中金财富期货策略周报（2026 年第 1 期）

研究员：

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

周度投资视点

宏观策略：贵金属逼仓行情扩散，强势品种逐渐增多。但是需要注意的是，逼仓行情并非正常行情，也往往导致品种出现超涨行情，且加速和震荡是孪生兄弟，参与相关行情需要注意风险。

股指期货：沪指 16 连阳，继续刷新记录。我们近期强调，按照目前市场的资金流入和成交情况，市场已经可以“自我螺旋、自我强化”式上涨，而从近期的指数表现看，这一特征明显。建议关注监管层态度的变化，目前市场强势特征未改，建议持多为主，同时提高止盈设定。

铜：全球地缘政治持续动荡，区域铜矿供应断裂的风险增加，引发对铜矿供应的担忧。铜价上涨过快，而非“上涨—调整—再上涨”的阶梯式或宽幅震荡格局，短期获利了结和高价抑制需求共同引发的技术性回调，并未扭转市场对其中长期趋势的乐观判断，短期价格波动加剧。

锌：市场加大对美联储降息、地缘政治风险溢价等交易，有色板块大幅提振下锌价出现补涨情况。冶炼端现货冶炼的利润已经转负，或影响冶炼积极性。12 月精炼锌虽出现较大规模减产，但整体产量并不低。终端订单整体走弱，仍对初端企业开工形成压制。近期锌价市场呈现典型的 “强宏观预期”与“弱基本面现实” 间的博弈，短期价格波动加剧。需警惕资金退潮、市场回归基本面定价逻辑时价格的调整风险。

钢材：《求是》发布地产重磅文章后，市场预期有所改善，同时陕西榆林煤炭产能核减也引发市场对反内卷政策的期待。当前市场宏观情绪较好，看涨情绪较浓，但需注意库存端正式迎来拐点，市场告别去库阶段。

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

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

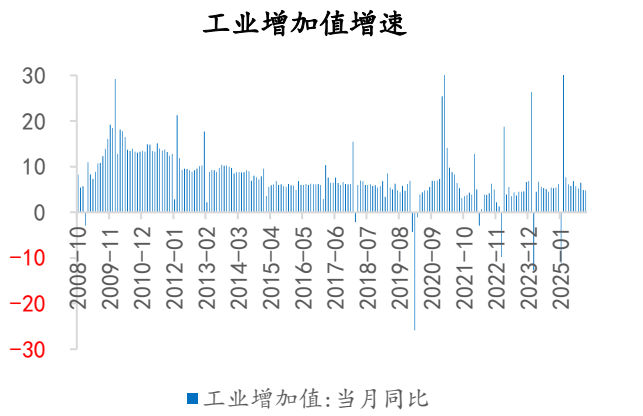
油脂油料：本周 CBOT 大豆市场止跌回升，但反弹力度不强，市场关注美国农业部将于 1 月 12 日公布的月度供需报告和季度库存报告。随着中美去年达成的采购目标接近完成，美豆市场上行驱动可能再度减弱。南美天气整体正常，巴西大豆陆续开始收割，该国大豆出口能力将从 2 月开始显著回升。届时美豆出口将面临来自巴西的激烈竞争，如缺少南美天气提振买盘人气，美豆供给压力有望进一步升高。受外部供应宽松影响，国内豆粕市场反弹行情很难持续，整体仍被限制在较窄的震荡区间之内，同时还受到菜粕的弱势拖累。产地棕榈油供需形势较为复杂，市场等待周一 MPOB 月报提供新指引。印尼的 B50 计划如何落地仍是影响未来棕榈油市场走势的关键变量。中加高层会晤成果对菜油和菜粕市场影响较大，双方贸易关系改善引发的利空效应仍在释放。预计近期国内油脂市场在各自基本面影响有望维持分化行情，而商品市场整体情绪波动也对豆类油脂市场影响较大。国产大豆市场运行相对独立，在需求回暖、基层粮源偏低以及春节前进口储备大豆可能停拍等因素提振下，豆一期货市场交易重心有望抬高。

目录

周度策略：商品市场氛围全线好转 ..... - 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 国内经济数据前瞻指标较强 ..... - 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 《求是》重磅定调地产新逻辑 改善和稳定市场预期 ..... - 14 -
2 累库周期开启，螺纹供增需降，板材韧性仍存 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 过剩矛盾长期压制 ..... - 18 -
2 委内瑞拉局势变天 ..... - 18 -
3 实际体量影响有限 ..... - 18 -
4 资源掠夺昭然若揭 ..... - 19 -
5 供需平衡结果难改 ..... - 19 -
6 熊市周期曳尾涂中 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 年度整体供大于求 ..... - 22 -
2 供应多空因素并存 ..... - 22 -
3 需求维持不温不火 ..... - 22 -
4 国内延续累库趋势 ..... - 23 -
5 合成橡胶利多出尽 ..... - 23 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：美豆止跌回升，国内豆类市场宽幅震荡 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

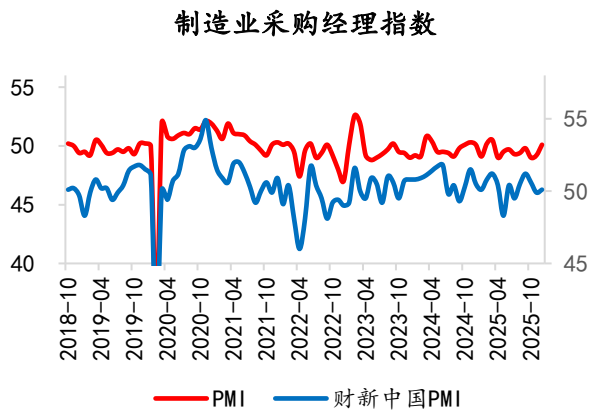
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



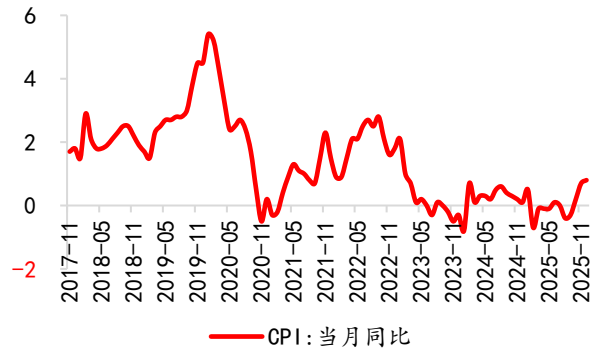
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



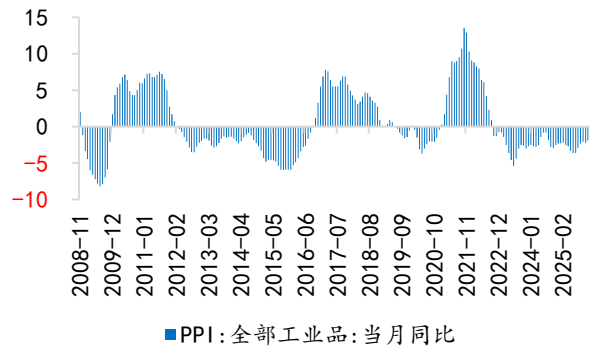
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



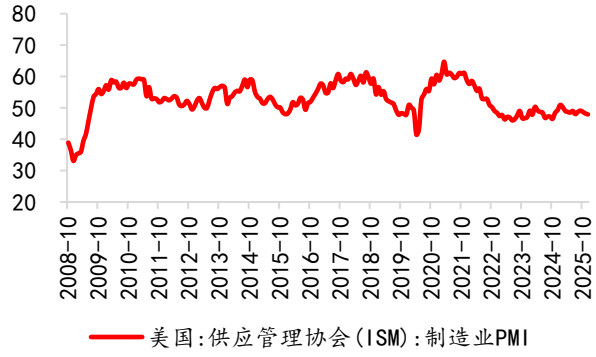
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



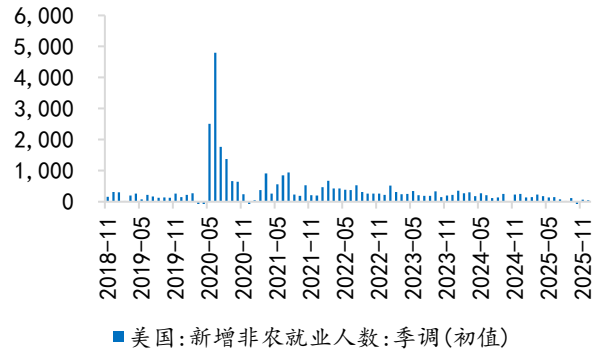
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：商品市场氛围全线好转

在贵金属逼仓行情，以及有色板块大涨的刺激下，低估值的工业品集体反弹。目前看贵金属市场的逼仓行情仍未结束，其带来的比价效应仍明显存在，工业品市场处在强势阶段。

白银的逼仓效应依然存在

本轮白银逼仓的直接导火索，是印度政府于今年 10 月公布的新版印度储备银行法规，其中允许白银按照与黄金固定比例作为银行和非银行贷款的抵押品。该法规将于 2026 年 4 月生效，确定了白银与黄金 10：1 的抵押比例，这相当有主权政府正式承认白银的货币属性。随后印度金融机构迅速在伦敦交易所下了 1000 吨左右的白银多单并要求交割现货，几乎抽空交易所的可用库存，最终引爆了这波白银逼仓行情。

