

中金财富期货策略周报（2023年第31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

刘绅

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：我们认为美伊第二轮谈判达成协议的难度依然较大，目前已经升至历史高位的美股，以及跟随回升的贵金属和有色等品种，一旦遭遇地缘政治走向未朝着最乐观的方向发展，存在回落的风险。

股指期货：美股持续大涨，已经完全淡化了美伊冲突的影响，其核心支撑在于AI硬件板块带来的企业盈利增长，但是这些利润来自私募信贷的驱动，所以美股的盈利增长主要来自债务驱动，但是目前美股处在“AI硬件收入提升，债务问题未暴雷”的黄金时代，美股持续走强，带动全球股市跟随，创业板就是典型表现，建议尊重市场情绪，但是要提高止盈设置。

铜：市场情绪大幅好转，铜价继续高位运行。受原料短缺，检修力度或超预期，4月电解铜预估产量降至117.31万吨，环比下滑2.7%。冶炼厂挺价惜售情绪强烈，现货市场流通货源。硫酸出口限制及硫磺供应链风险引发市场对湿法铜减产的担忧，硫酸供给偏紧成为新的供应扰动因素。目前市场情绪引导价格走势，市场呈现典型的“期现背离”特征，短期维持高位震荡。

锌：近期国内锌精矿加工费维持在低位，进口加工费则呈加速下行趋势。不过，受益于副产品硫酸价格高位运行，冶炼环节仍保有可观利润，产量维持较高水平，国内锌供应整体偏宽松。需求方面，镀锌管企业受贸易商补库带动，订单表现较好；而压铸锌合金消费不及预期，华东及华南地区企业多以执行前期订单为主，终端新订单跟进不足。短期市场情绪有所回暖，推动锌价重心上的移，预计外盘走势将强于内盘。

钢材：3月钢材出口同比大幅回落12.6%，一季度累计下滑9.9%。随着出口许可证制度的影响的不断深化，叠加人民币汇率潜在的升值趋势压制，钢材出口从需求增量转变为拖累项。在内需复苏承压的背景下，外需减量将加剧盘面基本面压力。

原油：美伊以战争正在酝酿出第四次石油危机，原油市场核心矛盾已经从传统的基本面估值暂时完全转向地缘风险定价，主流机构大幅上调未来油价预期。接下来伊朗局势或有两种演绎路径：一是特朗普宣称打赢顺势TACO，航运恢复令原油化工全线冲高回落；二是转入全面战争和长期冲突，油价持续维持高位高波动模式。未来美伊以战争的发展将会决定接下来的市场走向，多空将围绕霍尔木兹海峡通航展开博弈，只要中东局势的不确定性持续存在，市场就会不断对风险溢价进行修正。

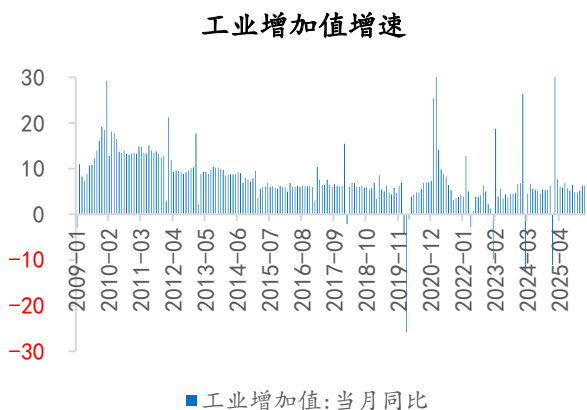
油脂油料：2026年美国大豆播种稳步推进，天气预报显示，未来两周，美国中西部地区部分时段的干燥天气应能加快作物播种进度。巴西大豆收割近尾声，创纪录产量压力将持续释放。阿根廷大豆开始收割，产量评估稳定在4800-4850万吨。随着市场关注点从南美向北美切换，美豆产区天气对豆价的影响力将逐步提升。2026年美豆面积预增，在正常天气条件下，全球大豆供给宽松格局将随美豆增产而进一步深化。国内进口大豆步入季节性增长周期，供需双弱有望转向供强需弱，粕价上行压力依然较大。中东局势对豆类市场的外溢效应弱化，美豆在供给压力下缺少上行驱动。马来西亚棕榈油供强需弱，市场对生柴需求的关注度下降，棕榈油市场仍面临下行压力，并对整个油脂盘面形成弱势拖累。豆一期货市场独立反弹行情遭遇回吐压力干扰，中储粮调控节奏仍是影响近期豆价走势的关键。由于内外大豆价差再度拉大，高价对需求的抑制效应也将提升，豆一期货市场单边上漲的基础不牢，不宜过度乐观。

目录

周度策略：一季度经济“开门红”，但呈现结构分化.....	- 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 内生动能仍待加强.....	- 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 一季度房地产投资延续承压，销售降幅边际收敛.....	- 14 -
2 铁水供给高位企稳，终端去库边际加速.....	- 14 -
3 小结.....	- 15 -
4 钢材期货现货数据.....	- 15 -
原油.....	- 17 -
1 现货溢价危机加深.....	- 17 -
2 停火谈判前途多舛.....	- 17 -
3 反复切换情绪脱敏.....	- 17 -
4 时间站在多头一边.....	- 18 -
5 多空交易举步维艰.....	- 18 -
6 地缘政治占据主导.....	- 18 -
7 原油期现数据.....	- 19 -
油脂油料：美豆维持震荡，国内油粕表现偏弱.....	- 22 -
1 外部豆类市场分析.....	- 22 -
4 油脂油料市场主要数据.....	- 23 -

重要经济指标概况

图表 1: 国内工业增加值增速



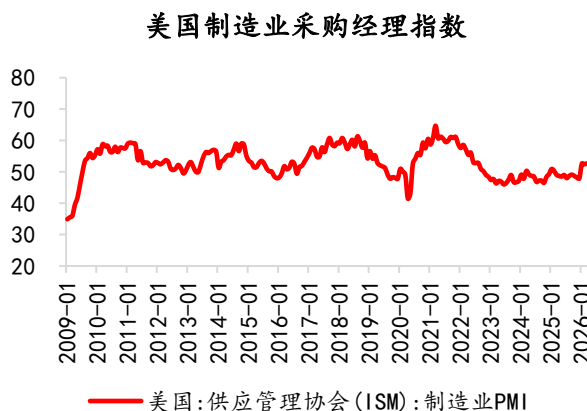
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 3: 中国居民消费价格指数



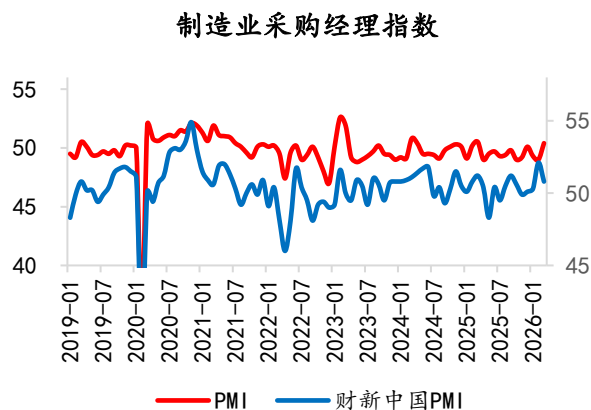
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



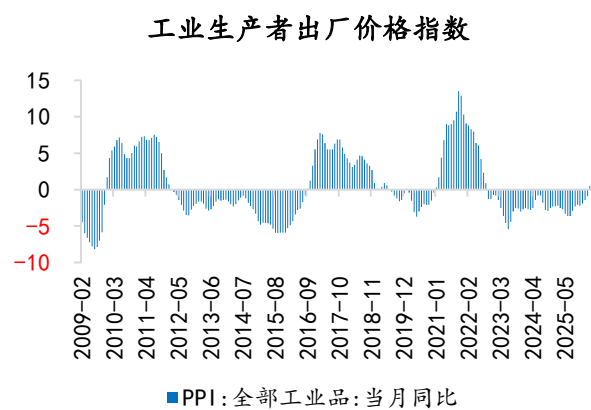
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



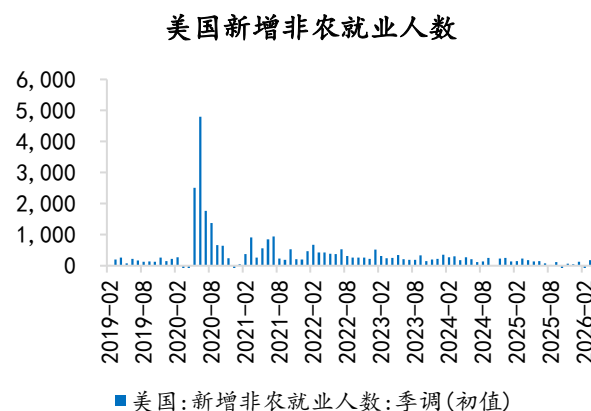
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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：一季度经济“开门红”，但呈现结构分化

