中金财富期货策略周报（2026 年第 8 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：市场已经开始定价通胀回升的风险，短期降息预期和风险偏好都受到油价的压制。一旦霍尔木兹海峡封锁市场超过一个月，对经济增长和通胀的影响将是非常实质的，油价回升将压制所有风险资产的价格。从这个角度看，特朗普的 TACO，是资本市场走势的关键。

股指期货：美以继续扩大冲突烈度的必要性已不强，但高油价是伊朗同美国谈判的重要筹码，通过封锁海峡维持油价高位，大概率仍是未来一段时间的基准情景，后续事件走势值得密切关注。考虑到特朗普的一贯的 TACO 风格，我们仍建议关注股指期货调整之后的买入机会。

铜：美伊冲突导致霍尔木兹海峡局势紧张，推升原油价格，引发市场对通胀和海运成本的担忧。两会召开，市场对新能源、电网投资等扩大内需政策抱有强烈期待。3 月份随着生产恢复和新建项目投产，国内电解铜产量预计将显著增加。金三银四需求低于预期，三大交易所显性库存和国内社会库存均创近 5 年新高，且仍在累积。短期内这种“宏观与产业”的博弈仍将持续，沪铜价格预计维持高位震荡。

锌：欧洲基准天然气价格暴涨，能源价格抬升引发海外锌冶炼厂减产担忧。霍尔木兹海峡的紧张态势，引发了市场对锌精矿供应的担忧，伊朗有约 20 万金属吨的年产能。金三银四”的传统消费旺季目前表现并不亮眼。下游刚需采购有限，导致现货对期货常常处于贴水状态。国内高企的社会库存和缓慢的需求复苏是压制价格的两座大山，短期锌价缺乏持续上行动力。

钢材：当前钢材盘面定价主要受地缘溢价主导，核心逻辑在于原料端成本的向上传导。受前期 BHP 现货限制传闻影响，铁矿石与焦煤估值抬升，被动推涨钢材期价。然而从产业现实观测，内贸终端表需修复斜率偏低，叠加出口限制政策导致的外部减量，供需双弱格局尚未被盘面充分计价。鉴于高成本向成材利润传导存在实质性阻滞，需防范地缘情绪与原料端扰动消退后，期价向偏弱基本面回归的下行风险。

原油：自 2025 年四季度以来，原油供需过剩的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。在此情景下，中东地缘政治矛盾大爆发，激烈冲突催生供应链担忧情绪，配合油价低位迅速拉升，急剧放大市场短期波动性。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。

橡胶：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。

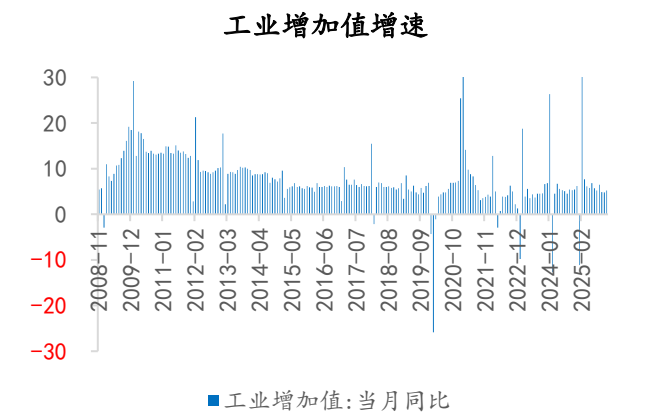
油脂油料：中东局势复杂严峻，地缘政治走向对海运物流和市场预期影响深远，仍是影响近期国内外豆类市场走势的关键。美国农业部 3 月供需报告平稳落地，美国环保署（EPA）最终的可再生燃料标准（RVO）要求以及 3 月 31 日的库存和新季种植面积数据受关注的程度将逐渐提升。CBOT 大豆市场在时隔近两年后再度站上 1200 美分关口，中东局势和南美大豆生长关键期的天气因素有望支撑美豆抗跌。内外盘走势趋于同步，豆粕期货多个合约结束自挂牌以来的盘整状态整体强势突破。三大油脂期货交替领涨，价格重心大幅抬高。国产大豆市场与进口大豆保持强势联动，纷纷刷新本轮反弹新高。中东战事有长期化的可能，国内外豆类市场对中东局势高度敏感，市场情绪随着局势演变频繁切换。整体来看，在中东局势有效缓解前，国内豆类市场仍将处于易涨难跌状态，但多空分歧将加剧盘面震荡，需合理控制仓位，注意防范风险。

目录

周度策略：“滞胀”交易趋势有所深化 - 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 -
出口：高速增长、结构优化 - 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 纽曼粉现货流通受限点评 - 14 -
2 表需环比显著修复，产业链累库斜率放缓 - 14 -
3 小结 - 15 -
4 钢材期货现货数据 - 15 -
原油 - 18 -
1 伊朗拧紧世界油阀 - 18 -
2 断供担忧终究成真 - 18 -
3 谨防预期极端反转 - 18 -
4 TACO 再次成为选项 - 18 -
5 地缘政治占据主导 - 19 -
6 波动率交易新模式 - 19 -
7 原油期现数据 - 19 -
天然橡胶 - 22 -
1 上行通道路径复杂 - 22 -
2 产业发展陷入困境 - 22 -
3 全球气候异常频发 - 22 -
4 下游增长驱动平缓 - 23 -
5 地缘政治影响中性 - 23 -
6 周期重拾上升大势 - 23 -
7 橡胶期现数据 - 24 -
油脂油料：美豆强势震荡，国内油粕交替领涨 - 27 -
1 外部豆类市场分析 - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 - 28 -

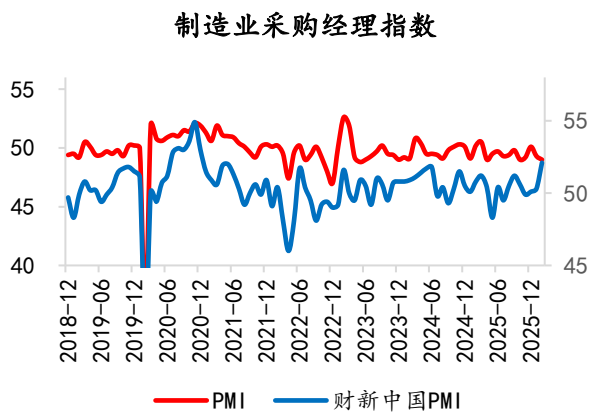
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



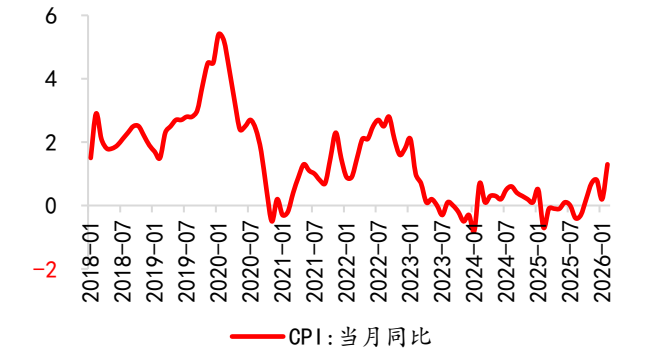
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



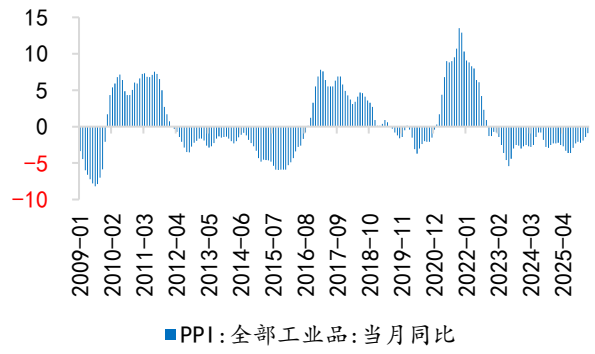
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



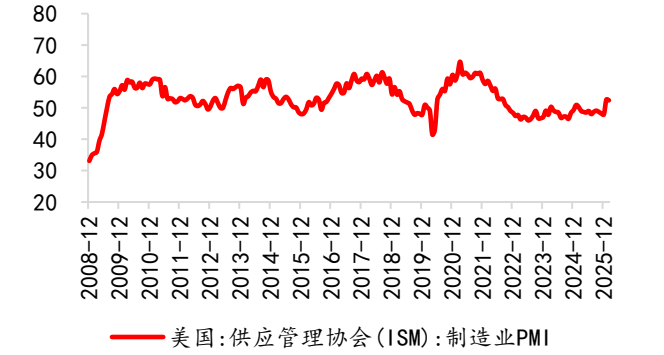
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



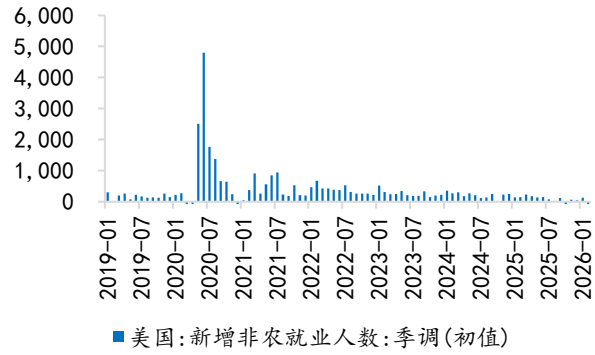
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：“滞胀” 交易趋势有所深化

当下中东各方陷入僵局，短期似乎较难通过有效的外交手段进行调节，在霍尔木兹海峡通行危险系数未降低之前，战略储备的释放较难平抑油价，市场对于“滞胀”的交易情绪有所深化。

