中金财富期货策略周报（2026 年第 9 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：美伊冲突并没有短期内结束的迹象，市场定价正从“战争快速结束”转向“不确定性蔓延”，目前贵金属和有色市场已经感受到压力。我们认为美伊冲突走势仍主导全球风险资产，由于不确定性的存在，我们仍建议多关注事件动态，谨慎参与相关行情。

股指期货：过去一周，市场因为流动性问题，A 股持续回落，上周主力资金（机构+游资+量化）整体流出约 2500 亿，北上资金和两融也明显回落。随着指数充分调整，流动性对盘面的影响减弱，叠加国家队入场预期，建议关注指数企稳后的短多机会。

铜：中东局势持续升级，市场交易逻辑已由此前的“避险”主导，逐步转向对“经济衰退”的忧虑。从库存端来看，全球三大交易所铜库存总量攀升至 133 万吨以上，处于历史高位，显示短期供应相对充裕，直接对铜价上行空间形成压制。总体而言，当前铜市正处于宏观因素主导的“回调寻底”阶段。但展望后市，铜矿供应偏紧的格局并未改变，叠加国内电网投资和 AI 领域发展的用铜需求依然被长期看好，铜的长期需求增长逻辑仍然稳固。

锌：冲突升级担忧重新激活通胀交易逻辑，降息预期延后对锌价形成压力。锌矿供应扰动及欧洲炼厂生产风险提供潜在支撑，但在冶炼端未出现实质性减产之前，支撑逻辑仍偏弱。元宵节后下游需求逐步释放，但镀锌、压铸锌合金等企业开工率尚未恢复至正常水平，整体恢复速度不及预期。宏观情绪偏空，叠加国内高库存压力和下游需求恢复缓慢，沪锌短期承压。市场缺乏明确的向上驱动因素，预计将以震荡寻底为主。

钢材：中东地缘局势持续发酵，推升原料端估值中枢，对钢材盘面形成被动的成本支撑。当前正值产业淡旺季交替节点，尽管终端表观消费量的绝对水平依然承压，但宏观情绪溢价叠加需求边际企稳预期，驱动期价维持震荡偏强运行。后续需警惕高成本向成材利润传导不畅所引发的产业负反馈风险。

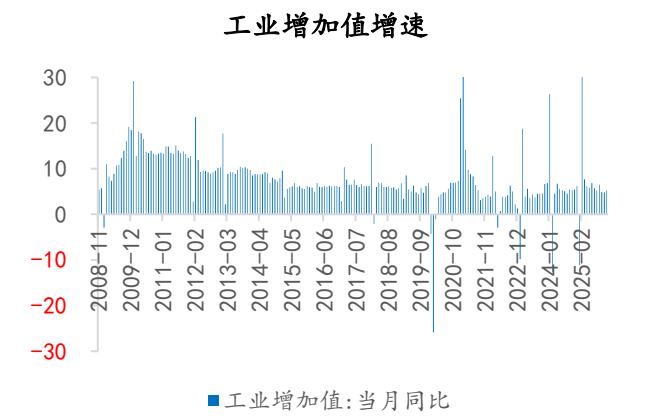
原油：自 2025 年四季度以来，原油供需过剩的一致性预期已经被市场普遍接受，利空充分交易后油价阶段性底部逐渐浮现。在此情景下，中东地缘政治矛盾大爆发，激烈冲突催生供应链担忧情绪，配合油价低位迅速拉升，急剧放大市场短期波动性。我们认为，原油市场逐渐形成“熊市下跌—事件驱动—回归基本面”的循环，机构从趋势交易转向波动率交易，预计这种模式仍将延续较长一段时间，直到主要矛盾发生实质性改观。

目录

周度策略：美伊冲突长期化的预期升温 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 5 -
2 内需有所回升 ..... - 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 土地供给端约束升级，涉房用钢需求面临缩量挑战 ..... - 14 -
2 长流程供给回升，产业链总库迎来去化拐点 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 17 -
1 伊朗局势走向失控 ..... - 17 -
2 供需平衡彻底反转 ..... - 17 -
3 护航行动难保周全 ..... - 17 -
4 能源设施开始遇袭 ..... - 18 -
5 战略抛储扬汤止沸 ..... - 18 -
6 地缘政治占据主导 ..... - 18 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -

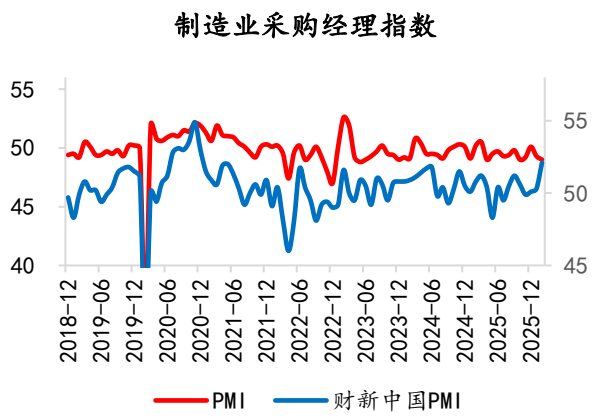
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



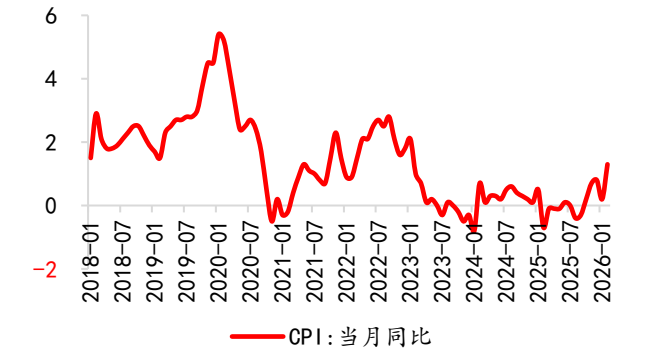
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



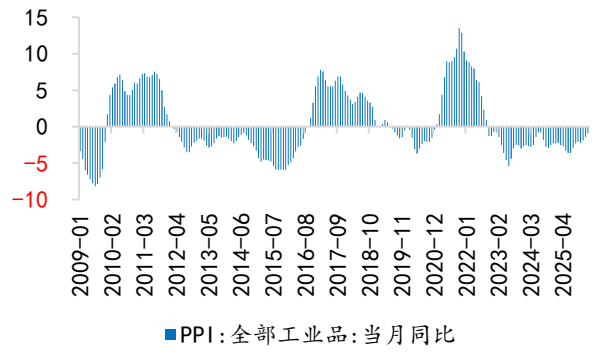
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