一季度实际 GDP 增速超预期，主因出口强劲、基建和制造业投资好转。在伊朗冲突带来的成本冲击下，价格有所回升、但总体仍在低位，因此名义 GDP 增速明显回升，但继续低于实际 GDP 增速。经济的拖累因素地产和消费仍较为明显，宏观经济呈现分化的态势。

经济开门红，但是结构分化明显

一季度实际 GDP 增速回升，高于市场预期，价格回升下名义 GDP 增速回升更多。一季度 GDP 同比 5.0%，较 25Q4 的 4.5% 回升，高于 Wind 一致预期的 4.9%，主因一季度出口强劲、基建投资、制造业投资好转；一季度 GDP 季调环比 1.3%，低于 2017-2019 年同期平均的 1.8%，但高于 25Q4 的 1.2%，指向一季度经济修复斜率边际回升。对比之下，一季度名义 GDP 同比 4.9%，较 25Q4 的 3.9% 回升 1 个百分点，继续低于实际 GDP 增速，主因伊朗冲突带来的成本冲击下价格有所回升、但总体仍在低位，GDP 平减指数 -0.06%，2025 年四季度为 -0.62%，接近回正。需要注意的是，国家统计局的季度 GDP 核算以生产法为基础，支出法往往用于复核，5% 的实际 GDP 增速和市场关注的支出法“三驾马车”较难对应。

单月看，3 月经济表现边际走弱，多项数据均出现不同程度回落。一方面，从外需看，1-2 月出口大幅走强后，3 月出口如期回落，主要受春节错位因素影响，不改变出口高增趋势；另一方面，从内需看，在高基数、“国补”退坡、消费内生动能仍弱影响下，消费增速回落且低于市场预期。固定资产投资增速小幅回落、但好于预期，尤其是制造业投资增速延续回升，应与出口交货值高增、新一轮设备更新政策支持、新兴领域投资加快等因素有关；从供给看，工业、服务业生产均小幅回落，工业增加值增速仍好于预期，背后是外需支撑较强、但内需承接不足；再结合 3 月 CPI 环比下跌、3 月新增信贷、社融均低于季节性等数据，均指向当前经济内生动能仍偏弱，需求不足的问题仍然突出。

一季度数据尚未完全体现油价走高的影响，随着伊朗局势和高油价影响的进一步传导，二季度才是考验的开始，预计 4 月底政治局会议应会有新部署。

图表 1：消费数据依然较弱



资料来源：金十数据，中金财富期货研究所

美股带领风险资产回到高位

特朗普称黎巴嫩与以色列将停火 10 天。表态提振了股市情绪，两大美股指标普和纳指持续大涨，均创出历史新高。本轮反弹速度甚至略超去年所谓“对等关税”后的反弹节奏，当时标普 500 在同等时间窗口内涨幅约为 10.1%。

此前，特朗普反复无常的关税言论与地缘喊话，已经令交易员疲惫不堪。如今 TACO 的边际效用大幅度衰减，资本市场不再对特朗普口头施压做出应激反应，反而催生出一波报复性的乐观抢跑。从特朗普之前的关税威胁看，反复拉扯逾几十次，喊声愈响，退让愈快，边际威慑力早已耗尽。华尔街索性提前押注雷声大雨点小的既定结局，把口头施压视为反向建仓的信号。

当下并不是真乐观，只是受够了反复恐吓后，资本市场的一次任性宣泄。至于风险定价，都被忽略了。美股大涨带来的风险资产价格集体回升，大宗商品中的贵金属和有色大幅反弹。

美伊谈判方面，分歧巨大，我们认为最终达成协议的难度极大。

在核问题上，美方坚持伊朗永久放弃铀浓缩、拆除核心设施并接受无条件无限期核查。当地时间 4 月 15 日，伊朗外交部发言人在新闻发布会上表示，关于铀浓缩活动的程度和类型，这一问题存在对话空间，但伊朗必须能够根据自身需要继续开展铀浓缩活动，双方立场分歧明显。

第二个关键问题是霍尔木兹海峡的管控。美方要求实现国际自由通行、禁止收费，必要时可以进行国际共同管控。这是美国作为海洋霸权国已经坚持一百多年的原则立场。但是伊朗伊斯兰议会副议长哈吉·巴巴埃警告美国说，霍尔木兹海峡是“红线”，完全由伊朗掌控，其通行费必须以里亚尔支付，并表示根据领导层的指示，这条战略水路的控制权在任何情况下都不容谈判。

除此之外，战争赔偿、伊朗的地区盟友问题也是非常棘手的问题，美伊第二轮谈判的前景不容乐观，相对比较积极的结果是可能达成“止血式”临时共识，将停火延长 2-4 周。但是，另外一种可能性也不能低估，即第二轮谈判依然是双方争取时间以重新积蓄力量的策略性需要。

注意风险资产回落的风险

我们认为美伊第二轮谈判达成协议的难度依然较大，目前已经升至历史高位的美股，以及跟随回升的贵金属和有色等品种，一旦遭遇地缘政治走向未朝着最乐观的方向发展，存在回落的风险。

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	4 月 16 日	IEA 警告：欧洲航空燃油还有六周告罄	欧洲航空燃油库存最快六周内耗尽，中东此前占欧洲航空燃油净进口量的 75%	霍尔木兹海峡封锁令供应几近断绝
	4 月 14 日	美国对伊港口“封锁令”生效	伊朗：若美封锁霍尔木兹，将失去曼德海峡	伊朗表示：将落实控制霍尔木兹永久机制
数据	4 月 17 日	一季度中国 GDP 同比增长 5.0%	开局良好	但消费和地产依然低迷
	4 月 17 日	1-3 月份城镇固定资产投资增长 1.7%	基础设施投资同比增长 8.9%，制造业投资增长 4.1%，房地产开发投资下降 11.2%	地产拖累依然明显
事件	4 月 17 日	特朗普称伊朗同意不拥有核武器	特朗普表示，美国已获得一份“极具分量”的声明，以确保伊朗不会拥有核武器，该承诺的有效期将超过 20 年。	伊方暂无回应

资料来源：中金财富期货研究所

2 内生动能仍待加强

一季度，实际 GDP 同比增长 5.0%，较 2025 年四季度加快 0.5 个百分点。名义 GDP 同比增长 4.9%，同步改善，对应 GDP 平减指数为-0.1%，较 2025 年全年-1.0%的水平大幅收窄，指向价格端对经济的拖累减轻，名义增长环境出现改善。

但是经济中也存在明显短板，比如：

房地产投资仍处调整阶段，投资降幅较去年略有收窄。一季度，地产投资同比下降 11.2%，降幅较 1—2 月扩大 0.1 个百分点，地产投资修复斜率仍偏缓。供给端看，施工、新开工和竣工面积分别下降 11.7%、20.3%和 25.0%，其中，新开工降幅虽较去年同期有所收窄，但仍维持深度负增，施工和竣工面积持续下降，指向房地产开发活动整体仍处低位，地产供给端尚未出现实质性修复。销售端看，一季度，商品房销售面积和销售额分别下降 10.4%和 16.7%，降幅较 1—2 月分别收窄 3.1 和 3.5 个百分点，地产销售边际改善，但从价格端看，当前房价仍未出现明确企稳迹象，部分城市新房和二手房价格仍延续调整，表明居民购房预期和市场信心修复仍较缓慢，后续销售改善持续性仍需进一步观察。资金端看，地产到位资金同比下降 17.3%，降幅继续扩大，其中个人按揭贷款下降 34.6%，指向居民加杠杆意愿仍偏弱。库存端看，一季度，商品房待售面积同比下降 0.1%，其中待售 3 年以下面积下降 1.8%，表明部分城市去库存已有一定进展。整体看，地产市场仍处于“库存消化—预期修复”阶段。

消费修复偏缓，节后回落与耐用品透支成为主要拖累。一季度，社零同比增长 2.4%，低于 2025 年全年 3.7%的增速，指向消费修复斜率有所放缓。3 月，社零同比增长 1.7%，较 1—2 月明显回落，显示春节效应消退后消费出现自然降温。

