

中金财富期货策略周报（2026年第17期）

研究员：

周度投资观点

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：美联储新主席沃什上任，其政策路径已经明显表现出一种灰度的动态妥协：美联储可能通过修改前瞻性指引，将2%的通胀目标转化为一个更具弹性的长期区间，从而在形式上维持独立性的同时，在实质上为白宫的扩张性财政与贸易政策腾出货币缓冲空间。

股指期货：科技股主导的指数“景气度投资”行情未变，当前市场面临的核心矛盾，不是“牛市是否结束”，而是“高拥挤交易如何降温、市场如何完成再平衡”。拥挤度的消化，会降低行情斜率，但不改变行情方向。

铜：在“原料抢矿难、加工费深度亏损”的双重挤压下，国内冶炼厂被迫进入密集检修期，实质性减产压力陡增，5月电解铜产量环比已出现明确下滑。铜价持续走高压制下游采购情绪，新增订单有限，需求乏力不及预期。现货市场因铜价偏高，下游刚需消费为主，现货升水持续下调。当前处于供应端刚性支撑和高价抑制下游需求疲软的博弈之中，铜价维持高位运行。

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：美伊谈判边际进展引导宏观风险偏好阶段性回升，但成材现实基本面承压，淡季终端消耗量延续环比下滑态势。短期内，山西煤矿安全事故引发的原料供应收缩预期传导至成材端，对钢价形成阶段性成本支撑。然而，在终端需求下行周期的假设下，成材供需结构偏弱持续压制估值上限，中长期盘面运行路径偏向震荡偏弱。

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。

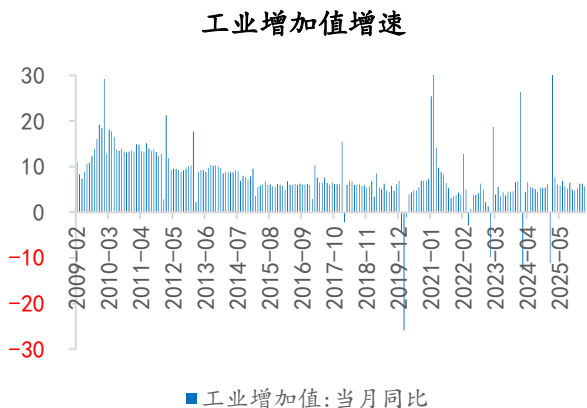
油脂油料：美豆良好天气条件提振产量前景，但资金对厄尔尼诺可能造成的潜在减产展开提前布局。随着美豆进入天气市，天气的不确定性有望提升美豆的抗跌性。CBOT大豆市场有望继续围绕1200美分震荡，等待更明确的指引。巴西大豆正值出口高峰期，5月出口量预计超过1600万吨，是国际大豆供应的可靠保障。阿根廷大豆收割已过七成，机构调高产量预估至5000万吨之上。全球大豆市场供给宽松，如缺少减产天气炒作，豆价重心仍有回落空间。国内豆粕市场维持供需双弱状态，远期供给宽松格局将持续深化，粕价上涨缺少主动性，将继续跟随美豆波动。产地棕榈油需求下降导致价格震荡回落，国内棕榈油呈现跟跌状态，并对豆油和菜油市场形成弱势指引。印尼政府官员强调B50政策将于7月1日落地，生柴需求将限制棕榈油市场回调空间。东北产区大豆播种基本结束，中储粮重启国产陈豆拍卖，供给增加而需求平稳，豆一期货市场有望继续跟随相关品种弱势震荡。

目录

周度策略：关注美债利率“持续上行”的影响	- 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 四月经济数据：放缓和分化并行	- 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 山西长治煤矿事故	- 15 -
2 铁水产量高位惯性释放，季节性因素压制表需及去库节奏	- 16 -
3 小结	- 16 -
4 钢材期货现货数据	- 17 -
原油	- 19 -
1 主流投行看法大观	- 19 -
2 表面平静山雨欲来	- 19 -
3 油价路径呈非线性	- 20 -
4 六月节点至关重要	- 20 -
5 留给市场时间不多	- 20 -
6 地缘政治占据主导	- 21 -
7 原油期现数据	- 21 -
油脂油料：美豆反复震荡，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



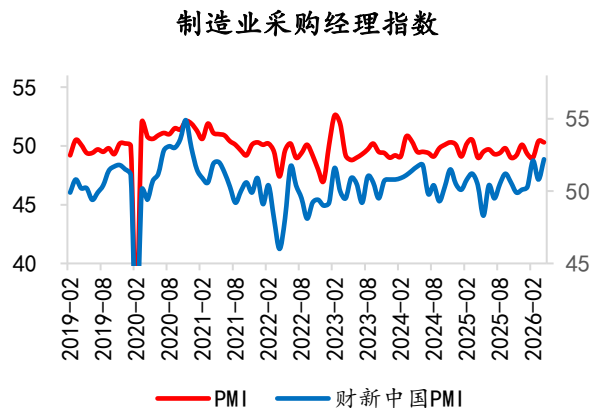
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



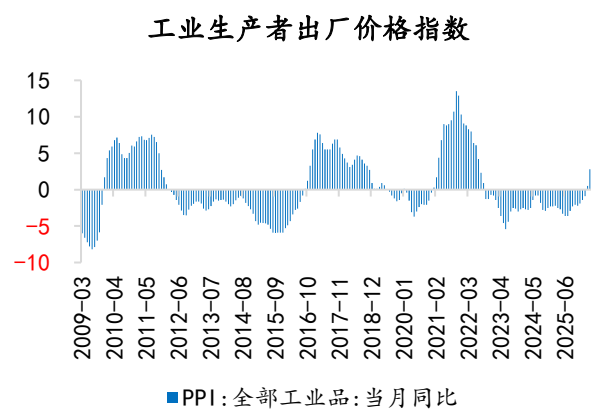
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



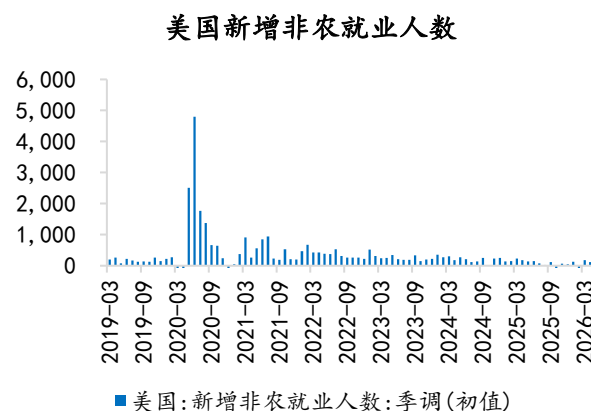
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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：关注美债利率“持续上行”的影响

美联储新任主席沃什面临的是一个复杂的烂摊子：通胀重燃至 3.8% 三年高点、债市收紧、FOMC 内部罕见双向分裂。沃什真正面临的终极难题不是何时降息，而是如何在白宫压力与央行信誉之间走钢丝。除此之外，美债收益率上行对资产价格的影响仍值得警惕。

除非美伊问题迅速解决，否则美债利率面临持续上行风险

2023 年底、2024 年中、2025 年初和 2025 年中，美债 10 年期利率已有 4 次突破 4.5%，在短期冲高后基本都能够快速回落。这 4 次美债利率冲高后能够快速回落的原因总结起来有 3 点：第一是经济衰退或者通胀降温，驱动美联储降息（预期）；第二是美国财政部降低长债的发行规模（减少长债供给）；第三是 2025 年中特朗普 TACO，延缓全球关税，修复投资者对美债的信心（增加美债需求）。

但是，此次美伊冲突导致的美债利率冲高后，短期或较难快速回落：首先是全球高油价+高通胀，会掣肘美联储降息；其次是去年下半年以来美国财政部延续短债为主的发行结构，长债供给较难有边际向下空间；第三是当前特朗普即便 TACO，霍尔木兹海峡也很难恢复到战前安全通行的状态，投资者对美债的信心较难修复。

