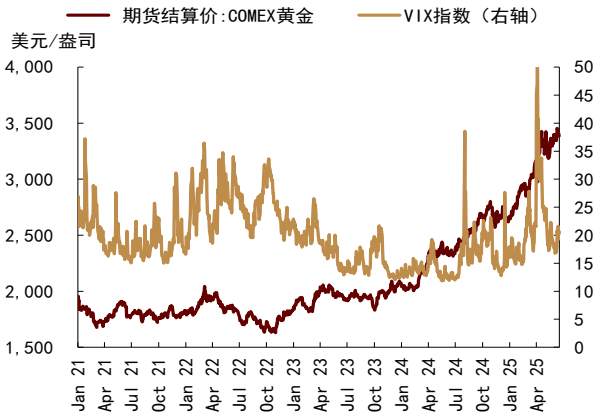
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 31: 黄金: COMEX 投机净多头和金价



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 32: 黄金: 黄金价格和 VIX 指数



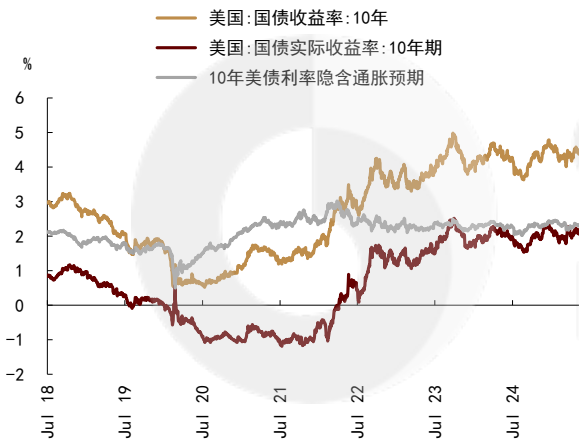
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 33: 黄金: SPDR 黄金 ETF 持仓和金价



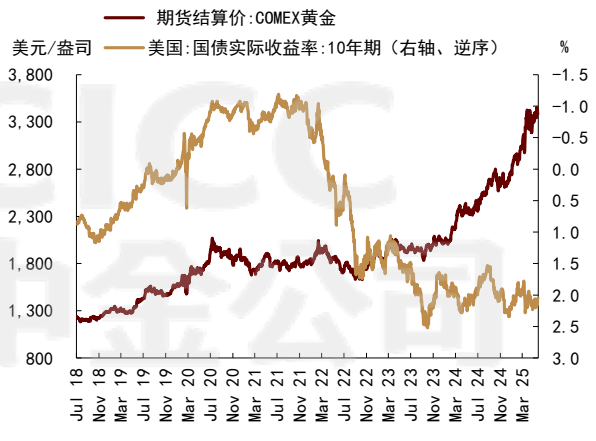
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 34: 黄金: 美债长端利率及隐含通胀预期



