

中金财富期货策略周报 (2026年第21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: 美国并未在线下签署具有侮辱性质的美伊协议, 凸显特朗普妄图复制其对等关税中的极限施压、反复无常的策略。我们认为市场可能存在对地缘政治定价和 AI 叙事过于乐观的情形, 因为军事局势与外交进程仍高度绑定, 中东局势虽然暂时降温, 但真正决定未来走向的外交博弈, 可能只是被按下了“暂停键”, 应注意油价被低估的风险。

股指期货: AI 叙事继续狂奔, 目前电子板块交易拥挤度达到 53.6%, 处于近十年 99.7% 分位, 意味着当前科技板块的资金拥挤程度已经超过 2021 年新能源抱团顶峰、2020 年白酒抱团顶峰。当前的行情完全由情绪主导, 市场缺乏理性, 投资者要么观望, 如果参与, 务必遵循“不与市场作对, 但是务必设置风控策略”。

铜: 美伊达成停火谅解备忘录, 导致油价和通胀预期回落, 市场情绪好转, 给予铜价上行催化。然而铜价再次走强, 下游接货意愿便急剧下降, 采购重回刚需, 这种“涨不动、跌有人接”的特征, 是价格呈现区间震荡的直接原因。铜价将继续处于“强预期、弱现实”的博弈格局中, 维持震荡思路。

锌: 厄尔尼诺气候现象可能对全球主要矿产区的采矿及运输环节造成扰动, 供应端的不确定性增加了价格的上行弹性。此外, 锌精矿加工费仍处低位, 冶炼环节成本支撑坚实, 矿端供应收缩预期构成下方托底。6 月正值传统消费淡季, 镀锌等下游企业受高温、雨水等季节性因素制约, 开工率有所下滑, 采购以刚需为主, 国内现货市场普遍呈现贴水成交, 显示终端对高价接受度有限, 追高动力不足。目前锌价的核心矛盾在于成本托底与需求压制之间的反复博弈, 预计短期大概率维持区间震荡。

钢材: 近期原料价格明显下调, 钢厂利润有所修复, 生产积极性维持较高水平, 钢材产量与铁水产量同步回升。但随着钢价破位下跌, 市场逐步进入“供给回升、需求弱修复、利润高位回落”的阶段, 基本面对价格的压力仍在延续, 钢价短期仍承压运行。

原油: 摩根士丹利观点认为, 原油市场可能在四季度重新回归平衡状态, 并预计于 2027 年将再次转为过剩。大摩对市场路径的预测说明, 霍尔木兹海峡开放前夕, 原油基本面存在明显的期限错配。短期来看, 能化产业链从生产、运输到炼化环节仍需数周甚至更长时间恢复, 全球原油库存都需要重新补充, 实物供应紧张的现状未必能够很快缓解。但中长期看, 在中东局势大致保持稳定的基准假设下, 海湾产能回归叠加需求增量有限, 又使得原油市场在 2027 年重回供应过剩主调, 远期估值逻辑压低近端价格。

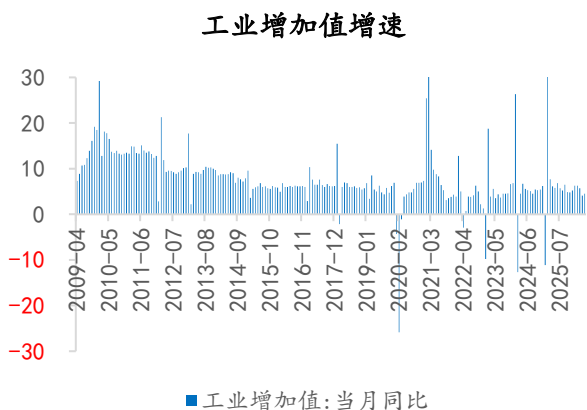
油脂油料: 美伊达成停火协议, 中东局势迎来重大转折。霍尔木兹海峡重新开放, 国际原油物流风险解除, 地缘风险溢价消退导致原油市场连续下跌, 植物油的生物柴油替代需求概念弱化, CBOT 豆油承压下行, 马来西亚棕榈油市场多空交织, 呈现反复震荡状态。国内油脂市场缺少单边指引, 各品种因基本面差异出现行情分化。CBOT 大豆期货市场自 5 月中旬开启年内最大一轮调整行情, 随着市场阶段性下行压力得到释放, 有关中国采购需求为美豆市场带来止跌支撑。美豆逐步进入生长关键期, 市场将对天气保持较高敏感性。国内正值进口大豆到港高峰期, 预计 6 月到港量将超过 1100 万吨。压榨亏损在某种程度上可限制粕价过度下跌, 可为粕价抗跌起到缓冲垫的作用, 但无法为粕价反弹提供持续驱动。局部地区虽有供需不平衡甚至缺豆现象, 但原料整体供应充足。多数油厂为完成生产计划以及避免原料热损, 仍会保持较高开工率, 豆粕累库节奏加快, 供给端并不支持粕价过度反弹。国产大豆进入生长季, 夏季消费淡季效应增强, 各级大豆拍卖压力升高, 市场看涨信心下降, 豆一期货市场在技术卖压下仍可能继续回落。

目录

周度策略：沃什：重回“格林斯潘主义”	- 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 稳增长政策需接续发力	- 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 需求端弱现实延续	- 15 -
3 铁水回升与表需改善共振，钢市短期呈现弱修复但利润承压	- 15 -
3 小结	- 16 -
4 钢材期货现货数据	- 16 -
原油	- 19 -
1 美伊签订停火协议	- 19 -
2 解决争端任重道远	- 19 -
3 伊朗原油默许出口	- 19 -
4 库存仍将继续下降	- 19 -
5 风险意识陷入麻痹	- 20 -
6 预期交易压低估值	- 20 -
7 原油期现数据	- 20 -
油脂油料：美豆触底回升，国内豆粕表现偏强	- 24 -
1 外部豆类市场分析	- 24 -
4 油脂油料市场主要数据	- 25 -

重要经济指标概况

图表 1: 国内工业增加值增速



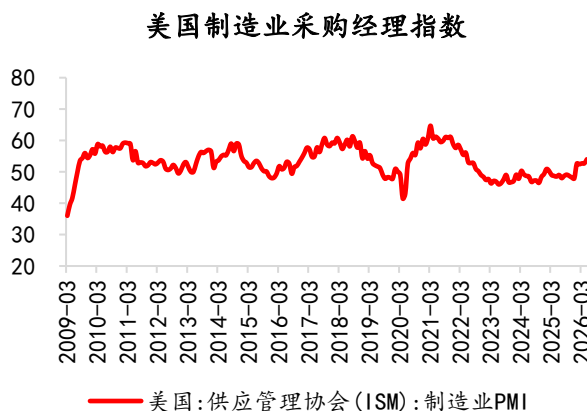
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 3: 中国居民消费价格指数



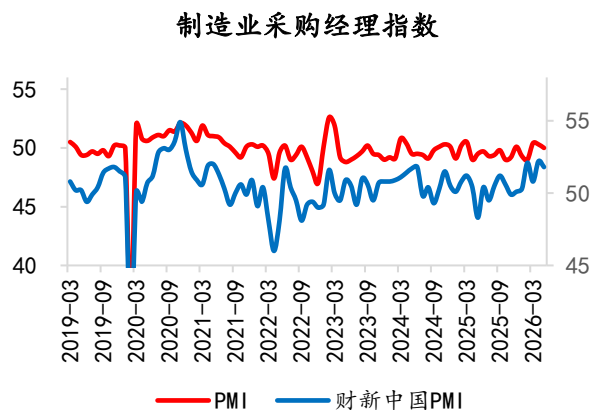
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



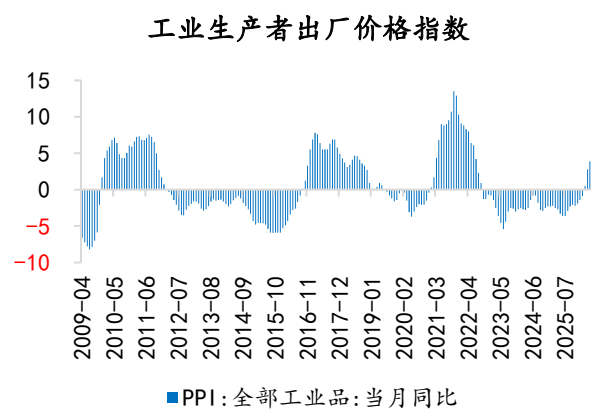
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