过去 1 个多月特朗普几乎以欺骗的方式不停安抚市场，导致当前 NACHO 交易盛行（Not AChance HormuzOpens, 霍尔木兹海峡不会开放）。霍尔木兹海峡迟迟未恢复到战前自由通行的状态，长期高油价+高通胀会持续推高美债利率，也会不断打击全球投资者对美债的信心。

高利率导致全球成长风格承压。美债利率是全球风险资产定价的锚，如果美债利率长期高位，全球风险资产，尤其是高估值的成长风格或明显承压。高利率也可能约束美国 AI 资本开支。当前全球 AI 产业链的高景气主要取决于美国中游云服务企业的大规模算力资本开支。除了谷歌外，美国多数云服务企业的利润已被高额的资本开支侵蚀，可能需要借助外部融资支撑资本开支。如果美债利率长期高位，可能会影响美国云服务企业的外部融资能力和资本开支强度，约束全球 AI 产业链的景气度。一旦美股出现回落，注意其对全球主要工业品价格的影响。

图表 1：10 年期美债收益率持续上行



资料来源：wind，中金财富期货研究所

广义财政支出总体放缓

广义财政支出总体放缓。1-4 月财政支出节奏有所放缓，广义财政支出同比增长 0.4%，较 3 月下降 2.3 个百分点，中央财政仍是重要支撑，广义中央财政支出同比增长 5.6%；财政支出总体放缓或是 4 月国内需求平淡的重要原因之一，4 月社零、固定资产投资表现均较弱势。

之所以出现这种情况，主要是因为财政支出进一步前置，这是 4 月财政支出偏弱的重要原因。具体来看，4 月一般公共预算支出 20103.0 亿元，在全年公共预算支出中占比 6.7%，低于 2024-2025 年同期水平。

但从近三年前 4 个月的财政支出的总体水平看，2026 年 1-4 月一般公共预算支出在全年公共预算支出中占比 31.6%，微幅高于 2024-2025 年同期水平。2026 年 1-4 月公共财政支出力度总体不弱，且略高于前两年同期水平，2026 年 4 月财政支出增速回落，可在一定程度上理解为今年一季度财政前倾发力后的正常放缓。此外，从地方债务的发行情况看，2026 年 4 月政府债券融资节奏有所放缓，当月社零口径政府债券融资额较去年同期少 688 亿元，一定程度上对财政支出形成约束。

财政收入方面，2026 年 1-4 月，公共财政收入同比增速较 1-3 月提高 1.1 个百分点，其中，税收收入同比涨幅扩大，非税收入同比涨幅收窄。税收收入中，相较于 1-3 月，三大主力税种表现均较好，其中，增值税同比涨幅扩大，首要原因或在于通胀抬升带动，4 月 PPI 同比涨幅已达到 2.8%；企业所得税收入同比降幅明显收窄，一方面受益于通胀逻辑，另一方面也受到 AI 硬件等高技术行业利润上涨的驱动；个人所得税同比涨幅进一步扩大，持续高于整体税收同比增速。

整体看，尽管 4 月单月支出增速放缓，但 1-4 月整体支出进度仍为近五年同期最快，主要得益于年初支出力度较大且全年支出目标较为温和，因此当前适当降速具有合理性。

沃什：已经展现出灰度妥协

美联储新主席沃什上任，其政策路径已经明显表现出一种灰度的动态妥协：美联储可能通过修改前瞻性指引，将 2% 的通胀目标转化为一个更具弹性的长期区间，从而在形式上维持独立性的同时，在实质上为白宫的扩张性财政与贸易政策腾出货币缓冲空间。

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21日	中国最新 LPR 报价出炉：连续 12 个月维持不变	5 年期以上 3.5%，1 年期 3%	美国通胀对我国货币政策空间有一定影响
	5月23日	特朗普：美伊协议基本谈成，内容包括开放霍尔木兹海峡	美国总统特朗普 23 日下午在社交媒体发文，称美国与伊朗已基本谈成一份协议，有待美伊双方及相关伊斯兰国家最终敲定	协议内容包括开放霍尔木兹海峡
数据	5月21日	月财政数据点评：财政支出节奏放缓	4 月一般公共预算支出单月同比下降 3.2%	主要受到财政前置的影响
	5月23日	美国 5 月制造业 PMI 初值超预期升至 55.3	创四年新高	服务业小幅回落
事件	5月23日	证监会等八部门：全面取缔境外证券期货基金非法跨境经营活动，设置两年集中整治期	集中整治期内，禁止境外机构为存量投资者在境内非法提供买入交易、转入资金等服务	只允许单向卖出交易并转出资金

资料来源：中金财富期货研究所

2 四月经济数据：放缓和分化并行

4 月国内折合的月度 GDP 同比增速约为 4.2%，较 3 月回落 0.7 个百分点，在去年同期基数偏低的情况下仍出现明显走弱，指向内生动能有所放缓。从需求结构看，拖累主要来自内需特别是投资端，而外需表现强劲。4 月出口同比增长 9.8%，增速较 3 月扩大 10.5 个百分点，显示外需韧性超预期。消费方面，社会消费品零售总额同比增速回落 1.5 个百分点至 0.2%，接近零增长，但服务消费增速仍在上升：1-4 月服务零售额累计同比增长 5.6%，较 1-3 月加快 0.1 个百分点。统计局指出，1-4 月商品与服务零售额合并增长 3.2%，与一季度相比保持总体稳定，表明居民整体消费并未失速，而是商品与服务消费分化加剧。投资端则成为最大拖累：1-4 月固定资产投资同比增速为-1.6%，较 1-3 月回落 3.3 个百分点，时隔三个月再次转负。其中，基建投资增速回落 4.3 个百分点，制造业投资回落 2.9 个百分点，房地产开发投资降幅扩大 2.5 个百分点，基建投资降幅最大。就业方面，4 月失业率回落至 5.2%，但较去年同期仍高 0.1 个百分点，外来户籍人口失业率同比高 0.2 个百分点，就业压力仍存。在“正确政绩观”引导下，政府支出有望再次加快。

生产端同样呈现结构分化。4 月工业增加值同比回落 1.6 个百分点至 4.1%，创 2023 年 8 月以来新低，但高技术制造业同比增速逆势上升 0.1 个百分点至 12.6%，显示转型升级加速。传统工业生产放缓或更多与原材料价格短期急涨导致企业观望有关。随着原材料价格趋稳、政府支出加速，后续传统生产有望企稳回升。服务业生产指数同比回落 0.7 个百分点至 4.3%。其中，信息技术服务业同比增长 11.7%，基本持平 3 月；租赁商务服务业增长 10.7%，加快 0.6 个百分点。拖累或主要集中在房地产和批发零售业：房地产开发投资降幅扩大，叠加原材料急涨后批发零售环节观望情绪，造成服务业整体回落。随着房地产销售企稳及中东局势缓和，服务业生产增速亦有望企稳回升。

整体来看，4 月经济放缓由政府支出放缓、房地产投资降速及原材料价格短期急涨三个因素

主导，这些因素在 5、6 月均有望缓解。再考虑二季度建筑业可能存在的恢复性增长，预计二季度 GDP 同比仍有望接近 4.5%-5.0% 目标区间的上沿水平。

3 流动性超级宽松有望边际收紧

从流动性视角来看，3 月以来的股债双牛是银行间和非银机构流动性双宽松的结果。银行间流动性来看，2023 年 9 月份以来，DR007 首次较长时间运行在政策利率，即 7 天逆回购利率下方，且 DR007 的 90 日波动标准差也是过去十年的相对低位。R001 成交量/银行间质押式回购的 20 日移动平均值已经接近 90% 这个极端值，这意味着市场存在资金空转，期限错配的风险。非银流动性方面，非银存款年化增长规模同样升至过去十余年的高位，反映非银机构持有大量待配置资金。

对于银行间流动性，央行的态度已经发生变化。数量层面，近期中长期流动性投放力度已有所收敛；态度层面，央行在一季度货政报告上删掉了“降准降息”的表述，强调“引导隔夜利率在政策利率水平附近运行”，并且 5 月 18 日金融时报文章提示“非银机构过度加杠杆、期限错配等行为也是引发风险的重要因素。”