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

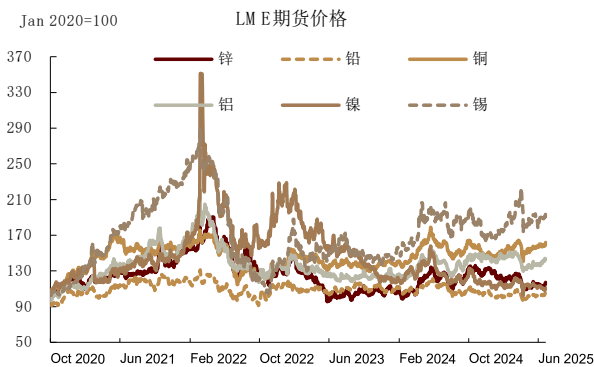
图表 35: 黄金: 10 年期实际利率与黄金价格



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

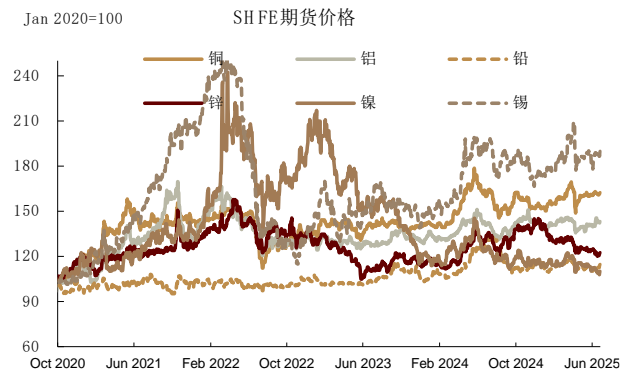
有色金属

图表 36: 有色: LME3 个月期货价格



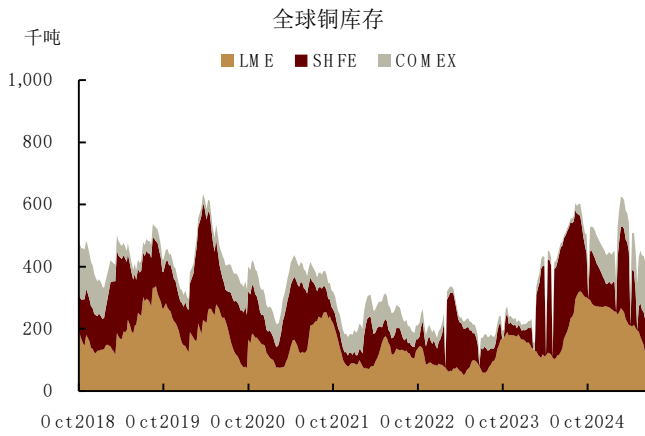
资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 37: 有色: SHFE 期货价格



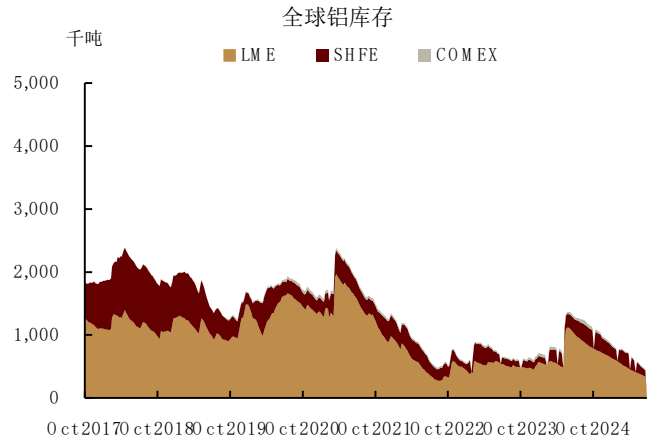
资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 38：有色：全球铜库存



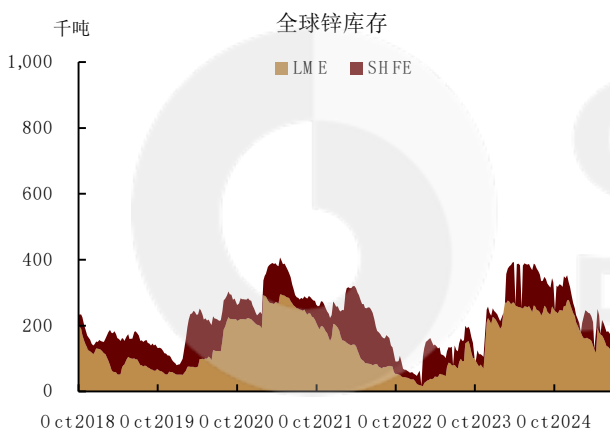
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 39：有色：全球铝库存



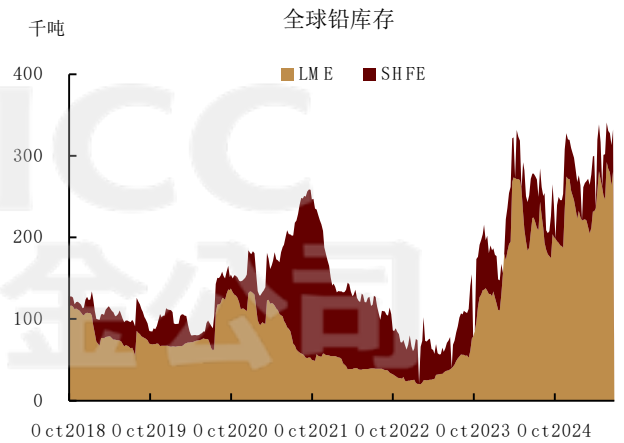
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 40：有色：全球锌库存



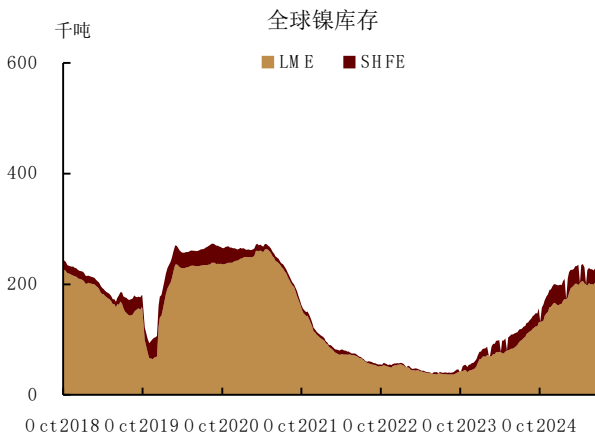
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 41：有色：全球铅库存



