

中金财富期货策略周报 (2026年第16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: AI 交易是 4 月份以来资本市场的主要特征, 但是目前看过度到沃什交易的概率较大。美国科技股对融资和利率较为敏感, 尤其是当前的 AI 逐渐走到“举债建设”的边沿, 流动性对其影响较大, 预计 AI 交易主导的单边行情逐渐转为震荡行情, 关注对其较为敏感的有色和贵金属市场波动风险。

股指期货: 沃什上任后大概率先实施“缩表+利率不变”, 预计利率较为敏感的美国科技股会剧烈动荡, “AI 交易”向“沃什交易”转变, 全球股市波动率加剧的状况有望出现, 指数可能进入一个宽幅震荡行情。

铜: ICSG 将 2026 年全球铜矿产量增速预测从 2.3% 下调至 1.6%, 反映出全球铜矿资本开支长期不足、矿山品位持续下降的结构性矛盾。供给增速的持续下修为铜价提供了坚实支撑。然而, 当前两个关键风险点不容忽视: 一是硫磺供应能否恢复, 二是美国铜进口关税决议的落地进程, 二者均可能对供应预期形成扰动。在缺乏新的驱动因素打破现有平衡之前, 铜价预计将维持高位运行。

锌: 矿端严重紧缺与供应端刚性约束已在价格中部分体现, 为沪锌提供了极强的底线支撑; 需求端的疲弱现实与高库存共同压制价格弹性。多空因素交织之下, 沪锌预计将延续高位震荡格局。

钢材: 传统旺季趋于尾声, 原料端对成材的价格支撑作用有所减弱。目前调研显示钢厂盈利率回升至 64%, 供给端生产意愿得以维持, 而终端需求则进入边际走弱通道。在供需关系此消彼长的场景下, 成材供需矛盾理论上可能加剧, 钢价运行重心面临回调压力。

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。

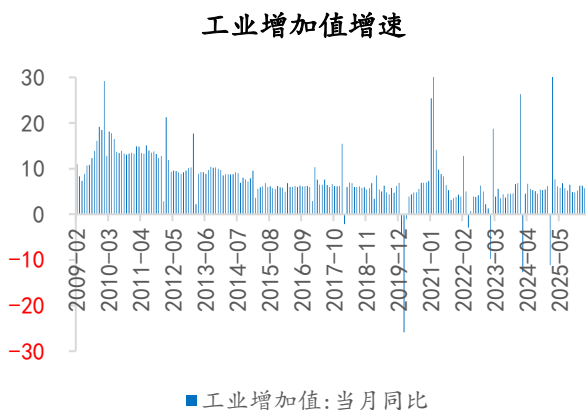
油脂油料: 巴西大豆处于出口高峰期, 1.8 亿吨的创纪录产量压力将持续释放。阿根廷大豆收割已过四成, 产量预估维持在 4850 万吨左右。美国大豆播种率和出苗率均好于常年, 增产前景保持乐观。本周美豆市场再度失守 1200 美分关口, 供给宽松预期是主因。产地棕榈油市场因消化供给压力而维持震荡偏弱走势, 生柴需求炒作情绪降温, 棕榈油与国际原油的联动性下降。国内三大油脂库存处于常年同期高位, 其中上周国内食用棕榈油库存升至 71 万吨, 同比增加 142.11%。下游处于消费淡季, 无力从需求端推动油脂价格走强, 棕榈油市场对外盘的依赖度更为突出。由于印尼政府尚未公布生柴新政的关键细节, 市场对印尼能否在 7 月 1 日按计划实施 B50 政策存疑。如果印尼 B50 政策生变, 棕榈油市场恐将释放此前溢价。美豆回落以及国内供给形势改善, 豆粕市场反弹节奏受阻。由于缺少单边驱动, 粕价很难打破目前的震荡区间。东北产区大豆播种进入收尾阶段, 受省储大豆拍卖预期以及豆类品种集体回落影响, 豆一期货同样进入调整节奏, 能否止跌仍需现货和周边市场加以配合。

目录

周度策略：市场开启“沃什交易”	- 4 -
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 出口大幅回升，进口保持高增	- 6 -
4 宏观策略	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 7 -
铜	- 10 -
1 影响因素	- 10 -
2 结论	- 11 -
钢材	- 15 -
1 钢材定价中枢面临下行压力	- 15 -
2 铁水供给高位运行，表需回补推动库存加速去化	- 16 -
3 小结	- 16 -
4 钢材期货现货数据	- 16 -
原油	- 19 -
1 TACO 之后又见 NACHO	- 19 -
2 霍尔木兹的烂摊子	- 19 -
3 燃眉之急不能再拖	- 19 -
4 主流投行看法大观	- 20 -
5 机构警告缺口扩大	- 20 -
6 地缘政治占据主导	- 21 -
7 原油期现数据	- 21 -
油脂油料：美豆先扬后抑，国内豆类市场承压回落	- 25 -
1 外部豆类市场分析	- 25 -
2 国内豆类市场分析	- 25 -
3 油脂油料市场展望	- 26 -
4 油脂油料市场主要数据	- 26 -

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



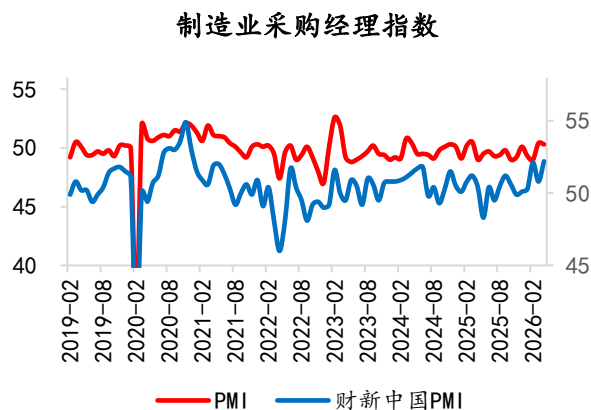
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



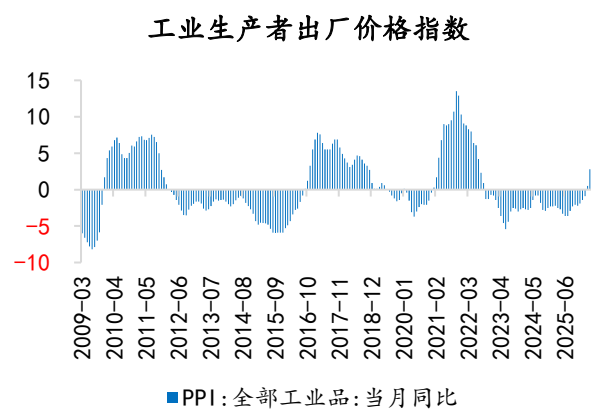
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



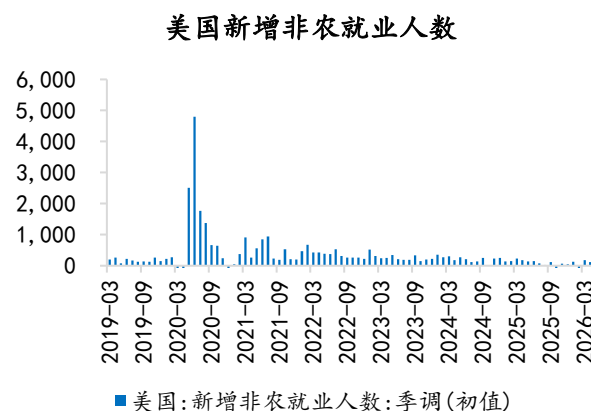
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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：市场开启“沃什交易”

能源价格上涨对日本经济的影响已经显现，中东冲突导致的化工品等供给短缺对工业生产形成拖累；但另一方面，AI投资加速仍支撑半导体设备等出口，消费也显示出一定韧性。这种情况在日韩较为明显，在美国尤为突出，目前AI因素压制宏观，成为资本市场最大的驱动因素。

AI投资已占GDP增长的75%

5月13日，美国国会参议院正式批准凯文·沃什出任美联储主席，意味着美联储将迈入沃什时代。在此之前，沃什已酝酿并提出了新的货币政策框架思路，引发了全球金融业的高度关注。

那么，在复杂形势下上台的沃什，会执行什么样的货币政策呢？

2024至2026年，沃什在一系列的专栏、深度访谈和学术演讲中，逐步提出了关于货币政策框架改革的设想和主张。从中可以看出，沃什的货币政策框架并非是对沃尔克或格林斯潘时代的简单复制，而是一场在反思过去四十年政策得失的基础上，融合了信誉重建、技术前瞻与制度重构的综合革新。其核心特点可精炼为“沃尔克的抗通胀信誉+格林斯潘的自由裁量权+提升资产负债表质量”的三位一体。

