中金财富期货策略周报（2026 年第 3 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：贵金属的大涨效应，从有色蔓延到新能源金属，继而外溢到部分化工，目前仅剩农产品较为弱势。由于贵金属的走势已经完全被情绪所掌控，其空间和路径越发难以预测，也意味着波动风险加大，短期内参与难度较大，注意风控。

股指期货：我们维持之前的观点，目前位置如果政策压制效果不明显，指数仍具备加速向上的动能，如果监管对于慢牛的态度明确，则指数维持震荡态势。

铜：宏观环境宽松将提振铜的金融属性，“稳增长”基调则助于稳定总需求、降低风险溢价。冶炼环境仍较差，部分冶炼厂仍面临亏损状态，含硫酸的冶炼利润再次转弱。下游电缆厂多采取"随采随制，偏谨慎。目前市场在交易的逻辑再度出现转变，市场转向宏观交易，避险情绪上升。

锌：TC 的持续下降侵蚀冶炼利润，四季度冶炼厂亏损逐渐扩大，生产压力加大，部分冶炼厂因此出现减产情况。锌价重心上行后，部分企业出货下滑，三大加工行业开工率连续 2 周走弱，成品库存持续累库，企业谨慎采购，原料库存去化。近期锌价市场呈现典型的 “强预期”与“弱需求” 间的博弈，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。

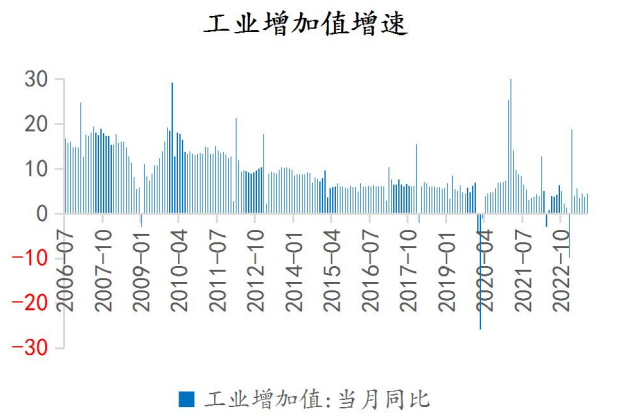
油脂油料：南美大豆陆续进入生长关键阶段，巴西大豆收割进度虽略显落后，但主要是局部降雨过多所致，并不会造成大范围减产。巴西大豆保持创纪录产量预期，对于稳定和深化全球大豆供应作用突出。阿根廷南部旱情有发展扩大之势，可能引发资金增持天气升水。目前美豆的反弹动力主要来自美国国内豆油需求炒作，巴西大豆增产预期以及美国大豆出口大幅下降等因素随时可能打断美豆反弹节奏。国内进口大豆供应压力后移，中加菜籽贸易恢复，国内豆粕和菜粕期货市场同样缺少上行动能。受外盘油脂上涨提振，国内豆油和棕榈油在成本和情绪影响下仍有惯性上涨空间，但菜油因中加贸易关系改善跟涨较为被动。随着豆一期货市场本轮回吐压力得到释放，在需求端的提振下，豆一期货市场价格交易重心已明显抬高。

目录

周度策略：白银破百 大宗商品金融属性再上台阶 - 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 供强需弱格局在 12 月深化 - 5 -
4 宏观策略 - 6 -
5 股指期货市场分析 - 6 -
铜 - 9 -
1 影响因素 - 9 -
2 结论 - 10 -
钢材 - 14 -
1 铁矿石定价逻辑步入“买方时刻” - 14 -
2 铁水回升，累库确立，淡季需求断崖下滑 - 14 -
3 小结 - 15 -
4 钢材期货现货数据 - 15 -
原油 - 17 -
1 OPEC 观点维持不变 - 17 -
2 IEA 上调需求预测 - 17 -
3 对俄严厉制裁生效 - 17 -
4 伊朗局势扑朔迷离 - 18 -
5 特朗普关税再 TACO - 18 -
6 熊市周期曳尾涂中 - 18 -
7 原油期现数据 - 18 -
天然橡胶 - 21 -
1 年度整体供大于求 - 21 -
2 严重过剩到再平衡 - 21 -
3 供应压力层级传导 - 21 -
4 需求转淡支撑不足 - 22 -
5 合成橡胶成本驱动 - 22 -
6 周期重拾上升大势 - 22 -
7 橡胶期现数据 - 22 -
油脂油料：美国豆油需求炒作升温，内外盘油脂强势反弹 - 25 -
1 外部豆类市场分析 - 25 -
4 油脂油料市场主要数据 - 26 -

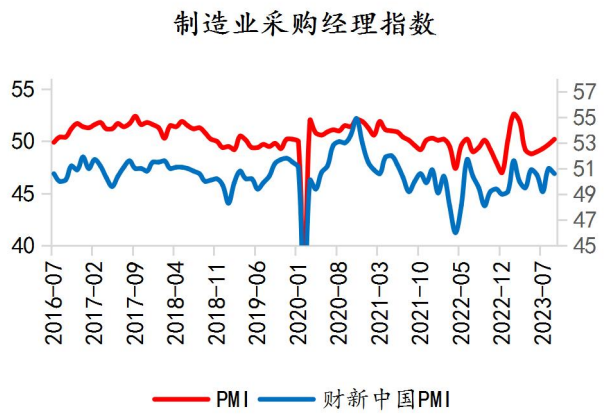
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



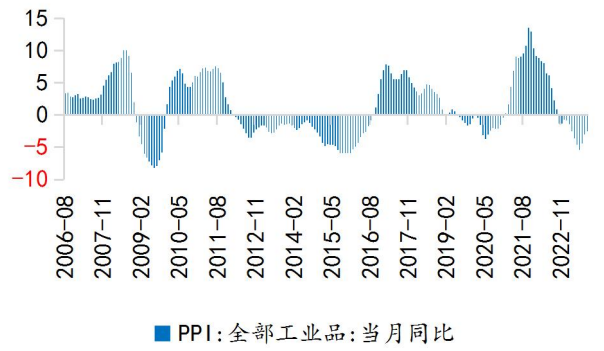
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



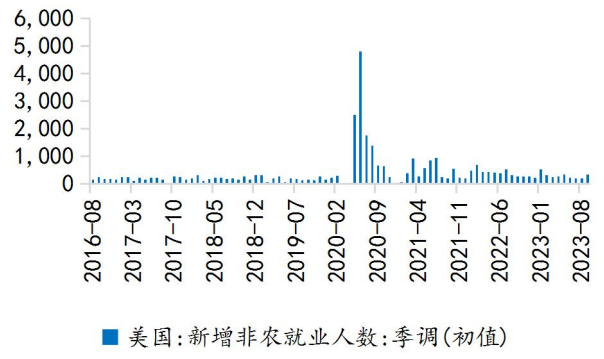
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：白银破百 大宗商品金融属性再上台阶

白银涨破 100 美元/盎司，创历史新高，自低位已经上涨超 300%。白银破百是一个较为典型的事件，意味着贵金属的炒作行情进入新周期，继而继续提升大宗商品的金融属性。

“逐渐失序”的全球秩序，金银不断历史新高

2026 年美国地缘手段明显前置，安全与能源诉求上升，军事与政治工具化趋势强化，正在成为其重塑国际秩序与资产定价的重要宏观驱动因子。在这一背景下，美国对格陵兰的介入并非孤立事件，而是体现出清晰的“三重诉求”底层是国家安全与军事前沿，格陵兰是美国在北极方向最关键的前出支点；中层是资源与航线叙事，围绕矿产与北极通道展开；上层则服务于特朗普的政治周期，通过打包运用安全、能源与关税工具，嵌入更大的地缘与金融博弈。

欧盟反制空间受限，政策姿态可强，但结构性筹码偏弱。一方面，欧盟并非对美贸易强势方，其对美顺差中约 34%集中于医药产品，且高度依赖辉瑞等美国跨国药企在爱尔兰等地的税收与利润转移安排，存在明显“虚高”；另一方面，在对俄能源依赖收缩后，欧盟对美国能源依赖快速上升，原油依赖度约 16%、天然气高达 45%，使其在能源安全层面深度嵌入美国供给体系。