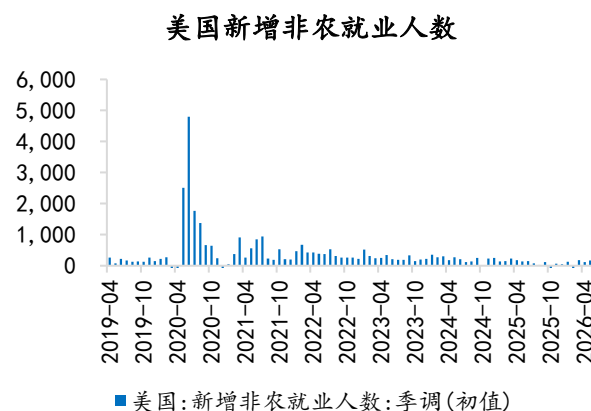
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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：沃什：重回“格林斯潘主义”

最近的情况是，美伊核谈判实质性受阻，这与我们之前预计美伊问题最终与特朗普贸易战一样会不停反复如出一辙。但是资本市场的鸵鸟心态已经到达巅峰，我们认为目前需要担心油价地缘溢价尚未被市场充分消化的风险，以及对其他资产价格的影响。

沃什：淡化点阵图，重回格林斯潘时代的神秘主义

北京时间6月18日凌晨，美联储6月FOMC会议落地。政策利率维持3.5%-3.75%不变，虽然全球99%的机构早已提前定价这个结果，这件事本身没有超预期空间。但真正改写后市的关键动作，全部藏在沃什的会后发布会里。说白了，整场议息会议只完成一件事：把沿用二十年的利率定价工具逐一拆解、作废。而这，与2个月前在听证会上所表述的叙事，是一致的。

本次政策声明从431个单词压缩至130个。其背后暗含的意思是，过去美联储会在文稿里详细撰写前瞻指引，清晰划定政策调整的触发条件；本次相关表述全部删除，行文退回格林斯潘90年代风格，只公布当期决议，对未来政策闭口不谈。

点阵图的变化更关键，19位官员全部提交利率预测，唯独沃什交了一张白卷。其观点非常直白：“点阵图是铅笔写下、附带橡皮擦的产物，六周之后我们不会再受这份预测束缚。”

这句话本质不是单纯反对加息，而是整套点阵+前瞻指引的沟通体系，沃什已经完全不认可。**让市场紧盯数据，恰恰是当下最大的宏观矛盾。**

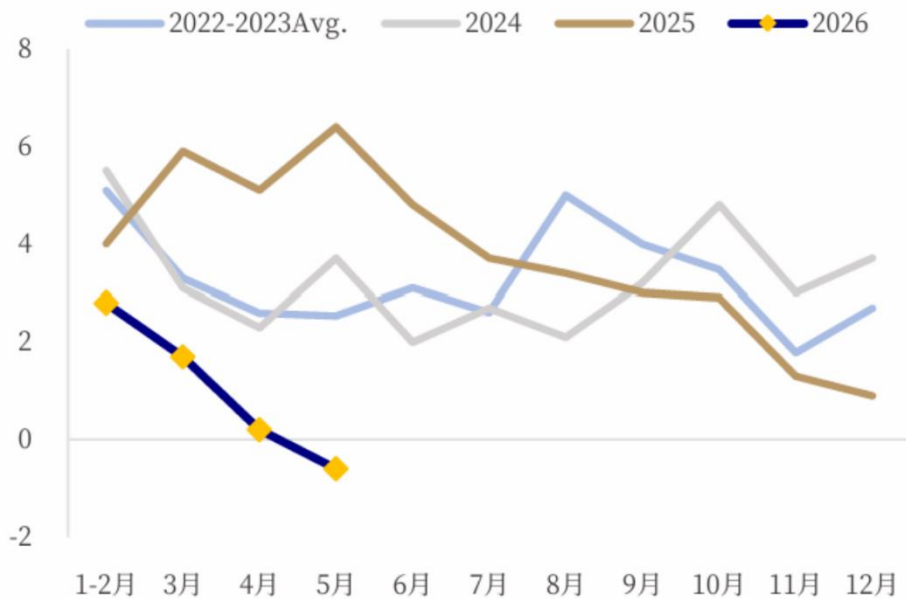
沃什一边要求市场直接锚定经济数据，一边主动承认现有统计体系存在明显短板。他公开提到，当下部分宏观数据只是过往经济的滞后反馈，无法实时反映当下真实环境，美联储会组建专项数据工作组，搭建更高频、更贴合现状的观测渠道。

当前市场陷入两难：定价地图被拆除，用来判断行情的底层数据同样存疑，正式进入政策框架真空期。

如果沃什真的重回格林斯潘时代的风格，资产价格波动的风险将会加剧。

沃什本次没有调整基准利率，但直接拆掉全市场共用的利率定价参照系。拆锚带来的冲击，远比单次加息影响更深远。后续不用纠结单次加息与否，真正需要警惕的是：失去美联储指引缓冲后，每一份超预期数据都会引发极端行情，且短期很难依靠基本面快速修复市场情绪。

图表 1：社会零售数据持续弱势



资料来源：Wind, 中金财富期货研究所

5 月经济数据：分化加剧

国家统计局公布 2026 年 5 月经济数据，规上工业增加值当月同比增长 4.5%、预期 4.4%、前值 4.1%；社会消费品零售总额当月同比增长-0.6%、预期-0.2%、前值 0.2%；固定资产投资累计同比增速-4.1%、预期-1.7%、前值-1.6%。

期中消费动能持续走弱和投资超预期下滑较为明显

5 月社会消费品零售总额同比增速在高基数以及“以旧换新”政策拉动效果减弱的作用下出现负增，服务零售累计同比增速略优于商品零售。行业层面，汽车、家电、家具等耐用品拖累明显，前期强势的通讯器材和化妆品消费也有明显下滑。信贷数据显示居民资产负债表修复仍需时日，整体消费信心略显不足。消费基础夯实还需依靠服务消费供给优化、社保制度完善等中长期措施。

2026 年 5 月固定资产投资累计同比增速降幅进一步走扩。具体来看：制造业投资方面，累计同比增速转负。除电子设备制造业外，几乎全部行业当月同比增速均有下滑，传统制造业投资拖累更为明显。一是上游原材料成本上升和终端需求不足共同挤压部分中下游企业资本开支意愿；二是大规模设备更新投资效果出现边际减弱；三是“反内卷”政策推进和海外风险持续压制企业信心。

基建投资方面，累计同比增速大幅放缓，主要分项也均有不同程度的下滑。不仅 5 月专项债发行进度慢于去年同期；项目端由于缺乏符合收益条件的储备支持，也在一定程度上制约了财政存款的拨付进度。后续，“六张网”相关的项目开工建设以及超长期特别国债和新型政策性金融工具的支持将是维稳基建投资的关键。

房地产投资方面，累计同比增速降幅加大。销售面积累计同比降幅扩大，而销售金额累计同比降幅收窄，证明当前一线城市优质房源销售企稳向好局面尚未向更广泛的区域扩散，不同城市分化依旧明显。房企资金来源同比降幅持续扩大，个人按揭和预付款降幅收窄，但涉及

自筹资金和银行贷款的部分仍未见改观，整体房企现金流依然受限，制约企业拿地开工意愿。在“控增量、去库存、优供给”的方针下，新开工面积降幅再度走扩，竣工面积降幅收窄。内需走弱背景下，政策发力的必要性或进一步上升。

注意地缘政治风险定价不足的风险

美国并未在线下签署具有侮辱性质的美伊协议，凸显特朗普妄图复制其对等关税中的极限施压、反复无常的策略。我们认为市场可能存在对地缘政治定价和 AI 叙事过于乐观的情形，因为军事局势与外交进程仍高度绑定，中东局势虽然暂时降温，但真正决定未来走向的外交博弈，可能只是被按下了“暂停键”，应注意油价被低估的风险。

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	6月18日	美联储点阵图显示年内加息预期骤增	强劲的5月美国零售和房屋销售数据也为鹰派政策提供了支撑	但沃什淡化点阵图的意图明显
	6月16日	日本央行加息至1%	为1995年以来最高水平	90%经济学家预测日本央行年内再度加息
数据	6月17日	5月社零同比下降0.6%	这是2023年以来首次出现单月负增长	消费仍待提振
	6月17日	1至5月城镇固定资产投资下降4.1%	受出口带动，高技术制造业投资仍然保持韧性	地产和基建依然疲弱
事件	6月19日	伊朗证实推迟与美谈判	美国、伊朗、卡塔尔和巴基斯坦原定举行的会谈已被推迟	美伊谈判的复杂性逐渐先线