沃什指出，当前美联储的首要任务是修复因长期QE和2021年“暂时性通胀”误判而受损的公信力。他坚持通胀自始至终是一种货币现象的观点和立场，反对将高通胀归咎于供应链或地缘政治等外部因素，这为激进的资产负债表收缩提供了理论基础。沃什同时继承了格林斯潘对经济复杂性的敬畏，反对过度依赖滞后的宏观数据模型，主张赋予决策者更大的自由裁量权，以敏锐捕捉如人工智能（AI）革命这类可能改变经济底层逻辑的结构性变化。上述两种政策框架的结合，使得沃什的框架既有鹰派的纪律内核，又具备鸽派的工具弹性。

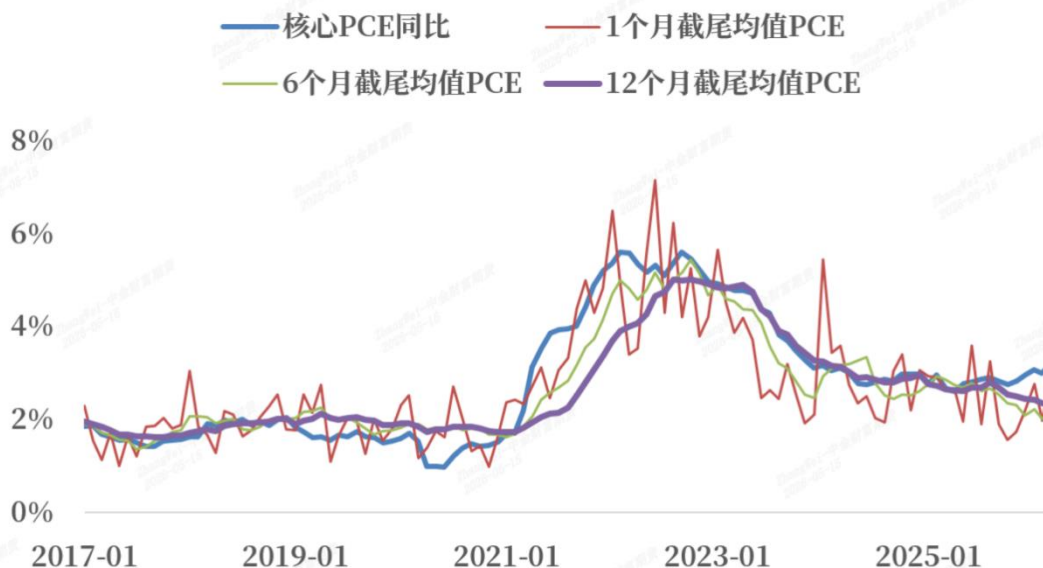
沃什主张通过激进的量化紧缩（QT），主动缩减美联储庞大的资产负债表，直接回收金融体系中过剩的流动性。这一过程如同为经济排毒，能够有效压制通胀预期，重建市场对美元价值的信心。当通胀预期被牢牢锚定后，降低短期政策利率就不再是火上浇油，而是为实体经济提供低成本资金的精准滴灌。这种降息与缩表并行的组合拳，旨在确保降息的质量和可持续性，避免重蹈过去放水容易收水难的覆辙。它标志着货币政策的重心，从单纯调节资金价格转向了管理资金数量（资产负债表规模）与价格并重的新阶段。

沃什认为，在AI技术推动生产率革命的时代，经济已具备了无通胀增长的潜力。因此，货币政策不应再被过时的低增长模型所束缚，而应前瞻性地为供给侧的扩张提供支持。通过缩表控制货币总闸门，同时通过降息降低融资成本，沃什试图在遏制通胀与鼓励由AI驱动的生产力繁荣之间找到平衡。

当然，也有观点认为，沃什偏好的截尾均值PCE偏低，且降息符合现政府核心诉求。相比而言，联储大规模缩表的风险较高、空间约束较大，且当前美国货币市场流动性偏紧，大规模缩表不具备坚实基础。沃什上任后的短期政策重心或将放在降息而非缩表。中选过后，考虑到流动性大幅收缩引发金融风险的先例，2027年开始即便缩表实质性落地，节奏和幅度大概率也是缓和渐进式的。

如果沃什按照自己的宣言收缩回收全球美元流动性，将推高实际利率与融资成本，对美股成长股、高估值科技板块及全球风险资产形成阶段性压制，目前市场正在交易这一逻辑。

图表 1：美国通胀情况



资料来源：wind, 中金财富期货研究所

信贷放缓

4月13日，央行公布2026年4月货币金融数据：新增社融6245亿元，同比少增5354亿元；社融存量同比增速为7.8%，前值为7.9%；金融机构口径新增人民币贷款-100亿元，同比少增2900亿元；M2同比增速8.6%，前值为8.5%；M1同比增速为5.0%，前值为5.1%。

4月金融数据隐含了三条重要的线索：信贷增长疲软常态化，既是主观的（高质量增长）也是客观的（需求不足），信贷失速和科技火爆影射的是经济结构转型的硬币两面；单一维度的信贷数据已无法准确刻画经济全貌，对直接融资的观察更为重要。而4月金融数据已经显示出科技产业发展带来了金融的一二级联动。监管打击贸易商“循环开票”可能导致部分贸易商加速将票据贴现以换取流动性，从而加剧了4月银行表内外票据融资数据的大幅背离。

信贷增长则较为低迷，人民币贷款和未贴现银行承兑汇票合计同比减少9290亿元，同比少增7380亿元。这主要受两方面因素影响：一是，传统行业对信贷需求仍偏弱，特别是房地产和建筑；二是，监管打击虚假贸易和表外融资转表内，导致未贴现银行承兑汇票减少。

信贷全面失速，实体经济仍在经历转型阵痛。4月金融机构口径人民币贷款减少100亿元，这是自统计以来较为罕见的单月负增长，上一次负增长出现在2025年7月。从结构来看，居民短贷、中长贷，企业短贷、中长贷均负增长，显示实体融资需求正处于阶段性冰点。

4月的信贷数据对期货市场有何启示？我们可以从中看到终端需求对价格的接受度依然很难。4月数据显示企业真实的信贷需求依然偏弱，当前物价上涨从上游开始，向下游扩散不足，这对于多数制造业企业而言成本上升的挑战要大于利润空间的打开。因此，扩大内需仍然是应对输入型通胀，稳定经济增长后劲的重要策略。

AI交易：从单边上涨转为横盘震荡

AI 交易是 4 月份以来资本市场的主要特征，但是目前看过度到沃什交易的概率较大。美国科技股对融资和利率较为敏感，尤其是当前的 AI 逐渐走到“举债建设”的边沿，流动性对其影响较大，预计 AI 交易主导的单边行情逐渐转为震荡行情，关注对其较为敏感的有色和贵金属市场波动风险。

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	5月13日	美参议院确认沃什出任美联储理事	市场担心沃什恢复美联储的独立性	美联储的政策对市场影响较大
	5月13日	美国上诉法院暂停针对特朗普 10%全球关税的反对判决	关税将继续征收	关税问题依然复杂
数据	5月14日	中国 4 月新增社融 6200 亿元，人民币贷款减少 100 亿元	M2-M1 剪刀差 3.6%，较前值扩大 0.2 个百分点。	贷款增速回落
	5月13日	美国 4 月零售销售创 8 个月最强涨幅	消费者信心却跌至历史低谷	复活节提前，将部分季节性需求前置至 3 月
事件	5月15日	特朗普开启访华	特朗普于本月实行三天的访华	中美合作进入新篇章

资料来源：中金财富期货研究所

2 出口大幅回升，进口保持高增

以美元计价，4 月我国出口商品 3594 亿美元，同比增长 14.1%，较上月的 2.5% 大幅回升。进口 2746 亿美元，同比增长 25.3%，保持高增。4 月贸易顺差 848 亿美元（前值 511 亿美元）。

4 月份，我国出口同比增速大幅回升，主要受三方面因素推动：一是春节错位因素消退，同时外需景气上行，欧洲、美国、韩国等经济体制造业景气度均有回升；二是地缘政治事件波动下的供应链替代效应，我国对中东能源依存度相对较低，国内煤炭资源丰富、新能源发展迅速，对油气形成较强替代能力，在能源成本攀升背景下部分订单或向国内转移；三是 AI 产业需求高增，3 月全球半导体销售额同比增长 79.2%，带动我国集成电路等产品出口高增。

4 月份，我国进口维持高增，主要原因有三：一是 AI 相关产品进口强劲（集成电路、机电产品进口分别增长 54.7%、33.5%）；二是进口价格上涨（原油进口量同比下降约 20%，但进口金额同比增 13.2%）；三是低基数效应。

分区域看，东盟、欧盟为主要支撑，对美出口增速转正：4 月对东盟出口同比增长 15.2%，占出口总额 19.3%，进口同比增长 28.7%，占进口金额 15.5%；对欧盟出口增长 13.4%，占 14.7%，进口增长 14.5%，占 8.4%；对美出口同比由负转正至 11.3%，占 10.2%，进口增长 9.0%，占 5.0%。