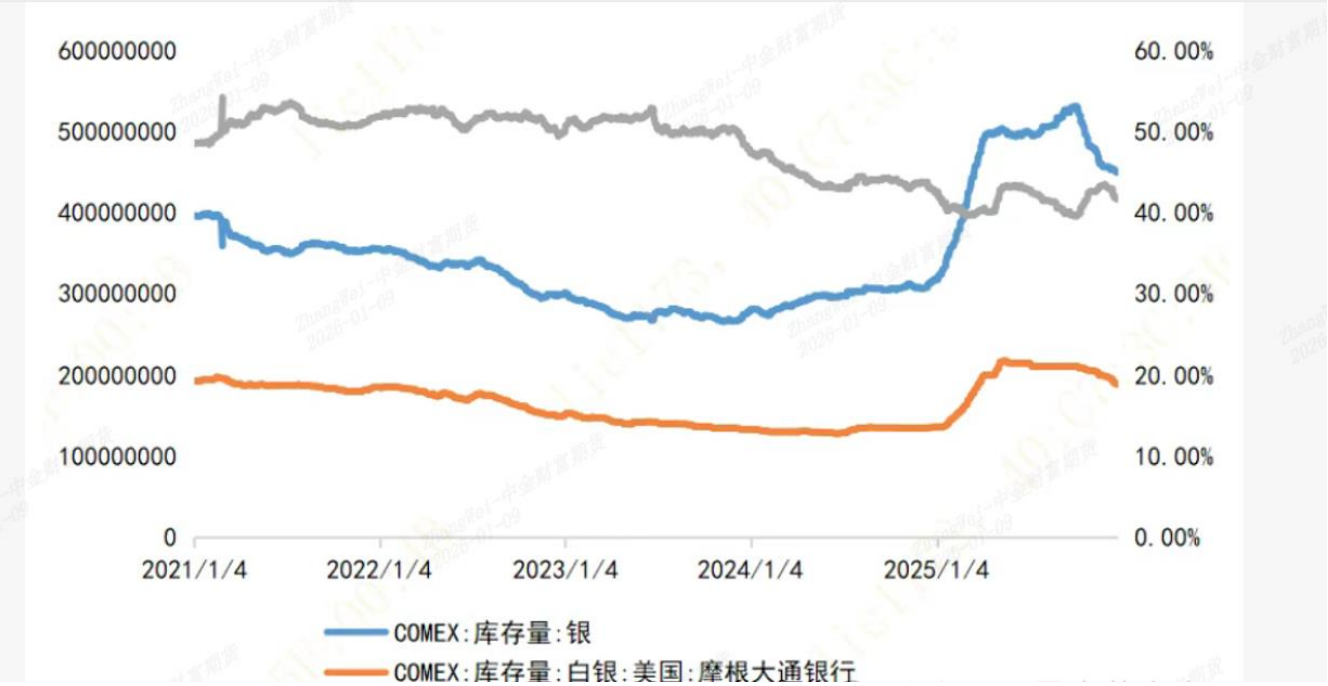
白银逼仓激发了市场的疯狂投机，国内期货白银价格甚至较国外出现 10%的溢价。中国白银矿产与回收产量占全球白银产量 20%以上，同时又是全球最大的白银进口和出口国，承担着全球白银精炼加工的关键角色。国内白银 80%的工业需求都集中于光伏产业，是新能源产业的核心资源之一。随着银价暴涨，一年就要吞噬掉行业 1000 亿规模的利润，光伏产业不得不尝试用相对廉价的铜或者新的技术方案进行替代升级，但需要付出性能降低或者升级投入的代价。所以从 2026 年 1 月 1 日起，中国将对白银出口实施管制，此举可能短期内加剧国外实物紧张，但长期来看有助于保证国内工业用银的稳定，抑制投机囤货行为。

白银逼仓的发生，预示类似的逻辑也可能在整个贵金属市场上演，尽管纸白银规模数倍于纸黄金，但以当前黄金现货的提取速度，逼仓或许只是时间问题。各国央行高调增持黄金、提升黄金储备比例以支撑货币信用的行为，本身就在加剧黄金实物的紧张。一旦越过某个门槛，交易所实物库存无法满足交割需求，黄金也可能面临逼仓，导致金价剧烈上涨。

因此央行们也面临两难的矛盾，继续增持黄金很可能最终触发黄金逼仓，大幅抬高增持成本；停止增持，则在在逆全球化背景下难以保障贸易结算所需的信用支撑。未来央行可能会转为低调增持，甚至不再公开数据，但交易所实物提取都有迹可循，当提取量超过临界点时，逼仓仍很可能发生。

金银价格的暴涨，同时带动了以铜为代表的美元定价大宗商品价格整体上行，继而蔓延到整个工业品市场。然而金银铜大幅走高并非经济健康运行的表现，反而是金融系统的异常信号，本质是美元信用受损、价值稀释后，资金转向美元计价的大宗商品寻求避险。随着大宗商品对流动性的虹吸效应形成涨价正循环，吸引大量从事生产贸易的资金脱实向虚涌入金融市场，非理性因素对市场的影响仍非常明显。

图表 1：部分交易所白银库存走势



资料来源：comex

大宗商品涨价的主要驱动：算力和安全

2025 年末至今，全球大宗商品市场迎来结构性上涨行情，工业金属与贵金属领涨、传统周期品表现平淡，本质是地缘政治重构与全球经济结构转型共振的结果。

本轮大宗商品脱离了传统制造业周期约束。

2025 年 LME 铜价从不足 8000 美元/吨飙升至 13000 美元/吨以上，累计涨幅超 60%，而美国制造业 PMI 长期徘徊在 48.2%-48.3%的收缩区间，全球制造业复苏呈现碎片化特征，供需两端形成鲜明反差。

背后原因是，全球地缘政治不确定性系统性上升，俄乌冲突、委内瑞拉政局动荡等事件频发，叠加主要经济体贸易保护主义抬头，获取关键资源成为保障供应链安全的核心诉求，催生了显著的安全溢价。

另外，需求端增长最大的部分是新兴行业，尤其是 AI 和算力，算力需求引领品种分化，造成品种极端分化，铜油比、铜螺比等指标均超出两倍标准差，创下多年罕见水平。这一现象本质是全球经济增长模式切换的直接映射。传统以房地产、大规模基建为核心的增长模式，正逐步被以“算力+电力”为核心的数字经济模式取代，AI、云计算、大数据等新兴产业爆发催生了全新的需求传导链条。

未来看，大宗商品进入“算力+安全”双轮驱动的新格局。全球大宗商品市场已正式进入“算力+安全”双轮驱动的新格局：地缘政治风险上升催生的安全溢价，赋予大宗商品对冲风险的金融属性；而 AI 技术变革引领的数字经济转型，则创造了对算力金属的长期结构性需求。但是需要注意的是，短期市场仍需关注部分品种价格涨幅过快，已提前透支未来需求预期，可能引发阶段性回调的风险。

白银逼仓对商品市场的影响依然存在

宏观面无明显变化，当前全球经济和资本市场最大的几个特征仍非常明显，即“资产泡沫、债务驱动经济、美式掠夺资源”，这种背景下的资产泡沫和资源民族主义齐舞，部分供应受到影响的品种剧烈波动，如近期的碳酸锂、镍、原油等。短期内继续关注白银为代表的逼仓行情对商品市场的影响，目前背景下基本面较好的品种容易获得溢价，这类品种往往表现更强。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	1 月 8 日	中国央行连续 14 个月增持黄金	中国 12 月末黄金储备报 7415 万盎司（约 2306.323 吨），环比增加 3 万盎司（约 0.93 吨）	逆全球化下，黄金的需求依然稳健
	1 月 9 日	美联储理事米兰：预计 2026 年将降息约 150 个基点	他认为当前货币政策仍具明显限制性，而基础通胀水平已接近美联储目标	米兰的观点反映了特朗普掌控美联储后的政策动向
数据	1 月 9 日	上周首次申请失业救济人数环比微增至 20.8 万	美国劳动力市场未显明显压力	美债收益率反弹、美元四周新高
	1 月 7 日	中国 12 月 RatingDog 服务业 PMI 为 52，保持扩张	由于新出口业务量下降，新出口订单在 11 月短暂回升后再入收缩区间	企业乐观度改善，升至 9 个月来最高
事件	1 月 9 日	特朗普：美国必须“拥有”整个格陵兰	不仅仅是依据现有条约在当地行使军事和防务权利。	丹麦和格陵兰方面的高级代表周四在华盛顿与白宫官员会面

资料来源：中金财富期货研究所

2 国内经济数据前瞻指标较强

数据方面，2025 年 12 月制造业 PMI 重回荣枯线上方，供需两端同步改善；非制造业方面也出现超预期回升，但需要注意的是其中建筑业 PMI 的修复在实物端体现不强，后续持续性还需关注开年财政资金到位以及新项目开工的情况。通胀方面，2025 年 12 月 CPI 环比增速在扩内需政策逐步实施、节假日临近的带动下由负转正；PPI 环比增速也在国际大宗商品价格传导和国内部分行业产能治理的叠加影响下继续回升，若后续供需结构能持续优化将有助于整体通胀保持温和回升趋势。政策方面，中国人民银行在 2026 年工作会议上表示货币政策要将“扩大内需、优化供给、防范风险、稳定预期”作为着力点并将“金融市场稳定运行”纳入考量。后续，在利率比价关系约束下，畅通政策传导和结构性降息更为合理，降准或配合财政政策率先推出，以保证政策取向一致性，增强政策合力。

美国方面，2025 年 12 月 ISM 制造业 PMI 在收缩区间进一步下滑，环比降幅为 2024 年以来最大，低迷态势已持续 10 个月之久，分项指标中新订单和就业指数仍在放缓，价格指数却维持在相对高位。相较之下，服务业 PMI 尤为强劲。这凸显当下美国经济内部结构分化，降息对于

传统行业的支持效果有待显现的特征。劳动力市场方面，2025 年 11 月职位空缺数下降显示劳动力市场需求仍不足，但 2025 年 12 月 ADP 就业人数扭转此前下滑趋势还是透露出一定的积极信号，其中教育和医疗依旧是主要拉动，制造业和信息服务等则继续下滑。近期，在还未得到最新的非农和通胀数据的前提下，多数美联储官员态度还是偏向谨慎，认为 1 月份可以暂缓降息。欧洲方面，12 月整体通胀同比增速已回落至央行目标水平，但核心分项环比增速大幅回升，巩固了欧央行维持政策利率不变的判断，市场也普遍认为其会在较长时间内继续按兵不动。