基准情形下，格陵兰问题更可能以“美国-格陵兰-丹麦”三方合作方式落地。形式上主权仍归属丹麦，美国以基建投资、资源与能源开发合作及军事协作为抓手，实现对格陵兰事务的事实性主导。我们认为，格陵兰事件的意义已不止于一桩地缘摩擦，更折射出美国以低成本方式重塑规则与筹码结构的趋势，并正在外溢为全球资产定价的深层变化。

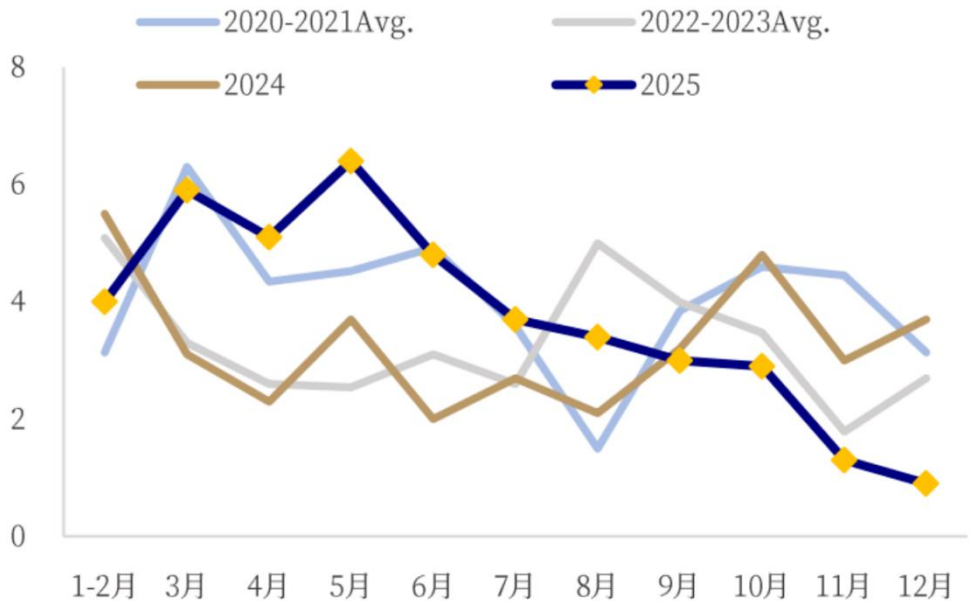
以格陵兰和委内瑞拉为代表的事件使得世界秩序处于变革期，资产重估将沿着两条主线展开。一是定价锚的迁移，资金将更倾向于回到贵金属与稀缺资产之上，不可再生战略资源的资产属性系统性抬升。二是新秩序下的再平衡与再定价，随着美元信用边际走弱、全球资本流向重构，人民币资产或迎来相对升值空间，中国权益市场也有望在新的估值框架下被重新审视与重估，而这正是 2026 年 A 股走强的重要动能之一。

旧动能萎缩

12 月及全年经济数据显示，终端需求不足叠加旧经济动能收缩，拖累宏观经济增长。12 月社零同比 0.9%，录得年内最低月度增幅。2025 年一季度在“两新”等提振消费的政策作用下，社零同比爆发式增长，此后随着相关行业消费需求透支效应显现，社零同比增幅逐渐下降。房地产行业从销售价量、投资开发均出现同比降幅扩大趋势，传统基建活动同比萎缩，带动固定资产投资同比下降。

经济新动能增长明显但暂不能支撑经济增长，12 月装备制造业、高技术制造业增加值累计增长 9.2%、9.4%，增速分别高出规模以上工业 3.3pct、3.5pct，但工业增加值增速全年仍然呈现前高后低。固定资产投资方面，汽车制造业等新动能投资扩张无法对冲传统基建、地产投资萎缩。

图表 1：零售增速



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

贵金属大涨效应继续传导

贵金属的大涨效应，从有色蔓延到新能源金属，继而外溢到部分化工，目前仅剩农产品较为弱势。由于贵金属的走势已经完全被情绪所掌控，其空间和路径越发难以预测，也意味着波动风险加大，短期内参与难度较大，注意风控。

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 23 日	潘功胜：今年降准降息还有一定的空间。	灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具	货币政策仍有空间
	1 月 22 日	特朗普达沃斯演讲：格陵兰岛是美国核心安全利益	但美不会武力夺取，寻求立即谈判	美国将获得格陵兰的“里子”
数据	1 月 23 日	美国 Q3 实际 GDP 季环比终值小幅上修至 4.4%	创两年来最快增速	核心 PCE 通胀保持在 2.9%。
	1 月 20 日	2025 年 GDP 增长目标 5%如期达成	12 月社零同比增速放缓至 0.9%、规上工业增加值同比增 5.2%	全年固定资产投资同比降 3.8%
事件	1 月 24 日	高市早苗“发出信号”	日本首相高市早苗警告称，政府“将采取一切必要措施应对投机性和极度异常的波动”	但未具体指明是针对债券收益率还是汇率

资料来源：中金财富期货研究所

2 供强需弱格局在 12 月深化

12 月工业生产表现好于预期。2025 年 12 月工业增加值同比增速 5.2%，回升主要由制造业拉动，产量同比增长的产品占比(52%)有所提升。2025 全年及四季度产能利用率分别为 74.4%和 74.9%，均处于历史低位区间，仅略高于 2015-2016 年的水平，显示“反内卷”实施力度仍待继续深化。

投资：2025 年仅制造业投资小幅增长，稳投资必要性提升。2025 年全年投资同比（-3.8%）表现低于市场预期。2025 年三大领域投资均延续放缓，仅制造业投资小幅增长，稳投资必要性提升。

消费：2025 年社零增速同比基本持平，12 月增速放缓。2025 年社零增速同比（3.7%）基本持平于 2024 年（3.5%）。2025 年 12 月社零增速（（0.9%）放缓，餐饮消费（（2.2%）好于商品消费（（0.7%）。“国补”消费透支作用持续显现。近期国常会强调“要深入实施提振消费专项行动……充分发挥消费拉动经济增长的基础性作用”，关注 2026 年消费是否能够进一步显现韧性。

失业率：2025 年就业形势基本稳定，12 月失业率持平于前月。2025 年失业率处于 2019 年来相对低位水平，就业形势基本稳定。2025 年全国城镇调查失业率平均值录得 5.16%，比上年上升 0.04 个百分点。2 月失业率（5.1%）和周均工作时长（48.6h）等各项关键指标均持平于前月。

3 央行万亿流动性投放落地

1 月 23 日，央行开展 9000 亿元中期借贷便利(MLF)操作。由于本月有 2000 亿元 MLF 到期，这意味着 1 月 MLF 续作加量 7000 亿元，净投放规模显著加大。

此外，1 月两个期限品种买断式逆回购净投放 3000 亿元。叠加来看，1 月中期流动性净投放总额高达 1 万亿元，也较此前规模显著加大。

央行 1 月大规模加量续作 MLF、显著加大中期流动性投放，能够有效应对潜在的流动性收紧态势，引导资金面处于较为稳定的充裕状态。

考虑到春节临近，央行加大流动性净投放规模是呵护市场流动性平稳的重要手段。

央行之所以加大流动性净投放，是为保障重点领域重大项目资金需求，巩固拓展经济回升向好势头。2026 年新增地方政府债务限额已提前下达，这意味着 2026 年 1 月会有一定规模的政府债券开闸发行。此外，2025 年 10 月 5000 亿元新型政策性金融工具投放完毕后，还会继续带动今年 1 月配套贷款较大规模投放，放大信贷“开门红”效应。

4 宏观策略

贵金属的大涨效应，从有色蔓延到新能源金属，继而外溢到部分化工，目前仅剩农产品较为弱势。由于贵金属的走势已经完全被情绪所掌控，其空间和路径越发难以预测，也意味着波动风险加大，短期内参与难度较大，注意风控。

5 股指期货市场分析

市场情绪高涨，监管继续对情绪降温

本周市场维持强势。周度表现看，其中沪深 300 指数-0.62%，上证 50 指数-1.54%，中证 500

指数+4.34%，中证 1000 指数+2.88%，蓝筹指数回落，主要因为监管打压，小盘股走势是市场情绪的直接体现。

ETF 资金持续流出，市场出现“政策控节奏，但是市场情绪亢奋”的结构状态。

政策方面，宽基 ETF：流出约 6000 亿。近期宽基 ETF 明显流出，近 2 周累计流出约 6000 亿元。资金面收紧导致上证指数涨势放缓，进入阶段性的横盘震荡区间。行情降温引发市场关注，部分投资者认为 ETF 流出是在防范两融风险，而我们认为，两融风险可控，ETF 流出是在防范成交快速放量后催生出泡沫行情。

