# 中金财富期货策略周报（2026 年第 5 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：**前期“沃什交易”告一段落后，近期国内外商品交易所对于保证金政策的调整对贵金属市场交易层面的冲击仍存在，短期或仍将呈现震荡整固走势，等待杠杆资金出清。稳健投资者仍需要等待工业品市场波动率进一步下降之后参与。

**股指期货：**春节前后宽基指数上涨概率均较高。春节前成交清淡，节后通常能逆转，春节前后 A 股上涨概率大。节日期间海外市场可能存在波动的风险，但是在特朗普一贯重点关注股市的情况下，预计风险有限。

**铜：**全球地缘冲突与不确定性持续发酵，推升市场避险情绪，系统性风险显著攀升。有色及贵金属市场先后出现多空踩踏，风险集中释放，导致国内商品市场波动加剧。尽管铜矿供应紧张与低位库存为其价格提供了上涨弹性，但节前累库压力及疲弱的基本面现实，制约了价格持续上行的空间。当前市场主要由情绪主导，交易难度较大，建议保持观望，多看少动。

**锌：**近期沪锌市场处于高位震荡，其价格受短期供需错配、宏观情绪和季节性因素等多重力量博弈。短期受春节累库预期和需求季节性走弱影响，锌价可能偏弱或宽幅震荡，后续需重点关注节后累库幅度和下游复工强度。

**钢材：**库存累积加速，出口隐忧显现 节前最后一周，基本面缺乏亮点，库存呈现快速累积态势，供应压力逐步显现。尽管上月出口数据较好，但受 2026 年出口许可证制度制约，未来出口或从增量支撑转为拖累。资源回流国内将加剧市场竞争，在年后需求预期不佳的背景下，需警惕市场提前交易需求不及预期的风险。

**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。

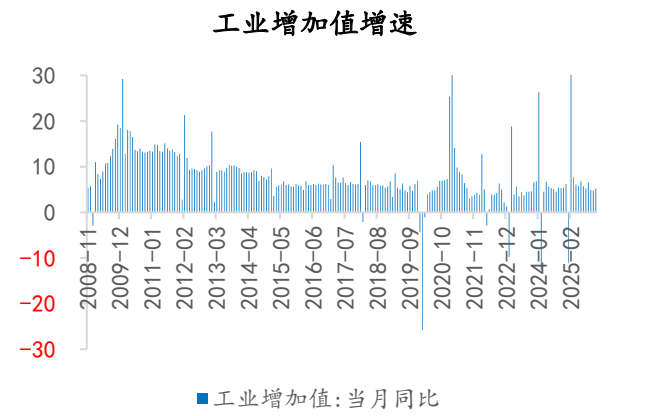
**油脂油料：**出口前景向好提振美豆强势反弹，下周美国农业部月度供需报告中的美豆出口数据南美产量数据备受关注。巴西大豆收割进度加快，巴西大豆创纪录产量预期降低了阿根廷干旱天气的敏感性。贵金属史诗级暴跌一度引发金融市场系统性风险迅速升高，国内外油脂市场反弹节奏受到严重干扰。美国 2026 年生物燃料混合配额预计在 3 月初落地，需求炒作仍对 CBOT 豆油有支撑。产地棕榈油处于生产淡季，印度等进口国需求回升有助于化解棕榈油库存压力。春节长假临近，需求效应降低以及资金离场避险意愿将持续升高。缺少资金加持，油脂市场上行难度依然较大。进口大豆供给压力后移，致使国内豆粕市场与美豆走势明显分化，内弱外强甚至跟跌不跟涨局面仍有望持续。豆一期货市场运行相对独立，受产业政策和现货影响较大。节前现货整体回升叠加中储粮陈豆拍卖成交火爆，随着节后基层库存见底，现货端对豆一期货市场维持高位运行仍有支撑。

# 目录

周度策略：贵金属挤泡沫，工业品剧烈波动 ..... - 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 二月经济数据逐渐回暖 ..... - 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 2026 年出口面临结构性退潮 ..... - 14 -
2 需求季节性回落，累库显著加速 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 17 -
1 美伊局势剑拔弩张 ..... - 17 -
2 特朗普再放烟雾弹 ..... - 17 -
3 委内瑞拉原油滞销 ..... - 17 -
4 印度减少俄油采购 ..... - 18 -
5 转向波动交易逻辑 ..... - 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 减产停割原料坚挺 ..... - 21 -
2 泰国对华出口激增 ..... - 21 -
3 供应压力层级传导 ..... - 21 -
4 节前备库刚需支撑 ..... - 22 -
5 BR 成本端持续走强 ..... - 22 -
6 周期重拾上升大势 ..... - 22 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：出口需求向好提振美豆反弹，国内豆类市场跟涨乏力 ..... - 26 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

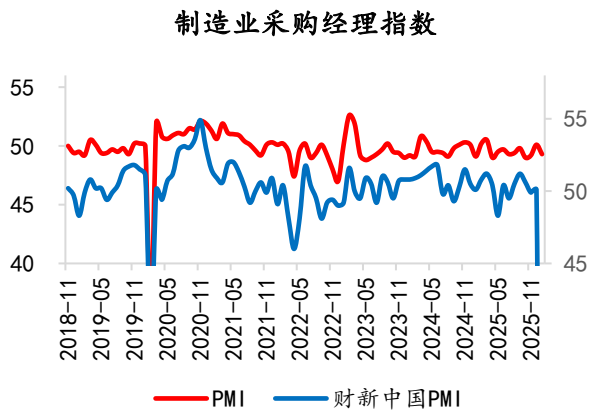
## 重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速




资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



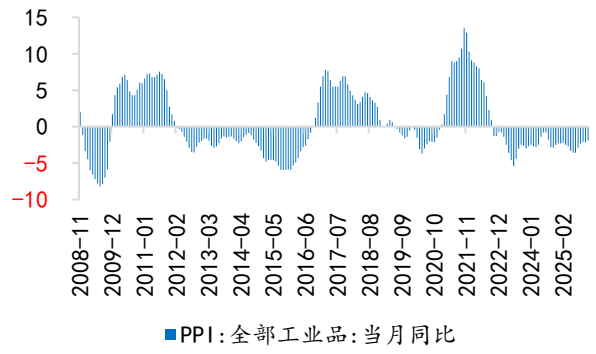

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



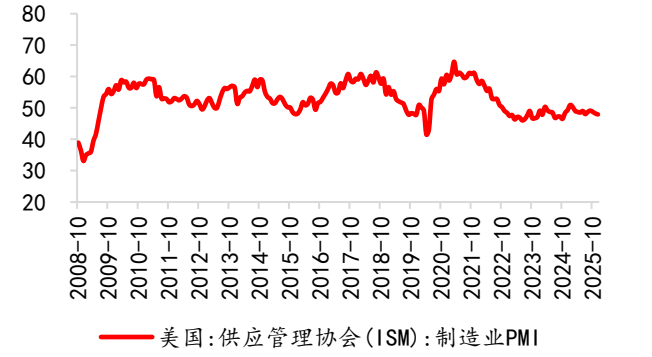

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



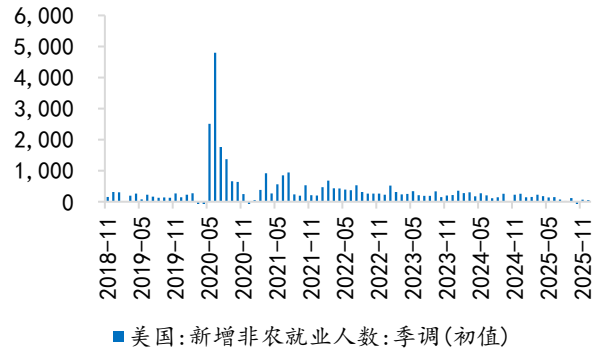

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：贵金属挤泡沫，工业品剧烈波动

自 11 月底白银的逼仓行情启动以来，近 2 个月工业品市场都处在贵金属大涨带来的“金融属性”强化的周期内。随着金银价格涨幅过大带来的剧烈震荡，前期强势的有色和新能源工业品集体回落，市场震荡加剧，参与难度较大。

## 贵金属市场剧烈波动

白银市场连续两周大幅调整，基本将因为炒作导致的泡沫挤干净。银价大幅回落的情况下，工业品市场也出现明显的震荡行情。

白银连续两周大幅回落，但是从市场的主流观点看，贵金属大跌的最主要的原因来自于前期的非理性超涨。年初以来，在特朗普扬言购买格陵兰岛、伊朗局势升温、美国政府关门风险再次上升等事件的催化下，美元信用裂隙再次加大，使得黄金的避险属性与货币属性得到强化。2026 年开年 1 个月的时间内黄金便已累积了近 25%的涨幅，白银在 1 月更是一度上涨近 70%。从 RSI 指标来看，1 月以来黄金在价格的快速上涨中已处于明显的超买状态。在此情况下，获利止盈需求的累积使得较小的边际扰动也会带来剧烈的回调压力。其次，非理性上涨时期积累的散户杠杆资金成为了波动放大器。“沃什交易”只是引爆贵金属情绪转向的导火索之一，而非主要原因。

这里需要注意的是，大部分投资者仍看好贵金属的长期投资价值。市场迅速调整有效抑制了投机情绪的蔓延，但是白银价格的调整，也一定程度上降低了工业金属的金融属性，铜铝铅锌和碳酸锂，价格自高点都大幅回落。