特朗普是否 TACO，是美伊冲突走势的关键

美国方面，特朗普 TACO（特朗普总是在关键的时候临阵退缩）的概率在增加。美以军事打击伊朗已接近 2 周时间。伴随着战争的进行，霍尔木兹海峡处于实质性断运状态，由于该海峡承担了全球超过 25%的海运原油，约 20%的天然气，国际油价目前已稳定在 80 美元/桶以上，若长期维持或进一步走高，则会对美国的通胀产生冲击，并抬升美国长端国债收益率。随着 2026 年中期选举的临近，特朗普需要考虑油价、借贷成本上升对选民生活的影响，且从近期的民调来看，美国民众对战争的支持度仅有 25%。从 2025 年 4 月对等关税缓和的经验看，若 30 年期美债快速超过 5%，则特朗普选择停战（TACO）的概率会大大增加。

伊朗方面，伊朗已选举出新最高领袖，且实质性封锁了霍尔木兹海峡，在遭受巨大战争损失的情况下，短期内大概率要继续战斗并报复美以。伊朗在本次战争中遭受了非常沉重的打击，在新最高领袖选举出来后，为了应对伊朗国内外错综复杂的局势，提升政权的凝聚力，其短期内或只能选择继续战斗，甚至加大反击力度。因此即使特朗普有停战意愿，但如果伊朗持续展开攻击，美国也比较难完全抽身。此外，由于伊朗实质性封锁了霍尔木兹海峡，对全球能源市场产生了显著影响，伊朗大概率会选择持续利用这一手段对美国造成“经济痛苦”。

以色列方面，以色列尚未完成原定目标，可能游说美国继续军事行动。从以色列官方的表态来看，以色列本次军事打击伊朗的目标是推动伊朗政权更迭并保证其不对以色列产生威胁。从民调数据看，以色列 82%的民众支持本次军事打击。政府与民间对此次军事行动的决心比较坚决，考虑到前期的军事打击并未颠覆伊朗现有政权，以色列后续遭受伊朗军事攻击的可能性更高。因此以色列大概率不会同意短期停战，在这种背景下，美国单方面退出的可能性相对不高。

考虑到战争持续的时间越长，特朗普面临的压力越大，停战的触发因素在增多。因此，特朗普的 TACO 预期，是我们观察局势走势的关键。

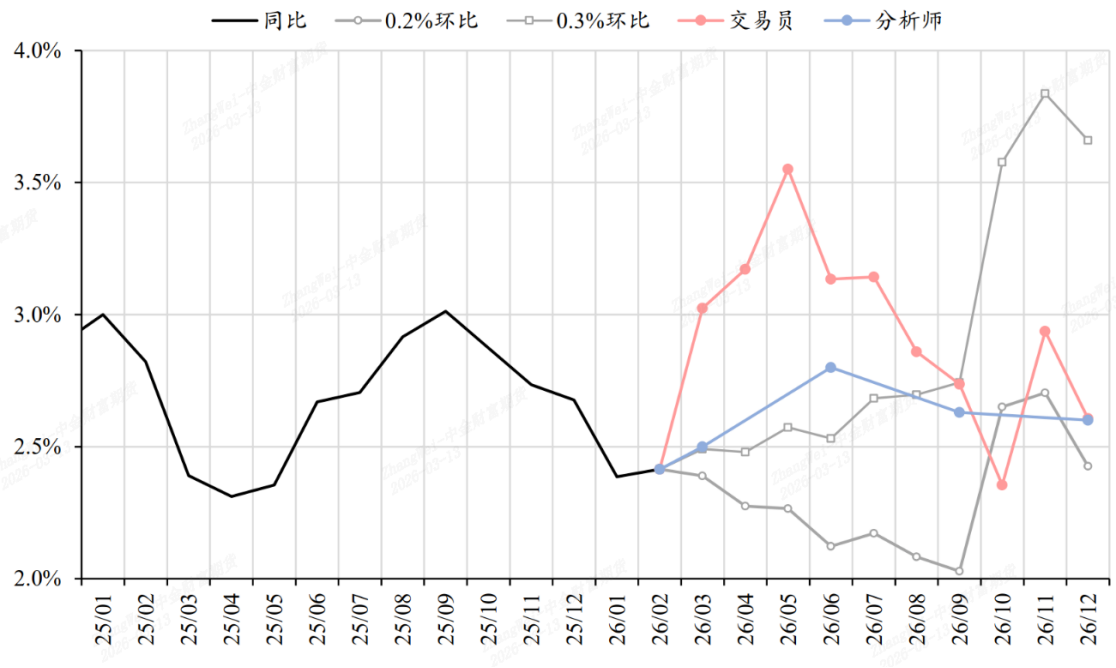
美国：通胀压力回升

美国 2 月 CPI 数据符合预期，核心商品环比上行，核心服务小幅降温。2 月美国 CPI 同比 2.4%，持平前值，环比 0.3%，小幅升温。2 月美国核心商品微幅升温，主要由服装、二手车推动。细分看，除了服装之外，玩具、IT 商品等与关税相关的分项环比有所降温，显示关税成本传导乏力。

但是 3 月以来的高油价将推升美国通胀预期。短期油价大涨对 PPI 和整体 CPI 影响较为显著，对核心 CPI 影响有限，中期需关注“滞”的风险。油价每上涨 10%，美国整体 CPI、核心 CPI 或分别提升 25BP、5BP。油价也会拉动 PPI 通胀，油价与美国 PPI 的决定系数（R2）高达 0.57。因此，油价对通胀的影响更多在于推升整体 CPI（特别是 3-4 月为通胀低基数），以及推后核心通胀见顶时点。但是，当前美国内需强韧程度远弱于 2021-2022 年，此轮高油价对于居民收入的侵蚀或更为显著。

综合美联储的中性指引和油价上涨对通胀路径的影响，时常将 2026 年美联储降息预期从“降息 1-2 次”下修至“最多 1 次”，此假设的风险也与 AI 和私募信贷领域风险有关。在供给冲击下，美联储需平衡“滞”与“胀”的风险，此轮高油价既推升通胀，也增加经济下行压力，如 2025 年的关税冲击。因此，在短期油价冲击下，3 月 FOMC 例会大概率维持“观望”，美联储政策受影响或有限，主要不确定性在于高油价持续性。

图表 1： 海外机构对 2025-2026 年各月美股通胀走势预测



资料来源：wind，中金财富期货研究所

预计油价波动对资产价格的影响短期内仍将明显

市场已经开始定价通胀回升的风险，短期降息预期和风险偏好都受到油价的压制。一旦霍尔木兹海峡封锁市场超过一个月，对经济增长和通胀的影响将是非常实质的，油价回升将压制所有风险资产的价格。从这个角度看，特朗普的 TACO，是资本市场走势的关键。

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	3 月 13 日	美国将对中国、欧盟、印度和日本等 16 个贸易伙伴发起 301 调查	该条款授权美国贸易代表可对他国的“不合理或不公正贸易做法”发起调查	这一调查由美国自身发起、调查、裁决、执行，具有强烈的单边主义色彩。
	3 月 13 日	国防部：各方立即停止中东军事行动	3 月 11 日下午，国防部新闻局副局长、国防部新闻发言人蒋斌大校发言：应立即停止军事行动	美伊冲突严重违反国际法和国际关系基本准则，延续升级冲突没有赢家
数据	3 月 12 日	美国 2 月 CPI 同比上涨 2.4%	核心 CPI 同比 2.5%，为近五年来最小增幅	但是油价上行背景下，CPI 在二季度上行的预期升温
	3 月 11 日	中国 2 月以美元计价出口同比增 39.6%	增速重回两位数	出口大幅超出市场预期
事件	3 月 12 日	伊朗新领袖首份声明：不会放弃复仇，霍尔木兹海峡将继续关闭，必要时开辟新战线	伊朗称已摧毁七成美在中东基地和指挥部，任何攻击伊能源设施和港口的行为都将遭毁灭性回击。	美伊冲突持续时间仍难猜测

资料来源：中金财富期货研究所

出口：高速增长、结构优化

1-2 月出口与进口都实现较高增速。以美元计价，1-2 月出口累计同比 21.8%(2025 年为 5.5%)，1-2 月进口累计同比 19.8%（2025 年为 0.0%）；1 月与 2 月的贸易差额分别为 1,226.4 亿、909.8 亿美元（2025 年月平均值为 990.8 亿美元）。

出口产品结构进一步优化，仅手机出口额累计同比仍为负。1-2 月机电产品出口额累计同比 27.1%（2025 年为 8.4%），占出口额比重为 62.6%；高新技术产品出口额累计同比 26.9%（2025 年为 7.5%），占出口额比重为 25.5%。从重点产品来看，1-2 月集成电路出口额累计同比 72.6%（2025 年为 26.8%），汽车（包括底盘）出口额累计同比 67.1%（2025 年为 21.4%）；自动数据处理设备及其零部件出口额累计同比 20.6%(2025 年为-1.4%)，家用电器出口额累计同比 11.4%(2025 年为-3.9%)；手机出口额累计同比-8.3%（2025 年为-9.4%）。

从区域结构来看，1-2 月中国对美国出口的比重降至 10.2%，对东盟和欧盟的出口比重分别达到 17.2%和 15.4%；对日本出口比重为 4.0%，已低于对越南出口比重 4.8%，等于韩国，略大于印度的 3.8%。总之，我们认为中国出口目的地多元化趋势与产品结构升级趋势仍在继续，这也是中国制造和中国经济应对外部冲击的基础。

3 春节错期影响下，CPI 环比超预期回升

3 月 9 日，国家统计局公布数据显示，2026 年 2 月，全国居民消费价格(CPI)同比上涨 1.3%，环比上涨 1.0%，剔除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.8%；全国工业生产者出厂价格(PPI)同比下降 0.9%，降幅较上月收窄 0.5 个百分点，环比上涨 0.4%。

