中金财富期货策略周报（2026 年第 10 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：美伊冲突并没有结束的迹象，冲突时间越是拉长，宏观经济和资本市场面临的压力就越大。目前美伊冲突走向地面战争是最坏的一种结果，如果真的步入这一境地，油价仍将显著上行，风险资产仍将承压。

股指期货：随着美伊冲突的持续，以及原油短缺对经济造成的不利影响深化。“衰退交易”对全球股市的影响仍在持续，美股并未对当前的不利局势做出充分反映，注意美股补跌对全球股市的拖累，建议耐心等待调整行情结束。

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”的担忧，铜价进入调整阶段。当前加工费虽维持低位，但受副产品硫酸等利润支撑，国内精炼铜产量仍保持高位。随着铜价持续走弱，加工企业新增订单阶段性增加，下游采购补库意愿明显提升，社会库存延续小幅下降。总体来看，宏观层面的滞胀风险与美联储政策的不确定性尚未消除，沪铜短期仍将承压，但下行空间有限。

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。2026 年原料紧缺的基调不变，持续极致低加工费的背景下，内外冶炼厂利润将持续承压。锌价下跌后，下游镀锌、压铸等企业采购意愿明显提升，现货成交阶段性好转，带动社会库存小幅去化。宏观层面的“滞胀”担忧与高库存压力尚未缓解，价格反弹动能不足，预计将维持区间震荡。

钢材：中东地缘冲突持续发酵，市场对重要物流通道受阻的担忧加剧，其外溢效应正逐步显现。黑色系虽处能源危机的相对外围，前期计价并不充分，但当前地缘带来的成本端抬升正向成材实质性传导。尽管终端需求依旧偏弱，但在原料端走强的被动支撑下，预计短期钢材期价将维持偏强运行态势。

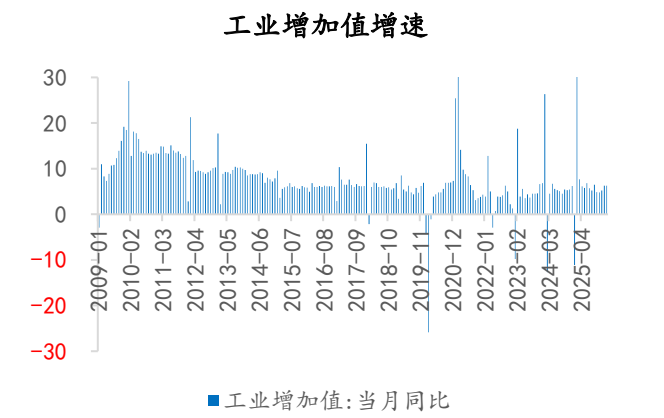
原油：美伊以战争正在酝酿出第四次石油危机，原油市场核心矛盾已经从传统的基本面估值暂时完全转向地缘风险定价，主流机构大幅上调未来油价预期。接下来伊朗局势或有两种演绎路径：一是特朗普宣称打赢顺势 TACO，航运恢复令原油化工全线冲高回落；二是转入全面战争和长期冲突，油价持续维持高位高波动模式。未来美伊以战争的发展将会决定接下来的市场走向，多空将围绕霍尔木兹海峡通航展开博弈，只要中东局势的不确定性持续存在，市场就会不断对风险溢价进行修正。

目录

周度策略：市场不理会川普“口头缓和”，“衰退交易”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 -
2 工业企业利润：盈利进入修复通道 ..... - 6 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
铜 ..... - 9 -
1 影响因素 ..... - 9 -
2 结论 ..... - 10 -
钢材 ..... - 14 -
1 地缘风险外溢 ..... - 14 -
2 铁水产量延续抬升，产业链去库速率边际扩张 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 18 -
1 内幕交易诡异再现 ..... - 18 -
2 TACO 疑为缓兵之计 ..... - 18 -
3 战事存在升级风险 ..... - 18 -
4 沙特恢复部分出口 ..... - 18 -
5 美伊矛盾不可调和 ..... - 19 -
6 地缘政治占据主导 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -

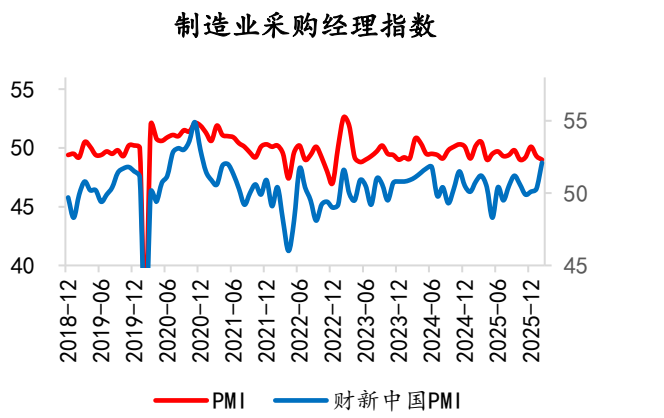
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



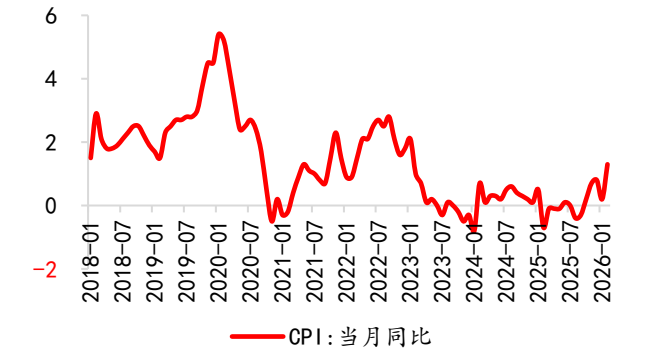
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



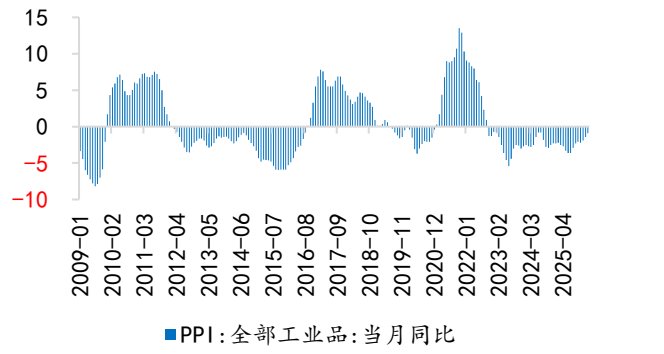
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