有色金属板块整体面临的基本面较为一般，但是 AI 叙事大幅提升了市场对铜铝的乐观预期。但是，随着市场对科技等增长型行业的资本开支前景产生担忧，这直接削弱了铜、铝等金属的“需求故事”，有色金属板块的金融属性被大幅削弱。

## 1 月 PMI：供需双回落，预计 2 月好转

国家统计局公布 1 月中国采购经理指数。制造业 PMI 为 49.3%，服务业为 49.5%，建筑业为 48.8%。

数据显示经济景气水平有所回落，供需双双走弱，但内部结构分化显著。1 月制造业 PMI 为 49.3%，较上月下降 0.8 个百分点，再度落入收缩区间，显示制造业修复动能减弱，主因需求转弱与季节性因素共同作用。结构看，本月指数呈现三大特征：（1）需求重回收缩，内需外需同步走弱；（2）生产维持扩张，带动被动补库；（3）购进价格与出厂价格剪刀差持续扩大，压制企业采购意愿。

需求重回收缩，内需外需同步走弱。新订单指数录得 49.2%，较前值降低 1.6 个百分点，重新下探至荣枯线以下，指向市场需求景气水平偏低。新出口订单下降 1.2 个百分点至 47.8%，持续处于收缩区间且进一步下行，反映外需承压。新订单-新出口订单的差值收窄至 1.4 个百分点，显示内需降幅相对更大。在手订单指数回落 0.9 个百分点至 45.1%，继续处于低位，进一步印证需求不足。

生产维持扩张，带动企业补库。1 月 PMI 生产指数为 50.6%，较前值降低 1.1 个百分点，仍位于

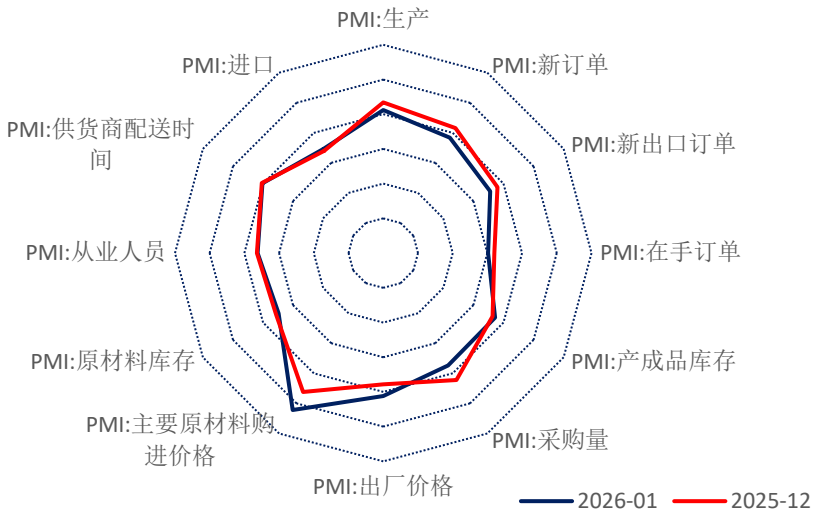
荣枯线以上，显示生产端韧性仍存但景气度减弱。生产经营活动预期景气度下降但仍荣枯线，反映企业生产预期回落；供应商配送时间小幅下降且仍处扩张区间，表明原材料交货效率持续提升。生产端保持韧性，带动产成品库存实现低位修复，其指数回升 0.4 个百分点至 48.6%，显示企业产成品库存量低位改善。

购进价格与出厂价格剪刀差持续扩大，压制企业采购意愿。受国际大宗商品价格上涨影响，原材料购进价格指数大幅上行 3 个百分点至 56.1%。出厂价格指数同步上行 1.7 个百分点至 50.6%，重回扩张区间，但涨幅明显小于购进价格指数。二者剪刀差呈扩大趋势，表明成本向下游传导仍不充分，企业盈利压力加大、盈利空间面临挤压风险。受此影响，企业采购量指数下降 2.4 个百分点至 48.7%，落入收缩区间。

不同企业和行业景气延续分化，整体趋于回落。大中小型企业景气度指数呈不同程度下降。大型企业景气度指数回落 0.3 个百分点至 50.3%，仍处扩张区间；中型企业和小型企业分别降至 48.7%和 47.4%，持续处于收缩区间。行业方面，产业升级支撑高技术制造业、装备制造业保持韧性，景气度指数虽有回落但仍处扩张区间；基础原材料行业景气度低位下降；消费品行业景气度指数下穿至荣枯线以下。

但是 2 月各领域经济活动出现广泛改善，内需与外贸短期动能均表现强劲，预计 2 月开始数据明显好转。

*图表 1：PMI 及分项*




*资料来源：wind，中金财富期货研究所*

**耐心等待波动率进一步下降**

前期“沃什交易”告一段落后，近期国内外商品交易所对于保证金政策的调整对贵金属市场交易层面的冲击仍存在，短期或仍将呈现震荡整固走势，等待杠杆资金出清。稳健投资者仍需要等待工业品市场波动率进一步下降之后参与。

## 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 | 2 月 6 日 | 央行等八部门：未经相关部门同意，境内主体及其控制境外主体不得在境外发行虚拟货币 | 证监会：明确备案监管要求，六类情形禁止开展业务。 | 虚拟币在国内的监管态度明显 |
| | 2 月 6 日 | 李强：宏观政策要靠前发力、财政资金尽可能提前安排，挖掘内需新增长点。 | 突出稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，做好政策预研储备 | 稳经济的政策延续连贯性 |
| 数据 | 2 月 4 日 | 美国 1 月 ADP 就业人数增长 2.2 万人 | 低于预期 4.5 万人 | 就业大幅放缓 |
| | 2 月 6 日 | 美国 12 月 JOLTS 职位空缺创五年多新低 | 远低于预期 | 美国挑战者企业 1 月裁员 10.8 万人，创 2009 年以来同期新高 |
| 事件 | 2 月 4 日 | 习近平同美国总统特朗普通电话 | 中方言必信，行必果，说到做到。 | 只要双方秉持平等、尊重、互惠的态度相向而行，就可以找到解决彼此关切的办法 |

*资料来源：中金财富期货研究所*

## 2 二月经济数据逐渐回暖

从开年的经济数据看，1 月经济在结构上延续优化，但总量层面未能延续去年 12 月的扩张势头，复苏进程出现阶段性波折。

积极信号在 2 月首周开始显现，各领域经济活动出现广泛改善，内需与外贸短期动能均表现强劲。首先，生产端景气度明显回升，基建、机电及纺织等领域生产活动普遍走强。其次，消费端受节前备货、出行增加拉动，市内客流与物流投递量同比显著增长，呈现消费与服务业的共振回暖。实际上，服务消费的复苏在去年四季度已露端倪，住宿餐饮、租赁和商务服务业增加值同比明显反弹，今年 1-2 月持续亮眼的人流量数据进一步支持该趋势在一季度延续。此外，外贸展现出强劲韧性，港口吞吐量同比大幅提升，虽部分受“抢出口”和假期错位影响，但运力投放保持强劲，表明外需基础依然稳固。

房地产市场也释放企稳信号。1 月中旬以来新房成交自低位回升，房价下行压力有所缓和。值得关注的是，2 月以来二手房市场出现“惜售”迹象，挂牌量下降、市场抛压减轻，反映出市场预期可能正在发生微妙变化。

综合来看，尽管 1 月总量增速放缓，但经济在结构优化、价格企稳、服务消费回暖等方面趋势依然延续，外需基础稳固，房地产市场也出现修复态势，这些积极因素在 2 月集中发酵，推动经济回暖。预计 2026 年一季度经济增速将较去年四季度有所反弹，有望再次实现“开门红”。

## 3 海外市场流动性逐渐企稳

凯文·沃什上台引发贵金属大幅波动，对资本市场造成明显影响。市场担忧的是“降息+缩表”的组合对市场流动性的影响。

降息是为了配合特朗普稳经济、赢中期选举，短期释放流动性。而缩表则是沃什一贯的鹰派风格，要回收美联储资产负债表、降低久期风险。这本来是折中的政策，但放在一起，就成了“两头堵”。

降息会加剧通胀和财政赤字担忧，长端利率反而被推高；缩表意味着美联储卖长债买短债，进一步拉大长短端利差。结果就是：长债被抛售、收益率飙升、流动性被锁死在短端，市场根本借不到便宜的钱去支撑高估值资产。这种仅仅在预期内的政策，引发了以贵金属为开头的所有资产同时大跌——美元流动性枯竭。

特朗普的畸形政策模式会让美国步入一个越走越窄的“胡同”：追逐极致垄断优势的“科技依赖症”，屡屡动用关税以谋求更高的供应链安全感，惯用货币财政宽松来弥合阶层撕裂创伤。美国陷入内外矛盾，科技霸权、阶层弥合、偏低通胀，三者不可兼得。

## 4 宏观策略

前期“沃什交易”告一段落后，近期国内外商品交易所对于保证金政策的调整对贵金属市场交易层面的冲击仍存在，短期或仍将呈现震荡整固走势，等待杠杆资金出清。稳健投资者仍需要等待工业品市场波动率进一步下降之后参与。

