中金财富期货策略周报（2026 年第 2 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：白银逼仓出现缓和迹象，贵金属和有色的上涨趋缓。如果白银的逼仓行情结束，部分因炒作而起的工业品有继续回落的压力，参与相关品种的投资者需要注意波动风险。

股指期货：我们之前强调，按照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。上周开始，监管层态度已经转向，全方位加强市场监测预警，打击炒作。预计指数仍需要温和调整，等待降温完成。

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。高价抑制下游需求，终端家电角度已经因为部分省份“国补”配额的耗尽，而集体出现产销下跌，在没有新增驱动，短线终端需求疲弱，现货暂无驱动力，维持高位震荡。

锌：市场加大对美联储降息、地缘政治风险溢价等交易，锌更多会被动跟随抬升。加工费未出现反弹，说明矿端并未放松，维持偏紧。锌价重心上行后抑制需求释放，下游开工率、订单走弱，成品库存累库、原料库存去。近期锌价市场呈现典型的 “强预期”与“弱需求” 间的博弈，下方支撑来源于国内锌矿趋紧，上方压力来源于后续进口矿供应补充预期以及需求端负反馈，短期价格或以震荡为主。

钢材：当前内部供需与政策驱动边际收敛，但外部地缘秩序重构推升了资产风险溢价。原料端逻辑分化，焦煤缺乏实质驱动，而铁矿石受供应链不确定性支撑，估值维持高位，成材成本支撑坚实。在外部溢价扰动与刚性成本支撑的共同作用下，预计钢价难以形成单边突破，将延续震荡运行格局。

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。

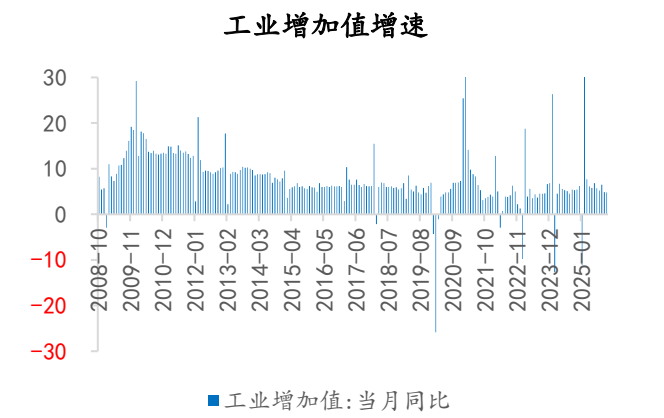
油脂油料：美国农业部 1 月供需报告偏空程度超过预期，CBOT 大豆市场承压重回弱势节奏。中方已接近完成 1200 万吨的美豆采购计划，并将陆续发运抵港。南美天气整体正常，一季度天气展望较乐观，巴西大豆创纪录产量预期逐步兑现，美豆出口压力持续升高。在外部市场供给压力与成本驱动增强之际，国内豆粕市场相对抗跌的独立行情将难以为继。巴西大豆报价是国内豆粕期货 2605 合约的定价之锚。近期国内豆粕期货市场反弹遇阻震荡回落，即是对国内外双重供给压力的正常反应。国际油脂市场多空交织，市场情绪反复切换。印尼取消 B50 导致棕榈油需求增长预期落空，棕榈油较豆油等油脂价格的较高升水有望逐步修正。美国豆油需求炒作升温，国内豆油库存已降至近 5 个月低位，去库预期叠加消费旺季，豆油期货摆脱棕榈油市场的弱势拖累，有望重回去年 12 月下旬开启的反弹通道。菜油市场正在等待中加高层会晤成果，有关降税品种以及降税幅度的贸易政策调整均会引发市场剧烈波动。中储粮增加调控力度，对豆一期货市场反弹行情造成较强干扰。关注产区现货市场动态，豆一期货市场回调压力充分释放后，抗跌性有望再度提升。

目录

周度策略：政策打压，市场炒作情绪有所降温 ..... - 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 出口再度超预期 ..... - 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 地缘秩序重构与溢价重估 ..... - 14 -
2 铁水回落，库存意外去化，表需显著回暖 ..... - 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 委内瑞拉复产计划 ..... - 18 -
3 全球供需平衡难改 ..... - 18 -
4 伊朗接棒地缘中心 ..... - 19 -
5 看涨期权对冲风险 ..... - 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 严重过剩到再平衡 ..... - 22 -
3 割胶旺季不及预期 ..... - 22 -
4 国内延续累库趋势 ..... - 22 -
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：巴西增产压力逐步兑现，油脂市场宽幅震荡 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

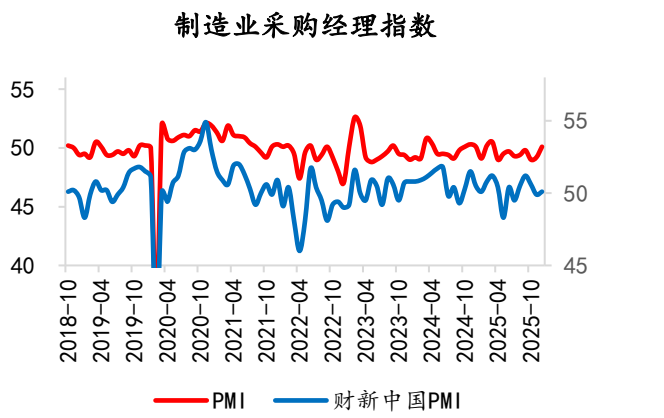
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



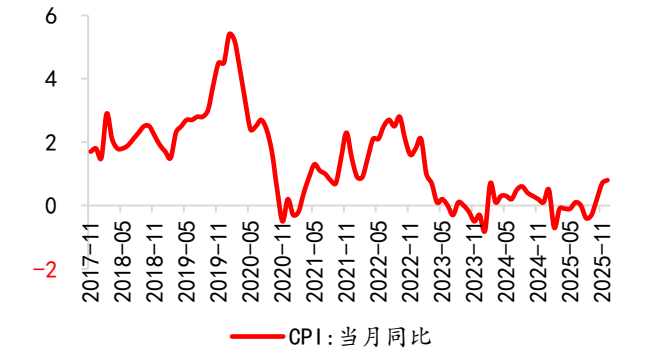
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



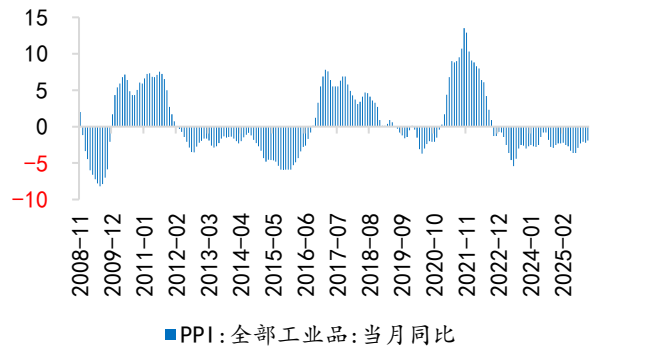
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



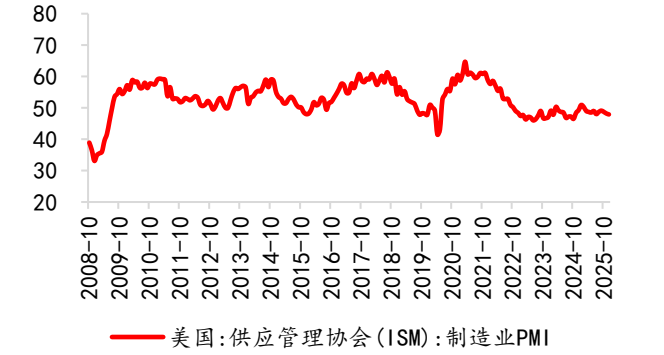
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



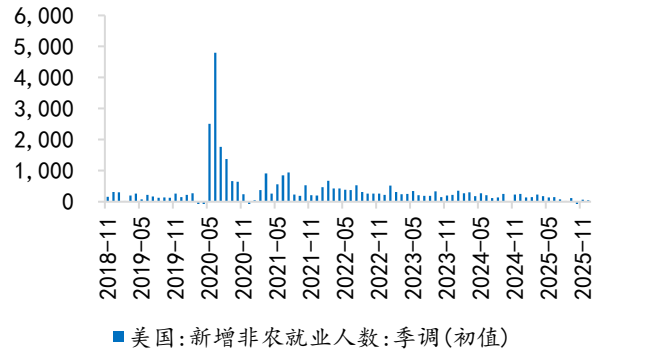
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：政策打压，市场炒作情绪有所降温

我们连续一个月提示的贵金属逼仓行情，目前有逐渐松动的迹象。国内的金银铂钯、铜、碳酸锂陆续经历了白银逼仓带来的情绪外溢。随着证监会明确表示“及时做好逆周期调节，坚决防止市场大起大落”，股票和商品市场冒头的炒作情绪被抑制，商品走势逐渐回归基本面。