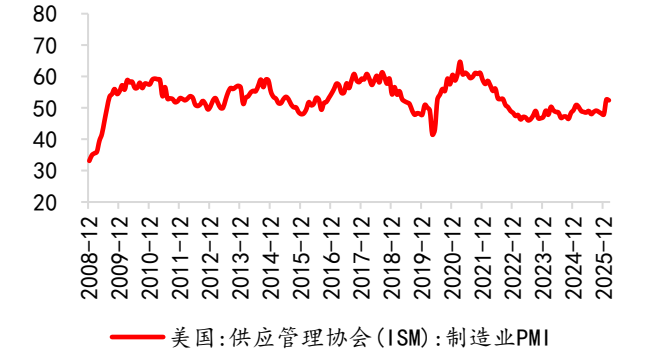
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



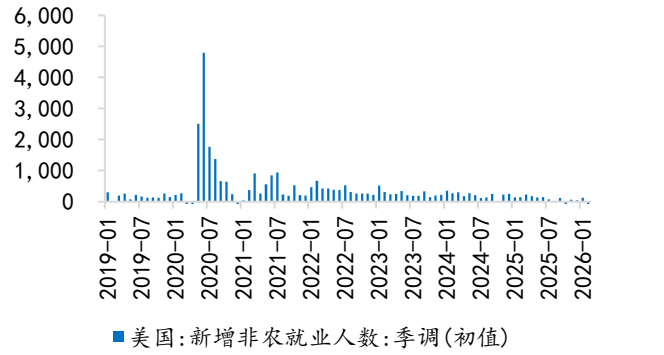
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场不理会川普“口头缓和”，“衰退交易”深化

特朗普表示延后对伊朗的打击到 4 月 6 日，这意味着近一周美伊冲突进入驱动相对平稳的阶段，但是高油价对经济的影响依然明显。

特朗普“延迟打击”遭遇市场的不信任

特朗普 26 日周四在社交媒体发文，称对伊朗能源设施空袭再推迟十天，至美东时间 4 月 6 日晚 8 时。

虽然美伊冲突进入缓和期，延长最后期限实际上是把问题往后拖延，推迟了任何关于霍尔木兹海峡重新开放的具体解决方案 。这反过来只会加剧市场和更广泛的全球经济所面临的不确定性。

另外，市场对于特朗普的迷惑行为深感不解。特朗普一直表示谈判进展顺畅，但美国已在中东完成大规模军事集结，这种迷惑的行为让市场对于地面进攻的预期依然很高。

伊朗方面，3 月 27 日，3 艘不同国籍的集装箱船试图驶入指定的持证船舶通道，在收到革命卫队海军警告后折返。伊朗革命卫队公告说，霍尔木兹海峡现已关闭，禁止任何“来自或前往”美国和以色列盟友港口的船只通过，任何试图擅自穿越霍尔木兹海峡的行为都将面临“严厉措施”。这与特朗普谎称“霍尔木兹海峡处于开放状态”严重不符。

从历史维度来看，此次伊朗战争引发的全球石油供给冲击，在历次能源危机中处于显著高位，目前资本市场对此事的反馈，依然不足。

油价上行改变多国央行的降息预期

油价上涨带来的物价压力，改变了全球货币政策的降息预期。从利率曲线的形态变化来看，当前的利率路径较 1-4 周前出现了整体抬升，这一变化直观反映出市场对未来政策利率中枢的重新定价。美联储官员的表态，更是直接体现出货币政策态度的阶段性转鹰。

全球货币政策降息预期的转变，又进一步传导至工业品市场，引发金属价格的回调，成为能源冲击后的又一连锁反应。从 CRB 现货指数的金属分项走势来看，在伊朗局势升级、油价持续上涨后，金属工业品价格出现了明显的下跌趋势，可能在一定程度上抵消油价上涨对价格的上抬作用，多重因素的叠加让工业品市场的走势更为复杂。

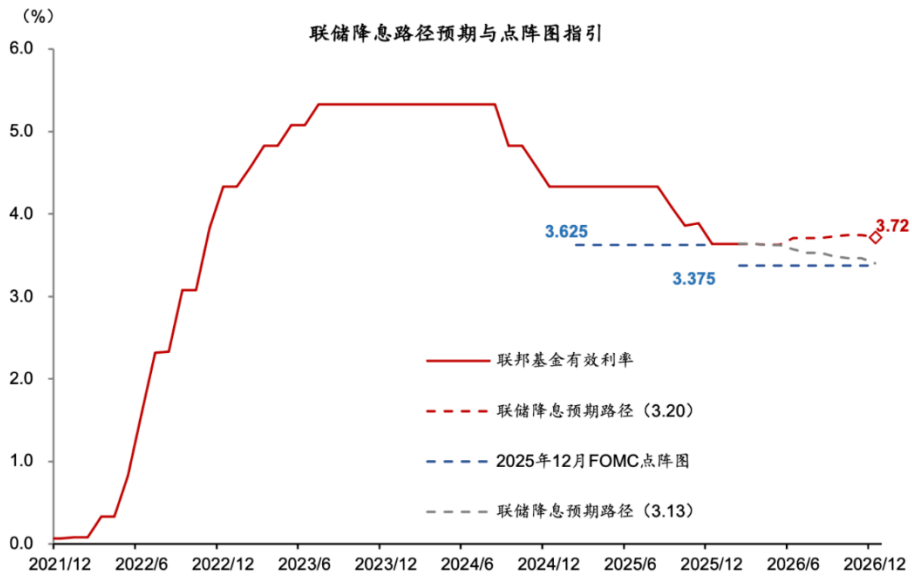
美联储方面，当前的地缘冲突下，温和降息的概率较低。若中长期通胀预期明显上行，今年难降息、甚至需加息。若中长期通胀预期平稳，今年仍可降息；油价越高、持续时间越长，对经济的损失越大，需要的降息幅度可能也越大。截至 3 月 25 日，市场预期年内可能不再降息（3 月初预期年内可降息 2 次）。

欧央行认为，能源价格冲击可能高度干扰货币政策决策。欧央行 3 月经济预测明确表现了对通胀上行的担忧，进而引发市场对年内加息的重定价。截至 3 月 25 日，市场预期欧央行年内可能加息 2-3 次（3 月初仅预期年内保持利率不变）。

日央行方面，加息节奏仍是边走边看。日本经济“类滞涨”格局未改变，加息步伐难以提速；而中东地缘冲突对油价的冲击更是进一步推高了通胀风险。因此 3 月以来，市场对日央行的加

息预期相对稳定，仍预期今年可能再加息 2 次。

图表 1： 美联储降息预期迅速降温



资料来源：wind，中金财富期货研究所

预计市场波动率将再度回升

美伊冲突并没有结束的迹象，冲突时间越是拉长，宏观经济和资本市场面临的压力就越大。目前美伊冲突走向地面战争是最坏的一种结果，如果真的步入这一境地，油价仍将显著上行，风险资产仍将承压。