## 5 股指期货市场分析

### 指数维持震荡行情

上周全球部分市场波动偏多，美股震荡加剧，韩国市场调整较多。由于美联储主席换届带来的货币政策不确定性影响，本周美股市场波动较多。本周美股科技股出现明显回调。虽然本周亚马逊、谷歌、脸书、微软等巨头都出现了明显调整，TAMAMA 科技指数市盈率短期虽然有所下降，但是目前 TAMAMA 科技指数市盈率仍有 34.02，距离 35 这个区间仍然不远。费城半导体指数市盈率降至 43.78，仍然处于偏高位区间。

纳斯达克指数的市盈率为 39.87，距离 40 这个区间仍然不远。由于美股科技股估值偏高，叠加特朗普经济政策的不确定性，美股科技指数中期仍积蓄进一步的回调动能。目前标普 500 席勒市盈率仍有 40.38，较长时间持续处于 40 以上区间。由于特朗普的经济和外交等政策的反复无常，且美股估值仍然偏高，美股中金融、消费、工业等行业里面一些偏高位资产中期维度仍存在回调消化的可能性。

春节前、后一周 A 股上涨概率均超七成，节前市场缩量、大盘占优，节后量能放大、小盘占优。历史上春节前、后杠杆资金先流出后流入，ETF 先流入后放缓，是造成春节前后 A 股量能变化、风格分化现象的原因。目前宏观政策基调积极，海外风险可控。

### 可持有一定仓位过节

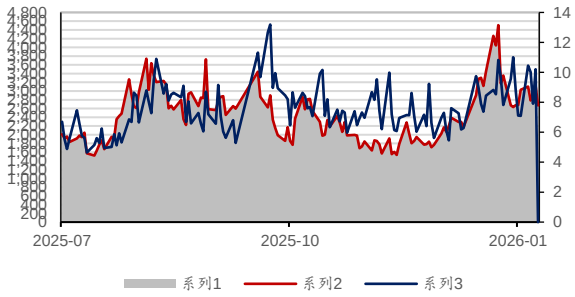
春节前后宽基指数上涨概率均较高。春节前成交清淡，节后通常能逆转，春节前后 A 股上涨概率大。由于春节假期 A 股休市较长，部分投资者为规避海外市场波动等可能发生的不确定事件，市场交投热度往往下滑。不过春节前后 A 股上涨概率均超七成。风格方面，春节前后成长价值风格表现均衡，而大小盘风格则表现迥异，春节前大盘风格上涨概率高于小盘风格，春节后则

表现为小盘风格明显占优。

春节前后 A 股量能变化、风格分化现象或与主导资金差异有关。从资金流向上看，杠杆资金节前明显流出、节后转为流入。ETF 资金节前流入、节后流出/流入放缓。节前节后外资流向变化不大。从资金属性上看，杠杆资金风险偏好高、交易活跃，而 ETF 资金中机构投资者占比更高。因此资金面上，春节前融资资金流出、ETF 资金流入，春节后融资资金流入、ETF 资金流出或是造成春节前大盘占优、市场缩量，春节后小盘占优、市场放量的原因。

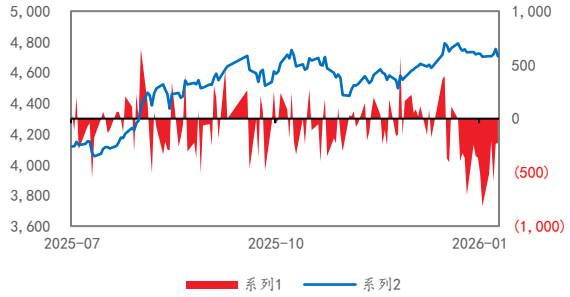
当前持股过节或为上策。。

*图表 8：融资融券数据图*



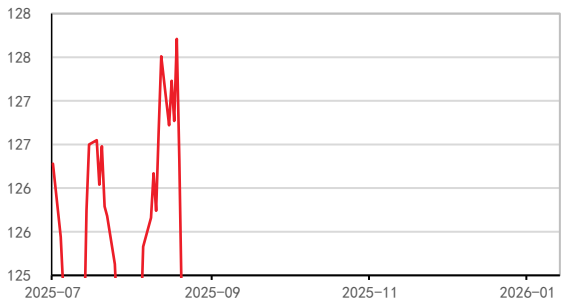

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 9：合约持仓和市场表现*



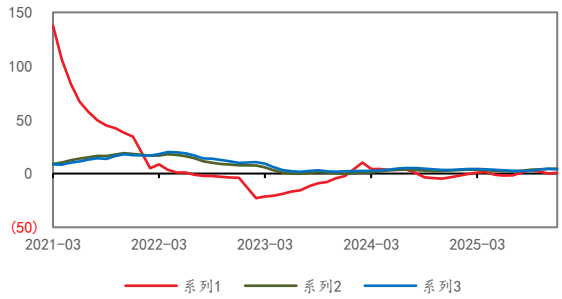

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*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。Capstone 铜业公司旗下位于智利北部的 Mantoverde 铜金矿周三表示，其将向该矿工人提出新的薪资合同方案，此前该矿劳资双方关于新薪资合同的谈判破裂。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。

国家统计局数据显示，2025 年 12 月份精炼铜产量 132.6 万吨，同比增长 9.1%；全年累计产量 1472 万吨，同比增长 10.4%。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。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。

海关总署数据，2025 年全年中国电解铜进口量为 382.83 万吨，同比下降 5.26%。进口市场呈现出“总量收缩、结构重塑”的显著特征，面对全球铜供应短缺与国内新兴产业强劲的铜需求，未来国内进口易增难减。

### 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。

2025 年房地产开发企业房屋施工面积 659890 万平方米，比上年下降 10.0%。其中，住宅施工面积 460123 万平方米，下降 10.3%。房屋新开工面积 58770 万平方米，下降 20.4%。其中，住宅新开工面积 42984 万平方米，下降 19.8%。房屋竣工面积 60348 万平方米，下降 18.1%。其中，住宅竣工面积 42830 万平方米，下降 20.2%。

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。

### 关税预期改变贸易路径，精炼铜净进口量跌至八年新低

2025 精炼铜进口量进一步下滑，出口量大幅增加，净进口量创下八年新低。海关数据显示，2025 年 12 月精炼铜进口 29.8 万吨，同比下滑 27%，全年累计进口 382.83 万吨，同比下滑 5.26%，与进口下滑数据形成鲜明对比，2025 年全年出口精炼铜 78.89 万吨，同比增长 72.93%。

### 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

全球地缘冲突与不确定性持续发酵，推升市场避险情绪，系统性风险显著攀升。有色及贵金属市场先后出现多空踩踏，风险集中释放，导致国内商品市场波动加剧。尽管铜矿供应紧张与低位库存为其价格提供了上涨弹性，但节前累库压力及疲弱的基本面现实，制约了价格持续上行的空间。当前市场主要由情绪主导，交易难度较大，建议保持观望，多看少动。

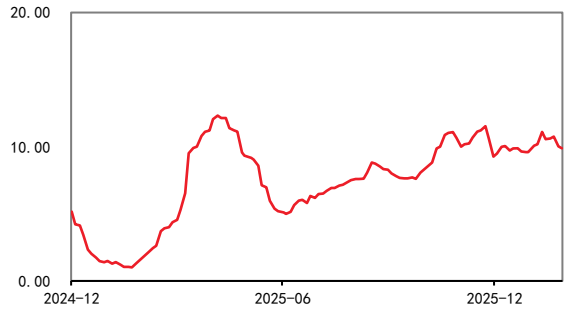
## 3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



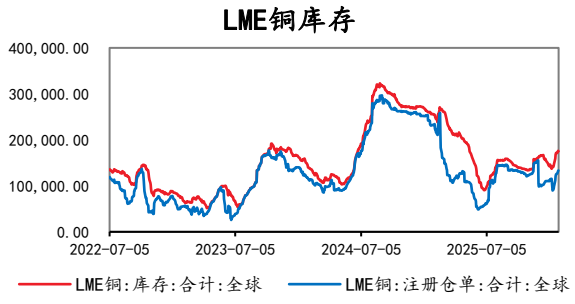

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



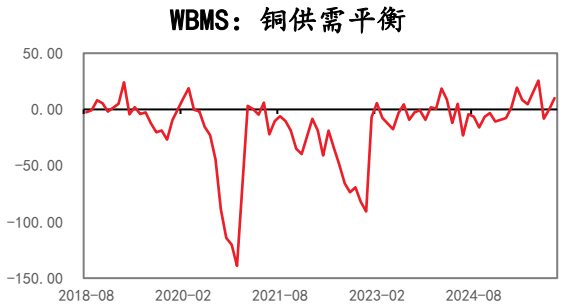

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



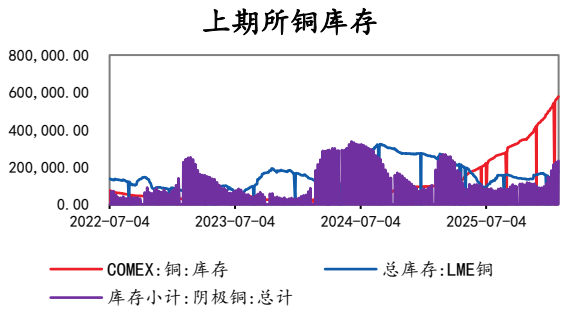

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



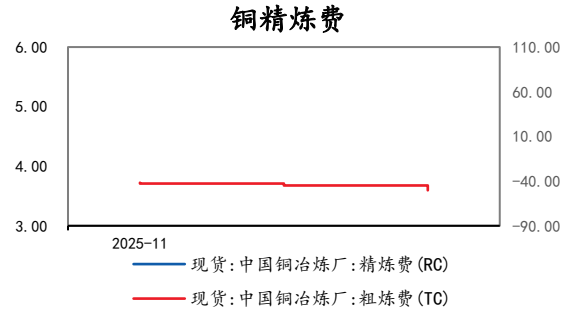

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

加工费未出现反弹，说明矿端并未放松，维持偏紧。冶炼端现货冶炼的利润已经转负，或影响冶炼积极性。矿企利润升至 7890 元/吨以上，矿端企业利润仍在相对中等偏高的水平。结合 TC 价格连续回落至 1400 元/吨左右的情况来看，一体化企业的总体利润反而有所上升，但受制于矿端产量问题，或影响冶炼端的转松趋势。2026 年 1 月，虽然江西、云南地区冶炼厂检修复产，但四川、内蒙古和广东地区冶炼厂开启常规检修，同时部分冶炼厂下调开工率，预计精锌产量环比继续下降。总体预估，1 月份精锌产量环比下降 1.6 万吨至 50.8 万吨，日均环比下降 6.7%。