证监会：严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行为

在 1 月 15 日中国证监会召开的 2026 年系统工作会议上，证监会强调：

“一是坚持稳字当头，巩固市场稳中向好势头。全方位加强市场监测预警，及时做好逆周期调节，强化交易监管和信息披露监管，进一步维护交易公平性，**严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行为，坚决防止市场大起大落**。继续深化公募基金改革，持续拓宽中长期资金来源渠道和方式，推出各类适配长期投资的产品和风险管理工具，积极引导长期投资、理性投资、价值投资，全力营造“长钱长投”的市场生态。”

近期部分资金炒作垃圾股的现象，在商品市场也有映射，部分期货品种也遭遇资金爆炒，从多晶硅到白银，从铂钯到碳酸锂，都出现了炒作情况。

广期所也开始出重拳打击炒作。自 1 月 15 日起，碳酸锂期货 LC2602、LC2603 等热门合约的交易手续费及日内平今仓费率，统一调整为成交金额的 万分之三点二。此举将提高摩擦成本。相比之前的费率，本次调整直接翻倍甚至更高，旨在遏制高频套利和日内频繁进出的投机资金。针对远期合约（LC2606 至 LC2612），非期货公司会员或客户单日开仓量不得超过 400 手。实行“点对点”限流。防止资金在远期合约过度囤积、哄抬价格，确保盘面波动回归产业基本面。监管层的态度明显，定价权应掌握在产业基本面手中，而非资本的“金钱游戏”。

随着炒作情绪被监管打击，预计部分过热的工业品逐步回归基本面。

货币宽松预期边际加强

2 月社会融资规模增长 2.2 万亿，预期 1.8 万亿，前值 2.5 万亿；人民币贷款增长 9100 亿元，预期 6794 亿，前值 3900 亿。

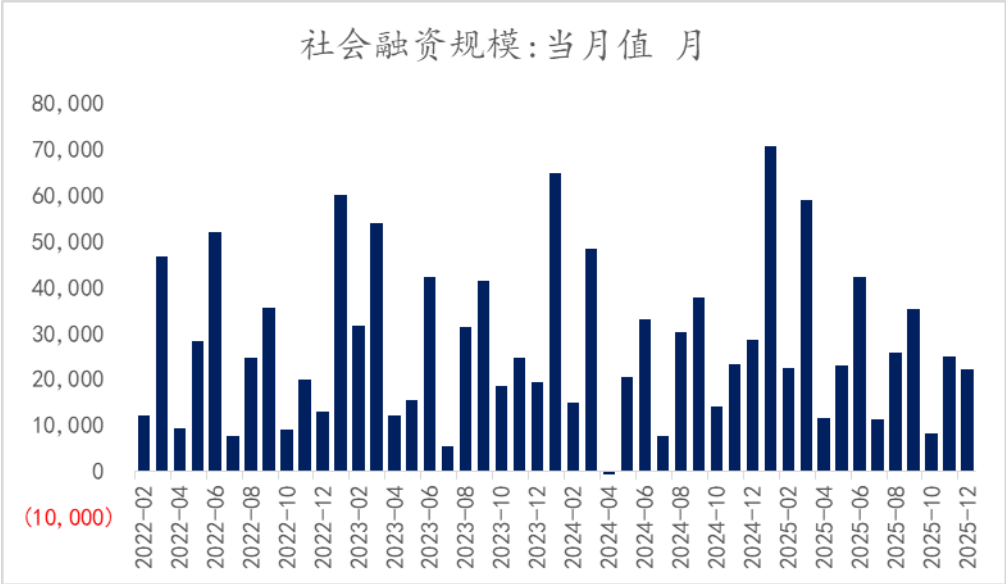
信贷上看，企业走强、居民仍偏弱，信贷呈现显著年末特征。12 月信贷增长 9100 亿元，同比少增 800 亿元。同比下滑趋势边际改善。12 月企业信贷走强，短贷支撑力提升。企业贷款增长 10700 亿元，同比多增 5800 亿元（前值多增 3600 亿元），近两月企业贷款从底部逐步改善。

结构来看，短贷和中长贷边际回升，票据融资走弱。企业信贷的边际改善背后一是基数原因，二是或与政策性金融工具持续落地有关。企业中长贷 3300 亿元，同比多增 2900 亿元，在 2024 年 12 月历史偏低的基数下得以同比改善，但新增量弱于近五年季节性。基建、地产等投资端需求不振，企业中长贷难有大幅改善。企业短贷新增 3700 亿元，同比多增 3900 亿元，大幅超出季节性。2025 年全年，企业短期贷款新增量达到企业贷款总额的 31%，提升 13 个百分点，而企业中长贷的占比由 70%降至 57%，这一趋势指向实体经济的有效需求相对低迷，银行或需要通过短期贷款来支撑信贷投放。表内票据融资录得 3500 亿元，同比少增 1000 亿。居民贷款改善动能不强。12 月居民贷款负增 916 亿元。同比少增 4416 亿元，依旧处于低增长区间。居

民短贷减少 1023 亿元，同比少增 1611 亿元，短贷景气度持续偏低。总体看，12 月信贷弱于季节性，反映有效需求改善不足，但同时信贷读数也呈现出显著的年末特征，即银行为布局 2026 年开门红有意储备项目、降低投放力度。

新增社融超预期，同比变化受政府债券读数拖累。12 月新增社融 22080 亿元，同比少增 6457 亿元，社融增速下滑至 8.3%。人民币贷款录得 9757 亿元，同比多增 1355 亿元，仍小幅弱于季节性，实体信贷投放边际改善（11 月同比少增 1120 亿元）。政府债券供给回落，是 12 月社融的主要拖累项。12 月政府债券净融资新增 6864 亿元，同比少增 10702 亿元。拆解其中分项，12 月新增专项债发行 1349 亿元，环比减少 3573 亿元；一般债新增 384 亿元；国债净融资额约为 5500 亿元。12 月政府债券发行显著缩量，但由于 2024 年政府债后置，导致基数较高，同比读数大幅回落带动社融走低。企业债券融资继续改善，新增 1524 亿元，同比多增 1683 亿元，企业债券连续 4 个月同比显著多增。股票融资录得 560 亿元，同比多增 76 亿元，弱于季节性。非标融资总体多增，信托贷款、委托贷款超季节性增长，分别同比多增 529、327 亿元，均与政策性金融工具资金落地有关。

图表 1：社会融资规模



资料来源：wind 资讯

央行指出“今年看降准降息还有一定空间”，并阐明具体原因（准备金率还有 1.3 个百分点的空间；汇率稳定、净息差企稳、长期存款到期），释放了更为明确的总量宽松信号。全年可能降息 1-2 次，节奏可能取决于年内基本面变化情况。

部分工业品的金融属性下降

白银逼仓出现缓和迹象，贵金属和有色的上涨趋缓。如果白银的逼仓行情结束，部分因炒作而起的工业品有继续回落的压力，参与相关品种的投资者需要注意波动风险。

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	1 月 15 日	央行下调再贷款、再贴现利率，下调货币政策工具利率 25 基点	今年降准降息还有一定空间	货币政策继续维持宽松
	1 月 12 日	多国央行发表联合声明“全力支持”鲍威尔	加央行行长：他“体现了公共服务的最高水平”	特朗普起诉鲍威尔一定程度惹众怒
数据	1 月 14 日	12 月贸易数据超预期	2025 年 12 月中国出口金额（美元计价）同比+6.6%，进口金额（美元计价）同比+5.7%	均显著高于前值
	1 月 13 日	美国 11 月零售销售意外走强环比增 0.6%	汽车及假日消费拉动显著	美 12 月成屋销售创 2023 年以来最强，大超预期
事件	1 月 16 日	证监会：坚持稳字当头，及时做好逆周期调节，严肃查处违法违规行为，防止市场大起大落	进一步维护交易公平性，严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行为，坚决防止市场大起大落	股市垃圾股炒作预计会得到抑制

资料来源：中金财富期货研究所

2 出口再度超预期

2025 年 12 月中国出口金额（美元计价）同比+6.6%，进口金额（美元计价）同比+5.7%，均显著高于前值；按人民币计价，出口和进口金额同比分别为 5.2%与+4.4%；贸易顺差进一步扩大至 1141.4 亿美元。我们认为外贸整体的回暖是欧洲及其他非美市场需求强劲叠加我国强大的出口竞争力带来的结果，给我国经济提供了强大的支撑和坚实的基础。

出口数据继续强势，主要有以下原因

首先是海外需求并不算弱。一方面，越韩出口指向 12 月海外出口需求向上。从韩国出口这一“金丝雀”信号来看，12 月韩国对外出口增速进一步抬升，12 月越南对外出口增速也继续回升。综合来看，二者的出口表现均显示海外需求不算弱。另一方面，中国制造业出口订单增加。12 月中国制造业新出口订单 PMI 上升，摩根大通 12 月全球制造业 PMI 录得 50.4%，连续五个月扩张，与中国出口回升相互印证。