与过去不同的是，本轮在央行收的过程中，银行间流动性面临两股力量的对冲，一是出口的强势带动结售汇资金回流，对基础货币形成补充；二是配合财政发力的结构性货币政策工具仍在放量，对银行体系流动性形成支撑。因此，当前央行投放收敛更多仍处于“量变”阶段，后续需要观察其是否进一步演绎为资金面的“质变”。

央行投放收敛何时从“量变”转向“质变”？建议观测同业存单的净融资规模。如果同业存单净融资仍为负，说明商业银行负债端压力不大，银行体系还不缺准备金，银行间流动性仍有望维持宽松；但如果同业存单净融资规模转正，则意味着商业银行主动负债需求重新上升，银行间资金利率也可能随之抬升。

整体看，考虑到央行态度的转变，同时多项流动性指标已处于偏极端的宽松位置，站在当前时点，流动性的进一步宽松概率或已不高。后续更应关注银行间资金利率是否出现超预期波动放大，或由低位稳定转向趋势性抬升，这可能是下一阶段银行间流动性的主要风险信号。值得一提的是，非银流动性更多来自居民存款搬家，银行间流动性的收缩尚不足以影响非银流动性的宽松。

4 宏观策略

美联储新主席沃什上任，其政策路径已经明显表现出一种灰度的动态妥协：美联储可能通过修改前瞻性指引，将 2% 的通胀目标转化为一个更具弹性的长期区间，从而在形式上维持独立性的同时，在实质上为白宫的扩张性财政与贸易政策腾出货币缓冲空间。

5 股指期货市场分析

指数延续波动行情

外围市场小幅波动，AI 叙事的经济体也进入震荡区间。上周沪深 300 指数周-0.3%，上证 50 指数周-1.15%，中证 500 指数周+0.48%，中证 1000 指数周+0.12%，指数震荡，但是整体维持强

势。

近期市场连续调整，核心担忧来自微观结构拥挤。当前 A 股前 5% 成交额个股成交额占比持续运行在 44% 附近，已经非常接近 45% 的微观结构恶化阈值。历史上来看，当该指标突破 45% 后，市场往往出现显著变盘，其本质并不是基本面突然恶化，而是交易高度集中后，部分核心资产出现阶段性的“对手方缺失”。

当前来看，A 股的 DDM 三大要素均未出现系统性恶化，当前市场的调整，本质上是高拥挤交易后的消化，而不是 DDM 三要素的系统性恶化。只要盈利、流动性、风险偏好没有同时出现趋势性逆转，市场强势的基础就仍然存在。

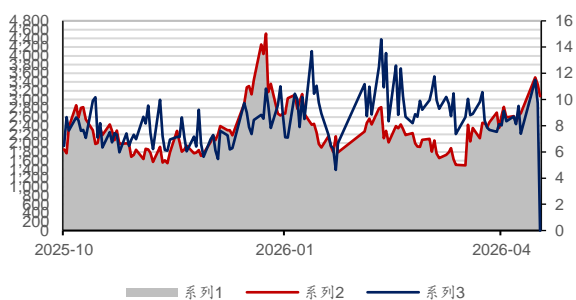
预计科技股仍将保持强势

复盘历史上几轮典型高拥挤阶段，微观结构恶化往往对应市场短期波动加大，但并不必然对应牛市结束。尤其在 2015 年 1 月、2021 年 2 月等阶段，市场更接近于牛市中的阶段性中继，而非熊市起点。

换句话说，当前市场面临的核心矛盾，不是“牛市是否结束”，而是“高拥挤交易如何降温、市场如何完成再平衡”。拥挤度的消化，会降低行情斜率，但不改变行情方向。

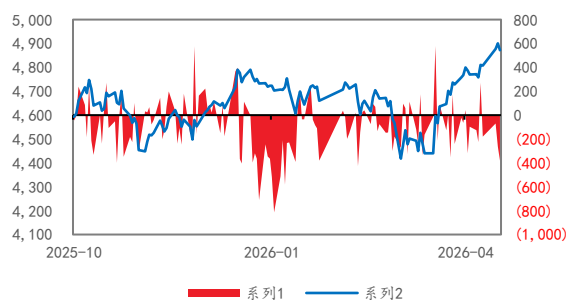
市场担心交易拥挤后，科技成长是否会整体退潮。我们认为，更大概率不是“科技退潮”，而是科技内部切换，以及成长风格向更多“二次点火”资产扩散。当前微观结构接近敏感区，本质上是牛市进入第三阶段的催化剂。牛一买修复，牛二买重估，牛三买点火。进入牛三阶段后，市场不再无差别奖励弹性资产，而是开始筛选真正具备盈利兑现和景气加速度的方向。

图表 8：融资融券数据图



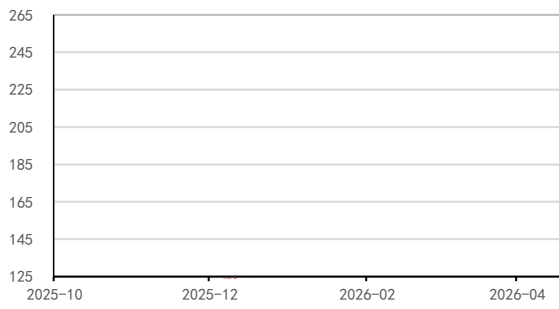
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



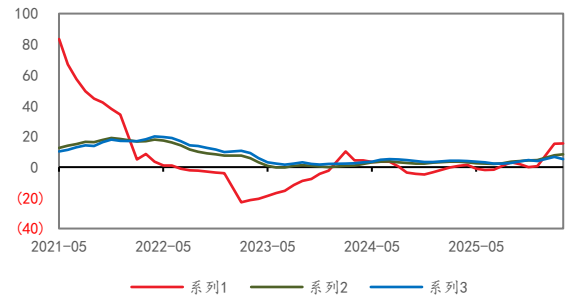
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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SMM5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

随着5月淡季效应逐步显现，高企的铜价严重抑制了下游的采购意愿，铜杆、铜棒等加工企业开工率持续低迷，现货市场成交多以刚需为主，缺乏实质性放量。

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。

新能源汽车势头更盛。1-4月新能源汽车累计生产428.69万辆，同比下降3.24%，1-4月新能源汽车累计销售430.61万辆，同比增长0.2%。为追求更长续航，在轻量化需求下，新能源单车用铝量显著高于传统汽车，且随着新能源汽车趋势从乘用车向商用车转移，单车用铜将进一步提高，对铜需求带来增长。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

在“原料抢矿难、加工费深度亏损”的双重挤压下，国内冶炼厂被迫进入密集检修期，实质性减产压力陡增，5月电解铜产量环比已出现明确下滑。铜价持续走高压制下游采购情绪，新增订单有限，需求乏力不及预期。现货市场因铜价偏高，下游刚需消费为主，现货升水持续下调。当前处于供应端刚性支撑和高价抑制下游需求疲软的博弈之中，铜价维持高位运行。

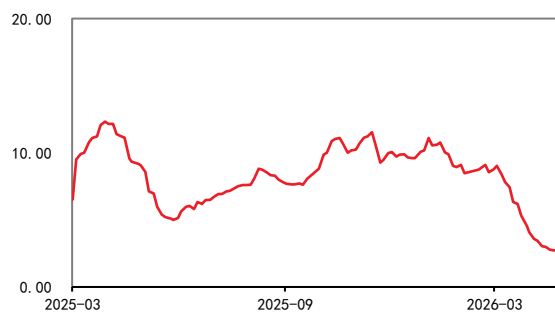
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



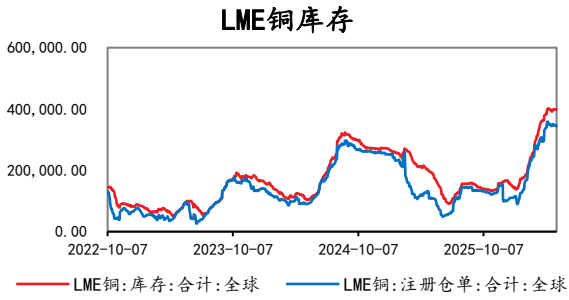
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