表面原因：杠杆资金过热。年初以来杠杆资金虽然大幅流入，但流入的绝对金额和相对水平略低于 25 年 7-9 月，当时 ETF 资金流出较为温和，和当前 ETF 大幅流出形成鲜明对比。这表明，杠杆资金并非触发本轮 ETF 流出的核心变量，“去杠杆”的解释力不强。我们认为，杠杆资金只是市场交易活跃的一个副产品，而非 ETF 大幅流出的核心原因。

核心原因：成交异常放量。此次 ETF 大幅流出的核心导火索是成交额的异常放量。26 年 1 月中旬，A 股市场成交额大幅增长，单日成交额最高水平逼近 4 万亿大关，这一数据不仅刷新了历史新高，其抬升斜率更是接近 24 年“924 行情”的水平。这种成交额异常放量极有可能吸引大量投机资金入场，对市场环境形成扰动。

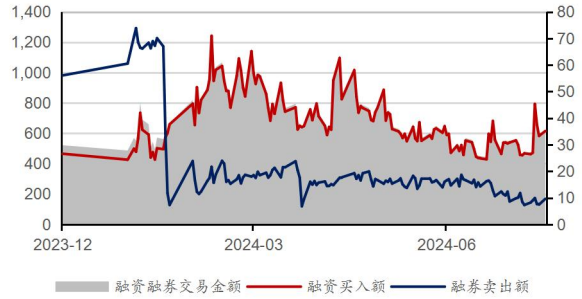
预计指数继续维持强势

居民资产搬家是不可忽视的趋势力量，2026 年居民存款、新发理财将正式进入赎回高峰期，将成为股票市场的重要增量资金。从居民定期存款来看，2021 年下半年居民存款开始趋势性抬升，至 2023 年新增存款达到阶段性高点。若以主流 3-5 年的定期存款期限来看，预计 2026 年居民定期存款将迎来到期高峰。从理财产品来看，2025 年伊始，短期理财产品有一轮密集发行，这些产品在 2025 年四季度已逐渐到期，而 1-3 年的理财产品也将从 2026 年开始进入到期高峰。而当前十年期国债利率仍处于低位，使得存款、理财收益率也不断下行，吸引力逐步降低。因此，居民资金有望向权益资产进行迁移，为市场带来增量流动性。

从基金持仓数据也能观察到居民存款搬家已经开始，固收+基金和指数基金是居民资金入市的重要渠道。对于风险偏好较低的居民而言，固收+基金作为存款、理财的投资“进阶版”将得到青睐，从最新数据来看，2025Q4 固收+基金规模达到 2.6 万亿元，环比增长 9.8%，也指向其成为居民存款搬家的重要载体。

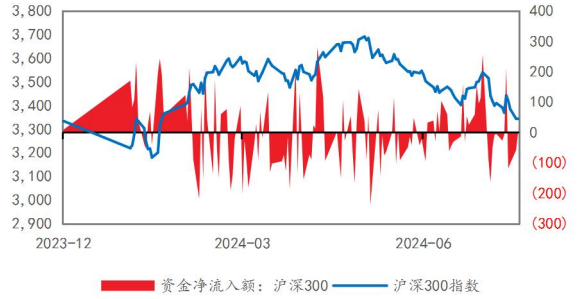
我们维持之前的观点，目前位置如果政策压制效果不明显，指数仍具备加速向上的动能，如果监管对于慢牛的态度明确，则指数维持震荡态势。

图表 8：融资融券数据图



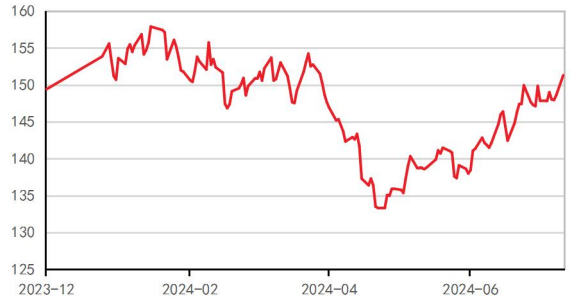
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



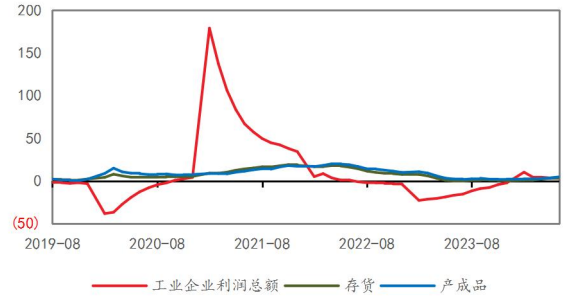
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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。

全球铜矿面临品位下滑、投资不足与生产扰动等硬约束，而“零加工费”正迫使冶炼产能重构，加剧矿端紧张传导。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。

进出口

海关总署最新数据显示，2025 年 12 月，中国出口未锻轧铜及铜材 170202 吨，同比增长 117.0%；1-12 月累计出口 1667185 吨，同比增长 29.8%。2025 年 12 月，中国进口未锻轧铜及铜材 44 万吨，同比下降 21.8%；1-12 月累计进口 532 万吨，同比下降 6.4%。2025 年 12 月，中国进口铜矿砂及其精矿 270 万吨，同比增长 7.3%；1-12 月累计进口 3031 万吨，同比增长 7.9%。

2 结论

宏观环境宽松将提振铜的金融属性，“稳增长”基调则助于稳定总需求、降低风险溢价。冶炼环境仍较差，部分冶炼厂仍面临亏损状态，含硫酸的冶炼利润再次转弱。下游电缆厂多采取"随采随制，偏谨慎。目前市场在交易的逻辑再度出现转变，市场转向宏观交易，避险情绪上升。

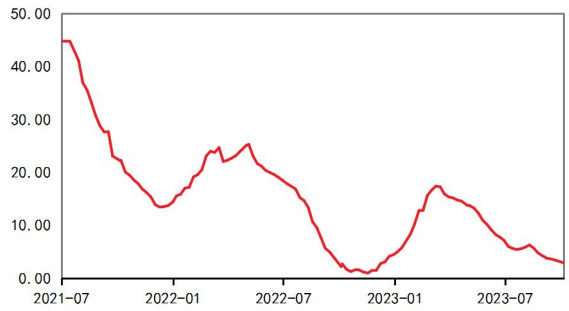
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



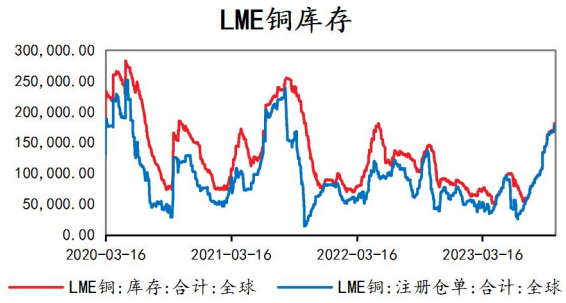
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



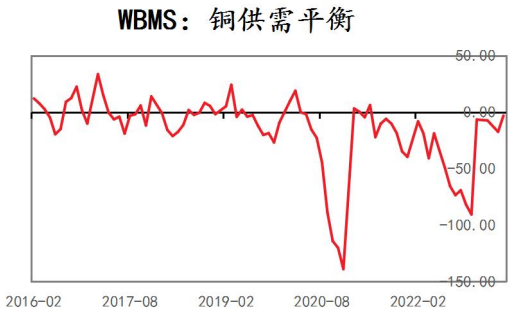
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



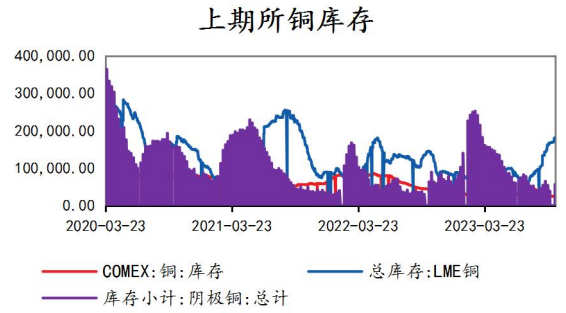
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