资料来源：中金财富期货研究所

2 稳增长政策需接续发力

5月固定资产投资累计同比下降4.1%，较前值(-1.6%)下降2.5个百分点。固投三大分项累计全面走弱，核心原因在于财政资金接续不足、能源危机阶段性效应和房地产下行压力的持续加深。

出口链与新动能为制造业的支撑项。5月制造业投资累计同比下降0.4%，较前值回落1.6个百分点。设备工器具购置累计增速下滑2.2个百分点至9.3%，仍维持较高水平，但设备更新的效果或将逐渐走弱。分行业来看，纺织业投资增长10.8%、计算机通信电子投资增长6.7%（较前值+1.3pct），这些行业与出口链和新动能关联度较高，表现出相对韧性。

基建投资再度转负。5月基建投资同比较前值回落4.2个百分点至-9%。财政资金前置效应消退后缺乏增量接续。分行业看，水利管理投资下滑幅度最为克制，较前值下降2.1个百分点；传统基建领域如铁路运输、电热燃水、交运仓储等相关投资走弱。

地产：一线城市结构性修复。1-5月房地产投资累计下降16.2%，较前值降幅扩大。重点城市二手房量价企稳迹象延续。5月二手房成交量活跃，带动价格环比改善。新房销售仍待企稳，价格在核心城市部分改善楼盘入市带动下微幅改善。一线城市在政策带动下表现更强。京沪二手房成交量同比连续两个月创近五年同期新高。上海收购存量二手房用作保障性租赁住房试点取得阶段性进展，上海试点范围已扩展至全部中心城区，一线城市二手房市场仍有支撑。

3 6月流动性延续内外趋紧

宏观层面，内部央行回笼资金，外部欧央行与日央行加息，美联储新主席沃什在伊朗局势悬而未决而非农超预期下的“首秀”，霍尔木兹海峡如果通航后是否会催生大量的补库需求；微观层面，“巨无霸”SpaceX登陆纳斯达克。虽然这些都是“明牌”，市场也早已知道，但在一定情况下就可能成为引发波动的催化剂。

6月内外部流动性紧张也是事实：内有央行回笼资金，3月以来净回笼规模达3.8万亿元人民币，才使得DR007自5月1.30%的低点逐步回升至1.46%，勉强回到逆回购利率以上；外有欧央行和日央行加息，市场对非农超预期后沃什在6月18日“首秀”忧心忡忡，还有大型IPO如SpaceX上市后的可能“抽水”，当高拥挤遇上流动性紧张，出现这种异常且剧烈的动荡也就不奇怪了。

4 宏观策略

美国并未在线下签署具有侮辱性质的美伊协议，凸显特朗普妄图复制其对等关税中的极限施压、反复无常的策略。我们认为市场可能存在对地缘政治定价和AI叙事过于乐观的情形，因为军事局势与外交进程仍高度绑定，中东局势虽然暂时降温，但真正决定未来走向的外交博弈，可能只是被按下了“暂停键”，应注意油价被低估的风险。

5 股指期货市场分析

AI叙事回归，指数走强

全球AI叙事的经济体美日韩集体历史新高，A股上周持续强势。指数表现看，上周沪深300指数周+3.44%，上证50指数周+1.31%，中证500指数周+8.54%，中证1000指数周+6.93%，AI叙事板块再度暴涨。

2026年上半年，A股呈现罕见结构性分化：通信、电子板块涨幅超45%-55%，科创50领跑超30%，而商贸零售、农林牧渔、非银金融等板块跌幅超15%，行业最大涨幅差超过70个百分点。通信+电子成交额占比一度高达40%（历史均值约15%），资金抱团特征极为明显。

以公募基金为代表，风格漂移到极致，成交集中度：前5%个股成交占比接近44%-45%（历史警戒线附近），拥挤度：电子、通信过去5日成交占比3年历史分位已超89%-96%

目前AI叙事虹吸流动性的态势未变。

情绪主导行情，勿猜顶，但必须设置好风控

市场的极致分化继续疯狂演绎。如果从2024年924行情以来计算，A股行业分化再到极致。

以9·24以来累计涨幅为横坐标，对应上证指数点位为纵坐标，散点图中可以直观的看出各行业的涨幅以及当前位置。

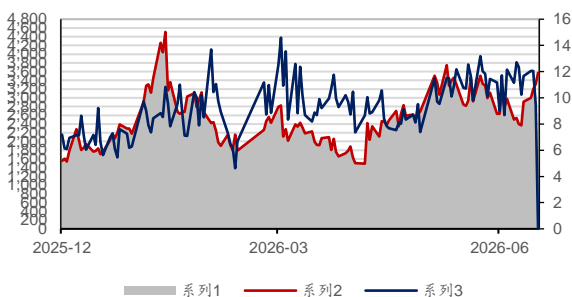
数据显示，9·24以来31个申万一级行业中有29个录得上涨，仅有美容护理和食品饮料行业下跌。其中通信和电子行业“两只独秀”，分别上涨332%和254%。此外，还有综合、有色金属、机械设备、建筑材料和电力设备6个行业涨幅超100%。

而从对应上证指数点位来看，通信、电子和机械设备指数均已创出历史新高，还有综合、电力设备、有色金属、建筑材料和金属化工对应4000点以上，公用事业、环保和国防军工在4000点附近。

而3600点至3800点成了其他行业与以上行业的“楚河汉界”，共有20个行业在3600点以下。最惨的要属美容护理和食品饮料，均已跌破9·24时的点位，对应的上证指数点位要到9·24以前去找了。

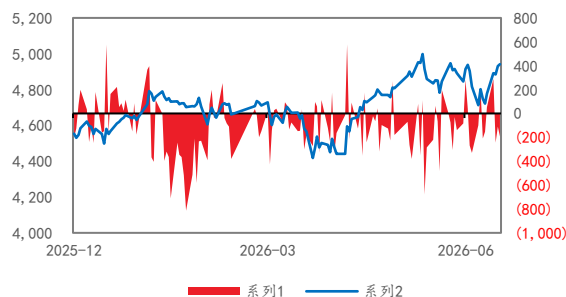
AI叙事继续狂奔，目前电子板块交易拥挤度达到53.6%，处于近十年99.7%分位，意味着当前科技板块的资金拥挤程度已经超过2021年新能源抱团顶峰、2020年白酒抱团顶峰。当前的行情完全由情绪主导，市场缺乏理性，投资者要么观望，如果参与，务必遵循“不与市场作对，但是务必设置风控策略”。

图表 8：融资融券数据图



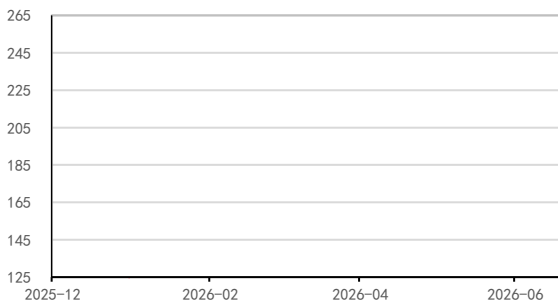
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



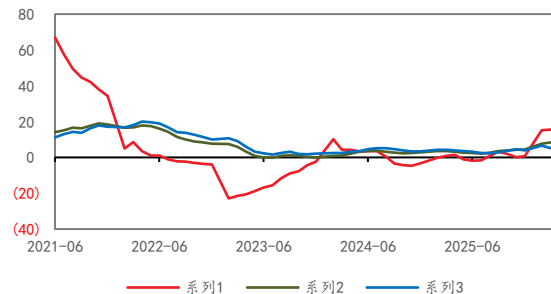
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，2025年部分出现事故的矿山短期无法快速恢复，且2026年海外铜企扩产增量项目有限。全球主要矿山2026Q1产出下降6万吨，减量较为明显的是自由港，主要系泥石流停产，复产不及预期，叠加停产数月后井下湿矿占比走高需改造矿石输送系统所致。从全球龙头矿企的产量兑现看，铜矿供应面临诸多不确定性及脆弱性。

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0美元/吨，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。地缘政治导致副产品硫酸短缺，并于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。

在原料短缺，副产品的收入贡献正成冶炼厂维持生产的关键缓冲。云南铜业在近期机构调研中明确表示，“硫酸销售价格持续处于高位，相关收益成为利润重要补充”。根据SMM数据，2026年1-4月中国电解铜产量为470.67万吨，同比上升9.0%。其中4月电解铜产量录得117.89吨，环比下降2.72万吨，原因为部分企业于4月进行检修。根据SMM的调研，已确定二季度进行检修的冶炼厂共11家，意味着二季度国内电解铜产量将有所下滑，尤其是5-6月的现货供给可能出现阶段性收紧。