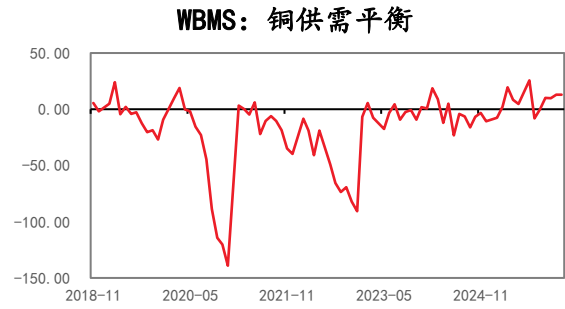
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



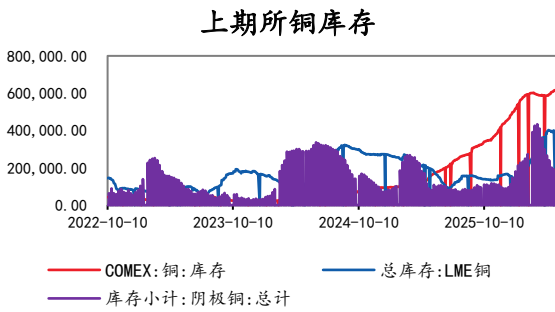
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



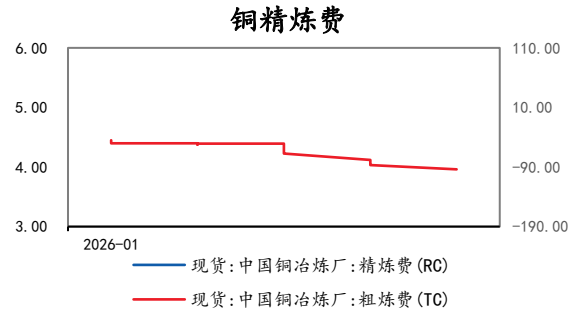
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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，2026 年海外矿山产量预计同比下滑 10-20 万吨，而去年年底的预期 2026 年海外矿山供应将增长 20 万吨，若燃料供应问题造成矿山开采被迫停产，海外矿山产量预期将会进一步下滑。

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。

当前硫酸价格高企使炼厂单吨亏损有所收窄，云南、内蒙古等地产能集中释放推动 4 月产量同比大增 10.9%；但 5 月起硫酸出口管控落地，酸价回落风险上升，将加剧炼厂亏损倒逼减产，预计 5 月精锌产量环比回落 1.6%。

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。

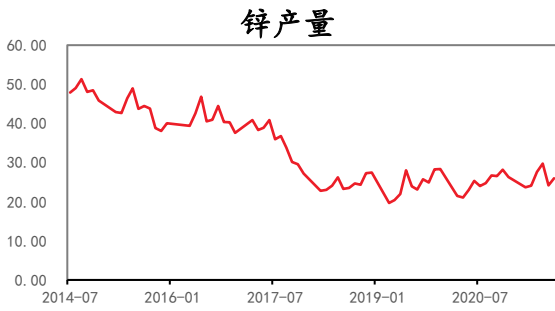
1GW 装机耗锌 600 - 1100 吨（支架、汇流箱、逆变器壳体），2026 年全球新增光伏耗锌预计 35 万吨，占当年全球锌需求 2.6%，但增速仅 -9%（中国装机峰值已过），贡献负增量。

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。

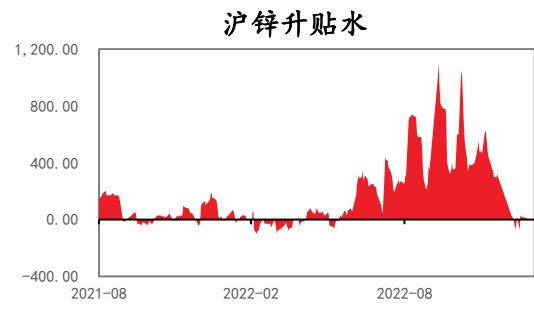
3 锌期货现货数据

图表 18: 锌产量



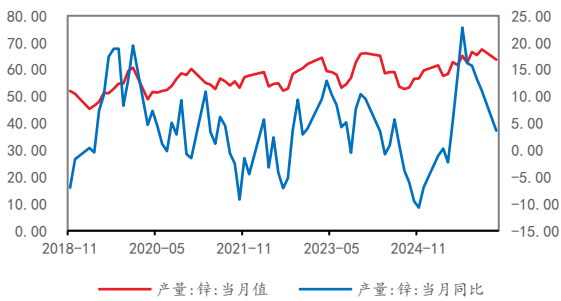
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19: 锌升贴水



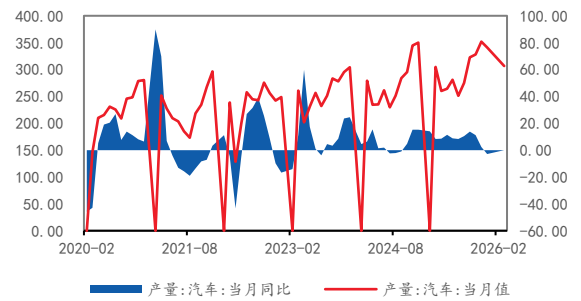
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 山西长治煤矿事故

2026年5月22日19时29分，山西省长治市沁源县山西通洲集团留神峪煤矿井下发生瓦斯爆炸事故，造成重大人员伤亡。按照生产安全事故分级标准，30人以上死亡即构成特别重大事故，本次事故已属于最高等级安全生产事故。从事故性质看，瓦斯爆炸、高瓦斯矿井、民营煤矿、多矿井停产整顿等特征，使其不仅是单一矿山事故，也可能成为阶段性安全监管收紧的触发因素。

本次事故对焦煤市场的影响不仅在留神峪单矿本身。该矿核定产能约120万吨/年，且备案煤种为贫煤，工业用途更偏动力煤，并非典型主焦煤矿。事故发生在山西焦煤核心省份，且事故等级极高，后续停产整顿已向集团、长治其他区域及吕梁等周边地区扩散，并可能引发山西省范围内高瓦斯矿井专项检查。

本次事故对供给端的影响应按照影响半径分为三层：第一层是通洲集团旗下煤矿停产整顿；第二层是长治其他区域及吕梁等周边地区自查停产；第三层是山西地区安全检查升级。三层影响的确定性依次下降，但对焦煤价格的潜在弹性依次上升。

第一层是通洲集团内部停产，确定性最高但总量有限。事故发生后，通洲集团旗下煤矿停产整顿基本具备较高确定性。公开资料显示，通洲集团旗下晋杨煤业、安神煤业、安达煤业及留神峪煤业均为高瓦斯矿井，合计核定产能约400万吨/年。若按年工作日330天、产能利用率86%测算，集团层面的原煤日产损失约1.0万—1.1万吨。若上述矿井停产1个月，对应原煤减量约30万—35万吨。这个量级在全国焦煤供给中占比较小，且事故矿留神峪本身并非典型主焦煤矿，因此集团层面的直接影响更多体现为事故后的确定性停产和情绪冲击，单独看不足以支撑焦煤趋势性上涨。

第二层是长治其他区域及吕梁等周边地区自查停产，这一层开始形成区域供给扰动。与第一层相比，第二层对焦煤价格的影响明显更强，因为波及煤种不再局限于事故矿本身，而是涵盖贫瘦煤、瘦煤、瘦焦煤及主焦煤等炼焦煤品种。根据现有停产口径，沁源县25座煤矿、合计产能约2560万吨已出现大范围停产；长治其他区域新增停产炼焦煤矿约23座，合计产能约2530万吨；吕梁部分煤矿亦启动自查停产，涉及产能约1290万吨。若将沁源县、长治其他区域及吕梁自查煤矿合并测算，涉及煤矿约59座、合计产能约6380万吨，原煤日产损失区间约16.6万—26.3万吨。