3 资金面延续宽松态势

1 月 4 日-9 日，央行公开市场迎来集中到期，其中有 17937 亿元逆回购与 11000 亿元买断式逆回购陆续到期。针对 1 月 8 日到期的买断式逆回购，央行于当日等量续做，以此呵护市场流动性。

从全月看，1 月流动性面临多重扰动因素。财政因素是主要扰动项之一。财政“收多支少”且政府债发行缴款规模边际提升，财政因素可能会对资金面带来扰动，并且居民、企业部门的集中取现需求也会对资金面带来一定的不利影响。

财政存款通常呈现季初增加、季末减少的特征。预计 1 月财政存款净增加约 6200 亿元，会扩大流动性缺口。综合考虑财政存款、现金走款和银行缴准等因素后，2026 年 1 月的流动性缺口约为 19000 亿元。

信贷投放同样将对 1 月流动性形成扰动。商业银行在 2026 年初“早投放早收益”的诉求可能会抬升，与此同时，在微观中看到银行储备项目相较于往年更加提前的信息，以及 2025 年 12 月票据利率月尾抬升的现象，因此判断 1 月信贷投放或有超季节性表现，带动资金缺口有所增加。

总结来看，财政存款、信贷投放等多种因素叠加共振将影响 1 月流动性，央行或将继续通过国债买卖、中期借贷便利（MLF）等多种政策工具保持流动性充裕，预计资金面将延续宽松态势。

4 宏观策略

宏观面无明显变化，当前全球经济和资本市场最大的几个特征仍非常明显，即“资产泡沫、债务驱动经济、美式掠夺资源”，这种背景下的资产泡沫和资源民族主义齐舞，部分供应受到影响的品种剧烈波动，如近期的碳酸锂、镍、原油等。短期内继续关注白银为代表的逼仓行情对商品市场的影响，目前背景下基本面较好的品种容易获得溢价，这类品种往往表现更强

5 股指期货市场分析

指数大幅上涨

上证指数出现 15 连阳，上周各大宽基指数大幅上涨。其中沪深 300 周+2.79%，上证 50 周+3.4%，中证 500 周+7.92%，中证 1000 指数周+7.03%，中证 500 和中证 1000 指数均创新高。

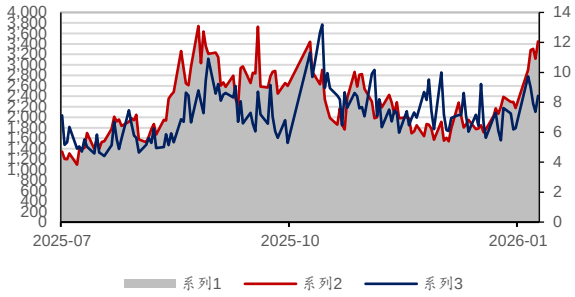
市场大幅上扬，且量能持续放大，从约 1.7 万亿增至约 2.9 万亿。同时今日市场明显分化，结构上来，题材股较为权重，权重表现一般，一方面显示巨大成交量下市场正持续活跃，另一方面权重的盘整也为后续指数的进一步上行提供空间。十五五规划引领下，政策托底（央行“适

度宽松”货币政策）与产业升级（反内卷、半导体、商业航天、可控核聚变等）形成长期支撑，市场慢牛格局有望延续。当前市场处于政策与产业共振的关键阶段，科技成长与资源周期双主线逻辑强化

政策如果不干预，指数将继续强势

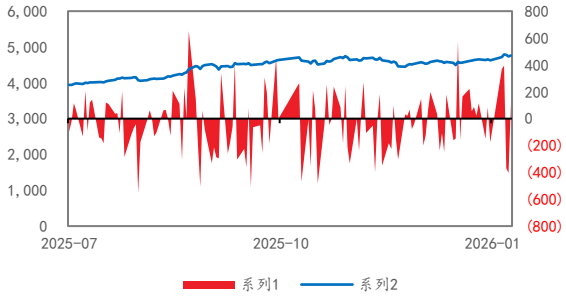
沪指 15 连阳，继续刷新记录。我们近期强调，按照目前市场的资金流入和成交情况，市场已经可以“自我螺旋、自我强化”式上涨，而从近期的指数表现看，这一特征明显。建议关注监管层态度的变化，目前市场强势特征未改，建议持多为主，同时提高止盈设定。

图表 8：融资融券数据图



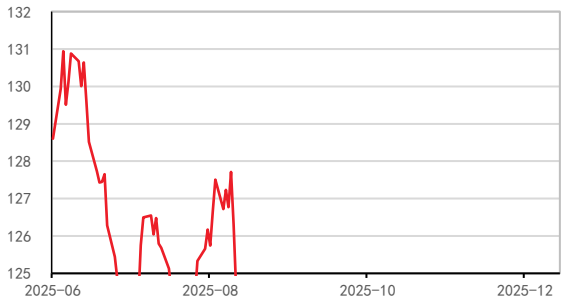
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



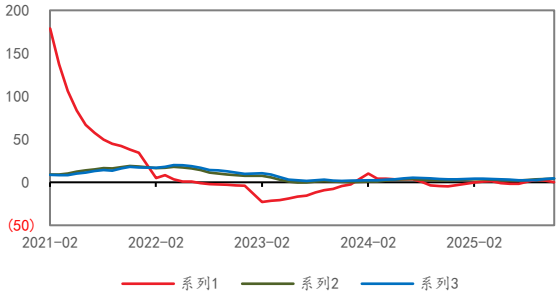
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。全球 18 家主要生产企业合计产量 694.5 万吨，同比增加 17.4 万吨。其中，力拓、洛阳钼业、紫金矿业、五矿资源、必和必拓新增贡献居前，嘉能可、自由港、英美资源出现了减产。矿山资源匮乏，品位下降，开采过程中的安全事故频繁，令全球大型企业的矿山增长乏力。2025 年以来，全球铜矿供应端干扰率陡增，矿山事故频发，经常性的生产中断和暂停导致年内铜矿产量预期不断下修，未来铜矿供给端干扰或维持常态化，铜矿产量增长长期受限。

供给压力减弱

2025 年以来， Antofagasta 与中国冶炼厂 2025 年中谈判结果 TC/RC 敲定为 0.0 美元/干吨及 0.0 美分/磅，远超市场预期，这意味着 2025-2026 年铜精矿市场将延续紧平衡格局。冶炼厂进口铜矿加工费录得-43.7 美元/干吨，散单加工费继续下挫，仍然处于深度倒挂状态，目前海外矿商正寻求与中国冶炼厂谈判来压低长单加工费，冶炼厂整体压力较大，后续关注是否出现减产动作。

1-11 月累计产量同比增加 128.94 万吨，增幅达 1.76%，核心驱动因素包括原料结构优化及副产品盈利弥补。原料端，废铜流向冶炼端的比例提升至 55%，同时冶炼厂通过大量采购阳极铜，有效降低了对铜精矿的依赖，缓解了原料供应压力。

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

废铜进口量将呈现边际收缩的趋势

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

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

“绿色革命”与能源转型的长期叙事

铜价处于历史高位区间，下游加工企业和终端厂商对当前价格接受度很低。买涨不买跌的心态

在此刻失效，取而代之的是强烈的观望情绪。目前基本上都是刚需采购为主，仅满足生产所必需的刚性需求。企业普遍不会建立大规模的原料库存，而是按订单、小批量、多次数的进行采购，以规避价格风险。

这是本轮铜价上涨的根本性、结构性支撑。全球向清洁能源（太阳能、风能）和电动汽车转型，需要大量的铜。新能源产业链延续高景气，1-10 月产销量同比分别增 33.1%、32.7%，加速汽车用铜的消费。电网投资侧重“十五五”能源通道优化及智能微网建设，特高压、智能化长景气周期确立。

国内地产方面，2025 年 1-10 月，新开工、施工及竣工面积同比均下行，新开工面积累计同比-19.8%，施工面积累计同比-9.4%，竣工面积累计同比-16.9%。房地产投资完成额同比不断下行，竣工贡献负增长，传统需求用铝量预计会持续下行。

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

移库

COMEX 和 LME 差价导致贸易商将全球库存大量运往美国以锁定高价。这使得非美地区的现货库存被“抽干”，造成区域性紧张预期上升。在 COMEX-LME 溢价背景下，非美库存向美流动成为虹吸根源，也是非美地区仓单紧张的原因。

2 结论

全球地缘政治持续动荡，区域铜矿供应断裂的风险增加，引发对铜矿供应的担忧。铜价上涨过快，而非“上涨—调整—再上涨”的阶梯式或宽幅震荡格局，短期获利了结和高价抑制需求共同引发的技术性回调，并未扭转市场对其中长期趋势的乐观判断，短期价格波动加剧。

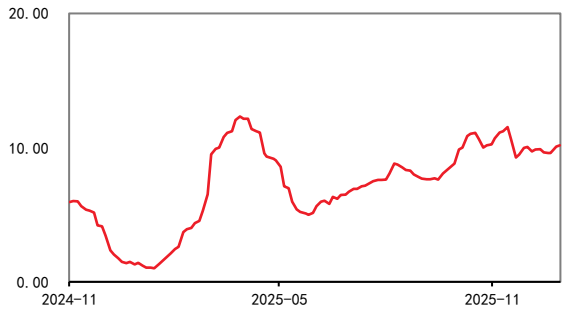
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



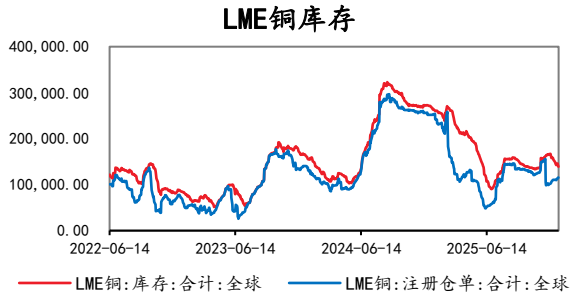
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