CPI 同比涨幅扩大，环比高于季节性水平。2 月份 CPI 同比上涨 1.3%，涨幅较上月扩大 1.1 个百分点，1.3%的涨幅中，翘尾因素影响为 0.2%，较上月提升 0.2 个百分点，可见物价是导致 CPI 同比涨幅扩大的主要原因，本月 CPI 表现超市场预期，主要受到今年春节错期影响，假期相关消费需求集中释放，扣除波动较大的食品能源价格的核心 CPI 同比增长 1.8%，

涨幅较上月扩大 1 个百分点，创 2019 年 3 月以来新高，环比增长 0.7%，高于过去 10 年同期均值。2 月 CPI 环比上行 1 个百分点，较上月扩大 0.8 个百分点，涨幅高于季节性水平。2 月食品价格环比上涨 1.9%，高于历史季节性均值。2 月非食品价格环比上涨 0.8%，涨幅较上月扩大 0.6 个百分点。2 月服务价格环比增长 1.1 个百分点，高于过去五年季节性平均涨幅 0.1%，主要受春节假期，旅游出行需求提升影响，旅游环比上涨 14.1%，较上月增加 12.3 个百分点。展望未来，目前国际油价或将延续上行态势，随着春节结束，部分消费服务价格或将走低，观察高频数据预计 3 月蔬菜价格或将有所下行，我们认为 3 月 CPI 同比涨幅或将有所收窄，环比或将由正转为负值。

4 宏观策略

市场已经开始定价通胀回升的风险，短期降息预期和风险偏好都受到油价的压制。一旦霍尔木兹海峡封锁市场超过一个月，对经济增长和通胀的影响将是非常实质的，油价回升将压制所有风险资产的价格。从这个角度看，特朗普的 TACO，是资本市场走势的关键

5 股指期货市场分析

A 股延续震荡行情

在美伊重头的影响下，全球指数继续震荡，上周沪深 300 指数周+0.19%，上证 50 指数周-1.2%，中证 500 指数周-1.44%，中证 1000 指数周-0.42%

从市场表现看，地缘催化下资金择向防御。

科创综指获机构与散户同步减仓，机构资金对创业板指与全 A 流出速度收敛。机构与散户资金流向分化：万得全 A 与创业板指呈现机构流出动能先强后弱、散户流入动能同步减弱，整体呈波动式流出格局；科创综指机构流出较弱且稳定，散户缓慢流出、仍处观望。机构转流出、散户仍维持流入。净流入率差持续为正且发散，反映散户买力整体强于机构。

市值与估值风格：机构资金加速流出高估值指数，行业与事件驱动成主导逻辑。机构资金加速流出高估值指数，散户资金逆势流入，风格偏好尚未切换。市值与估值并非驱动市场的核心分歧因子，而是行业属性与事件驱动成为主导逻辑。

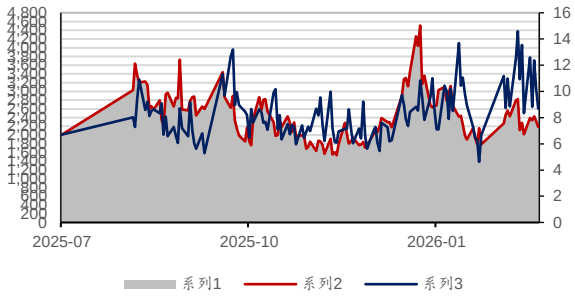
大类行业风格：机构资金缓慢回流周期制造。机构对周期制造的流出动能先增后减并于 3 月 4 日转为流入，而散户资金保持平缓净入；两类资金在科技与周期板块的流入加速度波幅较大，反映出强烈的市场博弈态势；目前各单项大类的散户与机构净流入率之差均已转正，显示机构整体操作风格更趋谨慎。

预计短期指数仍将显著受到地缘因素的影响

从历史数据看，油价影响资产价格的逻辑和四个阶段：1）恐慌交易：风险溢价上升、避险主导，防御类资产占优；2）反转交易：冲突烈度下降、利空出尽，结构上呈现“超跌反弹”和“以我为主”（景气优势&政策倾斜）两大特征；3）滞涨预期交易：若油价持续高位，市场将逐步转向交易滞涨预期；4）现实交易：油价长期走势和政策应对明朗后，市场重回现实，依据基本面和政策回归现实交易。

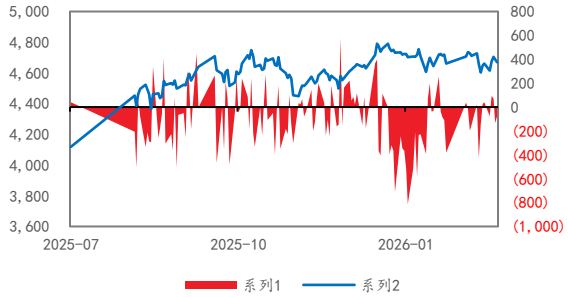
近期全球权益资产企稳反弹、油价高位回落，反映市场已开始交易冲突烈度缓和的预期，逐步进入第二阶段的反转交易。随着美以“政权更迭”等政治目标的结束和“定点打击”等军事目标的逐步完成，叠加特朗普“见好就收”的表态，美以继续扩大冲突烈度的必要性或已不强。考虑到高油价是伊朗同美国谈判的重要筹码，通过封锁海峡维持油价高位，大概率仍是未来一段时间的基准情景。在此背景下，持续的高油价对于经济与通胀产生的影响，以及由此传导至政策取向与资产价格的逻辑链条，需要持续跟踪和重视。

图表 8：融资融券数据图



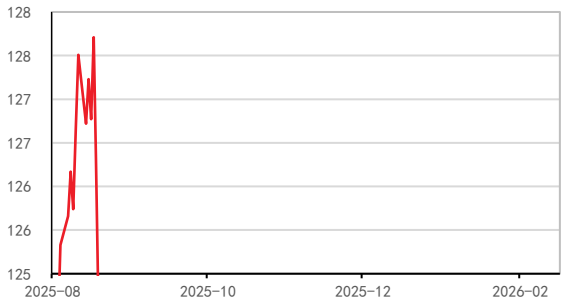
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



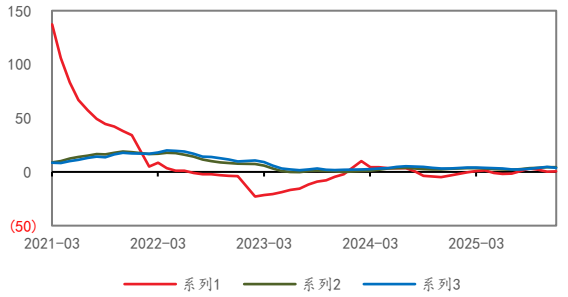
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

对外依存度高

2026 年初，中国铜原料进口延续高增长态势。基于 2025 年全年 3031 万吨（同比+7.9%）及 12 月单月 270.4 万吨的数据，可合理推断 2026 年 1 月进口量维持在约 250－270 万吨高位区间，延续对外高依存、稳中有增的基本格局。

精炼铜产量处于高位

铜精矿供需短缺情况加重，现货 TC 继续下行突破-50 美元/吨，铜矿加工费延续了 1 月的低迷态势，整体处于历史低位，甚至进一步恶化，反映出全球铜精矿供应紧张与冶炼厂利润承压的严峻现实。然而冶炼企业仍有原料库存，加之冷料补充，产量并未因原料限制而缩减。

3 月份春节假期结束，年初检修产能较少，叠加原料库存支撑等因素，企业生产节奏加快，且 3 月实际生产天数也多于 2 月，预计 3 月阴极铜产量较 2 月环比增长 2.07%至 110 万吨，同比增长 8.97%。

废铜进口量将呈现边际收缩的趋势

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

尽管前期进口增长，但考虑到近期国内价格出现下跌，而海外报价可能因前期高铜价而相对坚挺，这会导致进口盈利窗口阶段性收窄甚至关闭，从而抑制贸易商新的采购订单。此外，近期废铜市场货源偏紧，也从侧面印证了短期内包括进口在内的整体供应增量有限，难以快速补充国内需求。

“绿色革命”与能源转型的长期叙事

高铜价对需求形成抑制，企业采购情绪偏弱，以分批次刚需采购为主。分领域看，电力领域订单支撑较强，而建筑、通信等领域订单表现偏弱，终端消费呈现分化格局。

2026 年是“十五五”规划开局之年，电网投资进入高强度释放期。同时国家电网宣布“十五五”期间固定资产投资将达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，年均投资有望突破 8000 亿元，释放长期稳定预期。

春节后国内房地产市场呈现“政策加码托底、融资精准发力、需求边际改善、分化格局延续”的核心风向。地产企稳或基本企稳的预期，对铜需求预期提振有重要作用。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%。

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。

2 结论

美伊冲突导致霍尔木兹海峡局势紧张，推升原油价格，引发市场对通胀和海运成本的担忧。两会召开，市场对新能源、电网投资等扩大内需政策抱有强烈期待。3 月份随着生产恢复和新建项目投产，国内电解铜产量预计将显著增加。金三银四需求低于预期，三大交易所显性库存和国内社会库存均创近 5 年新高，且仍在累积。短期内这种“宏观与产业”的博弈仍将持续，沪铜价格预计维持高位震荡。

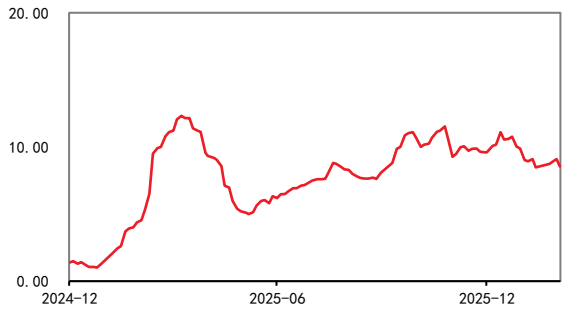
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