第三层是山西地区安全检查升级，这是决定行情高度和持续时间的核心变量。山西是全国最重要的炼焦煤供应地区之一，炼焦精煤产量占全国比例接近一半。若安全检查仅停留在长治、吕梁局部，供给影响仍偏阶段性；若检查扩展至吕梁、临汾、长治等主焦煤核心产区，并重点针对高瓦斯矿井、煤与瓦斯突出矿井、“三超”生产、隐蔽工作面、瓦斯治理能力等问题开展专项监察，则焦煤供给冲击将从局部扰动转化为系统性收缩。

结合三层影响，可以将本次事故对焦煤供给的冲击划分为四种情景。乐观情景下，事故影响主要局限于通洲集团内部，4座煤矿停产整顿1个月，原煤月度缺口约40万—50万吨，进口和库存可以覆盖，焦煤价格仅表现为事件驱动型反弹。基准情景下，事故影响扩散至长治其他区

域及吕梁等周边地区，区域安全检查持续 2—3 个月，月度供给减量约 594 万吨，进口端无法完全对冲缺口。悲观情景下，监管升级为山西省高瓦斯矿井专项监察，吕梁、临汾、长治等焦煤核心产区均受到影响，月度供给缺口可能达到千万吨级别。极端情景下，事故引发全国性瓦斯治理专项检查，该情景概率较低，但若出现，焦煤将进入强供给收缩交易，进口和库存均难以有效对冲。

总体来看，通洲集团停产决定本次事故的最低影响，长治及周边地区自查决定短期价格弹性，山西省级安监是否升级决定行情高度和持续时间。当前最重要的跟踪变量不是留神峪单矿复产，而是长治、吕梁、临汾等区域停产范围是否扩大，以及山西省层面是否启动高瓦斯矿井专项检查。

2 铁水产量高位惯性释放，季节性因素压制表需及去库节奏

上周钢铁生产环节呈现铁水产量加速释放、成材总产量同步抬升的运行特征。国内 247 家钢铁企业高炉产能利用率回升至 90.3%，环比上升 0.6 个百分点，同比下降 1.4 个百分点；日均铁水产量环比增加 1.5 万吨至 240.9 万吨。鉴于前两周钢厂即期利润有所改善，生产企业保持了较高的生产积极性，驱动五大品种钢材周产量环比增长 2.6%至 862.2 万吨，同比下降 1.2%。在排产结构上，由于长流程工艺的自发调节，螺纹钢产量的环比增幅超过热轧板卷。尽管上周现货价格多数走弱导致主流品种即期毛利环比略降，且 247 家钢厂盈利率小幅下滑 0.9 个百分点至 63.2%，但现有利润水平仍处在今年以来的相对高位，预计供给端的减产弹性短期内依然受限，铁水产量高位运行的惯性将对上游原料消耗形成刚性支撑。

产业链库存的去化节奏出现边际放缓，且结构上显现出厂库与社库的错位运行。上周五大品种钢材总库存周环比下降 1.2%，去库斜率较此前一周明显收窄 3.2 个百分点。从库存结构分布观察，社会库存录得 1127.2 万吨，环比下降 2.7%，同比增长 17.3%；钢厂库存则录得 429.7 万吨，环比由去库转为累库 3.0%，同比下降 1.9%。社会库存降幅收窄与钢厂库存被动阶段性累积的共振，表明成材货源从中游流通环节向终端实体渗透的物理疏导路径已面临阻力。

库存降幅的收窄直接对应着下游终端消费强度的边际减弱。上周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 880.6 万吨，环比回落 3.4%，同比下降 2.7%。从品种分化来看，螺纹钢表观消费量微降 0.3%至 241.8 万吨，同比下降 2.2%；而热轧板卷为代表的板材表需降幅更为明显。配合上周建筑钢材日均成交量环比下降 9.6%至 8.9 万吨的数据交叉印证，南方多地雨季范围的扩大及降雨强度的增加，已对实体工程项目的户外施工进度形成实质性干扰，导致季节性淡季效应提前显现。

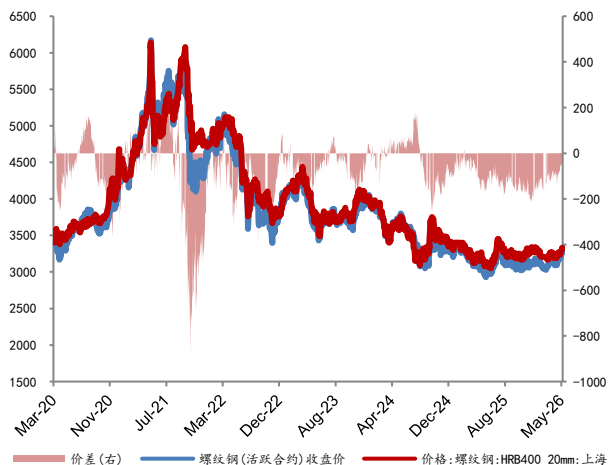
综合供需两端的数据演变，当前黑色金属产业链正处于“供给高位释放、需求季节性转弱、库存面临重估”的失衡修正阶段。此前支撑钢价反弹的短期需求回补红利已步入尾声，而海外宏观通胀预期超预期引发的国际需求抑制担忧，正逐步向国内成材的外贸远期出口预期形成负向传导。在长流程产能利用率攀升至 90%以上平台期、而国内房地产及基建等核心下游用钢总需求基数长周期回落的背景下，供需错配的压力预计将进一步显性化。在钢厂利润尚未收缩至倒逼高炉主动检修的水平前，成材现货价格及综合估值中枢仍将承压下行。

3 小结

美伊谈判边际进展引导宏观风险偏好阶段性回升，但成材现实基本面承压，淡季终端消耗量延续环比下滑态势。短期内，山西煤矿安全事故引发的原料供应收缩预期传导至成材端，对钢价形成阶段性成本支撑。然而，在终端需求下行周期的假设下，成材供需结构偏弱持续压制估值上限，中长期盘面运行路径偏向震荡偏弱。

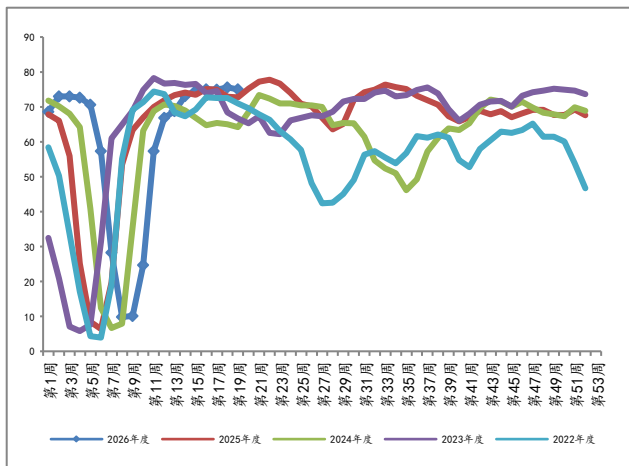
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹钢期现价差



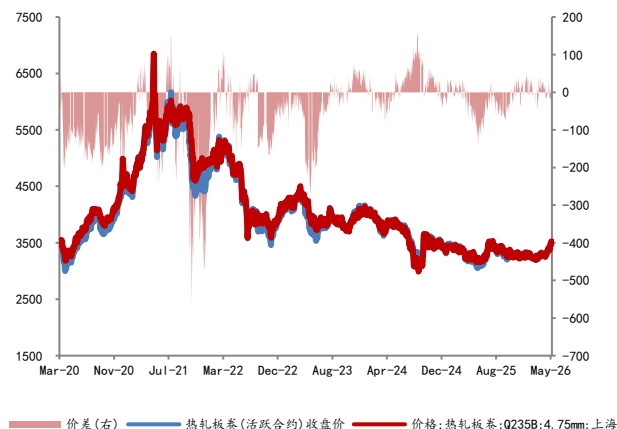
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