特朗普政府调整钢铝铜进口关税

特朗普6月2日签署行政令调整钢铝铜进口关税：农用设备及部分工业设备关税降至15%，外资企业满足85%美国本土钢铝使用条件可享10%优惠税率，有效期至2027年底。但精炼铜关税未被触及，商务部须在6月30日前提交新方案，此前建议2027年起分阶段征收15%，关税悬而未决预期仍将支撑铜价，美国市场相对于全球的铜价溢价再次扩大，促使金属重新大量流向美国港口。

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

传统消费淡季效应与铜价高位运行形成双重压制，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。部分空调、制冷等用铜密集行业被迫上调终端售价，中小企业面临“不敢接单、无力备库”的困境。2026年6-8月家用空调排产同比-19%、-15%、-14%。

“十五五”时期的巨额投资将进一步巩固和完善我国电力基础设施，特别是在满足 AI 时代算力需求和支持新能源革命方面扮演关键角色。国家电网 1-4 月投资延续高速增长，进入 4 月后多个重点特高压、区域互联工程持续推进，投资节奏未放缓，整体进度远超往年同期。

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。

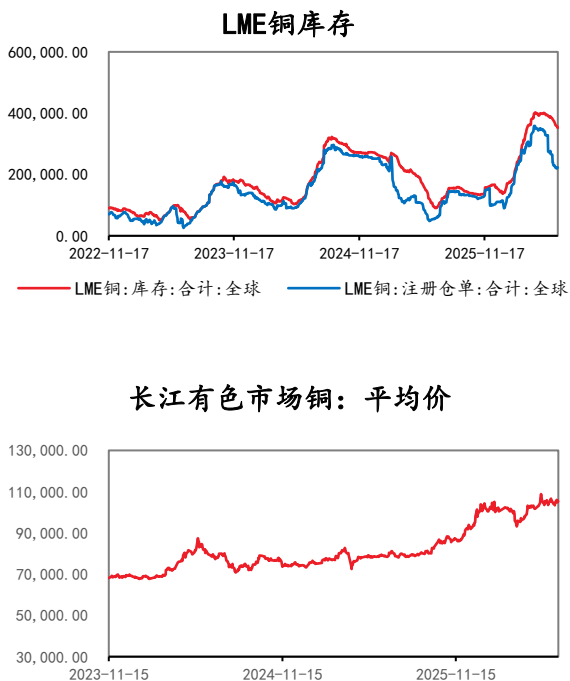
作为铜消费的传统支柱，地产领域仍是主要拖累项，受房地产新开工及竣工面积持续下滑的影响，建筑用铜需求整体疲软；家电板块表现相对稳健，尽管内销市场面临压力，但空调、冰箱等出口表现强劲，为整体铜需求提供了有力支撑。

2 结论

美伊达成停火谅解备忘录，导致油价和通胀预期回落，市场情绪好转，给予铜价上行催化。然而铜价再次走强，下游接货意愿便急剧下降，采购重回刚需。这种“涨不动、跌有人接”的特征，是价格呈现区间震荡的直接原因。非美市场的可流通现货大规模虹吸至北美仓库，从底层逻辑上强化了铜价的刚性支撑。铜价将继续处于“强预期、弱现实”的博弈格局中，维持震荡思路。

3 铜期货现货数据

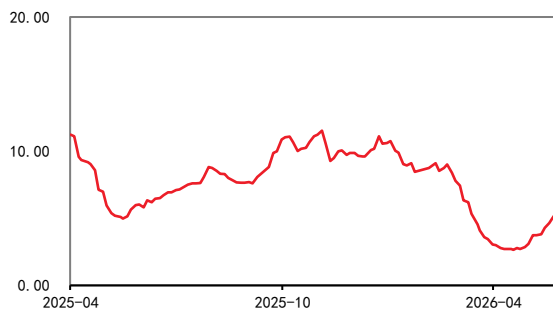
图表 12: 长江有色铜价



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

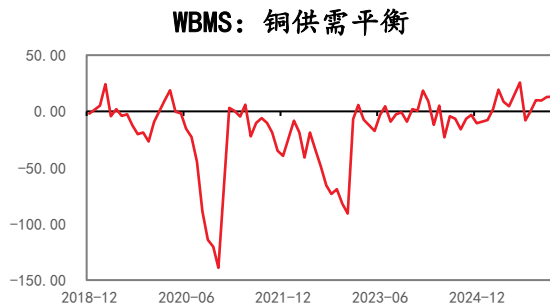
图表 14: LME 铜库存

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 15: WBMS 供需平衡

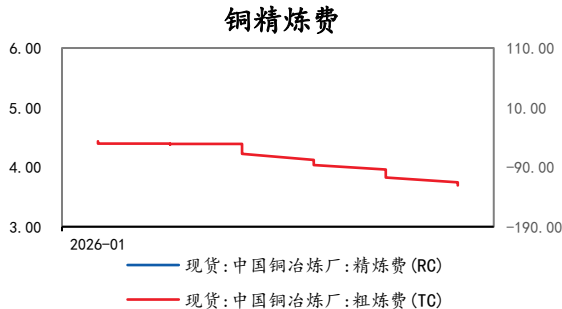
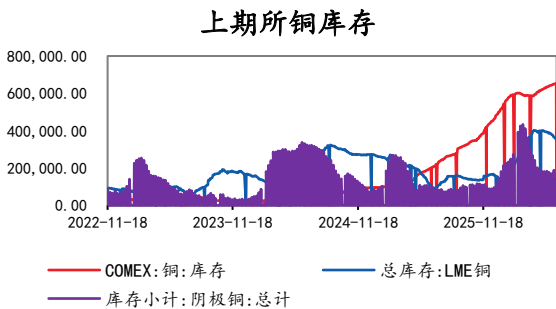


资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

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

图表 17: 铜精炼费



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

全球锌矿供应收紧

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。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。

海关数据，2026年4月锌矿砂及其精矿进口量44.77万实物吨，环比-17.95%，同比-9.49%，1-4月累计进口量200.21万实物吨，累计同比增长16.92%。

冶炼端利润依赖副产品维持，大规模减产尚未落地

2026年全球锌精矿加工费长协基准价定为85美元/干吨，仅较2025年的80美元/干吨上调5美元，矿端维持偏紧格局。国内方面，SMM国产锌精矿周度加工费已走弱至150元/金属吨，部分冶炼厂6月TC定价环比下滑900元/吨。

受原料库存偏紧及加工费的双重压力下，国内冶炼厂集中检修预期持续升温。1-5月产量累计同比+5.78%。预计6月国内集中检修增多，精炼锌产出预期收缩。

消费复苏持续不及预期

6月精炼锌下游消费整体处于季节性淡季深度发酵阶段，三大初级消费领域，镀锌、压铸锌合金、氧化锌的开工率全面回落，无一例外。镀锌板块继续显著分化，镀锌板卷开工维持66.55%高位，环比-0.89，受电网、光伏及出口支撑；镀锌管及结构件开工仅57.73%，地产需求持续疲软。压铸锌合金开工51.67%，整体偏弱，仅新能源汽车配需求相对稳定，高锌价压制企业备货。氧化锌开工57.11%，环比下滑明显，电子/电池级相对稳定，但体量有限，难以拉动整体需求。

1-5月份，全国房地产开发投资30356亿元，同比下降16.2%。房屋新开工面积17929万平方米，下降22.6%。其中，住宅新开工面积13084万平方米，下降23.4%。房屋竣工面积14087万平方米，下降23.4%。其中，住宅竣工面积9999万平方米，下降25.0%。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。

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。

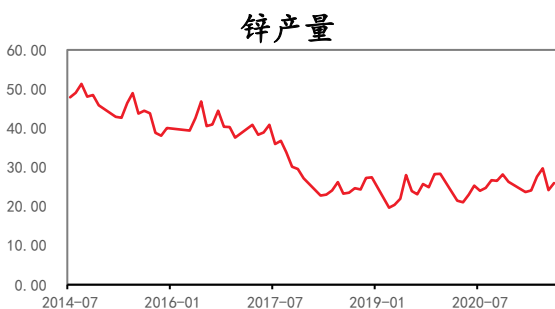
镀锌终端进入淡季，整体疲软。建筑受地产拖累需求最差，家电排产下滑、订单走弱；传统汽车平淡，新能源汽车、光伏有支撑。与铜受益于AI数据中心的增量逻辑不同，锌几乎没有受益于新兴产业的需求拉动。随着消费淡季到来，国内镀锌板内贸订单明显转弱，高温天气下终端工厂开工偏弱，原料补库节奏放缓，大多维持随用随采，缺乏大批量备货动作。