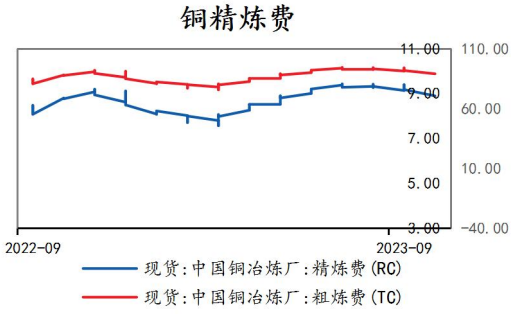
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

海关数据，2025 年 12 月锌矿砂及其精矿进口量 46.25 万吨，环比下降 10.87%，同比增加 1.15%；1-12 月累计进口量 533.05 万实物吨，累计同比增长 30.1%。受到货周期性影响，12 月进口矿到货减少。

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。压铸合金的产量数据也已经来到接近历史同期最高位的水平，环比增量不明显是因为季节性因素。氧化锌是初端消费中表现最弱的部分，但同样基本与去年同期重合，基本没有形成拖累。

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

TC 的持续下降侵蚀冶炼利润，四季度冶炼厂亏损逐渐扩大，生产压力加大，部分冶炼厂因此出现减产情况。锌价重心上行后，部分企业出货下滑，三大加工行业开工率连续 2 周走弱，成品库存持续累库，企业谨慎采购，原料库存去化。近期锌价市场呈现典型的“强预期”与“弱需求”间的博弈，短期价格或以震荡为主。

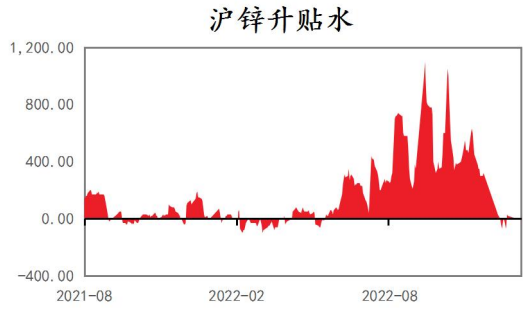
3 锌期货现货数据

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 铁矿石定价逻辑步入“买方时刻”

BHP 创纪录的产量与价格让步并存，揭示了其经营策略的重大修正。在过去的上行周期中，矿山通过控制发货节奏维持现货高溢价；但在当前中国房地产新开工与施工面积双降的宏观背景下，维持高价的边际收益已低于销量下滑带来的边际损失。特别是考虑到 BHP 正处于向钾肥和铜等“未来商品”转型的资本开支高峰期（如：Jansen 项目成本超支 20%进一步加剧了资金压力），铁矿石作为集团唯一的“现金奶牛”，其流动性与回款确定性被置于利润率之上。接受 CMRG 的价格条款，本质上是通过牺牲部分短期溢价，换取在中国市场的长期通道安全与现金流稳定。

深层逻辑在于供给侧的“囚徒困境”。随着 2026-2027 年西芒杜项目投产预期的逼近，全球铁矿石成本曲线左侧将面临拥堵。BHP 此时利用其仅次于力拓的低成本优势，通过价格战主动压低市场水位，意在提前挤出印度、伊朗及部分国产精粉等高成本非主流矿山。这种“抢跑”策略打破了四大矿山长期以来的默契均衡，迫使淡水河谷（Vale）和 FMG 等竞争对手在“保价丢量”与“降价保量”之间做出艰难选择，行业竞争将由增量分享转变为存量厮杀。

BHP 的让步信号将对黑色系商品产生深远的定价传导。首先，铁矿石绝对价格的坚固性被打破，原本由非主流矿山边际成本支撑的底部逻辑失效，价格重心将进一步下移。其次，对于下游钢厂而言，原料成本的塌陷在短期内可能修复吨钢利润，但在需求缺乏弹性的长周期下，成本下移往往最终会传导至成材价格的下跌。

2 铁水回升，累库确立，淡季需求断崖下滑

上周全国高炉产能利用率略有回升。247 家钢厂高炉产能利用率升至 85.5%，环比增加 0.1 个百分点，同比增加 1.2 个百分点。日均铁水产量增加 0.2 万吨至 228.2 万吨，长流程生产活动在利润修复后有所回暖。五大品种钢材周产量录得 819.6 万吨，环比微增 0.05%，同比增加 1.0%。品种结构上出现分化，螺纹钢产量增加，而热卷产量回落，显示钢厂在利润导向下调节铁水流向，建材供应压力边际增加。

库存方面，五大品种钢材社会库存增至 868.5 万吨，环比增加 0.2%，同比下降 0.8%；钢厂库存增至 388.6 万吨，环比增加 2.1%，同比增加 2.9%。钢材总库存由降转增，周环比增加 0.8%，较上周变动幅度增加 1.4 个百分点，正式确认进入季节性累库通道。结构上，钢厂库存增幅显著大于社会库存，反映出贸易商接货意愿偏谨慎，货源滞留在生产端，钢厂面临的库存积压风险开始显现。

表观消费方面，本周五大品种钢材周表观消费降至 809.5 万吨，环比下降 2.0%，同比增加 14.1%。其中螺纹钢表观消费为 185.5 万吨，环比下降 2.5%，同比增加 58.7%。虽然同比数据受基数效应影响表现亮眼，但环比数据确立了淡季走弱趋势。最具代表性的建筑钢材成交周均值暴跌至 7.8 万吨，环比下降 15.3%，显示随着气温下降及假期临近，终端工地施工强度断崖式下滑，

实际需求已进入“休眠模式”。

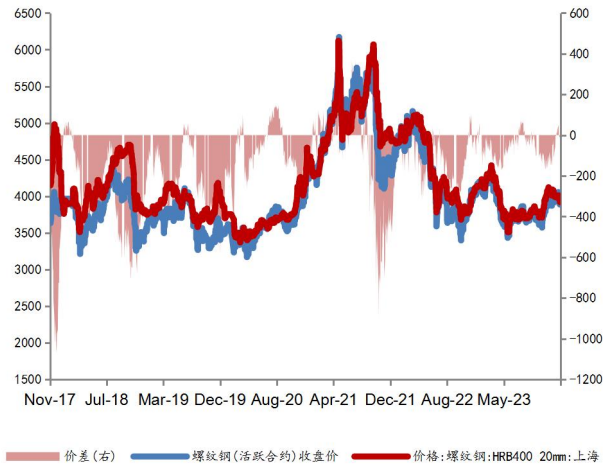
价格方面，本周钢材现货价格走弱，主流钢材品种即期毛利下行，但受前期成本变动滞后影响，247 家钢厂盈利率仍升至 40.7%，较上周增加 0.9 个百分点。当前市场特征为“供增需减+库存累积”，基本面支撑转弱。随着铁水产量回升及库存拐点确立，现货价格承压下行，产业链利润面临重新分配，后续博弈重心将完全集中在冬储成本线及累库斜率上。

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。

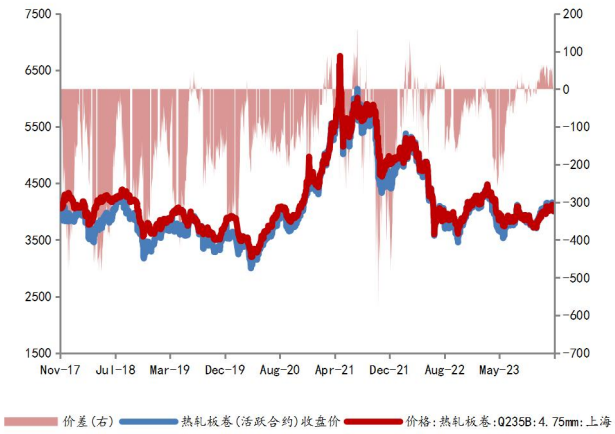
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