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 24 日	王毅：中东战事的是非曲直十分清楚	国际社会有必要秉持客观公正立场。	当务之急是积极劝和促谈
	3 月 25 日	土耳其央行在伊朗战争期间抛售 80 亿美元黄金	这对黄金价格构成了下行压力。其中一部分被直接出售	而大部分则通过掉期协议用于换取外汇或里拉流动性
数据	3 月 24 日	日本周四起释放石油储备	是史上最大规模	首艘绕行油轮即将抵日
	3 月 23 日	2500 亿元支持消费品以旧换新	中国财政部将加大直达消费者的普惠政策力度	今年安排超长期特别国债 2500 亿元支持消费品以旧换新，设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金
事件	3 月 26 日	特朗普推迟十天打击伊朗能源设施，最后期限延至 4 月 6 日	特朗普：不知美伊能否达成协议、我不迫切	特朗普再度实行极限施压的策略

资料来源：中金财富期货研究所

2 工业企业利润：盈利进入修复通道

3 月 27 日统计局公布 2026 年 1-2 月工业企业效益数据，营收累计同比 5.3%、前值 1.1%；利润累计同比 15.2%、前值 0.6%。2 月末，产成品存货同比 6.6%、前值 3.9%。

低基数与营收改善，共同推升 2026 年 1-2 月利润。

2026 年 1-2 月工业企业盈利修复动能持续增强，春节假期错位效应进一步放大了同比增速表现。这一改善由生产加快、价格企稳、利润率回升共振驱动，稳增长政策、设备更新与重大项目开工及春节消费旺季带动营收同比回升，工业品降价压力缓解，而单位成本下降推动营收利润率同比首次回正，成为盈利修复的核心支撑。利润结构较前期显著优化，上中下游利润分配向均衡发展，上游行业内部分化加剧，中游装备制造业仍是盈利增长核心引擎，下游消费行业盈利边际改善明显、利润占比显著提升。

盈利持续改善仍有待观望，后续或呈结构性分化、温和改善的态势。短期来看，稳增长政策落地及内需回暖将支撑盈利延续修复，工业经济也正从被动去库存向主动补库存阶段过渡，但后续仍需关注外需波动、部分行业产能过剩及成本端压力，叠加春节后消费旺季消退的短期扰动。

3 4 月流动性观测：财政支出支撑流动性缺口

政府债供给压力较大，参考部分省市公布的地方债发行计划以及国债发行规律，预计 4 月政府债整体净融资约 10000 亿元。

参考历史经验，季初月往往是税收大月，考虑到减税降费以及财政加大支出的背景，我们预计收支差额在-4500 亿左右，向市场投放少量资金。

M0 与外汇占款变化不大，缴准压力减轻释放流动性。我们参考最近三年的同期数据，M0 与外汇占款的变化规模约 300 亿元，而测算剔除非银的存款平均减少 2.2 万亿，对应缴准资金预计将释放 1700 亿元左右。

完全排除 MLF 以及逆回购到期的因素，我们测算 4 月流动性缺口大约 4500 亿元，但其中很大的支撑来源于 2.2 万亿公共财政支出的补给。考虑财政支出时点靠后，月中实际扰动仍值得关注。

4 宏观策略

美伊冲突并没有结束的迹象，冲突时间越是拉长，宏观经济和资本市场面临的压力就越大。目前美伊冲突走向地面战争是最坏的一种结果，如果真的步入这一境地，油价仍将显著上行，风险资产仍将承压。

5 股指期货市场分析

指数震荡回落

美伊冲突的情况下，全球股市集体回落，上周沪深 300 指数周-1.41%，上证 50 指数周-1.61%，中证 500 指数周-0.29%，中证 1000 指数周-0.48%

上周沪指维持震荡，全周市场交投活跃度仍保持高位，虽当周最后两天成交量跌破两万亿元，但全量能均在 1.8 万亿元上方。从 2026 年 3 月的市场环境来看，外部层面，美联储 3 月选择继续暂停降息，仅一名成员支持继续降息，因美伊地缘政治局势仍存较大不确定性，市场已开始对美联储年内的降息可能性与节奏重新定价与预期博弈。国内方面，2026 年开年我国经济在出口强劲与基建发力支撑下开局良好，投资端亦显著回升，但消费和房地产领域表现仍偏弱，经济内生动能改善尚需进一步观察。整体看，3 月以来，A 股市场风险偏好受美伊局势制约，主要指数呈现震荡调整态势，并于一度失守 4000 点关口，随后指数连续回升。

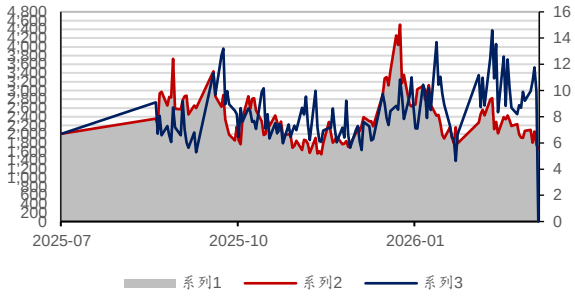
保持观望，耐心等待调整行情结束

原油的供应急剧恶化，正从"未来可能缺油"演变为"当下确已缺油"。此前数周，美伊冲突爆发初期，各国陆续从波斯湾起运的油轮在冲突升级前已完成装载出发，这些货物在一定程度上为市场提供了缓冲。亚洲原油库存已近极限，菲律宾宣布能源紧急状态；非洲 4 月初、欧洲 4 月中旬相继承压。

全球股市可能正在逼近一个关键拐点。投资者在短暂追逐年内高息债券的同时，其核心关注点正在从能源价格飙升引发的短期通胀恐慌，迅速转向对长期经济增长停滞甚至衰退的深层担忧。随着干预油价的口头言论逐渐失效，以及美国财政发债压力的隐现，面对不断攀升的能源成本，华尔街正被迫重新评估风险资产的估值框架和宏观经济的潜在下行风险。

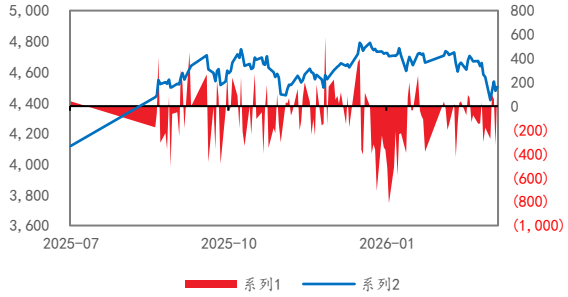
随着美伊冲突的持续，以及原油短缺对经济造成的不利影响深化。“衰退交易”对全球股市的影响仍在持续，美股并未对当前的不利局势做出充分反映，注意美股补跌对全球股市的拖累，建议耐心等待调整行情结束。