2 总结

厄尔尼诺气候现象可能对全球主要矿产区的采矿及运输环节造成扰动，供应端的不确定性增加了价格的上行弹性。此外，锌精矿加工费仍处低位，冶炼环节成本支撑坚实，矿端供应收缩预期构成下方托底。6月正值传统消费淡季，镀锌等下游企业受高温、雨水等季节性因素制约，开工率有所下滑，采购以刚需为主，国内现货市场普遍呈现贴水成交，显示终端对高价接受度有限，追高动力不足。目前锌价的核心矛盾在于成本托底与需求压制之间的反复博弈，预计短期大概率维持区间震荡。

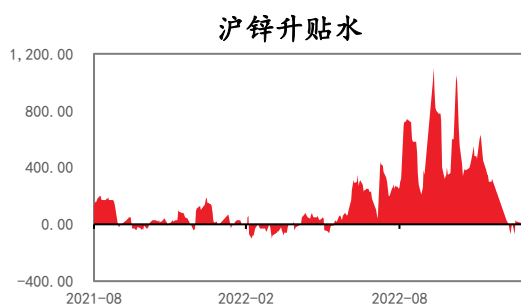
3 锌期货现货数据

图表 18: 锌产量



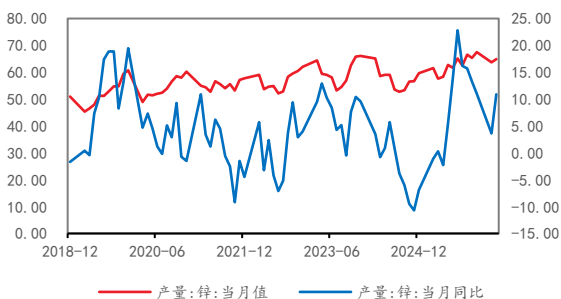
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19: 锌升贴水



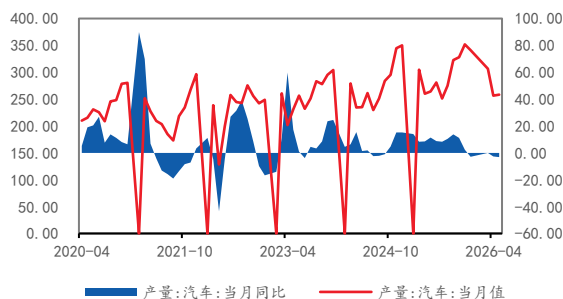
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 需求端弱现实延续

从统计局公布的2026年5月地产与钢材数据来看，地产仍处于深度调整通道，而粗钢产量在政策约束与利润支撑下表现出明显韧性，供需错配格局并未出现实质性扭转。

从房地产数据来看，5月全国房地产开发投资完成额同比下降约12.4%，降幅较前值继续扩大，其中住宅投资同比下降约11.6%，显示地产链仍在加速下行。销售端同样偏弱，新建商品房销售面积同比下降约8%，销售额同比下降约10%，价格与成交同步承压。施工与新开工端继续走弱，新开工面积同比下降接近15%，施工面积同比下降约6%，竣工虽相对滞后但仍维持小幅负增长。整体来看，地产链条仍未出现稳定信号，需求端对钢材的拖累仍在延续，且从结构上看，投资—开工—施工的传导链条仍处于收缩周期。

从粗钢数据来看，5月全国粗钢产量8436万吨，同比降2.7%，生铁产量7297万吨，同比降2.6%，钢材产量12303万吨，同比降2.8%，1-5月份中国钢材表观消费量55069万吨，同比回落1.6%。钢厂生产节奏有所放缓，但整体减产力度有限，供应仍然保持较强韧性。与此同时，铁水产量并未明显下滑，表明长流程钢厂在利润尚可的情况下仍维持较高开工水平，供给端的刚性特征仍然突出。

将地产与粗钢数据放在一起来看，本质上反映当前钢材市场仍处于“需求弱现实+供给强韧性”的结构性矛盾之中。地产链条持续下行，使建筑钢材需求缺乏持续支撑，而粗钢端虽有同比回落，但降幅有限，难以形成有效去产量。供需两端均未出现趋势性改善，使得钢材市场更多表现为阶段性波动，而非方向性行情。

我们认为，地产数据的持续走弱决定了钢材需求的中期压力，而粗钢数据的韧性则限制了供给端快速收缩的可能性，钢市整体仍处于“弱需求+强供给+阶段性修复”的格局。

3 铁水回升与表需改善共振，钢市短期呈现弱修复但利润承压

本周钢材市场的核心特征是供需双向边际改善，但整体仍未摆脱弱势结构。供给端来看，全国高炉产能利用率回升至90.8%，环比增加0.5个百分点，同比小幅上行0.3个百分点，显示钢厂在利润仍具韧性的背景下复产意愿增强。五大品种钢材周产量增至868万吨，环比增长1.3%，同比基本持平。铁水日均产量回升1.3万吨至242.2万吨，长流程生产恢复明显，且螺纹钢产量增幅高于热卷，反映建材端需求预期修复带动生产结构调整。

需求端本周表现有所改善。五大品种钢材表观消费回升至871.2万吨，环比增长3.1%，其中螺纹钢表观消费大幅回升6.5%，同比亦转正至0.7%。建筑钢材成交周均值环比增长2.7%，显示淡季背景下存在一定阶段性补库或低位成交释放。但从绝对水平看，成交仍处历史偏低区间，需求改善更多体现为“边际修复”，而非趋势反转，整体需求弹性依旧有限。

库存结构呈现分化。五大品种钢材总库存由增转降，环比下降0.2%，主要来自社会库存小幅回落0.6%，但钢厂库存则环比回升0.7%。这意味着去库主要依赖社会流通端消化，而钢厂库存仍有累积压力，反映出终端需求的承接能力仍不足以完全消化供应释放。库存结构的这一分化

也意味着后续去库持续性仍需观察。

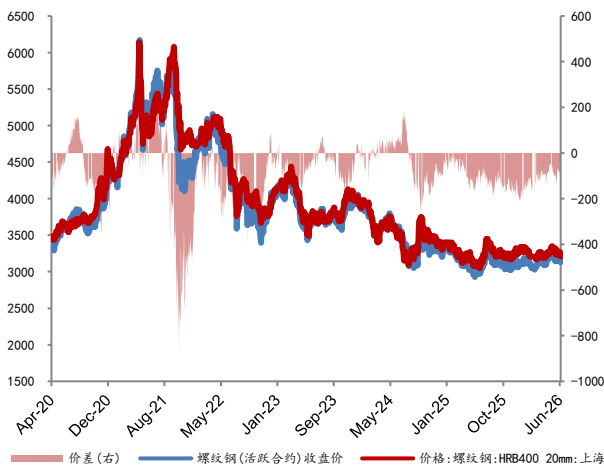
价格与利润方面，本周钢材现货价格整体走弱，主流钢材品种即期毛利环比下滑，247家钢厂盈利率维持在55.8%，与上周基本持平。尽管盈利水平仍处相对高位，但边际利润已开始承压，若后续需求无法持续改善，钢厂利润收缩可能重新触发供应调整。从当前结构看，钢价已进入“供给回升+需求弱修复+利润高位回落”的阶段，短期呈现弱修复但缺乏趋势性上涨动能的特征。

3 小结

近期原料价格明显下调，钢厂利润有所修复，生产积极性维持较高水平，钢材产量与铁水产量同步回升。但随着钢价破位下跌，市场逐步进入“供给回升、需求弱修复、利润高位回落”的阶段，基本面对价格的压力仍在延续，钢价短期仍承压运行。

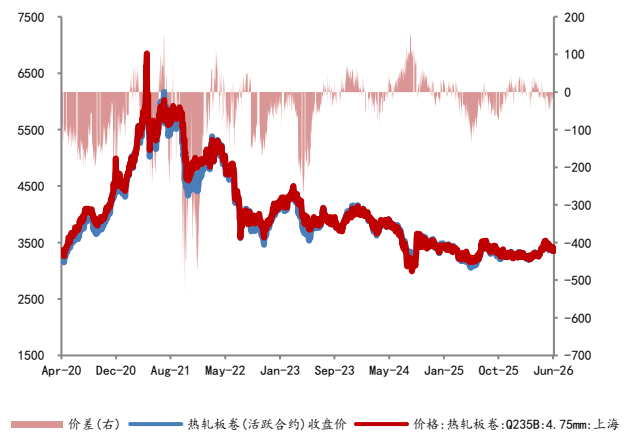
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹钢期现价差