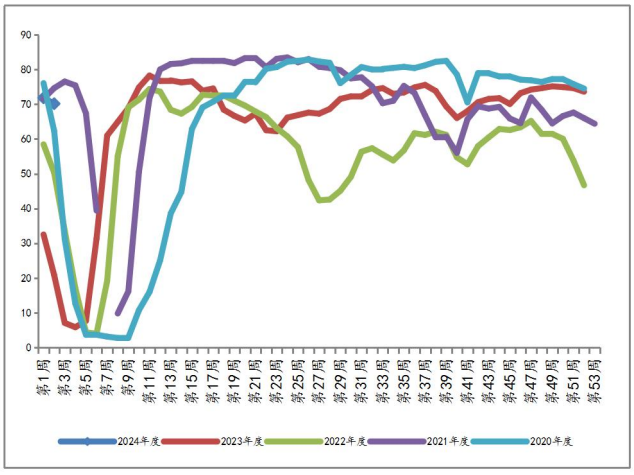
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



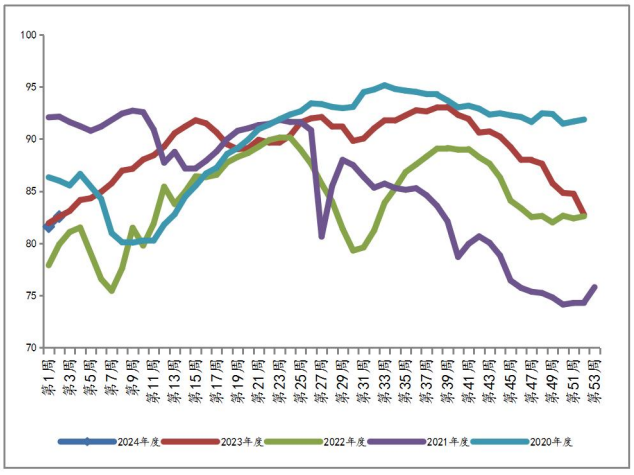
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



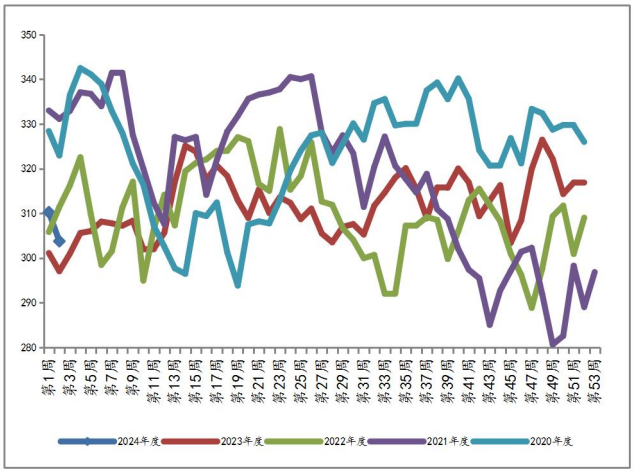
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



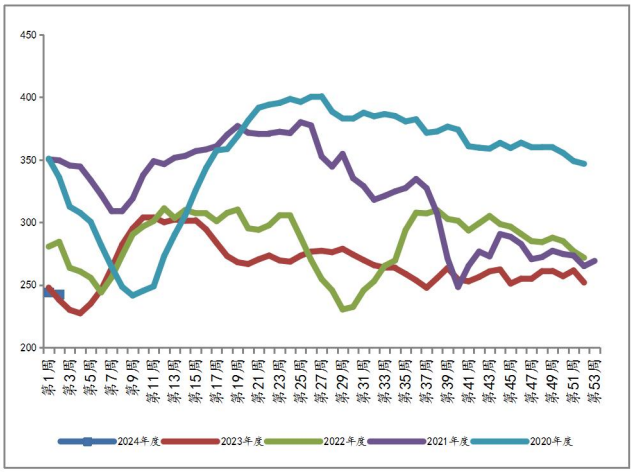
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



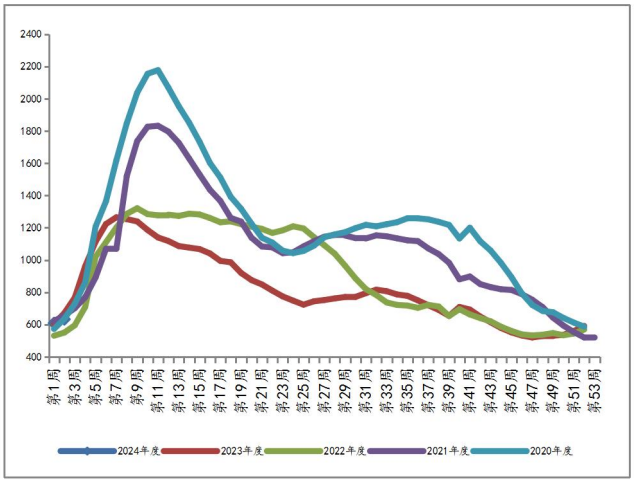
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



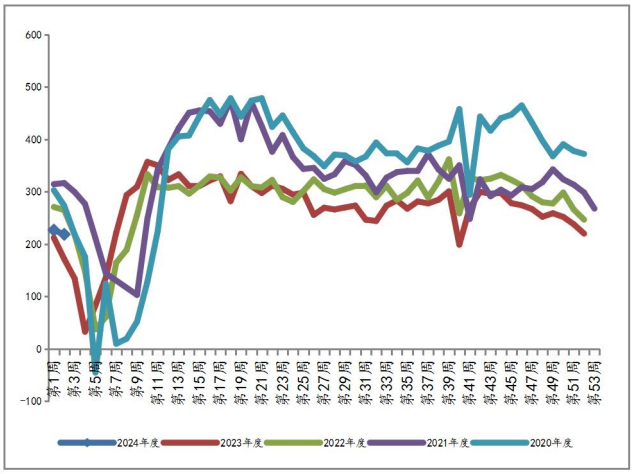
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 OPEC 观点维持不变

根据 OPEC 发布的 2026 年 1 月原油市场报告，全球原油供需两端预期基本不变，未有可预见的新驱动因素。全球原油供应暂时维持稳定。

根据第三方统计，2025 年 12 月 OPEC+成员国日均原油产量在 4283 万桶，环比减少 23.8 万桶。OPEC+将在 2026 年一季度保持产量不变，且大部分成员国缺乏持续增产能力。报告预计，2026 年非 OPEC+产油国包括原油和凝析油等液体能源产品供应增长约 60 万桶/日，主要来源于美国、巴西、加拿大和阿根廷。OPEC 维持全球原油需求预测不变。预计 2026 年全球原油需求增长 140 万桶/日，其中非 OECD 国家需求增长约 120 万桶/日；预计 2027 年全球原油需求将增长 130 万桶/日。

不过，OPEC 报告未对不可预见的地缘政治风险加以计量。伊朗动荡局势仍扑朔迷离，特朗普威胁对与伊朗有贸易往来的国家加 25%的关税，密切关注对原油供需两方面的潜在影响。

2 IEA 上调需求预测

国际能源署（IEA）最新月度报告指出，2026 年全球原油供应增长将远超需求，过剩预期基调难以改变。

供应端，IEA 预测 2026 年全球原油产量增加 240 万桶/日，环比下调 2 万桶/日，原因是 OPEC+一季度暂停增产，以及俄罗斯、伊朗等国原油和油品出口受到的制裁变本加厉。需求端，IEA 预测 2026 年全球原油需求增加 86 万桶/日，环比上调 9 万桶/日，IEA 解释为，化工用途将接棒燃料消费主导原油需求增长，增量占比有望从 2025 年的 40%上升至 60%。考虑到上半年存在季节性错配问题，IEA 估计 2026 年全球原油过剩敞口最高或达到 384 万桶/日，约占供需平衡总量的近 4%。

我们认为，IEA 提出的宏观经济和能源需求前景改善有待商榷，未来国际原油市场仍面临大量不确定性，油价波动率有放大的风险。

3 对俄严厉制裁生效

欧盟针对俄罗斯原油炼制产品的进口禁令于 1 月 21 日正式生效，将对欧洲能源市场产生一定的结构性影响。欧盟新增的制裁条款明确规定，禁止成员国采购、进口或转运俄罗斯原产炼制成品油，这是自 2022 年欧盟制裁俄罗斯以来，在能源领域的一项重大升级措施。

