中金财富期货策略周报（2026 年第 11 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：我们认为 4 月份将进入美伊冲突的核心影响阶段，但是无论特朗普加大对伊军事打击规模的“升级路径”还是选择直接撤军的“TACO 路径”，两者均无法直接解决霍尔木兹海峡的通航问题。美国在四月底前完成主要打击目标后，单方面宣布“胜利”，并将冲突转入更低烈度的阶段。建议继续关注地缘局势变化对资产价格的影响。

股指期货：近期美股的强势很大程度因为特朗普为了维护市场而释放的地区缓和言论甚至谎言。预计地缘问题真正走向确定后，全球资本市场才能有稳定预期，短期内波动为主，对应的 A 股策略也应以地缘局势引发的风险偏好为主，务必注意追高风险。

铜：地缘风险并未完全解除，双方分歧仍在，霍尔木兹海峡航运问题还未根本解决，宏观不确定因素依旧存在。铜精矿现货加工费持续走低，硫酸等副产品价格高位支撑冶炼利润，电解铜产量创历史新高，然而下游采购情绪趋于谨慎，以刚需补库为主，现货维持贴水状态。宏观情绪主导短期走势，基本面高库存弱需求制约反弹空间，继续关注中东局势的演变，以及国内去库力度。

锌：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。进入“金三银四”传统旺季，电力相关订单仍有韧性，压铸、氧化锌等行业开工率回升，而下游表现不如预期，下游畏高情绪增强，多以消化前期库存为主，现货市场成交平淡，贴水货源增多。当前沪锌市场正处在宏观利空与基本面支撑的激烈博弈中，短期将延续震荡整理格局，上有压力下有支撑，缺乏明确的趋势性方向。

钢材：近期钢材自身基本面变化不大。当前盘面运行缺乏单边内生驱动，定价逻辑主要受成本端影响。受双焦等原料价格回调拖累，成材下方的成本支撑弱化，呈现震荡偏弱走势，短期预计随原料端波动的趋势不变。

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。

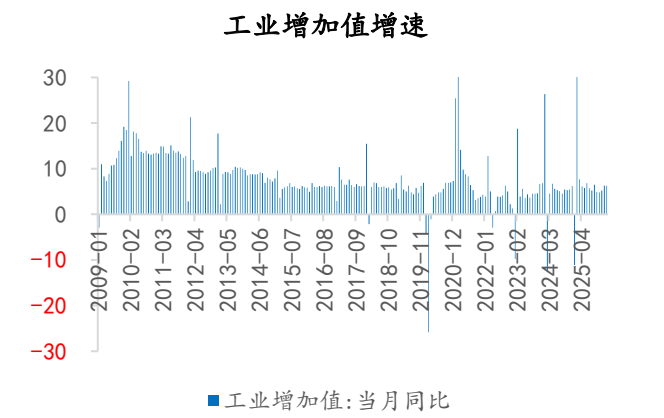
油脂油料：巴西创纪录产量叠加新季美豆增产预期，全球大豆供给环境将保持宽松状态，CBOT 大豆市场在供应压力下上行高度受限。外部大豆供应环境保持宽松，中东局势对美豆和国内蛋白粕市场的影响逐渐弱化。豆粕和菜粕市场自 3 月中旬触顶回落，回归基本面，目前仍处下跌节奏，供强需弱有望推动粕价重心继续下移。中东局势错综复杂，金融市场情绪仍易受到裹挟。印尼 B50 计划是棕榈油市场关注的焦点。原油高位运行是该计划落地实施的主要支撑。尽管印尼给出了 B50 计划实施的时间表，但该政策落地前的潜在变数仍不能排除。整体来看，印尼 B50 计划再度搅热油脂市场上涨预期，有望继续提振棕榈油及整个油脂板块保持强势运行。目前豆一期货市场已明显脱离前期高点，中储粮密集调控以及高价对需求的抑制效应仍在释放。豆一期货市场仍处震荡回调节奏。

目录

周度策略：中东局势即将进入关键时期，大宗商品波动加剧 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 三月高频数据跟踪 ..... - 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 焦煤进去宽幅震荡区间 ..... - 14 -
2 长流程供给加速释放，产业链维持稳步去库态势 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
油脂油料：印尼给出 B50 落地时间表，国内油脂高位震荡 ..... - 22 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 22 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 23 -

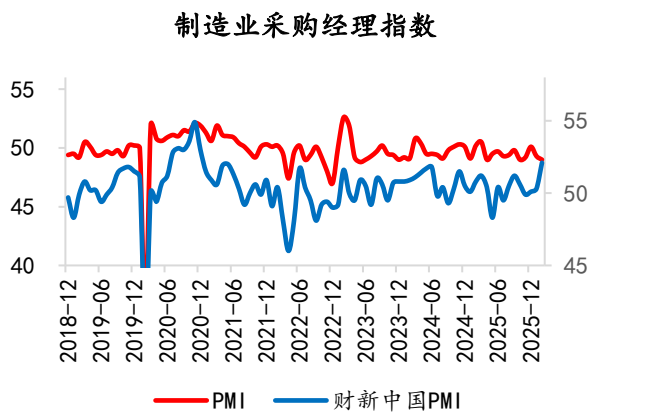
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



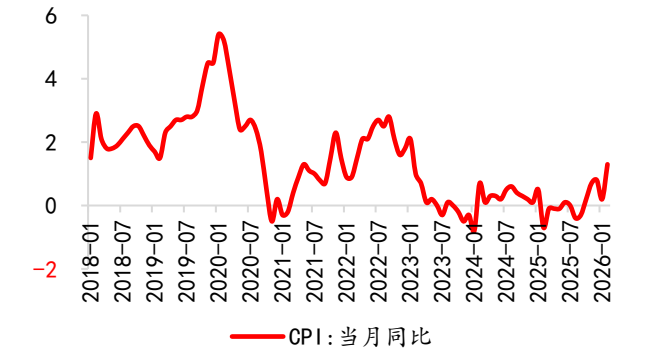
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



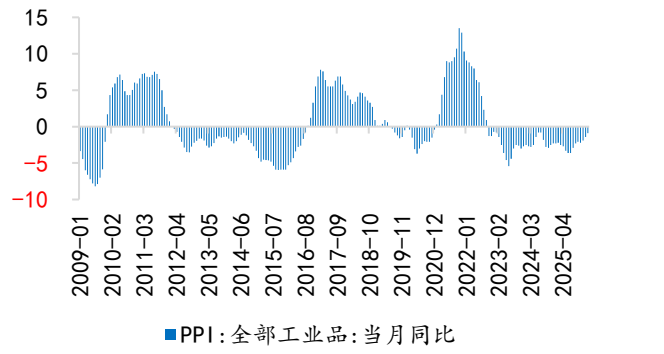
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



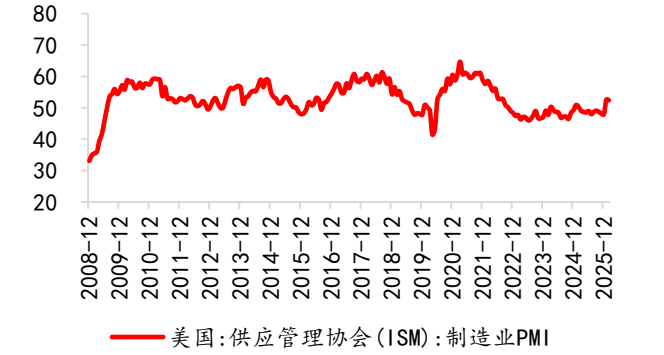
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



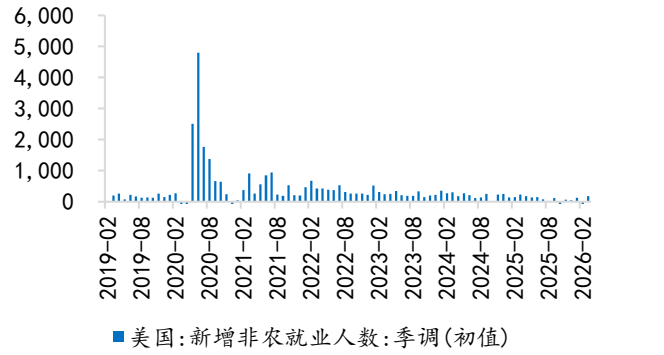
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：中东局势即将进入关键时期，大宗商品波动加剧