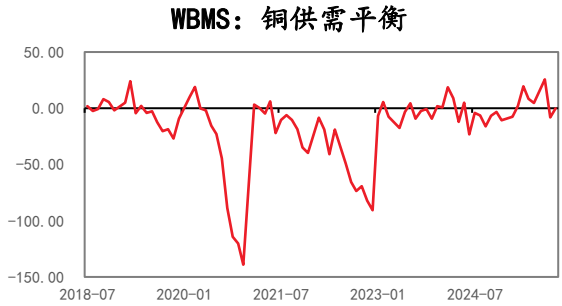
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



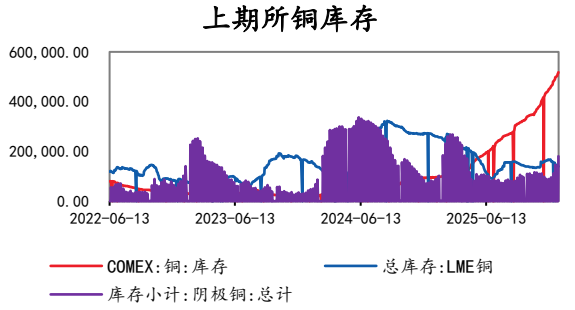
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



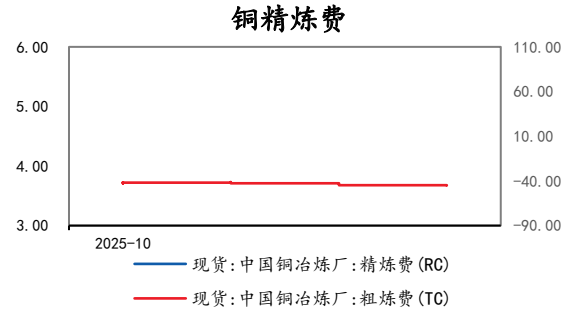
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

锌产业链供应宽松转为偏紧

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

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

高产量已经入阈值

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

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

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

需求端分析

从镀锌板卷、压铸合金和氧化锌的周度产量数据跟踪来看，其绝对位置并不低。镀锌板卷的数据远高于去年同期，并且绝对位置已经来到 2018 年至今的同期次高位。作为用锌大头，受房地产下行拖累严重，新开工项目不足。虽有机场、高铁等大型项目支撑，但传统地产相关的脚手架、钢结构订单惨淡。多数镀锌厂订单仅维持刚需，成品库存偏高，利润微薄。下游各环节，从镀锌厂到锌合金压铸厂，都面临订单不足和利润微薄的问题，行业竞争异常激烈。

光伏支架和风电塔筒的镀锌需求随着“双碳”战略的推进而持续增长。同时，国家电网的持续投资也为电力铁塔的镀锌需求提供了稳定支撑。这是镀锌板块中最坚实的增长点。

1-10 月新能源汽车产量为 1267.20 万辆，同比增长 28.10%，渗透率为 46.38%。以旧换新政策持续释放置换需求，叠加行业综合整治缓解“内卷”，企业新车型密集投放，均对市场韧性形成支撑，行业复苏力好于预期。

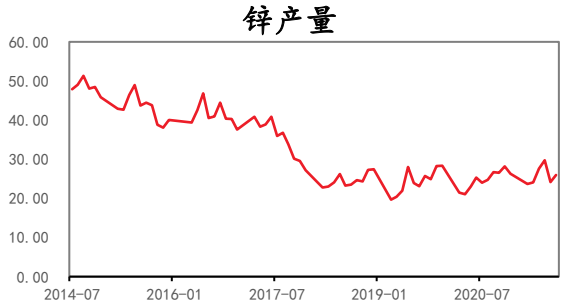
2 总结

市场加大对美联储降息、地缘政治风险溢价等交易，有色板块大幅提振下锌价出现补涨情况。冶炼端现货冶炼的利润已经转负，或影响冶炼积极性。12 月精炼锌虽出现较大规模减产，但整

体产量并不低。终端订单整体走弱，仍对初端企业开工形成压制。近期锌价市场呈现典型的“强宏观预期”与“弱基本面现实”间的博弈，短期价格波动加剧。需警惕资金退潮、市场回归基本面定价逻辑时价格的调整风险。

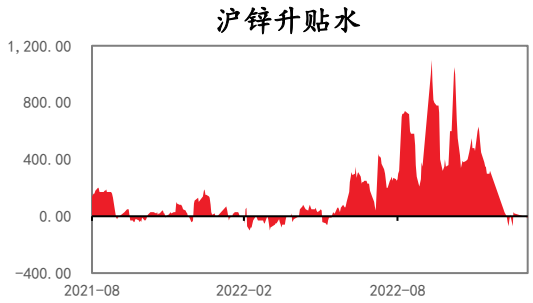
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



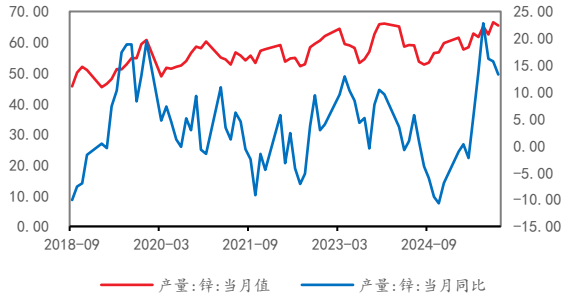
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



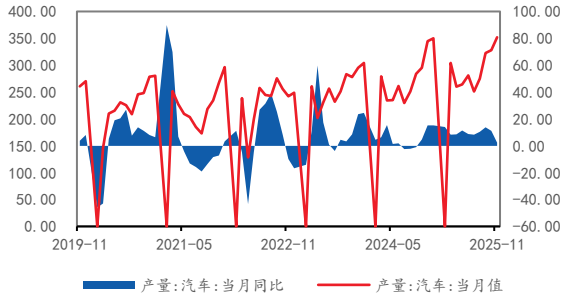
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 《求是》重磅定调地产新逻辑 改善和稳定市场预期

《求是》杂志发表特约评论员文章《改善和稳定房地产市场预期》，文中罕见地从“资产负债表”受损的高度定调当前市场风险，并明确提出政策实施需摒弃“添油战术”，转为“一次性给足”。这一表态不仅是对房地产支柱地位的再确认，更标志着顶层设计对系统性风险的认知已从流量层面的“保交楼”深化至存量层面的“资产保卫战”。

首先，文章通过援引发达国家经验，将房地产业增加值占 GDP 比重锚定在 10%以上，这直接证伪了市场此前极度悲观的“地产去工业化”与“需求归零”论调。对于黑色系而言，这意味着以螺纹钢为代表的建材需求虽无增量弹性，但具备坚实的存量底部。

其次，供需结构的政策性重塑将长期利多“卷螺差”扩张。 文中明确提出“严控增量、盘活存量”与“好房子”建设，这一政策导向对钢材品种的影响具有显著的非对称性。“严控增量”意味着以新开工为核心驱动的螺纹钢需求天花板已确立，缺乏趋势性上行空间；而“盘活存量”所指向的老旧小区改造、装配式升级及配套家电更新，将把钢材消费的重心实质性转移至板材。

再次，文章强调政策要“一次性给足”，这是对过去两年“挤牙膏”式调控的纠偏。这意味着 2026 年的政策释放将呈现“低频高压”特征，一旦出台必然伴随着流动性的集中释放。对于产业客户而言，过去基于低库存运行的防御策略将失效，因为在“脉冲式”政策面前，极低的原料与成材库存容易遭遇逼空。

2 累库周期开启，螺纹供增需降，板材韧性仍存

上周全国高炉产能利用率回升，电炉产能利用率分化。247 家钢厂高炉产能利用率升至 86.1%，环比增加 0.8 个百分点，同比增加 1.5 个百分点，反映在即期利润尚可及节前备货需求带动下，高炉复产意愿增强。供应侧的收缩趋势告一段落，产能利用率的提升标志着供应压力从边际改善转向边际增加。

五大品种钢材周产量回升至 818.6 万吨，环比增加 0.4%，同比增加 1.3%。长流程环节贡献主要增量，日均铁水产量增至 229.6 万吨，环比增加 2.1 万吨，逼近 230 万吨关口。钢材产量止跌回升，结构上螺纹钢产量增幅大于热卷，体现长流程钢厂在利润驱动下调节铁水流向，以及对春节后建筑材需求的提前布局。整体来看，钢企生产积极性修复，供应端压力开始重新积聚。

库存方面，五大品种钢材社会库存升至 865.2 万吨，环比增加 1.7%，同比增加 10.7%；钢厂库存升至 388.8 万吨，环比增加 1.9%，同比增加 10.7%。钢材总库存周环比增加 1.8%，较上周变动幅度增加 3.8 个百分点，正式由去库转为累库。从结构看，钢厂库存增幅大于社会库存，显示生产端压力累积速度快于贸易端接货速度，累库周期的开启体现了季节性供需错配的必然结果。

表观消费方面，本周五大品种钢材周表观消费降至 796.8 万吨，环比下降 5.3%，同比增加 0.6%。其中螺纹钢表观消费为 175 万吨，环比大幅下降 12.7%，同比下降 7.9%，反映受气温与假期临近影响，建筑端需求进入实质性淡季，降幅显著；热卷需求表现相对平稳，降幅小于螺纹。建

筑钢材成交周均值为 9.6 万吨，环比增加 1.5%，虽有微增但整体绝对值仍处低位，显示终端实际消耗能力依然偏弱。总体上，本周需求端淡季特征强化，供增需减导致表需数据明显承压。