分产品看，高新技术与机电产品出口增速加快，劳动密集型产品降幅收窄：4 月份，高新技术

产品出口增长 39.2%，机电产品增长 20.3%，其中集成电路出口增长 99.6%，成为出口占比最高的单一品类；汽车出口增长 44.2%，能源冲击下新能源汽车表现持续较好；手机、家电、汽车零部件出口增速均有加快。进口方面，能源矿产呈现“价涨量跌”特征，半导体驱动下高新技术产品进口增长 41.9%，而汽车、医疗器械等进口有所下滑。

展望未来，外贸仍将保持韧性：一是 AI 技术繁荣带来的结构性景气有望延续，半导体及相关高新技术产品仍将对进出口数据形成支撑；二是短期内全球预防性囤货带来了“抢出口”效应；三是我国拥有丰富的替代性能源和稳定的工业生产，需求转移与创造效应有望对冲能源冲击对出口的负面影响。后续需关注中东地缘局势及美国关税政策。。

3 流动性极度宽松

4 月以来流动性持续宽松，背后是资金供需两端共同作用的结果，供给端前期央行中长期流动性投放较多、财政支出偏快、外汇占款投放等为银行间市场提供了资金支持，但需求端信贷表现偏弱、政府债券未显著前置。往后看，倾向于认为央行可能无意维持流动性过度宽松，一则美伊冲突边际缓和，出口偏强、财政发力等支撑经济，继续维持低市场利率、“变相降息”的必要性不大；二则市场利率长期处于利率走廊下沿可能削弱政策利率对市场利率的引导作用。但当前央行的窘境是逆回购存量规模较少、无法通过逆回购回笼流动性，后续可能通过进一步缩量 MLF 等工具来实现资金净回笼，流动性也将从宽松逐步回归中性。

短期紧盯 5 月 6M 买断式逆回购到期后的续作情况，预计继续缩量是大概率事件，关键是幅度（此前 4 月 MLF 和 5 月 3M 买断式逆回购分别缩量 2000 亿、5000 亿）。此外，财政收支、信用扩张情况、外汇占款等，也是决定流动性回归中性节奏的重要变量。对于债券市场而言，若后续流动性边际收紧，短端可能明显承压，对长端的冲击相对可控、基本面演化情况是关键。。

4 宏观策略

AI 交易是 4 月份以来资本市场的主要特征，但是目前看过度到“沃什交易”的概率较大。美国科技股对融资和利率较为敏感，尤其是当前的 AI 逐渐走到“举债建设”的边沿，流动性对其影响较大，预计 AI 交易主导的单边行情逐渐转为震荡行情，关注对其较为敏感的有色和贵金属市场波动风险。

5 股指期货市场分析

指数创新高后大幅回落

美股的 AI 交易有所松动，全球主要股市震荡。上周沪深 300 指数周-0.25%，上证 50 指数周-1.53%，中证 500 指数周-1.82%，中证 1000 指数周-0.67%，除了上证 50 指数之外，其他指数均创新高后大幅回落。

标普 500 指数里，AI 相关板块的权重已经超过 57%（来自摩根大通）。半导体、超大规模数据中心、硬件、软件、电力基础设施和金属矿业，这些被贴上 AI 标签的行业，加起来占据了指数大半壁江山。而且，今年标普 500 的涨幅里，AI 主题贡献了 53%。换句话说，如果砍掉 AI，美股今年几乎原地踏步。

数据是直观的，但华尔街却是双面态度。一边是摩根大通和高盛轮番警告：集中度太高了，一旦AI出问题，市场会被重锤。高盛说现在AI权重接近45%，跟2022年底的25%一比，两年翻倍，速度惊人。另一边，摩根大通自己又把标普500目标价上调到7600点，理由是AI驱动的盈利增长。加拿大皇家银行也上调，从7750点到7900点。

7600点意味着标普500要在现在基础上再涨接近20%，几乎全靠AI盈利增长来支撑。一旦某个季度的AI相关财报不及预期，或者监管层面有变数，这种单一主题的脆弱性就会暴露。2015年的中国A股、2000年的纳斯达克，都是惨痛的教训。

公募基金中AI占57%的权重，一旦AI叙事遭遇危机，其影响是非常大的，今年来A股的上涨也是AI叙事的一环，应注意外围市场波动的风险。

沃什交易可能导致资本市场动荡

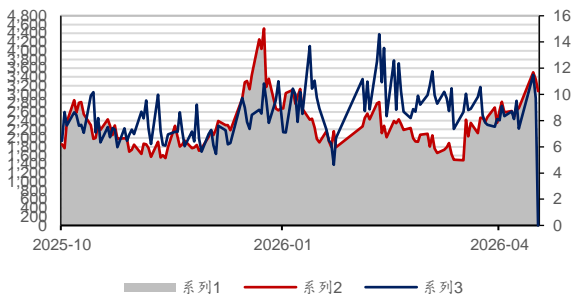
美联储候任主席沃什坚定推进缩表，政策利率调整存在不确定性

美联储候任主席沃什坚定推进缩表，政策利率调整存在不确定性。结合沃什近期表态，其正式就职后有望坚定推进缩表，渐进、有序推进资产负债表正常化，但对于政策利率未给出明确指引。因此，沃什正式就职后，美联储大概率的政策组合为“缩表+利率不变”、“缩表+降息”两种情景。考虑到缩表具有较强的确定性，我们选取了当前政策环境（充足准备金框架）下具有较强可比性的2017-2019年与2022-2025年两轮缩表进行复盘。

两轮缩表可进一步分为“缩表+加息”、“缩表+利率不变”与“缩表+降息”三个阶段。由于两轮缩表时间较长，期间美联储对政策利率进行了多次调整，而利率政策对全球风险资产价格产生的直接影响力度强于缩表。对此，我们进一步将缩表周期划分为“缩表+加息”、“缩表+利率不变”与“缩表+降息”三个阶段进行分析。

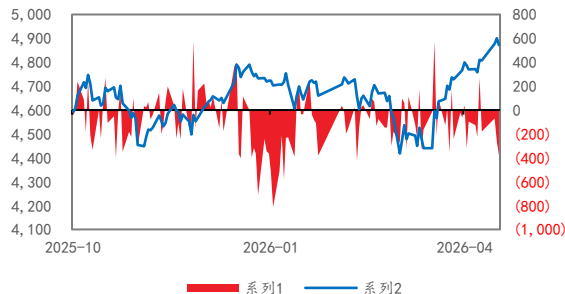
沃什上任后大概率先实施“缩表+利率不变”，预计利率较为敏感的美国科技股会剧烈动荡，“AI交易”向“沃什交易”转变，全球股市波动率加剧的状况有望出现，指数可能进入一个宽幅震荡行情。

图表8：融资融券数据图



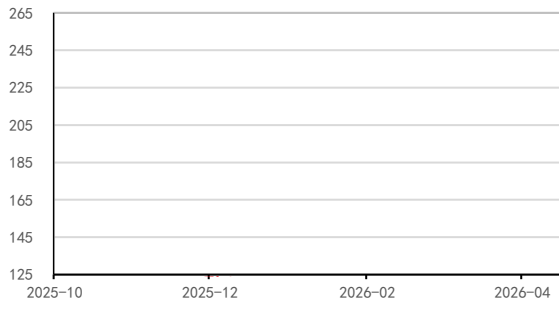
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表9：合约持仓和市场表现



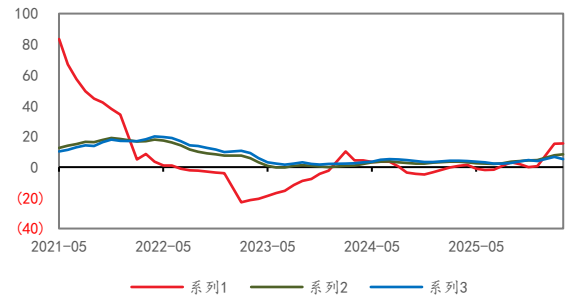
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。自由港复产延后，叠加此前艾芬豪产量预期下修，2026年两大世界级矿山合计下修铜产量约18万吨，预计2026年铜矿缺口为-64万吨（此前预计为-44万吨），矿端扰动延续。

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。

精炼铜产量环比下降

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，4月国内精炼铜产量117.89万吨，环比下降2.26%，同比增长4.73%；1-4月国内精炼铜累计产量470.63万吨，同比增长8.96%。2026年5月1日起，中国暂停普通工业硫酸和冶炼副产硫酸出口8个月，仅允许电子级高纯硫酸经审批出口，市场担忧海外湿法冶炼铜供应。根据SMM，5月电解铜产量预计环比下降1.14万吨。

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

下游完成补库，采购情绪走弱，新增订单增长乏力，铜杆开工率持续走弱。现货来看，进口货源受物流扰动到港偏缓，市场现货供应有所收紧，持货商惜售，现货维持升水，市场交投冷清。

电网投资加速落地是春节后铜库存快速去化的主要驱动力——2026年前两个月中国电网投资完成额同比激增92.1%。然而，消费旺季已近尾声，传统旺季向淡季过渡，下游新增订单增长乏力。