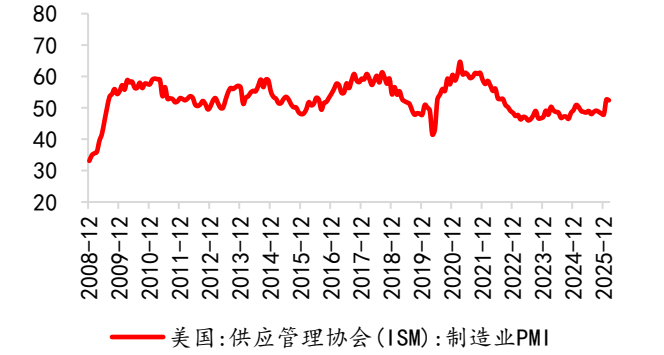
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



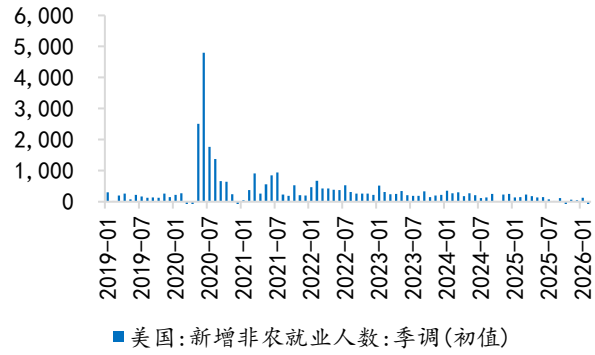
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美伊冲突长期化的预期升温

美以伊冲突已经持续了 22 天，目前并未出现明显缓和的预期。随着美国级两栖攻击舰的的黎波里号（LHA-7）和圣安东尼奥级两栖运输舰新奥尔良号（LPD-18）在 3 月 18 日均被发现穿越马六甲海峡，前往中东。市场对美国登岛作战的预期开始升温，美伊冲突尚未进入白热化。

美以伊冲突长期化的预期升温

从美股的坚挺走势可以看到，美股正在交易“冲突短期内结束+美国将控制库尔木兹海峡”，事实上，出现这种可能性的概率不大。随着美国两栖攻击舰的黎波里号与林肯号航母汇合，美伊冲突进入地面战争的概率正在升温。

按照《华尔街日报》的说法，如果海军陆战队占领哈尔克岛，美国就可以此为筹码，迫使伊朗放弃对霍尔木兹海峡的控制。因此，的黎波里号赶往中东，很可能是为了地面进攻做准备。

当然，也存在很大概率是，“的黎波里”号参与对伊朗的作战行动，但是主要是配合型任务，包括：

其一，以快进快出的方式，突击高价值目标。从两栖攻击舰上起飞的“鱼鹰”，可搭载陆战队或特种部队，突击 600 公里范围内的目标，作战任务或许包括破坏核设施、转移重要人员。

其二，压制伊朗武装快艇，打击沿岸目标，指挥扫雷行动，试图夺取霍尔木兹海峡控制权。

其三，作为“兼职航母”，出动 F-35B 执行空袭任务，与“林肯”号航母联合作战。因为“福特”号已经退出战斗，前往希腊进行维修。美军航母不够用，就派两栖攻击舰来凑数。

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。

我们认为，如果美国卷入夺岛战争，伊朗的无人机、导弹甚至远程火箭炮，就会将相关区域变成一片火海，美军势必伤亡惨重，美国将被拖入到长期战争中，因此美军未必会如此冒失。如果只是协助航母参与作战，更大程度是特朗普的极限施压行为。因此，美以伊冲突目前仍存在很大不确定性。

图表 1： 美以伊三方诉求

参与者	领导人利益目标	国家利益目标
美国（特朗普）	2026 中期选举压力：特朗普必须在大选年证明“武力换和平”的有效性。他既要摧毁伊朗核潜力，又绝不能让油价在 11 月前失控。	“廉价的政权更迭”：在不引发全球衰退的前提下，扶持伊朗亲西方势力上台。
以色列（内塔尼亚胡）	国内诉讼压力：面对国内长期抗议和司法压力，内塔尼亚胡需要通过彻底消灭“抵抗之弧”来完成其职业生涯的终极叙事。	“伊朗能力的物理清零”：即便引发地区大战，只要美国下场扫底，就是胜利。
伊朗（小哈梅内伊）	血亲复仇与政权初始合法性：作为“继承人”，他必须在革命卫队（IRGC）面前表现出比父亲更强硬的姿态，否则权力将崩塌。	“有尊严的战时领导力”：通过饱和打击展示威慑，迫使美国回到谈判桌并撤销制裁。

资料来源：wind，中金财富期货研究所

但是，无论是何种情况，一旦战争进入长期化，对经济和通胀的影响明显的。过去 10 天亚洲精炼油品出货量骤降 35%，航煤跌幅超 40%；菲律宾、斯里兰卡被迫推行四天工作制，韩国将石脑油列为"经济安全物资"，多家石化巨头相继宣布不可抗力。若布伦特原油维持 100 美元/桶，4 月全球石油需求缺口或达百万桶/日。

财政支出提前发力

1-2 月一般财政支出累计 4.67 万亿，同比 3.6%，超出市场预期。一般公共预算支出完成 15.6%，是 2019 年以来同期进度最快的一年。

财政提前发力，首先是因为政策明显前置，逐渐形成实物工作量。2025 年底以来，中央预算内投资、提前批“两重”项目、政策性金融工具以及重大基础设施项目批复节奏均有所加快，使得今年年初投资就已经进入了“资金向实物工作量转化”的阶段，央行 PSL 余额上升有所体现。二是中央主导项目接棒，传统项目真空期正在被填补。2025 年基建持续偏弱，核心原因在于“十四五”前期集中开工的大项目进入尾声，基建出现阶段性真空。2026 年开年，随着“十五五”布局逐步落地，这一真空正在被中央主导的重大工程、新型基础设施和公用事业投资填补。另外，今年新增专项债发行进度较快，到上周新增专项债发行超万亿，而去年同期仅 7000 亿左右。

总体来看，财政前置发力的倾向较为显著，结合显著回暖的固投、出口和工业增加值等数据，“十五五”的开局年初“开门红”已基本确定。

美伊冲突走势仍主导全球风险资产价格走势

美伊冲突并没有短期内结束的迹象，市场定价正从“战争快速结束”转向“不确定性蔓延”，目前贵金属和有色市场已经感受到压力。我们认为美伊冲突走势仍主导全球风险资产，由于不确定性的存在，我们仍建议多关注事件动态，谨慎参与相关行情。