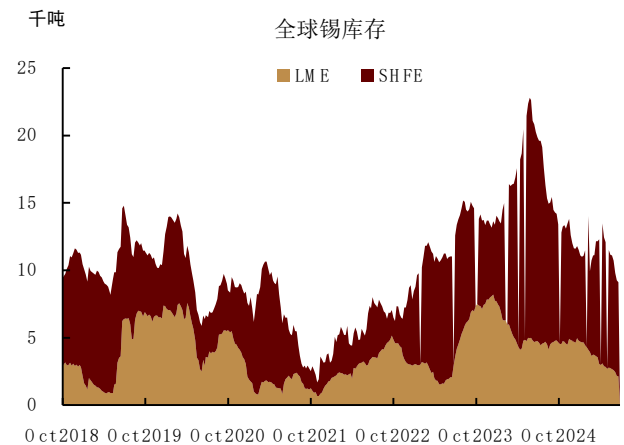
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 42：有色：全球镍库存



资料来源：Wind，中金公司研究部

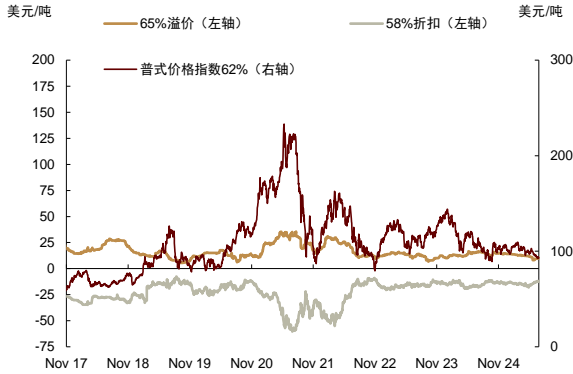
图表 43：有色：全球锡库存



资料来源：Wind，中金公司研究部

黑色金属

图表 44：黑色：海运铁矿石价格指数（CFR 中国）



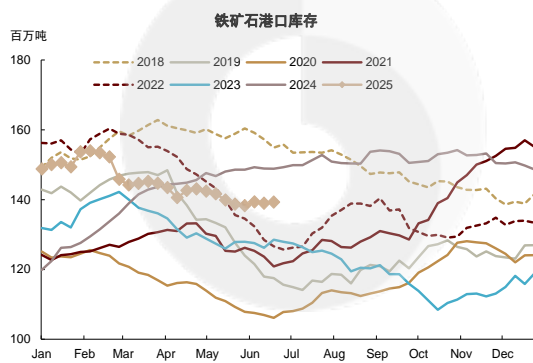
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 45：黑色：铁矿石库存消费比



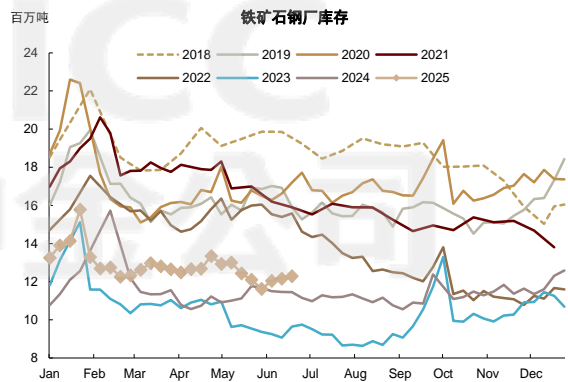
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 46：黑色：中国 45 个港口铁矿石库存



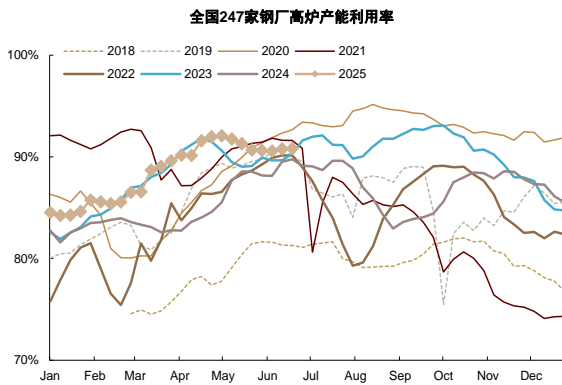
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 47：黑色：中国 64 家钢厂铁矿石库存