图表 8：融资融券数据图



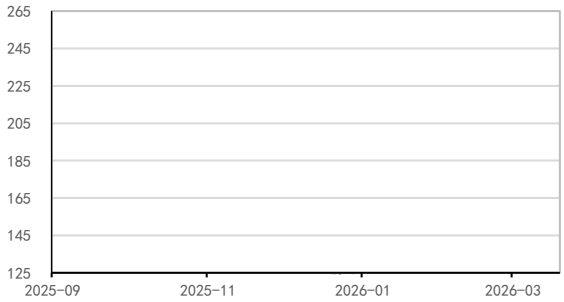
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



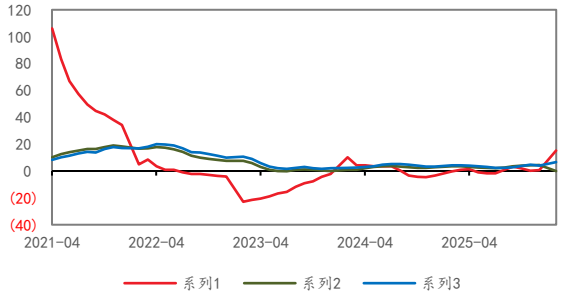
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

铜材加工厂，尤其是铜杆厂，产能进一步扩张，铜杆、铜管、铜板带、铜箔等加工企业开工率均回升至均值以上水平，下游电线电缆与漆包线的开工率也逐步提升。1-2 月国内净进口同比大幅下降 27.5 万吨，国内的弱消费引发出口大幅增加，使得 LME 库存累库幅度超预期。

据国家电网公司消息，在实现 1 月份“起步快”的基础上，2 月份公司乘势而上加快推进各级电网建设，固定资产投资实现“加速跑”。1-2 月，电网投资累计完成 757 亿元，同比增长 80.6%。

受购置税优惠退坡（免税转为减半征收）叠加宏观悲观情绪双重冲击，产销数据全面承压。1-2 月国内汽车总产量同比下滑 9.9%，新能源汽车产量同比降幅更是达到 13.7%；据乘联会数据，3 月上半月乘用车、新能源车零售量同比降幅进一步扩大至 21%、28%。

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”的担忧，铜价进入调整阶段。当前加工费虽维持低位，但受副产品硫酸等利润支撑，国内精炼铜产量仍保持高位。随着铜价持续走弱，加工企业新增订单阶段性增加，下游采购补库意愿明显提升，社会库存延续小幅下降。总体来看，宏观层面的滞胀风险与美联储政策的不确定性尚未消除，沪铜短期仍将承压，但下行空间有限。

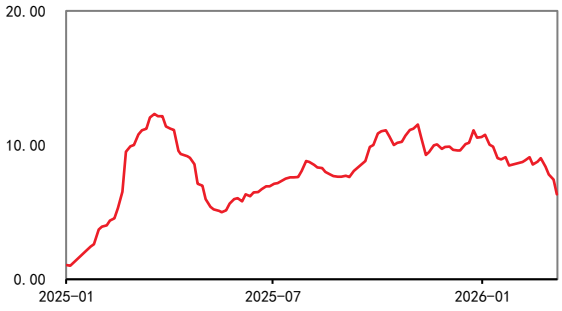
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



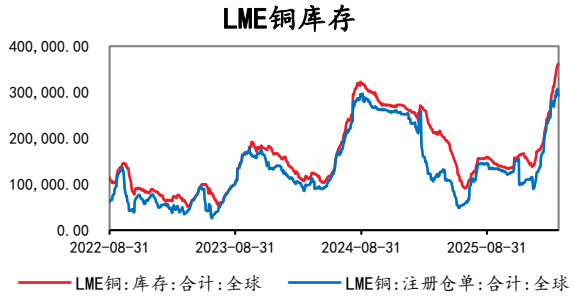
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



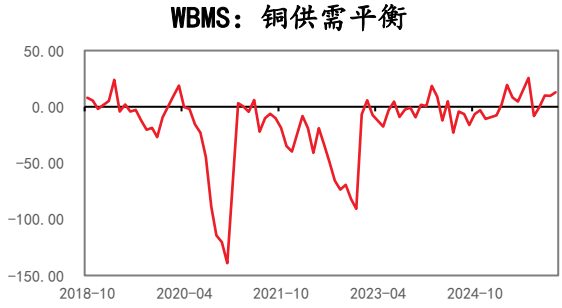
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



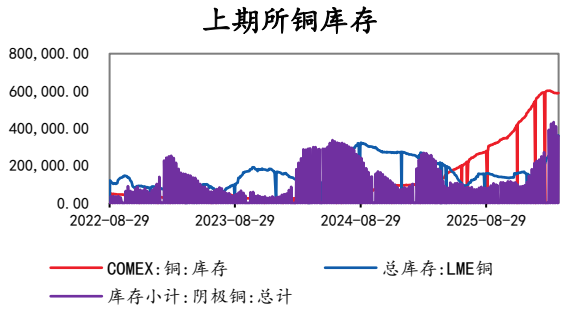
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



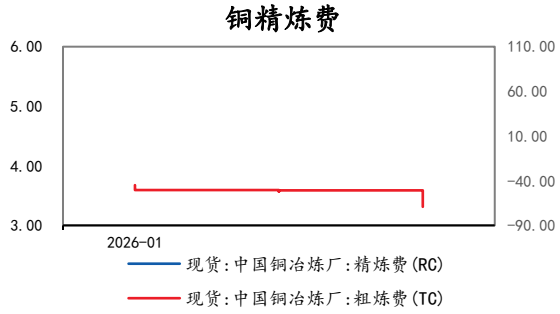
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

低加工费压制冶炼利润

2026 年 3 月初，加拿大矿业公司泰克资源与韩国锌业（冶炼厂）达到协议，敲定当年锌精矿成交基准加工费（Benchmark）为 85 美元/干吨，较 2025 年的基准 80 美元/干吨，2026 年原料紧缺的基调不变。

国内方面：根据 SMM，截至 3 月 20 日，中国市场锌矿现货国产矿加工费为 1550 元/吨，进口矿为 5.23 美元/吨，均处于历史低位，春节后国产矿已企稳，进口矿加工费仍在不断下调。炼厂利润层面，得益于副产品（白银、硫酸）的丰厚收益，炼厂平均利润在加工费大幅下调后仍可维持在盈亏平衡附近。国内精炼锌产出延续增产趋势，1-2 月国内产出精炼锌 106.5 万吨，同比增加 6.18%，这要考虑到去年同期的低基数，预计 3 月起基数将抬升，产量同比增速预计收窄。