从特朗普的电视讲话，到其贸易战的思路看，对伊战争可能遵循“先升级再降级”的路径演绎，但降级后特朗普从伊朗撤军并不代表霍尔木兹海峡通航问题将相应解决。但 4 月份大概率是美伊冲突的高潮部分，其对资产价格的影响值得密切关注。

美伊冲突将进入关键阶段

从特朗普 4 月 1 日的电视讲话看到，特朗普大概率是派出地面部队攻击伊朗后迅速“撤军”。从本届特朗普政府的外交战略来看，美国对伊朗的军事行动实际上是不符合其“美国优先”和“在中东避免陷入无休止战争”的外交战略思想。特朗普对伊朗发动袭击，本质上是希望复刻在委内瑞拉的“成功案例”，通过斩首行动促使伊朗在核谈判问题上做出让步，同时地区盟友以色列的“推波助澜”也对其发动军事打击的最终决策起到了作用。但伊朗对美态度在前任最高领袖哈梅内伊身亡后并未转鸽，反而做出强硬反击，将战火波及至海湾国家，并让霍尔木兹海峡陷入“实质性”停运，这极大超出了特朗普当初对伊朗局势变化的预期。同时，对伊朗军事打击带来的油价飙升，令特朗普在国内经济和选民支持上均面临巨大压力。因此，特朗普希望能够尽快摆脱美伊冲突的“泥潭”，但直接“撤军”无异于承认自身的战略误判，从而进一步损害其在共和党内部“MAGA 派”支持者中的政治威望。所以，特朗普或通过最后一波对伊朗高烈度的军事打击，摧毁其基础设施等剩余具有战略价值的目标，以宣布本次“史诗狂怒”行动取得“彻底胜利”，从而正当化最后撤军的 TACO 行为。

目前，美军已在波斯湾地区部署了福特和林肯号两支航母战斗群，第 82 空降师及乘坐两栖攻击舰“的黎波里号”的第 31 海军陆战远征队也于近期抵达中东。从特朗普宣布的“两到三周”的时间来看，其最新调动的布什号航母战斗群和乘坐两栖攻击舰的“拳师”的第 11 海军陆战队远征队也将于该时间窗口内抵达中东地区。因此，我们认为未来美伊冲突局势可能出现的局面是：美军或在航母战斗群的空中支援下，由海军陆战队和空降部队对伊朗发动一轮地面攻击后迅速撤退，随后特朗普宣布完成对伊朗所有战略目标的打击并获得“史诗狂怒”行动的“彻底胜利”，因此撤出对伊朗的相关军事部署。

伊朗方面，有美国官员透露，多家美国情报机构近日评估认为，伊朗政府目前无意参与旨在结束美伊战争的实质性谈判。伊朗政府认为自己在战争中处于有利地位，因此无需接受美国提出的外交要求。夺取霍尔木兹海峡是“mission impossible”，海峡太窄，伊朗海岸线太长，伊朗山地太多，几个小岛夺取容易守住难。简而言之，除非美军派出大规模部队并愿意承受数以千计士兵的牺牲，否则不可能控制海峡。

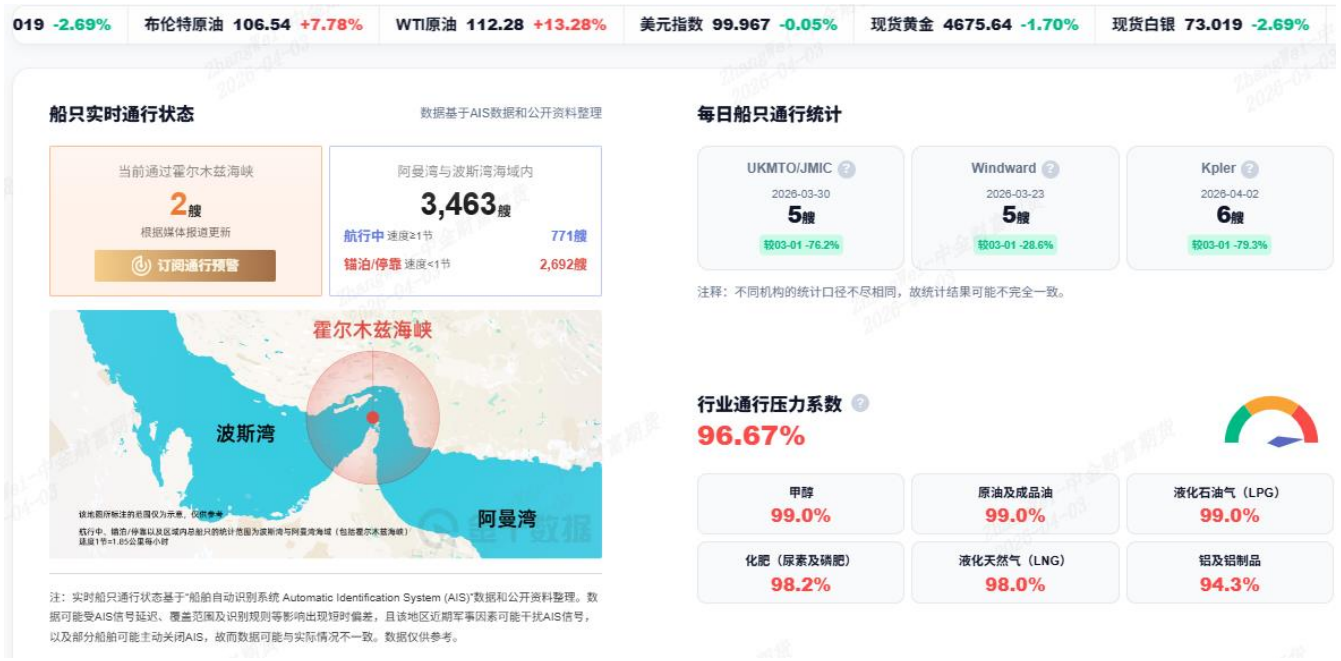
尽管伊朗愿意保持沟通渠道畅通，但伊朗并不信任美国，也不认为美国总统特朗普在谈判问题上是认真的。

新华社发文指出这场战事存在四种可能的终局路径：单方面宣布胜利并降低军事卷入、被迫停火调停、长期低烈度对抗、失控升级为更大战争。从目前各方的表态和行动看，第一种路径的概率正在上升——即美国在四月底前完成主要打击目标后，单方面宣布“胜利”，并将冲突转入更低烈度的阶段。

但是无论特朗普加大对伊军事打击规模的“升级路径”还是选择直接撤军的“TACO 路径”，两

者均无法直接解决霍尔木兹海峡的通航问题。

图表 1： 4 月 3 日库尔木兹海峡通行情况



资料来源：金十数据，中金财富期货研究所

宏观经济开局良好

2026 年宏观经济稳起步开局。生产端来看，2 月 PMI 指数仍然受到春节假期影响而下降，不过生产经营活动预期指数小幅回升；政策逐步落地带动高技术制造业，促进前 2 月工业生产增速提升；前 2 月工业企业利润增长出现了明显提速，工业企业效益状况呈现持续恢复态势。需求端来看，服务消费是前 2 月消费回暖的主要支撑；政策支持效应集中释放，前 2 月固定资产投资增速由跌转涨，制造业、基建及房地产开发投资增速均出现不同程度的提升；外需方面，2 月出口持续高速增长，主要受益于全球制造业景气度提升、中国出口退税政策调整带来“抢出口”效应等。

通胀保持积极态势。2 月份，受春节假期影响，CPI 环比大幅提升，食品价格环比显著高于季节性水平；CPI 及核心 CPI 同比涨幅均创下阶段性新高，食品及非食品价格同比涨幅均显著扩大，春节错月是导致 CPI 涨幅超预期上行的核心因素。2 月 PPI 持续改善，连续五月环比正增长，国际有色金属、原油价格上行拉动国内相关行业价格上涨，算力增长也带动了部分行业需求增加价格上行；PPI 同比降幅连续多月收窄，同比增速为 2024 年 8 月以来最高。