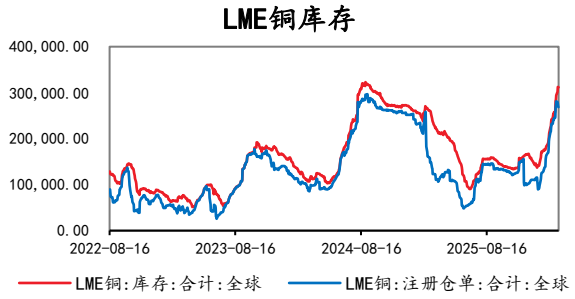
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



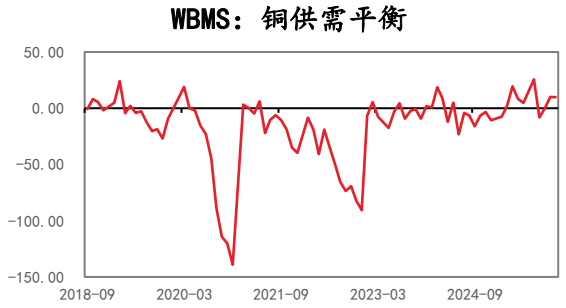
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



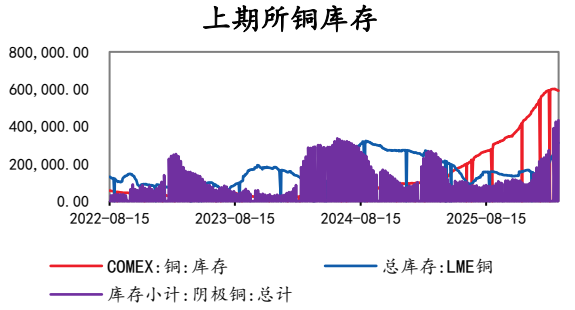
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



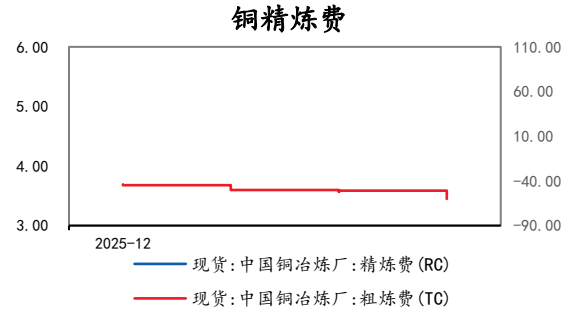
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

今年海外锌矿供应增量低于预期，且部分东南亚及国内炼厂对伊朗矿依赖度较高，伴随美伊冲突升级，将加剧市场对锌矿供应趋紧的预期。当前锌矿进口窗口持续关闭，国内北方矿山 4-5 月才能全面复工，

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。

能源价格抬升引发海外锌冶炼厂减产担忧

2026 年海外锌精矿产量维持增速，但较 2025 年将明显下滑，主因新增投产有限，多为前期投产矿山继续爬产，此外资源枯竭、采矿锌比例下调等影响扩大。从近期敲定的长单 TC 来看，随着副产品被计价，实际炼厂利润继续被压缩，因此年内随预期加工费将逐步上调，但实际上调的空间或难达预期。

SMM 数据显示，2026 年 3 月国产锌精矿加工费为 1300-1700 元/金属吨，月度均值增加 100 元/金属。冶炼端产量居与高位，并未随着前期 TC 价格下跌出现明显的下降，一体化厂家的利润近期有较强修复，当前原材料不缺且有利润的情况下，产量预计还能继续维持高位。据百川调研，3 月冶炼厂排产环比预增 5.7 万吨。欧洲基准天然气价格暴涨，能源价格抬升引发海外锌冶炼厂减产担忧。

基本面表现不佳

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。

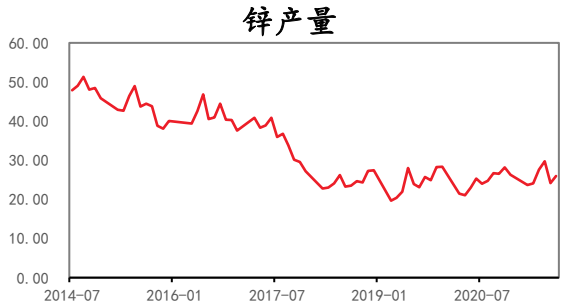
受春节长假、前期需求透支、新能源汽车购置税退坡，以及消费者对节后促销及新品上市的预期等多重因素影响，市场或将进入阶段性调整期，至 3 月车市需求随着新车上市或逐步释放。

2 总结

欧洲基准天然气价格暴涨，能源价格抬升引发海外锌冶炼厂减产担忧。霍尔木兹海峡的紧张态势，引发了市场对锌精矿供应的担忧，伊朗有约 20 万金属吨的年产能。金三银四”的传统消费旺季目前表现并不亮眼。下游刚需采购有限，导致现货对期货常常处于贴水状态。国内高企的社会库存和缓慢的需求复苏是压制价格的两座大山，短期锌价缺乏持续上行动力。

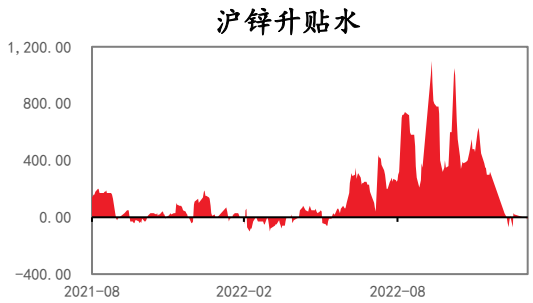
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



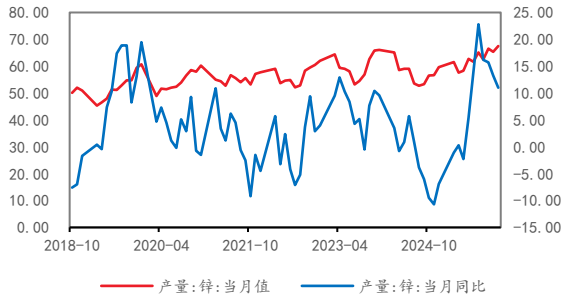
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



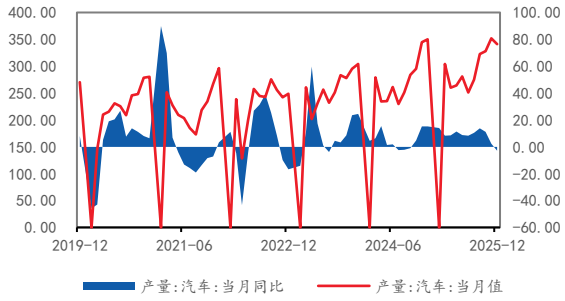
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 纽曼粉现货流通受限点评

近期，中国矿产资源集团（CMRG）针对必和必拓（BHP）旗下的纽曼粉、纽曼块以及麦克粉等核心铁矿石品种，实施了新增美元采购限制及港口现货限期疏港指令。此事件标志着国内钢铁产业集中采购平台与海外矿山的定价权博弈，已从初期的试探性摩擦向高流动性的主流结算标的延伸。

全球铁矿石供需基本面正经历明确的结构性拐点。当前，海外主流矿山产能运行平稳且存在边际增量预期，而国内受制于终端成材表观消费数据斜率放缓，铁水产量面临长周期的向下压制。供需双端的边际变化致使铁矿石整体基本面持续承压。目前，中国依然维持全球最大铁矿石消费市场的绝对体量，这种供需格局的扭转正促使产业链定价权逐步由卖方市场向买方市场让渡。在此产业背景下，国内依托庞大的市场规模作为核心博弈筹码，通过人为制造特定高流动性品牌的流通阻断，意在施压并重构长协定价体系，压制原料端的绝对估值，进而为处于利润收缩周期的国内钢铁行业争取产业链利润的合理留存。

从产业运行的传导路径评估，该进口限制对铁矿石盘面定价的影响呈现明确的“短多长空”特征。短期内，定点冻结纽曼粉等主流品种的港口显性库存，切断了其向钢厂可用库存转化的物理通道。这种人为的现货流动性收缩触发了局部的供需错配，迫使长流程钢厂在维持既定铁水产量的刚性约束下，被动转向采购力拓 PB 粉或淡水河谷 BRBF 等替代品。跨品种替代需求的集中兑现，客观上推升了非受限主流粉矿的现货溢价，为盘面绝对价格向上弹性提供了阶段性的底部支撑。

然而，拉长周期观察，该限制指令并未对全球铁矿石的绝对供给总量造成实质性减损。除非 BHP 调整其年度发运与产销目标，不然不存在系统性的供需缺口。受限的美元计价货源在退出中国主港流通后，必然通过海运贸易流向的重构，向日韩、东南亚等周边区域转移。与此同时，其他三大矿山及非主流矿的货源将依据价格指引填补 BHP 在国内市场留下的配矿缺口。全球铁矿石资产负债表并未因单一贸易流向的阻断而发生逆转。综合来看，当短期的结构性紧缺被国际贸易流的自发调配以及国内钢厂配矿模型的调整所抹平后，铁矿石估值中枢终将回归国内总需求走弱与全球供应宽松的宏观现实，长期盘面价格面临明确的向下压制。

2 表需环比显著修复，产业链累库斜率放缓

本周钢铁供给端呈现铁水产量下行与成材产量回升的背离特征。全国 247 家钢铁企业高炉产能利用率降至 82.9%，环比回落 2.4 个百分点，同比下降 3.7 个百分点；日均铁水产量环比减少 6.4 万吨至 221.2 万吨。在长流程铁水收缩的背景下，五大品种钢材周产量录得 821 万吨，环比增长 3.0%，同比下降 3.8%。从品种排产结构观察，螺纹钢产量呈现明显增量，而热轧板卷产量边际回落。上述数据的结构性差异反映出，在 247 家钢厂盈利率回升 3.0 个百分点至 41.1%、主流钢材品种即期毛利小幅改善的驱动下，企业对生产结构进行了动态调整，铁水流向与废钢配比优先向盈利边际修复的建筑用钢倾斜。