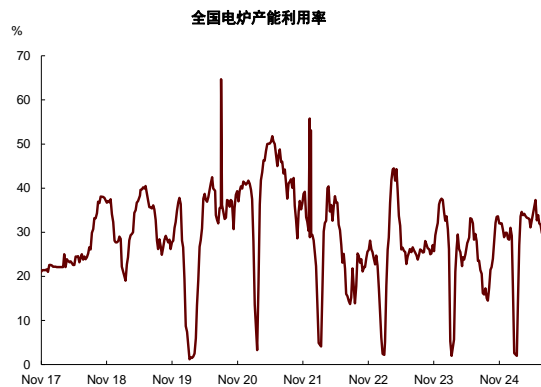
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 48：黑色：中国 247 家钢厂高炉产能利用率



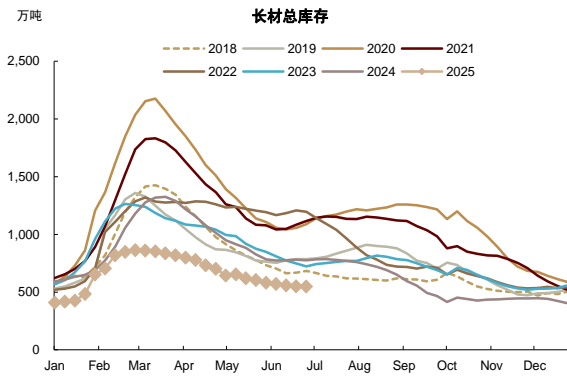
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 49：黑色：全国电炉产能利用率



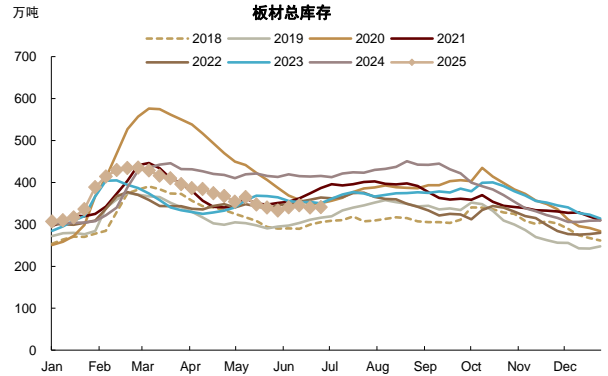
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 50：黑色：长材（螺纹钢，线材）总库存



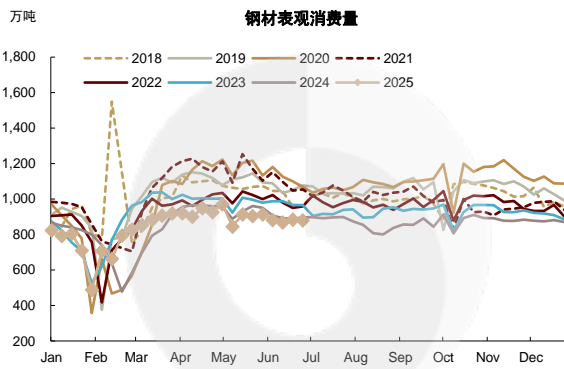
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 51：黑色：板材（热轧，冷轧与中厚板）总库存



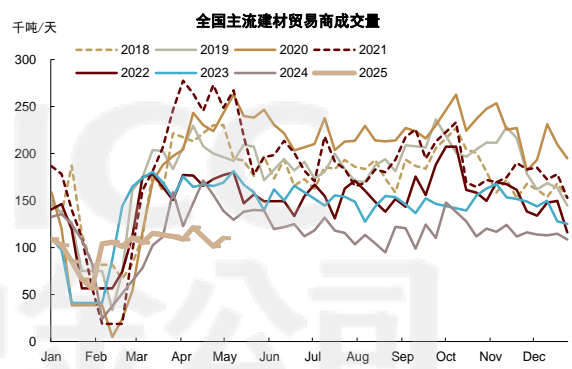
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 52：黑色：钢材表观消费量



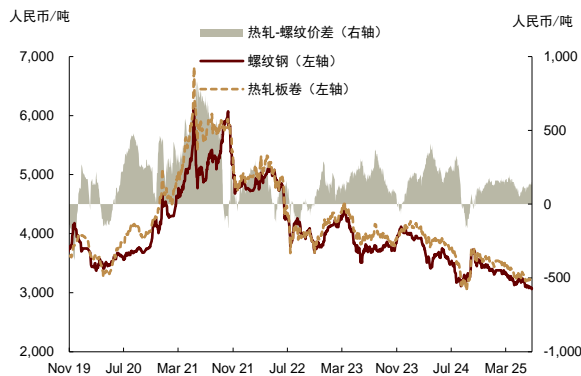
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 53：黑色：全国主流钢贸商日均成交量



