

中金财富期货策略周报 (2026年第4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

weik.zhang@cicc.com.cn

刘坤

从业资格编号: F3041660

投资咨询编号: Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号: F0231832

投资咨询编号: Z0000756

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号: F0270867

投资咨询编号: Z0012784

xiaowei.li@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: 金银遭受爆炒后遭遇剧烈震荡, 但是交割的逼仓风险依然存在。目前资源品的金融属性被动大幅提升, 引发工业品价格大起大落。我们之前反复提示稳健的投资者多看少动, 并建议谨慎参与高波动率品种, 目前这一观点不变。

股指期货: 我们认为, 节前市场的震荡结构未变, 即盘面上始终呈现“监管希望控制节奏, 但是市场情绪难以按捺”的拉锯状态。考虑到节日期间外围风险, 以及目前指数估值水平依然不低, 我们认为市场情绪彻底降温之后, 指数走势才能恢复正常, 但是目前看这种拉锯短期内难以结束, 建议震荡思路对待。

铜: 美委、美伊关系紧张, 引发供应链中断担忧, 市场为不确定性定价, 铜价额外的“风险溢价”, 使其金融属性显著增强。上期所近期连续出台风控措施, 旨在抑制过度投机, 引导市场回归理性。当前基本金属市场的核心特征是“宏观热、产业冷”。交易已不完全由实体经济供需决定, 而更多由宏观情绪、风险溢价和资金博弈主导。

锌: 当前锌价上涨主要受宏观情绪与资金轮动推动, 与基本面逐步脱节。价格短期内涨幅过大过快, 已积累较高情绪溢价, 以消化库存为主, 随着春节临近, 中小型企业已陆续进入放假节奏。近期走势剧烈, 呈现出宏观叙事与产业基本面“冰火两重天”的局面, 波动率维持高位。

钢材: 上周监管部门暂停房企“三条红线”月报, 标志着严格的杠杆管控出现实质性松动, 这一变化标志着自2020年以来实施的严格杠杆管控出现了实质性松动。这与月初《求是》杂志发表的地产文章精神一脉相承, 市场对地产政策也充满期待。尽管如此, 从供需上来看, 钢市基本面偏弱, 螺纹更是面临“高供应、库激增、弱需求”的三重压力。短期内对盘面价格仍起到压制作用, 但需关注地产相关政策的持续性。

原油: 展望2026年, 在排除黑天鹅事件的假设下, 全球原油市场格局仍将以供需过剩为基调, 且宽松程度预计将进一步加大。现阶段原油基本面形势为: 供应持续增长, 需求平稳波动, 地缘时有反复, 随着供需关系从弱平衡迅速转向宽松, 将对中长期油价构成沉重的下行压力, 在关键性事件释放出明确信号指引之前, 油价大概率处于“吾将曳尾于涂中”的状态。

橡胶: 总体而言, 天然橡胶市场处于强现实向弱预期过渡和兑现阶段, 基本面供需相比三季度出现明显转弱迹象。我们的经验是, 通常在四季度沪胶仍可保持中高位震荡运行, 以宏观和金融属性的交易逻辑为主。从估值的角度看, 系统性风险在上一轮下跌后已得到充分计价, 当前沪胶处于中性估值水平, 后市单边行情驱动有限, 因而忌追涨杀跌。

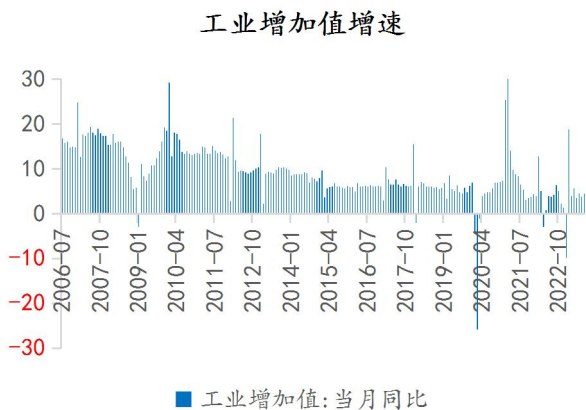
油脂油料: 南美大豆陆续进入生长关键阶段, 阿根廷持续旱情引发一波天气炒作, 暂缓巴西大豆收割压力。由于巴西大豆增产预期强劲, 可在一定程度上对冲阿根廷减产, 巴西仍是稳定全球大豆供应的主导力量。除基本面因素外, 国际局势动荡, 尤其是美伊剑拔弩张, 其外溢影响深远, 涉及地区能源安全以及重要物资供应链安全等多个方面。市场情绪将继续受到相关事态发展的影响, 系统性风险对近期大宗商品市场的影响显著提升。在美豆市场缺少持续型上涨动力下, 国内豆粕市场的阶段性反弹行情随时可能中断。国内油脂市场的反弹节奏因系统性风险而受阻, 随着节前需求回落以及获利回吐压力升高, 国内豆油和棕榈油承压回调的概率明显增加。豆一期货市场运行相对独立, 本轮反弹行情得到了需求端的配合, 价格交易重心得到提升, 待回调压力得到释放后仍具备上行潜力。

目录

周度策略：贵金属逼仓行情降温，热门品种集体回落	- 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读	- 5 -
2 工企利润结束连降三年态势	- 6 -
4 宏观策略	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 7 -
铜	- 9 -
1 影响因素	- 9 -
2 结论	- 10 -
钢材	- 14 -
1 铁矿石定价逻辑步入“买方时刻”	- 14 -
2 铁水中性偏强，板材韧性去库，螺纹累库加速	- 14 -
3 小结	- 15 -
4 钢材期货现货数据	- 15 -
原油	- 17 -
1 三大机构严重分歧	- 17 -
2 地缘政治炒作正盛	- 17 -
3 海湾局势风高浪险	- 17 -
4 对俄严厉制裁生效	- 18 -
5 累库预期压制仍存	- 18 -
6 熊市周期曳尾涂中	- 18 -
7 原油期现数据	- 19 -
天然橡胶	- 21 -
1 年度整体供大于求	- 21 -
2 泰国对华出口激增	- 21 -
3 供应压力层级传导	- 21 -
4 需求转淡支撑不足	- 22 -
5 合成橡胶成本驱动	- 22 -
6 周期重拾上升大势	- 22 -
7 橡胶期现数据	- 23 -
油脂油料：阿根廷天气现隐忧，国内豆类市场先扬后抑	- 26 -
1 外部豆类市场分析	- 26 -
4 油脂油料市场主要数据	- 27 -

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



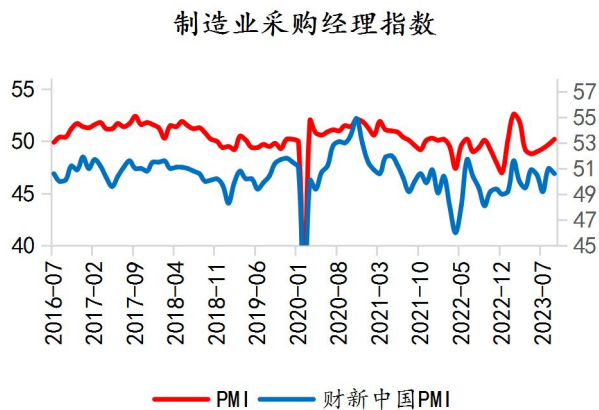
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



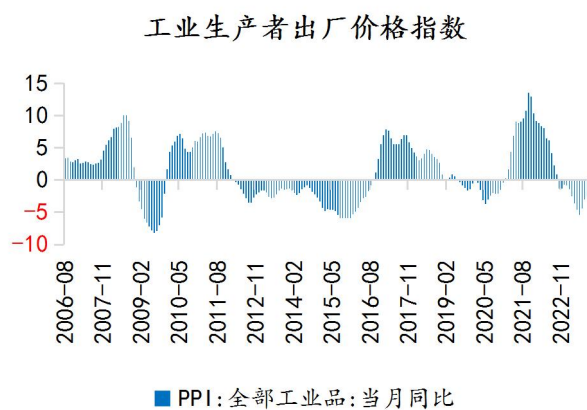
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



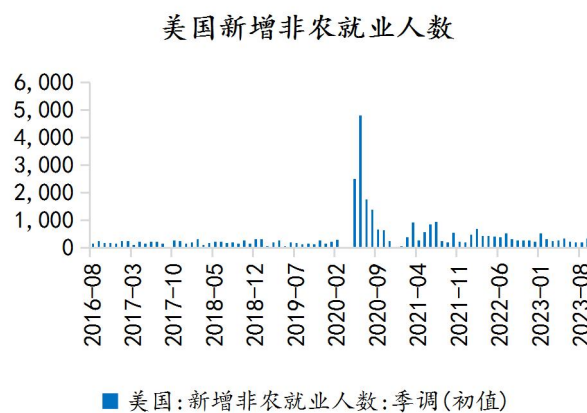
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：贵金属逼仓行情降温，热门品种集体回落

自11月底白银的逼仓行情启动以来，近2个月工业品市场都处在贵金属大涨带来的“金融属性”强化的周期内。随着金银价格涨幅过大带来的剧烈震荡，前期强势的有色和新能源工业品集体回落，市场震荡加剧，参与难度较大。

白银逼仓引发价格至高位，工业品大幅震荡

白银市场的基本面我们多次阐述，这里不再赘述，目前重点关注白银逼仓状况是否发生明显变化。

截止1月28日，交易所等待交割的白银现货一共高达1.07亿盎司，再加上现在库存里，符合交割标准的还有3.04亿盎司，一共是4.11亿盎司。但是现在COMEX交易所的白银期货总持仓量已经上升到15.6万多手，相当于7.8亿盎司白银，是目前可供交割库存的1.9倍，而COMEX白银市场正面临前所未有的实物交割压力。1月作为非交割月出现天量的交割申请属于极端异常现象，这预示着3月主要交割月可能出现更大规模的挤兑。如果COMEX无法履行交割义务，合约价值将归零，交割违约将彻底否定COMEX的定价权威性，因为无法兑现的合约不具备任何价值。