当前经济呈现供给端有支撑、需求端仍分化的特征，短期仍有望维持平稳运行，但修复的持续性仍取决于内需改善情况。

3 流动性宽松预期进一步加强

目前市场的名义政策利率，即一年期存单利率一直在稳步走低，甚至要低于央行的短端政策利率，也就是 7 天 OMO 利率（1.4%）。

为什么会出现这种情况？主要是两个因素叠加的结果：一个是美伊冲突突然爆发，再一个就是央行上调了人民币外汇掉期点，央行主要是为了给国内金融市场营造一个稳定又宽松的大环境。汇掉期点上调，和海外冲突爆发几乎是同步的，这让货币流动性宽松的力度加倍。

如果外汇掉期点的调控依然存在，金融市场一直处在较为的宽松环境里，资本市场面临的环境将会一直宽松。

而后续央行会不会下调外汇掉期点，关键就看人民币汇率的目标点位。汇率走势会直接影响央行的调控决策，要么加速经济回暖的节奏，要么调整复苏的速度，这也是我们接下来要重点关注的。

4 宏观策略

我们认为美伊第二轮谈判达成协议的难度依然较大，目前已经升至历史高位的美股，以及跟随回升的贵金属和有色等品种，一旦遭遇地缘政治走向未朝着最乐观的方向发展，存在回落的风险。

5 股指期货市场分析

A 股继续大幅反弹

在美股创历史新高的带动下，全球股市集体大涨，A 股跟随走强，上周沪深 300 指数周+1.99%，上证 50 指数周+0.39%，中证 500 指数周+3.07%，中证 1000 指数周+3.87%，市场较为强势。

当前市场最大的热点是创业板指数创历史新高。

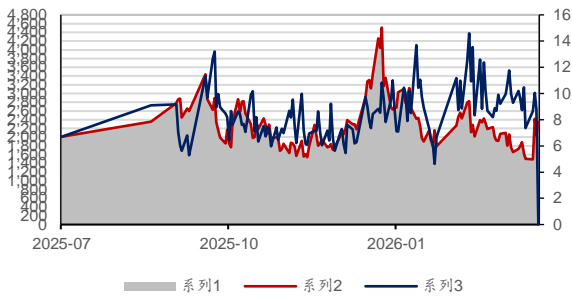
创业板的权重由新能源双雄与 AI 算力四杰加金融科技独苗构成：宁德时代（19.72%）、阳光电源（4.27%）、中际旭创（9.32%）、新易盛（7.54%）、天孚通信（2.54%）、胜宏科技（2.92%）、东方财富（4.65%）。截至 4 月 16 日收盘，创业板“七姐妹”合计市值为 4.6397 万亿人民币，七者合计创业板权重超 50%，占据指数半壁江山。

由此可见，A 股中与 AI 相关的行业仍是景气度最高，贡献最大的板块，A 股的走势，很大程度仍在全局的 AI 大叙事环境中

关注美股走势

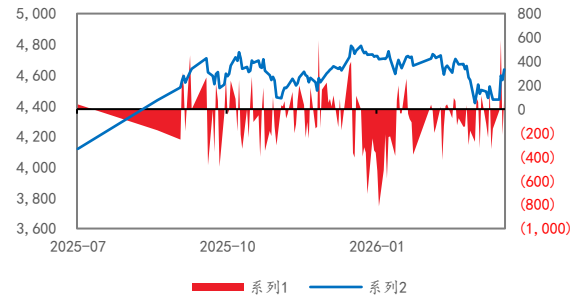
美股持续大涨，已经完全淡化了美伊冲突的影响，其核心支撑在于 AI 硬件板块带来的企业盈利增长，但是这些利润来自私募信贷的驱动，所以美股的盈利基本来自债务驱动，但是目前美股处在“AI 硬件收入提升，债务问题未暴雷”的黄金时代，美股持续走强，带动全球股市跟随，创业板就是典型表现，建议尊重市场情绪，但是要提高止盈设置。美股的 AI 泡沫破裂的风险依然较大，只是时间无法判断。

图表 8：融资融券数据图



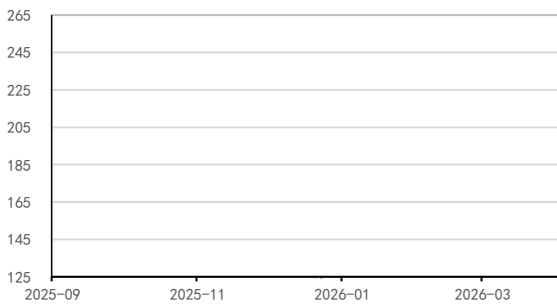
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



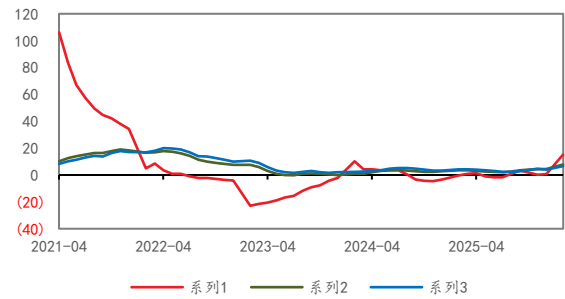
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。2025 年全球铜矿累计产 2311 万吨，同比增加 1.2%，增幅 27.8 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。

对外依存度高

2026 年初，中国铜原料进口延续高速增长态势。基于 2025 年全年 3031 万吨（同比+7.9%）及 12 月单月 270.4 万吨的数据，可合理推断 2026 年 1 月进口量维持在约 250 - 270 万吨高位区间，延续对外高依存、稳中有增的基本格局。

精炼铜产量处于高位

铜精矿供需短缺情况加重，现货 TC 继续下行突破-50 美元/吨，铜矿加工费延续了 1 月的低迷态势，整体处于历史低位，甚至进一步恶化，反映出全球铜精矿供应紧张与冶炼厂利润承压的严峻现实。然而冶炼企业仍有原料库存，加之冷料补充，产量并未因原料限制而缩减。

硫酸价格较高助力炼厂利润好转，叠加冷料供应相对充足。据 SMM 统计，3 月国内精铜产量环比增加 6.37 万吨至 120.61 万吨，创历史新高。4 月有 8 家冶炼厂检修，国内多家铜冶炼厂本月持续推进检修，阳谷建发、铜陵金冠等企业陆续开展 20-60 天检修，预计影响精铜产量超 45 万吨。高产的态势难以持续，预计 4 月产量将环比下降 2.82% 至 116 万吨。产量下滑的主要原因是二季度将迎来冶炼厂检修高峰期，预计有 8 家冶炼厂安排检修，直接影响产量。

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。

尽管前期进口增长，但考虑到近期国内价格出现下跌，而海外报价可能因前期高铜价而相对坚挺，这会导致进口盈利窗口阶段性收窄甚至关闭，从而抑制贸易商新的采购订单。此外，近期废铜市场货源偏紧，也从侧面印证了短期内包括进口在内的整体供应增量有限，难以快速补充国内需求。

“绿色革命”与能源转型的长期叙事

铜材加工厂，尤其是铜杆厂，产能进一步扩张，铜杆、铜管、铜板带、铜箔等加工企业开工率均回升至均值以上水平，下游电线电缆与漆包线的开工率也逐步提升。1-2月国内净进口同比大幅下降27.5万吨，国内的弱消费引发出口大幅增加，使得LME库存累库幅度超预期。

据国家电网公司消息，在实现1月份“起步快”的基础上，2月份公司乘势而上加快推进各级电网建设，固定资产投资实现“加速跑”。1-2月电源投资同比增长32.35%至1043.5亿元；电网投资同比增长79.8%至837.5亿元。

受购置税优惠退坡（免税转为减半征收）叠加宏观悲观情绪双重冲击，产销数据全面承压。1-2月国内汽车总产量同比下滑9.9%，新能源汽车产量同比降幅更是达到13.7%；据乘联会数据，3月上半月乘用车、新能源车零售量同比降幅进一步扩大至21%、28%。

2 结论

市场情绪大幅好转，铜价继续高位运行。受原料短缺，检修力度或超预期，4月电解铜预估产量降至117.31万吨，环比下滑2.7%。冶炼厂挺价惜售情绪强烈，现货市场流通货源。硫酸出口限制及硫磺供应链风险引发市场对湿法铜减产的担忧，硫酸供给偏紧成为新的供应扰动因素。目前市场情绪引导价格走势，市场呈现典型的“期现背离”特征，短期维持高位震荡。