预计一季度 GDP 同比增长 5%左右，贴近 4.5%—5%全年目标区间的上沿运行。一季度经济运行节奏受“春节错月”因素扰动，数据上或呈现“1—2 月同比冲高，3 月同比回落”的走势。展望二季度，预计 GDP 同比增长 4.8%左右，较一季度有所放缓。供给冲击或仍持续，核心风险不在于能源价格的绝对水平，而在于地缘局势反复带来的预期不确定性对企业采购和排产决策的抑制。

美伊冲突继续深度影响大类资产走势

我们认为 4 月份将进入美伊冲突的核心影响阶段，但是无论特朗普加大对伊军事打击规模的“升级路径”还是选择直接撤军的“TACO 路径”，两者均无法直接解决霍尔木兹海峡的通航问

题。美国在四月底前完成主要打击目标后，单方面宣布“胜利”，并将冲突转入更低烈度的阶段。建议继续关注地缘局势变化对资产价格的影响。

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	4 月 2 日	央行：发挥增量政策和存量政策集成效应，加强货币政策调控	扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持	提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力
	3 月 31 日	市场监管总局：着力防治平台经济、新能源汽车等重点行业和领域“内卷式”竞争	精准辨识和依法查处平台企业扰乱市场竞争秩序的行为	建立合理的市场秩序
数据	4 月 3 日	上海二手房单月成交时隔 5 年重回 3 万套	一举创下 2021 年 3 月以来的最高纪录	随着 4 月供应持续到位，市场成交将进一步突破，热度必然超越 3 月。
	4 月 2 日	中国 3 月 RatingDog 制造业 PMI 50.8	连续四个月扩张	但价格与供应链压力升温
事件	4 月 2 日	特朗普再威胁：打击伊朗的桥梁和发电厂	特朗普发声威胁将继续打击伊朗桥梁与发电厂以施压	伊朗外长谴责此举无法迫使伊朗投降

资料来源：中金财富期货研究所

2 三月高频数据跟踪

生产端看，开工率整体回升，工业品库存普遍抬升。开工率方面，3 月，电炉开工率、螺纹钢开工率、水泥磨机运转率分别为 55.13%、38.06%、22.78%，均较上月明显回升；247 家高炉开工率均值 79.23%，较上月略有回落。化工品方面，石油沥青开工率均值 19.30%，较上月小幅回落；PTA 开工率、值纯碱、PVC 开工率均值分别为 79.05%、85.51%、80.88%，均较上月略有上升。库存方面，螺纹钢、冷轧、热卷、铁矿石、浮法玻璃库存较上月抬升，环比增速分别为 27.21%、9.66%、18.93%、0.25%、23.44%；水泥库容比环比回落，环比增速为-4.39%，水泥发运率环比回升，环比增速为 25.33%，或与基建开工节奏加快有关。产能利用率方面，焦化产能利用率小幅上升，录得 78.17%；电炉产能利用率为 45.64%，较上月明显回升；水泥熟料产能利用率较上月下滑，录得 38.61%；浮法玻璃产能利用率小幅上升，录得 75.62%。

需求端看，地产成交面积略有恢复，二手房挂牌价仍偏弱；消费方面，复工后，居民地铁出行升温，快递揽收量回升，电影票房收入回落；贸易方面，集运量价环比均回升。地产方面，3 月，30 城商品房月均成交面积均值环比回升 69.46%，同比下降 18.40%；百城土地月均成交面积均值同环比均有回升，分别为 23.25%、13.85%。二手房挂牌量、挂牌价指数仍然较弱，一线、二线、三线城市挂牌价环比分别下降 1.54%、1.71%、1.12%。消费方面，春节后复工居民地铁出行升温：3 月，十大城市地铁客运量环比上升 28.78%；国内执行航班次数为 13416.89 架次，

环比下降 9.68%；邮政快递揽收量周均值 39.63 亿件，环比回升 28.72%；电影票房收入周平均值 8.39 亿元，环比回落 43.14%。贸易方面，3 月，数量上看，港口货物吞吐量环比回升 3.82%。价格上看，中国出口集装箱运价指数（CCFI）均值环比回升 1.07%，同比下降 5.92%；上海出口集装箱运价指数（SCFI）均值环比回升 31.13%，同比上升 24.57%。

3 市场对全球货币收紧的预期定价充分

中期来看，若美军进一步升级军事行动，后续局势发展存在较大的不确定性，且不能完全排除走向更复杂局面的可能。这种不确定性源自于战争本身的非线性特征，在过去一个月中，伊朗军事力量已展现出超出美国此前预期的韧性和较强的应对能力，美以联军未必可如愿实现预设目标。此前，冲突各方似乎形成了一定的潜在默契，即尽量避免袭击上游油气田，而将目标集中于中下游的炼化、港口及仓储设施，这主要是因为各方均希望控制能源供应系统的风险。然而，如果美军实施登陆作战，伊朗有可能将此举视为打破既有默契，进而扩大报复范围，采取包括打击沙特等国油气设施在内的反制措施。也门胡塞武装近日已公开介入冲突，也可能借机在曼德海峡一带加强军事活动，对航道通行构成潜在影响。

对于全球央行未来的政策路径，我们认为短期来看，全球主要央行均具备“暂时忽视”油价冲击的空间，短期加息风险有限。但中期维度，由于各国经济基本面情况不同，全球三大央行的加息风险有所分化，日央行加息风险最大，欧央行次之，美联储可能最低。与当下市场定价进行对照，我们认为市场对欧美加息的定价可能趋于饱和、略有过度，对日本的定价则相对较为合理。

4 宏观策略

我们认为 4 月份将进入美伊冲突的核心影响阶段，但是无论特朗普加大对伊军事打击规模的“升级路径”还是选择直接撤军的“TACO 路径”，两者均无法直接解决霍尔木兹海峡的通航问题。美国在四月底前完成主要打击目标后，单方面宣布“胜利”，并将冲突转入更低烈度的阶段。建议继续关注地缘局势变化对资产价格的影响。

5 股指期货市场分析

A 股延续震荡偏弱行情

美伊冲突的影响继续，A 股上周连续回落，上周沪深 300 指数周-0.21%，上证 50 指数周+0.18%，中证 500 指数周-1.05%，中证 1000 指数周-1.09%，市场震荡偏弱。

外部环境仍是 A 股走势的核心影响因素，特朗普最新表态称未来数周仍将继续对伊朗实施强力打击，市场对中东冲突拖长、霍尔木兹海峡扰动及油价上行的担忧重新升温，布伦特油价重返 100 美元上方，日韩股市亦同步承压，全球风险资产情绪明显转弱。整体来看， A 股的核心特征已不再是“地缘扰动缓和下的成长修复”，而更接近于“外部不确定性升温背景下，资金回流红利防御、市场整体偏弱整理”的格局。

美伊冲突进入关键期，多看少动

美伊冲突对市场风险偏好影响较大。资金上看，二级市场可跟踪资金持续净流出。融资余额下

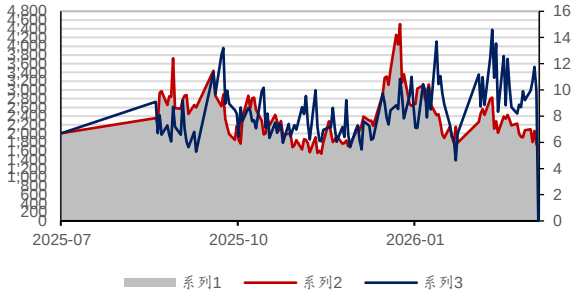
降，融资资金净卖出 240.1 亿元；ETF 净流出 128.2 亿元；新成立偏股类公募基金份额减少。重要股东由净减持规模上升，公布的计划减持规模下降。

市场情绪上看，上周融资资金交易活跃度减弱，股权风险溢价上升。上周关注度相对提升的风格指数及大类行业为医药生物、可选消费、创业板指。VIX 指数回升，海外市场风险偏好下降。

如果美国此次无法解决伊朗问题，“伊朗掌控霍尔木兹海峡收费站”这一新常态对美国霸权、全球经济和美股的影响可能尚未定价到美股的行情中，我们始终担心美股最终也无法承受万一美军在伊朗失败。建议密切关注美伊冲突的走向，目前时间拉的越长，对美股越是不利。