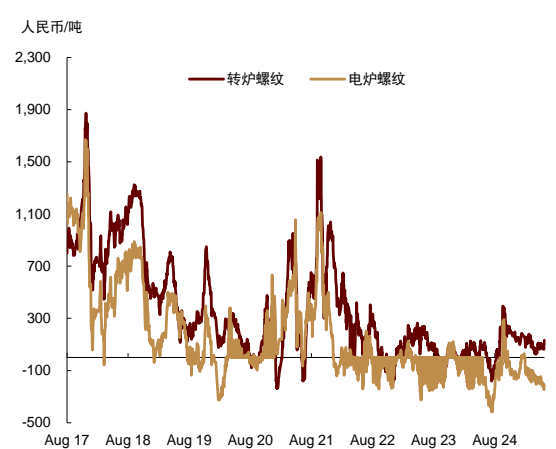
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 54：黑色：钢材品种价差



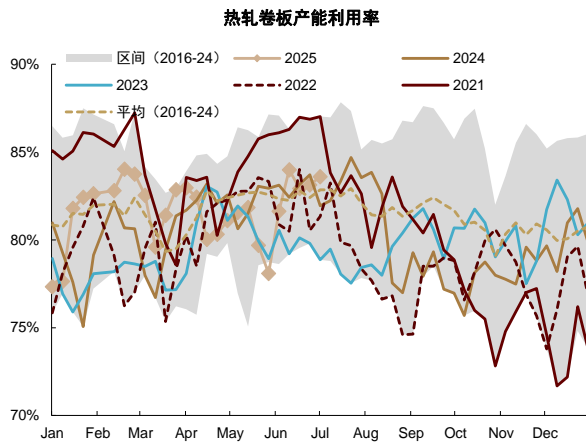
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 55：黑色：螺纹与热轧毛利率



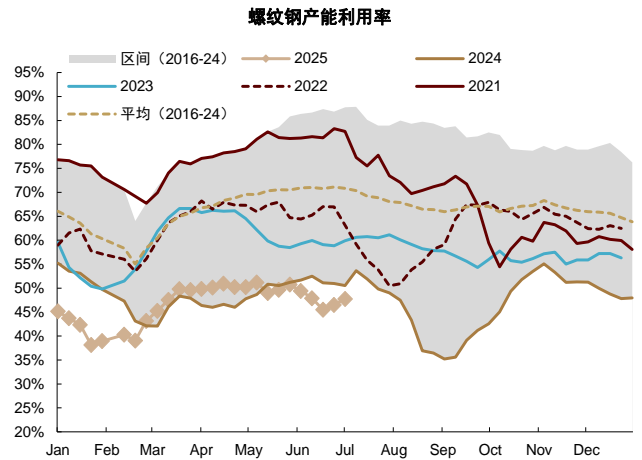
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 56：黑色：热轧卷板产能利用率



资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 57：黑色：螺纹钢产能利用率



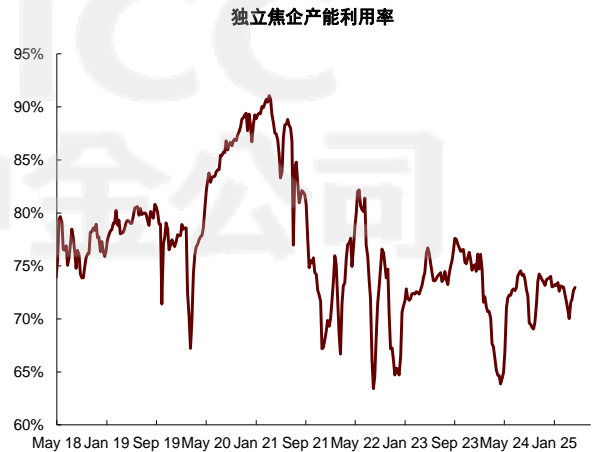
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 58：黑色：独立焦化厂焦炭库存



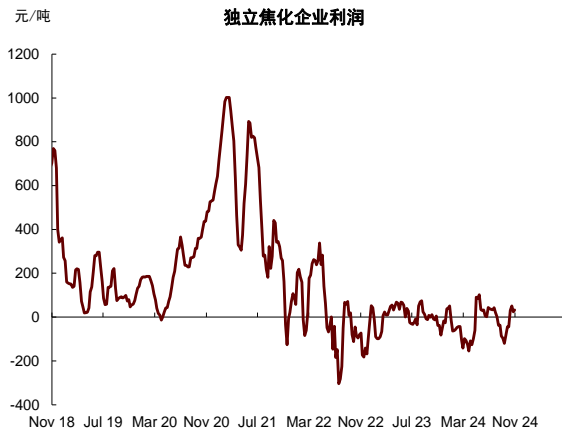
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 59：黑色：独立焦企产能利用率