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 19 日	中国央行：坚定维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运行	会议首提研究建立非银机构流动性支持机制，全力护航经济与金融市场平稳运行	稳定金融市场的政策不变
	3 月 16 日	美联储按兵不动	美联储维持利率不变	美伊冲突改变市场对于降息的预期
数据	3 月 18 日	美国 2 月 PPI 同比 3.4%	核心 PPI 3.9%创一年新高	通胀全面超预期
	3 月 17 日	中国 2 月新增社融 2.38 万亿元	新增人民币贷款 9000 亿元	M2 同比增长 9%
事件	3 月 17 日	中美经贸磋商于 3 月 14 日-17 日举行	分析评估 301 调查	双方同意在中美经贸磋商机制框架下研究建立促进双边贸易投资的合作机制，加强对话沟通

资料来源：中金财富期货研究所

2 内需有所回升

从国内需求来看，2026 年 1-2 月固定资产投资和社会消费品零售都比 2025 年有一定恢复：

固定资产投资累计同比实现转正。1-2 月固定资产投资累计同比 1.8%（2025 年为-3.8%）。分行业来看，1-2 月基础设施建设投资累计同比 11.4%（2025 年为-1.5%），制造业投资累计同比 3.1%（2025 年为 0.6%）；民间固定资产投资累计同比-2.6%（2025 年为-6.4%）；房地产开发投资累计同比-11.1%（2025 年为-17.2%）。分项目来看，设备工器具购置累计同比 11.5%（2025 年为 11.8%）；建筑安装工程累计同比 0.6%（2025 年为-8.4%）；其他费用累计同比-1.9%（2025 年为-2.3%）。

房地产市场方面：1-2 月房地产开发资金来源同比；新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比降幅都有所扩大。72 大中城市二手住宅价格指数同比降幅也仍然在扩大。

社会消费品零售：2026 年 1-2 月社会消费品零售总额累计同比 2.8%（2025 年为 0.9%）。分类型来看，2026 年 1-2 月餐饮收入同比 4.8%（2025 年为 2.2%）；商品零售同比 2.5%（2025 年为 0.7%）。

3 全球货币政策预期收紧

美国大幅下修 2025 年四季度实际 GDP 增速，几乎所有分项均被下调。同时发布的 1 月核心 PCE 价格指数同比增速却再度走高，具有一定先行指导意义的 2 月 PPI 更是在服务和商品成本同步走高的带动下明显加速，证明在中东局势出现之前，美国通胀形势就已不容乐观。如今随着油价飙升，价格传导将愈发明显，增长和通胀面临双重压力。在最新议息会议上美联储如期按兵不动，但态度更显鹰派，点阵图暗示年内降息幅度大幅收敛。会议声明和经济预测的细微处无不透露着对于地缘局势发展的不确定性预判。鲍威尔讲话中进一步淡化就业市场，转而更加关注通胀。市场对年内加息的预期迅速抬升，但我们认为落到实际行动中还需要看到通胀预期脱锚。

总之，短期联储政策转鹰和中期主席人选就职不确定性还是会在一定程度上加大外围流动性

环境的压力。欧洲方面，欧央行在最新决策中维持政策利率不变，但通胀压力还是令其不得不将加息选项摆在台前。极端情况下，欧央行预计欧元区通胀或在 2027 年一季度达 6.3%，市场已开始计入其最快会在 4 月份开始加息。

4 宏观策略

美伊冲突并没有短期内结束的迹象，市场定价正从“战争快速结束”转向“不确定性蔓延”，目前贵金属和有色市场已经感受到压力。我们认为美伊冲突走势仍主导全球风险资产，由于不确定性的存在，我们仍建议多关注事件动态，谨慎参与相关行情。

5 股指期货市场分析

A 股明显调整

在美伊冲突延续的影响下，A 股上周连续回落，上周沪深 300 指数周-2.19%，上证 50 指数周-2.47%，中证 500 指数周-5.82%，中证 1000 指数周-5.25%，市场跌势明显加剧。

目前全球股票市场处于美以伊三方博弈下的激进策略陷阱，美股对此反应尚不充分。在非理性博弈中，小哈梅内伊的效用函数在采取妥协策略时为负，那么对于小哈梅内伊而言，强硬策略是一个严格优势策略。连锁反应是内塔尼亚胡也有动力采取强硬策略作为回应，这就转变成了一个伊朗和以色列的领导者可以接受但特朗普无法接受的单输格局。这时候如果特朗普选择从妥协策略转变为强硬策略，那么在博弈模型中他的效用会边际改善，这是一个优势选项。但对于美以伊三方来说，激进陷阱就被触发，形成了一个三输的局面。尽管从理性利益出发浅尝即止是一个纳什均衡的剧本，但考虑到领导人函数后，一个更激烈剧本的可能性反而更大。

全球股市的走势比较依赖 3 月底美国潜在登陆作战的结果。

流动性杀跌即将结束，关注低吸机会

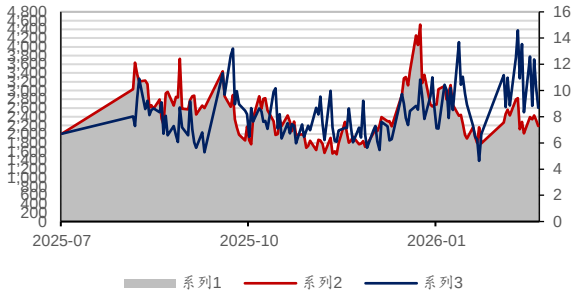
过去一周，市场因为流动性问题，A 股持续回落，上周主力资金（机构+游资+量化）整体流出：连续 5 日净流出，全周累计净流出超 2500 亿元。其中单日峰值出现在 3 月 19 日，净流出 870 亿元（年内高位）；3 月 20 日净流出 400.89 亿元。

北向资金整体流出：全周净流出超 300 亿元，3 月 19 日单日净卖出 127.36 亿元（年内第二大单日流出），3 月 20 日净卖出 115.46 亿元。

两融资金（杠杆资金）先增后减：3 月 16 日融资余额 26430 亿元（+97 亿元）；3 月 19 日两融余额单日减少超 180 亿元，杠杆资金主动降仓。

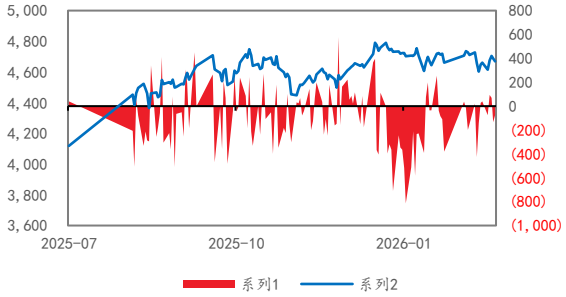
机构中保险资金流出幅度较大，保险公司 2026 年第二代偿付能力监管要求全面落地，3 月 31 号是第一次考核，恰逢美伊冲突对市场风偏造成明显影响。保险公司一季度考核 331 结束，市场抛压有望减轻，这个位置不适宜再杀跌。