进口方面：从全年数据来看，2025 年全年中国精炼锌累计进口量为 30.4 万吨，与 2024 年相比累计下降 31.79%。自 2025 年 6 月以来，中国精炼锌进口窗口持续关闭，导致进口量长期处于低位，2025 年全年进口量显著低于往年水平。

### 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。

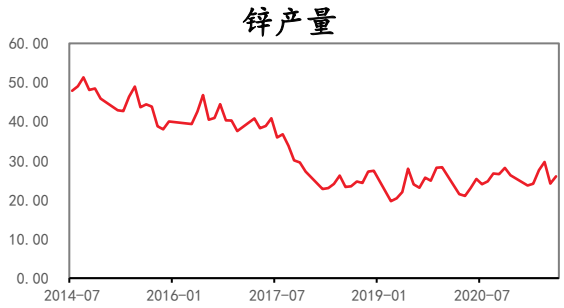
2025 年，我国汽车产销分别完成 3453.1 万辆和 3440 万辆，同比分别增长 10.4%和 9.4%。其中，新能源汽车产销分别完成 1662.6 万辆和 1649 万辆，同比分别增长 29%和 28.2%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 47.9%。

## 2 总结

近期沪锌市场处于高位震荡，其价格受短期供需错配、宏观情绪和季节性因素等多重力量博弈。短期受春节累库预期和需求季节性走弱影响，锌价可能偏弱或宽幅震荡，后续需重点关注节后累库幅度和下游复工强度。

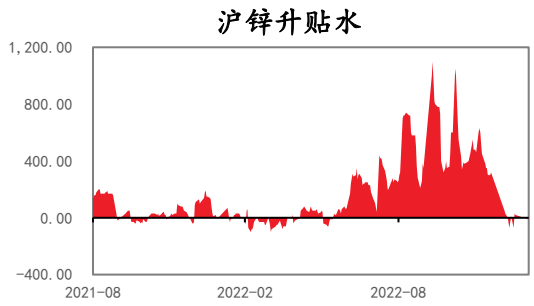
## 3 锌期货现货数据

*图表 18：锌产量*



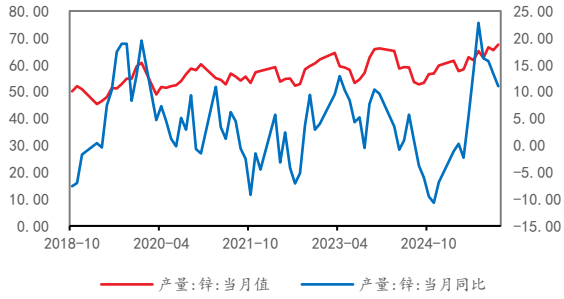

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 19：锌升贴水*



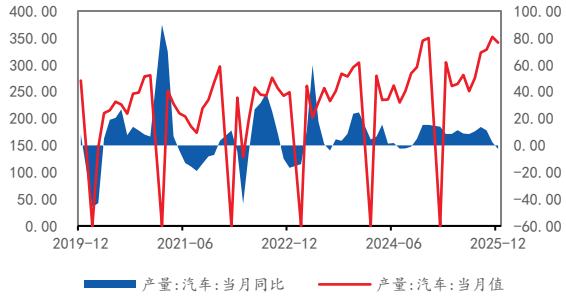

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*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 2026 年出口面临结构性退潮

2025 年 12 月，我国钢材出口量冲刺至 1130.1 万吨，环比大增 13.2%，创下单月历史新高；但出口均价进一步下探至 679.7 美元/吨，环比下跌 2.3%。全年来看，1-12 月累计出口钢材达 1.19 亿吨，同比增长 7.5%，均价同比下跌 8.2%。这组数据清显示出 2025 年“以价换量”的出口情况。在海外反倾销压力加剧前，贸易商与钢厂利用最后的窗口期进行了集中抢发，将年度出口规模推升至历史峰值水平。

展望 2026 年，出口市场将面临下行风险。随着出口许可证制度的全面实施及监管力度的升级，过去长期存在的“黑灰色出口”地带将被封堵。特别是那些通过伪报品名、利用初级产品（如方钢、板坯）规避关税或骗取退税的灰色路径将难以为继。政策端对于低附加值、高能耗产品的限制意图明确，这意味着明年出口数据的“水分”将被大幅挤干，合规成本的上升将直接抑制粗放型出口的增量。

在监管收紧与海外贸易壁垒的双重夹击下，2026 年钢材出口大概率将从“需求增量”转变为“需求拖累”。若今年出口量出现千万吨级的回落，这部分产能将不得不转内销。对于国内市场而言，这无异于在供应端增加了一个大型钢铁省份的产量压力，将加剧国内市场的竞争程度。

综合来看，出口作为过去两年平衡国内供需起到关键的调节作用，但其调节功能将在 2026 年失效。考虑到年后国内地产与基建需求暂无实质性亮点，内需承接能力有限，若叠加出口回流的冲击，钢材供需平衡表将面临严峻考验。投资者需警惕年后在“外需退潮+内需平淡”的双重挤压下，钢价出现因供需错配而引发的估值重塑。

## 2 需求季节性回落，累库显著加速

“春节前效应”的开始兑现，市场正式进入快速累库阶段，且长材与板材的基本面进一步分化。供应端呈现出明显的“长减板稳”策略调整，五大品种钢材周产量小幅回落至 819.90 万吨，环比下降 0.4%。其中，受建筑需求停滞及利润收缩影响，长流程钢厂显著压减了建材排产，螺纹钢产量环比大降 4.1%，线材产量下降 4.4%；相比之下，制造业需求支撑尚存，热卷产量持平，中厚板产量逆势增长 5.3%。

库存端来看，呈现加速累库的市场节奏。五大品种总库存环比激增 4.6%（+59.24 万吨），增幅较上周显著扩大，累库斜率陡峭。结构上看，社会库存增幅(+5.6%)明显快于钢厂库存(+2.5%)，表明冬储货源正在转向至贸易环节。品种间的库存表现则呈现出明显分化：螺纹钢总库存上增 9.3%，其中社会库存单周激增 12.1%，显示出建筑材面临巨大的被动累库压力；而热卷总库存仅微增 1.0%，累库幅度远低于建材。

需求来看，五大品种周表观消费量大幅回落至 760.66 万吨，环比下降 5.12%。建筑用钢需求大幅下跌，螺纹钢表需重挫 16.30%至 147.64 万吨，线材表需大降 17.21%，工地施工几近停摆。然而，板材需求表现出一定的抗跌性，热卷表需仅微降 1.88%，中厚板表需上升 9.05%。

总体而言，本周数据显示“产量下降、库存累积、需求走弱”的典型淡季特征。当前市场交易

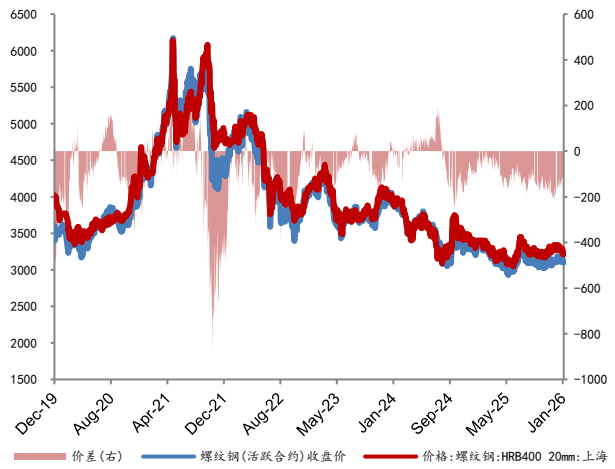
重心已转向节后，出口受阻及节后需求不及预期压制，市场对年后需求持悲观态度，预计盘面将延续偏弱运行。

## 3 小结

库存累积加速，出口隐忧显现 节前最后一周，基本面缺乏亮点，库存呈现快速累积态势，供应压力逐步显现。尽管上月出口数据较好，但受 2026 年出口许可证制度制约，未来出口或从增量支撑转为拖累。资源回流国内将加剧市场竞争，在年后需求预期不佳的背景下，需警惕市场提前交易需求不及预期的风险。