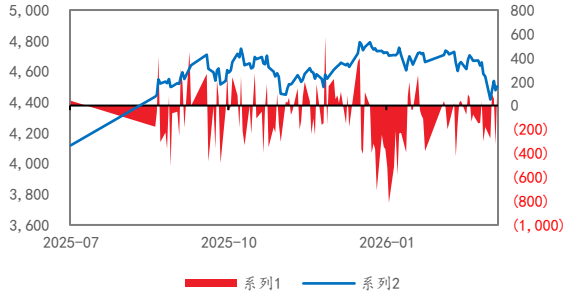
因此，美股的回升很大程度因为特朗普为了维护市场而释放的地区缓和言论甚至谎言。预计地缘问题真正走向确定后，全球资本市场才能有稳定预期，短期内波动为主，对应的 A 股策略也应以震荡思路为主，不要追高。

图表 8：融资融券数据图



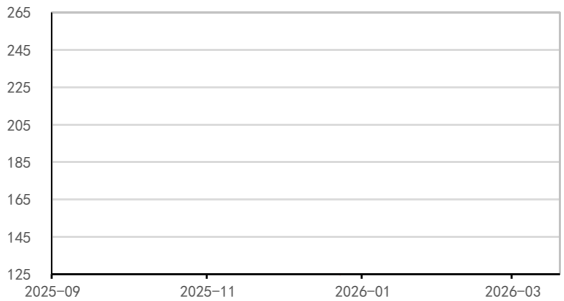
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



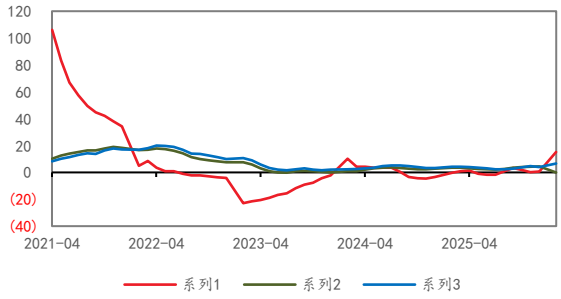
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。2025 年全球铜矿累计产 2311 万吨，同比增加 1.2%，增幅 27.8 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。

硫酸价格较高助力炼厂利润好转，叠加冷料供应相对充足。据 SMM 统计，3 月国内精铜产量环比增加 6.37 万吨至 120.61 万吨，创历史新高。4 月有 8 家冶炼厂检修，检修影响量大部分将在 5 月显现。4 月预计产量环比下降 3.3 万吨，5 月将继续走低。

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 月电源投资同比增长 32.35%至 1043.5 亿元；电网投资同比增长 79.8%至 837.5 亿元。

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

地缘风险并未完全解除，双方分歧仍在，霍尔木兹海峡航运问题还未根本解决，宏观不确定因素依旧存在。铜精矿现货加工费持续走低，硫酸等副产品价格高位支撑冶炼利润，电解铜产量创历史新高，然而下游采购情绪趋于谨慎，以刚需补库为主，现货维持贴水状态。宏观情绪主导短期走势，基本面高库存弱需求制约反弹空间，继续关注中东局势的演变，以及国内去库力度。

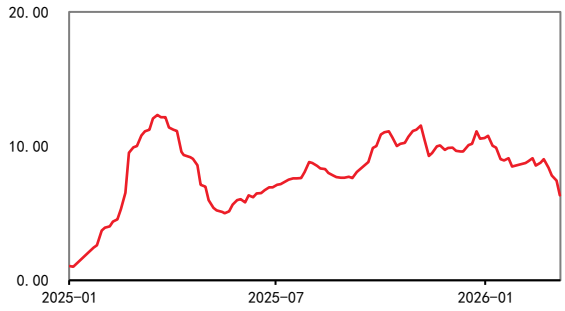
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



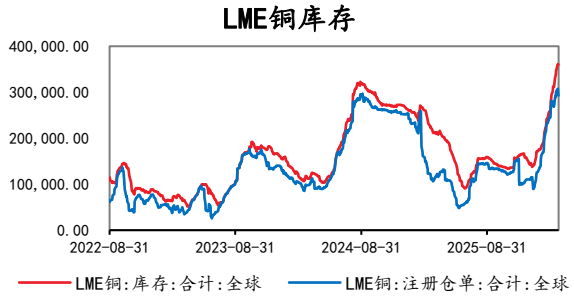
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



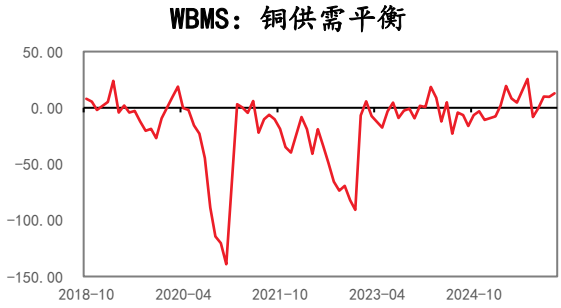
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



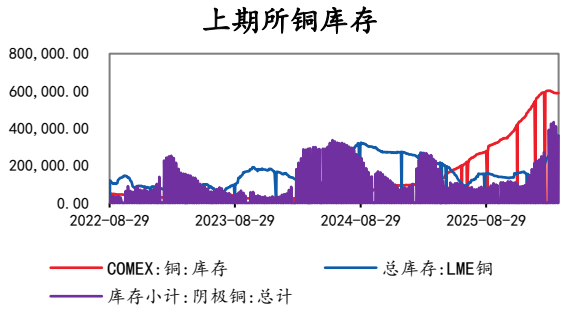
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



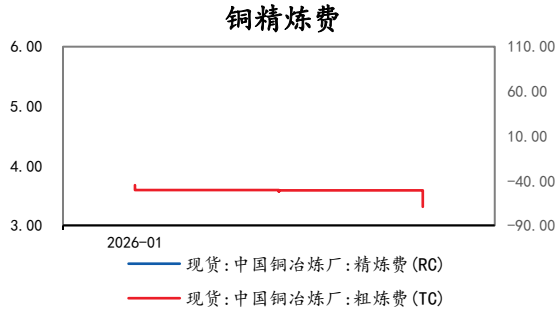
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

进口来看，沪伦比值低位，进口窗口持续关闭。截至 3 月 27 日，精炼锌进口盈亏-2327.99 元/吨，2026 年 1-2 月精炼锌累计进口 2.86 万吨，累计同比减少 61%。

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。截至 2026 年 2 月底，房屋新开工面积、房屋施工面积、房屋竣工面积及商品房销售面积累计同比均有所下滑，下滑比例分别为 23.1%、11.7、27.9%、13.5%。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。

3 月下游金业生产逐渐恢复正常，随着锌价进一步走弱，下游逢低补库，原科库存有所累增。

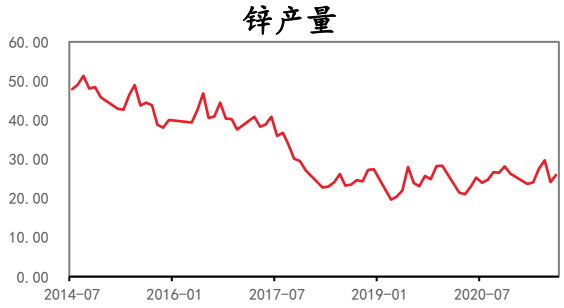
2 总结

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。进入“金三银四”传统旺季，电力相关订单仍有韧性，压铸、氧化锌等行业开工率回升，而下游表

现不如预期，下游畏高情绪增强，多以消化前期库存为主，现货市场成交平淡，贴水货源增多。当前沪锌市场正处在宏观利空与基本面支撑的激烈博弈中，短期将延续震荡整理格局，上有压力下有支撑，缺乏明确的趋势性方向。

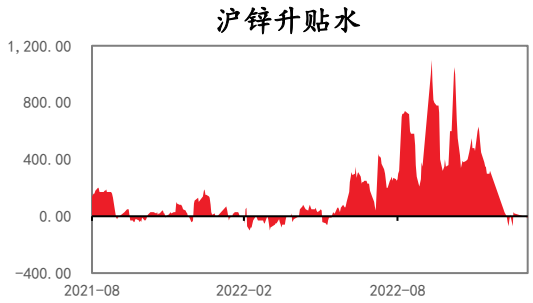
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