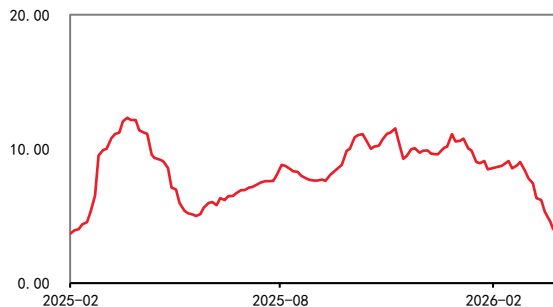
3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



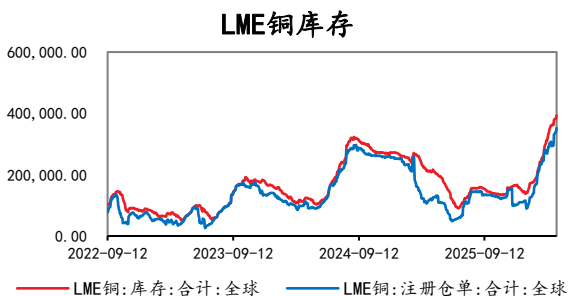
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



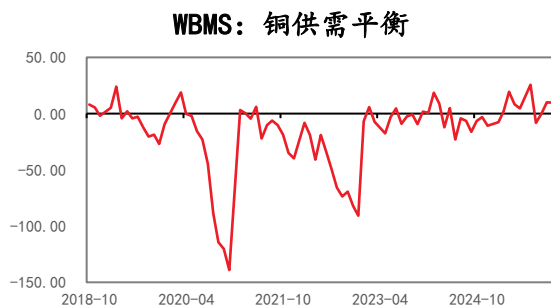
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



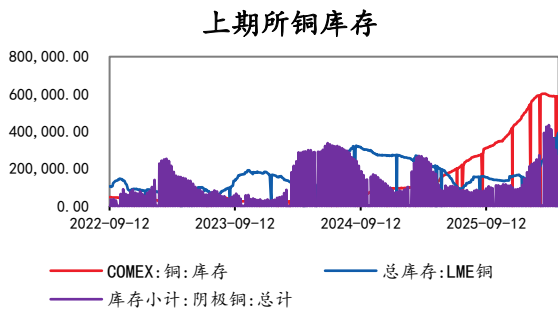
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



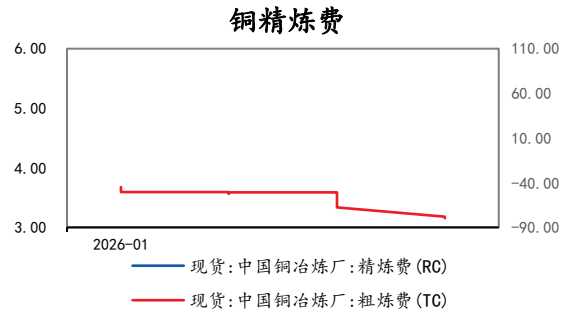
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌产业链供应宽松转为偏紧

今年海外锌矿供应增量低于预期，且部分东南亚及国内炼厂对伊朗矿依赖度较高，伴随美伊冲突升级，将加剧市场对锌矿供应趋紧的预期。部分海外矿企下调全年产量指引，Teck 财报显示，因 Red Dog 矿山部分矿区资源临近枯竭以及 Antamina 矿区采矿顺序调整，2026 年锌矿产量指引下调至 46.5-52.5 万吨，较 2025 年预计减少 4-10 万吨。

低加工费压制冶炼利润

2026 年 3 月初，加拿大矿业公司泰克资源与韩国锌业（冶炼厂）达成协议，敲定当年锌精矿成交基准加工费（Benchmark）为 85 美元/干吨，较 2025 年的基准 80 美元/干吨，2026 年原料紧缺的基调不变。海外矿端供应仍紧，伊朗、澳洲运输受阻影响进口矿流入。炼厂利润层面，得益于副产品（白银、硫酸）的丰厚收益，炼厂平均利润在加工费大幅下调后仍可维持在盈亏平衡附近。在副产品价格高位支撑下，炼厂利润保持可观，预计 4 月国内精炼锌产量环比增长 2.04% 至 58.96 万吨。当前沪伦比价下精炼锌进出口窗口均关闭，进口压力有限。

进口来看，沪伦比值低位，进口窗口持续关闭。截至 3 月 27 日，精炼锌进口盈亏-2327.99 元/吨，2026 年 1-2 月精炼锌累计进口 2.86 万吨，累计同比减少 61%。

基本面表现不佳

1-3 月全国新建商品房销售面积与销售额同比降幅分别收窄至 10.4% 与 16.7%，分别较 1-2 月收窄了 3.1% 和 3.5%。在此背景下，3 月一线城市新建商品住宅销售价格环比微升 0.2%，复苏主要集中在高能级城市，回暖主要体现在具备产业及人口支撑的核心区域。当前房地产市场还处于供需双向寻底的阶段。虽然销售端的结构性回暖为行业释放了边际企稳信号，但整体复苏仍受制于房企资金和信心的改善。行业的进一步改善还需宏观政策的进一步释放与市场预期的实质性改善。

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。下游消费复苏力度不及预期，北方环保影响走货，镀锌企业成品库存积压；压铸锌合金及氧化锌企业订单改善有限，抑制刚需补库意愿，企业多以消化现有库存为主。

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。

2026 年为“十五五”规划的开局之年，财政政策预计保持持续宽松，除了新增专项债规模扩大外，预计将持续增发超长期特别国债支持“两重”建设，且政策性金融工具也有望持续发力

2 总结

近期国内锌精矿加工费维持在低位，进口加工费则呈加速下行趋势。不过，受益于副产品硫酸价格高位运行，冶炼环节仍保有可观利润，产量维持较高水平，国内锌供应整体偏宽松。需求方面，镀锌管企业受贸易商补库带动，订单表现较好；而压铸锌合金消费不及预期，华东及华南地区企业多以执行前期订单为主，终端新订单跟进不足。短期市场情绪有所回暖，推动锌价

重心上移，预计外盘走势将强于内盘。

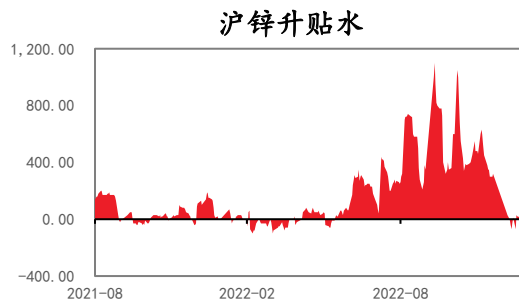
3 锌期货现货数据

图表 18: 锌产量



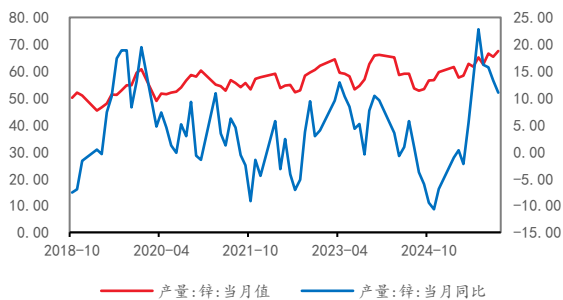
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19: 锌升贴水



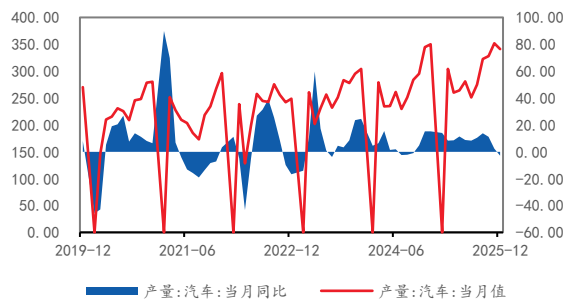
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 一季度房地产投资延续承压，销售降幅边际收敛

国家统计局最新公布的2023年1-3月全国房地产市场数据显示，行业整体仍处于筑底阶段，供需两端呈现结构性分化特征。房地产开发投资端降幅出现微幅扩大，企业开工及施工意愿依然受到流动性约束；而在需求端，新建商品房销售面积与销售额的同比降幅较前两月有所收敛，叠加核心城市新建商品住宅价格环比呈现弱修复迹象，反映出前期政策累积效应正逐步向市场端传导，但全面企稳尚需时日。

在需求与价格层面，一季度商品房销售呈现出边际改善与结构性分化并存的格局。1-3月份，全国新建商品房销售面积同比下降10.4%，销售额同比下降16.7%，降幅较1-2月份分别收窄3.1与3.5个百分点。这一边际收敛主要受基数效应及部分城市需求端支持政策落地的综合影响。从3月份70个大中城市住宅销售价格表现来看，一线城市新建商品住宅销售价格环比由平转增，上涨0.2%，其中上海与广州均呈现小幅回升；二三线城市新建商品住宅价格环比降幅则与上月持平。上述数据印证了当前房地产市场的修复呈现典型的优先核心城市、能级自上而下传导的特征，回暖更多集中于高能级城市。