更严重的是，白银交割失败将立即传导至黄金市场。由于黄金本质上是“反美元”或“反美国国债”资产，黄金市场的违约将直接冲击信用市场，进而威胁整个金融体系的稳定性。

白银的逼仓行情对工业品市场产生了恶劣的示范效应。

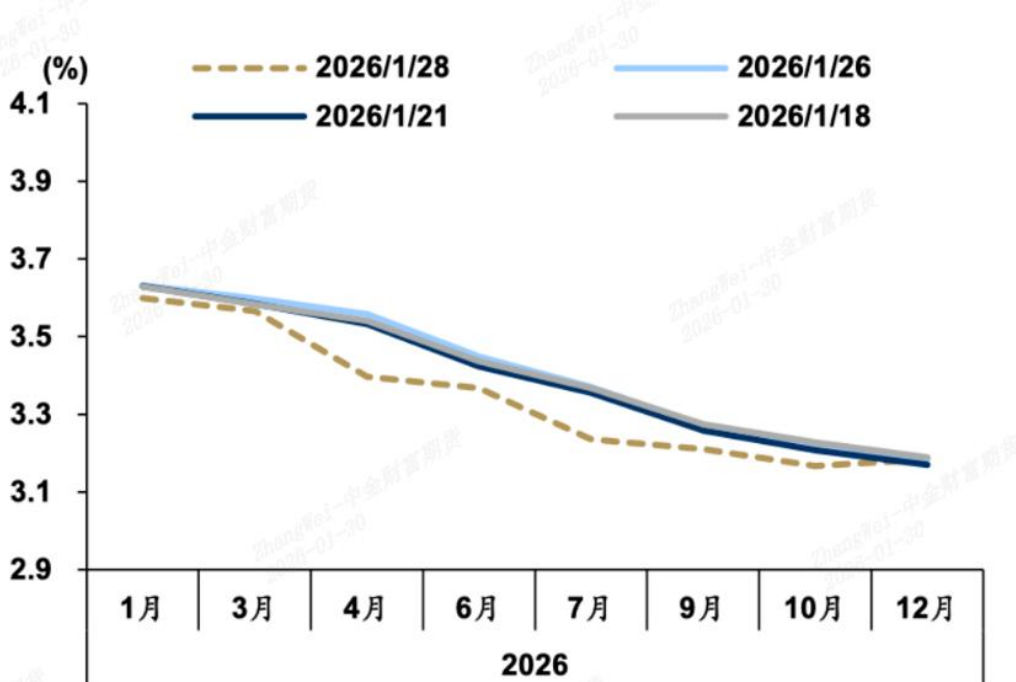
新能源金属碳酸锂受到金银逼仓行情的影响，近一个月也出现炒作行情，这种脱离基本面的极端波动，严重干扰了产业正常的经营秩序，迫使企业重心从技术创新与生产管理异化为“赌行情、囤库存”的投机博弈，阻碍产业的稳步发展。中国电池工业协会等机构近期发文呼吁市场不要过度炒作，广期所一个月内5次出手降温，目前碳酸锂的炒作短期得到遏制。

美联储独立性成为市场关注的下一个焦点

新美联储主席人选仍存变数，可能是市场短期博弈的焦点，但能在多大程度上影响货币政策路径仍需观察。贝森特表示新任美联储主席候选人可能在本周出炉，根据Polymarket数据，截至1月29日，主要候选人获选概率差异有所收窄。Rick Rieder（增长优先的温和鸽派）胜率36%小幅领先，Kevin Warsh（降息+缩表）胜率27%次之，Christopher Waller（偏向传统央行）胜率17%，Kevin Hassett（特朗普追随者）胜率7%相对落后。即使新任主席愿意更大幅度放松货币政策，但能在美联储内部获得多大支持仍存变数，暂时也不能排除鲍威尔5月卸任主席后即使以理事身份留在联储的可能。

全年来看，暂时保持降息两次的判断，3/4月降息可能需要就业数据进一步走弱作为触发剂，5月新主席上任后6月FOMC可能是重要的观察时点，下半年关注通胀压力回升是否会打压降息预期。截至1月29日，OIS市场定价全年降息45.9bp（两次），节奏上年中和年底各降息一次。潜在转鹰风险主要在于宽财政与AI投资支撑经济增长、通胀超预期上行、地缘局势变化推升资源品与能源价格等。

图表 1：美联储降息预期



资料来源：Bloomberg，中金财富期货研究所

继续谨防价格剧烈震荡的风险

金银遭受爆炒后遭遇剧烈震荡，但是交割的逼仓风险依然存在。目前资源品的金融属性被动大幅提升，引发工业品价格大起大落。我们之前反复提示稳健的投资者多看少动，并建议谨慎参与高波动率品种，目前这一观点不变。

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	1月25日	欧盟宣布暂停对美报复性关税6个月	特朗普要求格陵兰全面放开军事限制	格陵兰的争端尚未结束
	1月29日	美联储如期暂停降息	鲍威尔暗示不急行动	但美联储主席人选沃勒支持再降25基点
数据	1月27日	美元跌至四年低谷	特朗普：美元表现出色，能找到合理水平	美元的弱势态势难改
	1月27日	中国12月规模以上工业企业利润同比增长5.3%	全年同比增长0.6%	实现四年来首次增长
事件	1月24日	明尼苏达州发生两周内第二起联邦执法人员枪杀案	已引爆国会政治僵局	美国政府月底停摆风险急剧升高

资料来源：中金财富期货研究所

2 工企利润结束连降三年态势

2025年12月利润增速当月同比回正，三因素框架下利润率同比大幅提升，或主要源于其他项目的贡献，例如投资收益、营业外收入，亦或是资产减值等非经常性损益，并非实际经营水平出现大幅边际改善。不过，财政金融协同促内需一揽子政策已落地部署，2026年第一批支持“两新”的资金已下达，政策靠前发力已逐步兑现，叠加2025年四季度的政策性金融工具，有望形成合力。我们仍然维持，2026年利润增速中枢仍有望抬升的观点。短期关注一季度投资的边际变化、春节期间的消费表现以及两会的增量部署。

利润环比超季节性走强，推动同比回正。12月利润增速环比14.0%，明显超季节性，2024年同期仅为-4.5%，近8年同期均为负增长。在环比大幅走强的推动下，12月规模以上工业企业利润当月同比由-13.1%升至5.3%，时隔两个月重新回正。

三因素拆解来看，利润率同比大幅提升。拆分来看，营收利润率同比（5.3%，+18.4pct）大幅回升是主要贡献。量价均有小幅提升。量上，工业增加值当月同比小幅回升（5.2%，+0.4pct）；价上，PPI同比降幅继续收窄（-1.9%，+0.3pct）。

其他项目下的贡献可能是利润增速回升的主因。拆分结构来看，12月毛利低于2024年同期，费用也略高于去年同期，故利润率以及利润增速的回升，或主要来源于其他项下的贡献，投资收益、营业外收入的增加，亦或是资产减值的减少。

3 春节前央行加大力度呵护流动性

上周央行以7天期逆回购为核心工具，搭配中期流动性投放，有效对冲节前多重资金压力，资金面整体充裕。全周累计开展逆回购投放16370亿元，到期12845亿元，实现净投放3525亿元；叠加1月MLF与买断式逆回购合计实现的中期流动性净投放1万亿元，形成双重支撑，彻底打消市场紧张预期。

资金利率呈现“周初上行、随后回落”态势，1月26日隔夜Shibor、7天Shibor小幅上行，资金面短暂偏紧；1月27日起逐步回落，截至1月30日，DR007运行在1.5%-1.6%区间，整体可控，银行体系短期资金供给充足，为票据市场筑牢基础，彰显央行“精准滴灌”的调

控思路与平稳跨节的政策导向。

4 宏观策略

金银遭受爆炒后遭遇剧烈震荡，但是交割的逼仓风险依然存在。目前资源品的金融属性被动大幅提升，引发工业品价格大起大落。我们之前反复提示稳健的投资者多看少动，并建议谨慎参与高波动率品种，目前这一观点不变。

5 股指期货市场分析

市场出现一定程度降温

在国家队的连续弹压之下，上周五指数出现回落走势，其中沪深300周+0.08%，上证50周+1.13%，中证500周-2.56%，中证1000指数周-2.55%，中证500和中证1000指数高位回落。

1月份市场出现量价齐升的局面，最典型的特征是“监管希望控制节奏，但是市场情绪难以按捺”的拉锯状态。

1月份市场流动性旺盛，1月A股市场新成立的偏股型基金份额回落，但全市场日均成交额环比明显增加、重要股东减持规模减少，A股限售解禁规模下降。总体而言，1月A股市场流动性有所好转。证监会召开2026年系统工作会议，强调要继续深化公募基金改革，持续拓宽中长期资金来源渠道和方式，推出各类适配长期投资的产品和风险管理工具，积极引导长期投资、理性投资、价值投资，全力营造“长钱长投”的市场生态。随着增量资金入市工作稳步推进，中长期A股市场流动性有望提升。