其次是港口集装箱吞吐量的回落，或对市场预期有干扰。12 月港口集装箱吞吐量回落，似乎指向 12 月出口热度或较前值出现回落。实际上，仅仅关注港口集装箱吞吐量的变化，可能会对出口有所误解。从均箱货重来看，平均而言，2025 年 9 月至 12 月每个集装箱的载货重量一直在提升。对应集装箱的均箱货重来看，我们认为，这或对应着出口结构中更多的机电产品和更少的劳动密集型产品。

第三是东盟等非美市场扩围，对冲了高基数的影响。2025 年同期的基数本身较高，市场可能高估了基数影响。同时，低估了非美市场的贡献。从细分市场来看，中国对东盟、欧盟、俄罗斯、印度、英国等非美市场的出口环比、同比均上扬，不难看出这些表现较好的区域基本集中在非美市场。展望来看，预计 2026 年出口韧性或将延续，对外出口韧性可能还会成为经济增长的支柱之一。

3 央行下调货币政策工具利率 0.25 个百分点

国务院新闻办公室于 2026 年 1 月 15 日（星期四）下午 3 时举行新闻发布会，中国人民银行新闻发言人、副行长邹澜，国家外汇局新闻发言人、副局长李斌介绍货币金融政策支持实体经济高质量发展成效，并答记者问，期间也出台了多个政策：

下调各类结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，商业用房购房贷款最低首付比例下调至 30%。

增加支农支小再贷款额度 5000 亿元 总额度中单设中小民营企业再贷款 额度 1 万亿元。

将科技创新和技术改造贷款额度从 8000 亿元增加至 1.2 万亿元。

下一步央行将综合考虑灵活开展国债买卖操作，今年看降准降息还有一定空间。

从政策利率来看，外部约束方面，目前人民币汇率比较稳定，美元处于降息通道，汇率不构成很强的约束；内部约束方面，2025 年以来，银行净息差已经出现企稳迹象，2026 年还有规模较大的 3 年期及 5 年期的长期存款到期，此次下调各项结构性货币政策工具利率都有助于降低银行付息成本，稳定净息差，降息创造一定空间。

4 宏观策略

白银逼仓出现缓和迹象，贵金属和有色的上涨趋缓。如果白银的逼仓行情结束，部分因炒作而起的工业品有继续回落的压力，参与相关品种的投资者需要注意波动风险。

5 股指期货市场分析

市场炒作情绪得到政策抑制

上证指数出现 17 连阳后，市场上出现了较为明显的炒作迹象，随后政策出手打压，市场情绪有所回落。各指数冲高回落，其中沪深 300 周-0.57%，上证 50 周-1.74%，中证 500 周+2.18%，中证 1000 指数周+1.27%，中证 500 和中证 1000 指数继续创新高。

1 月 14 日，经中国证监会批准，沪深北交易所发布通知调整融资保证金比例，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例从 80%提高至 100%。

此政策释放了明显的政策信号，即短期内市场上涨速度过快，尤其是场内资金加杠杆速度过快，目前两融规模达到 2.6 万亿，12 月新开户数环比增长约 9%，同比增长 30.55%，且存款搬家也有加速的趋势。

经历监管层反复干预，市场亢奋的情绪得到一定程度的抑制。

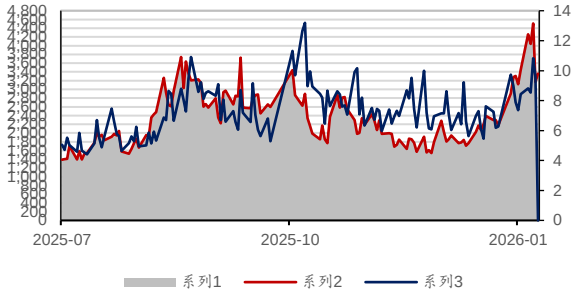
政策态度明显，耐心等待市场降温结束

华泰柏瑞沪深 300ETE 周四录得 202 亿元(约合 29 亿美元)的资金流出，创下该基金自 2012 年成立以来的最高纪录，而其跟踪的指数当日上涨 0.2%。其他基金如易方达沪深 300ETF 和华夏沪深 300ETF 的资金流出同样刷新历史记录。

1 月 15 日，中国证监会召开 2026 年系统工作会议。坚持稳字当头，巩固市场稳中向好势头。全方位加强市场监测预警，及时做好逆周期调节，强化交易监管和信息披露监管，进一步维护交易公平性，严肃查处过度炒作乃至操纵市场等违法违规行为，坚决防止市场大起大落。

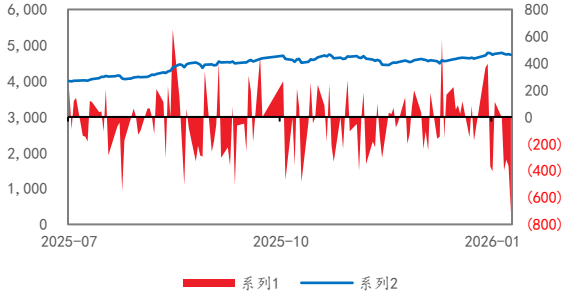
我们之前强调，按照市场的资金流入和成交情况，市场已经可以“自我螺旋、自我强化”式上涨，而从近期的指数表现看，这一特征明显。目前监管层态度已经转向，全方位加强市场监测预警，打击炒作。预计指数仍需要温和调整，等待降温完成。

图表 8：融资融券数据图



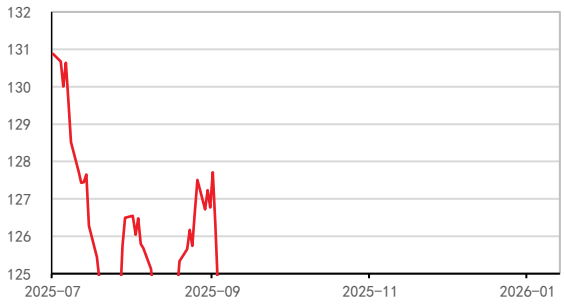
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



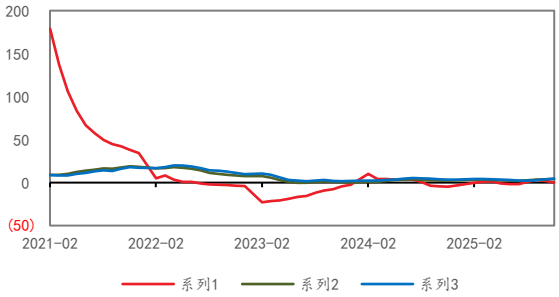
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 12 月铜矿加工费（TC/RC）已跌至零，市场预计 2026 年将面临 65-85 万吨的短缺，支撑铜价中枢。2026 年长单加工费定为 0 美元/吨，较 2025 年的 21.25 美元/吨大幅下滑，反映矿端供应紧张。至 12 月底进口铜精矿现货 TC 报价仍徘徊在-40 美元/吨附近，冶炼厂利润受挤压。

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。2025 年 1-11 月全国电网工程投资累计完成额为 5604 亿元，同比增长 5.9%。

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。高价抑制下游需求，终端家电角度已经因为部分省份“国补”配额的耗尽，而集体出现产销下跌，在没有新增驱动，短线终端需求疲弱，现货暂无驱动力，维持高位震荡。

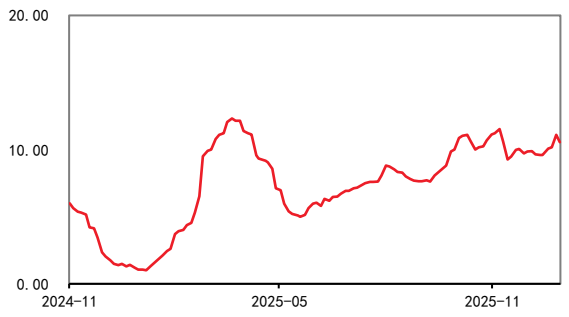
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



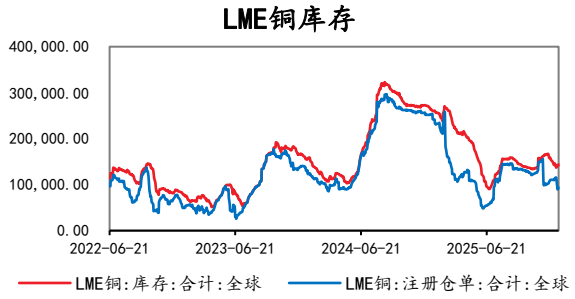
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