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。

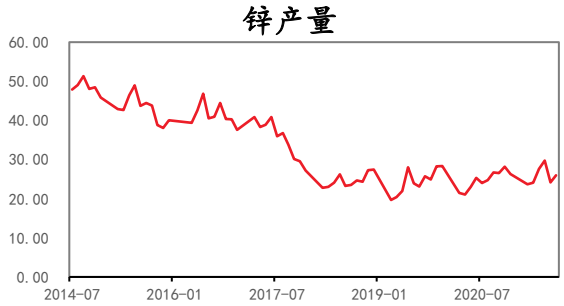
受春节长假、前期需求透支、新能源汽车购置税退坡，以及消费者对节后促销及新品上市的预期等多重因素影响，市场或将进入阶段性调整期，至 3 月车市需求随着新车上市或逐步释放。

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。2026 年原料紧缺的基调不变，持续极致低加工费的背景下，内外冶炼厂利润将持续承压。锌价下跌后，下游镀锌、压铸等企业采购意愿明显提升，现货成交阶段性好转，带动社会库存小幅去化。宏观层面的“滞胀”担忧与高库存压力尚未缓解，价格反弹动能不足，预计将维持区间震荡。

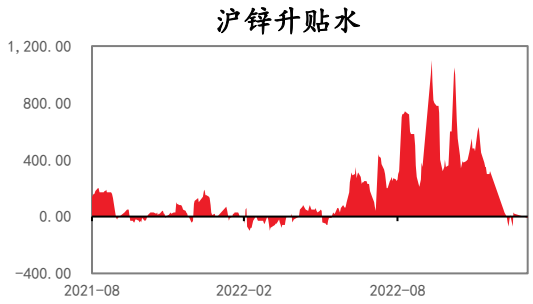
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



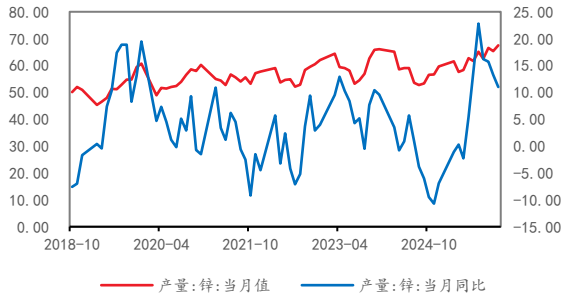
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



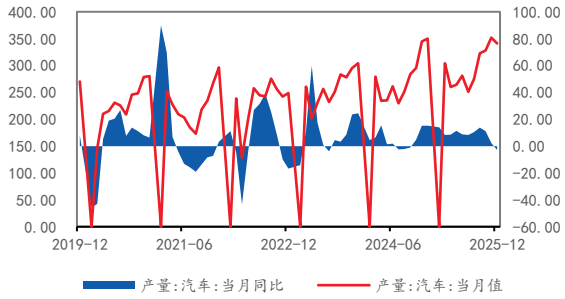
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 地缘风险外溢

近期中东地缘冲突未见降温迹象，其对全球能源供应链的扰动正逐步演变为区域性的供给瓶颈，并向铁矿石等工业原料传导。

据澳大利亚能源部门近期披露，当前澳洲境内的商业柴油储备预计仅能维持至四月中旬，四月下旬的能源供给面临边际收缩风险；尽管官方已释放部分战略储备油，但总体供需缺口短期内难以完全弥合。柴油作为大型露天矿山土石剥离、采掘设备运行以及内陆重载铁路运输的核心动力来源，其物理短缺与采购成本的抬升，将直接约束主产区铁矿石的开采作业进度，并系统性推高其前端的边际生产成本。叠加国际原油价格上涨导致跨洋干散货海运燃料费用的增加，铁矿石的综合到岸成本底线面临上移。从国内产业现实来看，当前铁矿石港口库存维持高位，基本面相对偏弱，但在底层采矿成本与海运费双重抬升的驱动下，成本逻辑阶段性对冲了供需的宽松预期，预计短期内铁矿石期价将维持偏强运行格局。

原材料端成本曲线的重塑，正沿着产业链向下游成材端进行被动传导。黑色金属资产虽处于本轮全球能源波动的相对外围，前期市场对地缘溢价与能源短缺的计价并不充分，但随着海外核心矿区开采成本的上行与全球物流通道受阻预期的发酵，长流程钢铁企业的综合冶炼成本面临被动抬高。观察终端市场，当前建筑与制造业的表观消费及实物交投数据依然处于低位修复期，实体需求暂未对产业链形成明显的增量拉动。然而，在铁矿石、焦煤等原料价格走强的支撑下，钢材期现价格的下行空间受到限制。在宏观地缘扰动与外部能源供给瓶颈未见实质性缓解的产业环境中，黑色金属产业链的定价核心阶段性向成本端偏移。在缺乏终端需求刺激下，预计短期内钢材盘面将依托原料端的被动成本支撑，延续偏强震荡的运行态势。

2 铁水产量延续抬升，产业链去库速率边际扩张

上周钢铁生产环节呈现铁水产量攀升与成材总量微降的结构性分化。全国 247 家钢铁企业高炉产能利用率升至 86.7%，环比增加 1.1 个百分点，同比下降 2.1 个百分点；日均铁水产量环比增加 3.0 万吨至 231.2 万吨。在长流程铁水保持增量的背景下，五大品种钢材周产量录得 839.6 万吨，环比微降 0.03%，同比下降 3.4%。从品种排产结构观察，螺纹钢产量边际回落，而热轧板卷产量录得增加。供给端的数据变动反映出，在 247 家钢厂盈利率小幅回升 0.9 个百分点至 43.3%的市场环境下，生产企业对铁水流向与品种排产结构进行了动态调整。

产业链库存延续去化运行，且整体去库速率呈现扩张特征。上周五大品种钢材总库存周环比回落 2.5%，降幅较前一周扩大 1.0 个百分点。从库存结构分布来看，社会库存录得 1387.7 万吨，环比下降 1.7%，同比增长 10.7%；钢厂库存录得 510.2 万吨，环比下降 4.7%，同比增长 5.4%。钢厂库存降幅高于社会库存，表明生产端货源向中下游流通环节及终端实体的物理转移路径保持通畅，产业链前端的库存蓄水池压力处于持续释放阶段。