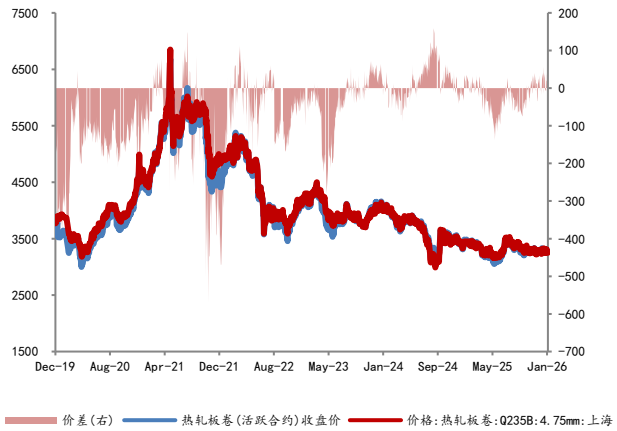
## 4 钢材期货现货数据

*图表 22：螺纹期现价差*



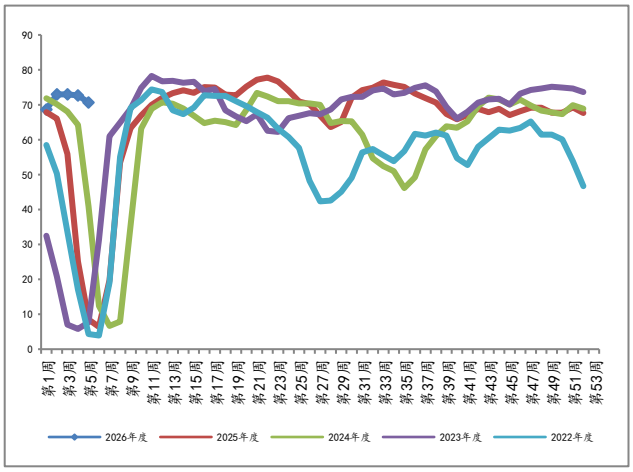

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 23：热卷期现价差*



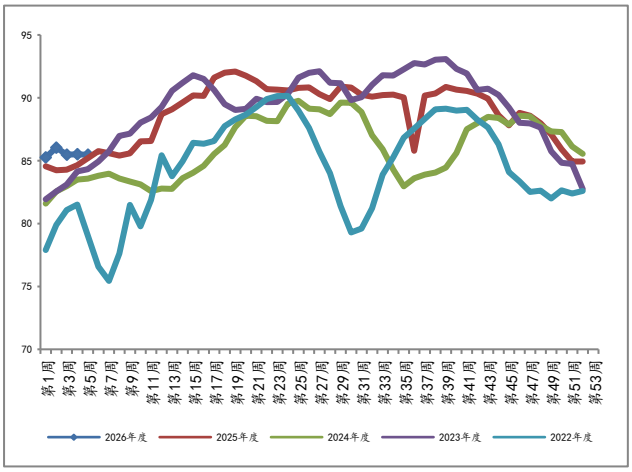

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）*



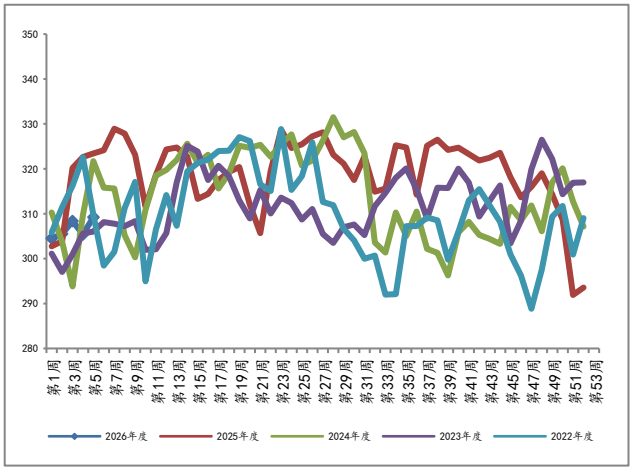

*资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所*

*图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）*



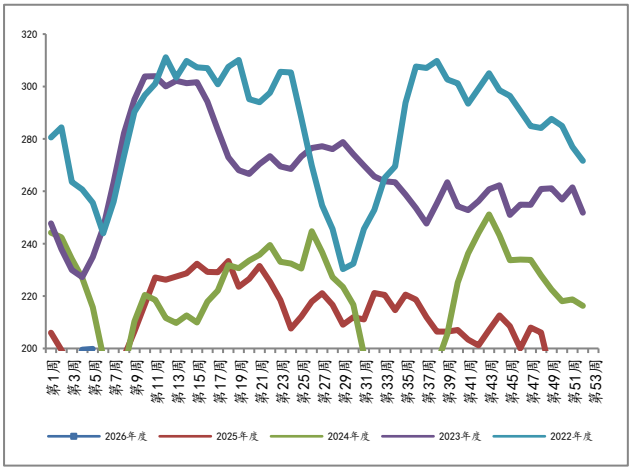

*资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所*

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



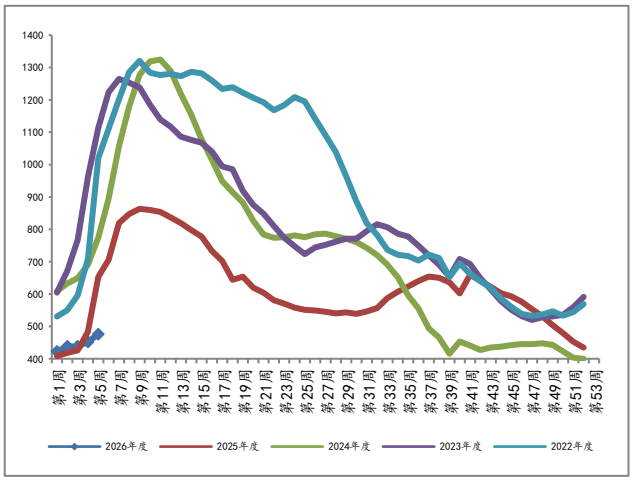

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



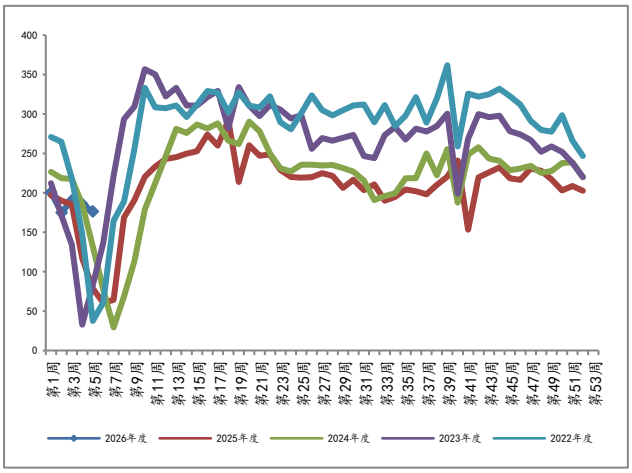

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 美伊局势剑拔弩张

继 2025 年三季度后，国际原油 Brent 价格再度上冲 70 美元大关，本轮行情的核心驱动完全来自伊朗局势急转直下。目前波斯湾地区再次被战争阴影笼罩，美军航母打击群已抵达中东并开展行动，伊朗武装力量宣称进入全面戒备状态。

伊朗目前是 OPEC 第三或第四大产油国，其供应稳定性牵动国际原油市场神经。近年来伊朗原油产量持续回升，2025 年 11 月统计在 322 万桶/日，但近期受美国严厉制裁和长臂管辖，伊朗海运原油出口周发货量降至 100 万桶/日以下，近四周均值约在 135 万桶/日。

伊朗原油出口市场高度集中在亚洲地区，若该国面临供应中断风险，中国、印度等买家将被迫转向沙特、俄罗斯等国寻求进口替代来源。伊朗不仅是主要原油输出国，还扼守着世界油阀霍尔木兹海峡，大约全球原油总供应的 20%和海运出口量的 30%都要经由此处。

根据以往经验，若伊朗局势未能造成实质性供应扰动，则事态缓和后原油溢价将快速挤出，然鉴于特朗普当局的系列行径，我们提醒交易者重视地缘政治可能引发油价剧烈波动的风险。

## 2 特朗普再放烟雾弹

目前来看，美军在伊朗周边的部署已经超过此前对委内瑞拉采取行动的规模，传闻特朗普正考虑对伊朗关键目标实施外科手术式的打击，引发市场对中东原油供应受到威胁的担忧。

但最新消息称，美伊双方均有对话解决避免冲突的倾向，令地缘风险情绪暂时退潮。特朗普发文表示，伊朗方面有意与美方接触，并暗示双方可能恢复外交沟通。以色列媒体报道，美国向伊朗传递信息表示愿意举行会晤，并就达成协议展开谈判。伊朗媒体报道，伊朗外长表示，正通过中间方与美国接触，目前已取得一定成效。

尽管美伊均表示不放弃对话解决，但双方勇敢者游戏的博弈使得形势更加扑朔迷离。我们认为，特朗普通过媒体释放烟雾弹的同时，仍在加紧对伊朗周边的军事部署，不排除发生黑天鹅事件的可能，谨防油价出现剧烈波动的风险。