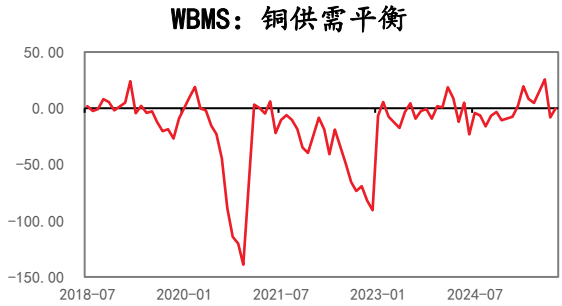
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



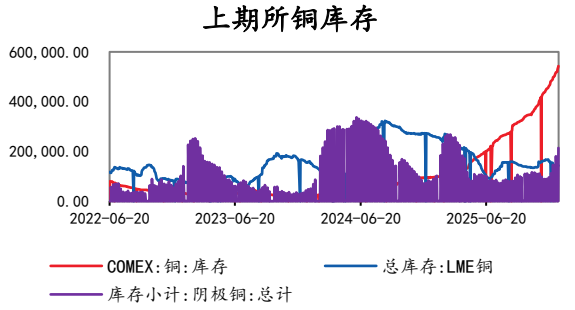
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



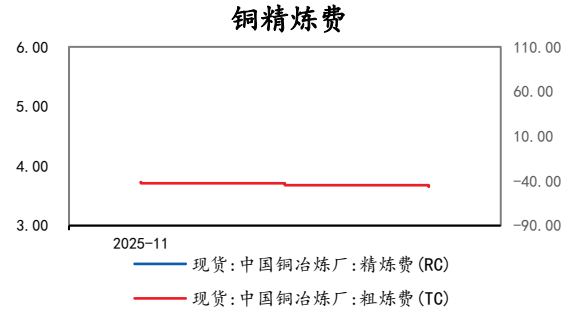
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

锌产业链供应宽松转为偏紧

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

锌价重心上行后，部分企业出货下滑，导致三大加工行业开工率小幅走弱，成品库存累库，企业谨慎采购。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。

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。

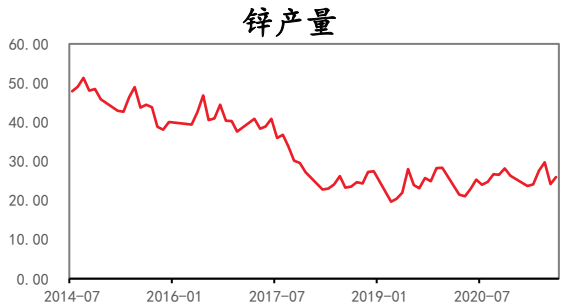
11 月，汽车产销分别完成 353.2 万辆和 342.9 万辆，环比分别增长 5.1%和 3.2%，同比分别增长 2.8%和 3.4%。1-11 月，汽车产销累计完成 3123.1 万辆和 3112.7 万辆，同比分别增长 11.9%和 11.4%。汽车市场延续良好表现，企业抢抓政策窗口期，生产供给依然保持较快节奏，在高基数基础上，产销环比、同比均实现增长。

2 总结

市场加大对美联储降息、地缘政治风险溢价等交易，锌更多会被动跟随抬升。加工费未出现反弹，说明矿端并未放松，维持偏紧。锌价重心上行后抑制需求释放，下游开工率、订单走弱，成品库存累库、原料库存去。近期锌价市场呈现典型的 “强预期”与“弱需求” 间的博弈，下方支撑来源于国内锌矿趋紧，上方压力来源于后续进口矿供应补充预期以及需求端负反馈，短期价格或以震荡为主。

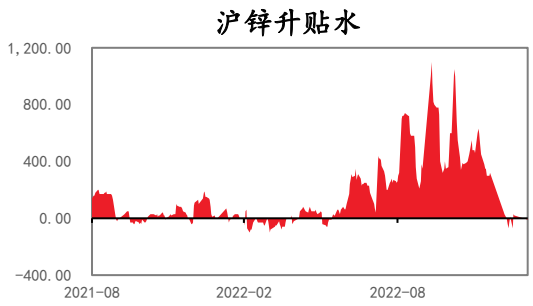
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



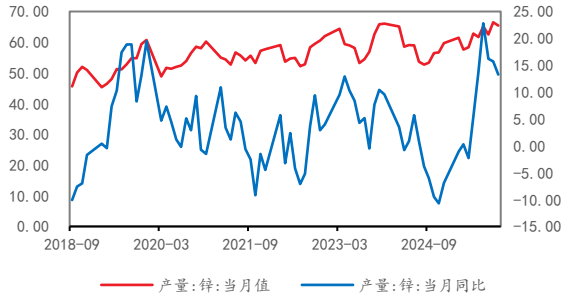
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



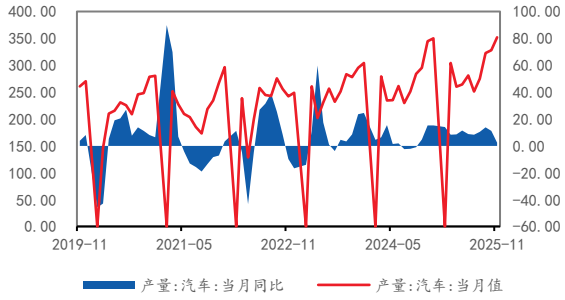
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地缘秩序重构与溢价重估

当前全球宏观定价逻辑正经历修正，市场关注点从基本面供需向地缘博弈转移。美方近期在委内瑞拉采取的军事行动，以及重启格陵兰岛主权收购议题，显示出地缘战略正向存量资源控制倾斜。这种对核心资源排他性控制权的争夺，使得大宗商品供应链的安全边界收缩。在传统的离岸贸易体系面临挑战的背景下，资金为实物资产安全性支付的对冲成本上升，地缘政治风险已成为 2026 年资产定价中的重要变量，导致商品价格中枢包含了一定的非市场化溢价。

贸易层面，上周美方提及对欧盟加征关税的可能性，若相关措施落地，将对全球制造业出口环境形成压制。特别是欧洲高端制造业面临成本抬升与需求收缩的双重压力，进而削弱其对上游原材料的承接能力。对于商品市场而言，这构成了供给端地缘风险扰动与需求端贸易壁垒压制的复杂局面。

中东方向的政策不确定性上升显著。美方在伊朗问题上呈现出的从高压威慑到暂缓行动的调整，反映了决策过程的非线性特征。外交政策的快速切换我们认为美方保留着随时重启干预甚至升级冲突的通道，使得市场面临的风险转化为不可预测的尾部风险。这种政策状态导致市场难以进行有效的长期定价，只能维持高波动率溢价以应对潜在的突发事件。一旦地缘博弈态势发生变化，政策方向可能再次调整，增加了市场预期的不稳定性。

结合内盘铁矿石行情，近期价格出现的先涨后跌走势是市场对地缘预期差的修正。前期上涨反映了地缘冲突升级风险的计价，随后的回落则对应美方暂缓干预后的情绪释放。考虑到美方在地缘政策上的不稳定性，以及委内瑞拉、关税等风险因子的持续存在，空头资金在当前位置缺乏推动深跌的宏观基础。若中东局势因政策反复而波动，或贸易摩擦出现新进展，价格可能通过拉升修复贴水。叠加春节前补库刚需的支撑，铁矿石大概率将维持高位宽幅震荡，下方存在来自地缘风险溢价的支撑。

2 铁水回落，库存意外去化，表需显著回暖

上周全国高炉产能利用率回落，长流程生产节奏有所调整。247 家钢厂高炉产能利用率降至 85.5%，环比下降 0.6 个百分点，同比上升 1.2 个百分点；日均铁水产量下降 1.6 万吨至 228 万吨，结束了此前的回升态势。尽管铁水收缩，但五大品种钢材周产量录得 819.2 万吨，环比微增 0.1%，同比下降 0.6%。供应端呈现“铁水降、成材稳”的特征，结构上表现为螺纹钢产量回落而热卷产量增加，反映钢厂在利润与订单驱动下，对品种排产进行了动态优化，部分铁水流向从长材转向板材。

库存方面，五大品种钢材社会库存增至 866.3 万吨，环比微增 0.1%，同比增加 8.7%；钢厂库存降至 380.7 万吨，环比下降 2.1%，同比增加 7.3%。钢材总库存由增转降，周环比回落 0.6%，较上周变动幅度下降 2.3 个百分点。本周库存数据的核心亮点在于钢厂库存的显著去化，显示钢厂发货顺畅，贸易商或终端在节前有一定的补库行为，导致库存压力从厂内向社会环节转移，延缓了整体累库的斜率，市场呈现出“厂库去、社库稳”的良性过渡格局。

表观消费方面，本周五大品种钢材周表观消费回升至 826.1 万吨，环比增长 3.7%，同比增长 2.6%。其中螺纹钢表观消费录得 190.3 万吨，环比大幅增长 8.8%，同比增长 2.8%。这一数据与建筑钢材成交周均值（9.2 万吨，环比下降 4.7%）形成背离，反映出表需的改善并非来自终端实际消耗的增加（成交降），而是来自中间环节的投机性补库或冬储移库（表需增）。五大品种整体表需的显著改善，在一定程度上修正了市场对需求过快坍塌的悲观预期。