受购置税优惠退坡（由免税转为减半征收）及宏观悲观情绪双重冲击，汽车产销全面承压。4月新能源汽车产销同比环比均有下滑，购置税补贴退坡叠加年后销售淡季，电车对铜支撑不佳，进入5月份小旺季环比产销预计提升，同比仍处于下滑通道，同期带电量有明显提升。

算力基建投资加码，铜AI增量叙事延续，叠加中东冲突扰动逐步脱敏，资金做多铜价意愿明显增强。

2 结论

ICSG将2026年全球铜矿产量增速预测从2.3%下调至1.6%，反映出全球铜矿资本开支长期不足、矿山品位持续下降的结构性矛盾。供给增速的持续下修为铜价提供了坚实支撑。然而，当前两个关键风险点不容忽视：一是硫磺供应能否恢复，二是美国铜进口关税决议的落地进程，二者均可能对供应预期形成扰动。在缺乏新的驱动因素打破现有平衡之前，铜价预计将维持高位运行。

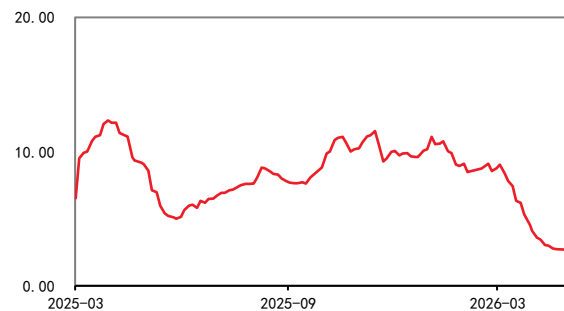
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



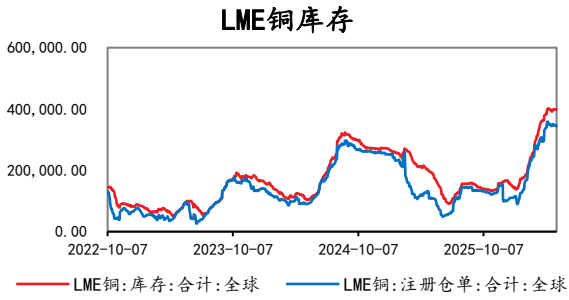
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



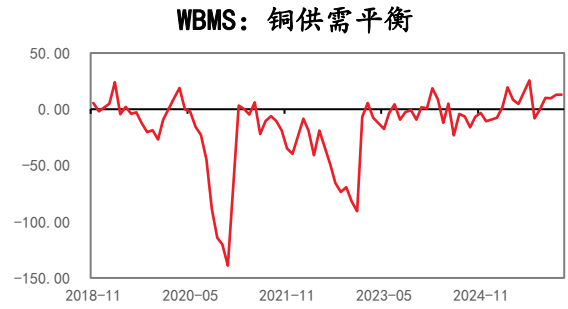
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



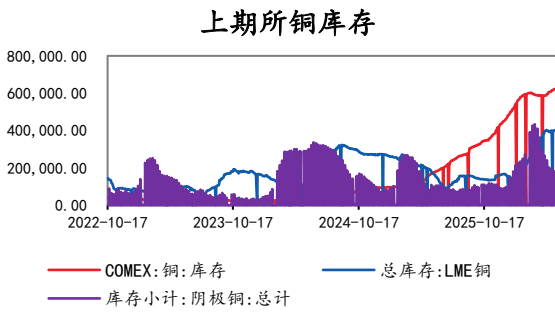
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



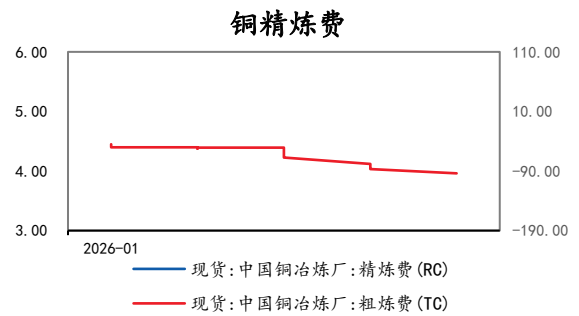
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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

全球锌精矿供应增速调整至 3.31%

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。开年洪水、罢工、封路、地缘冲突等对海外锌矿供应构成干扰，且部分矿企下调全年产量指引，预计 2026 年海外锌矿实际供应量或低于预期，我们将 2026 年海外锌矿增量由 20 万吨下调至 11 万吨左右。

冶炼端利润依赖副产品维持，大规模减产尚未落地

全球锌精矿供应处于异常紧张的格局。国产锌精矿加工费均价降至 850 元/金属吨，进口锌精矿加工费降至 -39.25 美元/干吨。在副产品利润补充下，国内冶炼厂积极生产运行，4 月、5 月整体对锌精矿需求旺盛。

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。

3 月精炼锌进口 14464 吨，环比增加 220.14%，同比减少 47.53%；精炼锌出口 4712 吨，环比增加 21.88%，同比增加 233.99%，3 月净进口量为 9752 吨。

国际铅锌研究小组(ILZSG)预测，2026 年全球锌市场将出现 1.9 万吨的供应短缺。预计全球精炼锌金属需求将增长 1.3%，达到 1400 万吨。2026 年全球精炼锌金属产量将增长 1.4%，达到 1399 万吨。

旺季成色不足，下游分化明显

ILZSG 预计 2026 年全球精炼锌需求将增长 1.3%至 1400 万吨。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%，复苏主要集中于高能级城市，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。

2 总结

矿端严重紧缺与供应端刚性约束已在价格中部分体现，为沪锌提供了极强的底线支撑；需求端

的疲弱现实与高库存共同压制价格弹性。多空因素交织之下，沪锌预计将延续高位震荡格局。

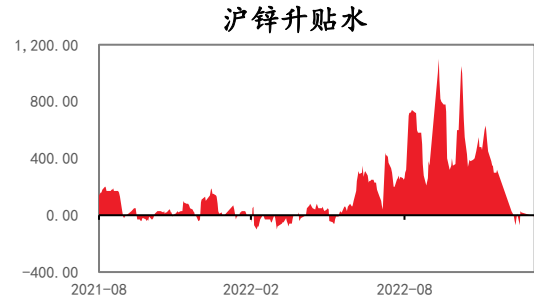
3 锌期货现货数据

图表 18: 锌产量



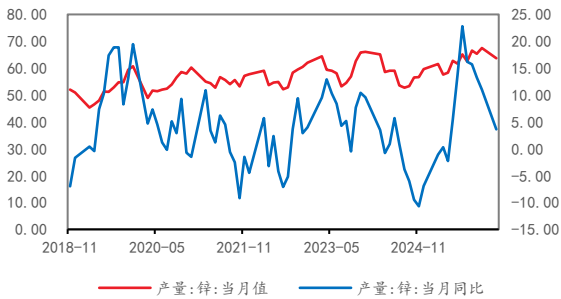
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19: 锌升贴水



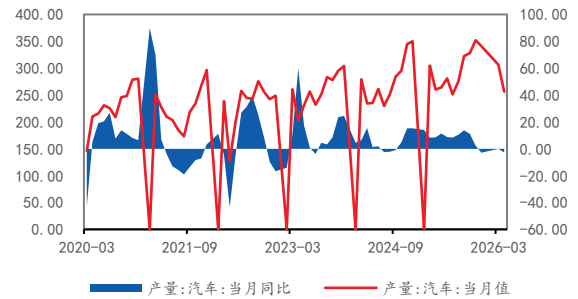
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 钢材定价中枢面临下行压力

近期黑色金属产业链的运行逻辑正在经历从外部成本驱动向内部供需现实的切换。宏观环境变量与产业自身微观结构的共振，正在重塑钢材期现价格的定价基础。随着本轮传统消费旺季步入尾声，前期支撑盘面的核心驱动力出现衰减，钢材市场正面临上游原料估值回调与下游终端需求边际放缓的双重挤压。

宏观层面的预期差正在改变大宗商品的外部定价环境。美国近期公布的通胀数据超预期，延后了海外央行货币政策转向的时间节点。高利率环境的维持推升了美元指数的相对强势，对全球以美元计价的大宗商品金融属性形成压制。与此同时，中东地缘局势对商品市场的影响机制正在发生转移。此前，市场主要围绕物流通道受阻与能源供给瓶颈进行风险溢价的计入，表现为底层成本的被动抬升。然而，随着地缘摩擦表现出长期化与常态化特征，其对外围经济体的影响正逐步从“推升供给侧成本”向“抑制总需求”演变。能源等基础运行成本的居高不下，实质上侵蚀了全球制造业的利润空间与扩张意愿，进而对全球大宗工业品的远期需求总量形成压制。