在投资与供给端，企业端的资产负债表修复进程依然缓慢，投资扩表意愿整体偏弱。一季度全国房地产开发投资同比下降11.2%，降幅较前两月扩大0.1个百分点。前端施工指标的弱势运行是拖累投资表现的核心因素，其中房屋新开工面积同比下降20.3%，竣工面积同比下降25.0%。新开工数据的持续低位运行，反映出房地产开发企业在当前去化周期拉长及盈利空间受压的背景下，对新增项目的开发保持谨慎态度。竣工面积的回落，则与前期新开工规模基数下降存在统计学上的滞后关联，同时也反映出现阶段企业在项目交付端的资金统筹仍面临一定压力。

从企业资金链观察，房地产开发到位资金规模的收缩态势尚未实质性扭转。1-3月份，房地产开发企业到位资金同比下降17.3%。细分项中，个人按揭贷款与定金及预收款同比降幅分别达到34.6%和20.1%，表明依托销售回款补充流动性的内源性融资渠道依然受限；而国内贷款同比下降23.7%，反映出尽管宏观层面出台了多项融资协调机制，但金融机构基于风险定价考量，对房地产项目端资金投放的信用传导仍存在时滞。

2 铁水供给高位企稳，终端去库边际加速

上周钢铁生产端呈现长流程铁水产量高位企稳与成材品种排产结构性分化的运行态势。全国247家钢铁企业高炉产能利用率录得89.8%，环比微增0.04个百分点，同比下降0.4个百分点；日均铁水产量环比增加0.1万吨至239.6万吨。在铁水供给总量保持相对高位的背景下，五大品种钢材周产量录得855.3万吨，环比下降0.4%，同比回落2.0%。细分品种方面，螺纹钢产量呈现边际回落，而热轧板卷产量录得增加。尽管主流钢材品种即期毛利呈现环比改善，但247家钢厂整体盈利率微降0.5个百分点至47.6%，反映出实体企业在现有利润模型下对品种排产及铁水流向进行了自发调节，整体供给端弹性释放的速率趋于平缓。

产业链库存去化进程边际加速，成材流通环节的去库特征相对明显。上周五大品种钢材总库存周环比下降2.7%，降幅较上周扩大0.6个百分点。从库存结构分布观察，社会库存录得1294.2

万吨，环比下降 3.0%，同比增长 15.1%；钢厂库存录得 470.5 万吨，环比下降 1.8%，同比增长 2.3%。社会库存降幅高于钢厂库存，表明成材货源从中游贸易环节向终端转移路径保持通畅，产业链前中期的库存压制因素处于持续释放阶段。

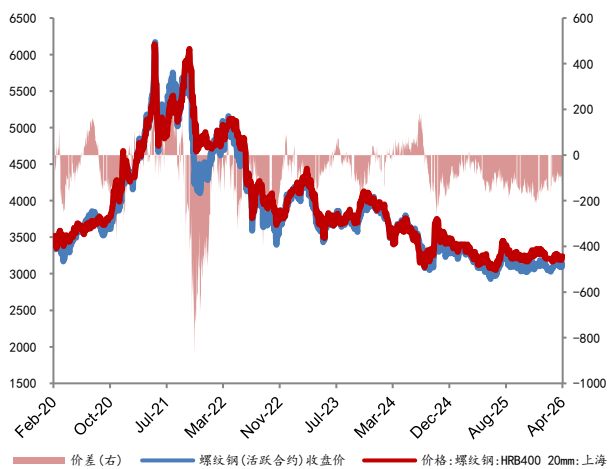
库存的顺畅去化对应着需求端表观消费及高频成交数据的环比改善。上周五大品种钢材表观消费量录得 903.6 万吨，环比增长 0.8%，同比下降 4.8%。其中，建筑用钢需求呈现阶段性修复，螺纹钢表观消费量回升至 238.4 万吨，环比增长 4.0%，同比下降 12.9%。配合上周建筑钢材日均成交量回升至 11.4 万吨（环比增加 13.6%）的数据印证。不过，表观消费的同比数据依然承压。

3 小结

近期钢材自身基本面变化不大。当前盘面运行缺乏单边内生驱动，定价逻辑主要受成本端影响。受双焦等原料价格回调拖累，成材下方的成本支撑弱化，呈现震荡偏弱走势，短期预计随原料端波动的趋势不变。

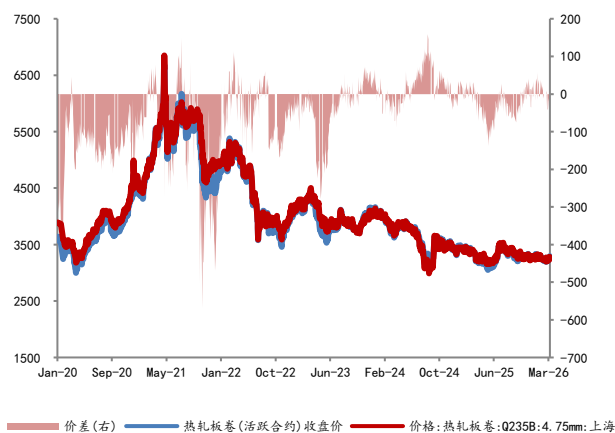
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹钢期现价差



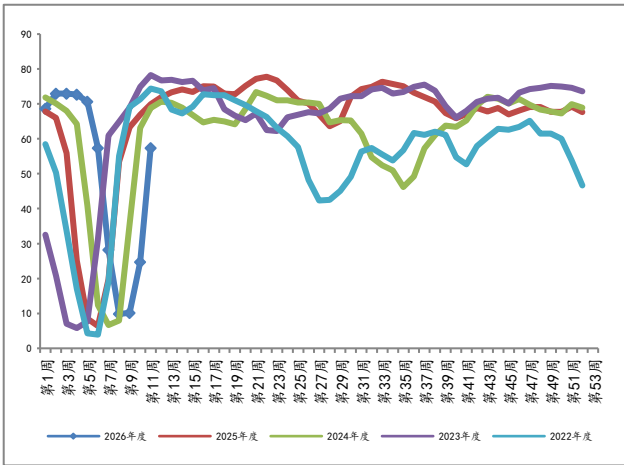
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



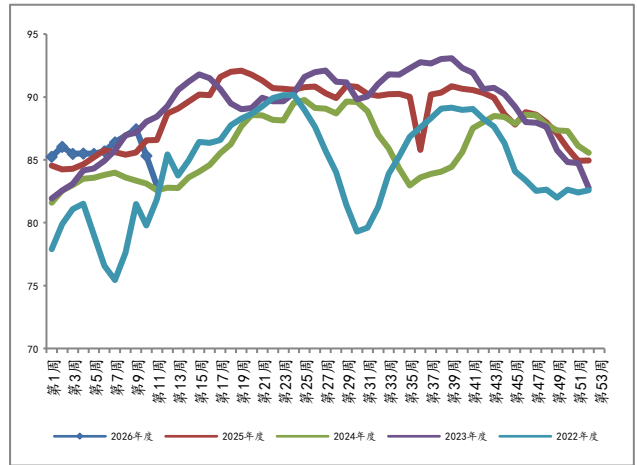
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24: 85 家独立电弧炉钢厂: 开工率: 中国 (周)



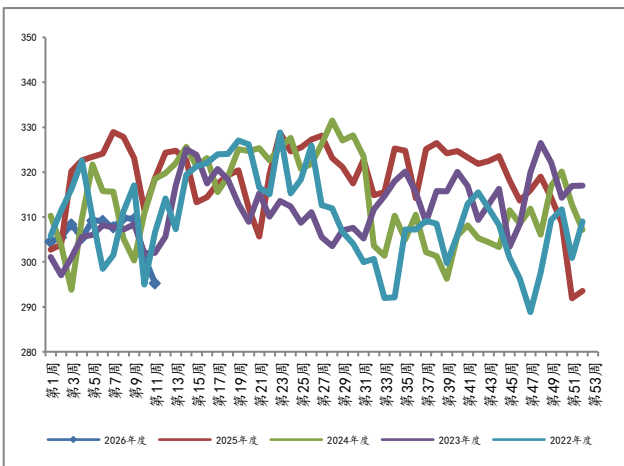
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 25: 247 家钢铁企业: 高炉产能利用率: 中国 (周)