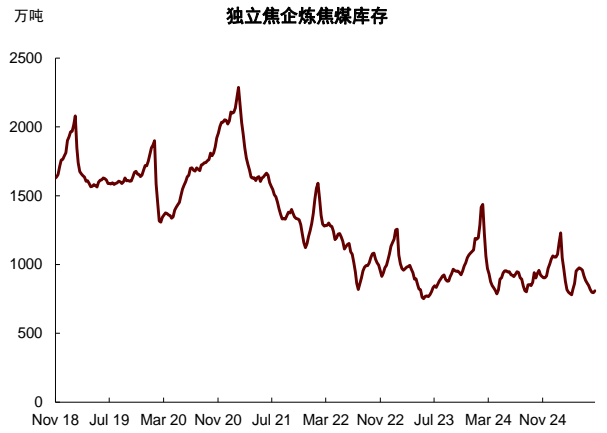
资料来源：Mysteel，中金公司研究部

图表 60：黑色：独立焦化企业利润



资料来源：Mysteel，中金公司研究部

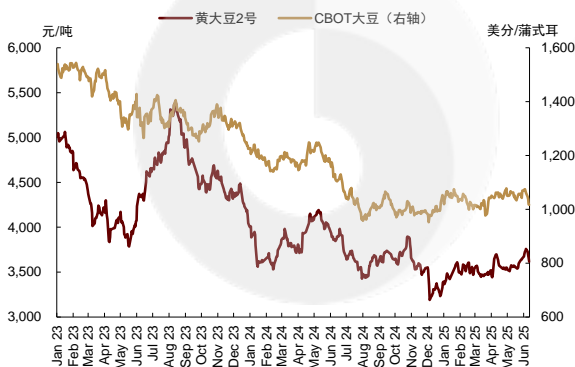
图表 61：黑色：独立焦企炼焦煤库存



资料来源：Mysteel，中金公司研究部

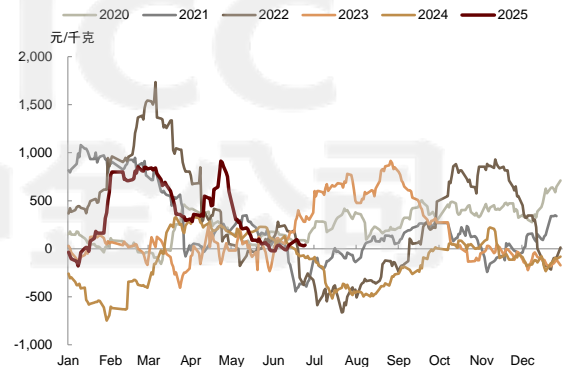
农产品

图表 62：农产品：大豆期货价格



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 63：农产品：进口大豆压榨利润



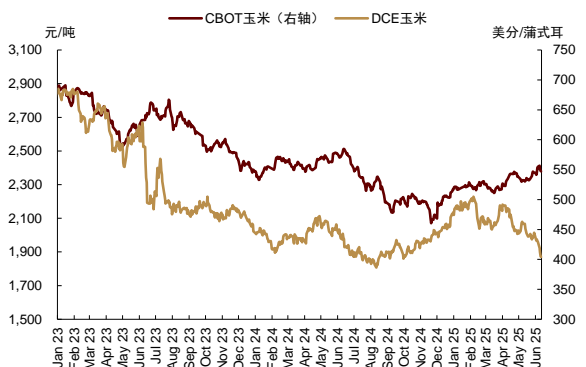
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 64：农产品：大豆，豆粕，豆油库存



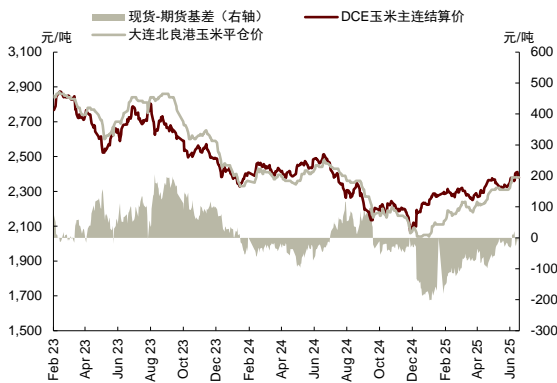
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 65：农产品：玉米期货价格