这种宏观逻辑的转变或在铁矿石端引发估值修复。铁矿石此前积累的较高估值，部分源于外部海运费上行与能源供给担忧带来的溢价。剥离这一外部因素后，铁矿石面临的是相对宽松的产业供需基本面。海外主流矿山发运保持在较高水平，国内港口库存持续累积，现货流通资源充裕。在成材终端需求未能提供持续正向反馈的背景下，高估值的铁矿石缺乏内生性的产业利润支撑。随着地缘成本溢价的消退，铁矿石价格重心不可避免地向偏弱的基本面现实回归。原料端价格的趋势性走弱，直接导致长流程钢厂的综合冶炼成本下移，前期赋予成材盘面的底部成本支撑随之弱化。

在成本端牵引力向下的同时，钢材自身的供需结构亦在积聚矛盾。从供给侧观察，当前国内钢厂的盈利率已回升至64%左右的相对高位区间。在这一利润水平下，生产企业具备充分的经济激励维持高负荷运转。长流程高炉产能的释放呈现出较强的向下刚性与向上弹性，在缺乏行政性产能压降指令或即期利润出现深度亏损之前，钢铁行业基于个体理性的排产策略将导致整体供给维持在偏高水平。这种高产出的惯性，使得供给端对后续市场价格形成持续的压制。

与之对应，需求端正面临边际走弱的客观现实。随着传统消费旺季的时间窗口逐步收窄，终端建筑与制造业的现货采购节奏显现出放缓迹象。季节性因素的转换预示着未来一段时间内，下游施工进度与现货消化能力将受到客观环境的限制。在供给端维持高位产出、需求端边际承接能力下降的产业环境中，成材市场的供需错配压力将被放大。前期依靠表需短期回补带来的去库斜率难以维持，库存向中下游转移的阻力将逐步增加。

综合而言，当前钢材市场的定价锚点正由“原料成本推升”向“产业供需博弈”转移。上游铁矿石在宽松基本面与宏观溢价挤出的双重作用下展开估值修复，导致钢材成本底线松动；中游钢厂在高盈利率驱动下维持高生产积极性；下游终端需求则受制于旺季尾声效应呈现边际回落。在此“成本下移、供给高位、需求转弱”的逻辑链条下，钢价上行空间受到严格约束，市场重心面临震荡下行的客观压力。策略层面，需顺应产业让利与估值回归的趋势，防范在供需矛盾

显性化过程中价格的回调风险。

2 铁水供给高位运行，表需回补推动库存加速去化

上周钢铁生产环节呈现铁水产量微幅增加与成材总产量相对平稳的运行特征。国内 247 家钢厂高炉产能利用率回升至 89.7%，环比上升 0.2 个百分点，同比下降 2.4 个百分点；日均铁水产量相应增加 0.4 万吨至 239.4 万吨。在铁水总量小幅扩张的背景下，五大品种钢材周产量录得 840.2 万吨，环比微增 0.05%，同比下降 3.2%。从品种排产结构来看，生产企业进行了内部调整，表现为螺纹钢产量有所回升，而热轧板卷产量录得下降。尽管主流钢材品种即期毛利环比出现下行，但 247 家钢厂盈利率仍环比增长 3.9 个百分点至 64.1%，这解释了在上周现货价格多数走弱的背景下，供应端产出依然维持在相对高位。

产业链库存去化进程在上周录得边际加速，呈现厂库与社库同步回落的特征。五大品种钢材总库存周环比下降 4.3%，降幅较前一周扩大 4.2 个百分点。具体结构分布显示，社会库存录得 1158.0 万吨，环比下降 4.1%，同比增长 16.5%；钢厂库存录得 417.3 万吨，环比下降 4.9%，同比下降 4.5%。钢厂库存与社会库存均录得回落，表明生产端货源向中游流通环节的物理转移路径仍维持通畅。然而，社会库存同比增加 16.5% 的绝对量表现，意味着中游贸易环节的仓储蓄水池依然承受相对偏高的库存基数压力。

需求端在上周表现出节后季节性回补特征，但高频成交数据与表需之间存在一定走势背离。由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费量录得 911.5 万吨，环比回升 8.4%，同比下降 0.2%。其中，建筑用钢需求呈现回补，螺纹钢表观消费量录得 242.5 万吨，环比增长 22.6%，同比则下降 6.8%。然而，从终端实际交投来看，上周建筑钢材成交量周均值仅为 9.9 万吨，环比下降 19.1%。表观消费的环比回升与现货实际成交的下滑形成反差，表明上周的表需放量中包含了部分节后渠道补库与在途货权转移，终端实质性的消耗强度仍需进一步验证。

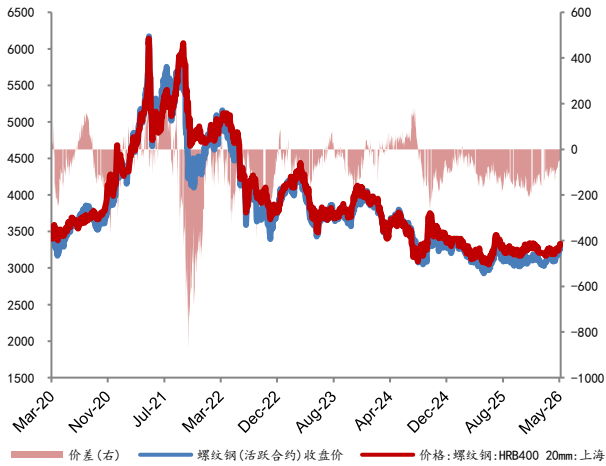
综合供需两端的数据演变，上周黑色金属产业链正处于高炉供给高位平台期与下游需求季节性回补的交织阶段。现货价格的多数走弱与即期毛利的环比下行，客观反映出市场对供需结构中长期走向的谨慎预期。在长流程铁水产量逼近 240 万吨关口、钢厂盈利率处于 64.1% 相对高位的状态下，供应端的向下调节缺乏弹性。后期的定价主线将继续聚焦于假期因素消退后终端需求的真实承接力度。在总库存绝对值同比依然偏高的背景下，表观消费能否转化为持续的终端消耗，将成为锚定成材估值中枢的关键因素。

3 小结

传统旺季趋于尾声，原料端对成材的价格支撑作用有所减弱。目前调研显示钢厂盈利率回升至 64%，供给端生产意愿得以维持，而终端需求则进入边际走弱通道。在供需关系此消彼长的场景下，成材供需矛盾理论上可能加剧，钢价运行重心面临回调压力。

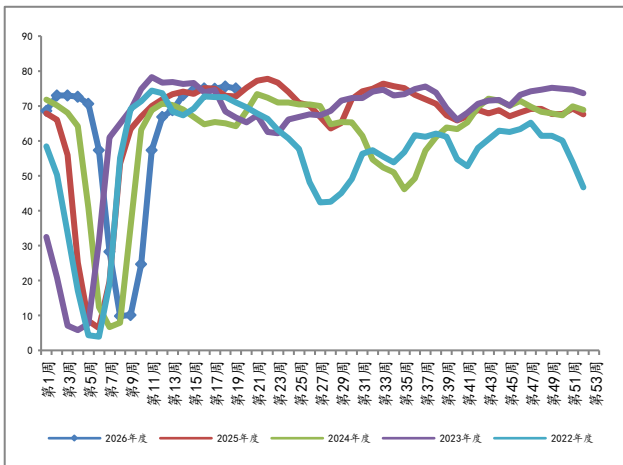
4 钢材期货现货数据

图表 22: 螺纹期现价差



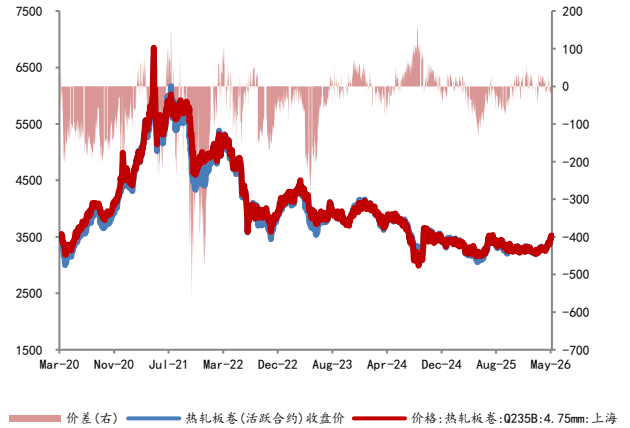
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24: 85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国 (周)



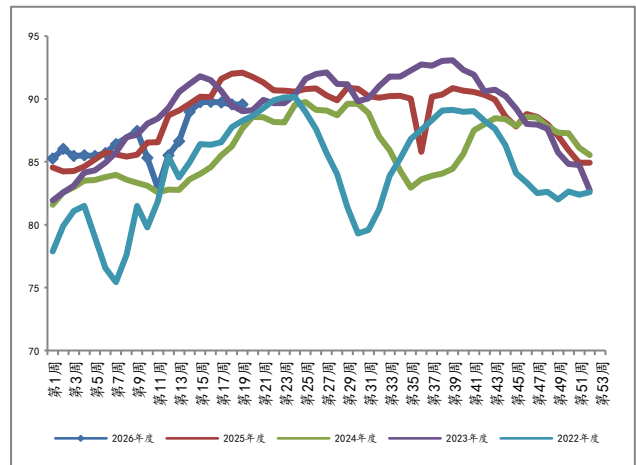
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23: 热卷期现价差