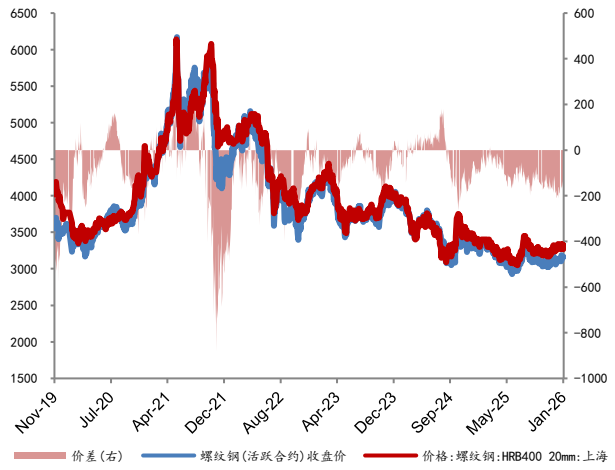
价格方面，本周钢材现货价格稳中有涨，主流钢材品种即期毛利改善，247 家钢厂盈利率升至 39.8%，较上周增加 2.1 个百分点。随着钢厂利润的持续修复以及库存压力的暂时缓解，产业链负反馈风险进一步降低；但考虑到成交量实质性下滑，当前行情的驱动逻辑正从“供需基本面”向“冬储博弈与宏观预期”切换，后续需重点关注春节前累库速度是否会因铁水企稳而再度加快。

3 小结

当前内部供需与政策驱动边际收敛，但外部地缘秩序重构推升了资产风险溢价。原料端逻辑分化，焦煤缺乏实质驱动，而铁矿石受供应链不确定性支撑，估值维持高位，成材成本支撑坚实。在外部溢价扰动与刚性成本支撑的共同作用下，预计钢价难以形成单边突破，将延续震荡运行格局。

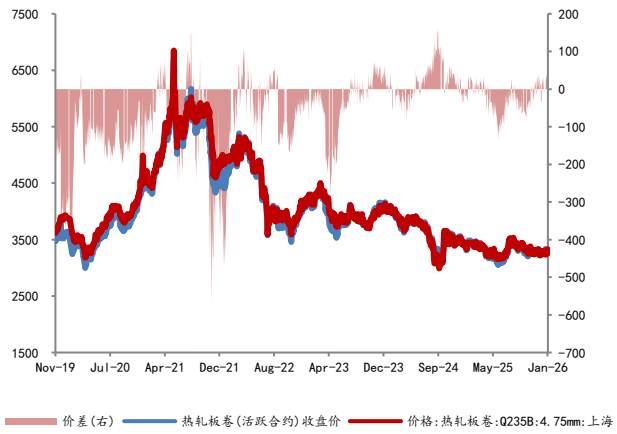
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



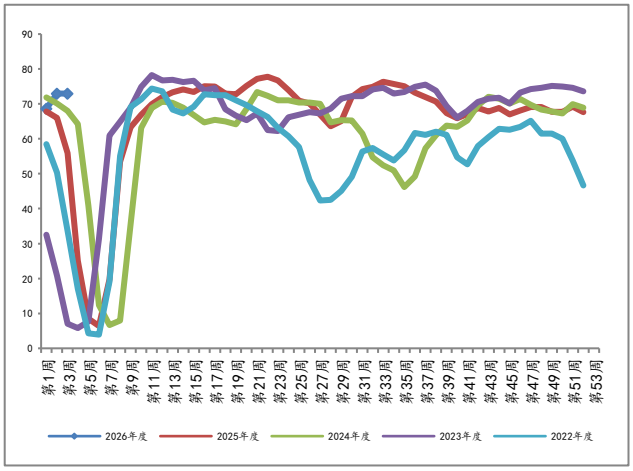
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



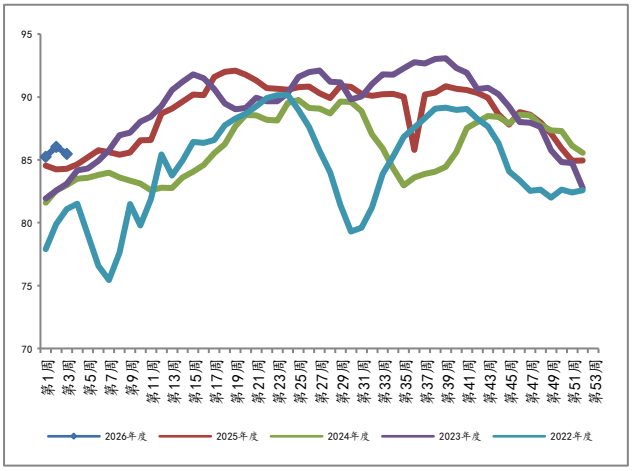
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



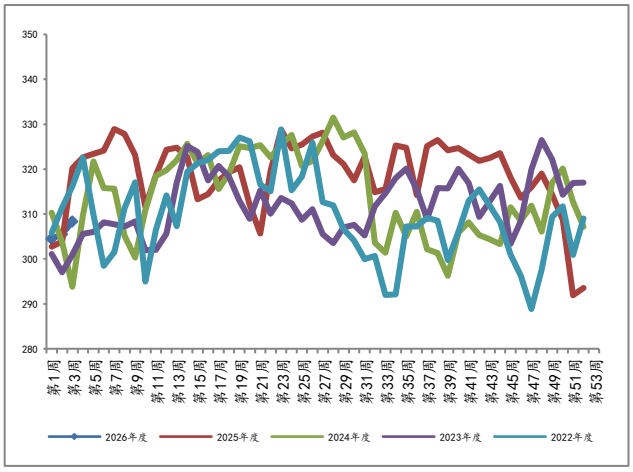
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



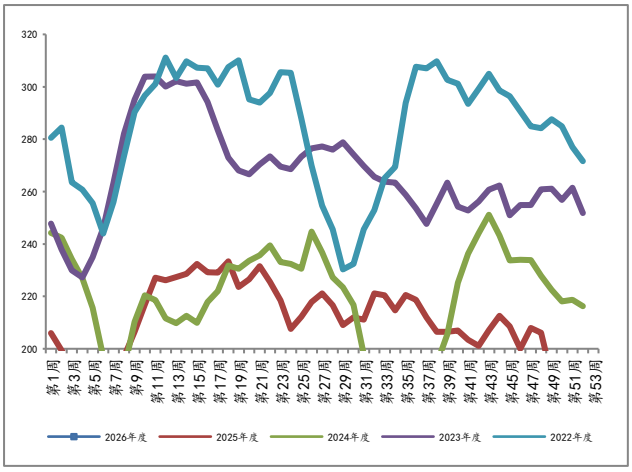
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



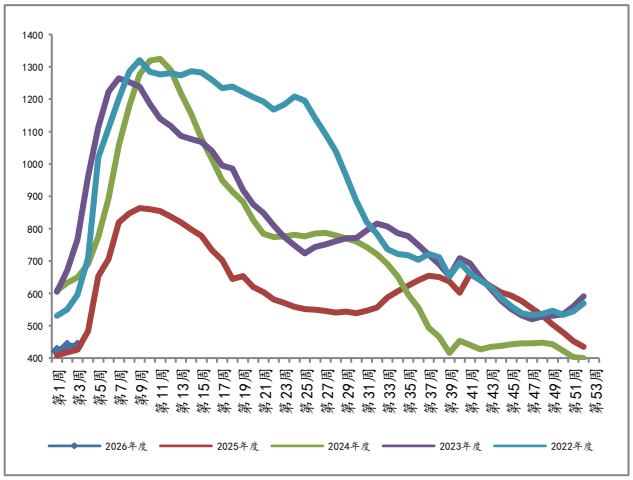
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



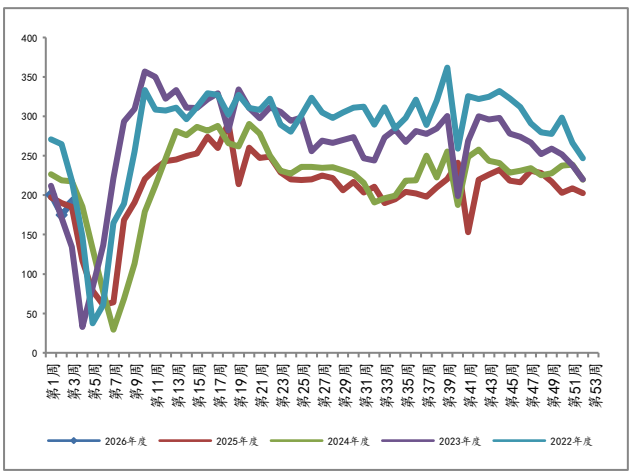
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 委内瑞拉复产计划