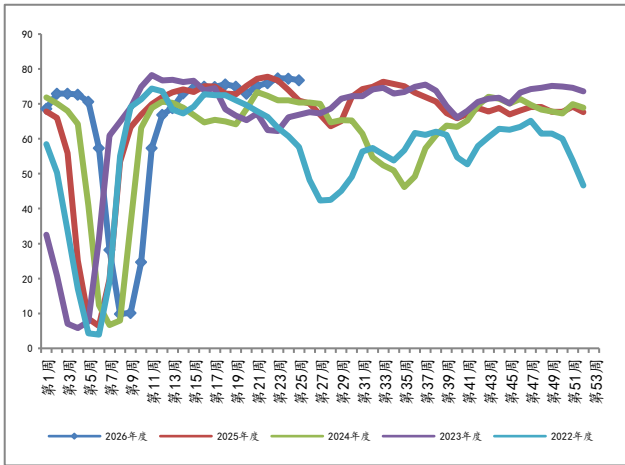
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



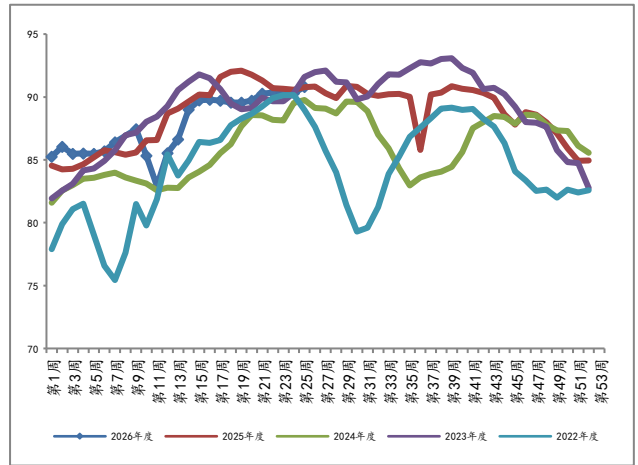
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24: 85 家独立电弧炉钢厂: 开工率: 中国 (周)



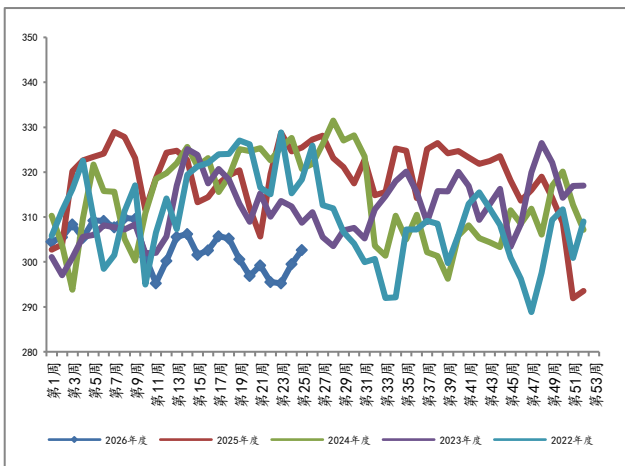
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 25: 247 家钢铁企业: 高炉产能利用率: 中国 (周)



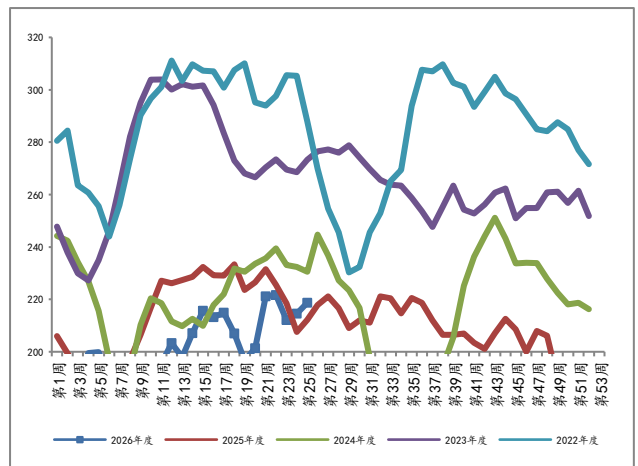
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 26: 螺纹钢: 建筑钢材钢铁企业: 实际产量 (周)



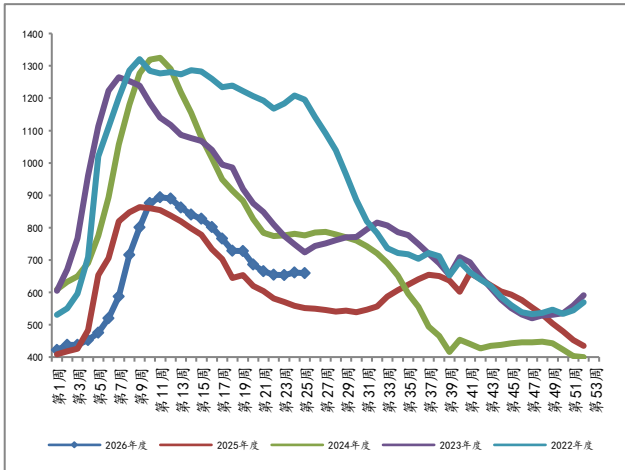
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 27: 热轧板卷: 钢铁企业: 实际产量: (周)



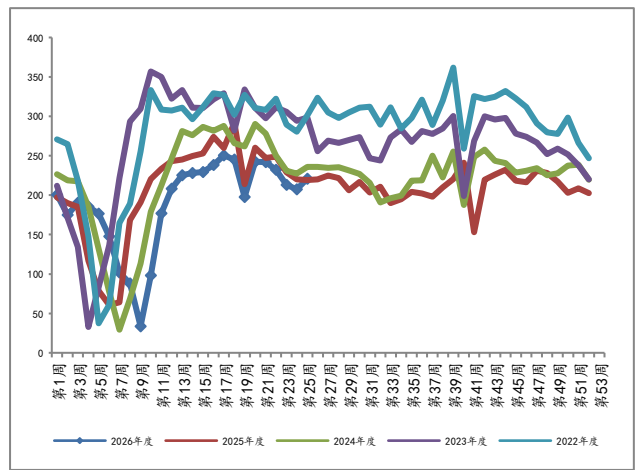
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

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 美伊签订停火协议

经历一番波折过后，美国与伊朗就结束战争初步达成共识，令国际油价应声大跌。

中间方巴基斯坦确认，美国与伊朗已达成和平协议，双方宣布立即永久停止所有战线的军事行动，正式签字仪式将于 6 月 19 日在瑞士举行。伊朗官方确认，伊美谅解备忘录文本已最终确定，包括黎巴嫩在内的所有战线永久且立即结束战争，美国解除并终止对伊朗实施的海上封锁。美国总统特朗普在社交媒体发文称，与伊朗的协议现已完成，霍尔木兹海峡即将全面开放，英法德意随即表示将解除对伊朗制裁。

据路透社报道，美国总统特朗普、副总统万斯和伊朗伊斯兰议会议长已经电子签署了美伊谅解备忘录。据悉，美伊和平协议框架包括一项 3000 亿美元的对伊朗投资计划，尽管美国政府强调该基金为私人性质，但颇有战后重建赔款的意味，对战争进行结算表明冲突或许真的到此为止了。

2 解决争端任重道远

就在美伊达成协议的当天，以色列再次空袭黎巴嫩首都贝鲁特，这显然违反了停火的核心条款之一。伊朗警告称将对以采取还击，特朗普指责内塔尼亚胡丧失理智，未来数日以色列搅局仍给协议正式签署带来不确定性。但无论如何，美伊均缺乏战争意愿和能力的事实决定，本轮中东冲突和油价激荡或将走向落幕。

达成停战协议后，美伊双方各自宣传大获全胜，但接下来还有一系列事项——解除制裁、战后赔款、伊核计划等问题都相当敏感。回顾 2015 年伊朗核问题全面协议，在和平背景下尚需数年时间达成，而美伊谅解备忘录要求仅在 60 天内就对战争进行全面结算，其难度可想而知。