事实上，在欧盟首次颁布进口禁令和价格上限后，俄罗斯原油仍可通过非欧美炼油厂加工成制品，再经由复杂的贸易链条大量流入欧洲市场。随着最新禁令生效，欧洲原油及油品来源将受到严格审核，俄罗斯原油借第三方变相回流的行为将被遏止。业内人士表示，这项禁令对欧洲不同区域的影响显著分化，西北欧地区已建立成熟的替代性采购渠道，而依赖土耳其-罗马尼亚能源走廊的东南欧则面临供应链中断风险。

本事件已经提前被市场消化，但其表明西方对俄制裁松绑尚远，无需过度交易俄罗斯供应回归的潜在利空。

4 伊朗局势扑朔迷离

近期国际原油价格波动性放大，反映出市场情绪在地缘政治和基本面之间的反复摇摆。种种迹象表明，特朗普此前曾计划对伊朗进行干预，但其社媒最新发文释放出观望态度，令过度交易的原油风险溢价应声而落。

目前来看，美方增强中东部署和局势升级的可能性并未完全排除，市场在短期内仍对此保持警觉；但美国强行介入伊朗的概率已明显下降，若后续迟迟没有采取实质行动，原油地缘定价将被逐步挤出。另一方面，委内瑞拉临时政府积极配合特朗普的要求，未来数周会有更多原油向美国炼厂交付，预计短期内南美局势将保持稳定。

在地缘政治情绪阶段性降温后，全球能源市场晦暗前景并未改变，交易者从潜在的断供风险转向现实的供应过剩，随着主流能源机构报告进一步确认累库，原油走势或重回震荡偏弱的运行节奏。

5 特朗普关税再 TACO

目前来看，只要中东局势不再急剧恶化，原油地缘溢价将继续挤出，与此同时，欧美围绕格陵兰归属问题展开博弈，对全球经贸需求的担忧情绪再度升温。

特朗普此前宣布，将从 2 月起对丹麦、挪威、瑞典、法国、德国、英国、荷兰、芬兰的输美商品加征 10%的关税，直到相关方就“美国全面彻底购买格陵兰岛”达成协议，对丹麦主权和欧盟利益构成严重挑战。随后，迫于欧洲国家抛售美债等反制手段，特朗普在达沃斯论坛上收回了关税大棒和武力威胁，果不其然又一次 TACO。

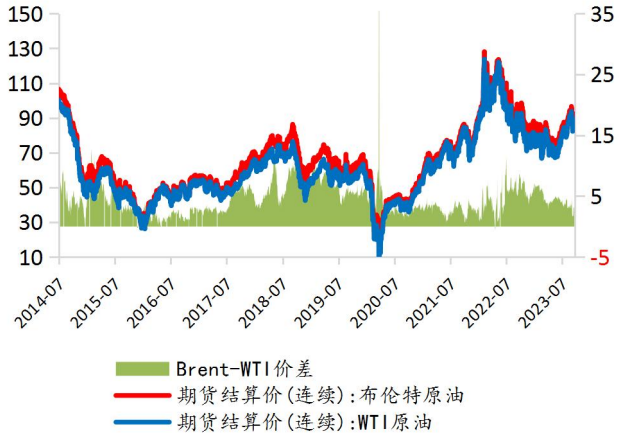
然而，特朗普擅自将加拿大和格陵兰并入美国版图，仍对原油等品种市场情绪和短期走势造成扰动。交易者担心此举可能会阻碍跨大西洋贸易流动，削弱全球经济活动和能源消费预期，打压运输和工业用油需求，在原本宽松过剩的背景下，预计 2026 上半年全球原油库存水平将持续攀升，从而对油价构成现实的压力。

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。

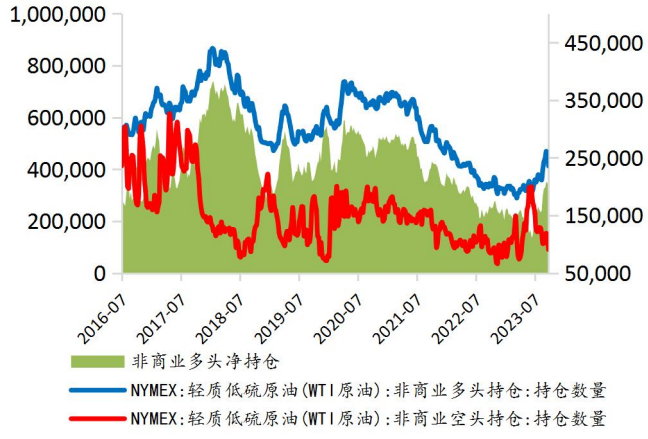
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



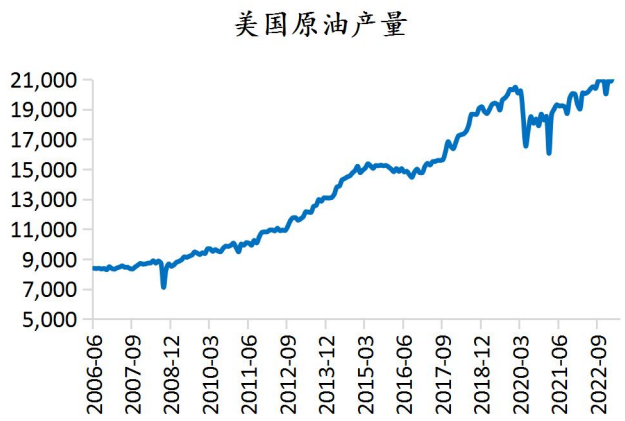
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



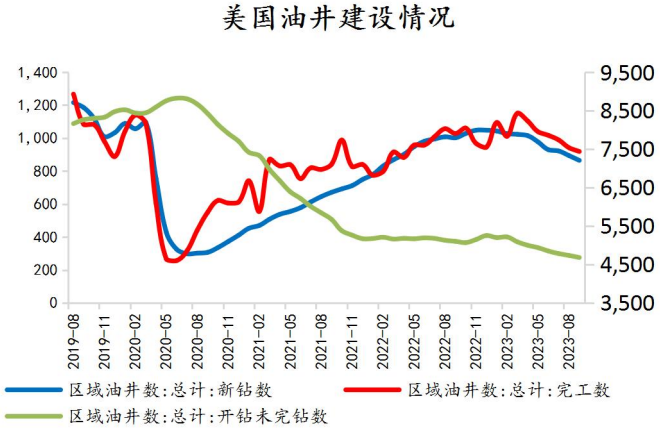
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



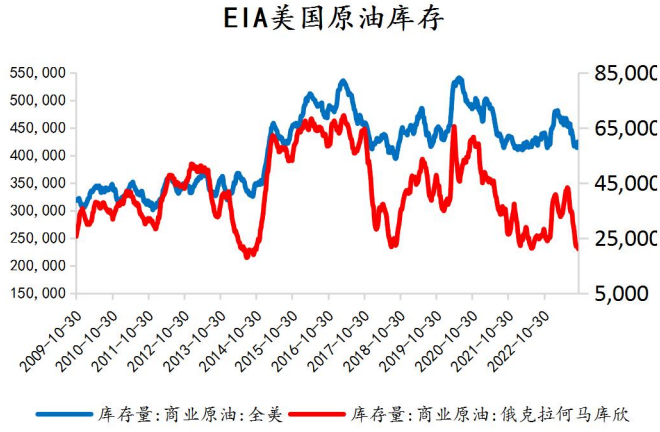
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



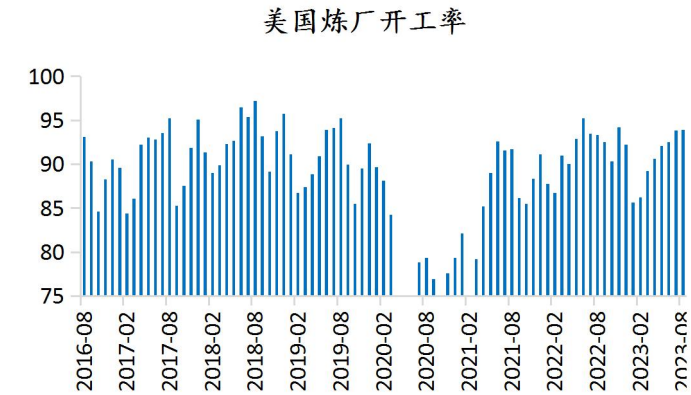
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