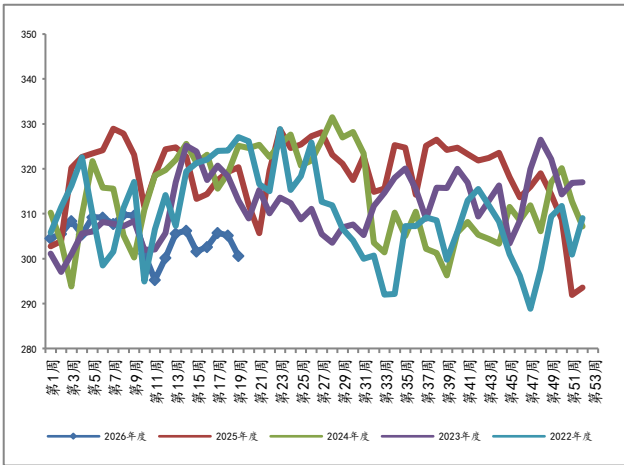
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25: 247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国 (周)



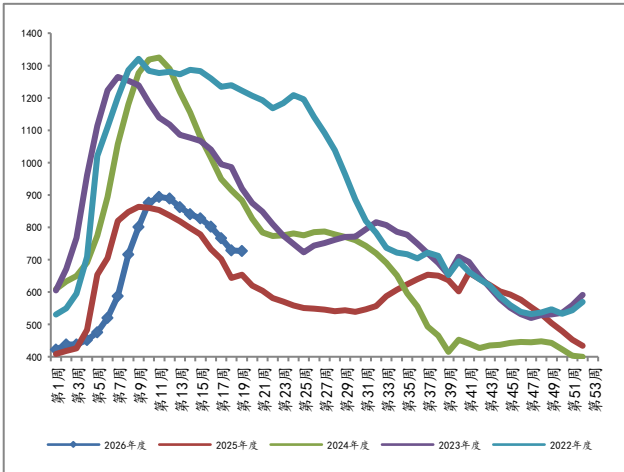
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



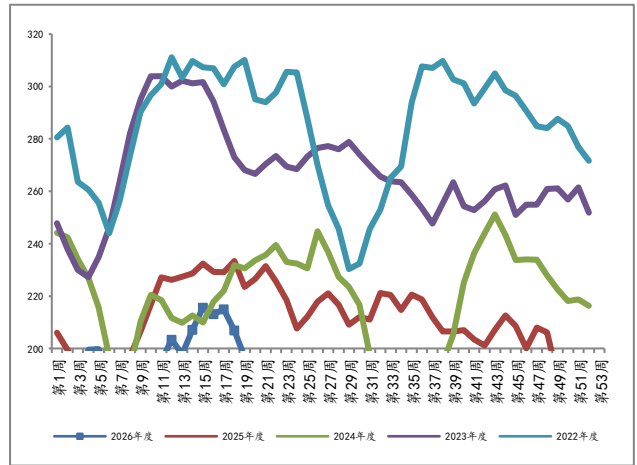
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



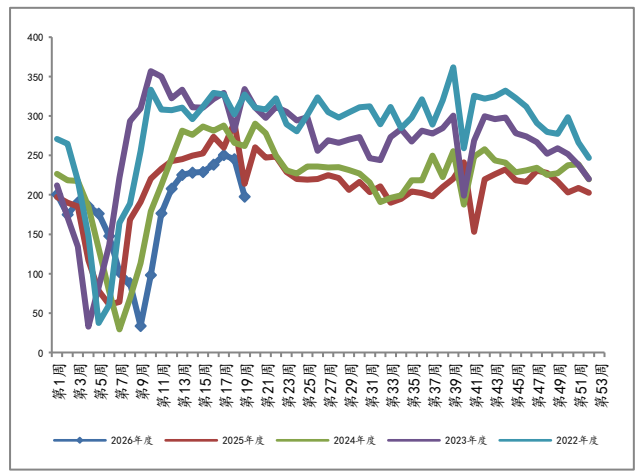
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 TACO 之后又见 NACHO

由于迟迟无法打破伊朗对霍尔木兹海峡的封锁，华尔街又发明了一个缩略语 NACHO (Not A Chance Hormuz Opens)，意为霍尔木兹开放根本没门，这是继 TACO 之后特朗普得到的新标签。

美国国务卿鲁比奥确认，自 2 月底对伊朗发动的“史诗狂怒”军事行动已经结束，特朗普知会国会“已完成这一阶段任务”。随后特朗普发文称，旨在疏导霍尔木兹海峡船舶通行的“自由计划”暂停，这一行动实施还不到 48 小时。目前，霍尔木兹海峡局面呈“你打你的，我打我的”，伊朗正推行对过往船只收费制度，美国则放弃军事对抗转向外围封锁。

回顾此前关税战令 TACO 应运而生，而今伊朗硬控霍尔木兹又诞生了 NACHO，再一次向全世界揭露了特朗普外强中干、色厉内荏的本质。我们认为，如果特朗普没有能力收拾自己打翻的烂摊子，对于大多数进口国而言，相比石油危机和价格飙升的严重后果，伊朗拟收取约 1 美元/桶的过路费是可以接受的，后续中东地缘局势或有虎头蛇尾的发展趋势。

2 霍尔木兹的烂摊子

特朗普结束为期三日的访华之旅，但霍尔木兹海峡的烂摊子仍在，外界普遍认为美伊谈判达成协议短期无望。

据伊朗媒体报道，该国已正式拒绝美国提出的和平方案，并表示绝不屈服于特朗普的无理要求。据悉，伊朗可能在核问题上适当让步，但坚决索要战争赔款，并确认对霍尔木兹海峡的管辖权。伊朗通过调解方巴基斯坦向美国提交了结束战争的方案，但特朗普在社交媒体上对此表达不满，称其完全不可接受。伊朗继续推进对霍尔木兹海峡的管控和收费政策，美国则派遣军舰在外围拦截与伊朗往来的船舶，即你打你的、我打我的。

华盛顿方面的核心关切为：伊朗限制发展弹道导弹能力，切断对代理人武装的支持，最重要的是永不获得核武器，即伊朗暂停铀浓缩活动，并将现有高浓缩铀库存转移出境。目前，伊朗已获得约 60% 纯度的高浓缩铀，而制造核武器所需纯度为 90%。伊朗议会发言人表示，伊朗如果再次遭到袭击，或将铀浓缩丰度提升至 90%。特朗普公开拒绝了伊朗通过巴基斯坦递交的和平提案，表明和平局面前方仍横亘着巨大鸿沟。

3 燃眉之急不能再拖

美伊高强度热战难以为继，双方默契地转入长期对抗，然而原油在内的能源市场已经不能再拖下去。

霍尔木兹海峡通航问题仍悬而未决，只要该区域还面临潜在军事冲突，全球原油供应链就尚未摆脱危机。美伊双方非对称性对抗的结果造成，海湾地区原油供应缺口日益扩大。沙特阿美 CEO 表示，尽管沙特东西管道成功恢复了部分出口，但霍尔木兹长期封锁令全球原油库存降至低位，给本已多年投资不足的油田产能雪上加霜。即使霍尔木兹海峡重新开放，恢复正常生产也需要数月时间，若霍尔木兹海峡关闭再持续数周，原油市场须待到 2027 年才能恢复平衡。

霍尔木兹海峡是关乎全球能源安全生命线，美伊博弈可以耗得起，原油市场却等不起。现阶段中东全面战争风险在一定程度上缓解，因而抑制了原油趋势性上涨节奏，但油价中枢整体仍维持高位运行，须待霍尔木兹海峡放行方案落地才能言顶。

4 主流投行看法大观

高盛集团：定义史上最大石油危机之一

随着霍尔木兹海峡封锁时间延长，高盛持续对原油价格预期进行重估。鉴于5月局面尚难改观，高盛已将本次事态定性为“原油市场有记录以来规模最大的供应冲击之一”，可与1970年代第一次石油危机相提并论。高盛预测，如果上半年无法实现霍尔木兹海峡通航正常化，国际油价有可能突破2008年和2022年的峰值。

摩根士丹利：全球能源安全与时间赛跑

大摩强调，时间窗口对于油价路径至关重要。基线情景是，6月霍尔木兹海峡重新开放，全球原油体系仍存在一定缓冲；但若封锁持续到6月下旬至7月，将逼近最后防线的临界点。即使在最乐观的情况下，霍尔木兹海峡明天立即开放，油田重启、炼厂复工及油轮调用仍需数周。这意味着在2026年剩余时间里，全球将面临约10亿桶原油的不可逆供应损失。

美国银行：100美元将成为油价新常态

美银已全面修订其原油市场展望框架，即中东地区陷入持久对抗的背景下，国际油价重心将维持在100美元/桶左右，与2025年底业界普遍预测的50-60美元/桶形成天壤之别。美银激进预测在升级情景下，油价峰值可能突破130甚至150美元/桶，超过2022年俄乌战争爆发之初的高点。