图表 8：融资融券数据图



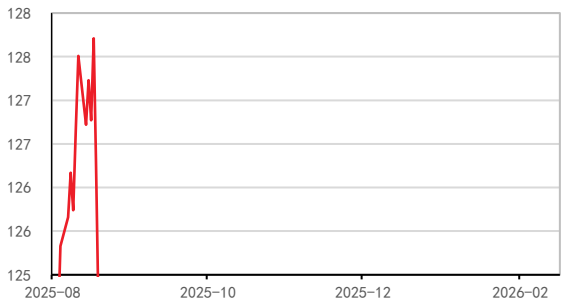
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



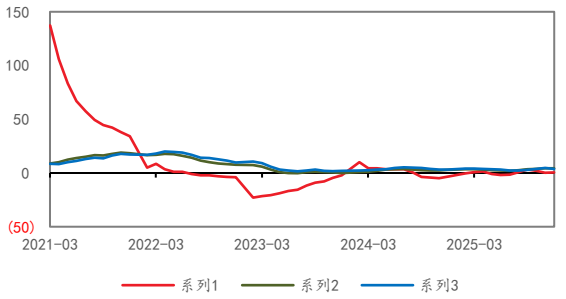
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。电力领域订单持续支撑企业排产，新能源领域订单有所好转，而建筑工程订单依旧表现乏力，对整体开工形成施累。

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。

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

中东局势持续升级，市场交易逻辑已由此前的“避险”主导，逐步转向对“经济衰退”的忧虑。从库存端来看，全球三大交易所铜库存总量攀升至 133 万吨以上，处于历史高位，显示短期供应相对充裕，直接对铜价上行空间形成压制。总体而言，当前铜市正处于宏观因素主导的“回调寻底”阶段。但展望后市，铜矿供应偏紧的格局并未改变，叠加国内电网投资和 AI 领域发展的用铜需求依然被长期看好，铜的长期需求增长逻辑仍然稳固。

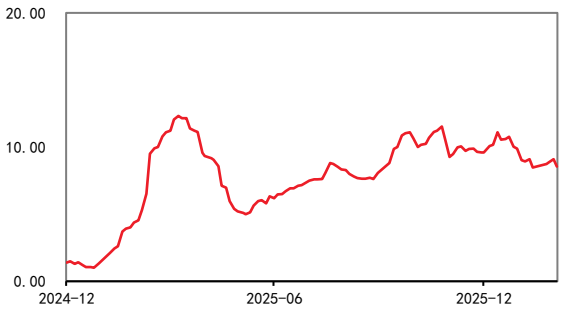
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



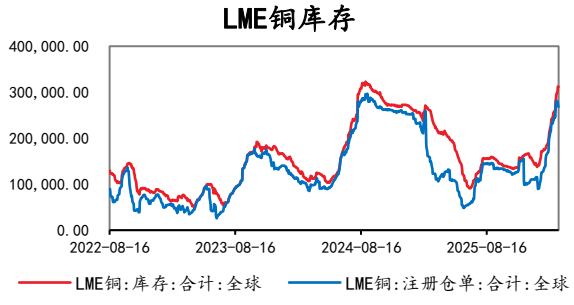
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



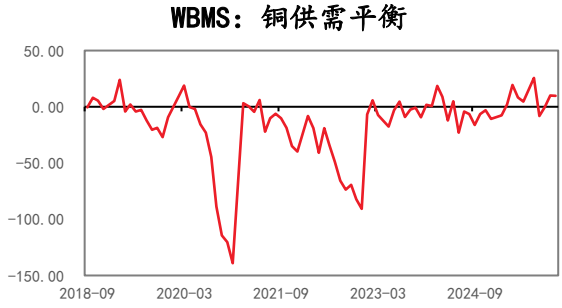
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



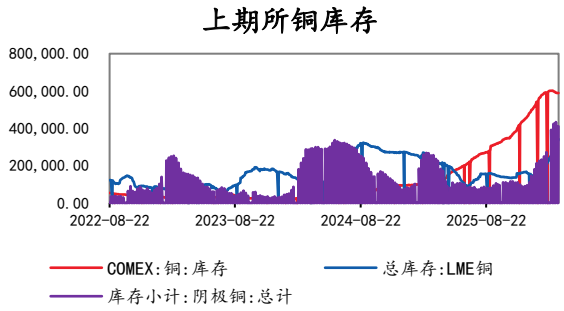
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



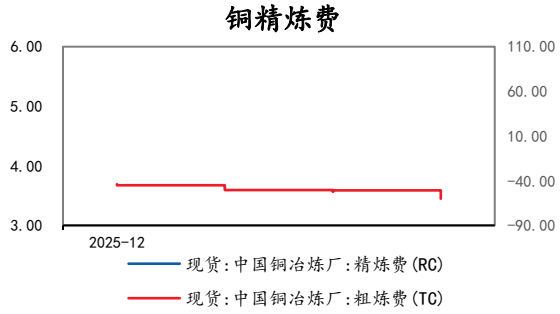
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。下游消费复苏力度不及预期，北方环保影响走货，镀锌企业成品库存积压；压铸锌合金及氧化锌企业订单改善有限，抑制刚需补库意愿，企业多以消化现有库存为主。

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。

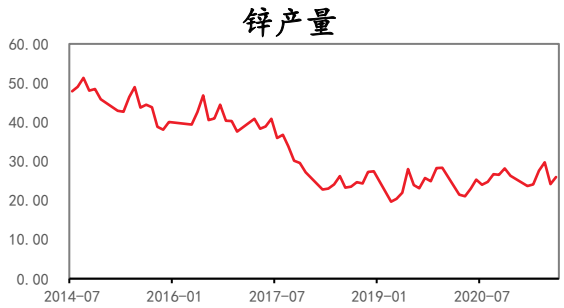
受春节长假、前期需求透支、新能源汽车购置税退坡，以及消费者对节后促销及新品上市的预期等多重因素影响，市场或将进入阶段性调整期，至 3 月车市需求随着新车上市或逐步释放。

2 总结

冲突升级担忧重新激活通胀交易逻辑，降息预期延后对锌价形成压力。锌矿供应扰动及欧洲炼厂生产风险提供潜在支撑，但在冶炼端未出现实质性减产之前，支撑逻辑仍偏弱。元宵节后下游需求逐步释放，但镀锌、压铸锌合金等企业开工率尚未恢复至正常水平，整体恢复速度不及预期。宏观情绪偏空，叠加国内高库存压力和下游需求恢复缓慢，沪锌短期承压。市场缺乏明确的向上驱动因素，预计将以震荡寻底为主。