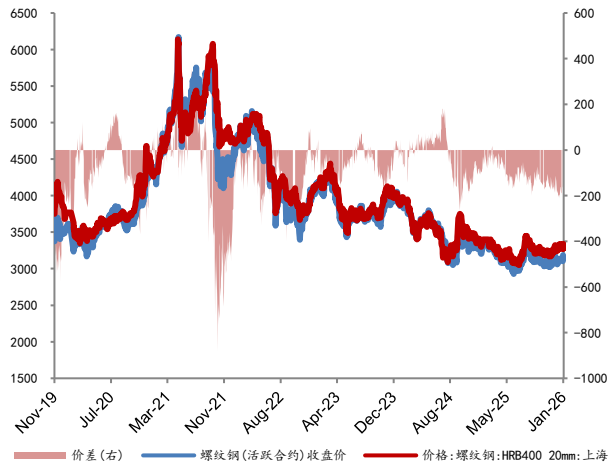
价格方面，本周钢材现货价格稳中有涨，但主流钢材品种即期毛利走弱，钢厂盈利率降至 37.7%，较上周下跌 0.4 个百分点。尽管钢价受宏观预期支撑偏强，但原料成本上升导致利润空间被压缩；黑色产业链逻辑已从“去库交易”切换至“累库博弈”，后续需关注累库斜率是否过快以及冬储成本线对现货价格的实际支撑力度。。

3 小结

《求是》发布地产重磅文章，市场预期有所改善，同时陕西榆林煤炭产能核减也引发市场对反内卷政策的期待。当前市场宏观情绪较好，看涨情绪较浓，但需注意库存端正式迎来拐点，市场告别去库阶段。

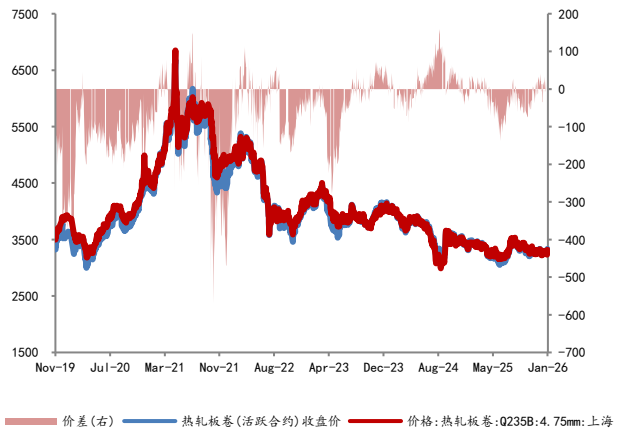
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



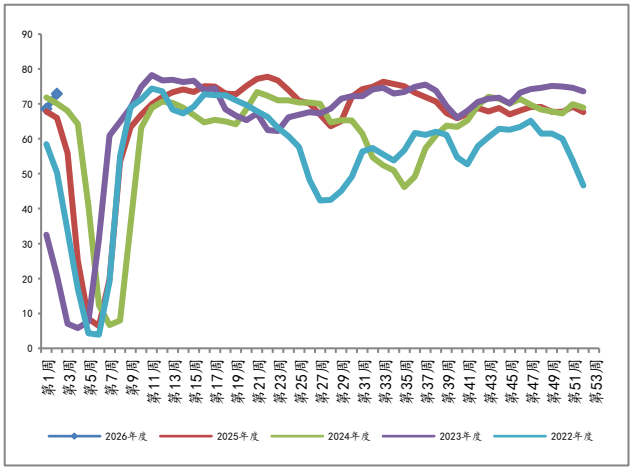
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



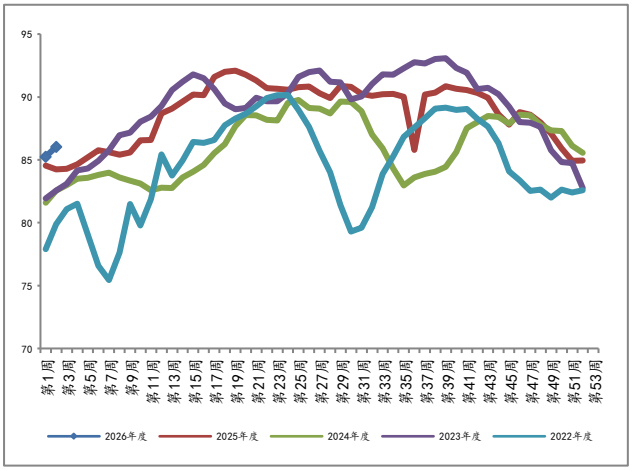
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



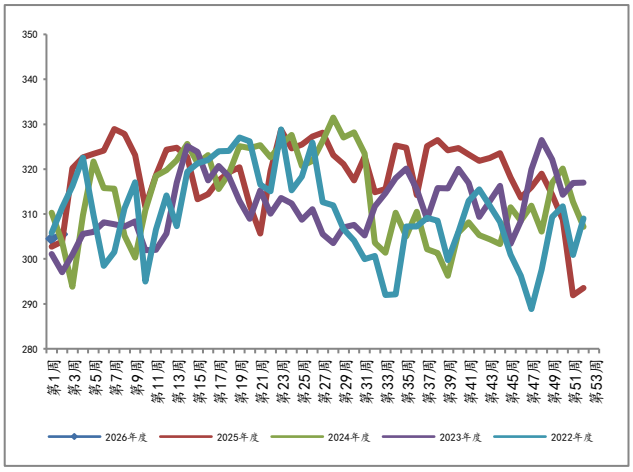
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



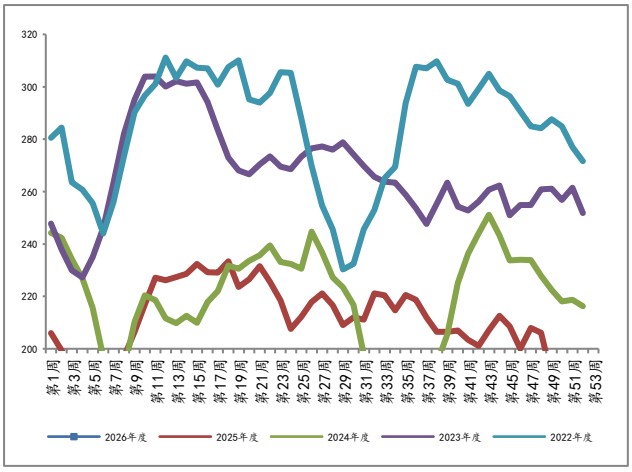
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



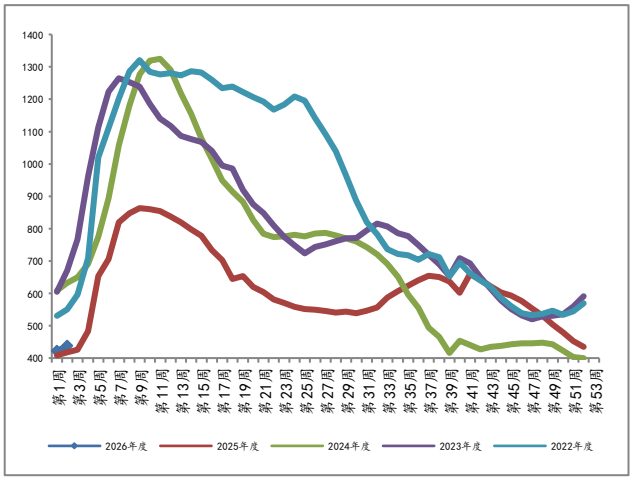
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



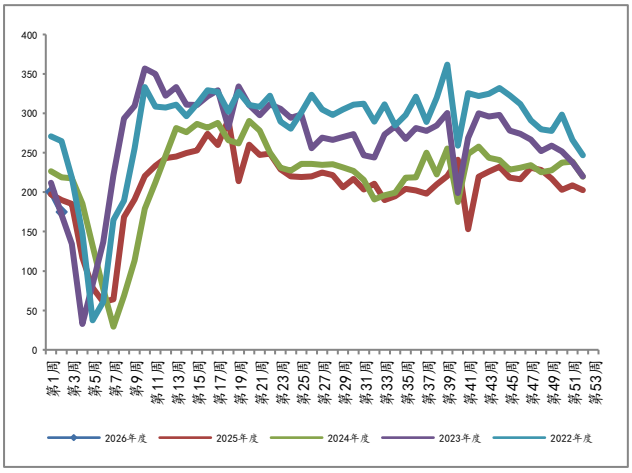
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 过剩矛盾长期压制

当前，全球原油市场呈“供应充裕、需求疲软、持续累库”的典型熊市局面，中长期难以摆脱过剩带来的系统性压制。

受贸易保护主义威胁，2025 年全球经济复苏趋于迟滞，工业和交通能源消费增长乏力，大部分时间内需求端拖累油价表现。与此同时供应端却显著扩张，OPEC+已经完成第一阶段增产，非 OPEC+未来有多个新项目投产，进一步加大市场的宽松程度。在供强需弱的背景下，业界普遍预计 2026 年前期将迎来历史性的严重过剩，峰值大概率出现在一季度，全球原油库存将持续快速累积，从而对油价构成长期下行压力。

尽管对过剩敞口的测算存在些许差异，但主流机构观点高度一致：2026 上半年国际原油价格将到达阶段性谷底，Brent 基准重心或低于 60 美元/桶，到三季度之前期货曲线维持相对平坦的结构。

2 委内瑞拉局势变天

新年地缘横生变故，美国总统特朗普宣布，在军事行动中抓捕了委内瑞拉总统马杜罗，引发国际局势特别是南美地区动荡，我们预计该事件短期内对原油市场造成的冲击有限。

尽管此次突击行动出人意料，但交易者早已对变故抱有预期，我们此前也多次提醒委内瑞拉或成为中东和俄乌之外第三个地缘政治中心。短期来看，委内瑞拉原油出口量将大幅缩减，作为全球重质原油的主要来源国，无疑将带来明显的结构性供应紧张。部分高度依赖委内瑞拉重质原油的炼厂将面临原料短缺问题，可能出现被迫停产或降负，这将进一步推高燃料油和沥青等重油制品的价格，进而对石化产业链产生深远影响。

然而归根结底，当前全球原油市场仍处于严重过剩状态，国际油价不会因此出现大涨行情。

3 实际体量影响有限

委内瑞拉坐拥原油储量高达 3030 亿桶，约占全球已探明原油储量的五分之一，单论储量规模甚至超过沙特。然而近年来，由于美国特朗普当局制裁，缺乏上游投资以及技术问题，导致该国原油产量和出口量大幅下滑。