需求端各项高频数据维持环比改善与同比承压的运行态势。上周由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材表观消费量录得 888.0 万吨，环比增长 2.2%，同比下降 3.5%。分类项目方面，螺纹钢表观消费量回升至 225.4 万吨，环比增长 8.3%，同比下降 8.1%。上周建筑钢材日均成

交量录得 9.5 万吨，环比微增 0.1%。表观消费及成交数据的环比改善印证了实体工程项目施工进度的推进与终端材料采购的逐步落地，而同比维度的收缩则客观反映出现阶段建筑用钢总体需求规模的产业现实。

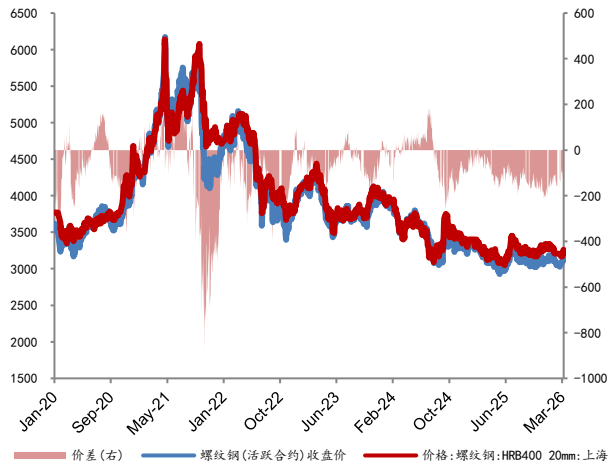
综合基本面数据观察，上周钢材现货价格整体呈现小幅上行走势，主流钢材品种即期毛利变动有限。当前黑色金属产业链处于铁水供给释放与成材库存去化的双向验证期。长流程铁水产量的持续抬升为原料端提供了基本的需求支撑预期，而成材总库存降幅的扩大则为产业链提供了现货流动性支撑。后续市场的定价主线将继续围绕下游去库斜率展开，实体经济对终端成材的消化能力以及供需动态平衡的演变，将成为锚定产业链估值中枢的核心变量。

3 小结

中东地缘冲突持续发酵，市场对重要物流通道受阻的担忧加剧，其外溢效应正逐步显现。黑色系虽处能源危机的相对外围，前期计价并不充分，但当前地缘带来的成本端抬升正向成材实质性传导。尽管终端需求依旧偏弱，但在原料端走强的被动支撑下，预计短期钢材期价将维持偏强运行态势。

4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



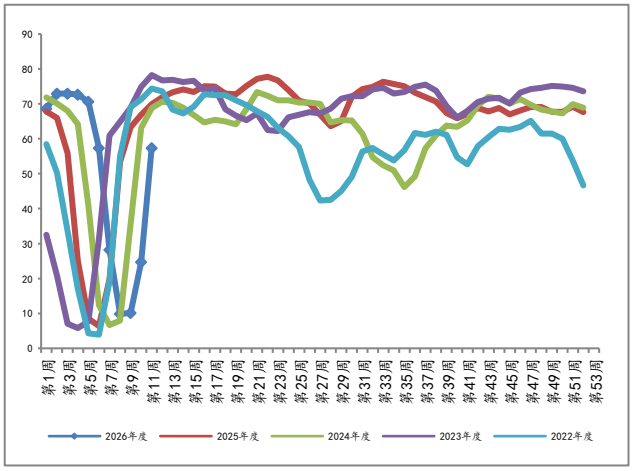
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



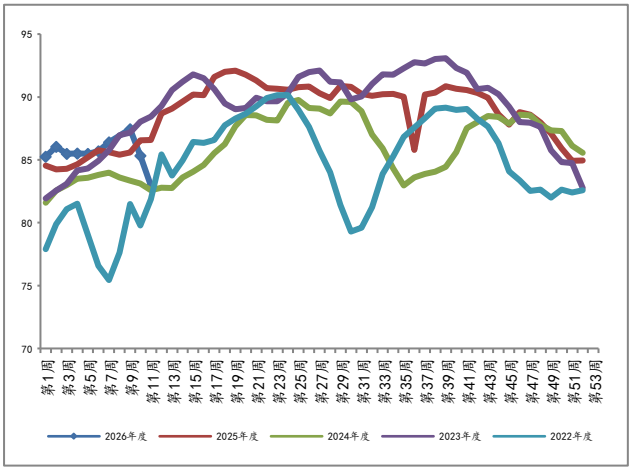
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



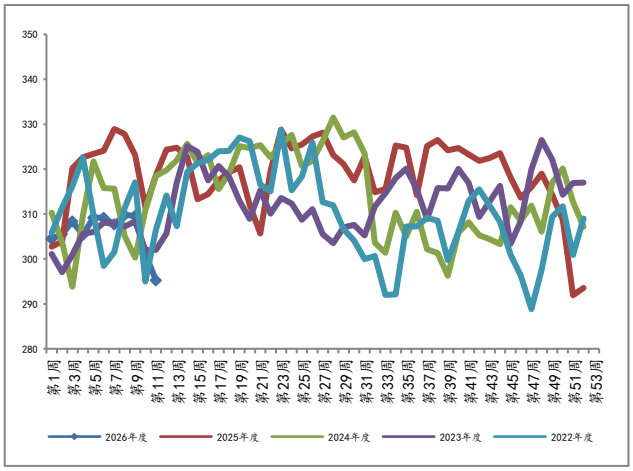
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



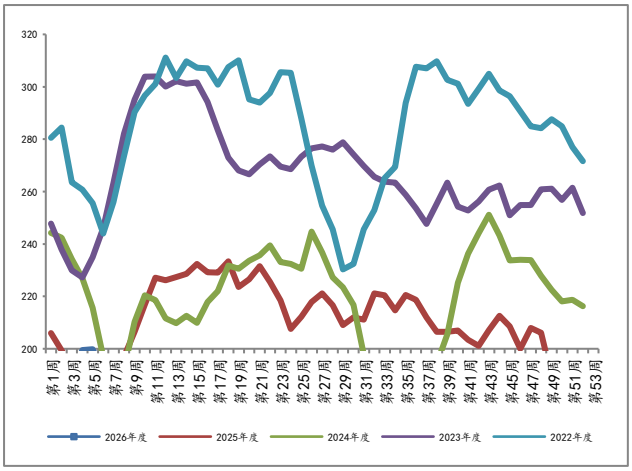
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