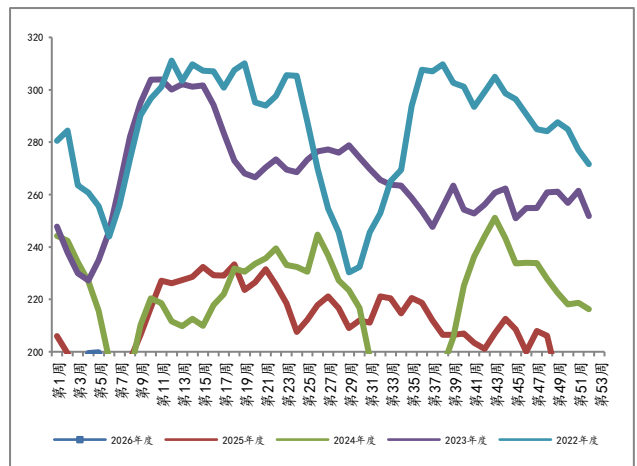
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 26: 螺纹钢: 建筑钢材钢铁企业: 实际产量 (周)



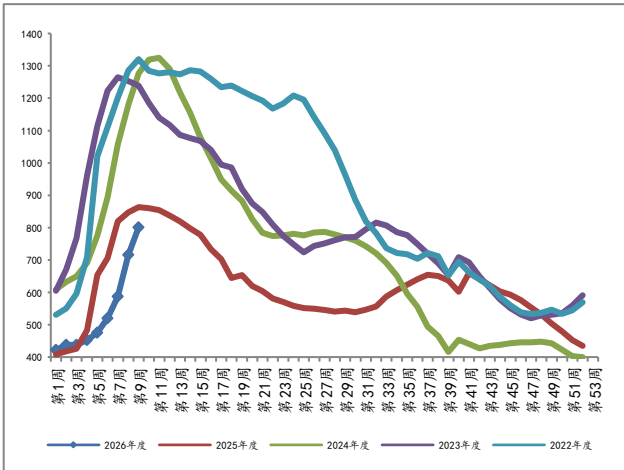
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 27: 热轧板卷: 钢铁企业: 实际产量: (周)



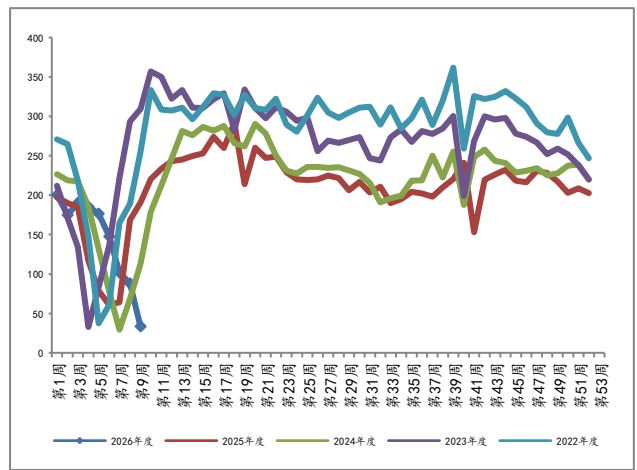
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

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 现货溢价危机加深

美伊停火谈判迷雾重重前途未卜，同时伊朗正计划向航运公司收取霍尔木兹海峡通行费，以换取船只过航的安全保障。不过据了解，目前霍尔木兹海峡油轮通行仍受到严格限制，自 3 月战争爆发以来，这一核心问题并未得到解决。

国际原油期货市场对地缘政治预期差反复修正，与此同时，亚洲和欧洲炼厂正在争相抢购原油现货，令北海原油产生了极其巨大的基差。交易所数据显示，Brent 原油即期交割指标北海 Forties 现货价格一度攀升至 147 美元/桶，显著高于 Brent 原油期货 6 月合约价格约 50 美元。鉴于即期与远期之间的价差超过 30 美元/桶，突破洲际交易所（ICE）设定的阈值，因而交易者已无法买入下周的 Brent 差价合约。

由此可见，全球原油现货供应已经极度短缺，且紧张程度仍在持续加深。不论特朗普选择是战是和，战争的主动权已经不在美国手中，只要伊朗牢牢控制霍尔木兹海峡，原油、油品和相关化工品的主要矛盾依然无解。

2 停火谈判前途多舛

美国和伊朗在巴基斯坦伊斯兰堡的谈判未能达成协议，双方核心诉求存在不可调和的矛盾，随即特朗普政府启动对伊朗港口的海上封锁，标志着中东地缘对抗升级到新阶段。

伊朗宣称，两艘美军驱逐舰试图通过霍尔木兹海峡，遭到革命卫队锁定后被迫返航。伊朗发布公告声明，霍尔木兹海峡目前处于管控之下，在遵守特定规定的前提下对非军事船只开放，任何军事船只以任何名义或借口意图靠近霍尔木兹海峡的行为，均将被视为违反停火协议。

特朗普一计不成又生一计，开始对伊朗海上交通线实施封锁，即炮制委内瑞拉模式，拦截所有进出伊朗港口和沿海区域的船只。然而这并不能改变霍尔木兹海峡的现状，反倒令油轮航行风险倍增，进一步加剧了全球原油市场供应紧缺的矛盾。

由于美伊双方在铀浓缩等关键问题上存在严重分歧，美国如果接受伊朗的 10 项条件，将标志着冷战后建立的全球霸权体系崩解，美伊以势同水火的关系令谈判前景高度不确定。我们认为，这种缺乏战略互信的停火状态极其脆弱，原油地缘政治风险尚未远去。

3 反复切换情绪脱敏

在美伊以战争爆发后的几周，外界逐渐认识到特朗普完全没有做好准备，而伊朗的反击手段和对霍尔木兹海峡的控制力远超预期，导致国际原油价格短期无序上涨，上演了史诗级逼空行情。在这种情景下，原油及相关化工品种的头寸规模都在压缩，交易员选择尽量不隔夜，以规避剧烈异常波动的风险。

目前来看，尽管霍尔木兹海峡仍未恢复通航，但原油期货市场恐慌性交易已经退潮，主要体现

为原油期货波动率指数（VIX）在过去的一个月回落近 50%。这是因为，特朗普频繁抛出反复无常的极不负责论调，令市场情绪多次切换后已经有所脱敏，对地缘消息的反应已经趋于钝化。

当前全球原油市场的主流预期，已经从“TACO 和停火谈判”转向“冲突升级与长期化”，美伊关系进入军事和经济的全面对抗，霍尔木兹海峡将持续面临不确定性，油价重心稳定大幅抬升已经坐实。

4 时间站在多头一边

尽管美伊和平谈判前景扑朔迷离，但近期原油期货走势表明，市场已经从战争爆发之初的恐慌性交易，逐渐回归对基本面再平衡的理性定价。

国际基准 Brent 原油价格失守百元大关，原油期货波动率指数自高点回落一半，从金融交易的角度上已初步脱离流动性枯竭的风险。然而，基本面定价并不意味着油价必然下跌。应该明确一个事实，霍尔木兹海峡仍处于长期关闭状态，且美国对伊朗的封锁进一步减少了供应。若 4-5 月原油贸易流难以实质性恢复，随着 IEA 战略储备坐吃山空，全球原油库存或将下降到不安全的水平。

综上，即使地缘政治溢价大幅挤出，这次和以往最大不同在于，其影响力已经从风险情绪层面转化为实打实的供需收紧，时间站在更有利于多头的一边。

5 多空交易举步维艰

现阶段原油市场由地缘政治主导，任何头条新闻都会引发交易者复杂解读，这种模式下的反复波动令多空都举步维艰，但长期供应收紧的趋势仍支撑油价。

特朗普第无数次发文称，以色列与黎巴嫩达成临时停火协议，接下来美伊谈判将再度重启，双方虽未达成协议，但已就一些关键问题进行让步。停火谈判被视为局势缓和的关键信号，令即时性的战争升级风险有所降温，缓解了市场短期恐慌情绪。

然而，美国官员更务实地表态，最终敲定全面和平协议“可能需要六个月”，当前停火更多是在争取时间，解除霍尔木兹海峡封锁仍需漫长谈判。停火期间，特朗普当局难以有效约束以色列的行为，伊朗也可能通过也门胡赛武装进一步威胁红海航线。