到 2025 年末，委内瑞拉原油产量约为 96 万桶/日，较 2020 年 30 万桶/日的低点有所回升，但远低于制裁前近 200 万桶/日的正常水平，占全球原油总供应量不到 1%。雪上加霜的是，美国开始扣押油轮后，令委内瑞拉原油出口显著受阻，四周均值从 9 月 90 万桶/日高点下降至 60 万桶/日左右。

从美洲地缘战略的意义上，本次事件标志着新门罗主义的开端，短期委内瑞拉原油生产和出口可能受阻，但由于该国高度依赖单一买家，对全球原油总供应量的影响程度有限，更多体现为油品价差和结构性问题。

4 资源掠夺昭然若揭

目前，市场关注点转向美国后续接管委内瑞拉的计划，未来该国原油供应或存在恢复潜力，中长期可能会进一步加剧全球原油供应过剩的压力。

美国总统特朗普宣布，委内瑞拉临时政府将向美国移交 3000 万到 5000 万桶原油，将装船运送至美国码头卸货，而所得资金将由他本人进行监管。按照当前 WTI 原油市场价格出售后，这批货物的价值或达到 28 亿美元。特朗普还表示，美国将管理委内瑞拉直至实施“安全过渡”，计划召集美国石油巨头商讨投资事宜，美方染指委内瑞拉石油资源的企图已经昭然若揭。

理论上，委内瑞拉原油供应已经处于低谷，未来只有恢复上行的选择，因此市场理解为构成潜在利空。假设美国能够完成对委内瑞拉的更迭并解除制裁，重新吸引国际石化巨头回归，则不排除该国原油产量最终提升至约 300 万桶/日的历史高位水平。

然而，委内瑞拉能源行业复苏将是一项艰巨的工程，需要在长周期中投入海量资金技术，即使一切顺利也很难在年内取得明显成果。参考阿富汗和伊拉克的历史经验，美国对产油国的干预更有可能导致地缘政治动荡加剧，出现临时性供应减少的风险更大。我们认为，委内瑞拉问题仍然充满不确定性，而非可预见的大幅增产前景，特朗普半场开香槟为时尚早。

5 供需平衡结果难改

尽管特朗普当局的行径让委内瑞拉局势陷入动荡，但囿于该国能源行业内外交困的现状，对全球原油市场的影响涨跌都可能较为有限。

自查韦斯时代以来，委内瑞拉国家石油公司常年经营失当、投资不足、技术匮乏、债台高筑，早已陷入衰颓并从内部被掏空。事实上，委内瑞拉老旧的基础设施维持百万桶/日量级的产出都勉为其难，无论地缘政治和外部干预如何，都不会改变该国原油生产能力一蹶不振的现状。

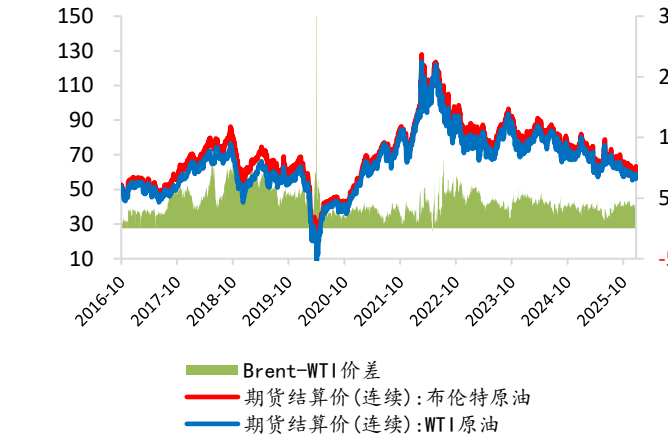
在原油利多假设下，委内瑞拉权力过渡交接混乱，使出口量从 60 万桶/日下降至 30-40 万桶/日，产生的缺口相对全球逾 200 万桶/日的供应过剩并不显著。在原油利空假设下，美国迅速完成接管稳定局面，推动出口量回升至 90 万桶/日的近年高位，似乎也不会对充分交易的过剩预期雪上加霜。因此，无论乐观还是悲观的情景分析，委内瑞拉问题都难以显著改变 2026 年全球原油供需平衡。

6 熊市周期曳尾涂中

展望 2026 年，在排除黑天鹅事件的假设下，全球原油市场格局仍将以供需过剩为基调，且宽松程度预计将进一步加大。现阶段原油基本面形势为：供应持续增长，需求平稳波动，地缘时有反复，随着供需关系从弱平衡迅速转向宽松，将对中长期油价构成沉重的下行压力，在关键性事件释放出明确信号指引之前，油价大概率处于“吾将曳尾于涂中”的状态。参考主流机构评估，Brent 基准原油价格重心在 2025 年四季度降至 62-63 美元/桶左右，预计 2026 年继续向下考验 60 美元大关。不过，低油价将会是过剩最好的解药，最终或引发上游主动收缩，从而令供需矛盾得到纾解。

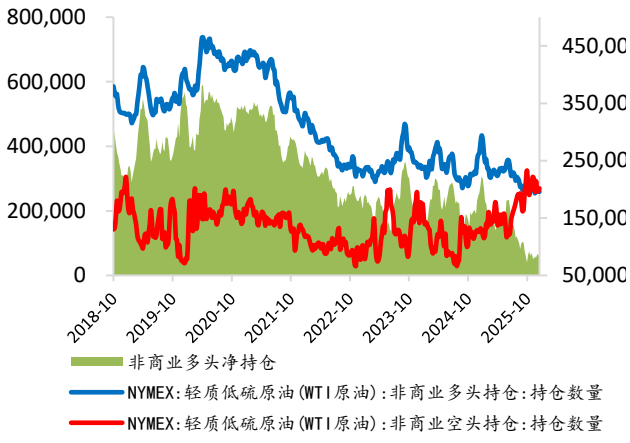
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



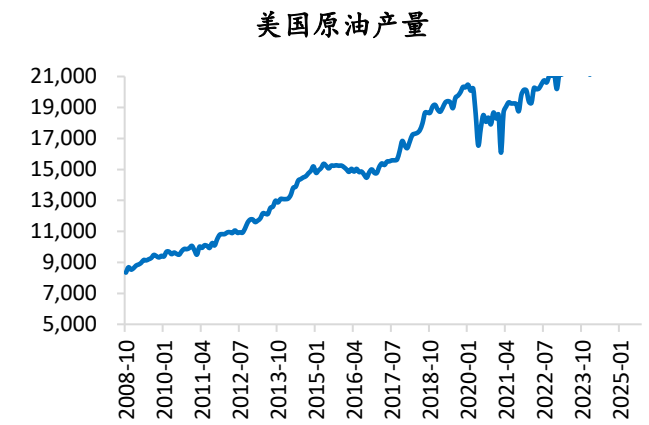
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



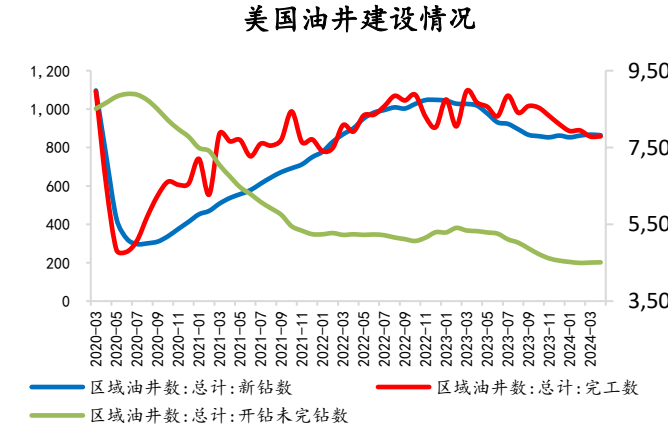
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



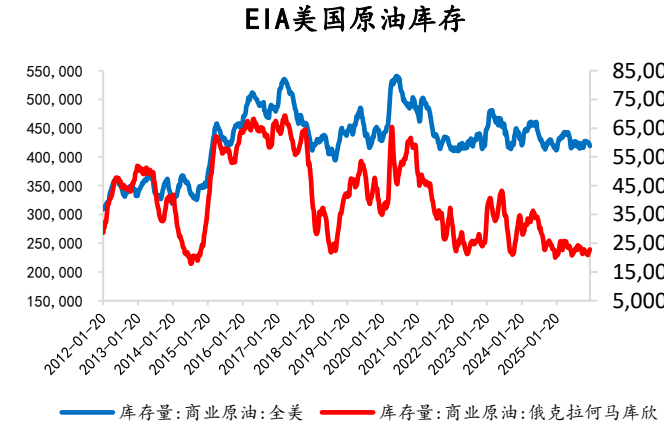
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



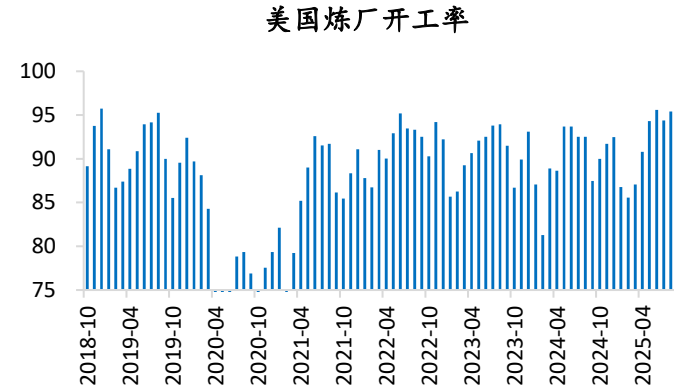
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