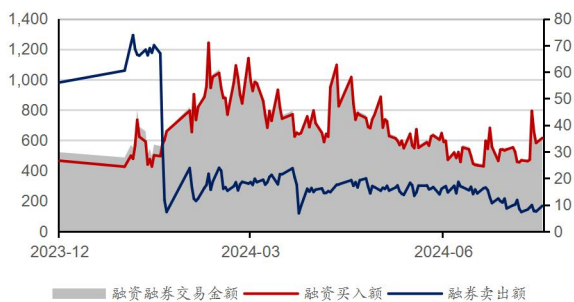
1月市场交投活跃，投资者风险偏好快速升温。1月A股市场投资者情绪整体维持高位，市场风险偏好回暖，中小盘交投热度更高。商业航天等赛道出现较大波动。证监会系统工作会议强调，要提升多层次股权市场包容性适应性，启动实施深化创业板改革，持续推动科创板改革落实落地，提高再融资便利性和灵活性，促进北交所、新三板一体化高质量发展。预计制度改革持续深化，更多有利于支持经济高质量发展的举措有望落地，有助于进一步提升投资者信心，改善市场生态。

政策仍希望对市场继续降温，维持指数震荡的判断

外围方面，美国周期已至高位，叠加特朗普减少开支的政策波动可能负面影响先至、降息提前结束等风险，存在美国景气周期高位回落可能，进而影响全球包括中国景气。海外金融风险超预期，美国潜在的二次通胀风险可能导致降息幅度低于预期，同时叠加景气周期见顶风险、美股相对高位，存在美国股市等金融市场波动加大的风险。

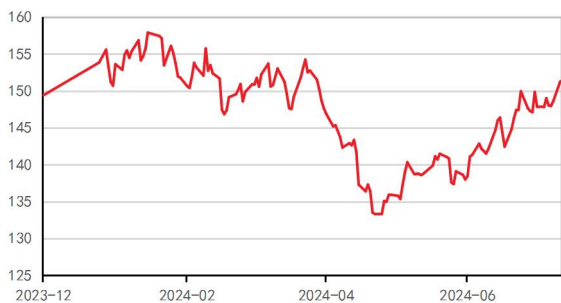
我们认为，节前市场的震荡结构未变，即盘面上始终呈现“监管希望控制节奏，但是市场情绪难以按捺”的拉锯状态。考虑到节日期间外围风险，以及目前指数估值水平依然不低，我们认为市场情绪彻底降温之后，指数走势才能恢复正常，但是目前看这种拉锯短期内难以结束，建议震荡思路对待。

图表 8：融资融券数据图



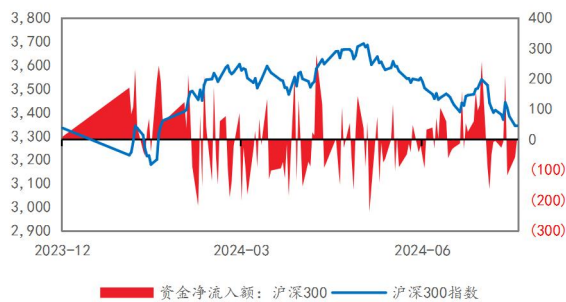
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



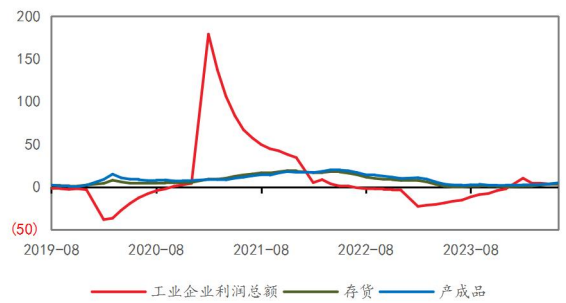
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球铜矿供应扰动频发

近年来全球铜矿供应端干扰率陡增，矿山事故频发，经常性的生产中断和暂停导致年内铜矿产量预期不断下修，未来铜矿供给端干扰或维持常态化，铜矿产量增长长期受限。全球 18 家主要生产企业合计产量 694.5 万吨，同比增加 17.4 万吨。其中，力拓、洛阳钼业、紫金矿业、五矿资源、必和必拓新增贡献居前，嘉能可、自由港、英美资源出现了减产。矿山资源匮乏，品位下降，开采过程中的安全事故频繁，令全球大型企业的矿山增长乏力。Capstone 铜业公司旗下位于智利北部的 Mantoverde 铜金矿周三表示，其将向该矿工人提出新的薪资合同方案，此前该矿劳资双方关于新薪资合同的谈判破裂。2025 年以来，全球铜矿供应端干扰率陡增，矿山事故频发，经常性的生产中断和暂停导致年内铜矿产量预期不断下修，未来铜矿供给端干扰或维持常态化，铜矿产量增长长期受限。

供给压力减弱

2025 年 12 月铜矿加工费 (TC/RC) 已跌至零，市场预计 2026 年将面临 65-85 万吨的短缺。2026 年长单加工费定为 0 美元/吨，较 2025 年的 21.25 美元/吨大幅下滑，反映矿端供应紧张。至 12 月底进口铜精矿现货 TC 报价仍徘徊在 -40 美元/吨附近，冶炼厂利润受挤压。

全球铜矿面临品位下滑、投资不足与生产扰动等硬约束，而“零加工费”正迫使冶炼产能重构，加剧矿端紧张传导。1-11 月累计产量同比增加 128.94 万吨，增幅达 1.76%，核心驱动因素包括原料结构优化及副产品盈利弥补。原料端，废铜流向冶炼端的比例提升至 55%，同时冶炼厂通过大量采购阳极铜，有效降低了对铜精矿的依赖，缓解了原料供应压力。

进出口方面，海关总署数据显示 1-10 月累计进口量为 322.54 万吨，累计同比 -0.28%，其中 10 月精炼铜进口量为 32.31 万吨，同比 -22.10%。主要为刚果地区电力不稳定、硫酸供应不足以及港口拥堵等问题导致冶炼厂发运量下降。

废铜进口量将呈现边际收缩的趋势

在铜精矿紧张的大背景下，废铜成为原料端重要补充，形成一定弥补。根据 ICSG 预测，2025 年精炼铜产量预计增长约 3.4%，其中原生精炼铜产量（来自精矿和湿法冶炼）预计增长 3%，而再生精炼铜产量预计增长 4.5%。国内出台的《关于规范招商引资行为有关政策落实事项的通知》（发改体改【2025】770 号文），政策不确定性下原本依赖政策优惠获取低成本废铜原料的企业开始减停产，导致阳极板供应紧张。

海关总署统计，今年 1-10 月我国废铜进口总量达 189.5 万吨，累计同比增长 2.1%。2025 年中国废铜产业在“国内再生资源回收利用”与“进口渠道多元化”双轮驱动下，有效对冲了地缘政治和贸易政策带来的外部风险。在全球铜矿供应紧张的预期下，对废铜原料的争夺也将激烈。

“绿色革命”与能源转型的长期叙事

铜价处于历史高位区间，下游加工企业和终端厂商对当前价格接受度很低。买涨不买跌的心态在此刻失效，取而代之的是强烈的观望情绪。目前基本上都是刚需采购为主，仅满足生产所必需的刚性需求。企业普遍不会建立大规模的原料库存，而是按订单、小批量、多次数的进行采购，以规避价格风险。

2025年房地产开发企业房屋施工面积659890万平方米，比上年下降10.0%。其中，住宅施工面积460123万平方米，下降10.3%。房屋新开工面积58770万平方米，下降20.4%。其中，住宅新开工面积42984万平方米，下降19.8%。房屋竣工面积60348万平方米，下降18.1%。其中，住宅竣工面积42830万平方米，下降20.2%。

整体看下半年补贴重心转向服务业，汽车、家电的消费补贴力度减弱，房地产投资降幅扩大。近期“十五五”规划强调AI产业布局，单台AI服务器用铜18kg，单座10MWAI数据中心电力线缆耗铜超百吨，AI需求广阔为铜价提供强劲底部支撑。

关税预期改变贸易路径，精炼铜净进口量跌至八年新低

2025精炼铜进口量进一步下滑，出口量大幅增加，净进口量创下八年新低。海关数据显示，2025年12月精炼铜进口29.8万吨，同比下滑27%，全年累计进口382.83万吨，同比下滑5.26%，与进口下滑数据形成鲜明对比，2025年全年出口精炼铜78.89万吨，同比增长72.93%。

进出口

海关总署最新数据显示，2025年12月，中国出口未锻轧铜及铜材170202吨，同比增长117.0%；1-12月累计出口1667185吨，同比增长29.8%。2025年12月，中国进口未锻轧铜及铜材44万吨，同比下降21.8%；1-12月累计进口532万吨，同比下降6.4%。2025年12月，中国进口铜矿砂及其精矿270万吨，同比增长7.3%；1-12月累计进口3031万吨，同比增长7.9%。

2 结论

美委、美伊关系紧张，引发供应链中断担忧，市场为不确定性定价，铜价额外的“风险溢价”，使其金融属性显著增强。上期所近期连续出台风控措施，旨在抑制过度投机，引导市场回归理性。当前基本金属市场的核心特征是“宏观热、产业冷”。交易已不完全由实体供需决定，而更多由宏观情绪、风险溢价和资金博弈主导。

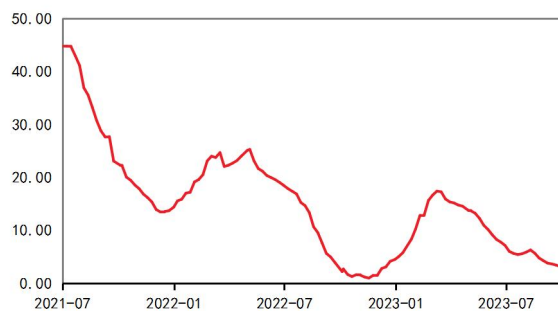
3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