## 3 委内瑞拉原油滞销

笼罩在波斯湾的疑云尚未消散，另一边委内瑞拉开始大量向美国出口重质原油，加剧了市场对供应过剩的现实担忧。

路透社报道，委内瑞拉正在推进一项全面的能源领域改革，拟允许外国企业通过新的合同模式独立开发油田，对开采出的原油产品获取销售收益，此举将为美国石化巨头重返委内瑞拉做好法理铺垫。在与特朗普当局达成供应协议后，目前委内瑞拉已经出货大约 1200 万桶原油，其中大部分流入美湾地区的储油码头。

然据了解，部分委内瑞拉原油出现了滞销问题。回顾特朗普上一任期发动制裁之前，美国日均进口约 50 万桶委内瑞拉原油，而 1 月委内瑞拉对美原油出口量迅速回升至 28.4 万桶/日，墨

西哥湾沿岸的炼油厂正在努力消化激增的货源。除了量大过饱之外，委内瑞拉原油价格虽有所下降，但与加拿大重质原油相比仍然偏高，美国炼油商缺乏改换供应来源的动机。鉴于存在大量原油可供出售，却找不到足够多买家，市场供过于求的矛盾加剧，给油价造成了新的压力。

## 4 印度减少俄油采购

特朗普宣布，美国与印度达成贸易协议，向印度加征的对等关税从 25%降至 18%，作为交换条件，印度承诺将对美贸易壁垒降为零，并购买价值 5000 亿美元的美国能源产品等，未来还将采购委内瑞拉原油。

回顾去年 8 月，特朗普以印度购买俄罗斯原油为理由，在 25%对等关税基础上再加征 25%的惩罚性关税，使得总税率达到 50%，但据 Kpler 统计，印度仍以约 150 万桶/日的规模进口俄罗斯原油。达成贸易协定后，印度将大幅削减对俄罗斯原油进口，未来数月内有望减少数十万桶/日，同时加快推进原油来源多元化，例如增加采购委内瑞拉原油，以替代部分俄罗斯货源。俄罗斯原油在印度市场的份额被压缩，将不得不以大幅折价销售，在地缘政治降温的前提下对油价构成拖累。

## 5 转向波动交易逻辑

2026 年全球原油市场进入高度过剩的状态，供应端 OPEC+与新兴产油国双重扩产，需求端宏观经济承压能源消费疲弱，供需结构宽松甚至失衡成为主旋律，给原油基本面估值设定了一个不高的上限。然而，自 2025 年四季度以来，这种一致性预期已经被市场普遍接受，利空充分交易后油价阶段性底部逐渐浮现。

从 CFTC 持仓结构可见，非商业原油净多持仓已经持续减少到几乎降无可降的程度，交易员开始试探性对空头进行回补，押注原油价格触底反弹的契机。在此情景下，中东、俄乌、南美等地缘政治状况频发，紧张局势催生供应链担忧情绪，配合油价低位迅速拉升，往往会急剧放大市场短期波动性。

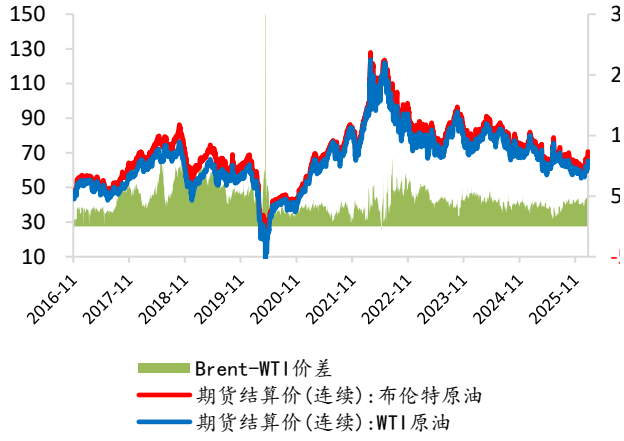
根据以往经验，我们猜测 Brent 基准价格 50-60 美元附近已经对负面预期较为充分地计价。我们认为，原油市场逐渐形成“熊市下跌—事件驱动—回归基本面”的循环，机构从趋势交易转向波动率交易，预计这种模式仍将延续较长一段时间，直到主要矛盾发生实质性改观。

## 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。

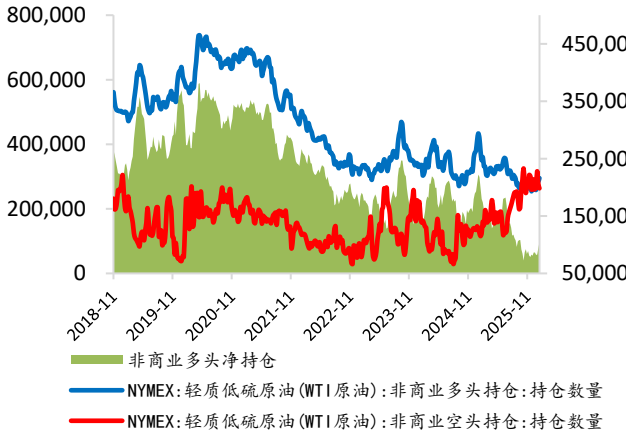
## 7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



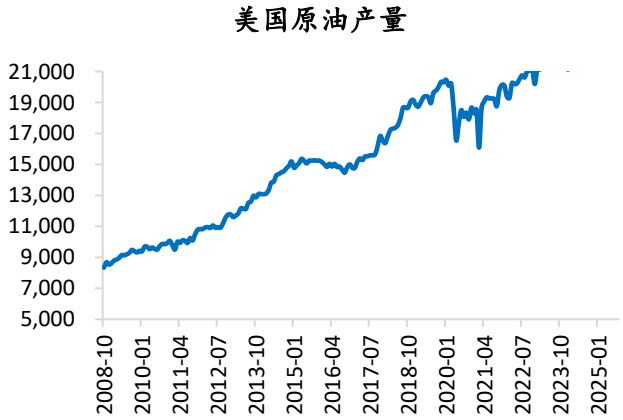

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



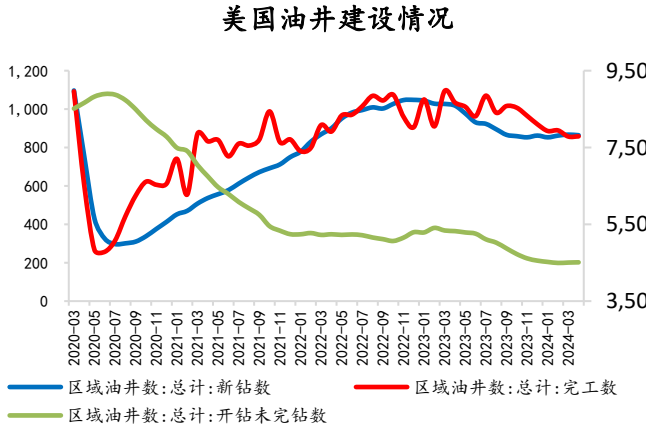

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



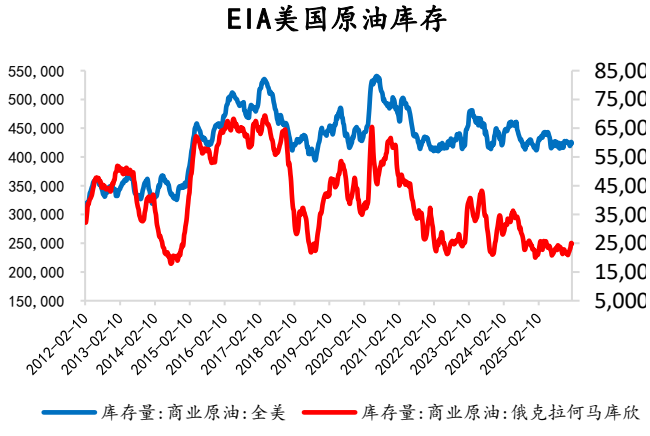

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



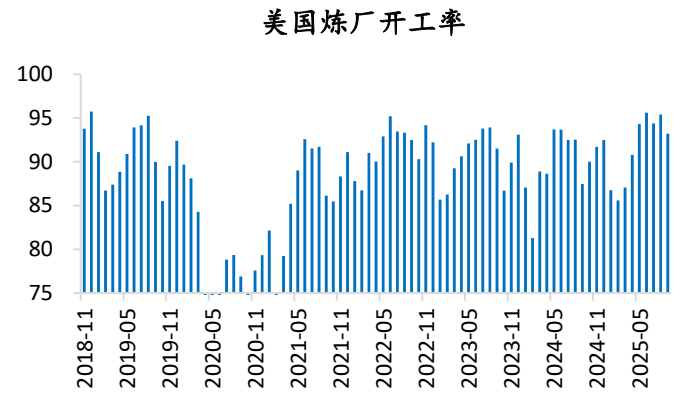

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



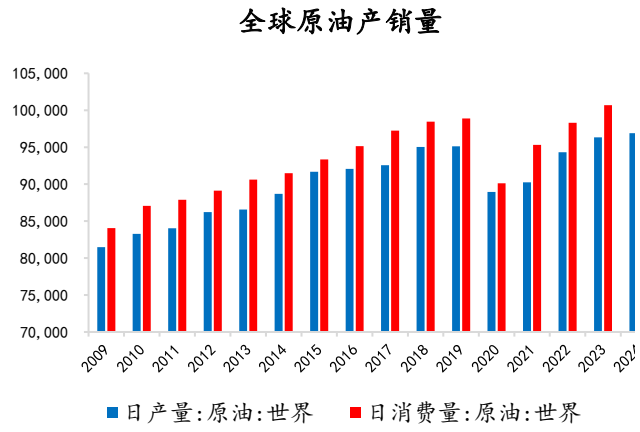

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 减产停割原料坚挺

2026 年 1 月，全球天然橡胶产出季节性见顶回落，原料供应收紧在成本端为胶价提供强劲支撑。

中国云南、海南产区已经全面处于停割期；泰国东北部地区割胶进入尾声，南部主产区预计维持到 2 月中下旬，工厂日均收胶量开始萎缩；越南产区旺季已过，胶水干含随温度明显下降。橡胶加工厂原料储备水平普遍不高，为应对即将到来的低产期，积极采购以满足备货需求，使得原料收购价格维持坚挺。