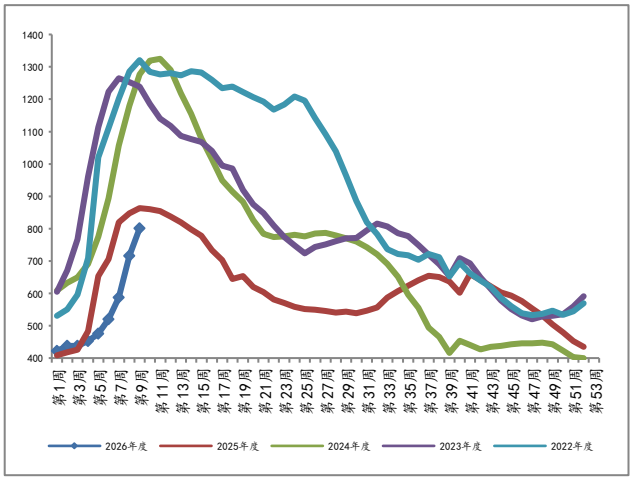
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



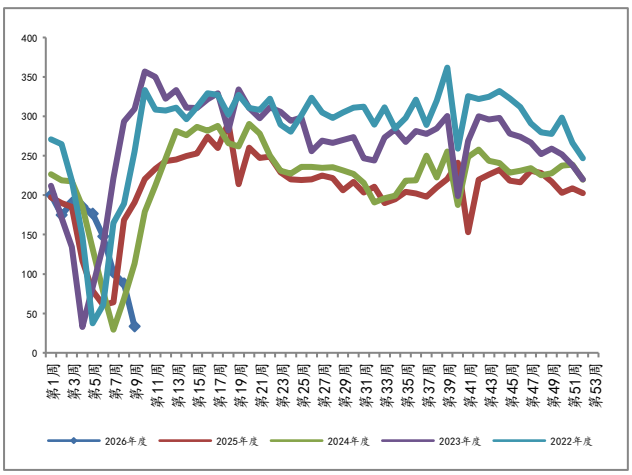
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 内幕交易诡异再现

据外媒报道，就在美国总统特朗普发布 TACO 言论之前 15 分钟，国际原油市场突然出现异常大额交易，引发全球金融界对内幕交易的猜测。纽约时间 3 月 23 日 6:49-50 时，约 6200 份 Brent 和 WTI 原油期货合约完成换手，测算其名义价值高达 5.8 亿美元；随后特朗普在 7:04 发文称："美国与伊朗进行了良好且富有成效的对话"，引发大幅抛售和油价重挫。

根据我们的经验，当时的公开信息并无明显指引，这种规模的放量实属异常，且重仓押注的是美伊冲突降级这一"总统级决策"。该笔交易择时之精准很难用巧合解释，回顾此前特朗普发动贸易战、抓捕马杜罗和打响伊朗空袭之前，金融市场出现的异动如出一辙。业界强烈质疑政策信号被提前获知、甚至是一手炮制的，然而白宫方面否认存在任何内幕交易。我们提醒交易者，国际油价进入高位高波动率状态，并极有可能被反复操纵以牟取暴利，应谨防预期极端反转风险。

2 TACO 疑为缓兵之计

特朗普最新发文称，"美国的军事行动取得胜利，伊朗已经完全被打败，可能相当接近达成协议"，下令将原计划针对伊朗发电厂及能源基础设施的打击行动推迟五天。然而，伊朗官方口径一致地予以否认，称美伊不存在任何直接或间接对话，谈判纯属弥天大谎。

我们认为，特朗普的 TACO 言论是迫于多重内外部压力。首先，美伊以战事已逾三周，美军开始出现弹药库存不足问题，难以有效完成大规模空袭和防空拦截任务。其次，伊朗持续封锁霍尔木兹海峡，极大推高原油和天然气价格，加剧美国通胀压力和滞胀风险。再者，战事久拖不决扰乱金融市场，美股等美元资产处于脆弱状态，局势失控将带来巨额经济损失。

3 战事存在升级风险

特朗普表示"同伊朗进行了强有力的对话"后，伊朗武装力量回应称，给未来几天的战斗准备了重大惊喜，"留心天空、股市和油价"。值得注意的是，的黎波里号两栖打击群前往中东后，第二支拳师号两栖打击群也已经启航，这意味着 5000 名海军陆战队士兵将被派遣到波斯湾战场。权威军事评论员指出，特朗普很可能在施展缓兵之计，意图等待补给和增援部署到位，为开展大规模地面行动做准备。

对此我们倾向于认为，特朗普意识到无法轻易实现军事胜利以重新开放霍尔木兹海峡，正在寻找打破僵局的方法，通过媒体辞令释放烟幕弹，为进一步的斡旋和部署争取时间。从霍尔木兹海峡关闭的现状来看，本轮地缘政治影响尚未结束，此时不宜轻信特朗普频繁发布的空洞言论，防范原油市场风向反转再反转的风险。

4 沙特恢复部分出口

霍尔木兹海峡通航持续受阻，但沙特正在依靠备用渠道逐步恢复原油出口，令油价在超涨过后高位调整。

在波斯湾航线基本瘫痪的情况下，沙特通过 1200 公里长的输油管道，将原油改道至西部港口延布向红海装船出口。船舶追踪数据显示，近日延布港原油出口量从之前的 140 万桶/日迅速升至 419 万桶/日，相较战争爆发前沙特约 700 万桶/日的出口总量，目前该国原油出口已恢复一半以上，应急方案初见成效。

类似地，阿联酋也修建了通往阿曼湾的输油管道，但其出口终端富查伊拉港处于伊朗打击范围内，原油供应的安全性仍然堪忧。随着战争烈度持续升级，不排除也门胡赛武装介入，从而令沙特必须经过曼德海峡的 VLCC 受到威胁。

我们认为，霍尔木兹海峡受阻带来的供应缺口在一定程度上被弥补，给过热的原油市场暂时降温，但美军登陆介入的风险与日俱增，还不能轻言战事走向结束。

5 美伊矛盾不可调和

自美国和以色列对伊朗悍然发动打击以来，本轮激烈的地缘冲突已经进入第四周，霍尔木兹海峡长时间关闭对原油市场造成中期内不可逆的影响。

伊朗提出结束战争必须满足六项条件：保证战争不再发生；关闭美国在中东地区的军事基地；由侵略方向伊朗支付赔偿；结束该地区所有战线的战事；为霍尔木兹海峡建立新的法律体系；审判并移交从事反伊朗活动的媒体人员。另一边，美国特朗普当局给伊朗划定的红线是：彻底放弃核计划；限制导弹储备数量；停止支持地区代理人。

站在美伊各自立场上，对方的任何一条主要诉求都是不可接受的，事到如今已无法仅凭 TACO 来息事宁人，反而更有可能向难以收场的方向演变。国际能源署 IEA 警告称，“这场战争正在造成原油市场历史上规模最大的供应危机”，无论本轮油价高点是否确认，重心大幅上移已成不争的事实。