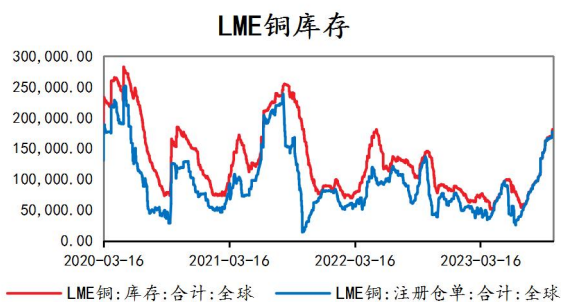
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



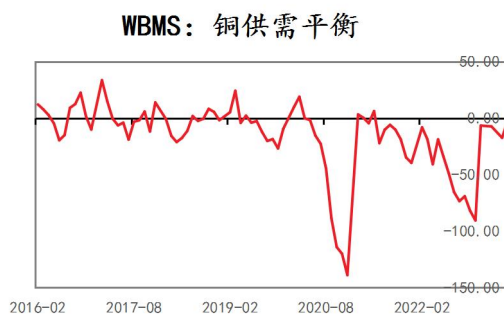
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



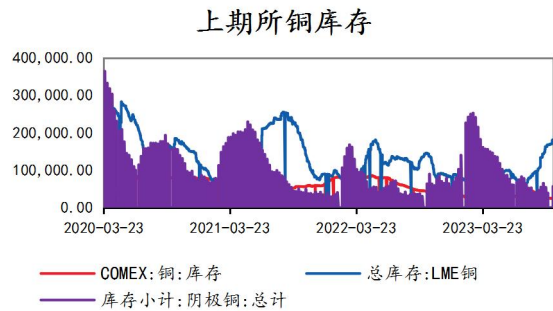
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



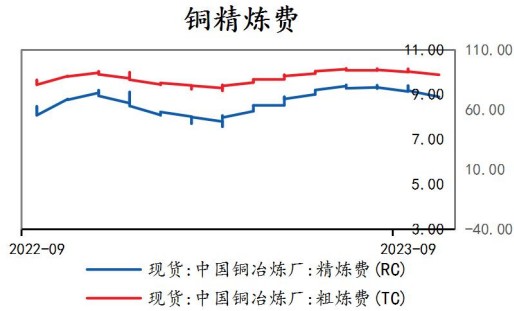
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌产业链供应宽松转为偏紧

自 2025 年初以来，全球锌矿山供应实现显著增长。根据 CRU 统计，在去年低基数背景下，今年前三季度全球矿山供应同比分别增长 7%、8% 与 5%。根据海外矿企三季度报告，Tizapa 矿山复产、Kipushi 矿山持续爬产，带动锌精矿产量环比提升，但部分矿山仍受停电、地震、原矿品位下降等扰动影响，Antamina、RedDog 等矿山产量出现显著下降。

国内方面，主要受到新疆火烧云、江西银珠山等新建矿山贡献增量，同时兰坪金顶及郭家沟铅锌矿扩建项目爬产亦带动小幅增量。SMM 数据：预计 2025 年国内锌精矿累计产量达 377 万吨，累计同比增 1.89%。随着全球锌精矿产量释放增速放缓，预计供需格局从宽松转向紧平衡。随着全球锌精矿产量释放增速放缓，预计供需格局从宽松转向紧平衡。

海关数据，2025 年 12 月锌矿砂及其精矿进口量 46.25 万吨，环比下降 10.87%，同比增加 1.15%；1-12 月累计进口量 533.05 万实物吨，累计同比增长 30.1%。受到货周期性影响，12 月进口矿到货减少。

高产量已经入阈值

目前年底长单谈判来看，预计加工费难有显著上行，目前市场对 26 年锌矿 TCBenchmark 预估再度下调，悲观预期甚至持平去年 80 美元/干吨的历史低位。

12 月份国内炼厂在加工费进一步下跌、内外比价短期无法修复的情况下，普遍选择了检修减产，11-12 月减量预估共达 4 万吨，超出市场原先预计的一季度减产时间点。据 SMM 数据，今年 1-11 月国内累计精炼锌产量为 628.15 万吨，同比增 10.69%，低于市场预期。

进出口方面，今年 1-10 月中国精炼锌进口量为 27.71 万吨，累计同比减少 26.63%。其中中国 10 月精炼锌进口量为 18836.76 吨，环比减少 16.94%，同比减少 67.38%。进口持续亏顺，进口窗口深度关闭，凸显内外市场强弱分化

需求端分析

锌价重心上行后，部分企业出货下滑，导致三大加工行业开工率小幅走弱，成品库存累库，企业谨慎采购。从镀锌板卷、压铸合金和氧化锌的周度产量数据跟踪来看，其绝对位置并不低。镀锌板卷的数据远高于去年同期，并且绝对位置已经来到 2018 年至今的同期次高位。作为用锌大头，受房地产下行拖累严重，新开工项目不足。虽有机场、高铁等大型项目支撑，但传统地产相关的脚手架、钢结构订单惨淡。多数镀锌厂订单仅维持刚需，成品库存偏高，利润微薄。下游各环节，从镀锌厂到锌合金压铸厂，都面临订单不足和利润微薄的问题，行业竞争异常激烈。压铸合金的产量数据也已经来到接近历史同期最高位的水平，环比增量不明显是因为季节性因素。氧化锌是初端消费中表现最弱的部分，但同样基本与去年同期重合，基本没有形成拖累。

1GW 装机耗锌 600 - 1100 吨（支架、汇流箱、逆变器壳体），2026 年全球新增光伏耗锌预计 35 万吨，占当年全球锌需求 2.6%，但增速仅 -9%（中国装机峰值已过），贡献负增量。

11月，汽车产销分别完成353.2万辆和342.9万辆，环比分别增长5.1%和3.2%，同比分别增长2.8%和3.4%。1-11月，汽车产销累计完成3123.1万辆和3112.7万辆，同比分别增长11.9%和11.4%。汽车市场延续良好表现，企业抢抓政策窗口期，生产供给依然保持较快节奏，在高基数基础上，产销环比、同比均实现增长。

2 总结

当前锌价上涨主要受宏观情绪与资金轮动推动，与基本面逐步脱节。价格短期内涨幅过大过快，已积累较高情绪溢价，以消化库存为主，随着春节临近，中小型企业已陆续进入放假节奏。近期走势剧烈，呈现出宏观叙事与产业基本面“冰火两重天”的局面，波动率维持高位。

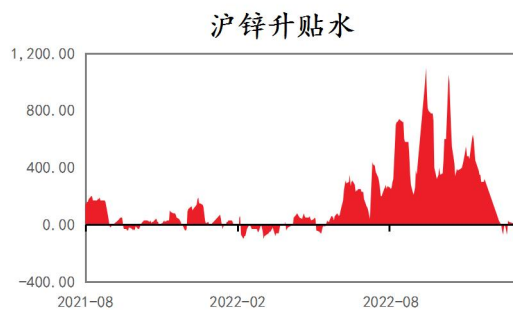
3 锌期货现货数据

图表 18: 锌产量



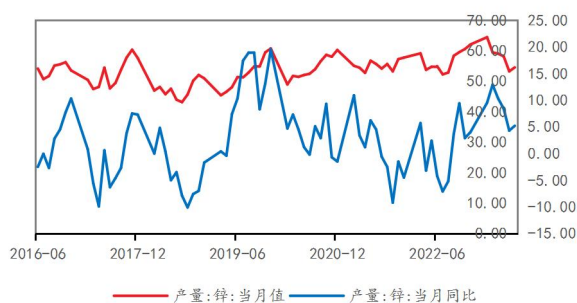
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19: 沪锌升贴水



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 铁矿石定价逻辑步入“买方时刻”

BHP 创纪录的产量与价格让步并存，揭示了其经营策略的重大修正。在过去的上行周期中，矿山通过控制发货节奏维持现货高溢价；但在当前中国房地产新开工与施工面积双降的宏观背景下，维持高价的边际收益已低于销量下滑带来的边际损失。特别是考虑到 BHP 正处于向钾肥和铜等“未来商品”转型的资本开支高峰期（如：Jansen 项目成本超支 20%进一步加剧了资金压力），铁矿石作为集团唯一的“现金奶牛”，其流动性与回款确定性被置于利润率之上。接受 CMRG 的价格条款，本质上是通过牺牲部分短期溢价，换取在中国市场的长期通道安全与现金流稳定。

深层逻辑在于供给侧的“囚徒困境”。随着 2026-2027 年西芒杜项目投产预期的逼近，全球铁矿石成本曲线左侧将面临拥堵。BHP 此时利用其仅次于力拓的低成本优势，通过价格战主动压低市场水位，意在提前挤出印度、伊朗及部分国产精粉等高成本非主流矿山。这种“抢跑”策略打破了四大矿山长期以来的默契均衡，迫使淡水河谷（Vale）和 FMG 等竞争对手在“保价丢量”与“降价保量”之间做出艰难选择，行业竞争将由增量分享转变为存量厮杀。

BHP 的让步信号将对黑色系商品产生深远的定价传导。首先，铁矿石绝对价格的坚固性被打破，原本由非主流矿山边际成本支撑的底部逻辑失效，价格重心将进一步下移。其次，对于下游钢厂而言，原料成本的塌陷在短期内可能修复吨钢利润，但在需求缺乏弹性的长周期下，成本下移往往最终会传导至成材价格的下跌。

2 铁水中性偏强，板材韧性去库，螺纹累库加速

从供应端来看，整体压力呈中性偏强态势。全国 247 家钢厂高炉产能利用率持稳于 85.47%，日均铁水产量虽微降至 227.98 万吨，但依然坚守在 228 万吨的平衡线附近，而在春节临近的背景下，独立电弧炉产能利用率顺势回落至 55.71%。值得注意的是，五大品种钢材总产量不降反升，环比增加 0.4%至 823.17 万吨，出现结构性调整：热卷产量增幅最大，录得 1.2%的增长，螺纹钢产量微增 0.1%，中厚板产量则有所回落。在钢厂盈利率回落至 39.39%的背景下，成材产量的稳中有升显示出钢厂在节前并无大幅减产意愿，供应弹性依然存在。