诚然，天然橡胶主产区普遍进入减产停割阶段，但由于 2025 年中国橡胶进口量创下历史同期高位，令国内港口库存呈季节性累库局面，而春节前后下游需求处在淡季，将制约胶价上涨空间和动能。

## 2 泰国对华出口激增

东南亚方面，泰国东北部和越南中北部地区进入低产季，泰国南部主产区向减产期过渡，产业链呈上游主动补库、中游被动累库格局，天然橡胶市场进出口环节压力仍存。

泰国海关数据显示，2025 年泰国天然橡胶（不含复合橡胶）出口量合计 266.9 万吨，较上年下降 5.3%。分胶种来看，其中标胶出口 147.8 万吨，同比-16%；烟片胶出口 43.8 万吨，同比+24%；乳胶出口 73.5 万吨，同比+8%。

在狭义天然橡胶出口量整体下降的情况下，2025 年泰国出口至中国天然橡胶数量为 106 万吨，仍较上年大幅增长 18%。由于中国对天然橡胶类目征收进口关税，除转口加工贸易外，内销轮胎制作原料主要为混合胶，其因免税成为中国进口量最大的橡胶品种。2025 年泰国混合胶出口量为 175.3 万吨，较上年大增 25%，绝大部分出口到中国市场。

综合来看，2025 年泰国广义天然橡胶出口量总计 442.2 万吨，较上年增加 4.9%，中国贡献了最主要的进口增量。预计 2 月春节过后，泰国旺季出口货源将集中到港，青岛地区累库对沪胶期货盘面构成压力。

## 3 供应压力层级传导

随着供应压力沿进出口-库存链条逐渐兑现，天然橡胶期货走势呈季节性回落。

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 1 月中下旬，中国天然橡胶社会库存总量为 127.3 万吨，环比增加 1.7 万吨或 1.3%；其中，深色胶社会库存增加 1.7%至 85 万吨，浅色胶社会库存增加 0.6%至 42.3 万吨。

截至 1 月下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存量合计 58.45 万吨，环比上期微幅减少 0.04 万吨或 0.07%；其中，保税区库存下降 5.03%至 9.45 万吨，一般贸易库存增加 0.95%至 49 万吨。

由于橡胶轮胎行业春节前备货需求增加，短期下游厂商提货较为积极，因此最新库存数据显示增速放缓，至少累库节奏未出现明显加速迹象。然而结合进口船期和季节性规律，推测一季度青岛港口仍将整体维持累库趋势，对胶价上涨空间构成限制。

## 4 节前备库刚需支撑

天然橡胶现货交投来看，上游供应充裕逢高出货，下游维持逢低刚需采购，厂商节前备库情况尚可，在需求端提供一定支撑。

轮胎行业产能利用率涨跌互现，半钢胎企业在外贸订单支撑下排产提升，部分全钢胎企业出货一般仍主动控产。截至 1 月下旬，国内全钢胎样本企业产能利用率为 62.53%，同比+22.14%，环比-0.49%；半钢胎样本企业产能利用率为 73.84%，同比+8.92%，环比+1.31%。近期轮胎开工率回升的主要原因是，欧盟对华汽车轮胎反倾销调查推迟半年，促使国内轮胎企业订单情况改善，类似去年关税前的抢出口现象重现。

不过，本轮天然橡胶和丁二烯橡胶价格反弹后，原料成本抬升压缩产品利润，轮胎企业多安排在 1 月底至 2 月初提前放假，进入节前收尾产能利用率将有所下滑，提货出库减少导致橡胶累库局面延续。

## 5 BR 成本端持续走强

根据历史经验，丁二烯橡胶走势更多受原料丁二烯价格主导，而产业链供需关系影响相对在其次。 本轮丁二烯橡胶上涨行情的核心驱动是，欧洲、日韩等地区乙烯裂解装置产能退出，造成海外丁二烯供应趋紧价格攀升。国内丁二烯产能高度集中于两桶油，市场外放货源有限，炼化春季集中检修将至，进一步加剧供应紧张的预期。

丁二烯橡胶方面，2025 年中国顺丁橡胶产量增加超过 20%，绝对数量接近 30 万吨，然近两个月以来供应增速连续放缓，且 2026 上半年国内丁二烯和顺丁橡胶均无投产计划。中国化工行业普遍面临产能扩张带来的过剩，低估值困境令化工品种反内卷影响不断扩大，合成橡胶长期存在供应缩减预期。

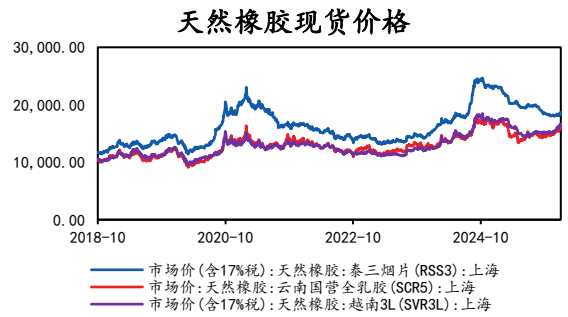
综上，丁二烯橡胶成本支撑较强，自身基本面前景尚可，对天然橡胶行情亦有一定提振。

## 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。

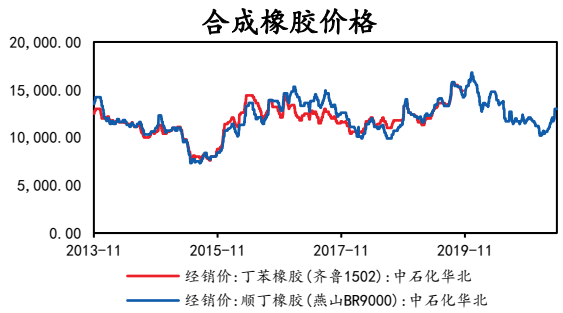
## 7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