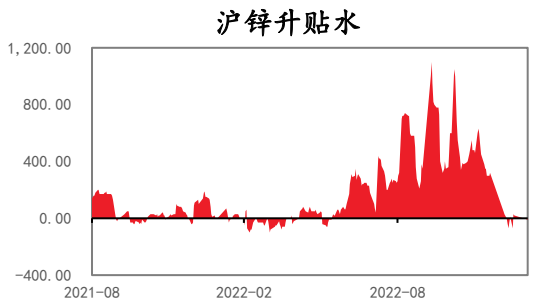
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



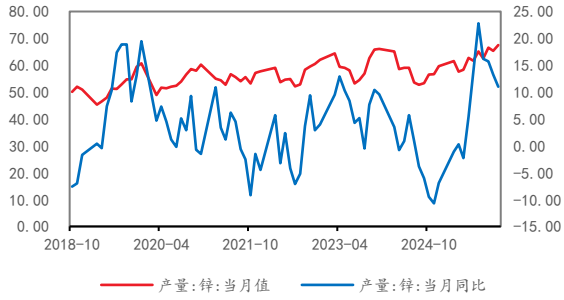
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



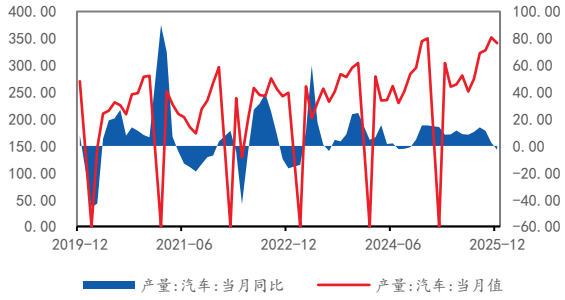
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 土地供给端约束升级，涉房用钢需求面临缩量挑战

近期，自然资源部等部门出台了关于土地管控的新型政策框架，明确要求新增建设用地指标必须由省级层面进行实质性统筹，并与地方盘活存量闲置土地的规模执行严格的强制挂钩机制。鉴于当前国内城镇化率已达到约 68%的阶段性节点，人口流动与城市空间扩张的斜率呈现自然放缓特征，该政策的落地标志着房地产及宏观经济的调控逻辑再次发生转变，即由前期的“去房屋库存”向更前端的“去土地库存”延伸。这一调控前置的操作，切断了部分低线城市依赖土地财政进行粗放式规模扩张的物理路径，转而强制定向存量资产的资产负债表修复。

从宏观资产定价的传导路径观察，土地供给侧的刚性约束机制改变了远期住房市场的供需结构预期。通过压降新增土地供应，政策意图在于截断潜在新房供应的增量，进而对现有库存及底层资产价格的止跌回稳形成支撑。这种资产价格企稳的预期，通过金融市场的风险偏好与估值模型向黑色系商品盘面传导，阶段性推升了钢材期货品种的宏观情绪溢价。盘面价格在短期内反映了市场对系统性尾部风险解除的定价纠偏，表现为黑色产业链相关标的重心的阶段性上移。

然而，深入探究政策向产业微观层面的传导机制，土地指标的严格管控将机械地传导至房地产开发的前端环节。建设用地的缩量直接对应着房企拿地规模的收缩，进而导致房地产新开工面积面下降趋势面临更大的下行压力。在存量施工面积因缺乏新开工项目补充而呈现自然衰减的背景下，建筑用钢的绝对需求基数呈现收缩特征。这种由土地源头引发的终端需求缩量，构成了黑色产业链长期面临的客观约束条件。

鉴于螺纹钢等长材的表观消费高度依赖于房地产施工环节，前端拿地与新开工的萎缩意味着长材总需求中枢的实质性下移。进一步向产业链上游溯源，成材端需求基数的收缩终将向铁矿石、双焦等原料端形成负反馈压制。当钢材总需求无法承载过高的原料成本时，钢厂利润的恶化将倒逼高炉降低产能利用率，进而实质性削减对上游原料的采购需求。因此，基于土地管控带来的远期建设体量收缩预期，黑色产业链整体的绝对估值中枢面临长期压制。

2 长流程供给回升，产业链总库迎来去化拐点

本周钢铁供给端呈现长流程铁水与成材产量同步回升的特征。全国 247 家钢铁企业高炉产能利用率升至 85.6%，环比上升 2.7 个百分点，同比回落 1.0 个百分点；日均铁水产量环比增加 7.0 万吨至 228.2 万吨。在铁水产量抬升的背景下，五大品种钢材周产量录得 839.8 万吨，环比增长 2.3%，同比下降 3.0%。品种排产方面，螺纹钢产量环比增幅高于热轧板卷。供给端的数据变化反映出，随着 247 家钢厂盈利率小幅提升 1.3 个百分点至 42.4%，长流程企业生产意愿有所修复，铁水流向继续向建筑用钢领域倾斜。

产业链库存结束节后的累积态势，迎来实质性的去化拐点。本周五大品种钢材总库存由增转降，周环比回落 1.5%，变动幅度较上周下降 2.6 个百分点。从库存结构观察，社会库存录得 1411 万吨，环比下降 0.9%，同比增长 9.4%；钢厂库存录得 535.2 万吨，环比下降 3.0%，同比增长 7.3%。钢厂库存降幅大于社会库存，表明生产端货源向流通与终端环节的疏导较为通畅，产业链整体库存压力呈现初步缓解迹象。

需求端各项指标维持环比修复态势。本周五大品种钢材表观消费量录得 868.5 万吨，环比增长 8.8%，同比下降 4.2%。分类来看，螺纹钢表观消费量回升至 208.1 万吨，环比增长 17.7%，同比下降 14.4%。尽管本周建筑钢材日均成交量录得 9.4 万吨，环比小幅回落 3.2%，但表观消费数据的连续改善印证了实体工程项目复工的推进与终端材料消耗的逐步落地。同比维度的降幅则反映出在当前宏观基数下，总体需求规模依然处于相对低位。

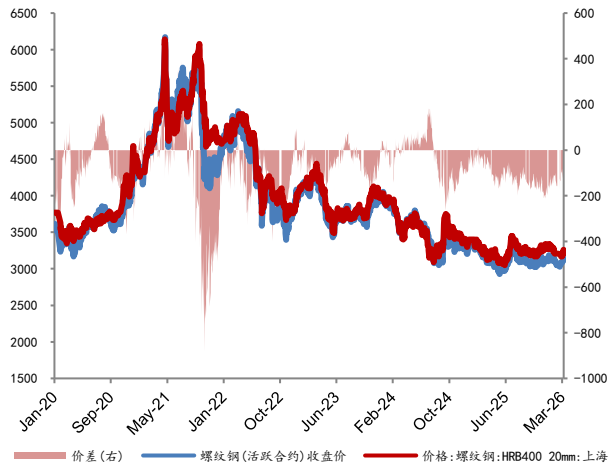
综合观察，本周现货市场价格变动有限，受制于原料端与成材端的比价关系，主流钢材品种即期毛利有所回落。当前黑色金属产业链处于供需双升的验证期，铁水产量的抬升增加了原料端的需求预期，而成材总库存的去化为产业链提供了基本的流动性支撑。后续市场的定价逻辑将继续围绕下游去库斜率展开。在供给弹性逐步释放的背景下，终端需求的承接力度及其持续性，将决定产业链估值中枢的阶段性运行方向。