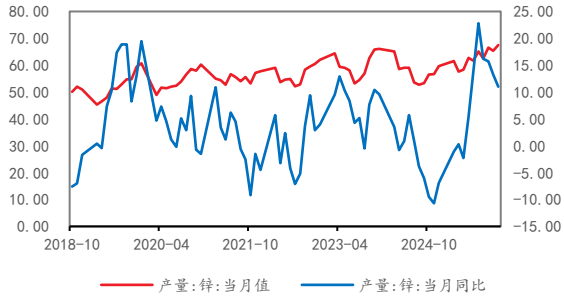
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



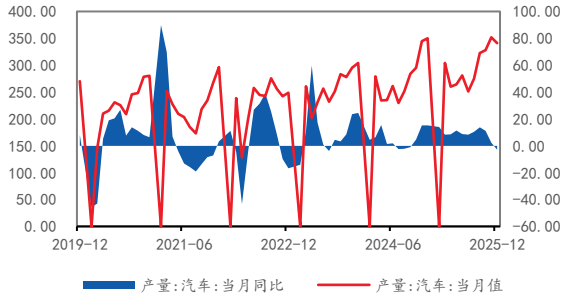
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 焦煤进去宽幅震荡区间

近期焦煤盘面在剥离外部地缘情绪与能源替代预期后，估值重心持续下移并向最低交割品蒙煤的现货价格锚定。当前期现基差修复基本完成，叠加主产区突发矿难引发安监收紧预期，继续向下挤压估值的产业驱动明显弱化。综合考虑，焦煤前期单边下行走势暂缓，短期运行格局将由探底切换至宽幅震荡。

复盘本轮价格波动的核心逻辑，前期盘面约 100 至 200 元/吨的溢价主要源于原油波动触发的能源替代预期。然而，该逻辑缺乏底层产业数据支撑。煤炭与油气的价格联动性偏低，且化石能源的替代效应集中于动力煤领域，对作为冶金原料的焦煤直接影响式微。同时，煤化工用煤占总需求比重较低，无法对焦煤消费形成实质性的边际拉动。随着宏观情绪降温，产业端对高价资源接受度受限，盘面价格顺势向客观供需现实回归。

从底层基本面结构来看，焦煤呈现以国内供应为主、蒙俄陆路补充为辅的格局。前期蒙煤通关量高位运行叠加国内产区供应平稳，边际宽松的供给态势促使高溢价回落。然而，4 月 1 日中煤关家崖煤业冒顶事故致 4 人死亡，构成了供应端的突发扰动变量。在煤矿安监高压常态化的政策环境下，该事件预计将触发区域性乃至更大范围的安全隐患排查，短期内对国内主产区焦煤产能释放形成制约。

资产定价与策略层面，盘面经过连续调整后，升水结构显著收敛，基差修复的交易逻辑已充分兑现。在基差收窄与安监限产预期的共振作用下，盘面继续下探的盈亏比显著恶化。后续市场交易重心将转向限产政策的实际落地情况，建议投资者规避单边做空头寸，暂以区间震荡逻辑应对，并密切跟踪产地安监排查范围与焦煤产量的周度边际变化。

2 长流程供给加速释放，产业链维持稳步去库态势

上周钢铁生产环节呈现铁水供给边际扩张与成材产量同步抬升的运行特征。全国 247 家钢铁企业高炉产能利用率升至 89.0%，环比上升 2.4 个百分点，同比仅微降 0.1 个百分点；日均铁水产量环比增加 6.3 万吨至 237.5 万吨。在长流程生产意愿提升的背景下，五大品种钢材周产量录得 851.5 万吨，环比增长 1.4%，同比下降 2.4%。从品种排产结构观察，螺纹钢产量的环比增幅继续高于热轧板卷。上周 247 家钢厂盈利率提升 4.8 个百分点至 48.1%，在产业链盈利覆盖面扩张的驱动下，生产企业对产能利用率及铁水流向的调节，反映了供给端向利润边际修复品种倾斜的客观运行规律。

产业链库存延续去化周期，且整体去库节奏保持平稳。上周五大品种钢材总库存周环比回落 2.5%，降幅与上周数据持平。从库存结构分布来看，社会库存录得 1361.5 万吨，环比下降 1.9%，同比增长 12.0%；钢厂库存录得 489.0 万吨，环比下降 4.2%，同比增长 3.0%。钢厂库存降幅持续大于社会库存，表明生产端初级货源向中下游流通环节及终端实体的物理疏导路径依然通畅。与库存去化相对应，需求端各项高频指标维持环比改善的运行态势。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 898.9 万吨，环比增长 1.2%，同比下降 2.3%。其中，螺纹钢表观消费量回升至 228.3 万吨，环比增长 1.3%，同比下降 8.6%。配合建筑钢材周均成

交量回升至 9.7 万吨（环比增长 3.0%）的数据交叉印证，实体工程项目的施工推进正平稳转化为终端材料的实际消耗，但同比维度的回落亦反映出当前总体需求规模的产业现实。

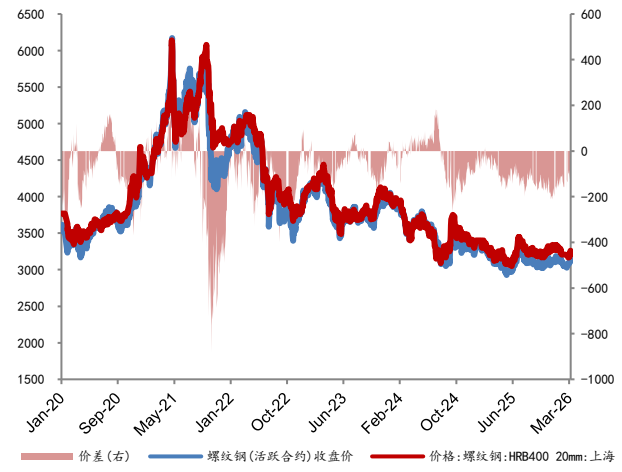
综合基本面各项数据观察，上周钢材现货价格呈现小幅回落走势，主流品种即期毛利变动有限。当前黑色金属产业链正处于长流程供给加速释放与终端需求温和修复的供需双升阶段。铁水产量的连续攀升为上游原料端提供了需求支撑预期，而稳步去化的成材总库存则为产业链现货流动性提供了基本保障。后续市场的定价主线将聚焦于供给弹性释放速率与下游去库斜率的匹配度。

3 小结

近期钢材自身基本面变化不大。当前盘面运行缺乏单边内生驱动，定价逻辑主要受成本端影响。受双焦等原料价格回调拖累，成材下方的成本支撑弱化，呈现震荡偏弱走势，短期预计随原料端波动的趋势不变。

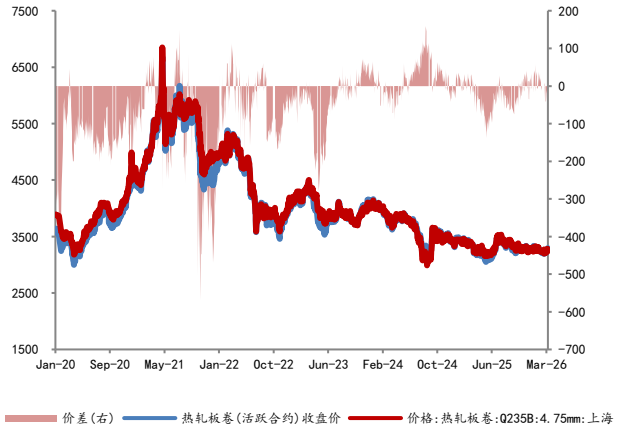
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



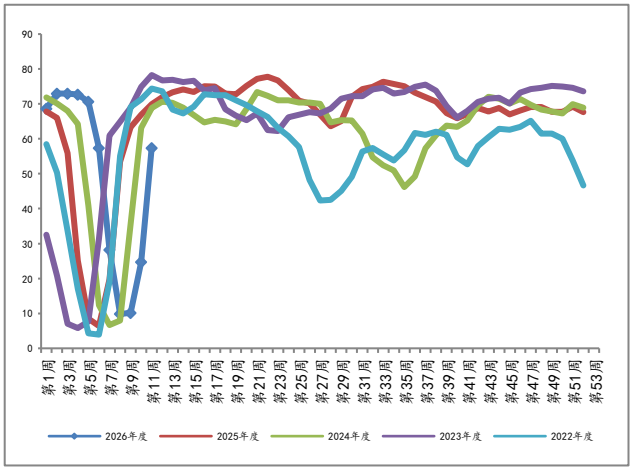
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