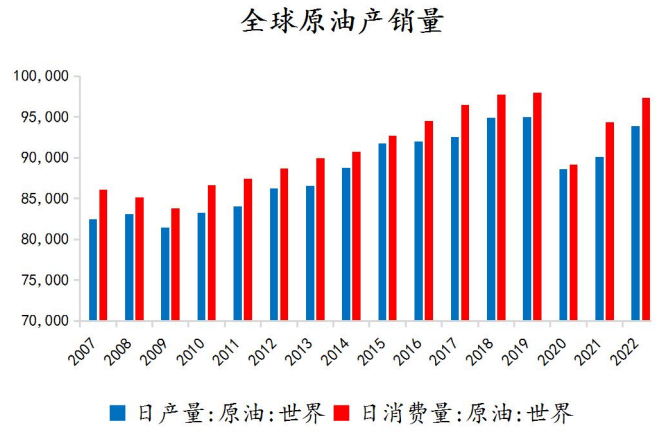
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供应压力层级传导

随着供应压力沿产区-进口-库存链条逐渐兑现，天然橡胶期货走势呈季节性回落。

1 月下旬泰国东北部地区气温下降逐步停割，南部主产区减产期预计 2 月中下旬到来，当地橡胶加工厂阶段性补库，海外原料价格旺季维持相对坚挺。

海关总署公布的数据显示，2025 年 12 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 95.3 万吨，同比增加 18.45%，环比上升 20.62%；2025 年中国橡胶进口总量共计 852.5 万吨，较 2024 年的 730.3 万吨大幅增长 16.7%。

截至 2026 年 1 月中下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存合计 58.49 万吨，环比上期增加 1.67 万吨或 2.94%；其中，保税区库存增加 6.42%至 9.95 万吨，一般贸易库存增加 2.26%至 48.54 万吨。

割胶季剩余时间产区天气已难有变数，进口船期在春节后有集港预期，青岛地区流通现货保持

充裕，结合近期观察到的国内累库加速迹象，我们认为沪胶缺乏趋势性上涨支撑。

4 需求转淡支撑不足

客观地，天然橡胶下游需求季节性表现尚可，轮胎产线保持稳定未见明显下滑，但对基本面预期改善有限，不足以支撑胶价上涨趋势。

截至 2026 年 1 月中旬，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 62.84%，同比+2.78%，环比+2.30%；国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 74.35%，同比-4.09%，环比+6.35%。重卡销量持续录得同比增长，但全钢胎成品去库仍难撬动，目前主要围绕春节需求进行常规备货；尽管 11 月中国轮胎出口止跌反弹，但圣诞节前抢出口高峰已过，后期欧盟双反影响出口前景。

终端消费来看，2025 年中国汽车市场产销稳中有增，但随着购置税政策红利退潮，订单提前透支效应开始显现，企业对后续新订单预期不强。在旺季放量的同时需求转弱，导致流通现货消化偏慢，青岛港口库存持续累积，缺乏基本面支撑的情况下，预计一季度胶价大概率涨少跌多。

5 合成橡胶成本驱动

包括丁二烯橡胶在内的合成橡胶市场基本面乏善可陈，供应逐步过剩，下游参与偏弱，现货成交疲软，主要上行驱动仍来自原料丁二烯成本支撑。

2025 年 12 月，市场对丁二烯进口增长预期较为充分，而近期缺乏新的进口成交，且国内资源向韩国出口打开，令现货市场报盘逐渐抬升。在未来进口压力缓解的同时，丁二烯下游产品加工利润得到改善，较高的开工率提振了刚性需求。

虽然丁二烯市场表现相对强势，但丁二烯橡胶供应持续增加，需求增量相对有限，下游轮胎企业原料采购意愿不佳，实际成交多在中间套利环节，现货库存累积的弱现实背景下，单靠丁二烯很难带动 BR 盘面共振式上涨。

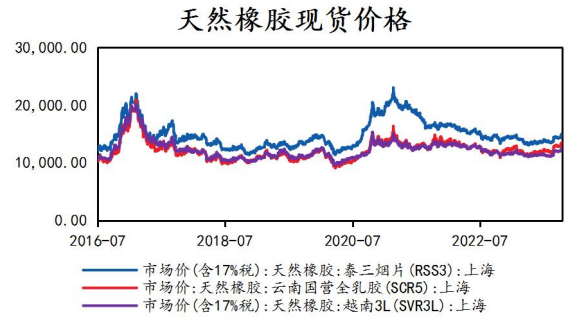
综上，在丁二烯预期向好的利多驱动下，丁二烯橡胶主要趋势已脱离底部，但估值修复后受自身基本面制约，加上 2 月春节前后为传统淡季，BR 期货行情有阶段性调整需要。

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。

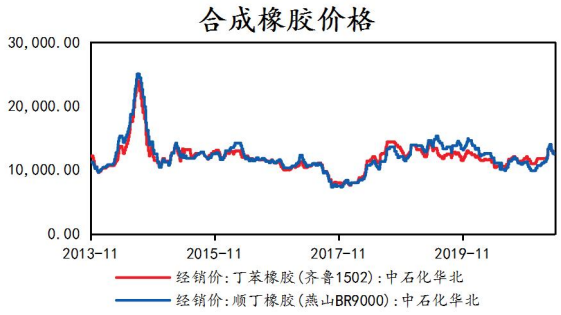
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



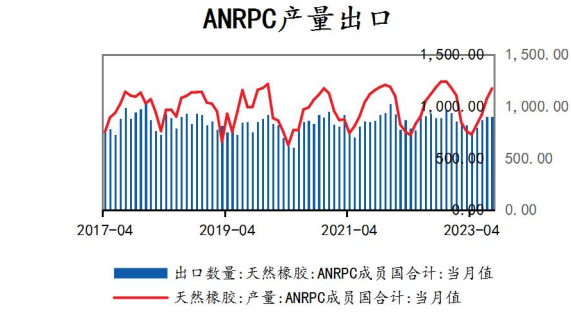
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



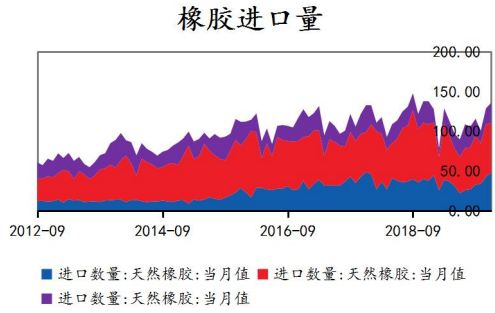
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



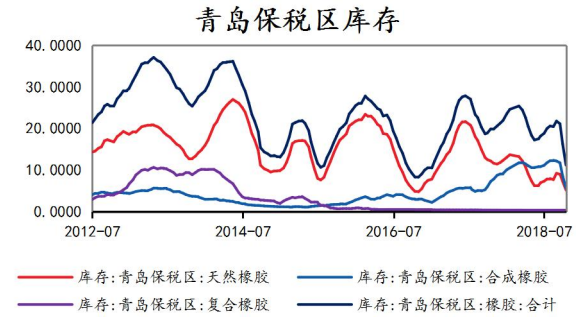
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



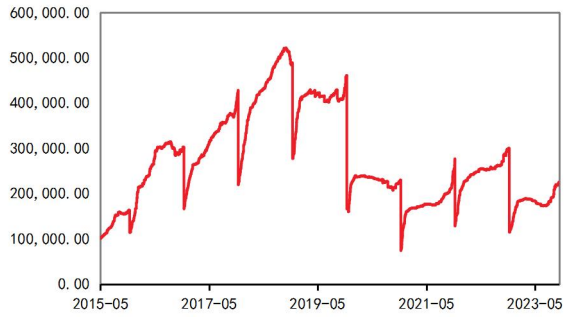
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



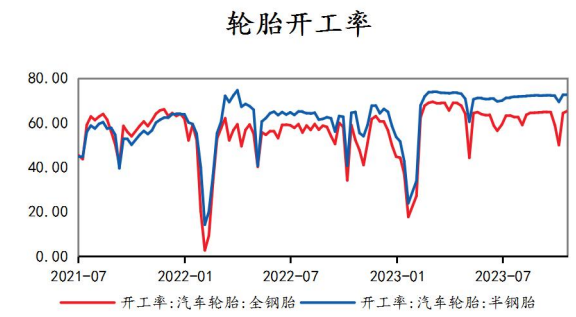
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