3 伊朗原油默许出口

特朗普在社交媒体高呼：“让原油流动起来！”然而 AIS 船舶跟踪数据显示，自美伊宣布达成协议以来，通过霍尔木兹海峡的船舶通行情况并未明显增多。伊朗长达百余日的封锁表明，该国对于霍尔木兹海峡具有实际控制能力，因而航运和保险行业仍选择按兵不动，等待 6 月 19 日协议正式签署后局势变得明朗。

华尔街日报援引知情人士透露，在美国与伊朗签署谅解备忘录后，伊朗即可对外销售其原油等能化产品，针对银行、运输和保险等伊朗原油出口相关行业的制裁也将同时获得豁免。目前，一艘伊朗超级油轮已经离开港口，穿越美国之前的封锁区后驶离阿曼湾，该油轮没有关闭定位追踪器，表明美方对伊朗恢复原油出口已经默许。

4 库存仍将继续下降

即使霍尔木兹海峡立即解封，从油田到码头再到运力环节，全球原油贸易流的重建也需要时间，在海湾地区供应链全面恢复之前，预计原油库存仍会进一步下降。澳新银行认为，短期霍尔木

兹海峡出口量无法恢复到冲突前水平，对能源市场冲击的余波未平。西太平洋银行指出，80美元的油价不足以在未来三到六个月内重新平衡市场，油价可能会在三季度旺季维持在90美元附近。

诚然，本轮油价大跌令我们深刻反思，永远不要对抗市场主流趋势，但我们依然提醒交易者，全球能源消费旺季到来，叠加原油补库需求集中兑现，此时过度超跌是不符合实情的。

5 风险意识陷入麻痹

如我们此前论述，美国放弃中东政策将令以色列和内塔尼亚胡面临生存危机，于是在低烈度层面上持续制造摩擦，试图干扰美伊停火协议的达成。接下来关注事态实际走向，如果霍尔木兹海峡在6月内重新开放，全球能源危机后果相对可控。

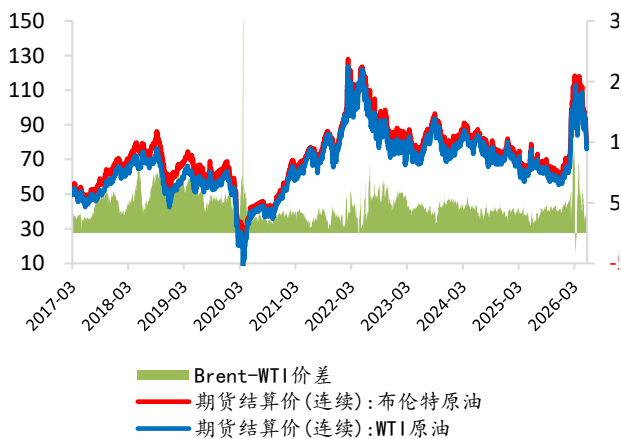
特朗普无愧于史上最强交易员的桂冠，资本运作与赢学话术交织出一片祥和氛围，原油、大宗商品乃至全球金融市场被乐观情绪裹挟。在“西线无战事”的主流预期下，当前市场逻辑围绕达成协议、航运恢复、通胀可控展开，可一旦中途再生变故，或补库需求集中爆发，或将令交易者重新评估现实，对油价超跌进行修正。

6 预期交易压低估值

摩根士丹利观点认为，原油市场可能在四季度重新回归平衡状态，并预计于2027年将再次转为过剩。大摩对市场路径的预测说明，霍尔木兹海峡开放前夕，原油基本面存在明显的期限错配。短期来看，能化产业链从生产、运输到炼化环节仍需数周甚至更长时间恢复，全球原油库存都需要重新补充，实物供应紧张的现状未必能够很快缓解。但中长期看，在中东局势大致保持稳定的基准假设下，海湾产能回归叠加需求增量有限，又使得原油市场在2027年重回供应过剩主调，远期估值逻辑压低近端价格。

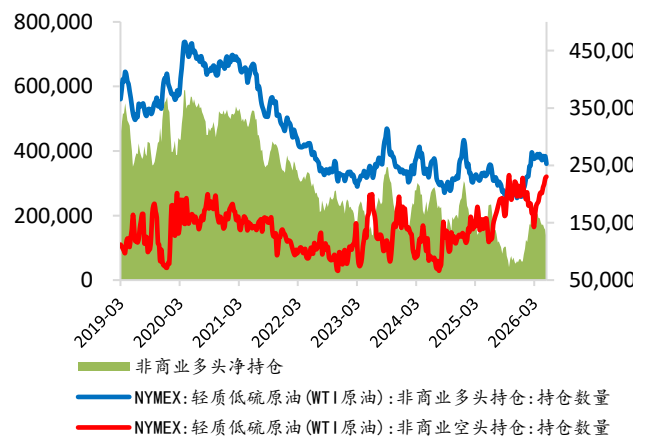
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



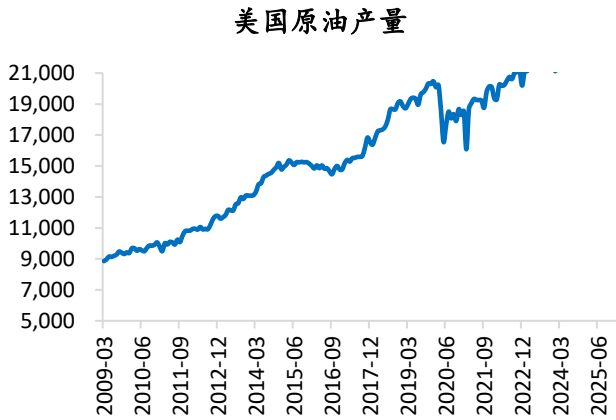
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



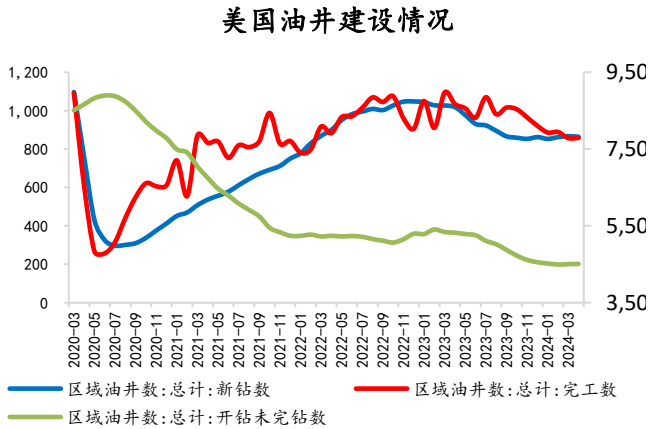
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



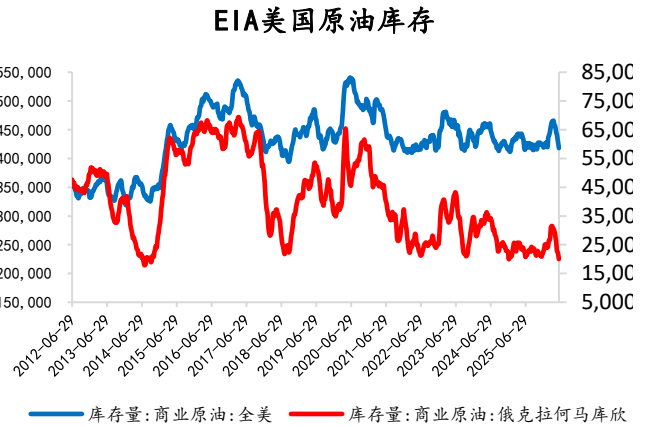
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



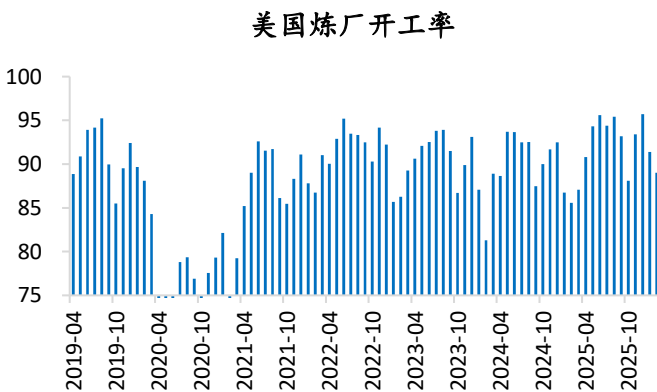
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