产业链库存延续累积态势，但整体累库速率出现边际收敛。本周五大品种钢材总库存周环比增

加 1.2%，增幅较前一周收窄 4.6 个百分点。从库存结构来看，社会库存录得 1423.3 万吨，环比增长 1.4%，同比增长 7.8%；钢厂库存录得 551.6 万吨，环比增长 0.5%，同比增长 8.2%。社会库存增幅高于钢厂库存，显示在下游复工推进的背景下，流通环节承接货源的意愿有所增强。成材库存继续由生产端向贸易端转移，产业链内部的库存压力得到一定程度的疏导与分散。

需求端进入节后验证阶段，表观消费与成交数据呈现环比修复特征。本周五大品种钢材表观消费量录得 798.1 万吨，环比增长 15.4%，同比下降 9.7%。其中，螺纹钢表观消费量录得 176.8 万吨，环比大幅增长 80.0%，同比下降 24.2%。配合建筑钢材日均成交量回升至 9.7 万吨（环比增长 72.3%）的数据印证，实体工程项目的复工正在推进。尽管表观消费的同比数据受制于宏观基数依然承压，但环比维度的明显改善反映出建筑用钢的终端采购与消耗正处于实质性的恢复进程中。

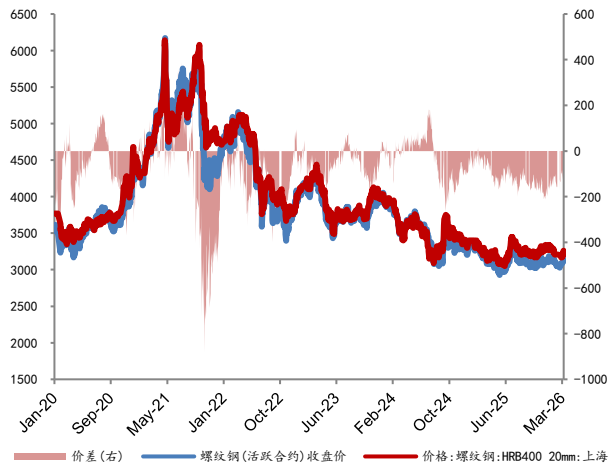
综合观察，现货市场本周整体偏强运行，产业链盈利状况边际修复。当前黑色金属市场的定价逻辑正由前期的预期博弈转向现实基本面的验证。供给端铁水产量的收缩与需求端表观消费的环比回升，共同促成了本周累库斜率的放缓。后续市场的估值走向将主要取决于需求修复的斜率及其持续性，以及总库存拐点的确立时机。基本面变量的实际兑现程度将决定产业链利润中枢的调整空间。

3 小结

当前钢材盘面定价主要受地缘溢价主导，核心逻辑在于原料端成本的向上传导。受前期 BHP 现货限制传闻影响，铁矿石与焦煤估值抬升，被动推涨钢材期价。然而从产业现实观测，内贸终端表需修复斜率偏低，叠加出口限制政策导致的外部减量，供需双弱格局尚未被盘面充分计价。鉴于高成本向成材利润传导存在实质性阻滞，需防范地缘情绪与原料端扰动消退后，期价向偏弱基本面回归的下行风险。

4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



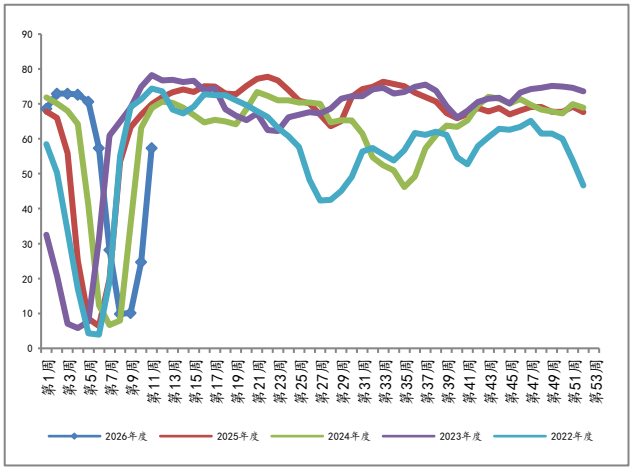
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



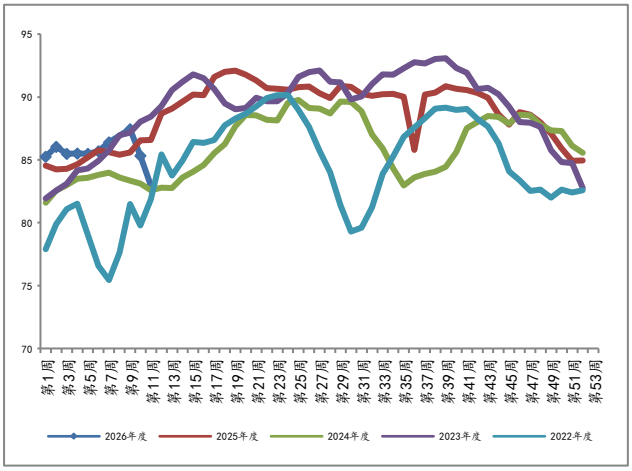
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



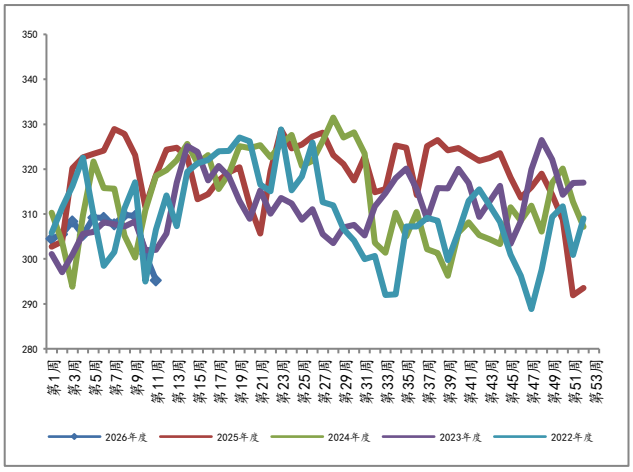
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



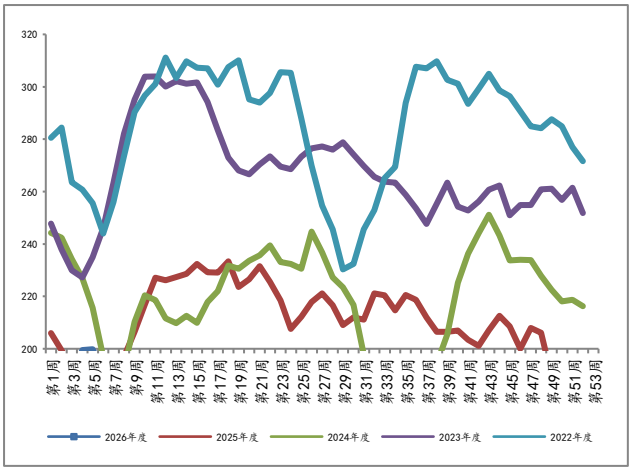
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



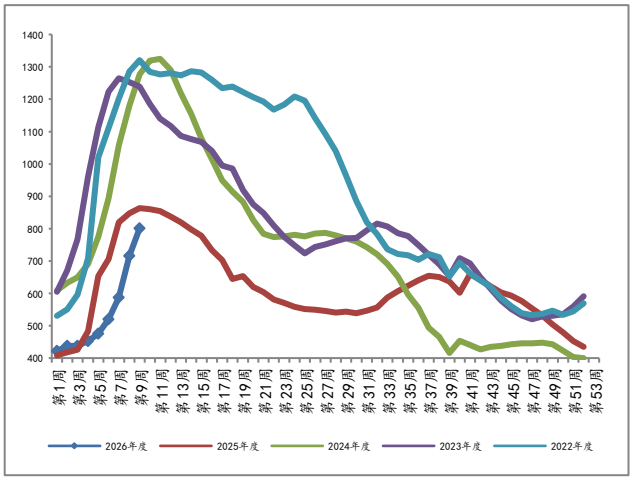
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



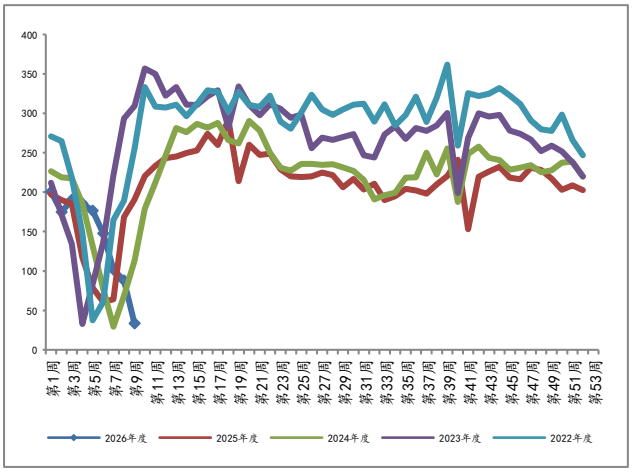
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 伊朗拧紧世界油阀

此前我们多次提醒交易者，须强化应对油价上行的风险管理，经过数周酝酿后灰犀牛事件终究发生。随着美伊以大战强度迅速升级，世界油阀霍尔木兹海峡事实上已被关闭，事态朝着第四次石油危机的方向演变。

2025 全年统计，波斯湾沿岸国家经霍尔木兹海峡出口的原油及炼化产品总计 1867.2 万桶/日，占全球出口总量的 27.1%；其中，原油和凝析油出口量为 1500.7 万桶/日，占全球出口量的 34.5%。具体流向来看，亚洲市场中国、印度、日本、韩国四大主要买家占比升至近 70%，特别是中国占比高达 30.6%。