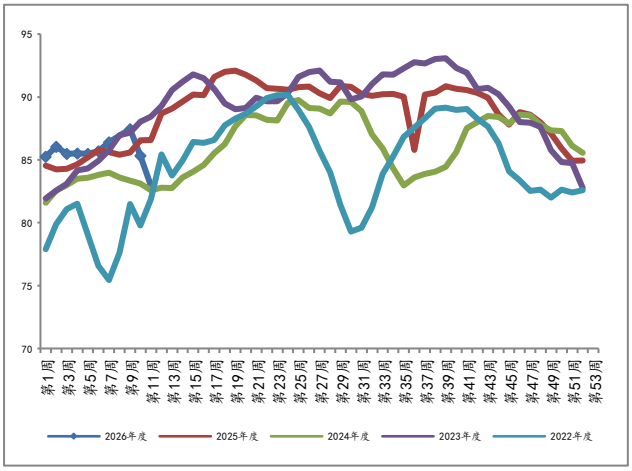
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



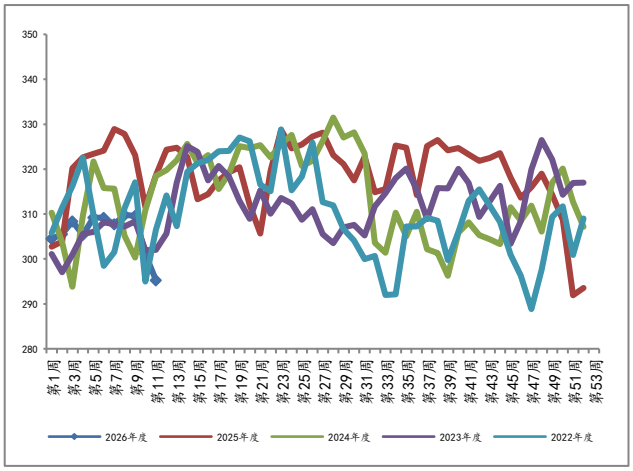
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



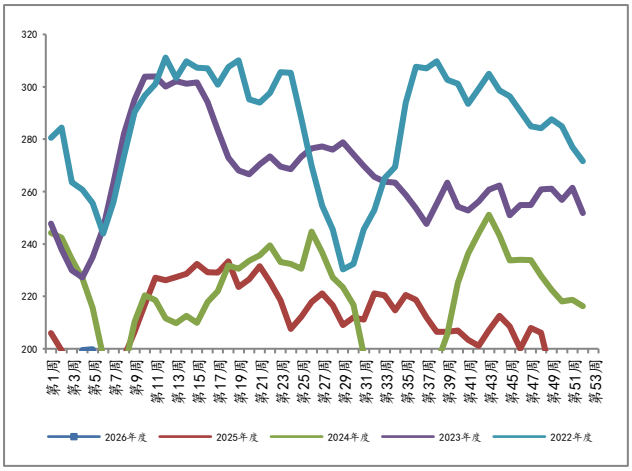
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



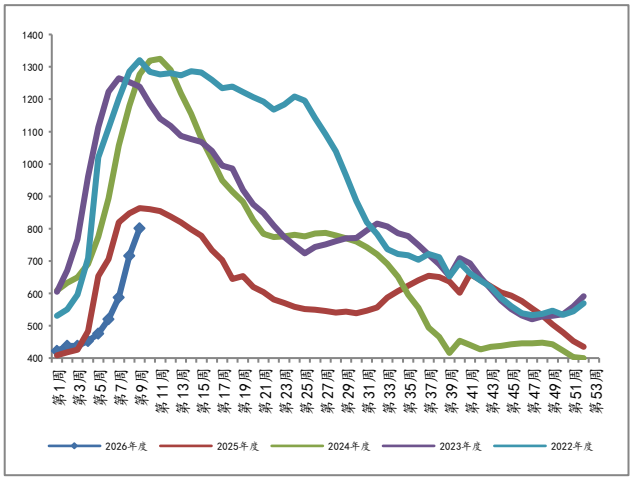
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



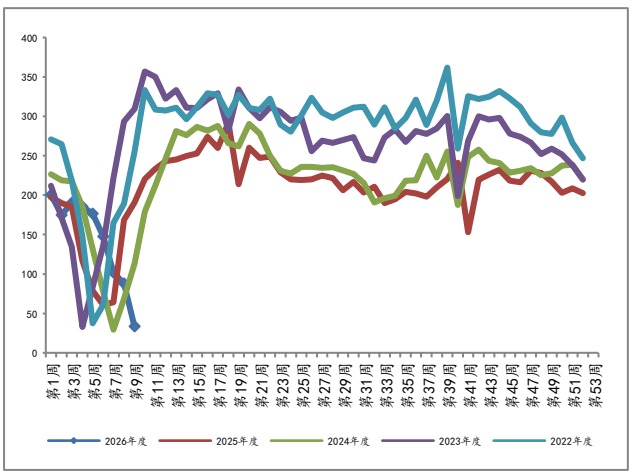
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 现货紧缺千金难买

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二个月，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。

目前，原油期现市场发生显著的差异性分化，期货交易者在反复修正多空预期，但实物买家面临千金难买的绝境。自 3 月初以来，霍尔木兹海峡持续处于关闭状态，全球原油供应总量的 20%彻底中断，地缘溢价令国际原油期货升至 100 美元以上，但在贸易商和炼厂争相竞价下，稀缺的中东原油现货已经升水期货 30-40 美元/桶。

随着波斯湾内原油库存持续累积，海湾国家减产合计至少 1000 万桶/日，亚洲地区炼厂迫于原料短缺陆续降负，全球原油化工体系正面临前所未有的考验。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。

2 期货市场为何不慌

尽管国际能源署 IEA 警告称，全球原油市场正在遭遇半个世纪以来最严重的危机，但目前为止，国际原油期货市场的反映相对温和，供应短缺的预期阶段性消化。

在霍尔木兹海峡持续封锁的状况下，国际原油市场每天约损失近 1500 万桶/日的供应量，然而经过三次石油危机后，全球原油体系已经建立多层防御机制。

第一层防御是动用战略石油储备。包括美国、日本和欧洲国家在内的 IEA32 个成员国紧急决议，释放最大规模总计 4 亿桶原油库存，若在三个月内均匀抛储相当于增加 330 万桶/日的供应水平。

第二层防御是出口物流改道。为应对霍尔木兹海峡潜在发生的战争风险，沙特修建东西向输油管道，将原油从波斯湾输送至红海出口终端，满负荷运行可提供约 700 万桶/日的运输量和 500 万桶/日的出口量，但战事进一步升级后，不排除也门胡塞武装封锁红海航线的可能。

第三层防御是利用一切可用资源。在全球原油现货紧张的情况下，欧美豁免对俄罗斯原油出口的制裁，甚至对伊朗油轮予以放行，以尽量抑制能源成本上升对通胀的刺激。

目前粗略估算下，这些措施总共可能弥补了约 60%的供应损失，暂时有效安抚了市场恐慌情绪。不过霍尔木兹海峡仍然关闭，供应缺口在日益扩大，而存量储备坐吃山空，在战争结束前油价始终面临极大风险。

3 事态急迫日益严峻

过去一个月以来，霍尔木兹海峡基本处于关闭状态，每日通过的油轮数量不及常态的十分之一，令全球原油、成品油及化工品供应短缺的严峻程度日益凸显。

同战争爆发前相比，海湾地区约 1020 万桶/日原油产量被迫停产，全球能化市场已经损失约 3 亿桶原油、3000 万桶石脑油、2500 万桶馏分油和 900 万桶燃料油，实际造成的供应中断远超 2022 年俄乌战争的数倍。

更大的麻烦还在后面。事发初期市场普遍认为，中东原油供应问题性质上属于出口延宕，但随着封锁时间越拖越久，业界开始担忧造成半永久性产能损失的风险。油田长期停产会引发一系列技术故障，即便霍尔木兹海峡恢复通航，基础设施也很难迅速维修重启，再考虑到陆上储罐容量接近饱和，出口恢复节奏将远慢于预期。