3 小结

中东地缘局势持续发酵，推升原料端估值中枢，对钢材盘面形成被动的成本支撑。当前正值产业淡旺季交替节点，尽管终端表观消费量的绝对水平依然承压，但宏观情绪溢价叠加需求边际企稳预期，驱动期价维持震荡偏强运行。后续需警惕高成本向成材利润传导不畅所引发的产业负反馈风险。

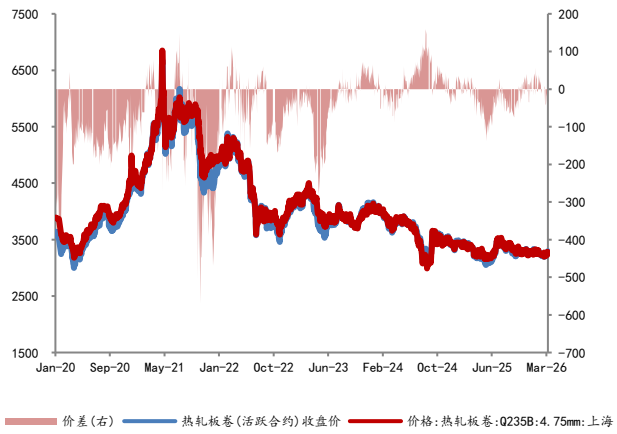
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



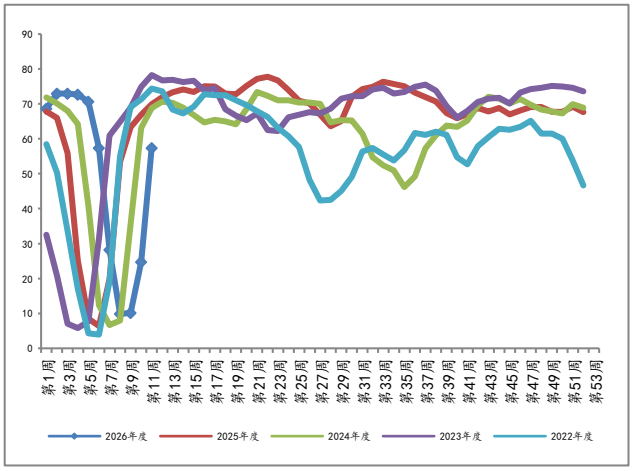
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



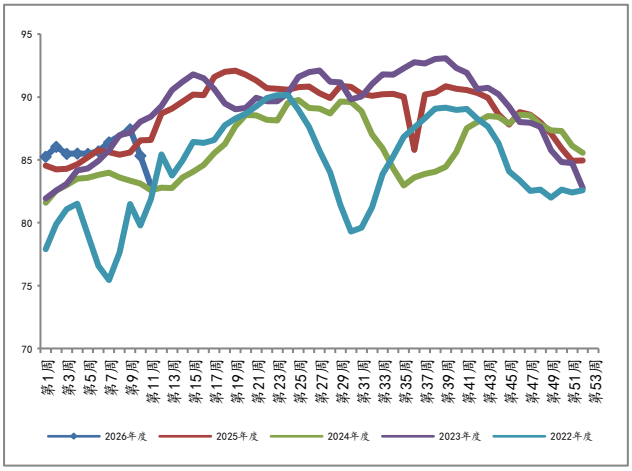
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



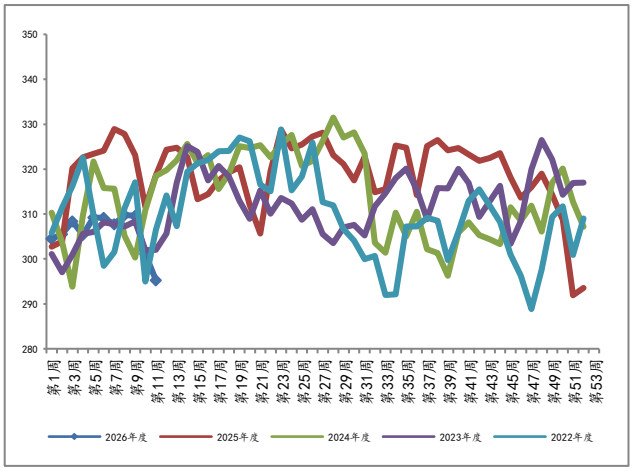
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



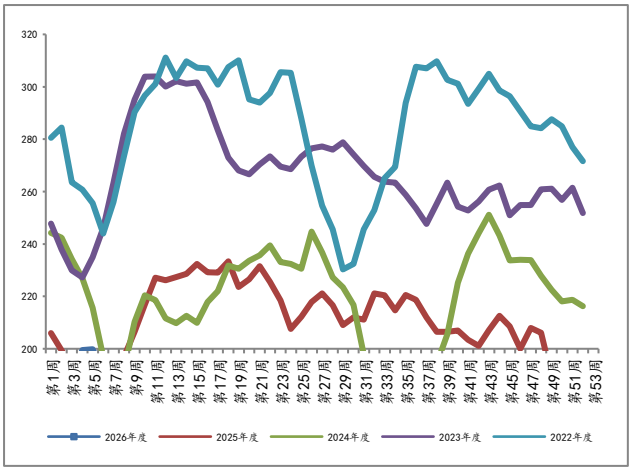
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



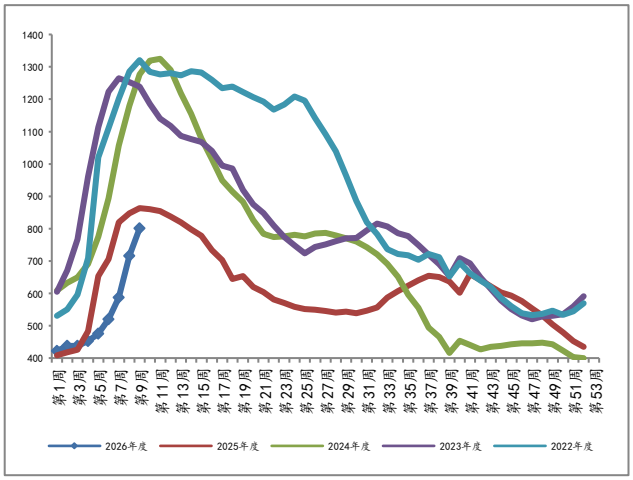
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