不同于此前红海危机中商船可绕行好望角来替代，霍尔木兹海峡是波斯湾海运原油出口的必经之路，据悉部分航运保险商已取消战争险保单，运保费率增加明显推升以 SC 原油期货为代表的到岸价格。

2 断供担忧终究成真

现在形势已经相当明确：原油市场多空短期完全取决于霍尔木兹海峡能否解除封锁状态。

航运动态显示，目前波斯湾内外有百余艘 VLCC 停船下锚，仅有极少船只通过霍尔木兹海峡，此举已经导致全球原油和天然气价格飙升，特别是反映最大净进口国市场的 SC 原油期货。不仅伊朗原油出口量全面归零，即使 OPEC+决定在 4 月恢复增产，一日不解决霍尔木兹通航问题，海湾地区出产的大部分原油就无法流入市场，供应中断风险对冲更无从谈起。

由于缺乏油轮运输及储罐库容见顶，海湾多个产油国陆续被迫减产。伊拉克、科威特和阿布扎比石油公司宣布不可抗力，主动降低原油生产水平和炼厂开工负荷，预计减产规模将随封锁时间延长而持续扩大，霍尔木兹海峡多久恢复通航才是决定后续原油价格走势的关键。

3 谨防预期极端反转

从当前局势来看，随着霍尔木兹海峡事实上被封锁，全球原油供应体系面临巨大的系统性风险。参考两伊战争的先例，1987 年伊朗曾短暂封锁霍尔木兹海峡，造成当时油价上涨约 50%。但同时应意识到，历史上中东问题对原油的影响偏短期性，霍尔木兹海峡从未也难以被完全、长期封锁，且油价往往在事件发生前就已经计入了大部分风险。

现在交易者几乎忘记了基本面，正常全球原油供需仍未摆脱过剩困境，我们提醒在油价上涨预期拉满的状态下，一旦有任何局势缓和及恢复通航的消息，或将面临反向波动的剧烈调整，须密切关注地缘政治和供应链预期变化带来的潜在定价逻辑转变。

4 TACO 再次成为选项

本次中东战争对全球原油体系造成的破坏性扰动，可能会超出 2022 年俄乌战争爆发时的影响，

油价暴涨已经形成明显的溢出效应，令全球经济复苏前景雪上加霜，并使美西方国家面临严峻的挑战。

油价失控动摇了特朗普当局降低能源成本、控制通胀和降息的基本纲领，将令其在今年的中期选举中陷入被动。据外媒报道，特朗普讲话称，“对伊朗的军事行动很快就会结束，已经赢的差不多了”，“将在适当时机做出结束战争的最终决定”。

如同关税战中表现出来的外强中干，特朗普在速胜无望之后倾向于 TACO，然而伊朗在遭受重创之后能否善罢甘休？后续事态发展或一波三折，交易者不应放松警惕。

5 地缘政治占据主导

美伊以战争正在酝酿出第四次石油危机，原油市场核心矛盾已经从传统的基本面估值暂时完全转向地缘风险定价。

主流机构开始上调未来油价预期。美国能源信息署 EIA 预测：未来两个月 Brent 原油价格将维持在 95 美元/桶以上，年底前大概率因封锁解除回落至 70 美元/桶左右。高盛观点认为：如果封锁时间拉长到三周乃至一两个月，国际原油定价中枢将升至 90 美元/桶左右。

接下来伊朗局势或有两种演绎路径：一是特朗普宣称打赢顺势 TACO，航运恢复令原油化工全线冲高回落；二是转入全面战争和长期冲突，油价持续维持高位高波动模式。未来 4-5 周美伊以战争的发展，将会决定接下来的市场走向，多空将围绕霍尔木兹海峡通航展开博弈，只要中东局势的不确定性持续存在，市场就会不断对风险溢价进行修正。

6 波动率交易新模式

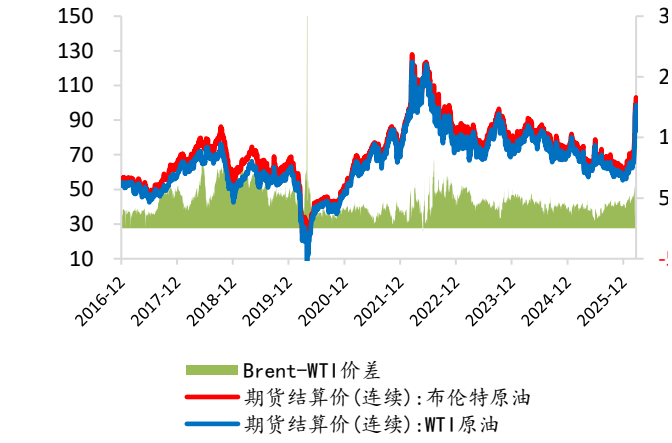
2026 年初全球原油市场进入高度过剩的状态，供应端 OPEC+与新兴产油国双重扩产，需求端宏观经济承压能源消费疲弱，供需结构宽松甚至失衡成为主旋律，给原油基本面估值设定了一个不高的上限。然而，自 2025 年四季度以来，这种一致性预期已经被市场普遍接受，利空充分交易后油价阶段性底部逐渐浮现。

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，中东地缘政治矛盾大爆发，激烈冲突催生供应链担忧情绪，配合油价低位迅速拉升，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 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。

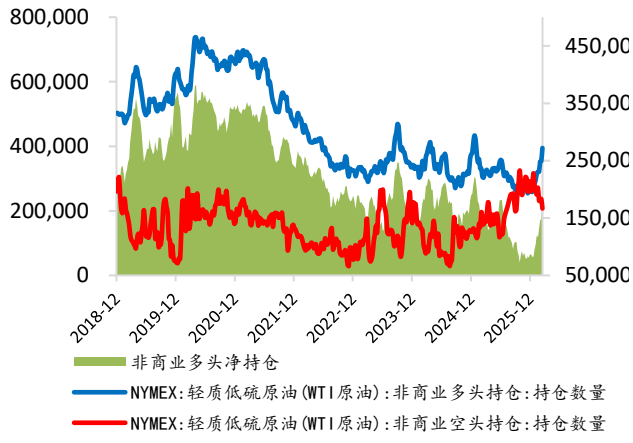
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



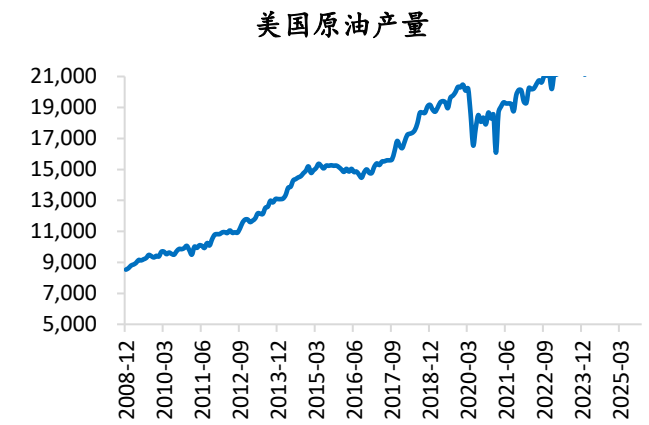
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



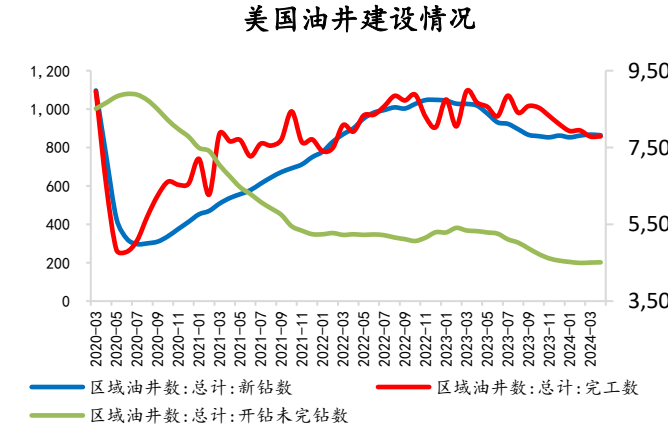
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



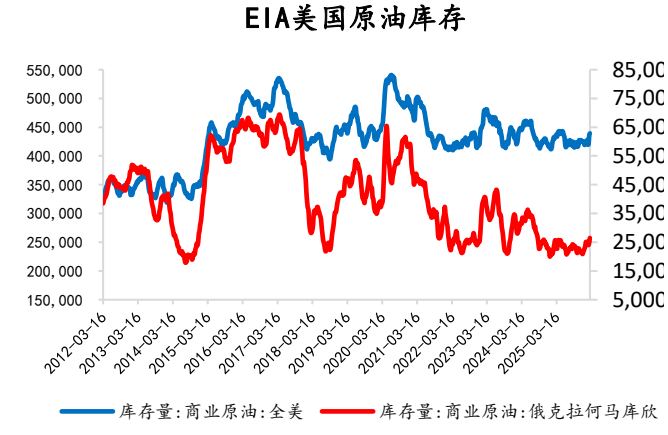
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



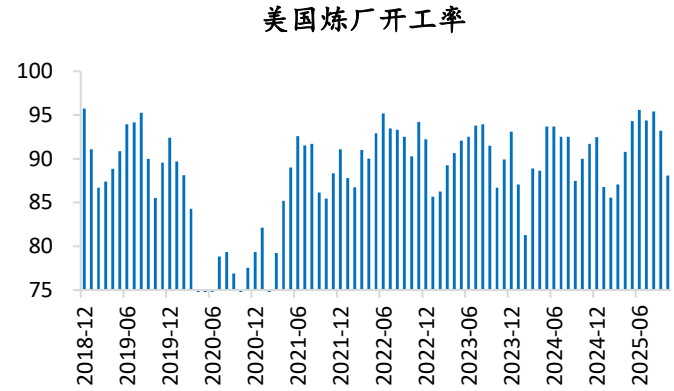
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