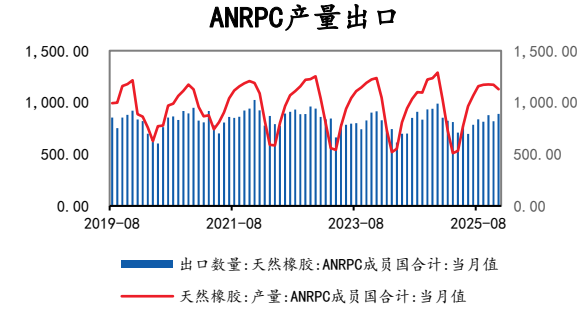

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



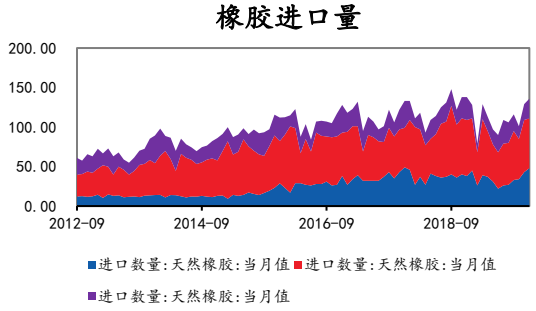

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



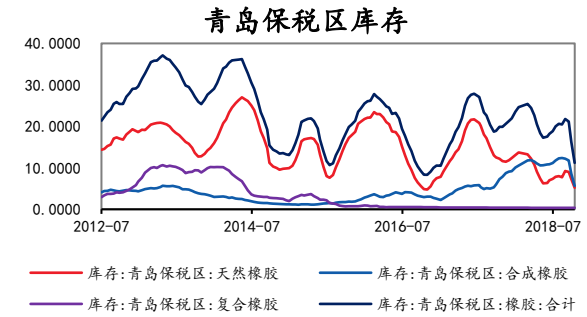

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



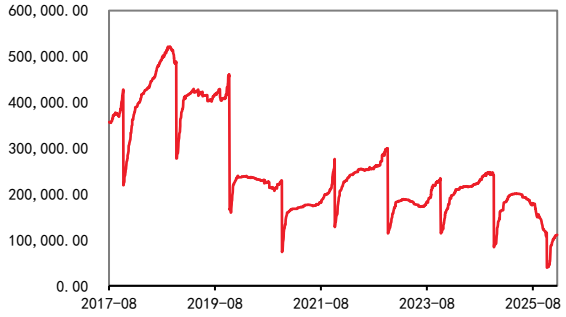

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



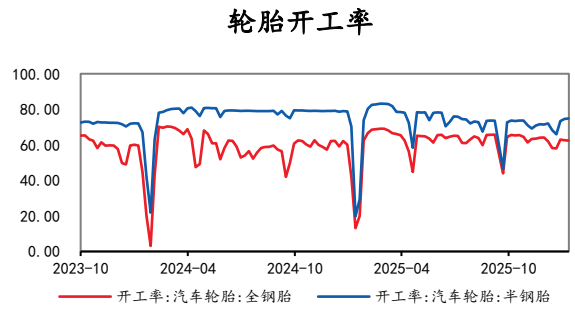

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



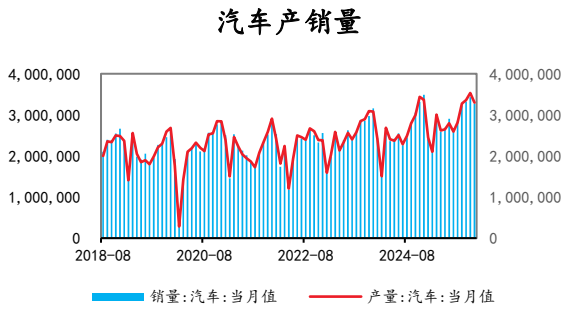

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：出口需求向好提振美豆反弹，国内豆类市场跟涨乏力

## 1 外部豆类市场分析

### 中美元首通话，美豆对华出口预计增加

本周三晚间，中美元首通电话，美方表示中国正考虑从美国采购更多大豆，本季采购量从原先的 1200 万吨大幅提升至 2000 万吨，并承诺下季采购 2500 万吨。受此需求端利好提振，CBOT 大豆期货市场强势反弹，美豆基准合约一度突破 1110 美分/蒲式耳，创下逾两个月最大单日涨幅。

### 美国发布最新生物燃料指引，豆油需求炒作再升温

美国财政部周二拟议规则，规范生物燃料生产商如何获取每加仑 1 美元的低碳运输燃料税收抵免。其中的变化包括允许使用加拿大和墨西哥种植的原料生产低碳燃料，以及调整计算原料土地利用强度的方法。此次发布的最新生物燃料指引将为生物燃料生产商提供额外支持。生物燃料是豆油需求的重要来源之一。受此提振，CBOT 豆油市场强势反弹，扭转近日因系统性风险冲击引发的回调行情。美国豆油需求仍有炒作空间，美国豆油上涨可在一定程度上降低巴西大豆增产以及美豆出口需求下滑的影响，为 CBOT 大豆市场抗跌提供支撑。

### 巴西大豆收割已过一成，机构纷纷上调产量预估值

巴西大豆处于收割初期，机构纷纷上调巴西大豆产量前景。巴西农业咨询机构 AgRural 表示，截至上周四，巴西大豆收割率达到 10%，高于去年同期的 9%。咨询机构 StoneX 和 Celeres 评估的最新巴西大豆产量分别为 1.816 亿吨和 1.813 亿吨，均高于此前预估值。巴西大豆保持创纪录产量预期有助于降低阿根廷局部干旱造成的减产预期。巴西对外贸易秘书处（Secex）称，巴西 1 月大豆出口量为 187.65 万吨，同比增加 75.51%，但低于此前预期。巴西全国谷物出口商协会（Anec）预计，巴西 2 月大豆出口量将达到 1142 万吨，较去年同期高出 170 万吨。

### 产地棕榈油供需基本面改善，等待 MPOB 月报指引

据船货检验机构 AmSpec 和 ITS 发布的数据显示，马来西亚 1 月棕榈油出口环比增幅分别为 14.89%和 17.9%。南部半岛棕榈油压榨协会（SPPOMA）公布的数据显示，1 月马来西亚棕榈油产量环比下降 13.08%。马来西亚 1 月棕榈油产量下降、出口增加，市场预计月末库存有望从上月的 305 万吨近七年高点降至 280-290 万吨，供给压力有望获得改善。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 2 月 10 日中午公布月报，将对马来西亚 1 月供需数据作出更清晰的指引。

## 2 国内豆类市场分析

### 国内三大油脂库存下降，节前需求窗口收窄削弱油脂涨能

受需求端春节前集中备货影响，国内三大油脂库存明显下降。据 Mysteel 农产品公布的统计数据，截至 1 月 30 日，全国大样本三大食用油库存总量为 228.27 万吨，周度下降 6.81 万吨，其中豆油库存下降 1.57 万吨，棕榈油库存下降 4.09 万吨，菜油库存下降 1.15 万吨。三大食用油库存较上年同期增加 1.71 万吨，增幅处于收窄状态。随着节前需求效应减弱，国内油脂市场上涨动力依然不强。

### 豆粕库存止降回升，供应压力后移令粕价表现偏弱

春节前油厂开工率大幅回升，本周油厂大豆压榨量预计升至 240 万吨高位，豆粕产出增加，节前备货近尾声，豆粕库存止降回升，粕价承压回落。据统计，截至上周末，国内豆粕库存量为 94.70 万吨，周度增加 4.02 万吨。随着节前需求窗口逐渐关闭，需求端对粕价的提振作用下降，

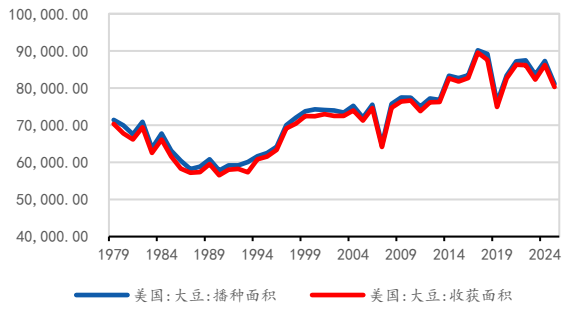
油厂挺粕动力也在减弱。目前国内 3 月船期进口大豆基本完成采购，4、5 月船期采购有序推进。春节后进口美豆将陆续到港，美豆过剩库存向中国转移，供给宽松预期不断后移，粕类期货市场跟涨动力依然受限。此外，进口澳大利亚菜籽近期投入压榨，中加菜籽贸易稳步推进，菜籽供应形势也趋向宽松，进一步增加粕价回升的阻力。

## 3 油脂油料市场展望

出口前景向好提振美豆强势反弹，下周美国农业部月度供需报告中的美豆出口数据南美产量数据备受关注。巴西大豆收割进度加快，巴西大豆创纪录产量预期降低了阿根廷干旱天气的敏感性。贵金属史诗级暴跌一度引发金融市场系统性风险迅速升高，国内外油脂市场反弹节奏受到严重干扰。美国 2026 年生物燃料混合配额预计在 3 月初落地，需求炒作仍对 CBOT 豆油有支撑。产地棕榈油处于生产淡季，印度等进口国需求回升有助于化解棕榈油库存压力。春节长假临近，需求效应降低以及资金离场避险意愿将持续升高。缺少资金加持，油脂市场上行难度依然较大。进口大豆供给压力后移，致使国内豆粕市场与美豆走势明显分化，内弱外强甚至跟跌不跟涨局面仍有望持续。豆一期货市场运行相对独立，受产业政策和现货影响较大。节前现货整体回升叠加中储粮陈豆拍卖成交火爆，随着节后基层库存见底，现货端对豆一期货市场维持高位运行仍有支撑。

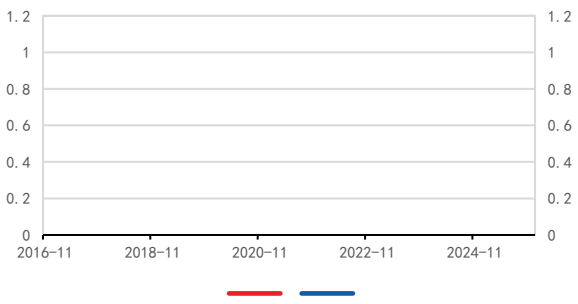
## 4 油脂油料市场主要数据

*图表 45：美国大豆种植收获面积*



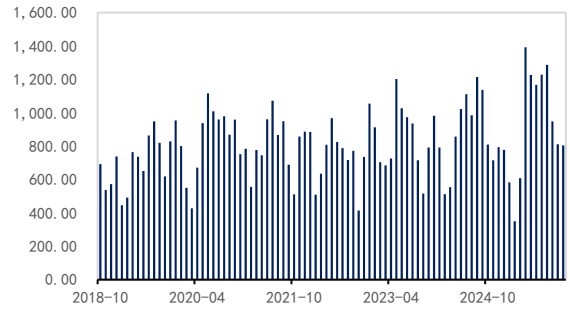

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 46：国内生猪存栏量*



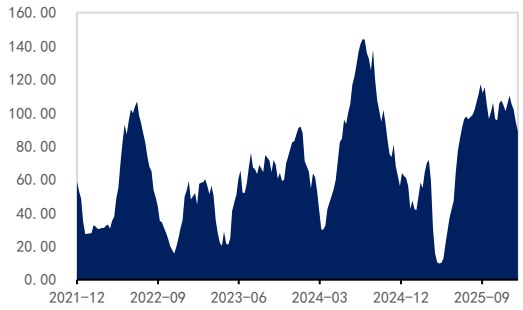

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

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