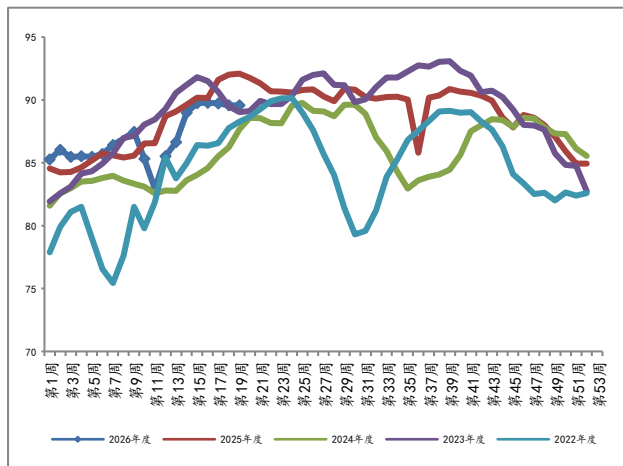
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



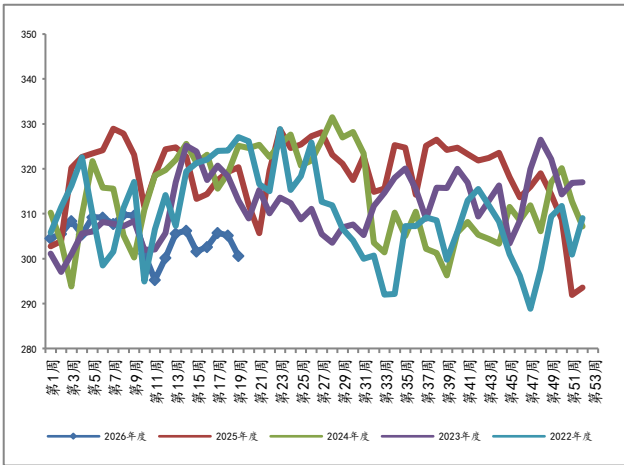
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



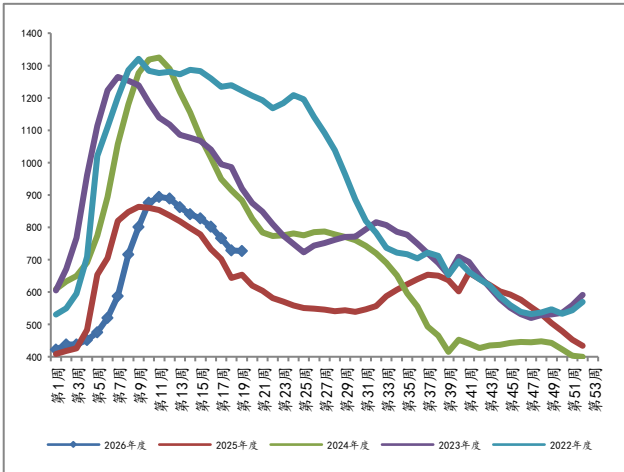
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



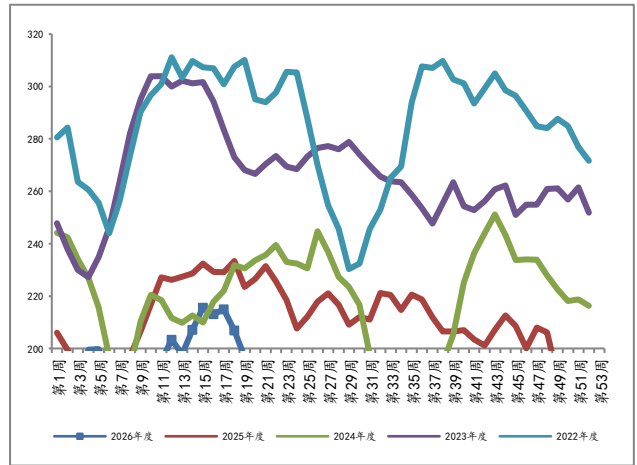
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



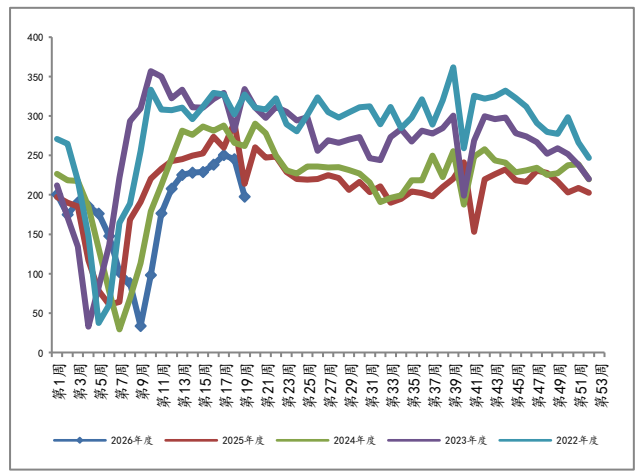
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 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。

2 表面平静山雨欲来

近期国际原油表现耐人寻味，尽管美伊对抗局面未有实质性降级，但实物原油相对Brent溢价从顶峰回落，表明市场正在风险缓和与库存下降之间左右互搏。

据新华社报道，美国总统特朗普在社交媒体发文称，应沙特、阿联酋和卡塔尔请求，他已下令推迟原定于19日对伊朗发动的军事打击，并同时要求美军做好准备，一旦未能达成令人满意的协议，随时对伊朗发起全面大规模进攻。美伊双方通过巴基斯坦传达出强硬表态，加剧了谈判的不确定性。特朗普直言当前停火局面十分脆弱，敦促伊朗尽快签订协议，内容规定伊朗不得拥有核武器。伊朗则坚持要求全面停止封锁、解除制裁并支付战争赔款，特朗普认为该方案完全不可接受。

目前霍尔木兹海峡已有少量船只通过，但仍远未恢复到正常状态，供应中断问题并未得到解决。当前现货溢价回归更多反映的是供需弹性，即亚洲国家原油进口量明显下滑，部分炼厂被迫降

负检修，同时美国加大原油出口替代作用，在一定程度上缓和了实物市场的紧张程度。

然而，这种暴风雨前的平静可能无法持久。全球能源消费韧性依然较强，随着夏季出行高峰临近，美国炼厂开工率将逐步回升，EIA 库存数据显示正持续下降。在地缘不确定性犹存，供应恢复有限的背景下，全球原油库存已触及近八年来低位，将考验能源体系的安全红线。我们认为，地缘政治风险并未真正消退，原油市场仍处于博弈的关键阶段，如果霍尔木兹海峡的实质性封锁延长，原油期现价格可能再度发生剧烈波动。

3 油价路径呈非线性

美伊僵持不下的同时供应缺口与日俱增，越来越多机构提醒，当前原油期货市场只是表面平稳，未来数周现货市场即将面临供应短缺。

霍尔木兹海峡航运长时间受阻，使得各大经济体原油库存急剧锐减，且可用储备远小于纸面存量，若事态继续拖延必将危及全球能源安全。目前正值北美出行高峰开始之际，未来四个月汽油、柴油等成品油消费将大幅攀升，届时原油供不应求的矛盾将全面激化。资深业者警告称，随着原油储备不断消耗，市场对供应的担忧情绪将持续升温，一旦赤字数量累积质变为真实中断，油价或将迎来非线性暴涨。

尽管金融交易行为仍在多空博弈，体现为国际原油价格温和上涨，但全球能源体系实则已遭遇严重危机，欧洲最早可能在 6 月发生实质性供应短缺。如果上半年还不能恢复通航，原油市场将陷入更深远持久的困境，需要 2027 年才能回归到正常状态。

4 六月节点至关重要

美伊冲突从战争转入相持阶段后，交易者对霍尔木兹海峡封锁习以为常，但已有多家能源研究和投资机构警告，如果继续拖延至 6 月底之后，情况可能会发生急剧恶化。

自 2 月 28 日美伊冲突爆发以来，全球每日有数百万桶原油无法正常流通，随后 IEA 祭出史上最大规模抛储，缓冲了大规模供应中断带来的冲击。按照目前的投放节奏，预计美国及 IEA 本轮释放的战略储备还能支撑 6 周左右，随着全球原油库存消耗至历史低位，到达临界点将触发恐慌性抢购，即极度的供应短缺引发不计成本的囤积行为，并可能最终陷入恶性循环。