当前国际油价退烧后高位徘徊，反映出市场对一时间脆弱和平局面的定价，交易者仍需高度警惕消息面反转，在这样的极端行情中，生存下来就是胜利。

6 地缘政治占据主导

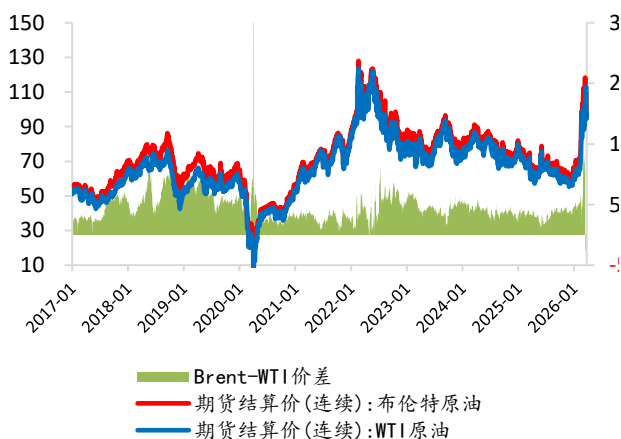
美伊以战争正在酝酿出第四次石油危机，本次全球原油供应中断的规模之大、持续之久，使得市场难以找到有效的替代方案，这意味着油价大幅上涨不再只是风险情绪溢价，而是市场对中长期供需平衡改变的重新定价。

主流机构开始上调未来油价预期。美国能源信息署 EIA 预测：未来两个月 Brent 原油价格将维持在 95 美元/桶以上，年底前大概率因封锁解除回落至 70 美元/桶左右。高盛观点认为：如果封锁时间拉长到三周乃至一两个月，国际原油定价中枢将升至 90 美元/桶左右。

接下来伊朗局势或有两种演绎路径：一是特朗普宣称打赢顺势 TACO，航运恢复令原油化工全线冲高回落；二是转入全面战争和长期冲突，油价持续维持高位高波动模式。未来美伊以战争的发展，将会决定接下来的市场走向，多空将围绕霍尔木兹海峡通航展开博弈，只要中东局势的不确定性持续存在，市场就会不断对风险溢价进行修正。

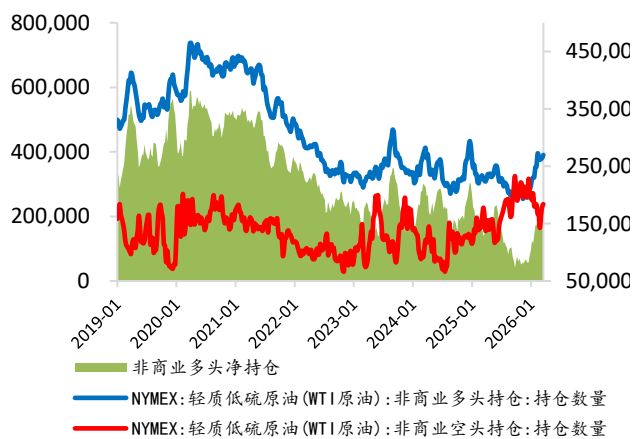
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



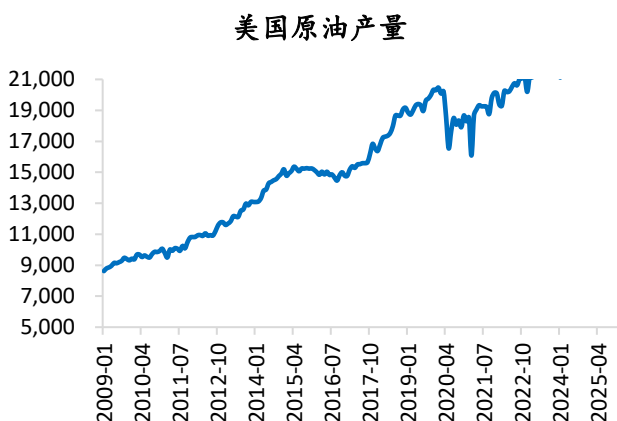
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



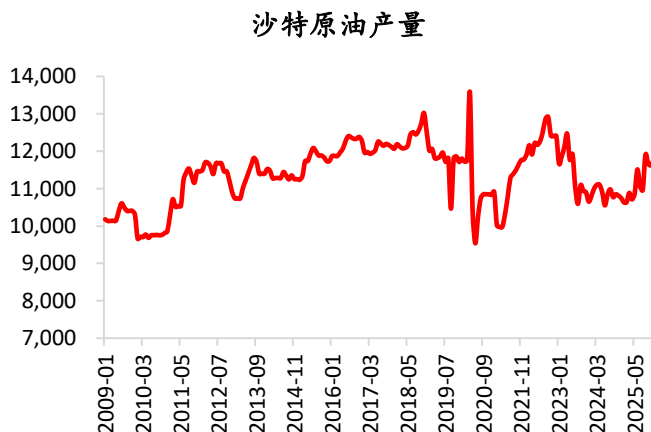
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



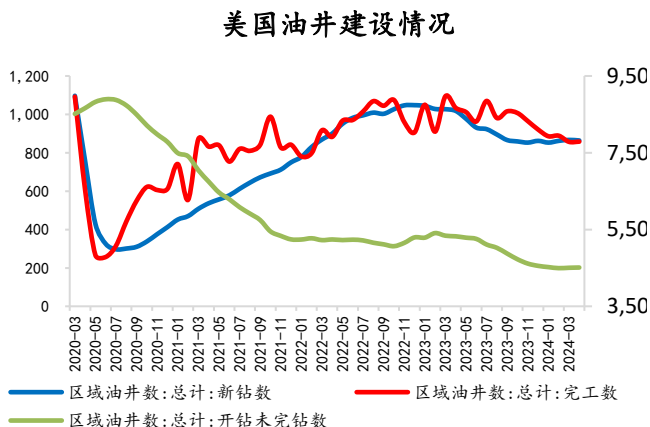
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



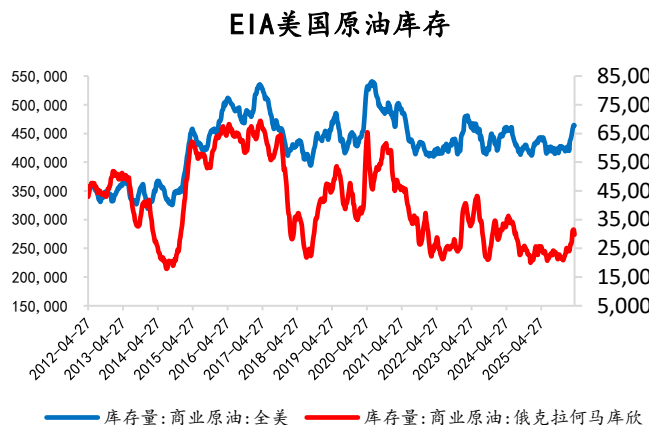
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



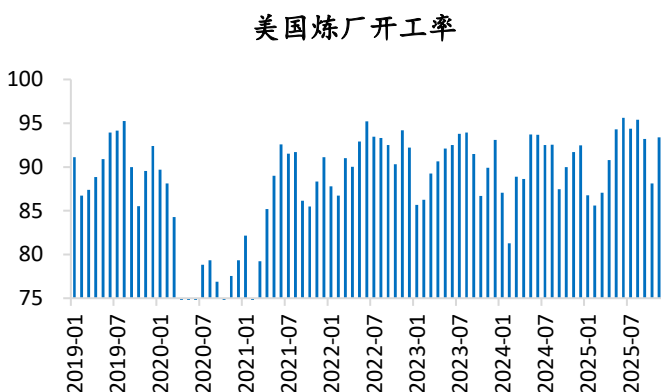
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



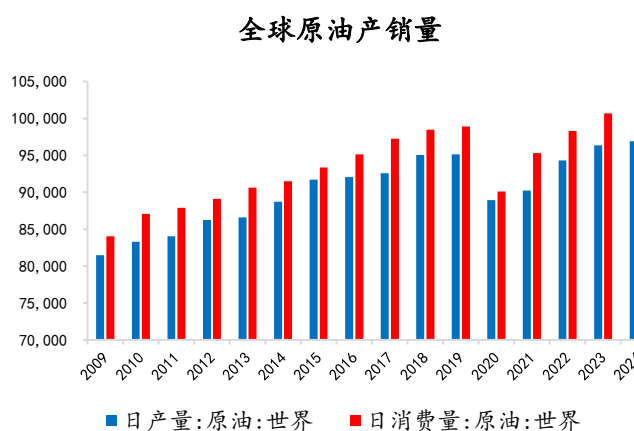
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆维持震荡，国内油粕表现偏弱