花旗银行：高度警惕尾部风险加剧

花旗的重点不在于预测数字本身，而是对价格变动风险的定性，认为原油市场低估了封锁持续带来的尾部风险。花旗指出，美伊局势转入不战不和的僵持阶段，但全球原油库存加速下降，战略储备释放坐吃山空，油价在现有高位上仍可能进一步攀升，真正的上行风险或集中在美伊谈判破裂的尾端概率上。

5 机构警告缺口扩大

尽管分别处于卖方和买方立场，世界权威原油机构OPEC和IEA在最新展望中，均对供需缺口持续扩大发出风险警示。

OPEC报告显示：该组织3月原油产量锐减790万桶/日，4月进一步减产170万桶/日；自美伊战争爆发以来，OPEC原油总产量累计下降超30%；最大产油国沙特4月原油产量降至631.6万桶/日，创1990年以来的最低记录。同时，OPEC将2026年全球原油需求增长预期从此前的140万桶/日下调至120万桶/日，但业界普遍认为仍偏高估。

国际能源署IEA报告指出：中东地缘政治对全球原油生产和需求均造成了严重破坏，而整体上今年全球原油总供应将无法满足不同需求。霍尔木兹海峡关闭已逾十周，海湾国家超1400万桶/

日原油产能被迫关停，累计产量损失高达 10 亿桶以上。IEA 预测，2026 年全球原油总需求将减少 42 万桶/日，但日均供应量仍将低于需求量 178 万桶。

我们认为，6 月将是霍尔木兹海峡开放至关重要的时间窗口，随着北半球夏季燃料消费高峰来临，自然去库周期将加剧原油市场的结构性矛盾。

6 地缘政治占据主导

中东地缘政治仍是国际原油走势的核心影响因素，伊朗向闯入霍尔木兹海峡附近的美国军舰发射导弹驱离，令美伊冲突短期内通过谈判解决的预期降温。

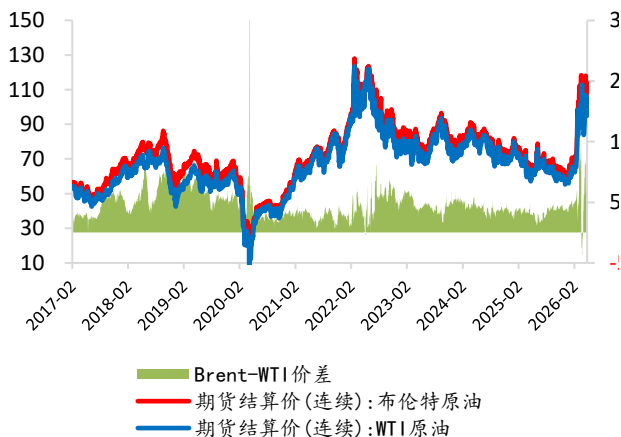
目前，外界已不再质疑伊朗对霍尔木兹海峡的控制力，能源行业普遍认为，海湾地区出口正常化或将推迟到 6 月以后。从时间窗口来看，供应收缩和需求旺季将开始重叠，全球原油库存正在以超 1000 万桶/日的节奏快速消耗。

乐观情景假设，霍尔木兹海峡通航很快恢复，但受制于供应链修复的滞后效应，低库存状态下实物原油市场将依旧维持收紧。悲观情景假设，如果供应冲击持续更长时间，库存极端锐减将迫使能化产业关停，一旦造成需求破坏的结果，其影响可能在未来数年内不可逆。

根据高盛最新观点，国际油价将在更长时间内维持高位，二三季度 100 美元/桶或将成为常态，远期中枢上移的概率增强。

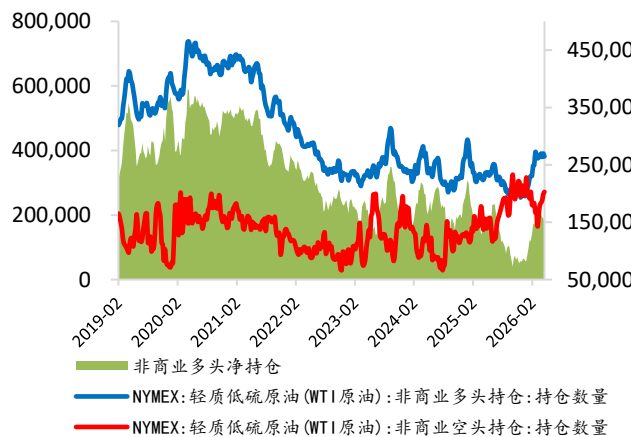
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



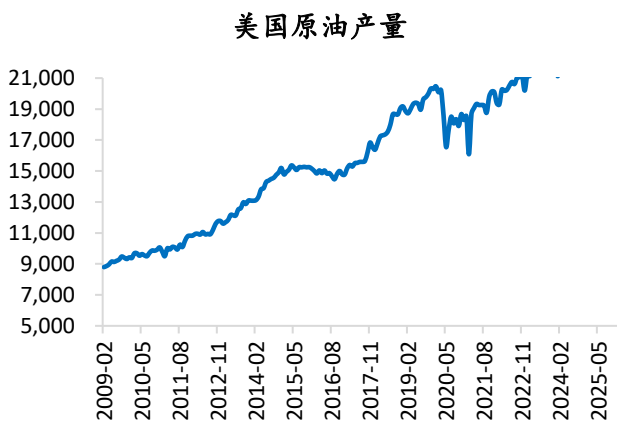
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



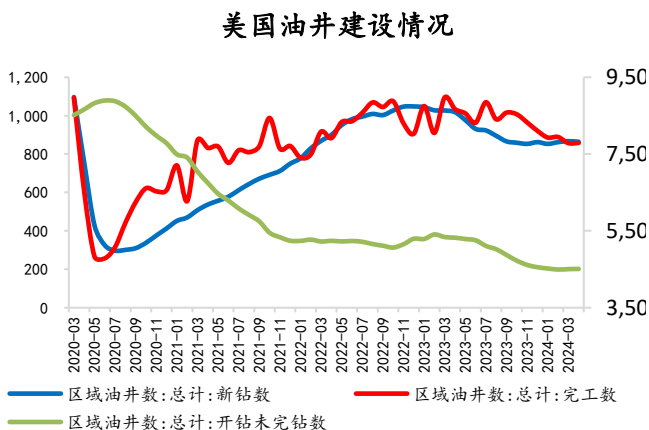
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33: 沙特原油产量



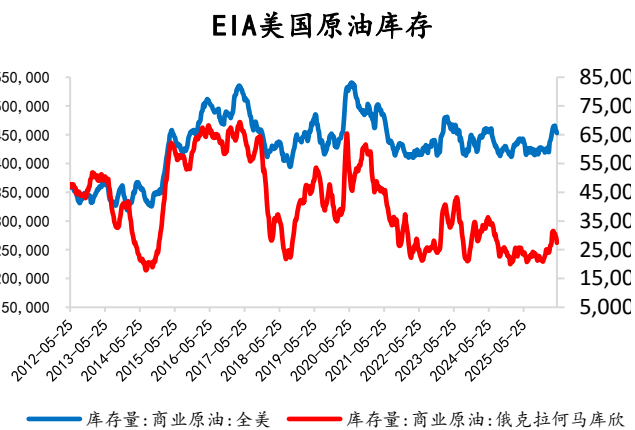
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34: 美国油井建设情况



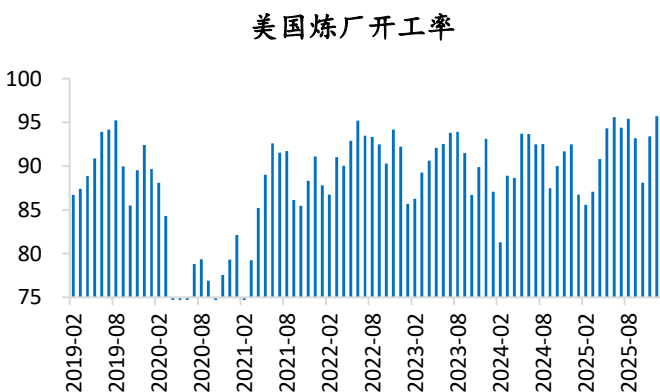
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35: EIA 原油库存



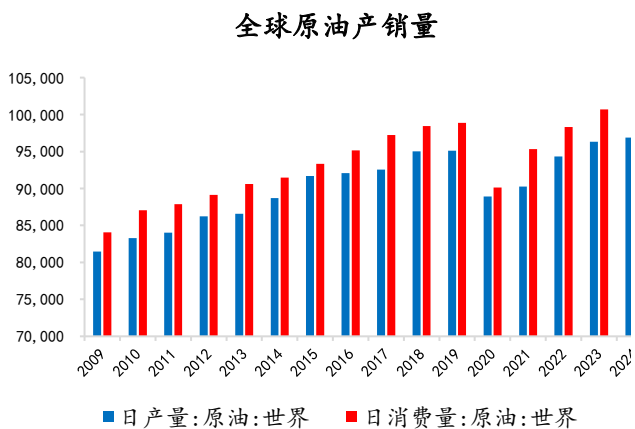
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆先扬后抑，国内豆类市场承压回落