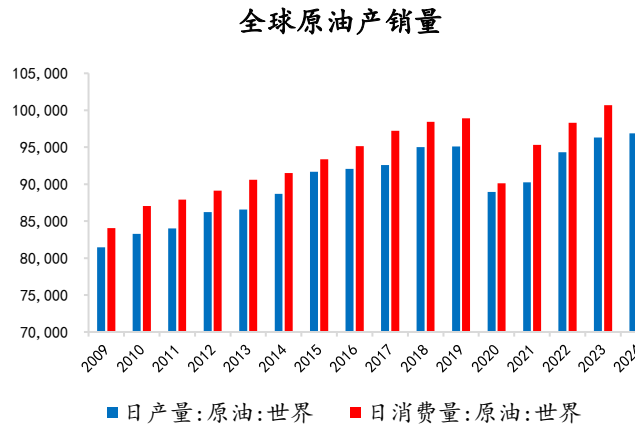
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 上行通道路径复杂

援引天然橡胶生产国协会（ANRPC）观点，预计未来全球天然橡胶市场将完成供需再平衡到结构性紧缩的过程，并由此驱动橡胶价格重心保持长期上涨趋势。

供应端 ANRPC 预计，2026 年全球天然橡胶产量将增长 2.4%至 1520 万吨，世界第一大产胶国泰国产量整体将保持平稳。尽管 2025 年以来，天然橡胶原料收购价格有所提高，但产量增长速度仍低于预期。由于多年来胶价持续低迷，胶农新种植和老树翻种较少，东南亚部分胶园改种油棕；此外，开割季干旱、割胶期多雨等不利天气频繁，真菌性落叶病害在多个产胶国蔓延，未来仍存在减产损失的概率。

需求端 ANRPC 预计，2026 年全球天然橡胶消费量将增长 1.7%至 1560 万吨，主要消费国中国和印度需求将分别增长 1.7%和 3.6%。无论发达经济体还是新兴市场，汽车轮胎行业的发展推动橡胶需求维持着稳定的自然增长率。中国对电动汽车购置提供激励政策、美国轮胎发货量预期增加、欧盟新车登记数量上升，欧美与印度达成涵盖橡胶产品的贸易协定，令天然橡胶需求延续温和回升的预期。

按照 ANRPC 统计和预测，2026 年全球天然橡胶市场将出现供不应求的缺口，但考虑到产能基数的供应弹性和合成橡胶的替代效应，橡胶期货的上行路径可能较为复杂。

2 产业发展陷入困境

东南亚天然橡胶种植业正面临多重不利因素：全球气候异常、劳动力短缺、生产成本上升、需求增长疲软、国际局势不稳定等，引发对未来上游长期生产能力的担忧。

全球天然橡胶产业处于激烈的竞争格局中，泰国依然坐拥最庞大的市场份额和规模经济效益，科特迪瓦等非洲新兴产胶国拥有更加低廉的生产成本，马来西亚和越南也在大力推进以橡胶为基础原料的制造业升级。

长期以来，天然橡胶行业在东南亚国家农业和出口等方面扮演重要角色，但近年来割胶人力紧缺、佣工薪资上涨，能源价格抬高以及合规负担加重等，均导致生产成本大幅增加，从而挤压上游种植园和加工厂的利润空间。

天然橡胶是轮胎、手套等橡胶制品的主要原材料，这些下游行业也面临着原材料成本上升和贸易关税壁垒的威胁，特别是特朗普 2.0 时期外部环境存在极大不确定性。

未来数年间，ANRPC 部分天然橡胶产业可能会陷入经济上难以维系的困境，从而产生供给侧出清的效果。

3 全球气候异常频发

除了产业周期等市场性因素，天然橡胶供应端还面临一些技术性问题，例如全球气候变化和劳动力短缺。

近年来，东南亚地区频繁遭受厄尔尼诺-拉尼娜周期带来的异常天气影响，天然橡胶传统产区开割季面临干旱风险，雨季又往往持续过于漫长。由于每年可割胶天数明显变少，使得橡胶供应增速放缓，甚至割胶周期内出现减产情况。此外，过多的降雨会加速 Pestalotiopsis 真菌性落叶病传播，该病害于 2019 年首次被发现，会导致橡胶树频繁落叶无法割胶，受影响地区原料产量损失可达 40%。

3 月是全球天然橡胶低产期，国内云南、海南继续处于停割状态，泰国南部主产区仅零星割胶，原料成本支撑较为坚挺，市场对供应端并不敏感。4 月中下旬后自北向南陆续开割，上述问题将成为行情的关键因素。

4 下游增长驱动平缓

主要下游来看，2025 中国轮胎产量创下近五年来新高，轮胎企业开工负荷受订单库存和节假检修等影响呈现出季节性规律，全钢胎和半钢胎行业景气度从显著分化开始逐渐回归。

全钢胎企业长期饱受成品库存积压困扰，但依靠出口增量与内销修复，实现企稳回暖并保持相对稳健，2025 年中国全钢轮胎产量累计同比增幅扩大至 6.28%，整体表现好于上年同期。半钢胎企业在 2023-2024 年享受出口红利，但特朗普关税大棒重创出口市场前景，后三季度订单增量不足，2025 年全国半钢轮胎产量累计同比增幅收窄至 1.66%，整体表现不及上年同期。

展望后市，汽车购置税优惠减半影响内需配套市场，下半年欧盟双反落地将给出口造成压力，半钢胎产量不排除有下滑的可能。综合预计，2026 年中国轮胎市场料维持增长趋势，增幅相对或有所收窄，需求端对天然橡胶存在支撑但力度有限。

5 地缘政治影响中性

当前中东战争备受全球瞩目，天然橡胶市场虽未受到巨大冲击，但地缘政治仍对胶价造成一定扰动。

进口胶报盘呈季节性高位回落态势，贸易商换仓而套利盘出货，下游仍以刚需采购为主。海外地缘风险拖累出口市场，半钢轮胎订单明显承压，中东及欧洲地区出货量递减，事件在需求端整体对胶价构成利空。加上后续欧盟反倾销税预期，贸易环境不确定性较高，交投观望氛围浓厚，实单成交活跃度不高。因此，沪胶期货盘面冲高回落，国内天然橡胶现货重心同步走低。

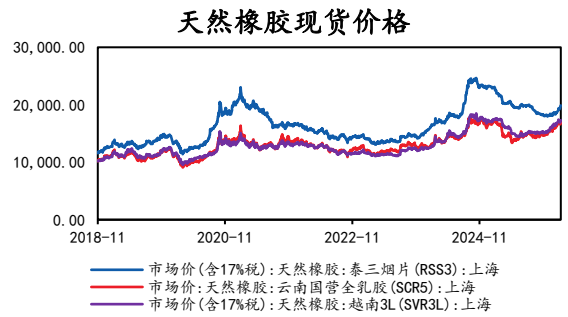
不过，霍尔木兹海峡封锁导致丁二烯供应紧缺，提振丁二烯橡胶强势上涨，对天然橡胶亦有一定替代性支撑作用，预计短期走势震荡整理等待选择方向。

6 周期重拾上升大势

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

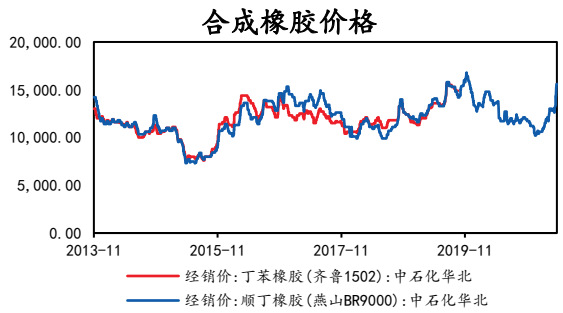
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



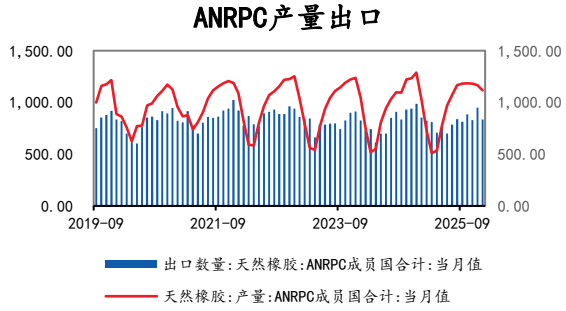
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



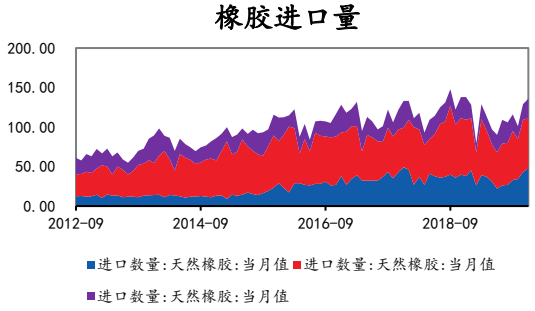
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



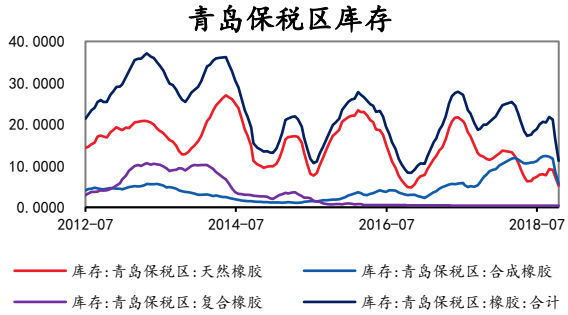
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