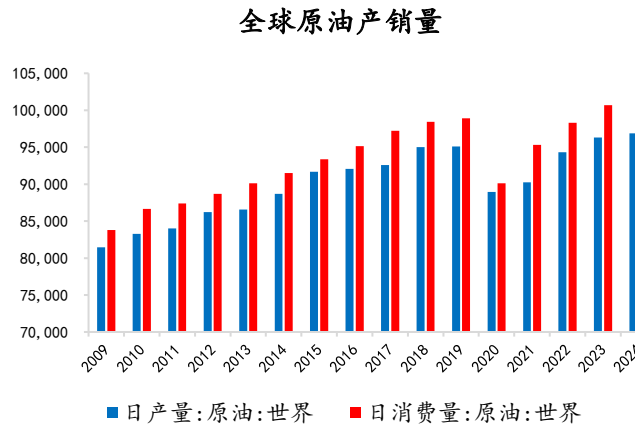
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

天然橡胶

1 年度整体供大于求

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

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

ANRPC 预计：2025 年全球天然橡胶产量料增加 1.3%至 1489.2 万吨；其中，泰国+1.2%、马来西亚-4.2%、印尼-4.3%、越南-1.3%、中国+6%、印度+5.6%、柬埔寨+5.6%、缅甸+5.3%、其他国家+3.5%。2025 年全球天然橡胶消费量料增加 0.8%至 1556.5 万吨；其中，中国+2.5%、印度+3.4%、泰国+6.1%、马来西亚+2.6%、印尼-19.3%、越南+1.5%、柬埔寨+110.3%、斯里兰卡+6.7%、其他国家-3.5%。

2 供应多空因素并存

本轮割胶季正处于一年中的高峰期，但由于主要产胶国前期原料释放不畅，全球天然橡胶供应增速明显放缓。

目前，国内云南产区完全进入停割期，海南地区逐渐减产停割，泰国东北部将在 1 月陆续减产。随着海内外停割面积逐步扩大，令供应弹性有所减弱，原料成本端支撑依然坚挺。泰国南部主产区天气恢复正常，原料放量顺畅，新胶产出平稳，未来数周仍有继续增长的预期。

消息面上，泰国和柬埔寨签署停火联合声明，胶园受到损害的担忧情绪缓解。中国对最不发达国家实施配额内关税减免政策，对非洲国家实施零关税政策，预计科特迪瓦等非传统产胶国对华出口将维持相对高位。

供应端整体来看，天然橡胶上游多空因素并存，不过根据经验旺季期间出现骤跌的可能性不大。

3 需求维持不温不火

上游旺季放量略逊于预期，下游需求仍维持不温不火，加上大宗商品普涨和金融属性提振，令天然橡胶期货盘面短期走强。

截至 2025 年底，国内全钢胎样本企业产能利用率为 61.69%，同比+1.72%，环比-1.92%；半钢胎样本企业产能利用率为 70.36%，同比-8.37%，环比+0.35%。多数轮胎企业开工平稳运行，但在欧美等国贸易壁垒围堵下，中国轮胎海外出口前景急剧恶化，对半钢胎订单和排产形成明显拖累。当期，山东地区轮胎样本企业成品库存继续小幅增加，全钢胎样本企业平均库存周转天数在 43.78 天，半钢胎在 46.86 天。

1 月国内橡胶轮胎行业处于节前状态，厂商主要依据市场需求进行常规备货，橡胶轮胎开工负荷暂时维持稳定，但受春节假期影响 1-2 月难有较大起色，后续新订单预期不强。

4 国内延续累库趋势

一方面进口船期到港数量持续攀升，另一方面下游采购需求稳中转淡，国内天然橡胶港口和社会库存延续累增趋势，季节性累库压制胶价中短期上涨空间。

统计数据显示：截至 2025 年 12 月末，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存合计 52.48 万吨，较上期增加 0.96 万吨或 1.87%；其中，保税区库存 8.14 万吨，增加 2.25%；一般贸易库存 44.34 万吨，增长 1.80%。截至 2025 年 12 月下旬，中国天然橡胶社会库存总计 118.2 万吨，环比增加 3 万吨或 2.5%；其中，深色胶社会库存为 77.4 万吨，增加 3.4%；浅色胶社会库存为 40.8 万吨，增长 1%。

参考正常年景规律，1 月东南亚高产期原料放量将达到全年峰值，国内进口到港压力滞后一两个月兑现，通常到春节前后胶价暂保坚挺抗跌，关注累库幅度是否超出季节性预期。当前商品市场形势下沪胶或暂保稳定，但其基本面难以支撑高位，谨防铜铝、碳酸锂等炒作退潮带动胶价下跌的风险。

5 合成橡胶利多出尽

此前，由于市场现货流通量不大，此外有货源出口消息提振，主要原料丁二烯价格走强，提振 BR 橡胶期货盘面大幅上涨。

2025 年 12 月，中国丁二烯产量为 50.01 万吨，环比增加 3.8%；2026 年 1 月下旬，国内有三套丁二烯装置计划重启。进出口方面，进口下降叠加出口增量预期下，丁二烯净进口量或继续下滑，但国内现货整体供应充裕，1 月初丁二烯港口库存仍有 4.47 万吨。

自身基本面来看：供应端，全国顺丁橡胶产量在 14.4 万吨，鉴于目前生产利润较好，茂名石化检修的 BR 装置计划重启，其他装置负荷多维持高位。需求端，橡胶轮胎及其他橡胶制品开工率低位持稳，春节前存在有限的补库需要，但 2 月将迎来集中停工放假。

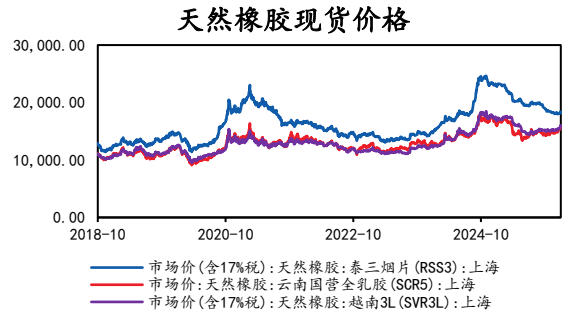
综上，丁二烯成本端利多因素得到充分交易后，BR 橡胶面临供强需弱的边际劣化，基本面或难以支撑高位上涨趋势，谨防反向波动的风险。

6 周期重拾上升大势

天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，国际橡胶市场价格时隔十余年或重拾上涨趋势。2024 年迄今，天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶基本面主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明显上移。

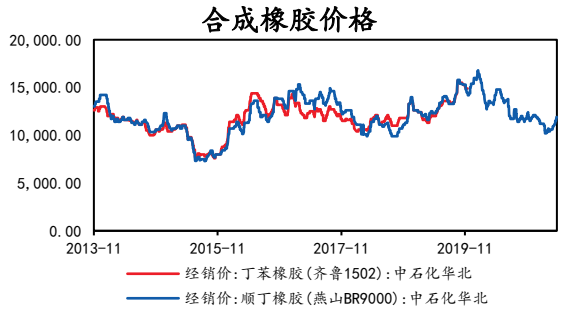
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



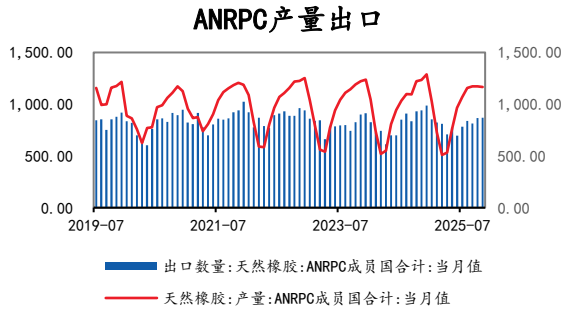
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



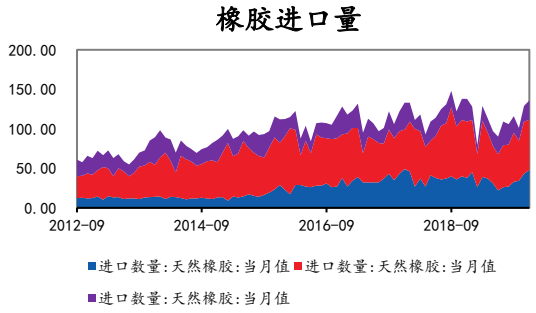
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



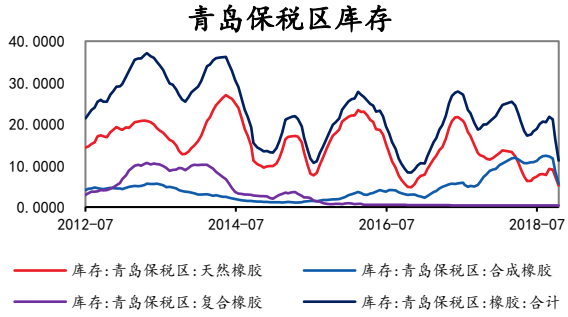
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



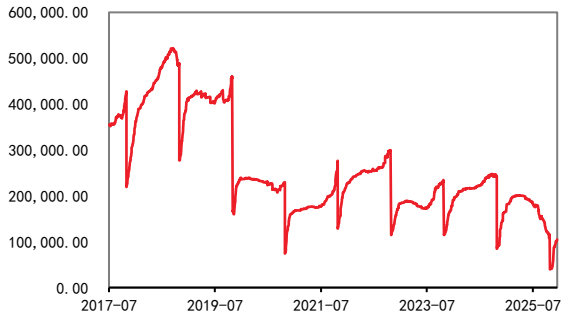
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



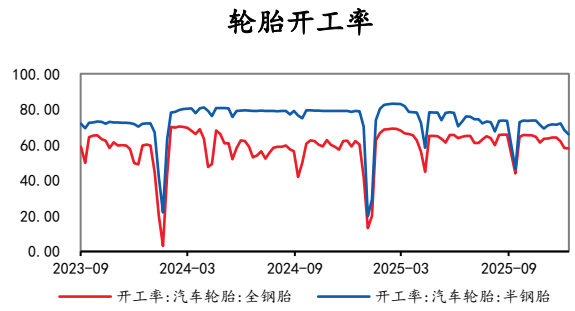
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