美国总统特朗普宣布，委内瑞拉临时政府向美国移交 3000 万桶原油，美国将管理委内瑞拉直至实施“安全过渡”，并推动美国大型石油公司进入委内瑞拉，美方染指委能源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。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。美国后续接管委内瑞拉的计划，使该国未来或存在供应恢复潜力，中长期可能会进一步加剧全球原油供应过剩的压力。

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。伊拉克的历史经验表明，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。

3 全球供需平衡难改

客观来看，自查韦斯时代以来，委内瑞拉国家石油公司（PDVSA）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。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。

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。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。

4 伊朗接棒地缘中心

南美局势方才初步稳定下来，伊朗问题旋即又成为全球瞩目的焦点，很大程度上转移了对委内瑞拉的关注。

近期，伊朗爆发了针对哈梅内伊当局的全国性抗议活动，而特朗普听取了军事打击伊朗的方案简报。目前，伊朗宣布已平息抗议活动并重新控制局势，但互联网通讯仍处于瘫痪状态。特朗普依旧以模糊表态故布疑阵，如同之前轰炸伊朗核设施和抓捕马杜罗，但美国国务院要求美国公民立即离开伊朗。

不同于委内瑞拉能源行业的疲敝现状，伊朗是货真价实的 OPEC 第四大产油国，市场对原油供应中断的担忧情绪愈发强烈。伊朗原油产量据信在 300 万桶/日左右，通过灰色渠道出口的原油约占全球供需平衡的 2%，如果伊朗发生事变导致大规模供应中断，我们将需要对原油市场过剩敞口进行重新评估。

5 看涨期权对冲风险

新年伊始，委内瑞拉和伊朗地缘问题接踵而至，缓解了原油市场过剩的悲观论调，令国际油价的下行趋势暂时得到遏止。就目前来看，委内瑞拉变局对原油市场的影响呈短多长空特点，但如果伊朗动荡加剧甚至遭受袭击，将切实影响到全球原油供应稳定，不排除类似 2025 年 6 月伊以冲突行情重演的可能。

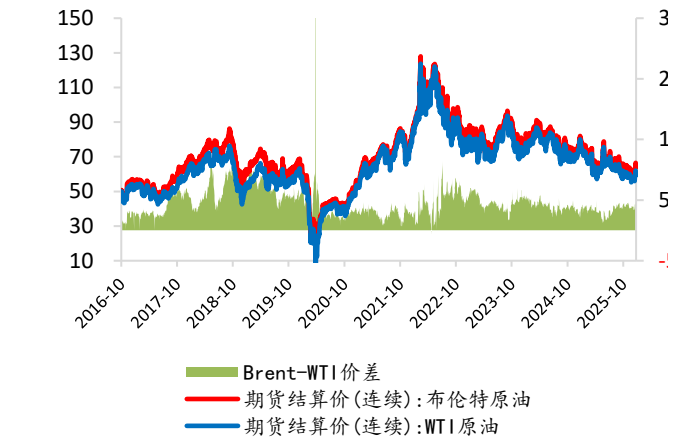
原油市场逻辑现在由地缘政治主导，交易员正通过看涨期权积极押注油价进一步反弹，反映出风险溢价大幅注入的短期态势。Brent 原油看涨期权出现惊人的单日成交记录，达到伊以冲突以来的最高水平，表明交易员正在大量购买对冲工具，以防范油价短期出现飙升的风险。

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。

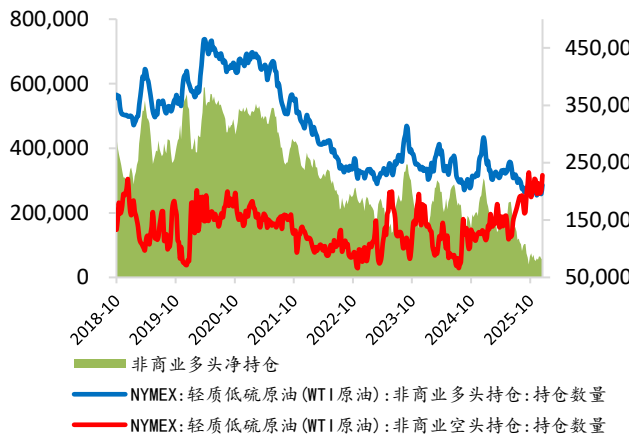
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



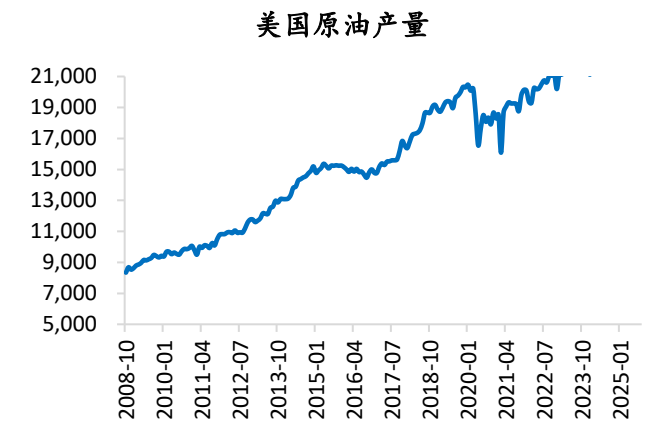
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



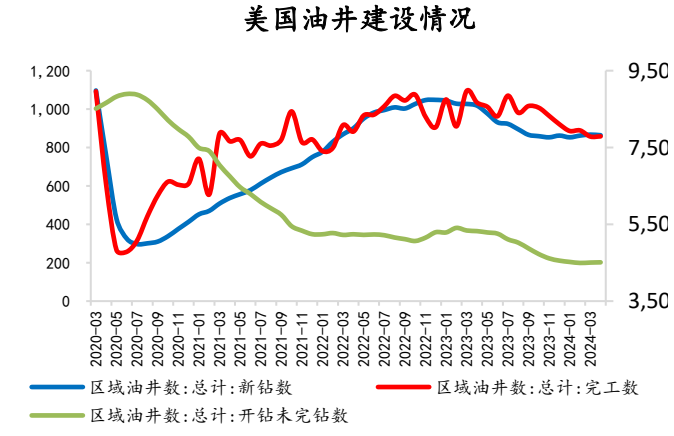
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



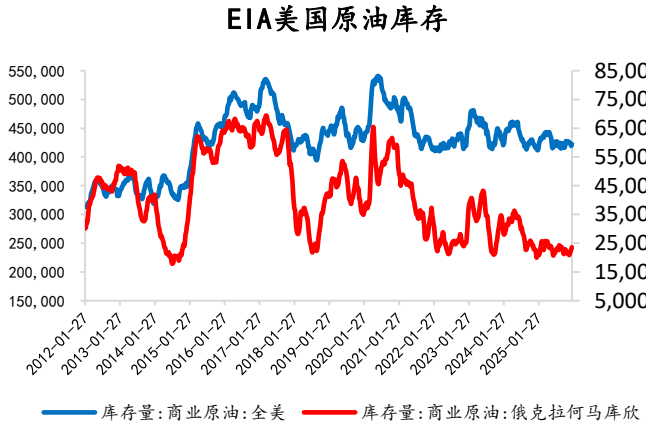
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



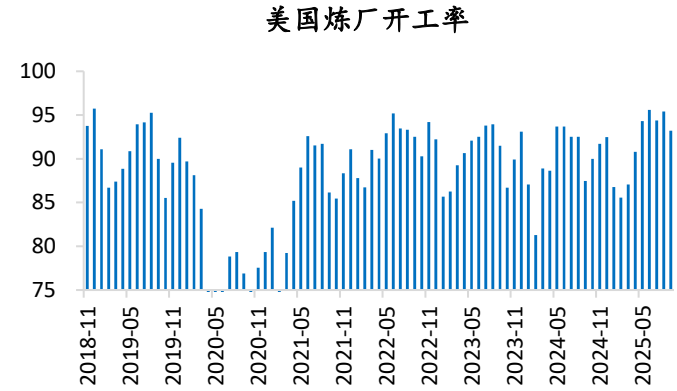
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



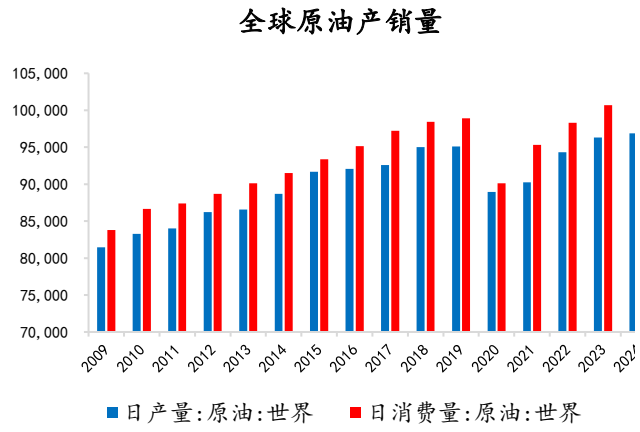
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 严重过剩到再平衡