随着战略储备和浮仓库存日渐消耗，第四次石油危机正在被载入史册，现在尚未观察到战争结束的信号，即便停火也不意味着市场能很快修复，原油供应缺口和炼厂产量损失需要数月时间弥补，油价再难回到之前 60-70 美元的水平。

4 北美赢学自欺欺人

美国总统特朗普发表全美电视讲话，自行宣称对伊朗战争已经取胜，但其自相矛盾的言论引发普遍质疑。

特朗普对美以联合军事行动做出阶段性总结，认为美军在战场上取得了“快速、决定性和压倒性胜利”，对伊朗核设施的打击“大获成功”，本次的核心战略目标接近完成，有望在“非常短时间内”结束战事。至于霍尔木兹封锁如何解除，特朗普称美国现在几乎不需要进口波斯湾原油，依赖霍尔木兹海峡的国家应自行处理问题。

舆论普遍认为，这是特朗普又一次高调吹嘘的赢学，旨在维护经济利益和稳定 MAGA 基本盘。时值西方传统节假来临，在外盘休市前释放战争即将结束的信号，并抛出霍尔木兹事不关己的极不负责言论，模糊淡化风险以稳定油价和美股。

然而，我们认为赢学不能与 TACO 划等号，特朗普竭力为其鲁莽发动的战争辩护，却无法改变美国汽油飙涨和通胀攀升的事实。实际上，美军仍在继续猛烈轰炸伊朗，威胁打击该国包含能源、电力等基础设施，地缘政治危机尚未远去。

5 TACO 疑为缓兵之计

无论特朗普如何描述谈判进展，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，特朗普所言纯属弥天大谎。

我们认为，特朗普的 TACO 言论是迫于多重内外部压力。首先，美军已经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。

但值得注意的是，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。

6 地缘政治占据主导

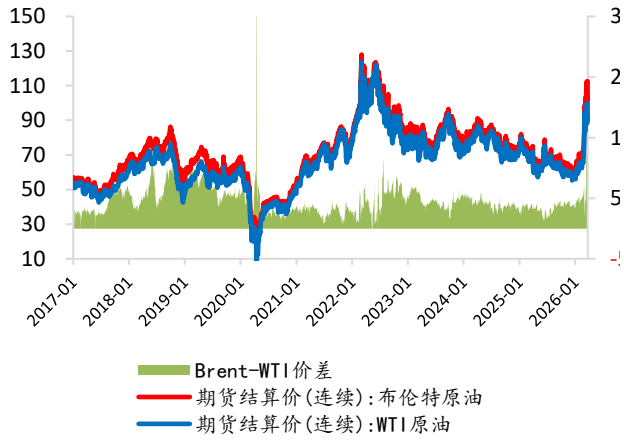
美伊以战争正在酝酿出第四次石油危机，本次全球原油供应中断的规模之大、持续之久，使得市场难以找到有效的替代方案，这意味着油价大幅上涨不再只是风险情绪溢价，而是市场对中长期供需平衡改变的重新定价。

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。

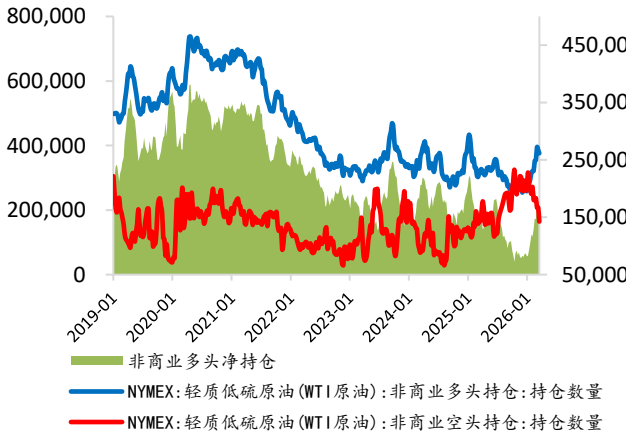
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



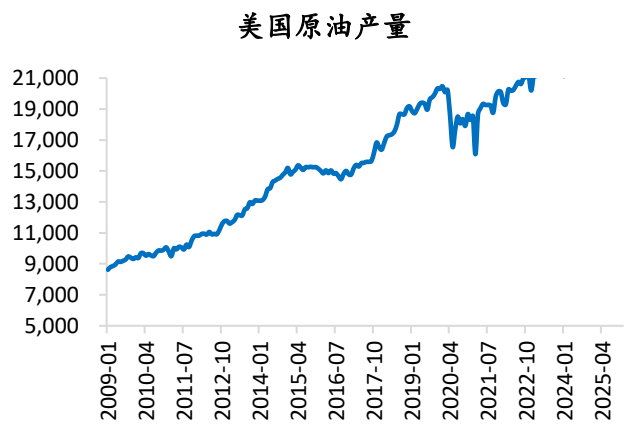
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



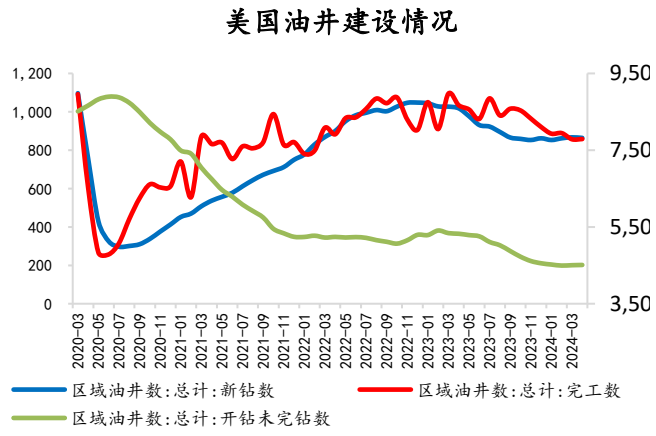
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



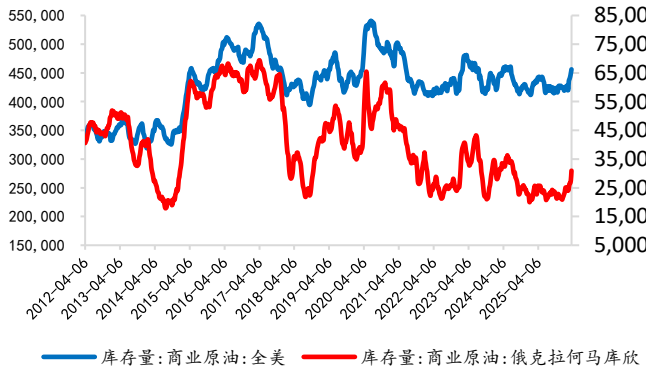
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



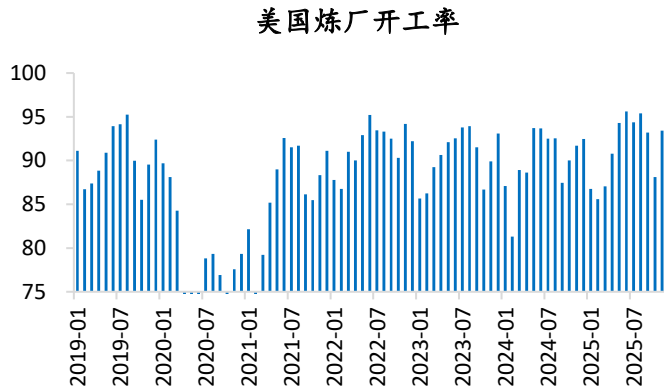
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



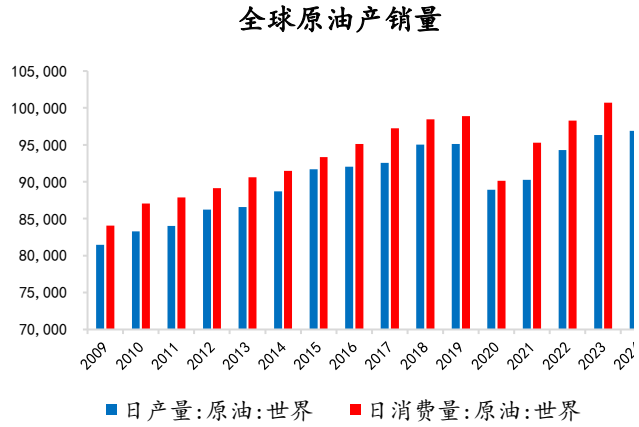
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