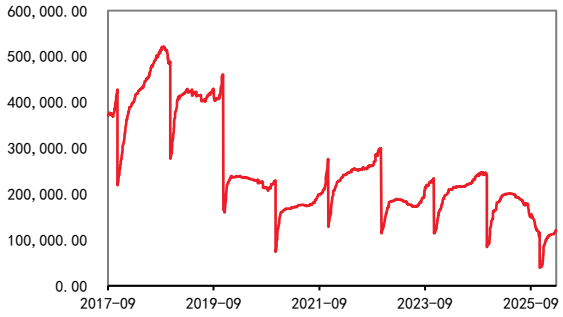
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



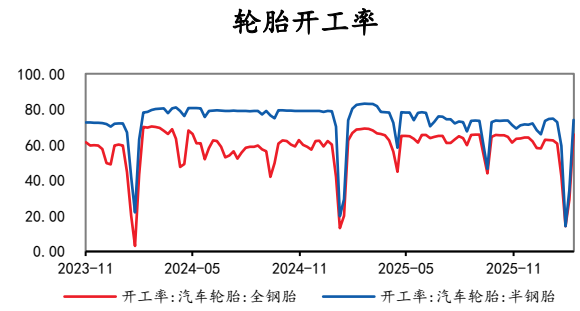
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



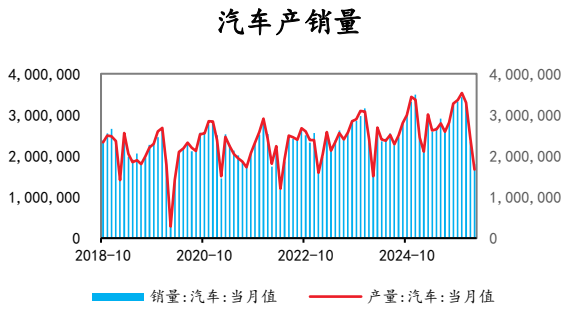
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆强势震荡，国内油粕交替领涨

1 外部豆类市场分析

USDA 月报影响偏中性，美豆市场高位运行

美国农业部于 3 月 10 日公布月度供需报告。本月报告中 2025/2026 年度美豆主要供给指标均与上月保持一致，其中美豆产量预估为 42.62 亿蒲式耳，美豆期末库存量为 3.5 亿蒲式耳。美国农业部在本月报告中略微下调了全球大豆供应展望，但巴西大豆产量预测值仍为 1.8 亿吨，阿根廷大豆产量预测值由上月的 4850 万吨调低到 4800 万吨。USDA 月报平稳落地，CBOT 大豆市场处于近两年高点运行，中东局势仍备受关注。

巴西大豆收割进度过半，1-2 月出口量低于预期

农业咨询公司 AgRural 表示，截至 3 月 5 日，巴西大豆收获进度达到 51%，低于去年同期的 61%，为 2020/2021 年度以来同期最慢。巴西大豆收割延迟导致该国年初大豆出口能力不及预期。从巴西对外贸易处（Secex）发布的统计数据看，巴西 1 月份大豆出口量为 187.7 万吨，虽高于去年同期的 106.9 万吨，但较先前预估超过 300 万吨的出口量明显偏低。Secex 统计的巴西 2 月大豆出口量为 711.4 万吨，较去年同期增长 10.7%，2 月初时市场预估的出口量曾超过 1000 万吨。随着巴西大豆收割进度过半以及降雨减少，该国大豆出口能力将进一步提升。巴西全国谷物出口商协会(ANEC)表示，3 月份巴西大豆出口量预计达到 1609 万吨，同比增长 2.3%。

MPOB 月报库存高于预期，马来西亚 3 月上旬棕榈油出口猛增

马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的月报显示：马来西亚 2 月棕榈油产量和出口环比降幅超过预期，2 月底库存量为 270 万吨，虽高于市场预期值，但仍为去年 10 月以来最低水平。检验机构 ITS 和 AmSpec 发布的统计数据显示，3 月 1-10 日马来西亚棕榈油出口环比增幅分别为 37.9%和 45.3%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，3 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量环比增加 1.55%。产地棕榈油出口增长强劲，为棕榈油市场走强提供基本面支撑。

2 国内豆类市场分析

中东局势外溢效应迅速扩散，国内油粕市场强势反弹

自美以 2 月 28 日军事打击伊朗以来，中东地缘政治风险陡然升温，成为全球关注的焦点。近日，由于霍尔木兹海峡运输受阻，主要产油国被迫削减产量导致油价暴涨，市场担心中东局势升级将带来新的通胀压力，地缘政治的外溢影响已由原油向整个商品市场扩散，以油脂油料为代表的农产品板块在周一出现多个品种接近或触及涨停的罕见行情。随后商品市场虽有调整，但在中东局势影响下很快重启升势，国内油粕市场价格重心均大幅上移。中国大豆供给高度依赖进口，2025 年进口大豆总量创下 1.1183 亿吨新纪录，约占中国大豆总供给量的 85%。进口大豆几乎全部用于压榨，进而导致豆油和豆粕市场与成本端保持高度联动。国内棕榈油供给全部来自进口，国际原油大涨，一方面直接推高进口大豆和棕榈油海运成本和保险费率，另一方面也将带动主产国生产成本升高。成本驱动是国内油粕市场强势突破的重要原因之一。此外，原油强势反弹，引发商品市场通胀预期迅速升温，在商品普涨格局下，油粕价格重心整体上移。

前两月大豆进口量下滑，为油粕跟涨提供基本面支撑

中国海关公布的数据显示，中国 1-2 月累计进口大豆 1254.7 万吨，同比减少 7.8%，主要受以下

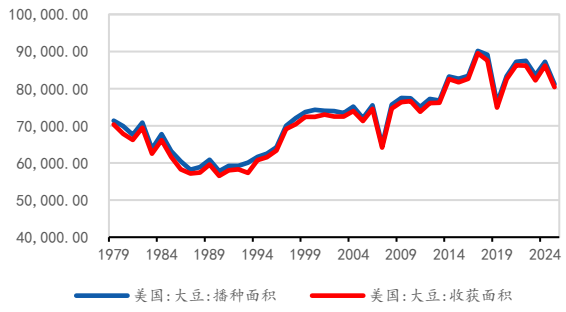
三方面因素影响：巴西大豆收割进度偏慢，目前巴西大豆收割完成过半，较去年同期落后约 10 个百分点，为五年来最慢节奏，导致出口发运延迟；中国部分港口清关流程延长：海关清关时间延长也对进口节奏形成短期制约；美国新作船货到港延迟：中国买家在 2025 年 10 月底恢复较大规模采购，部分本应在 1－2 月到港的美国大豆推迟至 2 月底甚至 3 月抵达。值得注意的是，目前大豆到港量偏低主要是节奏问题，而非需求萎缩所致。随着南美新豆上市量增加、美国船货陆续抵港，以及巴西创纪录产量逐步释放，未来几个月中国大豆进口量有望快速回升。

3 油脂油料市场展望

中东局势复杂严峻，地缘政治走向对海运物流和市场预期影响深远，仍是影响近期国内外豆类市场走势的关键。美国农业部 3 月供需报告平稳落地，美国环保署（EPA）最终的可再生燃料标准（RVO）要求以及 3 月 31 日的库存和新季种植面积数据受关注的程度将逐渐提升。CBOT 大豆市场在时隔近两年后再度站上 1200 美分关口，中东局势和南美大豆生长关键期的天气因素有望支撑美豆抗跌。内外盘走势趋于同步，豆粕期货多个合约结束自挂牌以来的盘整状态整体强势突破。三大油脂期货交替领涨，价格重心大幅抬高。国产大豆市场与进口大豆保持强势联动，纷纷刷新本轮反弹新高。中东战事有长期化的可能，国内外豆类市场对中东局势高度敏感，市场情绪随着局势演变频繁切换。整体来看，在中东局势有效缓解前，国内豆类市场仍将处于易涨难跌状态，但多空分歧将加剧盘面震荡，需合理控制仓位，注意防范风险。

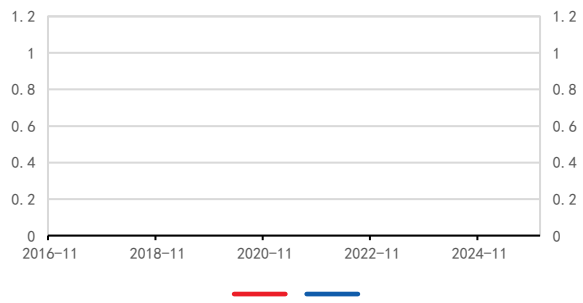
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



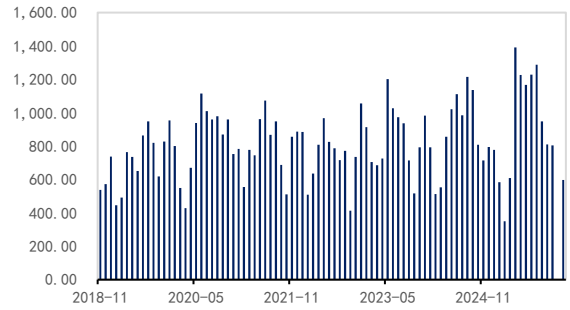
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



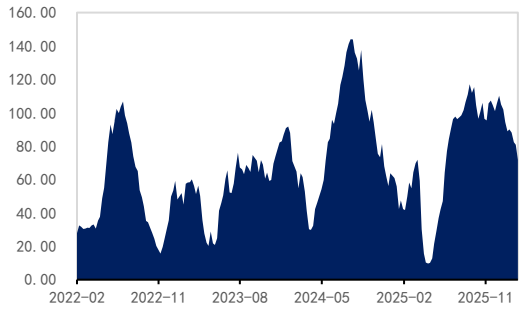
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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