基本面来看，天然橡胶上下游短期缺乏有效驱动，暂时亦不存在新的重大利空，接下来遵循季节性规律运行的可能性较大。

虽然天然橡胶超级周期尚未到来，但这一过程具有必然性，预计全球供应增速将继续放缓，从而限制了胶价下跌的空间。东南亚传统产胶国面临树龄老化和经济效益低下的困境，割胶及翻种积极性不高，鉴于新兴产胶国仍处于高增速低基数状态，新种植面积投入难以弥补缺口，总割胶产能扩张见顶后将不可逆地走向萎缩。

2026 年预计，全球天然橡胶呈供需低速增长下的再平衡格局，库存平滑季节性整体持稳，估值回到偏中性水平。沪胶期货走势呈区间震荡中重心缓步上移，并跟随宏观氛围和金融属性波动。

3 割胶旺季不及预期

天然橡胶原料旺产季保持坚挺，支撑胶价强势表现持续，需警惕减产题材炒作风险。

目前，国内云南产区已进入停割期，海南产区停割进度过半，南部和西部预计 1 月底全面停割。泰国南部主产区正处于割胶旺季，1 月上旬天气情况正常，胶水收购价格在 55 泰铢/公斤左右。泰国橡胶加工厂原料库存多维持在 1-2 个月，储备水平普遍不及上年同期，胶水和杯胶报盘相对坚挺，1 月至 2 月中旬应为全年最高产阶段，后续关注原料价格能否保持抗跌。

我们注意到，11 月以后泰国天然橡胶出口量低于预期，主要原因是前期暴雨和洪涝灾害令割胶及运输受阻，估计 12 月出口亦难回到环比递增的正常节奏。鉴于旺季窗口期仅剩月余，存在丰产证伪和减产炒作的可能，但进口船期将延长到 3-5 月，无法以 2025 年内产量和出口判定供应紧张，交易者应谨防胶价冲高回落的风险。

4 国内延续累库趋势

在需求逐渐转入淡季的同时，随着旺季进口船期陆续到港，国内天然橡胶主港及社会库存延续 11 月以来的累增趋势。

截至 2026 年 1 月上旬统计，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存合计 54.83 万吨，环比上期增加 2.35 万吨或 4.48%；其中，保税区库存增加 8.16%至 8.81 万吨，一般贸易库存增加 3.80%至 46.03 万吨。当前的被动累库符合天然橡胶的季节性规律，且库存总量仍处于同期正常水平，对期货盘面并未构成超预期利空。当期，中国天然橡胶社会总库存为 123.2 万吨，环比上期增加 3.1 万吨或 2.5%；其中，深色胶社会库存增加 3%至 81.5 万吨，浅色胶社会库存增加 1.3%至 41.7 万吨。

近年来，RU 老胶仓单强制注销后，新仓单注册时间越来越晚，但仓单量少不必然意味着逼仓风险。到春节前这段时期，减产停割支撑胶价坚挺，下游厂商观望氛围浓厚，预计仍将保持适中的累库幅度。

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。

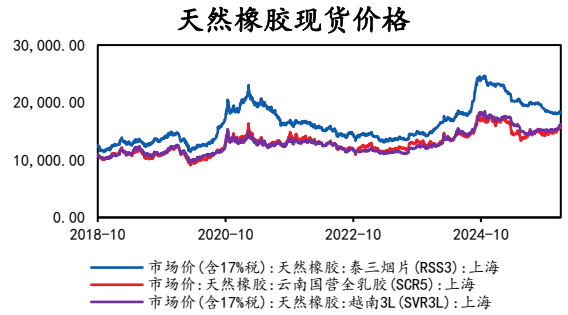
综上，丁二烯成本端利多因素得到充分交易后，BR 橡胶面临供强需弱的边际劣化，基本面或难以支撑高位上涨趋势，谨防反向波动的风险。

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。

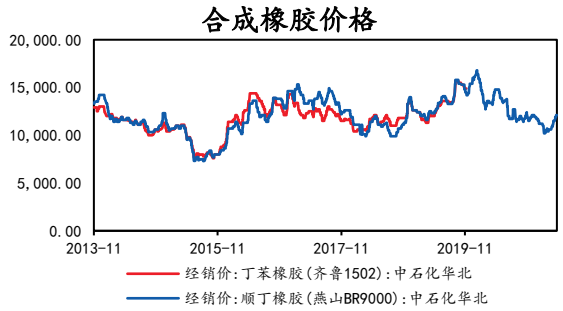
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



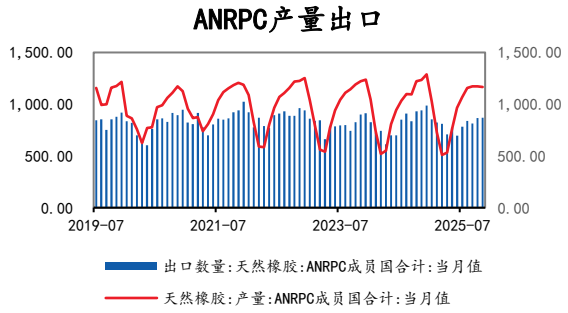
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



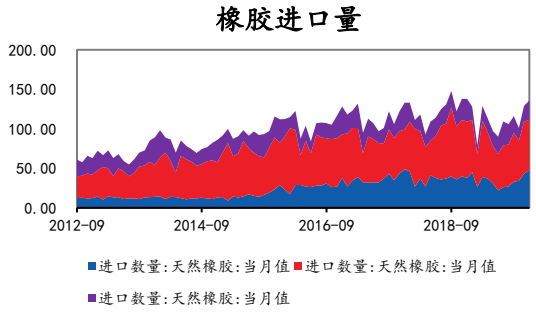
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



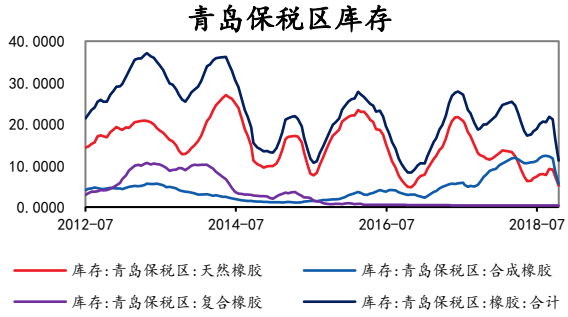
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



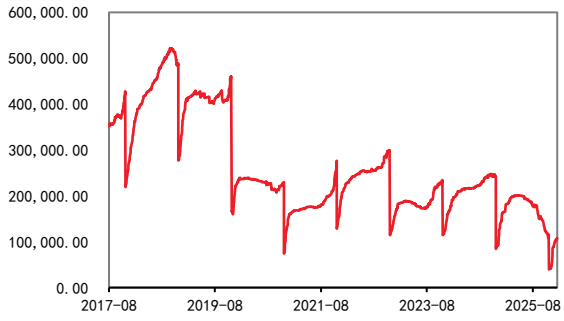
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



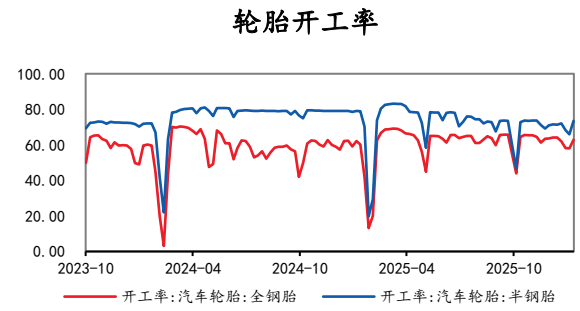
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



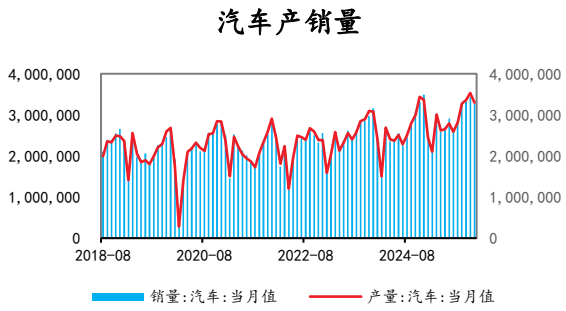
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：巴西增产压力逐步兑现，油脂市场宽幅震荡