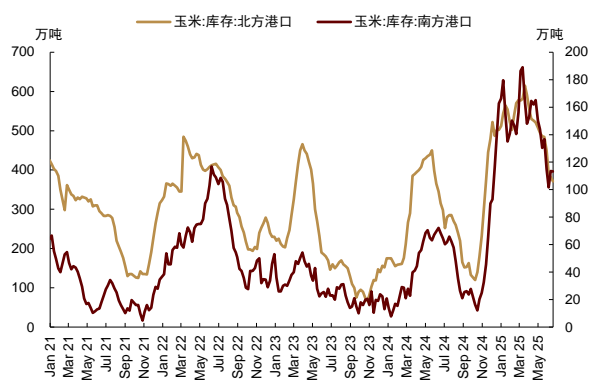
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 66：农产品：玉米期现价差



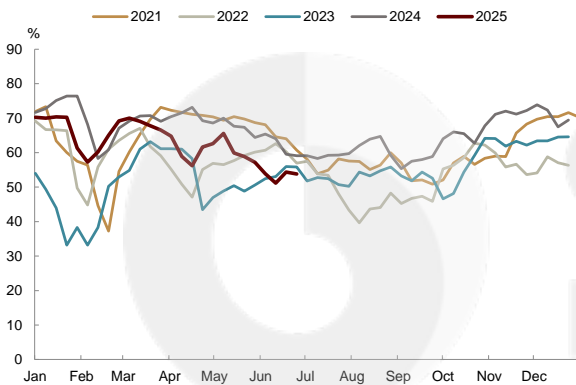
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 67：农产品：玉米南北库存



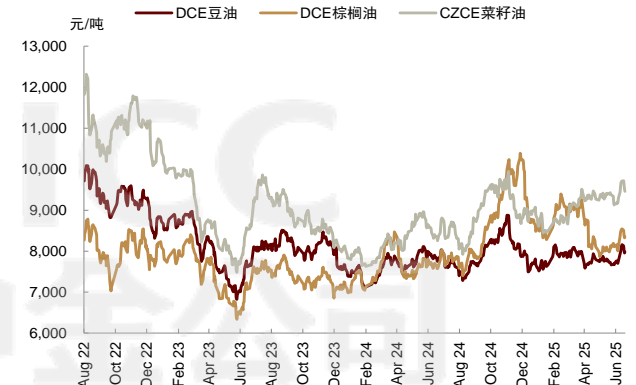
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 68：农产品：玉米淀粉企业开工率



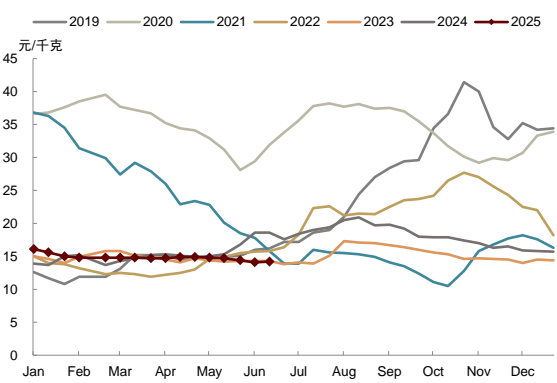
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 69：农产品：油脂期货价格



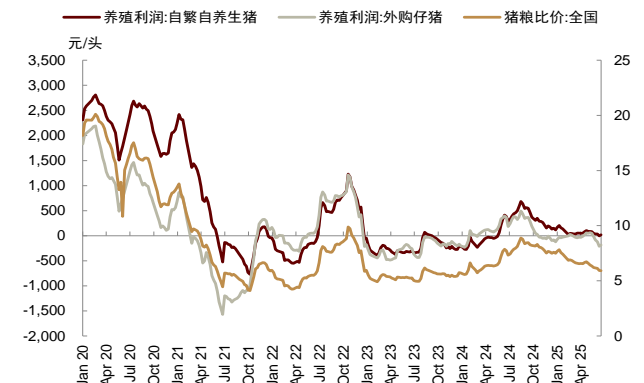
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 70：农产品：外三元生猪价格



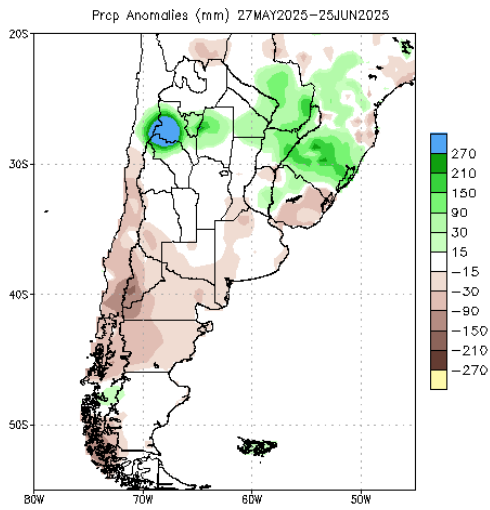
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 71：农产品：猪企养殖利润