6 地缘政治占据主导

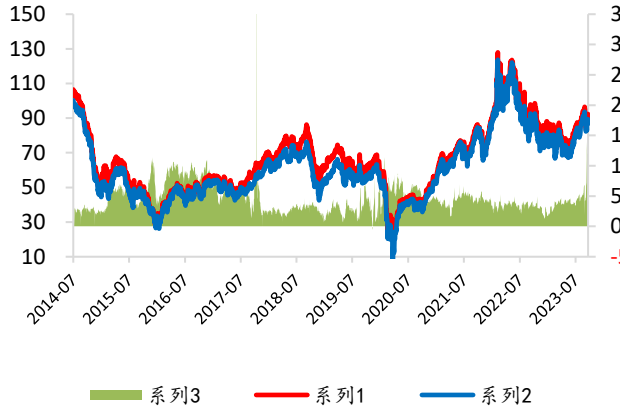
美伊以战争正在酝酿出第四次石油危机，本次全球原油供应中断的规模之大、持续之久，使得市场难以找到有效的替代方案，这意味着油价大幅上涨不再只是风险情绪溢价，而是市场对中长期供需平衡改变的重新定价。

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。

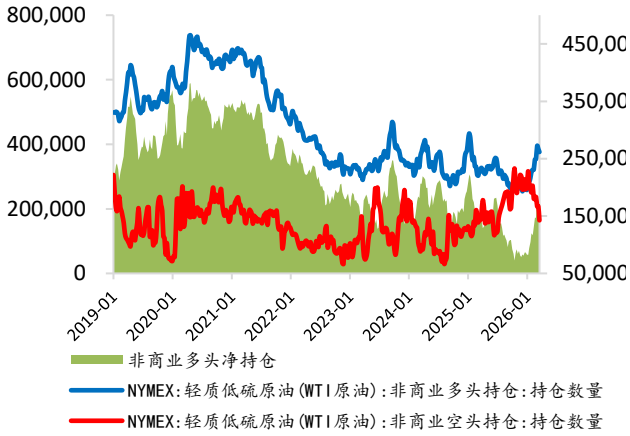
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



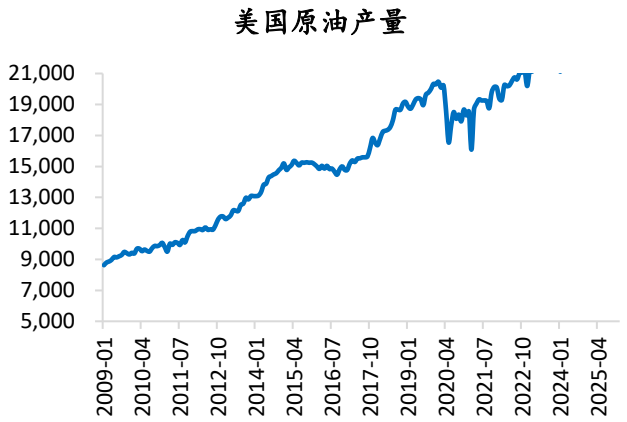
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



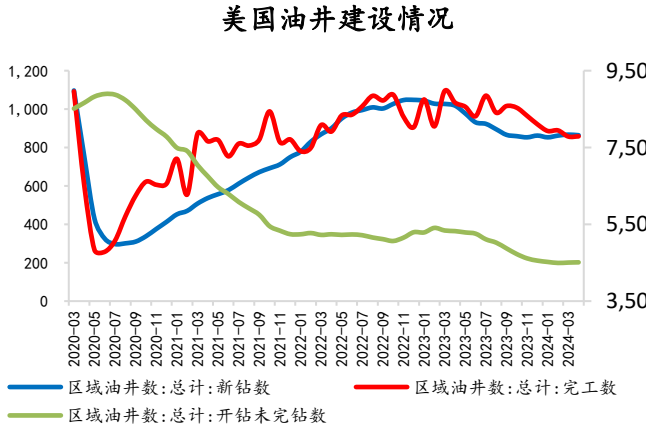
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



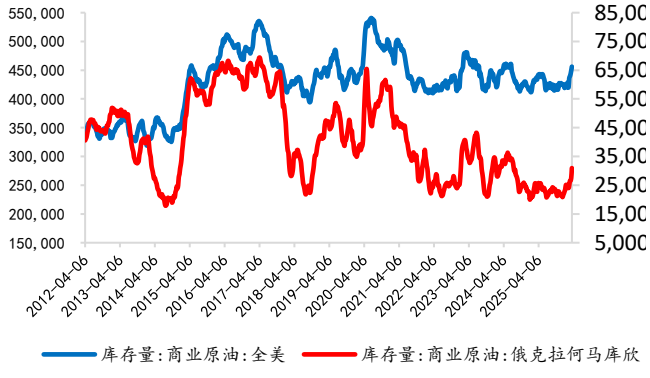
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



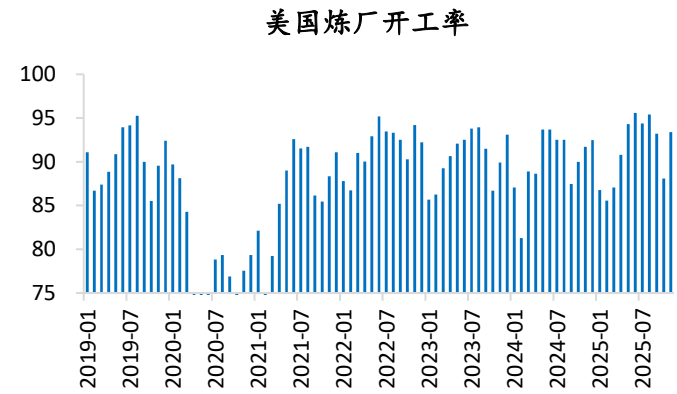
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



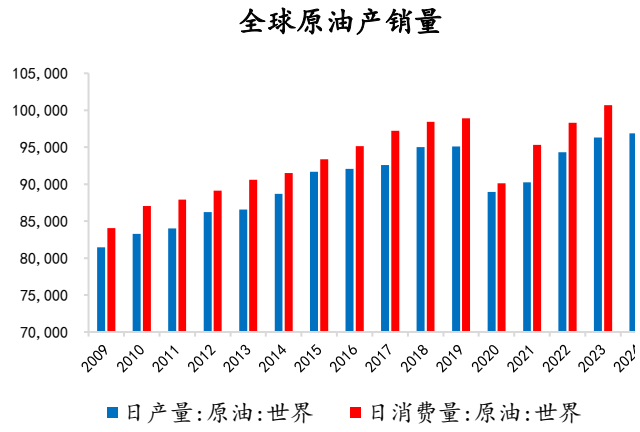
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元