1 外部豆类市场分析

USDA 月报偏空，美豆市场跌至逾两个月低点

美国农业部于 1 月 12 日公布 2026 年首份月度供需报告。报告显示，美豆产量预估值由上月的 42.53 亿蒲式耳上调到 42.62 亿蒲式耳，报告前市场预计美豆总产量将被小幅下调；本次报告还将美豆出口预估值由上月的 16.35 亿蒲式耳调低至 15.75 亿蒲式耳。此外，本次报告的利空影响还体现在美国农业部将巴西大豆产量由 1.75 亿吨调高到 1.78 亿吨，巴西大豆出口则由上月的 1.125 亿吨调高到 1.14 亿吨。受美国农业部报告利空冲击，CBOT 大豆市场结束上周反弹行情承压下跌，重回去年 11 月中旬开启的下跌通道。

巴西大豆陆续开始收割，1 月出口预计超 300 万吨

目前巴西大豆整体完成播种，早熟大豆已经进入收割期，多数产区进入开花至灌浆期，整体良好的天气条件有助于提升巴西大豆产量前景。咨询公司 AgRural 发布的报告显示，截至 1 月 9 日，巴西大豆收割率 0.6%，高于去年同期的 0.3%。巴西全国谷物出口商协会（Anec）发布的报告显示，巴西 1 月大豆出口量预计为 373 万吨，显著高于去年同期的 107 万吨。巴西大豆出口能力通常从 2 月开始显著增加，今年巴西大豆出口提前启动，意味着与美豆的出口竞争将提前到来。

MPOB 利空报告落地，印尼宣布取消 B50

本周一，马来西亚棕榈油局（MPOB）公布月报，该国 12 月棕榈油库存环比增加 7.58%达到 305 万吨，高于报告前市场预期的 297 万吨，创下自 2019 年 2 月以来的最高水平。马来西亚 12 月棕榈油利空报告落地，而 2026 年 1 月上旬该国棕榈油供需形势出现显著好转为买盘人气回升带来提振。不过，印尼政府官员周三表示，出于技术和资金方面的考虑，该国宣布取消原定 2026 年推行的 B50 棕榈油基生物柴油计划，并维持现行的 B40 方案。近几年印尼政府鼓励该国在生物柴油中提高棕榈油掺混比例，并一直为 B50 预热。在棕榈油需求增长预期下，棕榈油价格整体表现偏强并较豆油等其他油脂价格出现较大幅度升水。市场曾预期 B50 计划实施后将在 2026 年下半年额外消费约 220 万吨毛棕榈油。此次印尼官宣取消 2026 年实施 B50 计划，棕榈油需求增长预期落空，棕榈油定价逻辑生变，此次事件对棕榈油市场影响深远。

美国生柴需求炒作升温，CBOT 豆油强势反弹

印尼政府宣布取消 B50 计划对油脂市场的弱势影响尚未退去，美国生柴政策对豆油需求形成的利好预期迅速扭转市场看空预期，全球植物油市场在 CBOT 豆油的强势提振下纷纷止跌上涨。特朗普政府计划于 3 月初敲定 2026 年美国生物燃料掺混配额，预计将维持较高配额水平并放弃对可再生燃料及其原料进口的惩罚性措施。美国环保署去年一直在为新政策预热，多次表示将提高可由豆油及其他农作物原料制成的所谓生物质柴油的目标。如果该政策得到执行，美国生物质柴油产量将显著增长，助力美豆进一步去库存。

2 国内豆类市场分析

2025 年中国进口大豆量再创新高，进口大豆拍卖成交火爆

海关总署本周三公布的数据显示，中国 2025 年大豆进口量达 1.1183 亿吨，比 2024 年增长 6.5%。其中 12 月份中国大豆进口量为 804 万吨，环比减少 0.9%，同比增长 1.3%。由于中美贸易战在第二季度和第三季度升级后，进口不确定性加剧，促使中国买家提前大规模采购南美大豆。包括巴西和阿根廷在内的主产国集中装船出口，市场中国全年大豆进口创下历史新高的主要原因。

市场预计，1 月份中国大豆进口量将降至 748 万吨，2 月份受春节因素影响，进口量有望进一步下滑。不过，随着进口美豆陆续发运到港以及巴西大豆陆续收获装运，预计从 3 月开始，中国进口大豆有望重回千万吨高位。

另外，本周中储粮开展 113.96 万吨进口大豆竞价交易，拍卖结果显示全部成交。自 12 月份以来，中储粮已经举行了四场国储进口大豆拍卖会，旨在为未来几周到货的美国大豆腾出仓储空间。

进口大豆压榨量回升，改善豆粕市场供给预期

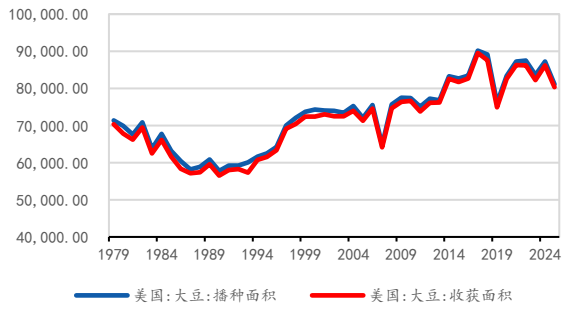
受元旦假日期间油厂停机影响，1 月迄今大豆周度压榨量较 12 月下滑。预计本周进口大豆压榨量约为 190 万吨，油厂开机率恢复至较高水平。豆粕现货供应稳定，下游提货量大幅增加，多地成交量快速攀升，油厂库存处于高位但去库节奏加快。据业内机构统计，截至上周末，国内豆粕库存量为 99.8 万吨，周度下降 13.7 万吨，但绝对量仍处常年偏高水平。预计全月国内主要油厂大豆压榨量在 800 万吨左右，同比增加约 70 万吨，较过去三年同期均值增加约 90 万吨。与此同时，进口大豆恢复拍卖，有助于弥补一季度进口大豆到港量可能下滑对国内供应的影响。

3 油脂油料市场展望

美国农业部 1 月供需报告偏空程度超过预期，CBOT 大豆市场承压重回弱势节奏。中方已接近完成 1200 万吨的美豆采购计划，并将陆续发运抵港。南美天气整体正常，一季度天气展望较乐观，巴西大豆创纪录产量预期逐步兑现，美豆出口压力持续升高。在外部市场供给压力与成本驱动增强之际，国内豆粕市场相对抗跌的独立行情将难以为继。巴西大豆报价是国内豆粕期货 2605 合约的定价之锚。近期国内豆粕期货市场反弹遇阻震荡回落，即是对国内外双重供给压力的正常反应。国际油脂市场多空交织，市场情绪反复切换。印尼取消 B50 导致棕榈油需求增长预期落空，棕榈油较豆油等油脂价格的较高升水有望逐步修正。美国豆油需求炒作升温，国内豆油库存已降至近 5 个月低位，去库预期叠加消费旺季，豆油期货摆脱棕榈油市场的弱势拖累，有望重回去年 12 月下旬开启的反弹通道。菜油市场正在等待中加高层会晤成果，有关降税品种以及降税幅度的贸易政策调整均会引发市场剧烈波动。中储粮增加调控力度，对豆一期货市场反弹行情造成较强干扰。关注产区现货市场动态，豆一期货市场回调压力充分释放后，抗跌性有望再度提升。

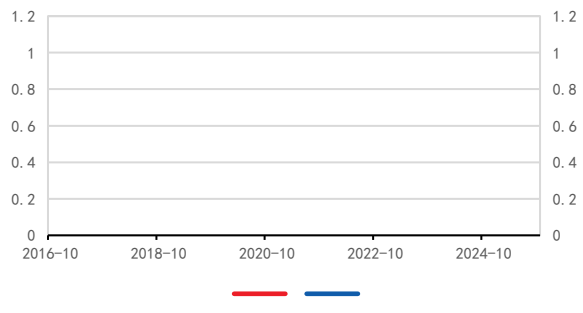
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



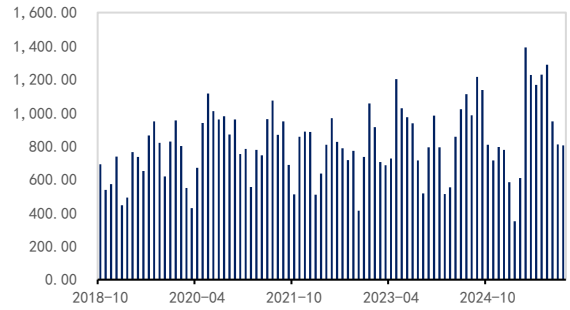
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



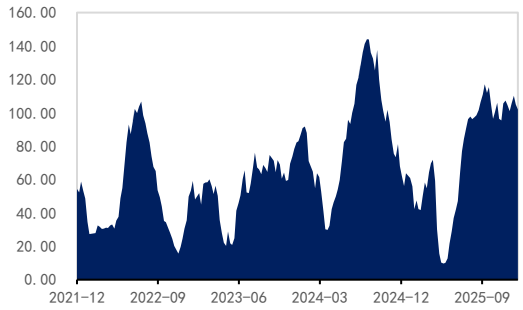
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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