从库存来看，五大品种总库存环比增加 1.7%至 1278.51 万吨，累库通道保持畅通，但内部结构出现分化。螺纹钢累库压力陡增，总库存大增 5.2%（+23.43 万吨），其中社会库存激增 7.7%，而钢厂库存几无变化，这种货源从钢厂向贸易环节的快速转移，在终端需求下跌的背景下，更多反映了冬储协议下的被动接货行为。相比之下，热轧板卷展现出较强的基本面韧性，在产量增加的情况下，总库存逆势下降 0.6%，且实现了社库与厂库的双降。

需求端来看。五大品种周表观消费量降至 801.74 万吨，环比下降 1.0%。具体来看，螺纹钢表需进一步滑落至 176.40 万吨，季节性停工导致建筑用钢需求处于冰点；而热轧板卷表需录得 311.41 万吨，环比不降反升。

综合来看，钢市基本面偏弱。螺纹钢当前面临“供稳、需弱、库激增”的三重压力，累库斜率

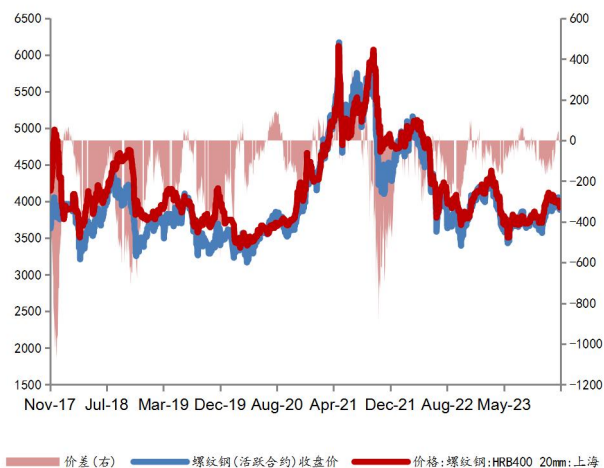
的陡峭化将持续压制其节后估值上限；而热卷得益于低库存与需求的韧性，供需矛盾尚不突出。我们认为，在市场乐观情绪持续性存疑的背景下，短期内基本面对盘面价格仍起到压制作用。

3 小结

上周监管部门暂停房企“三条红线”月报，标志着严格的杠杆管控出现实质性松动，这一变化标志着自2020年以来实施的严格杠杆管控出现了实质性松动。这与月初《求是》杂志发表的地产文章精神一脉相承，市场对地产政策也充满期待。尽管如此，从供需上来看，钢市基本面偏弱，螺纹更是面临“高供应、库激增、弱需求”的三重压力。短期内对盘面价格仍起到压制作用，但需关注地产相关政策的持续性。

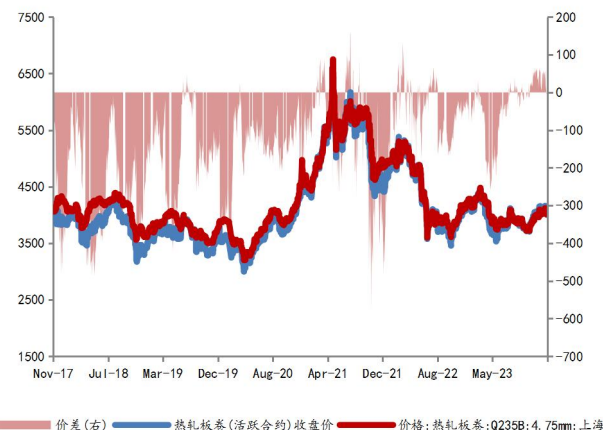
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



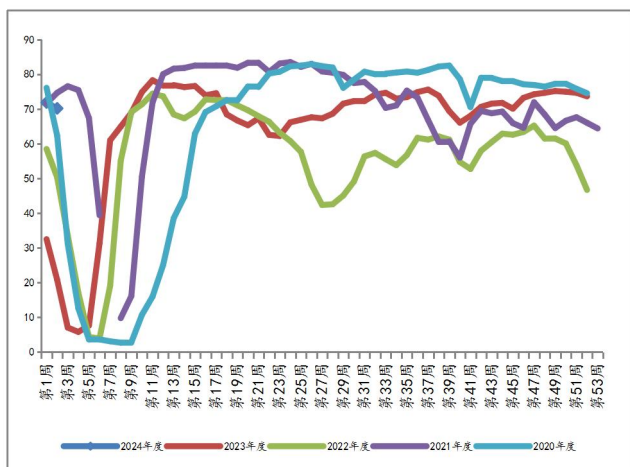
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



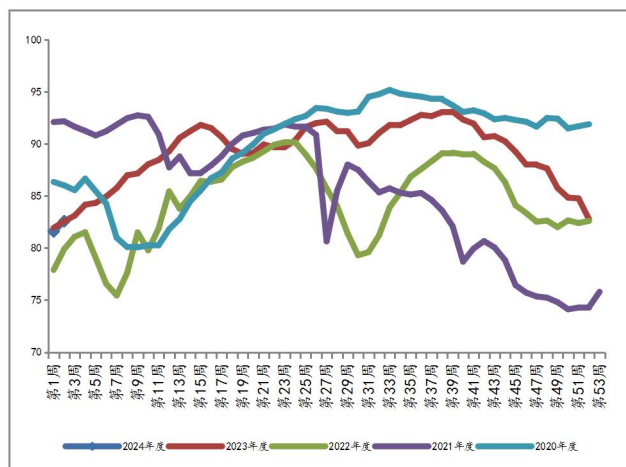
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



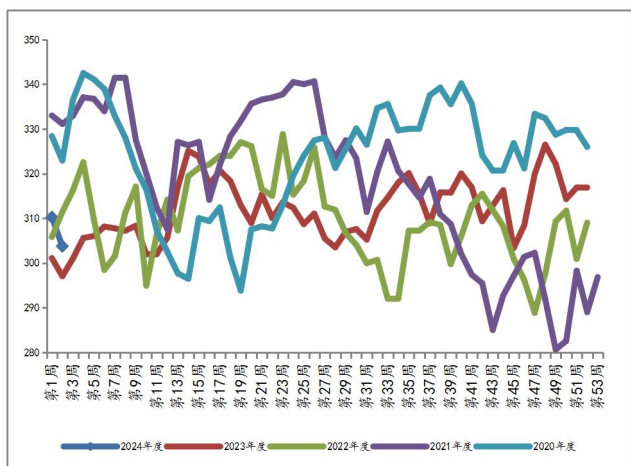
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



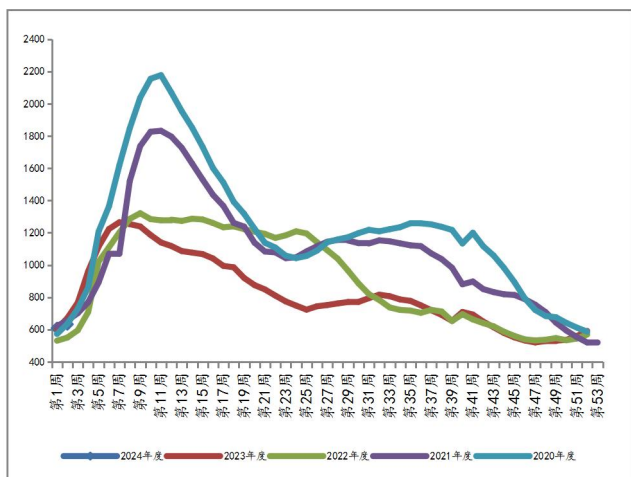
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26: 螺纹钢: 建筑钢材钢铁企业: 实际产量 (周)



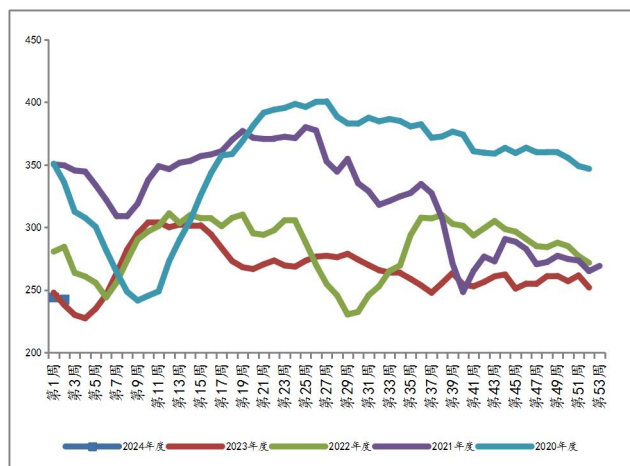
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 28: 螺纹钢: 总库存: 中国 (周)



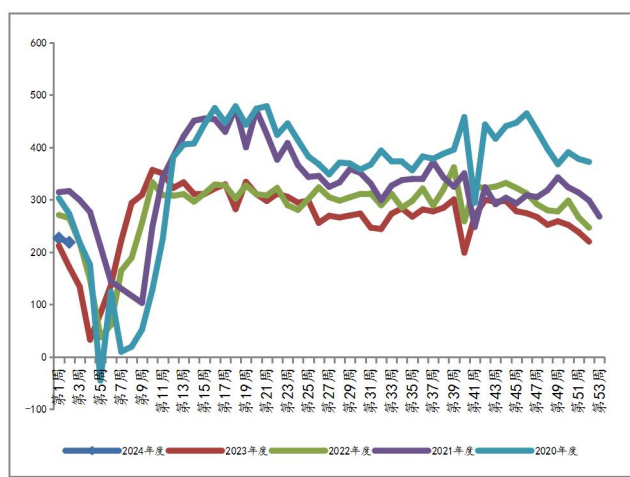
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