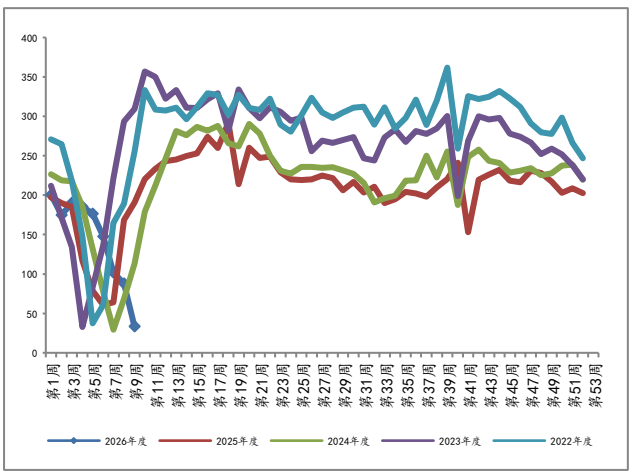
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 伊朗局势走向失控

伊朗地缘局势已经逐渐失控，可能会以第六次中东战争载入史册，其对原油市场的影响亦超预期，很有可能酿成第四次石油危机。

目前，市场正在重新评估霍尔木兹海峡问题将如何演绎。伊朗通过封锁霍尔木兹海峡推高能源价格，从而迫使美国退出战争不敢再犯，这是在军事全面劣势下唯一有效的自保方法。11 月美国将进行中期选举，若高油价持续势必引发通胀卷土重来，将令特朗普当局失去支持和席位。伊朗开出了结束战争的三大条件：承认伊朗的合法权利，支付战争赔偿，由国际社会提供防止未来侵略行为的保证，拒绝接受任何通过调解达成的停火协议。

在基准情景下，当前通航船舶数量较事发前十不存一，证明伊朗有能力短期执行封锁，替代进口渠道和战略储备释放有限，油价上涨已非风险情绪提前计价，而是供需平衡实至名归。修正情景下预测，如果波斯湾原油出口在 3-4 月近乎全面中断，5-6 月开始逐步恢复，则油价将持续站上历史高位，能源成本大涨推升滞胀风险，并迫使美联储重新校准货币政策框架。

2 供需平衡彻底反转

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。

战争发生前，霍尔木兹海峡日均原油及液体燃料运输量约为 1920 万桶，其中原油约 1500 万桶，当前航运水平较正常情况骤降超 90%。随着霍尔木兹海峡持续关闭，原油航运受阻导致库存压力攀升，海湾国家陆地库容日益告急，沙特、阿联酋、伊拉克、科威特四国已经被迫大规模减产，目前产量损失合计 670 万桶/日，约占全球原油总供应量的 6%。

IEA 预计，3 月全球原油供应平均将会减少 800 万桶/日，如果贸易流不能在短期内恢复，损失还将进一步扩大。表观来看，2026 年 1 月全球原油供应为 1.0715 亿桶/日，需求为 1.0545 亿桶/日，符合此前供需过剩的预期；而现在粗略估算，全球原油供需缺口大约在 900-1100 万桶/日，约占动态平衡总量的 10%。

我们提醒交易者，霍尔木兹海峡封锁 30-40 天左右就会彻底改变全球原油供需平衡格局，且这一结果在中期内是不可逆的，而目前已经过去三周。

3 护航行动难保周全

霍尔木兹海峡原油运输出现持续性中断，已经对全球能源供应构成严重的系统性冲击。国际能源署 IEA 表示，截至目前造成的原油供应损失量已超出 1973 年石油危机的时期，霍尔木兹海峡恢复通航对稳定原油市场至关重要。

对此，特朗普计划组织美国海军协同盟国开展护航行动，然而目前还没有一个国家承诺派军舰前往霍尔木兹海峡。国际海事组织称，派军舰护航无法百分百确保船只在霍尔木兹海峡通行的安全，军事协助并非可持续的解决方案。霍尔木兹海峡最窄处仅约 30 公里，可供 VLCC 和 LNG

船通过的航线更为狭窄，面对伊朗导弹、无人机、快艇和水雷的威胁，军舰的反应时间非常有限，从技术上护航存在巨大风险。

本次全球原油供应中断的规模之大、持续之久，使得市场难以找到有效的替代方案，这意味着油价大幅上涨不再只是风险情绪溢价，而是市场对中长期供需平衡改变的重新定价。

4 能源设施开始遇袭

中东战争正朝着更加危险的方向发展，美伊以开始相互攻击油气基础设施，使得全球能源安全形势急转直下。

起先是特朗普下令对哈尔克岛发动打击，伊朗约 90%的原油出口从该岛上的终端装运。尽管美方声称未损坏原油相关设施，但此举传递出的信号是，可立即切断伊朗约 150 万桶/日的原油出口量，标志着战争范围扩大化和能源风险重大升级。

以色列悍然袭击了伊朗南帕尔斯天然气田，该处重要设施处理伊朗约 40%的天然气。特朗普对此知悉并表示不希望再发生针对伊朗能源设施的袭击，然而随着霍尔木兹海峡封锁持续，不排除美以将更多伊朗能源设施列为打击目标。

伊朗宣称将严厉报复对该国油气行业的袭击行为，警告将以牙还牙，威胁摧毁整个波斯湾地区的能源设施。随后，伊朗打击了沙特利雅得油气联合炼油厂的美方专属区域，摧毁了美军战机的燃油储备库，导致燃料补给受阻甚至瘫痪。

参考俄乌战争的经验，一旦战争范围扩大到能源相关领域，将引发交战方更激进的报复风险，冲突进一步升级并伴随着性质恶化，将显著加剧原油和天然气供应中断的危机。

5 战略抛储扬汤止沸

为应对与日俱增的供需缺口，美西方及其盟国启动应急储备释放机制，意图在短期内对损失的供应量加以补充。

此前国际能源署 IEA 宣布，32 个成员国联合释放 4 亿桶战略石油储备。美国将在 120 天内释放 1.72 亿桶战略石油储备，首批调拨的 8600 万桶原油将在一周内投放市场。假设未来三个月均匀释放储备，大约新增应急供应 300-350 万桶/日，可覆盖全球原油供应缺口的 30%-45%。美国甚至放宽对俄罗斯的制裁，颁发一份为期 30 天的豁免许可，允许俄罗斯出售大约 1.28 亿桶原油。