综合主流观点，如果霍尔木兹航道仍处于关闭状态，预计原油市场将在 6 月底前后迎来重大转折点。即便 6 月能够初步恢复通航，原油生产、出口、运输、炼化等整条供应链重新运转起来，业内估计至少也需要 52 天。鉴于中东局势缺乏可靠的缓和信号，库存危机下市场倾向于给出高溢价水平。

5 留给市场时间不多

高盛前大宗商品主管、资深研究员 Jeff Currie 接受访谈，其核心论点认为：目前华尔街对原油供需缺口和库存下降反应迟钝，大宗商品现货市场与金融市场之间出现巨大脱节，而交易者面对迫在眉睫的严重冲击竟熟视无睹。

对于原油叙事为何仍然优哉游哉，Currie 提出了一个关键的框架差异：实物市场已出现供需赤

字，但还没有发生真正的短缺。即在霍尔木兹海峡封锁背景下，原油供应锐减后无法满足总需求，因此全球原油库存每天都在被大量消耗，相当于提前透支未来的原油储备，如果这一僵局迟迟无法打破，将直到触及最低安全红线。

好在 2025 年四季度以来，全球原油市场的过剩规模远超预期，美伊冲突爆发迄今仍有余量可以消耗，也正因如此，眼下供不应求还未转化成实质性的供应短缺，令部分交易者误以为风险已经得到化解。但 5 月下旬到 6 月将成为转折点，北美夏季出行高峰即将到来，当储罐库容纷纷见底，市场才会猛然意识到，实打实的石油危机已经发生。

国际能源署 IEA 署长警告，由于美伊对抗令霍尔木兹海峡航运持续中断，全球能源体系正面临“有史以来最大的威胁”。商业原油库存正在迅速枯竭，目前仅剩维系几周的供应量；释放战略储备虽能为市场增加约 250 万桶/日的额外供应，但这些原油也并非取之不尽。市场对美伊谈判破裂和冲突持续的担忧加剧，无论对于伊朗、特朗普还是原油市场，时间都不多了。

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。

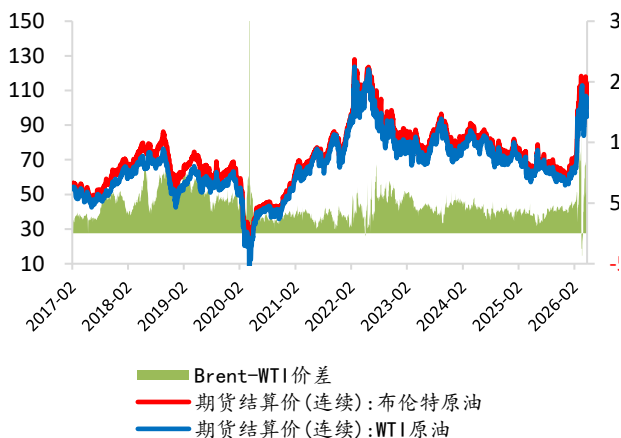
目前，外界已不再质疑伊朗对霍尔木兹海峡的控制力，能源行业普遍认为，海湾地区出口正常化或将推迟到 6 月以后。从时间窗口来看，供应收缩和需求旺季将开始重叠，全球原油库存正在以超 1000 万桶/日的节奏快速消耗。

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。

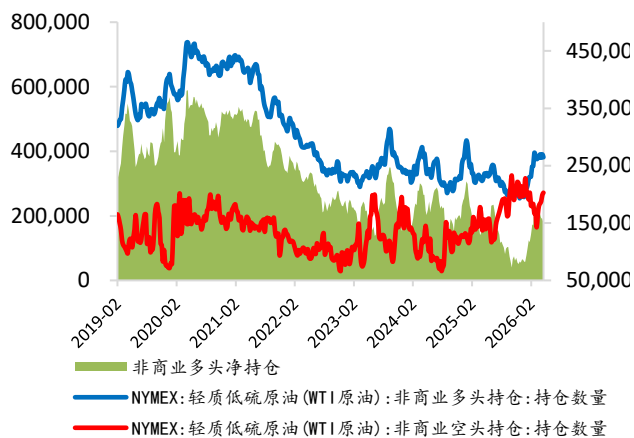
7 原油期现数据

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

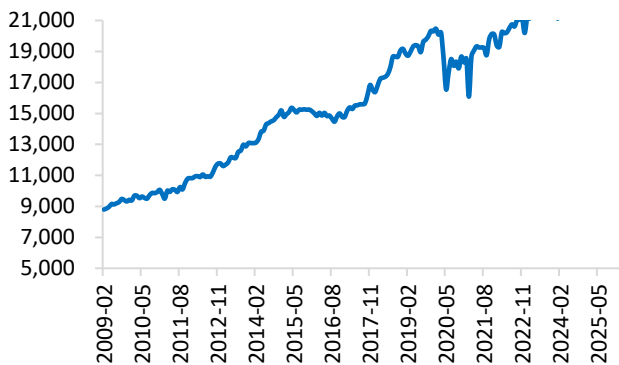
图表 31：CFTC 原油期货持仓



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

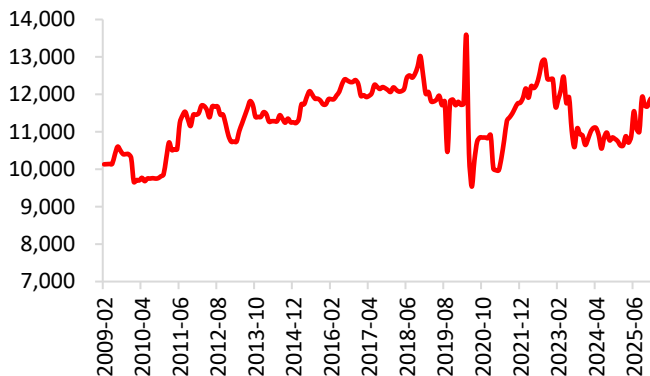
美国原油产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量

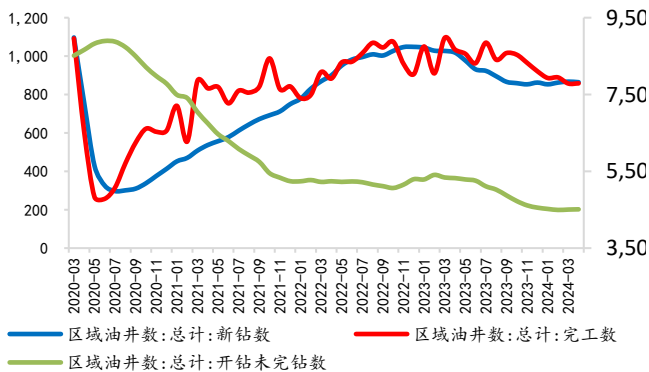
沙特原油产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况

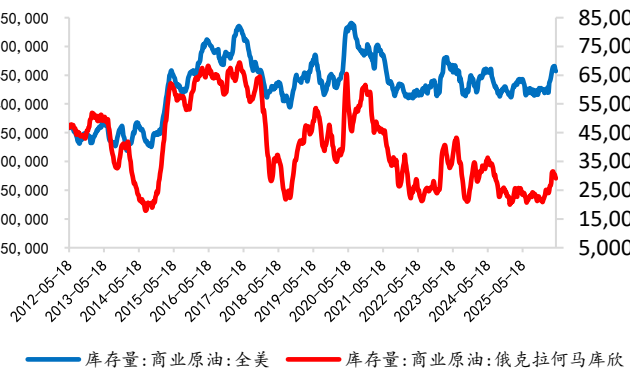
美国油井建设情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