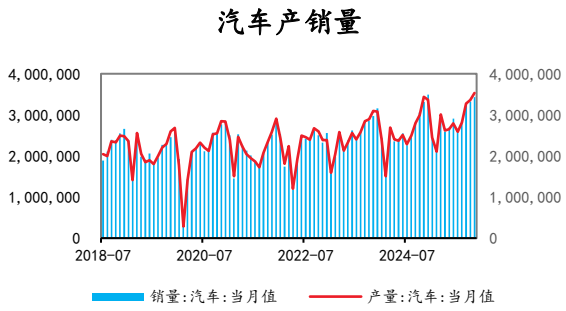
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆止跌回升，国内豆类市场宽幅震荡

1 外部豆类市场分析

南美天气良好，巴西丰产预期逐步兑现

巴西大豆基本完成播种，早熟大豆陆续进入收割期，良好天气条件正使巴西大豆实现丰产预期进一步增强。巴西咨询公司 StoneX 预计巴西大豆产量为 1.776 亿吨，较其 12 月预测上调 0.2%，按此评估较上年度增长 5.2%。布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的数据显示，截至 12 月 30 日，阿根廷大豆播种率为 82%，当前已播大豆生长状态良好，96.1%的大豆评级处于正常到优良。美国农业部在 12 月供需报告中预估的巴西和阿根廷大豆产量分别为 1.75 亿吨和 4850 万吨。1 月供需报告将于 1 月 12 日公布，南美主产国大豆供需指标受到市场关注。

中美大豆贸易有序推进，CBOT 大豆市场表现偏弱

有消息显示，中储粮集团本周购买 10 船美国大豆，总量 60 万吨，将在今年 3 月至 5 月之间发货。自去年 10 月底以来，美国农业部确认的对中国大豆销售总量已接近 690 万吨。此外，美国农业部公布的对未知目的地销售的约 300 万吨大豆中，有相当一部分将销往中国。据估计，目前中方已采购的美豆数量相当于美国财政部长所称中国将在 2 月底前采购 1200 万吨美国大豆的 80%。从美豆出口销售数据看，中国需求并未扭转美豆出口同比下滑局面。随着巴西大豆出口能力提高，美豆面临的出口竞争形势将更趋严峻，CBOT 大豆市场上行阻力依然偏大。

马来西亚 12 月底棕榈油库存预计升高

船运调查机构 ITS 和独立检验机构 AmSpec 公布的数据显示，马来西亚 12 月 1-31 日棕榈油出口环比降幅分别为 5.8%和 5.2%。来自印度的进口需求下降是主因。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025 年 12 月 1-31 日马来西亚棕榈油产量环比上月减少 8.07%。在下周马来西亚棕榈油局（MPOB）公布月报前，一项调查预计 12 月底该国棕榈油库存将升至 297 万吨的近七年高点。近 300 万吨的库存处于马来西亚历史同期次高水平，无疑为棕榈油价格回升增添较强阻力。

印尼政府可能整治非法棕榈油种植园并上调棕榈油出口税，供给担忧缓解棕榈油抛压

印尼总统近日表示，印尼今年可能查封 400 万至 500 万公顷棕榈油种植园。此举可能会扰乱该国棕榈油生产，供给下降预期为棕榈油价格上涨带来支撑。此外，印尼能源部官员表示，因资金紧张，印尼可能提高棕榈油出口税以支持该国的生物柴油任务。印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，该国已强制实施 40%棕榈油基生物柴油掺混，即 B40，为全球最高掺混比例。印尼希望在今年晚些时候将这一比例提升至 50%。印尼棕榈油相关政策对国际棕榈油市场影响深远。

2 国内豆类市场分析

进口大豆阶段性供应收紧，提升豆油和豆粕市场抗跌性

受近期进口大豆到港量下降影响，国内油厂进口大豆库存震荡回落。国家粮油信息中心发布的数据显示，2026 年 1 月 2 日，全国主要油厂进口大豆库存 655 万吨，环比下降 17 万吨，较过去三年均值高出 72 万吨。2025 年 12 月国内油厂大豆压榨量保持高位，全月压榨量在 905 万吨左右，豆粕保持累库状态，在 115 万吨左右，豆油库存小幅回落至 128 万吨左右。1 月进口大豆到港量预计下降，预计大豆压榨量小幅降低至 800 万吨左右，豆粕产出约 640 万吨，叠加春节备货逐渐临近，预计 1 月底国内油厂豆粕库存将下降至 90 万吨左右，豆油库存也有下降空间。受进口大豆阶段性供应收紧影响，国内豆粕和豆油价格表现相对较强。随着进口美豆陆

续到港，春节后国内进口大豆供应仍会保持宽松状态。

中加贸易关系出现改善契机，菜粕菜油期货承压回落

加拿大官方近日宣布，该国总理将于 1 月 13 日至 17 日访问中国，此次访问旨在加强双方在贸易、能源、农业和国际安全领域的合作。中加贸易关系出现改善迹象。市场据此评估，加拿大或将暂停对中国电动汽车征收关税一年。作为回应，中国或将暂时取消对加拿大菜籽粕和菜籽油征收的 100%额外关税，但对加拿大油菜籽的贸易限制可能仍将维持。

中国是加拿大油菜籽的最大出口市场，加拿大 2024 年对华出口的油菜籽以及相关产品价值近 50 亿加元，其中约 80%为油菜籽。高额关税导致中国几乎完全停止进口加拿大油菜籽，对加拿大农户和出口企业造成沉重打击。2024 年中国共进口菜籽 638.55 万吨，同比增长 16.28%。其中从加拿大进口了 613 万吨，占比为 96%。2024 年中国菜粕总进口量为 275 万吨，其中从加拿大进口 202 万吨，占比约 74%。2024 年中国从加拿大进口的菜油量仅为 0.05 万吨。

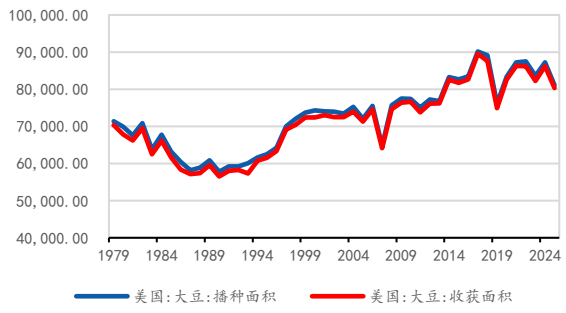
加拿大证实总理将于下周访华，双边油菜籽贸易成为市场关注的焦点，国内菜油和菜粕期货市场均作出下跌反应。下周双方会晤成果仍将对菜系商品后续行情产生重要影响。不同的降税效果对菜油和菜粕市场影响不尽相同，需要差别对待分别评估。

3 油脂油料市场展望

本周 CBOT 大豆市场止跌回升，但反弹力度不强，市场关注美国农业部将于 1 月 12 日公布的月度供需报告和季度库存报告。随着中美去年达成的采购目标接近完成，美豆市场上行驱动可能再度减弱。南美天气整体正常，巴西大豆陆续开始收割，该国大豆出口能力将从 2 月开始显著回升。届时美豆出口将面临来自巴西的激烈竞争，如缺少南美天气提振买盘人气，美豆供给压力有望进一步升高。受外部供应宽松影响，国内豆粕市场反弹行情很难持续，整体仍被限制在较窄的震荡区间之内，同时还受到菜粕的弱势拖累。产地棕榈油供需形势较为复杂，市场等待周一 MPOB 月报提供新指引。印尼的 B50 计划如何落地仍是影响未来棕榈油市场走势的关键变量。中加高层会晤成果对菜油和菜粕市场影响较大，双方贸易关系改善引发的利空效应仍在释放。预计近期国内油脂市场在各自基本面影响有望维持分化行情，而商品市场整体情绪波动也对豆类油脂市场影响较大。国产大豆市场运行相对独立，在需求回暖、基层粮源偏低以及春节前进口储备大豆可能停拍等因素提振下，豆一期货市场交易重心有望抬高。

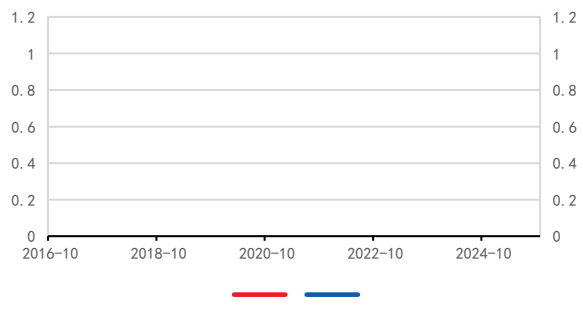
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



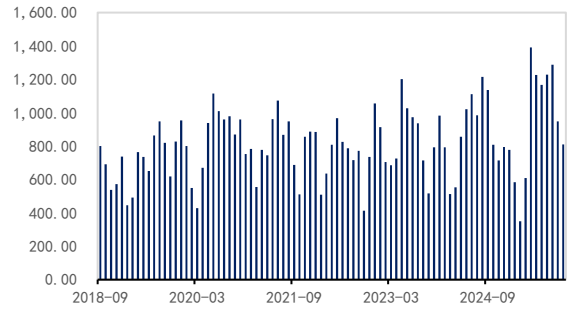
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



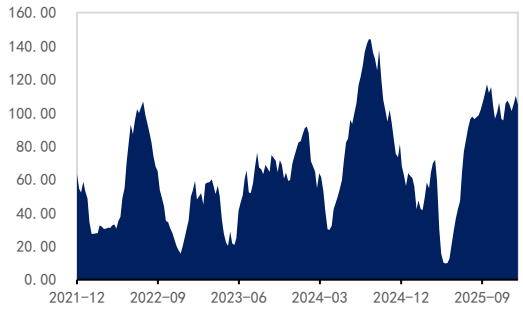
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

地址：深圳市南山区粤海街道海珠社区科苑南路2801号中金大厦1101

电话：0755-82912900