本次抛储总量能够初步遏制油价过快上涨，但完全无法弥补波斯湾发运量锐减造成的巨大损失。释放战略储备属于短期应急措施，且不论储量安全红线能否撑到海峡解封，后期还必须对战略储备进行回补，从而提振了原油中长期供需格局。

6 地缘政治占据主导

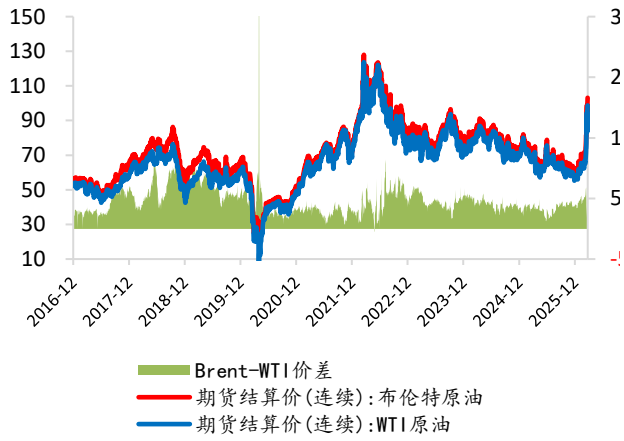
美伊以战争正在酝酿出第四次石油危机，原油市场核心矛盾已经从传统的基本面估值暂时完全转向地缘风险定价。

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。

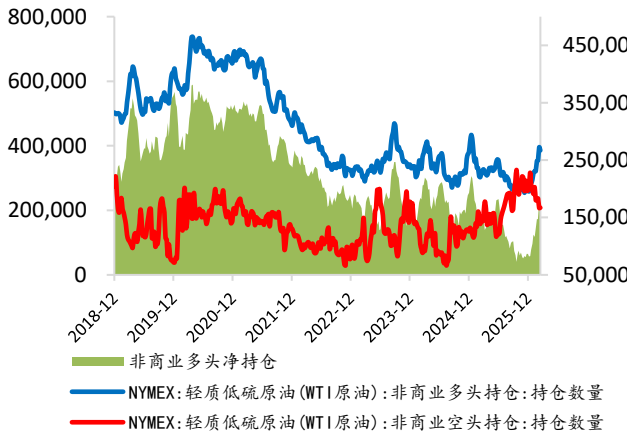
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



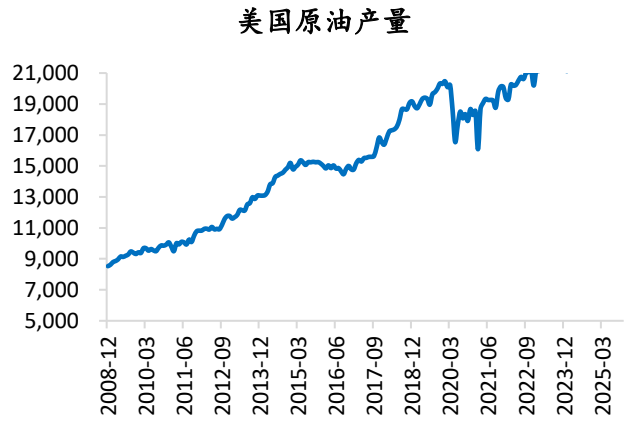
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



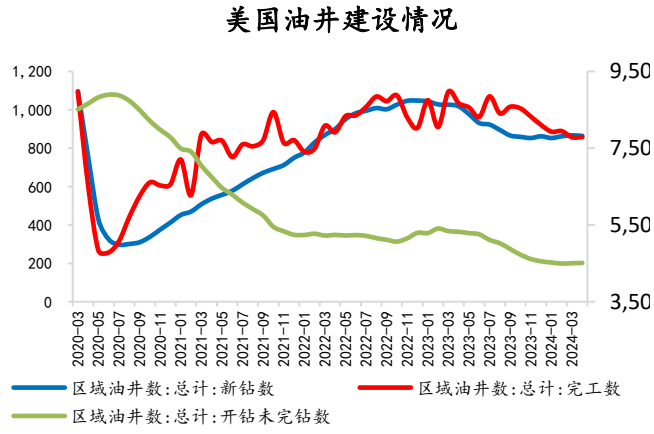
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



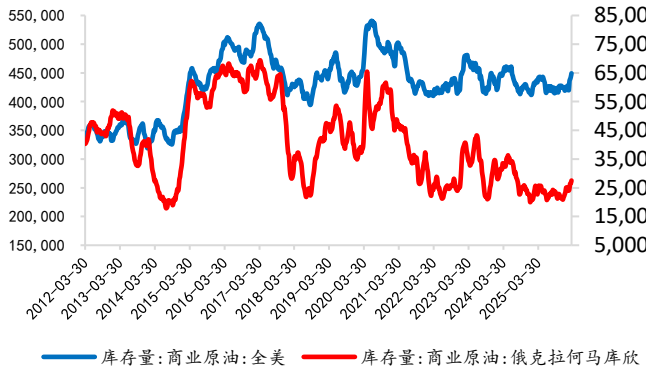
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



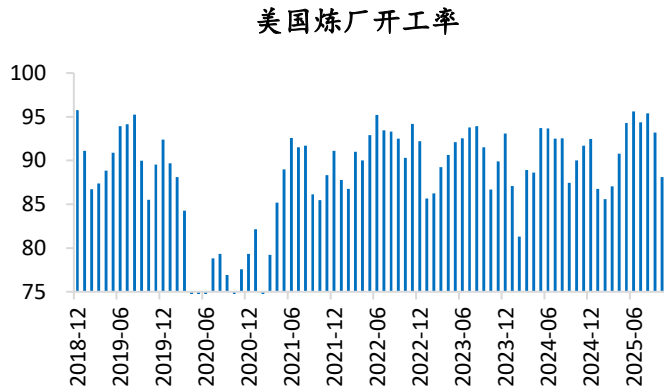
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



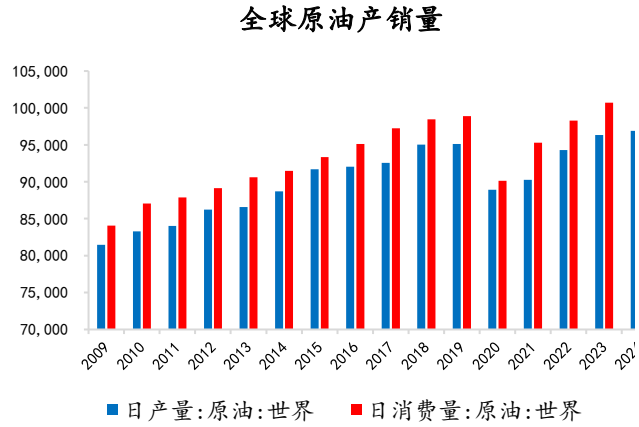
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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