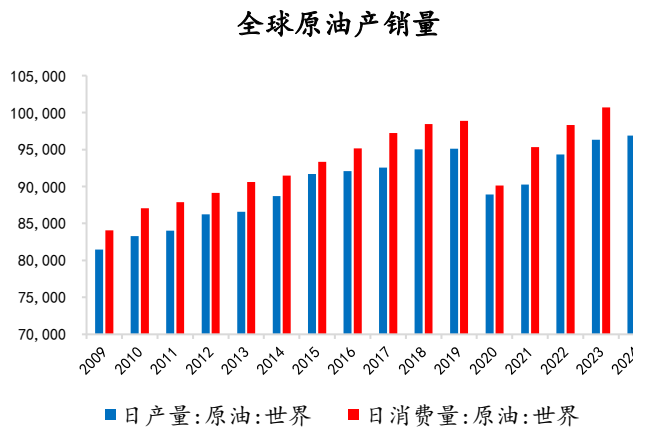
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆触底回升，国内豆粕表现偏强

1 外部豆类市场分析

作物优良率回升，美豆产量前景保持乐观

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至6月14日当周，美豆种植率为95%，出苗率为88%，去年同期和五年均值分别为83%和82%；当周美豆优良率为66%，与上年同期持平，较上周升高一个百分点。过去一周，美国中西部作物带大部分地区出现的大范围降雨和温暖天气总体有利于作物生长，市场对美豆产量前景总体保持乐观预期。美国农业部将于6月30日公布作物种植面积报告，标普全球能源预计2026年美国大豆种植面积为8530万英亩，高于美国农业部3月31日预估的8470万英亩。美豆良好开局叠加面积增加，2026年美豆实现美国农业部预计的1.20亿吨产量的基础变得更为坚实。

巴西丰产压力持续释放，机构上调阿根廷大豆产量预估值

目前巴西已经完成2025/2026年度大豆全部收割工作，机构评估的巴西大豆产量普遍在1.8亿吨左右，目前正值巴西大豆创纪录产量的释放期，巴西国家商品供应公司（Conab）预计6月该国大豆出口量将达到1531万吨，较上周预估值高出93万吨，有望较去年同期增加150万吨。布宜诺斯文利斯谷物交易所（BAGE）称，截至6月10日当周，阿根廷2025/26年度大豆收获进度为95.2%，高于一周前的91.7%。该交易所预估的阿根廷大豆产量为5010万吨，略低于上年的5030万吨。根据罗萨里奥谷物交易所（BCR）6月份作出的预测，2025/2026年度阿根廷大豆产量为5150万吨，高于该交易所5月份预测的5000万吨，创下七年来最高产量纪录。整体来看，南美大豆基本平稳度过生产季，为稳定和深化全球大豆供应作出重要贡献。

马来西亚棕榈油出口形势好转，印尼B50即将落地

检验机构发布的出口高频数据显示，6月1-15日马来西亚棕榈油出口环比增长9.6%-23.8%，增幅较上旬加快。南部半岛棕榈压榨商协会（SPPOA）发布的数据显示，6月1-10日马来西亚棕榈油产量环比增加17.42%。印尼能源部长周四明确表示，该国B50计划将于7月1日正式启动。此举有助于消除市场疑虑，印尼作为最大的棕榈油产销国，实施B50计划有助于从需求端为棕榈油市场提供支撑，甚至可能形成独立的需求托底作用。此外，受美伊签署和平协议冲击，国际油价连跌不止。受油价下行影响，B50的政策效应可能受到削弱。

2 国内豆类市场分析

5月进口大豆量低于上年同期，前5个月大豆进口保持平稳

海关总署公布的数据显示，2026年5月中国进口大豆1179万吨，虽较4月的847.8万吨增长39%，但较去年同期的1391.8万吨下滑15.3%；1-5月累计进口大豆3694万吨，与上年同期基本持平，同比微降0.4%，增速较前四个月回落。5月大豆进口量低于上年同期，与国内饲料需求疲软以及进口商调整进口节奏等因素有关。年初以来，国内生猪养殖利润低迷，去产能化降低企业补栏积极性，饲料需求前景不佳，需求端无力提升大豆进口商进口积极性。受中美贸易关系改善影响，今年的国际贸易环境明显好于去年，在巴西大豆实现创纪录产量的背景下，国内大豆进口商主动放缓采购节奏，从而导致5月大豆进口量低于上年同期。从绝对量来看，5月进口的1179万吨大豆为历史同期次高水平，可以有效保障国内供应。

压榨收益下滑，提升豆粕市场抗跌性

上周国内大豆压榨量升至240万吨高位，豆粕累库速度明显加快。据中国粮油商务网监测的数据，截止上周末，国内豆粕库存量为66.60万吨，周度增加14.5万吨。受美豆下跌拖累，国内

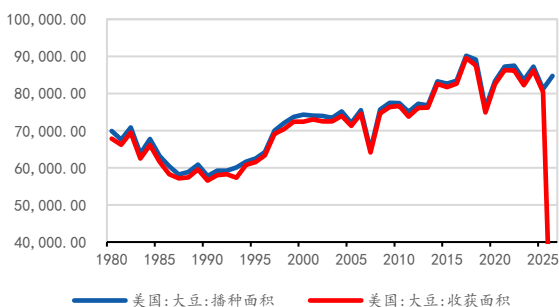
豆粕和豆油市场承压，油厂压榨利润明显下降。据 Mysteel 发布的监测数据，6 月交货的巴西大豆压榨利润从 5 月 19 日的 316 元/吨降至 6 月 15 日的 107 元/吨。压榨收益快速下降提升油厂挺粕力度，从而导致近期盘面呈现外弱内强特征，同时也降低了国内供应增加以及豆粕累库形成的弱势影响。

3 油脂油料市场展望

美伊达成停火协议，中东局势迎来重大转折。霍尔木兹海峡重新开放，国际原油物流风险解除，地缘风险溢价消退导致原油市场连续下跌，植物油的生物柴油替代需求概念弱化，CBOT 豆油承压下行，马来西亚棕榈油市场多空交织，呈现反复震荡状态。国内油脂市场缺少单边指引，各品种因基本面差异出现行情分化。CBOT 大豆期货市场自 5 月中旬开启年内最大一轮调整行情，随着市场阶段性下行压力得到释放，有关中国采购需求为美豆市场带来止跌支撑。美豆逐步进入生长关键期，市场将对天气保持较高敏感性。国内正值进口大豆到港高峰期，预计 6 月到港量将超过 1100 万吨。压榨亏损在某种程度上可限制粕价过度下跌，可为粕价抗跌起到缓冲垫的作用，但无法为粕价反弹提供持续驱动。局部地区虽有供需不平衡甚至缺豆现象，但原料整体供应充足。多数油厂为完成生产计划以及避免原料热损，仍会保持较高开工率，豆粕累库节奏加快，供给端并不支持粕价过度反弹。国产大豆进入生长季，夏季消费淡季效应增强，各级大豆拍卖压力升高，市场看涨信心下降，豆一期货市场在技术卖压下仍可能继续回落。

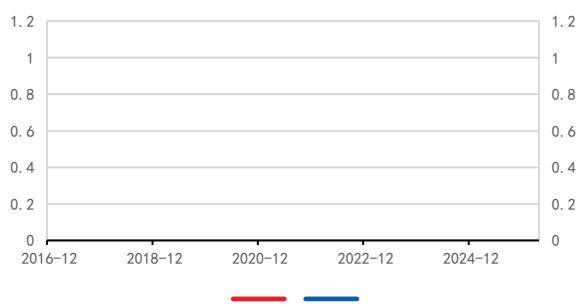
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



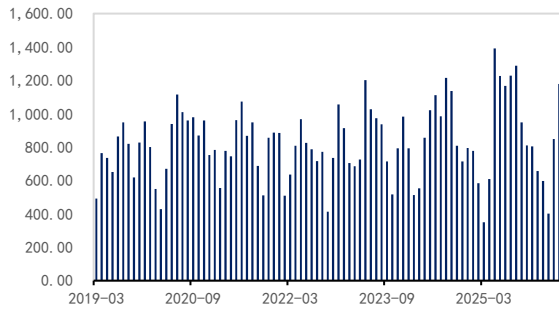
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



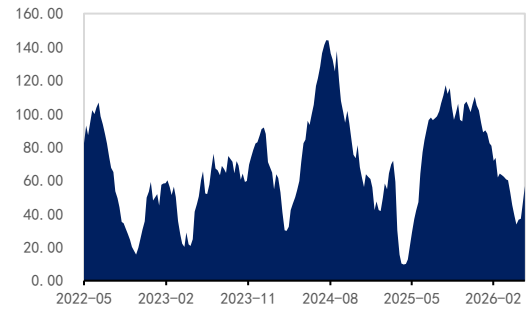
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