油脂油料：印尼给出 B50 落地时间表，国内油脂高位震荡

1 外部豆类市场分析

原油上涨提振棕榈油生柴需求，印尼 B50 计划有望年内启动

中东局势导致原油市场在 3 月份强势反弹，月度涨幅高达 51%。原油大涨令一度搁置的印尼 B50 计划（即由 50%棕榈油基生物柴油与 50%常规柴油掺混而成）重获市场关注。近日，印尼总统公开表示，印尼将于今年正式推进 B50 生物柴油混合政策计划。2026 年 1 月，出于对技术和资金问题的担忧，印尼政府曾一度搁置了在年内启动 B50 的计划，并决定维持 B40 标准。然而，鉴于中东局势导致的全球能源供应中断，印尼政府已开始讨论重启该项 B50 计划，将利用棕榈油生产柴油改善能源供应。印尼经济统筹部长表示，B50 计划将于 7 月 1 日起实施。如果印尼将生物燃料的掺混比例从目前的 40%提升至 50%，印尼可供出口的棕榈油份额将受到挤占。印尼棕榈油协会（GAPKI）预计，在实施 B50 后，2026 年印尼生物柴油原料需求将达到 1500 万吨，较去年增加 200 万吨。供给不足担忧为棕榈油价格上涨提供重要支撑。

马来西亚 3 月棕榈油出口猛增，供需形势显著改善

船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 3 月 1-31 日棕榈油出口量为 165.8 万吨，较上月出口的 114.90 万吨增加 44.3%。独立检验公司 AmSpec Agri 发布的数据显示，马来西亚 3 月 1-31 日棕榈油产品出口量为 160.7 万吨，较上月的 102.5 万吨增加 56.7%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，2026 年 3 月 1-25 日马来西亚棕榈油单产环比上月同期减少 9.74%，出油率环比上月同期减少 0.28%，产量环比上月同期减少 11.21%。当前产地棕榈油处于生产淡季，出口猛增而产量下滑，有助于降低棕榈油库存压力。供需形势向好为马来西亚棕榈油价格震荡攀升提高内在支撑。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 4 月 10 日公布月报，市场密切关注马来西亚 3 月底棕榈油库存变化。

巴西大豆收割过七成，美国新季大豆面积预计增加

巴西国家商品供应公司（Conab）公布的数据显示，截至 3 月 28 日当周，巴西大豆收割率为 74.3%，落后于五年均值 72.4%。咨询公司 StoneX 预计巴西大豆产量将达到 1.797 亿吨，较上月预测值上调 1%。Safras&Mercado 公司预计巴西 4 月大豆出口量将达到 1437.7 万吨。随着巴西大豆上市量增加，对国际市场的供应能力正在快速提升。美国农业部于 3 月 31 日公布春季种植意向报告，2026 年美国大豆播种面积预计为 8470 万英亩，虽略低于报告前市场预期值，但较去年的 8121.5 万英亩增加 4.3%。美豆面积增加，将为产量回升提供重要基础保障。在巴西大豆保持创纪录产量前景与美豆面积增加的双重影响下，全球大豆供应将继续保持宽松状态。

2 国内豆类市场分析

国内三大油脂库存小幅下降，棕榈油进口成本刷新两周高点

据监测，截至 2026 年 3 月 27 日国内三大油脂商业库存小幅下降，为 198 万吨，较前一周下降 1 万吨，月环比下降 2 万吨，同比上升 3 万吨，较过去三年同期均值上升 21 万吨。据统计，截至 3 月 31 日，马来西亚棕榈油进口到岸价为 1235.5 美元/吨，进口完税成本价为 10226.9 元/吨，进口利润为负 396.9/吨。豆油与棕榈油价差持续倒挂以及进口利润低迷，一方面造成棕榈油需求受到压制，另一方面也削弱企业对棕榈油进口的积极性。目前国内棕榈油仍处于满足企业刚需状态，价格走势高度依赖成本端驱动。

生猪养殖亏损程度扩大，饲料需求前景堪忧

中国放宽巴西大豆中杂草含量的相关规定，进口大豆到港清关延迟问题将得到解决。当前正值

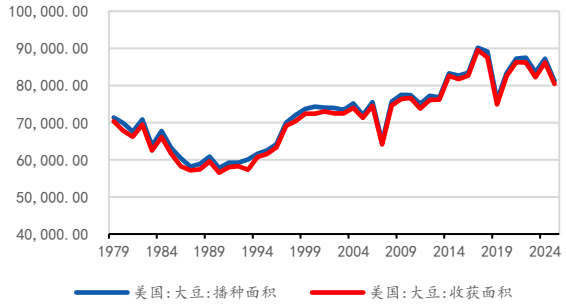
巴西大豆到港高峰期，国内近月采购已完成，远月采购正有序推进。港口大豆库存维持高位，油厂大豆压榨量同比偏高。本周国内生猪价格延续趋势型下跌状态，全国生猪均价跌破 10 元/公斤，达到 9.39 元/公斤新低。供应端压力持续释放，下游需求季节性疲软是猪价连跌不止的主要原因。本周生猪养殖亏损程度进一步加深，自繁自养与外购仔猪头均亏损均环比扩大，分别为 337.53 元/头和 227.94 元/头。国内猪价连跌，生猪养殖亏损加剧，去产能工作有望长期化。饲企和贸易商放缓采购节奏，需求前景低迷令粕价持续承压。

3 油脂油料市场展望

巴西创纪录产量叠加新季美豆增产预期，全球大豆供给环境将保持宽松状态，CBOT 大豆市场在供应压力下上行高度受限。外部大豆供应环境保持宽松，中东局势对美豆和国内蛋白粕市场的影响逐渐弱化。豆粕和菜粕市场自 3 月中旬触顶回落，回归基本面，目前仍处下跌节奏，供强需弱有望推动粕价重心继续下移。中东局势错综复杂，金融市场情绪仍易受到裹挟。印尼 B50 计划是棕榈油市场关注的焦点。原油高位运行是该计划落地实施的主要支撑。尽管印尼给出了 B50 计划实施的时间表，但该政策落地前的潜在变数仍不能排除。整体来看，印尼 B50 计划再度搅热油脂市场上涨预期，有望继续提振棕榈油及整个油脂板块保持强势运行。目前豆一期货市场已明显脱离前期高点，中储粮密集调控以及高价对需求的抑制效应仍在释放。豆一期货市场仍处震荡回调节奏。

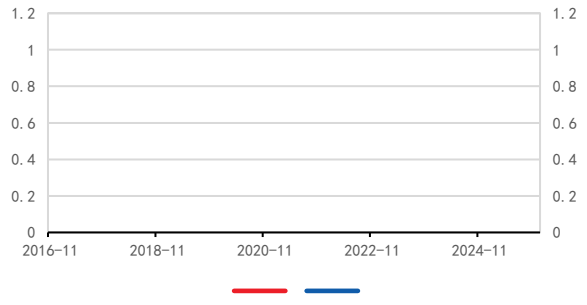
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



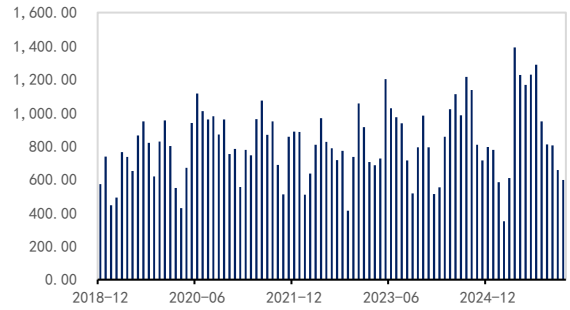
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



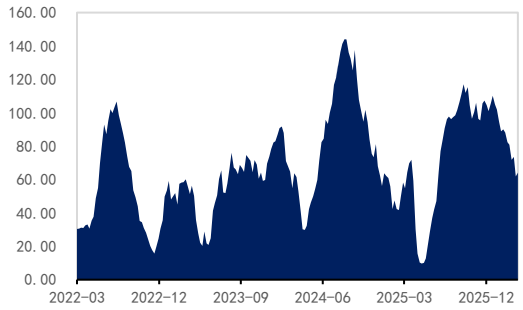
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：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 41：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