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 三大机构严重分歧

三大能源机构国际能源署（IEA）、美国能源信息署（EIA）和石油输出国组织（OPEC）对2026年全球原油市场供需平衡前景的预测出现明显分歧，结论关于“严重过剩”还是“接近平衡”莫衷一是。

站在买方立场的IEA预计，2026年上半年全球原油供应过剩将超过400万桶/日，全年平均过剩敞口高达370万桶/日。

EIA的预测相对不那么悲观，估计2026年全球原油供应过剩逾280万桶/日，其中一季度峰值可能达到350万桶/日以上。

最大卖方OPEC则乐观地认为，2026年全球原油平均过剩量仅有约60万桶/日，市场将趋向于供需再平衡进程。

造成上述分歧的原因在于，三大机构对能源需求增长前景的判断上，存在着长期积累的历史性差异。OPEC报告显示，自2023年大流行结束以来，全球原油需求年均增长率为1.3%，与2020年之前的长期趋势基本一致；EIA测算的需求年均增长率略低在1.2%；IEA评估2023-2026年原油需求增长率仅为0.9%，大幅低于历史平均水平。

在多重复杂因素扰动的情景下，主流权威机构报告观点相互龃龉，增加了对油价走势的判断难度，宜谨慎观望不妄加猜测。

2 地缘政治炒作正盛

风险情绪带动下国际原油明显走强，交易者开始重新评估地缘政治和供应扰动的中短期影响。

推动本轮油价上涨的核心逻辑无外乎中东局势再度紧张，参考2018年和2025年的历史经验，伊朗问题牵动原油市场的敏感神经，军事打击就意味着风险溢价。美国总统特朗普威胁道，美军正在加强伊朗周边的部署；沙特王储萨勒曼表示，不允许任何一方利用沙特领土攻击伊朗；相关表态透露出美伊冲突已经箭在弦上，刺激了市场对潜在供应中断风险的担忧。

此外，市场普遍接受的过剩预期遭到局部扰动。冬季寒潮横扫美国中东部，令该国脆弱的电力系统承压，导致部分油田和炼厂无法正常运行，若寒冷天气持续或将促使短期去库；哈萨克斯坦最大油田Tengiz发生火灾和停电事故，间接造成欧洲市场供应收紧。严密关注伊朗局势最新动态，应对油价波动加剧风险。

3 海湾局势风高浪险

现阶段，原油交易逻辑在长期供应过剩和短期地缘风险之间反复拉扯。

自2025年6月之后，波斯湾地区再次被战争阴影笼罩，美军航母打击群已抵达中东并开展行动，伊朗武装力量宣称已进入全面戒备状态。

伊朗目前是 OPEC 第三或第四大产油国，其供应稳定性牵动国际原油市场神经。近年来伊朗原油产量持续回升，2025 年 11 月统计在 322 万桶/日，但近期受美国严厉制裁和长臂管辖，伊朗海运原油出口周发货量降至 100 万桶/日以下，近四周均值约在 135 万桶/日。

伊朗原油出口市场高度集中在亚洲地区，若该国面临供应中断风险，中国、印度等买家将被迫转向沙特、俄罗斯等国寻求进口替代来源。伊朗不仅是主要原油输出国，还扼守着世界油阀霍尔木兹海峡，沙特、阿联酋、伊拉克约 70% 的海运原油以及卡塔尔天然气都要经由此处出口。

根据以往经验，若伊朗局势未能造成实质性供应扰动，则事态缓和后原油溢价将快速挤出，然鉴于特朗普当局的系列行径，我们提醒交易者重视地缘政治可能引发油价剧烈波动的风险。

4 对俄严厉制裁生效

欧盟针对俄罗斯原油炼制产品的进口禁令于 1 月 21 日正式生效，将对欧洲能源市场产生一定的结构性影响。欧盟新增的制裁条款明确规定，禁止成员国采购、进口或转运俄罗斯原产炼制成品油，这是自 2022 年欧盟制裁俄罗斯以来，在能源领域的一项重大升级措施。

事实上，在欧盟首次颁布进口禁令和价格上限后，俄罗斯原油仍可通过非欧美炼油厂加工成制品，再经由复杂的贸易链条大量流入欧洲市场。随着最新禁令生效，欧洲原油及油品来源将受到严格审核，俄罗斯原油借第三方变相回流的行为将被遏止。业内人士表示，这项禁令对欧洲不同区域的影响显著分化，西北欧地区已建立成熟的替代性采购渠道，而依赖土耳其-罗马尼亚能源走廊的东南欧则面临供应链中断风险。

本事件已经提前被市场消化，但其表明西方对俄制裁松绑尚远，无需过度交易俄罗斯供应回归的潜在利空。

5 累库预期压制仍存

原油市场基本面累库加速和地缘政治局势升温并存，但从油价表现来看显然是被情绪牵着走。

正常若没有黑天鹅事件冲击，原油市场在每年 2 月开始交易春季累库预期，一季度通常是油价走势相对偏弱的阶段。当前成品油需求进入全年淡季低谷，美国和中国炼厂集中检修也将陆续启动，此时原油价格对库存变化较为敏感。美国能源信息署（EIA）发布的周度数据，特别是美国商业原油库存，是国际原油市场最重要的高频指标之一，近期报告显示季节性累库预期已经逐步兑现。

不过，随着美国在伊朗周边地区军事部署到位，美伊爆发冲突的可能性与日俱增，风险情绪和资金炒作推动原油地缘溢价大量注入，基本面边际失衡的影响被极大削弱。我们认为，在高供应弱需求背景下原油走势依然承压，中长期过剩加剧矛盾难以证伪，宜等待地缘风险出尽后的溢价修正机会。

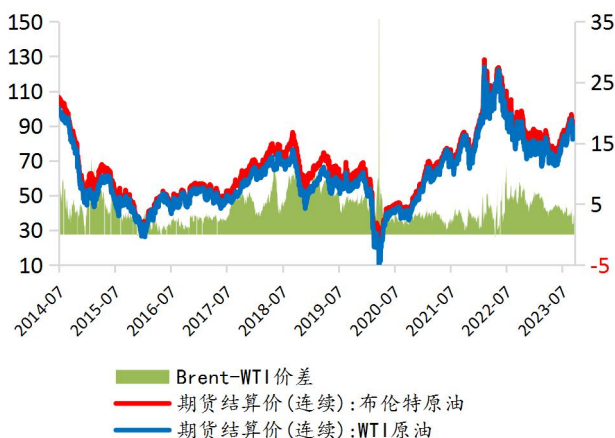
6 熊市周期曳尾涂中

展望 2026 年，在排除黑天鹅事件的假设下，全球原油市场格局仍将以供需过剩为基调，且宽松程度预计将进一步加大。现阶段原油基本面形势为：供应持续增长，需求平稳波动，地缘时

有反复，随着供需关系从弱平衡迅速转向宽松，将对中长期油价构成沉重的下行压力，在关键性事件释放出明确信号指引之前，油价大概率处于“吾将曳尾于涂中”的状态。参考主流机构评估，Brent 基准原油价格重心在 2025 年四季度降至 62-63 美元/桶左右，预计 2026 年继续向下考验 60 美元大关。不过，低油价将会是过剩最好的解药，最终或引发上游主动收缩，从而令供需矛盾得到纾解。

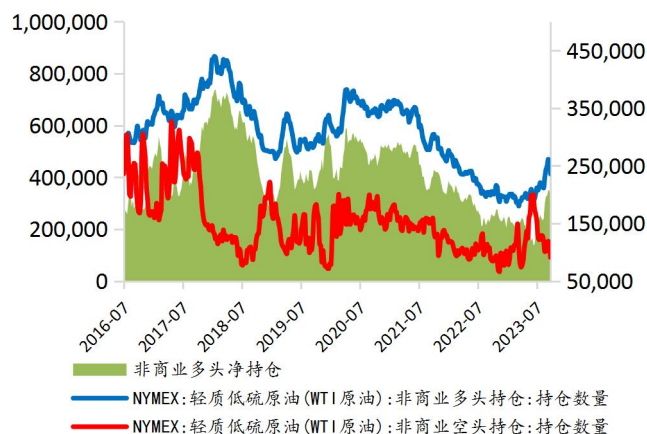
7 原油期现数据

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



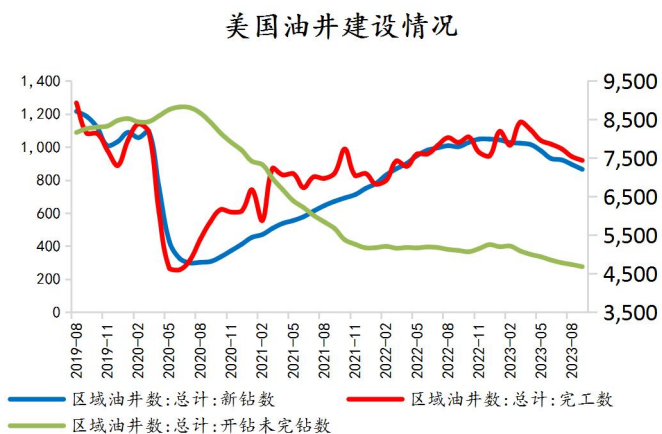
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