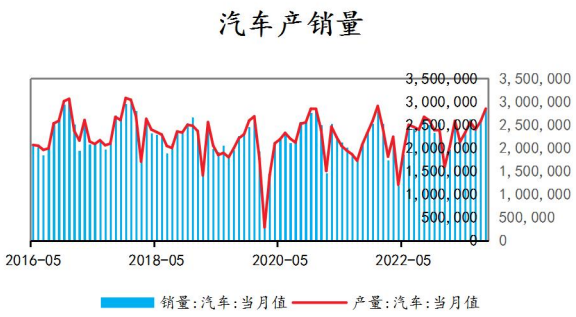
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美国豆油需求炒作升温，内外盘油脂强势反弹

1 外部豆类市场分析

美国豆油需求前景乐观，提振 CBOT 豆油市场保持强势

在刚刚过去的 2025 年，CBOT 豆油市场以超过 20%的年度涨幅完美收官，涨幅遥遥领先与美国大豆和豆粕以及马来西亚棕榈油。美国生物燃料新政有望提振豆油需求是 CBOT 豆油市场保持强势运行的主要原因。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。

美国国内压榨需求旺盛，油强粕弱特征持续强化

全美油籽加工商协会（NOPA）发布的压榨月报显示，美国 2025 年 12 月大豆压榨量跳增至单月纪录第二高位，达到 2.2499 亿蒲式耳，环比增加 4.1%，同比增加 8.9%。美豆压榨量连增的主要动力来自美国国内不断扩张的生物燃料产能，尤其是可再生柴油产业对豆油的旺盛需求。在巴西大豆丰产压力和美豆出口下降的双重影响下，CBOT 大豆市场维持震荡偏弱局面。美豆压榨保持强劲，不断推高豆油和豆粕库存。由于美国豆油需求前景乐观而豆粕需求增长乏力，市场的下行压力持续向豆粕集中，从而导致 CBOT 豆类市场油强粕弱格局愈演愈烈。

巴西大豆收割进度不及预期，阿根廷天气现隐忧

国家商品供应公司（Conab）表示，截至 1 月 17 日当周，巴西大豆收割率为 2.3%，低于五年均值的 3.2%。咨询公司 Safras & Mercado 将巴西大豆产量预测值从 1.7876 亿吨上调到 1.7928 亿吨。一些巴西贸易商表示，1 月份大豆出口量可能不及巴西全国谷物出口商协会（Anec）发布的预测值。Anec 表示正在重新考虑七对本月 380 万吨发货量的评估。阿根廷南部地区非常干燥的天气已经持续一段时间，对大豆产量不利，本周末的降雨范围预计较小，下周干燥情况可能继续。

马来西亚棕榈油供需基本面向好，印尼收紧棕榈油生产许可管理

据船货检验机构估计，马来西亚 1 月 1-20 日棕榈油出口环比增幅在 8.64%-11.4%。南部半岛棕榈油压榨协会（SPPOMA）公布的数据显示，1 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比下降 16.49%。马来西亚棕榈油产量下降、出口增加有助于缓解库存压力。此外，印度尼西亚已撤销了 28 家公司因违反环保规定而获得的许可证，加剧了市场对未来国际棕榈油供应收紧的担忧。

2 国内豆类市场分析

需求旺季加快去库节奏，国内豆油市场价格重心震荡回升

当前正值豆油传统消费旺季。随着气温下降，棕榈油消费减少，豆油在食用油中的市场份额扩大。下游食品加工企业和贸易商为春节备货，采购积极性整体提高。另外，1 月初以来，受进口大豆到港量下滑影响，油厂周度大豆压榨量也有此前的 220 万吨左右降至 200 万吨左右。据中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 210.34 万吨，周度下降 3.83 万吨，其中豆油库存下降 6.88 万吨，食用棕榈油和菜油库存分别增加 1.64 万吨和 1.41 万吨。此外，由于中国豆油在国际市场上比棕榈油更具价格优势，来自印度的进口需求也有利于国内豆油降低库存压力。

库存回落支撑粕价抗跌，供应压力后移削弱粕价上涨空间

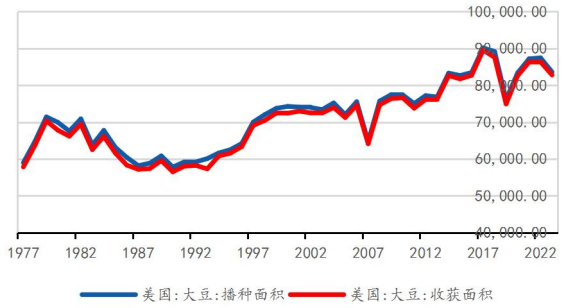
近日，受油厂周度大豆压榨量连续下滑影响，豆粕产出整体下降，同时节前备货需求回暖，豆粕库存降速加快为粕价抗跌提供支撑。据统计，截至上周末，国内豆粕库存量为 94.8 万吨，周度减少 4.96 万吨。美国财长表示中方已完成 1200 万吨美豆采购计划。目前美豆出口量同比偏低 1000 万吨，供给压力叠加巴西丰产预期，美豆市场缺少上行驱动。进口美豆陆续发运到港，加拿大油菜籽对华出口逐步恢复，国内蛋白粕市场供应压力不断后移，粕类期货市场反弹基础相对薄弱。

3 油脂油料市场展望

南美大豆陆续进入生长关键阶段，巴西大豆收割进度虽略显落后，但主要是局部降雨过多所致，并不会造成大范围减产。巴西大豆保持创纪录产量预期，对于稳定和深化全球大豆供应作用突出。阿根廷南部旱情有发展扩大之势，可能引发资金增持天气升水。目前美豆的反弹动力主要来自美国国内豆油需求炒作，巴西大豆增产预期以及美国大豆出口大幅下降等因素随时可能打断美豆反弹节奏。国内进口大豆供应压力后移，中加菜籽贸易恢复，国内豆粕和菜粕期货市场同样缺少上行动能。受外盘油脂上涨提振，国内豆油和棕榈油在成本和情绪影响下仍有惯性上涨空间，但菜油因中加贸易关系改善跟涨较为被动。随着豆一期货市场本轮回吐压力得到释放，在需求端的提振下，豆一期货市场价格交易重心已明显抬高。

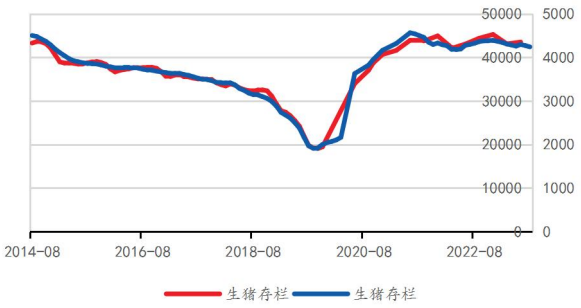
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



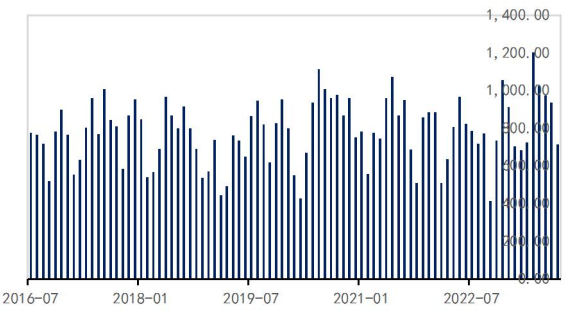
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



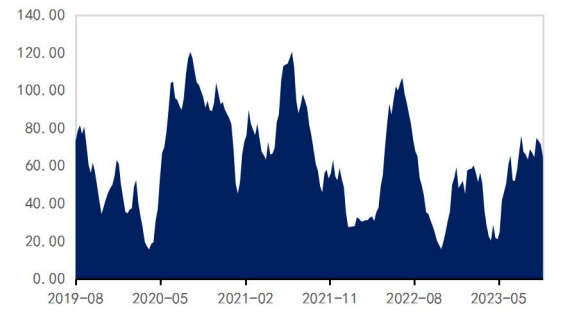
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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