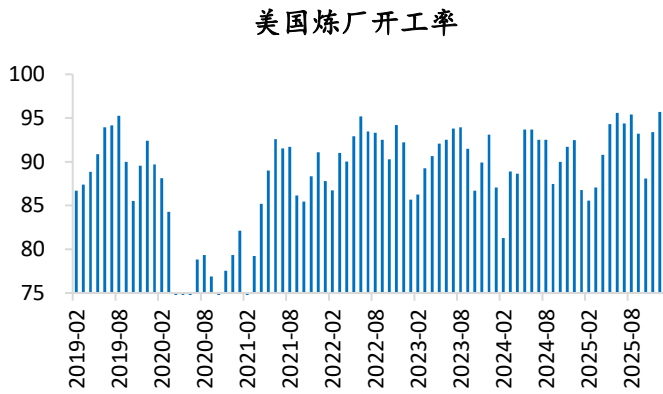
图表 35：EIA 原油库存

EIA美国原油库存



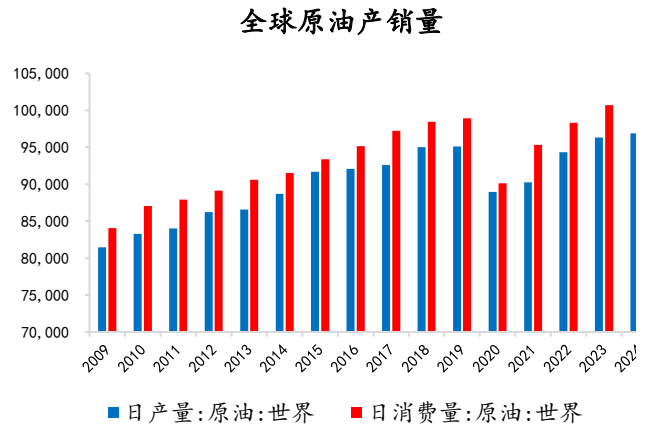
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆反复震荡，国内豆类市场先扬后抑

1 外部豆类市场分析

美豆种植率近七成，厄尔尼诺发生概率较大

美国农业部周一公布的周度作物生长报告显示，截至5月17日当周，美国大豆种植率为67%，略快于市场预期的66%，去年同期和五年均值分别为63%和53%。当周美豆出苗率为32%，去年同期和五年均值分别为32%和23%。惠誉旗下咨询机构BMI指出，2026年年中厄尔尼诺现象形成的概率持续上升，全球粮食生产面临的气候风险显著加剧。

巴西大豆收割已结束，阿根廷大豆产量好于预期

巴西大豆收割结束，目前正值出口高峰期，巴西谷物出口商协会(ANEC)预计5月出口量将达到1610万吨。阿根廷大豆收割工作已过七成，布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，由于收获进展顺利且单产高于预期，该机构将阿根廷大豆产量预估值从此前的4860万吨调高到5010万吨。南美大豆产量充裕，新季美豆开局顺利且天气状态良好，全球大豆供应保持宽松格局。

马来西亚5月1-20日棕榈油出口低迷，印尼设立国有出口机构管控棕榈油出口

船货检验机构AmSpec发布的数据显示，马来西亚5月1-20日棕榈油出口量为690220吨，较上月同期出口的868281吨减少20.51%。检验机构ITS发布的数据显示，马来西亚5月1-15日棕榈油出口量为600175吨，较上月同期出口的609868吨减少1.59%。马来西亚棕榈油出口下降，叠加季节性增产压力，供强需弱是近期产地棕榈油维持弱势运行的主要原因。此外，印尼总统周三表示，印尼政府将要求棕榈油、煤炭和铁合金的出口必须通过国家机构，以加强对自然资源的控制并增加国家收入。世界最大的棕榈油生产国印尼计划通过中央机构集中管理棕榈油出口，市场认为此举可能导致印尼收紧棕榈油出口，将扰乱国际棕榈油供应。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕供需双弱，粕价跟随美豆波动

本周，国内豆粕市场延续供需双弱态势，机构统计的上周豆粕库存已经降至31万吨，市场期待的库存拐点仍未出现。由于养殖端效益低迷，豆粕需求长时间不见起色，对粕价的提振作用明显不足。随着进口大豆到港量提升，国内豆粕供应形势将获得明显改善。美豆涨跌直接影响国内进口大豆成本变化，成本端仍是影响国内豆粕市场波动的主要因素。此外，中美双方成立专门部门讨论有关商品降税问题，市场评估此举将有利于美豆对华出口。

三大食用油库存连续回升，油脂市场冲高回落

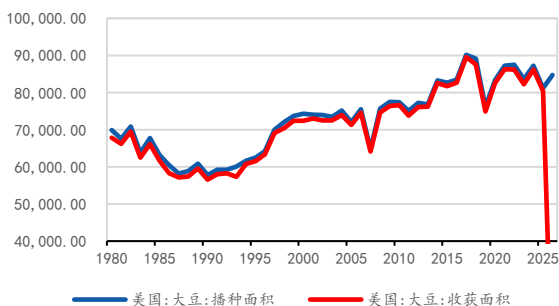
统计数据显示，截至上周末，上周国内三大食用油库存总量为208.73万吨，周度增加8.96万吨，其中豆油库存增加1.62万吨，棕榈油库存增加7.6万吨，菜油库存下降0.25万吨。国内油脂库存总量充足，目前正处需求淡季，市场购销相对平稳。本周国内油脂市场整体先扬后抑冲高回落，与中东局势引发的原油波动基本一致。产地棕榈油出口下降拖累棕榈油价格回落，并削弱了印尼B50及马来西亚B15等生柴政策的支撑力度。国内棕榈油累库压力升高，在外盘成本下降后卖压再度升高。随着进口大豆压榨量回升以及美豆反弹受阻，豆油市场同样面临供应压力。

3 油脂油料市场展望

美豆良好天气条件提振产量前景，但资金对厄尔尼诺可能造成的潜在减产展开提前布局。随着美豆进入天气市，天气的不确定性有望提升美豆的抗跌性。CBOT 大豆市场有望继续围绕 1200 美分震荡，等待更明确的指引。巴西大豆正值出口高峰期，5 月出口量预计超过 1600 万吨，是国际大豆供应的可靠保障。阿根廷大豆收割已过七成，机构调高产量预估至 5000 万吨之上。全球大豆市场供给宽松，如缺少减产天气炒作，豆价重心仍有回落空间。国内豆粕市场维持供需双弱状态，远期供给宽松格局将持续深化，粕价上涨缺少主动性，将继续跟随美豆波动。产地棕榈油需求下降导致价格震荡回落，国内棕榈油呈现跟跌状态，并对豆油和菜油市场形成弱势指引。印尼政府官员强调 B50 政策将于 7 月 1 日落地，生柴需求将限制棕榈油市场回调空间。东北产区大豆播种基本结束，中储粮重启国产陈豆拍卖，供给增加而需求平稳，豆一期货市场有望继续跟随相关品种弱势震荡。

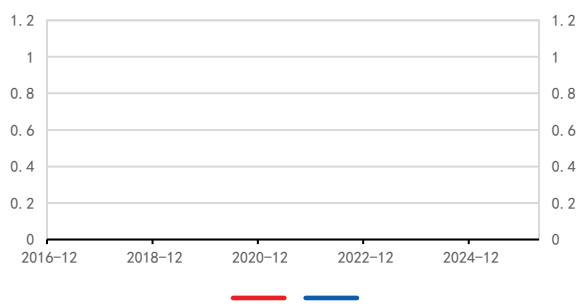
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



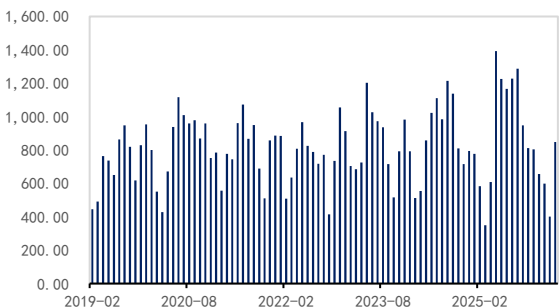
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



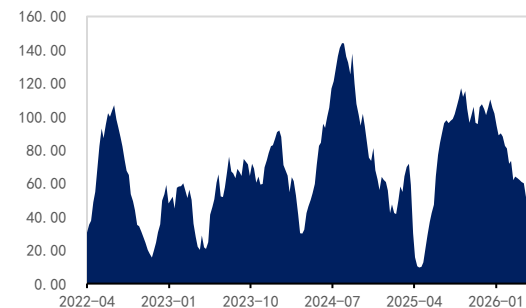
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