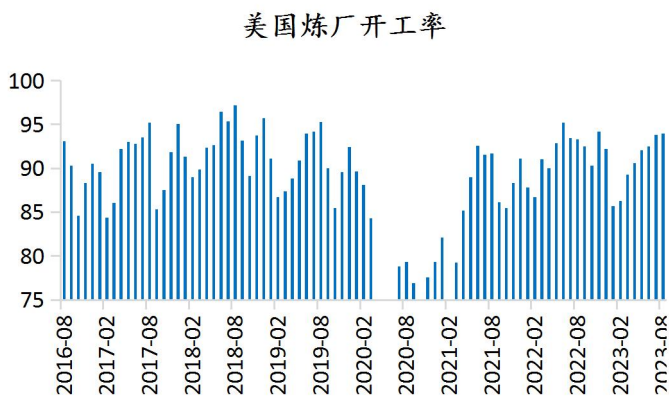
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



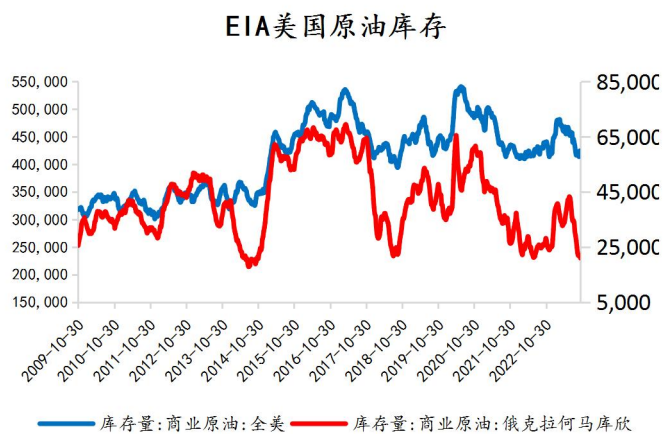
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



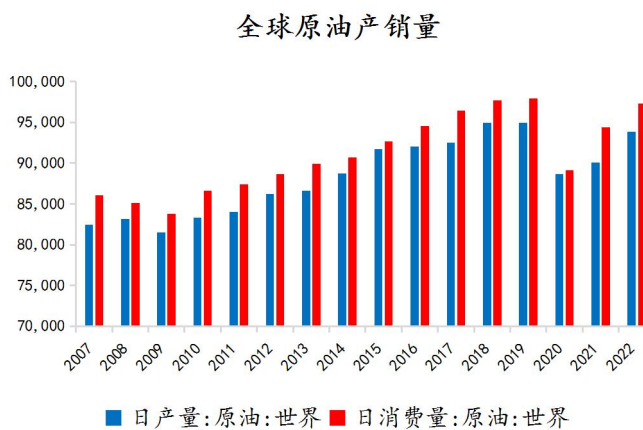
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 年度整体供大于求

ANRPC 最新发布的月度报告显示，全球天然橡胶市场整体仍延续供大于求的现状。

ANRPC 统计：2025 年 11 月，全球天然橡胶产量为 147.4 万吨，同比减少 2.6%，环比下降 1.5%；全球天然橡胶消费量为 124.8 万吨，同比减少 1.4%，环比下滑 0.9%。1-11 月，全球天然橡胶产量累计同比增长 2%至 1337.5 万吨，消费量累计同比下降 1.7%至 1393.2 万吨。

ANRPC 预计：2025 年全球天然橡胶产量料增加 1.3%至 1489.2 万吨；其中，泰国+1.2%、马来西亚-4.2%、印尼-4.3%、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料增加 0.8%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%、印尼-19.3%、越南+1.5%、柬埔寨+110.3%、斯里兰卡+6.7%、其他国家-3.5%。

2 泰国对华出口激增

东南亚方面，泰国东北部和越南中北部地区进入低产季，泰国南部主产区向减产期过渡，产业链呈上游主动补库、中游被动累库格局，天然橡胶市场进出口环节压力仍存。

泰国海关数据显示，2025 年泰国天然橡胶（不含复合橡胶）出口量合计 266.9 万吨，较上年下降 5.3%。分胶种来看，其中标胶出口 147.8 万吨，同比-16%；烟片胶出口 43.8 万吨，同比+24%；乳胶出口 73.5 万吨，同比+8%。

在狭义天然橡胶出口量整体下降的情况下，2025 年泰国出口至中国天然橡胶数量为 106 万吨，仍较上年大幅增长 18%。由于中国对天然橡胶类目征收进口关税，除转口加工贸易外，内销轮胎制作原料主要为混合胶，其因免税成为中国进口量最大的橡胶品种。2025 年泰国混合胶出口量为 175.3 万吨，较上年大增 25%，绝大部分出口到中国市场。

综合来看，2025 年泰国广义天然橡胶出口量总计 442.2 万吨，较上年增加 4.9%，中国贡献了最主要的进口增量。预计 2 月春节过后，泰国旺季出口货源将集中到港，青岛地区累库对沪胶期货盘面构成压力。

3 供应压力层级传导

随着供应压力沿进出口-库存链条逐渐兑现，天然橡胶期货走势呈季节性回落。

海关总署公布的数据显示，2025 年 12 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 95.3 万吨，同比增加 18.45%，环比上升 20.62%；2025 年中国橡胶进口总量共计 852.5 万吨，较 2024 年的 730.3 万吨大幅增长 16.7%。

截至 1 月中下旬，中国天然橡胶社会库存总量为 127.3 万吨，环比增加 1.7 万吨或 1.3%；其中，深色胶社会库存增加 1.7%至 85 万吨，浅色胶社会库存增加 0.6%至 42.3 万吨。

截至1月下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存量合计58.45万吨，环比上期微幅减少0.04万吨或0.07%；其中，保税区库存下降5.03%至9.45万吨，一般贸易库存增加0.95%至49万吨。

由于橡胶轮胎行业春节前备货需求增加，短期下游厂商提货较为积极，因此最新库存数据显示增速放缓，至少累库节奏未出现明显加速迹象。然而结合进口船期和季节性规律，推测一季度青岛港口仍将整体维持累库趋势，对胶价上涨空间构成限制。

4 需求转淡支撑不足

客观地，天然橡胶下游需求季节性表现尚可，轮胎产线保持稳定未见明显下滑，但对基本面预期改善有限，不足以支撑胶价上涨趋势。

下游来看，1月中旬，山东橡胶轮胎企业全钢胎样本开工负荷为62.84%，同比+2.78%，环比+2.30%；国内橡胶轮胎企业半钢胎样本开工负荷为74.35%，同比-4.09%，环比+6.35%。终端来看，12月中国汽车市场产销量分别为329.6万辆和327.2万辆，同比下降2.1%和6.2%，环比下降6.7%和4.6%；2025全年，中国汽车市场产销量分别完成3453.1万辆和3440万辆，较上年增长10.4%和9.4%，产销量再创历史新高。

在旺季放量的同时需求转弱，导致流通现货消化偏慢，青岛港口库存持续累积，缺乏基本面支撑的情况下，预计节后胶价大概率涨少跌多。

5 合成橡胶成本驱动

目前天然橡胶基本面多空因素并存，行情更多受商品炒作氛围和丁二烯橡胶走强提振，而丁二烯橡胶上行驱动主要来自原料丁二烯成本支撑。

2025年12月，市场对丁二烯进口增长预期较为充分，而近期缺乏新的进口成交，且国内资源向韩国出口打开，令现货市场报盘逐渐抬升。在未来进口压力缓解的同时，丁二烯下游产品加工利润得到改善，较高的开工率提振了刚性需求。

虽然丁二烯市场表现相对强势，但丁二烯橡胶供应持续增加，需求增量相对有限，下游轮胎企业原料采购意愿不佳，实际成交多在中间套利环节，现货库存累积的弱现实背景下，单靠丁二烯很难带动BR盘面共振式上涨。

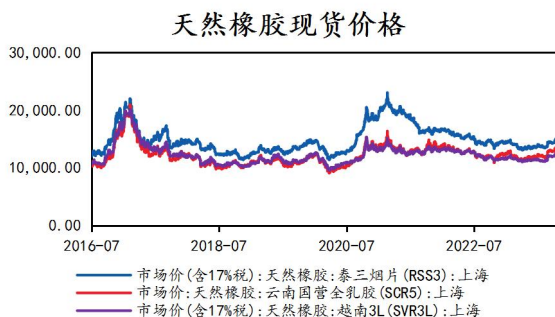
综上，在丁二烯预期向好的利多驱动下，丁二烯橡胶主要趋势已脱离底部，但估值修复后受自身基本面制约，加上2月春节前后为传统淡季，BR期货行情有阶段性调整需要。

6 周期重拾上升大势

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。

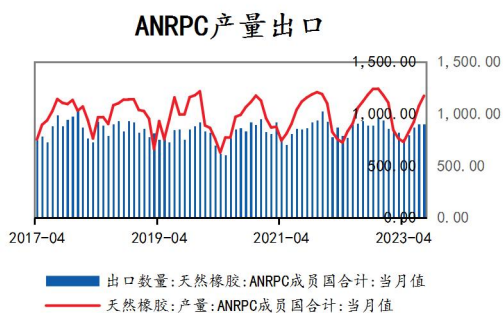
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



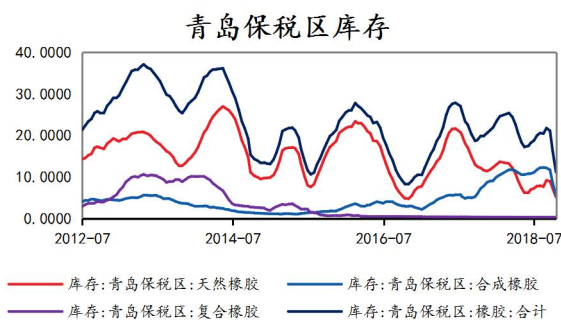
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 41: 青岛保税区库存