1 外部豆类市场分析

USDA 月报：新年度美豆库存显著下降

5月12日，美国农业部（USDA）公布月度供需报告，对全球及主产国新年度大豆供需指标作出首次评估。报告显示，2026/2027年度美豆产量预计为1.20701亿吨，为历史次高水平，同比增加4.06%，略低于报告前市场预期值。由于美国农业部在报告中上调了新年度美豆出口和国内压榨量，因而导致新年度美豆期末库存同比下降8.7%，进一步削弱了美豆增产对供应端的影响。

美豆种植率近半，新年度南美大豆继续增产

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至5月10日当周，美豆种植率为49%，去年同期和五年均值分别为45%和36%；当周美豆出苗率为20%，去年同期和五年均值分别为16%和12%。美豆春季开局良好，叠加种植面积增加，提升美豆产量前景。对于新年度南美主产国大豆产量预期，美国农业部在5月供需报告中对巴西和阿根廷分别给出了1.86亿吨和5000万吨的首次预估，两国大豆产量均较上年度有所提升。

MPOB 月报：棕榈油库存高于预期

5月11日中午，马来西亚棕榈油局（MPOB）发布4月份棕榈油供需报告。报告显示，马来西亚4月毛棕榈油产量为162.98万吨，环比增加18.37%；棕榈油出口量为130.30万吨，环比下降14.34%；棕榈油库存为230.95万吨，环比增加1.71%。本次报告进一步凸显当前产地棕榈油处于季节性增产阶段，出口未能延续此前强势增长势头且明显下滑，主要是高价棕榈油抑制海外需求所致。这两项指标与报告前市场预期基本一致。此次报告库存较上月小幅增加，与报告前市场预期出现偏差。报告前市场预计4月底棕榈油库存将小幅下降至225万吨。整体来看，本次报告对棕榈油市场的助涨作用不足。

马来西亚5月1-10日棕榈油出口数据出现分歧

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5月1-10日棕榈油产品出口环比增长8.5%，而独立检验公司AmSpec Agri发布的同期出口环比下降10.8%。两家机构给出的数据有较大分歧，对市场的指引作用下降。与此同时，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，5月1-10日马来西亚棕榈油产量环比下降24.77%。由于目前正值产地棕榈油增产季节，预计后期数据仍会动态调整。

印度总理呼吁民众“少吃油”

印度总理莫迪在5月10日公开呼吁民众减少食用油消费，以应对中东局势紧张导致的能源供应短缺以及节约外汇。莫迪称此举“既健康，又爱国”。根据美国农业部公布的数据，印度年植物油消费总量约为2500万吨，其中有大约1600万吨需要进口。印度是全球最大的植物油进口国，年进口量约占全球总进口量的20%。从进口结构看，印度年进口的棕榈油数量最大，约为750万吨，豆油进口量约为540万吨，葵花籽油进口量约290万吨。印度进口的棕榈油主要来自印尼和马来西亚，印度民众如果响应号召“少吃油”，无疑将为产地棕榈油出口前景蒙上阴影。

2 国内豆类市场分析

4 月中国大豆进口量快速攀升，供给改善令粕价涨幅受限

海关公布的数据显示，2026 年 4 月中国大豆进口量为 848 万吨，是 3 月大豆进口量 402 万吨的两倍多，比去年同期的 608 万吨增长 40%，进口大豆到港速度明显加快。2026 年 1-4 月，中国大豆进口量为 2520 万吨，较去年同期的 2319 万吨增长 8.7%。目前正值巴西大豆出口高峰期，随着更多进口大豆到港，国内供给偏紧状况将得到缓解。国内油厂开工率有望陆续回升，豆粕库存将迎来止降反弹的拐点。此外，国内生猪市场仍在去产能，需求端无力为粕价上涨提供过多支撑。美豆冲高回落后，成本下行驱动升高，油厂挺粕动力下降，期货市场卖压增大，国内豆粕市场反弹受阻，重回此前震荡盘整区间。

三大食用油库存回升，油脂价格震荡回调

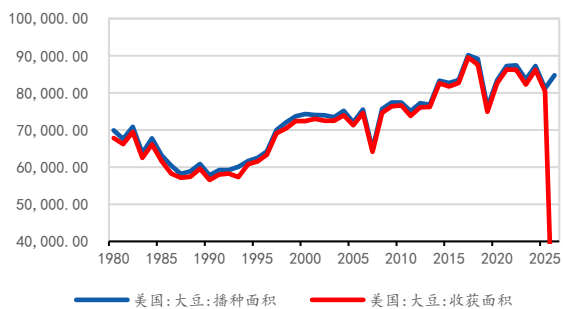
统计数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 199.77 万吨，周度增加 5.77 万吨，其中豆油库存增加 1.8 万吨，食用棕榈油库存增加 3.27 万吨，菜油库存增加 0.7 万吨。国内油脂库存总量充足，目前正处需求淡季，市场购销相对平稳。本周国内油脂市场整体震荡回落，外盘相继释放利空题材令国内油脂卖压升高。除产地棕榈油增产以及印度进口需求下降外，受进口利润改善影响，国内近期持续新增棕榈油采购，供应增长也为市场施压。随着进口大豆压榨量回升以及美豆下挫，累库压力升高和成本下降可能令豆油市场补跌。进口菜籽和菜油到港量增加以及国产菜籽陆续上市，供应改善预期增加菜油市场回调动力。

3 油脂油料市场展望

巴西大豆处于出口高峰期，1.8 亿吨的创纪录产量压力将持续释放。阿根廷大豆收割已过四成，产量预估维持在 4850 万吨左右。美国大豆播种率和出苗率均好于常年，增产前景保持乐观。本周美豆市场再度失守 1200 美分关口，供给宽松预期是主因。产地棕榈油市场因消化供给压力而维持震荡偏弱走势，生柴需求炒作情绪降温，棕榈油与国际原油的联动性下降。国内三大油脂库存处于常年同期高位，其中上周国内食用棕榈油库存升至 71 万吨，同比增加 142.11%。下游处于消费淡季，无力从需求端推动油脂价格走强，棕榈油市场对外盘的依赖度更为突出。由于印尼政府尚未公布生柴新政的关键细节，市场对印尼能否在 7 月 1 日按计划实施 B50 政策存疑。如果印尼 B50 政策生变，棕榈油市场恐将释放此前溢价。美豆回落以及国内供给形势改善，豆粕市场反弹节奏受阻。由于缺少单边驱动，粕价很难打破目前的震荡区间。东北产区大豆播种进入收尾阶段，受省储大豆拍卖预期以及豆类品种集体回落影响，豆一期货同样进入调整节奏，能否止跌仍需现货和周边市场加以配合。

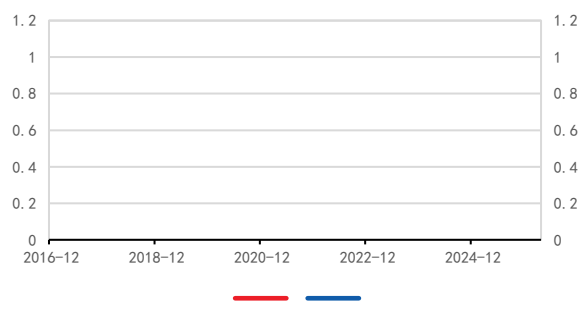
4 油脂油料市场主要数据

图表 38: 美国大豆种植收获面积



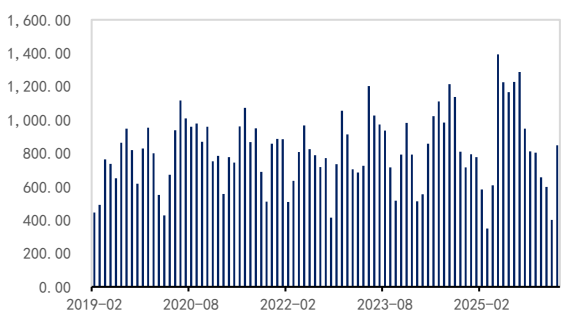
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 39: 国内生猪存栏量



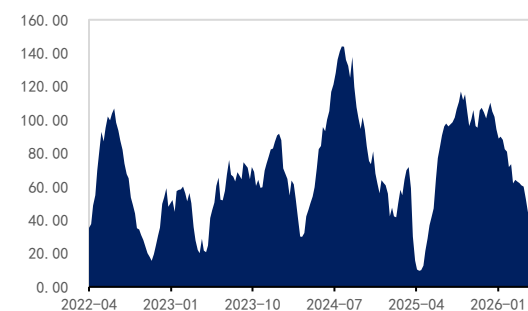
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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