资料来源：Wind，中金公司研究部

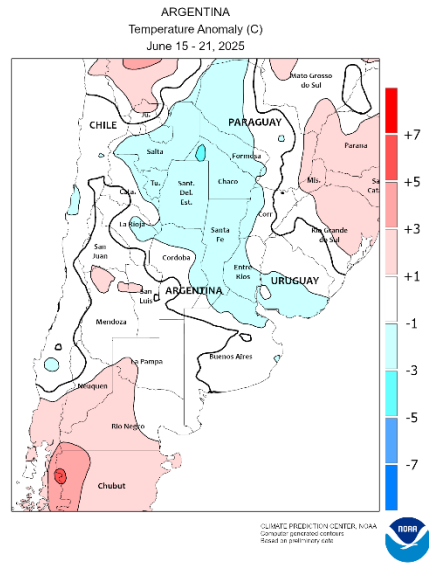
图表 76：农产品：阿根廷降水异常情况



Data Source: CPC Unified (gauge-based & 0.5x0.5 deg resolution) Precipitation Analysis Climatology (1991-2020)

资料来源：NOAA，中金公司研究部

图表 77：农产品：阿根廷天气异常情况

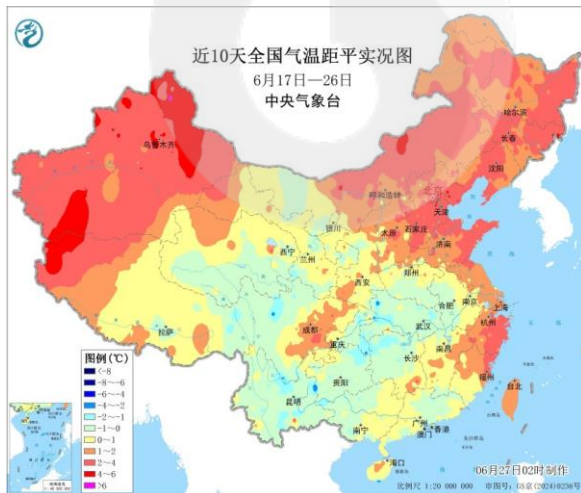


CLIMATE PREDICTION CENTER, NOAA
Computer-generated contours
Based on ground-based data



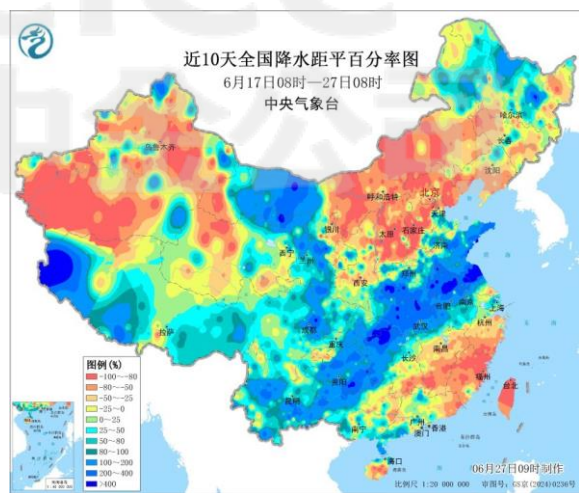
资料来源：NOAA，中金公司研究部

图表 78：农产品：我国近期气温情况



资料来源：中国气象局，中金公司研究部

图表 79：农产品：我国近期降水情况



资料来源：中国气象局，中金公司研究部

团队信息



郭朝辉 分析员

SAC 执证编号: S0080513070006
SFC CE Ref: BBU524
chaohui.guo@cicc.com.cn



王炙鹿 分析员

SAC 执证编号: S0080523030003
zhilu.wang@cicc.com.cn



陈雷 分析员

SAC 执证编号: S0080524020004
lei.chen@cicc.com.cn



李林惠 分析员

SAC 执证编号: S0080524060004
linhui.li@cicc.com.cn



庞雨辰 分析员

SAC 执证编号: S0080524070004
SFC CE Ref: BVQ564
yuchen.pang@cicc.com.cn



赵桓 联系人

SAC 执证编号: S0080123080030
xuan6.zhao@cicc.com.cn



CICC
中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：金灿

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号平安金融中心72层、
73层01A单元、74层0203单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3
号 丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(国际)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560