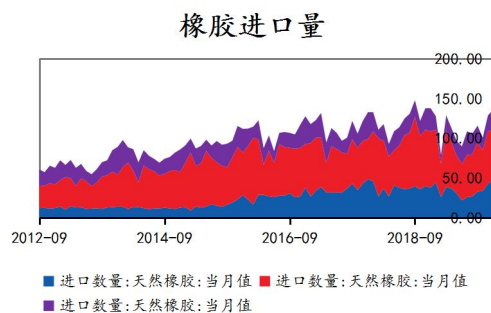
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



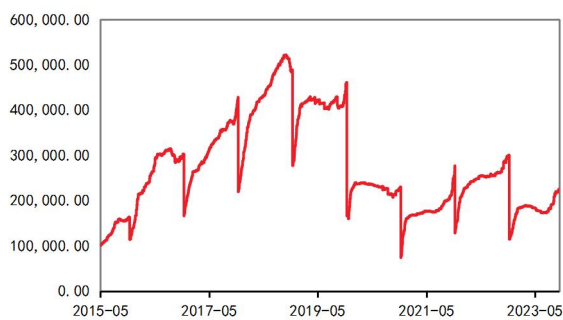
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



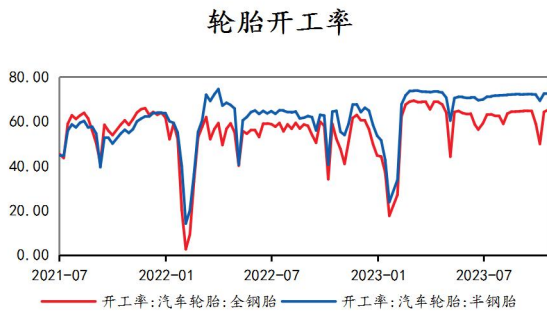
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



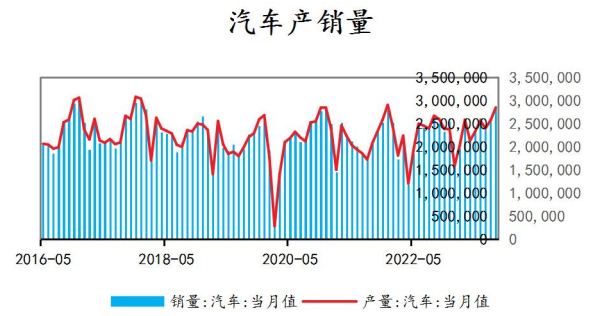
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：阿根廷天气现隐忧，国内豆类市场先扬后抑

1 外部豆类市场分析

阿根廷旱情持续，减产担忧提升美豆抗跌性

随着南美大豆陆续进入生长关键期，市场对南美天气的关注度日益提升。布宜诺斯艾利斯谷物交易所(BAGE)在其周报中指出，截至1月22日，阿根廷大豆优良率从一周前的61%降至53%，评级差劣的作物比例上升至13%。由于未来一段时间仍将持续干旱，土壤湿度和作物评级趋势可能会加剧，甚至可能加速。阿根廷每年大豆出口量虽不大，但该国是全球最大的豆粕和豆油出口国。阿根廷大豆产量受损，将降低该国豆粕和豆油对国际市场的供给能力，从而间接推升国际大豆价格。

巴西大豆收割压力初显，产量前景保持乐观

巴西大豆正处于收割初期，大豆产区天气整体正常，持续提振丰产前景。咨询公司AgRural表示，截至1月23日，巴西大豆收割完成率为4.9%，高于去年同期的3.9%。该机构还将巴西大豆产量预估值调高到1.81亿吨，高于之前预估的1.804亿吨。美国农业部在1月供需报告中预计巴西大豆产量为1.78亿吨。随着巴西大豆收割提速，1月该国大豆出口有望达到300万吨，去年同期出口量仅为100余万吨，预计2月份巴西大豆出口能力将显著提高。

马来西亚棕榈油供需基本面向好，印尼收紧棕榈油产业政策

据船货检验机构估计，马来西亚1月1-25日棕榈油出口环比增幅在7.97%-9.97%。南部半岛棕榈油压榨协会(SPPOMA)公布的数据显示，1月1-25日马来西亚棕榈油产量环比下降14.81%。马来西亚棕榈油产量下降、出口增加有助于缓解1月底库存压力。此外，印尼以违反环保规定为由撤销28家企业许可证，今年可能再征用400万至500万公顷棕榈油种植园，并将从3月1日起上调棕榈油出口专项税税率。减产预期叠加刚需支撑，降低印尼取消B50计划的影响。

2 国内豆类市场分析

多重利多涌现，国内豆油市场大幅冲高

自上年12月下旬以来，国内豆油市场结束此前偏弱行情逐渐企稳回升。本周，国内豆油市场先涨后跌宽幅震荡。周初，国内豆油市场承接外盘强势连续上涨，豆油2605期货合约一度突破去年8月技术高点创出合约新高，周五受获利盘减持拖累出现大幅回调。本轮豆油市场大幅上涨是国内外多重因素共振结果。美国政府计划于今年3月初最终确定2026年度的生物燃料强制掺混配额。市场预计美国生物基柴油的目标将较2025年实现跃升。美国豆油需求炒作持续升温，CBOT豆油市场保持强势运行。中东局势紧张，国际原油大涨，国际植物油市场买盘活跃，地缘政治的外溢效应不断向油脂市场投射。从国内市场看，机构发布的数据显示，上周国内三大油脂库存继续下降，其中豆油库存降至114.04万吨，周度下降6.88万吨。需求旺季叠加库存连降，也为豆油期货反弹提供支撑。

库存连降支撑粕价抗跌，供应压力后降低粕价反弹持续性

近日，受油厂周度大豆压榨量连续下滑影响，豆粕产出整体下降，同时节前备货需求回暖，豆粕库存降速加快为粕价抗跌提供支撑。据统计，截至上周末，国内豆粕库存量为90.68万吨，周度减少4.12万吨。此外，阿根廷大豆产区旱情持续引发减产担忧，美豆上涨在成本端提升粕价抗跌性。巴西大豆一直是中国进口大豆的主要来源地，该国大豆保持创纪录产量预期，中方在完成1200万吨美豆采购计划后，随着巴西大豆出口能力提升，中方将集中采购巴西大豆。

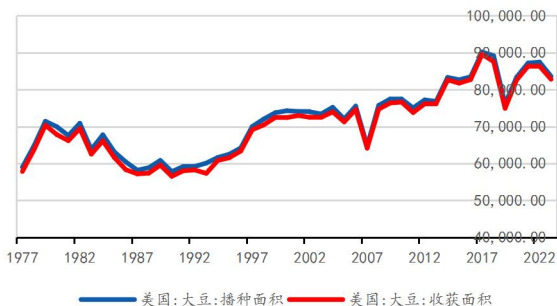
此外，中国压榨厂已订购了未来几个月内装运的加拿大油菜籽，预计从3-4月开始陆续装船发运。整体来看，在巴西大豆、美国大豆和加拿大菜籽订单陆续落实后，国内蛋白粕市场将保持供应宽松预期，粕类期货市场上行驱动较为有限。

3 油脂油料市场展望

南美大豆陆续进入生长关键阶段，阿根廷持续旱情引发一波天气炒作，暂缓巴西大豆收割压力。由于巴西大豆增产预期强劲，可在一定程度上对冲阿根廷减产，巴西仍是稳定全球大豆供应的主导力量。除基本面因素外，国际局势动荡，尤其是美伊剑拔弩张，其外溢影响深远，涉及地区能源安全以及重要物资供应链安全等多个方面。市场情绪将继续受到相关事态发展的影响，系统性风险对近期大宗商品市场的影响显著提升。在美豆市场缺少持续型上涨动力下，国内豆粕市场的阶段性反弹行情随时可能中断。国内油脂市场的反弹节奏因系统性风险而受阻，随着节前需求回落以及获利回吐压力升高，国内豆油和棕榈油承压回调的概率明显增加。豆一期货市场运行相对独立，本轮反弹行情得到了需求端的配合，价格交易重心得到提升，待回调压力得到释放后仍具备上行潜力。

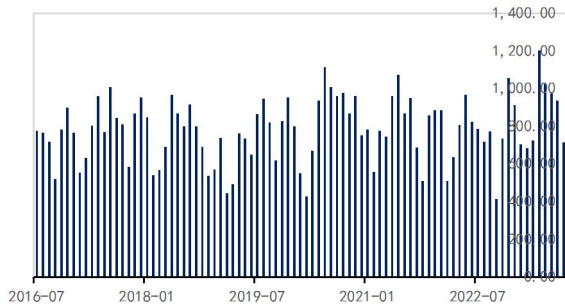
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



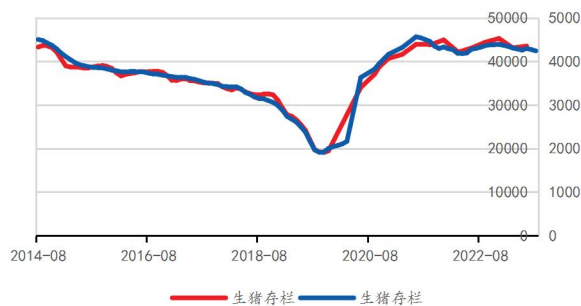
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



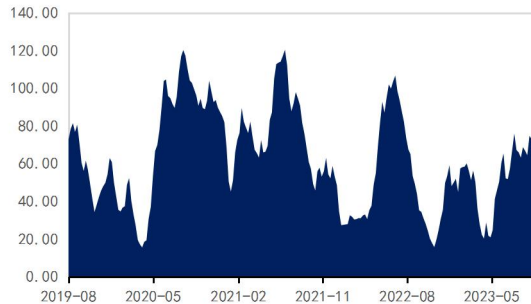
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

地址：深圳市南山区粤海街道海珠社区科苑南路2801号中金大厦1101

电话：0755-82912900