1 外部豆类市场分析

美豆进入播种期，南美天气窗口收窄

美国 2026 年春季播种已经展开，美国农业部报告显示截至 4 月 12 日当周，美国大豆种植率为 6%，高于五年均值的 2%。受美国中西部地区的降雨推迟玉米播种以及化肥价格上涨等因素影响，市场预计部分农户将把玉米种植面积分配给大豆。美国农业部在 3 月底种植意向报告中预计 2026 年美豆播种面积同比增加 4.3%，如果美豆实际播种面积继续攀升，将进一步提振 2026 年美豆产量前景。农业咨询机构 AgRural 表示，截至 4 月 10 日，巴西大豆收割率达到 87%。天气预报显示本周阿根廷仍有降雨，该国大豆收割工作有所推迟。美国农业部在 4 月供需报告中预估的巴西和阿根廷大豆产量分别为 1.8 亿吨和 4800 万吨。南美天气窗口逐步收窄，供给压力陆续兑现，全球大豆市场将保持宽松的供应格局。

马来西亚 3 月底棕榈油库存降幅不及预期

4 月 10 日，马来西亚棕榈油局（MPOB）公布月度供需报告，报告显示马来西亚 3 月底棕榈油库存较前月减少 16.14%至 227 万吨。报告前一项调查显示，由于出口增长幅度超过产量增幅，马来西亚 3 月底棕榈油库存可能录得三年来最大降幅，预计环比下降 19.2%至 218 万吨。由于本次报告的库存降幅低于市场预期，报告落地后马来西亚棕榈油市场呈现震荡偏弱走势。MPOB 报告还显示，马来西亚 3 月毛棕榈油产量环比增加 7.21%至 138 万吨，增产季节可能提前启动。当月棕榈油出口激增 40.69%至 155 万吨，是库存下降的主要原因。

马来西亚 4 月 1-15 日棕榈油供强需弱

近日，检验机构陆续发布出口高频监测数据，船货检验机构 ITS 发布的数据显示，马来西亚 4 月 1-15 日棕榈油产品出口环比减少 34.2%；独立检验公司 AmSpec Agri 发布的同期出口降幅为 34.7%。与此同时，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，4 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比增加 27.42%。马来西亚 4 月 1-15 日棕榈油出口骤降叠加产量大幅增产，供强需弱的基本面成为主导棕榈油市场弱势震荡的主因。

2 国内豆类市场分析

一季度中国进口大豆总量下滑，进口食用植物油大幅攀升

海关数据显示，2026 年 3 月中国进口粮食 735.3 万吨，较去年同期的 535 万吨增加 200.3 万吨，增幅 37.4%。今年 1-3 月中国累计进口粮食 2523.5 万吨，较去年同期的 2270 万吨增加 253.5 万吨，增幅 11.2%。

2026 年 3 月中国进口大豆 401.9 万吨，同比增长 14.7%，但低于 2 月份的 598 万吨，是去年 3 月份以来最低月度进口量，主要原因是巴西大豆收获推迟、海关加强检疫，3 月中国进口大豆到港量低于预期。今年 1-3 月中国累计进口大豆 1658.4 万吨，较去年同期的 1710.9 万吨减少 3.1%。

2026 年 3 月中国进口食用植物油 60.5 万吨，较去年同期的 65 万吨减少 4.5 万吨，减幅 6.9%。今年 1-3 月中国累计进口食用植物油 194.1 万吨，较去年同期的 158.4 万吨增加 39.3 万吨，增幅 25.4%。

三大食用油库存连降，库存拐点预期下油脂表现偏弱

据监测，截至 2026 年 4 月 10 日，国内三大油脂商业库存降至 192 万吨，较前一周下降 1 万吨，月环比下降 13 万吨，同比上升 7 万吨，较过去三年同期均值上升 17 万吨。受油厂集中停机检修影响，近两周大豆压榨量呈下降趋势，根据压榨情况监测，截至 4 月 10 日全国主要油厂大豆压榨量约 213 万吨。预计全月压榨量在 700 万吨左右，环比减少约 130 万吨，同比增加约 160 万吨，较过去三年同期均值增加约 30 万吨。随着进口大豆到港节奏加快，油厂开工率也将随之提升，豆油累库压力升高。4 月棕榈油进口买船量偏低，较豆油长时间高升水导致棕榈油需求下降。马来西亚棕榈油出口大幅下降叠加季节性增产，库存升高预期是近期棕榈油表现偏弱的主要原因。

豆粕市场供需双弱，价格回升乏力

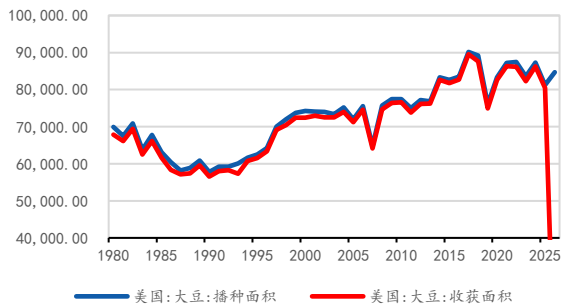
本周国内豆粕市场整体延续供需双弱格局，期现回归逻辑持续兑现，现货基差自高位显著收窄。供应端因 3 月进口大豆到港量环比大幅下滑，原料衔接不畅导致油厂压榨开工率降至年内低位，但需求端受生猪养殖深度亏损拖累，部分饲料企业豆粕添加比例下降，下游以消化头寸为主，贸易商被动降价出货，养殖端多随用随采，囤货意愿不高。供需双弱导致近期粕价反弹乏力。此外，从进口大豆船期监测看，二季度是国内进口大豆到港的高峰期，预计二季度大豆到港总量在 3000 万吨之上。随着油厂大豆周度压榨量回升至 200 万吨正常水平，豆粕库存将止降回升。远期供给环境改善预期增强也是限制粕价回升的原因之一。

3 油脂油料市场展望

2026 年美国大豆播种稳步推进，天气预报显示，未来两周，美国中西部地区部分时段的干燥天气应能加快作物播种进度。巴西大豆收割近尾声，创纪录产量压力将持续释放。阿根廷大豆开始收割，产量评估稳定在 4800-4850 万吨。随着市场关注点从南美向北美切换，美豆产区天气对豆价的影响力将逐步提升。2026 年美豆面积预增，在正常天气条件下，全球大豆供给宽松格局将随美豆增产而进一步深化。国内进口大豆步入季节性增长周期，供需双弱有望转向供强需弱，粕价上行压力依然较大。中东局势对豆类市场的外溢效应弱化，美豆在供给压力下缺少上行驱动。马来西亚棕榈油供强需弱，市场对生柴需求的关注度下降，棕榈油市场仍面临下行压力，并对整个油脂盘面形成弱势拖累。豆一期货市场独立反弹行情遭遇回吐压力干扰，中储粮调控节奏仍是影响近期豆价走势的关键。由于内外大豆价差再度拉大，高价对需求的抑制效应也将提升，豆一期货单边上涨的基础不牢，不宜过度乐观。

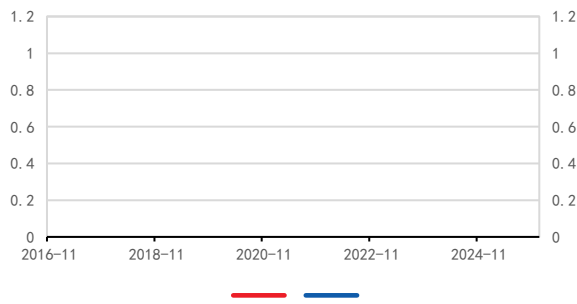
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



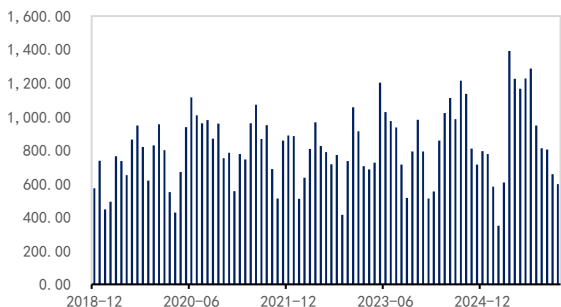
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



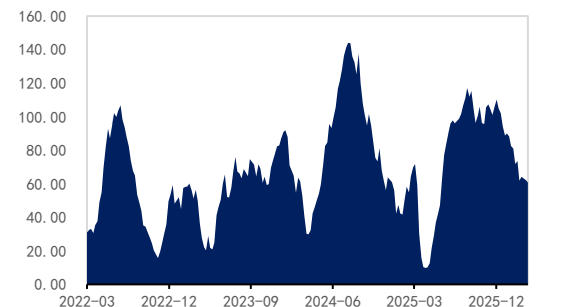
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：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 41：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，中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。中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-