中金财富期货策略周报（2026 年第 12 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，单单以美股的“强势表现”来粉饰美伊冲突对全球经济的影响是一种掩耳盗铃的反应，美伊冲突无法快速解决，尤其是库尔木兹海峡并未实质开放，油价高位对通胀和经济的影响仍未充分体现，对于大宗商品市场，太乐观的看法，未免过于草率。

股指期货：美伊谈判目标之间分歧过大，预计谈判很难取得超预期的结果，目前全球指数已经反弹至高位，我们认为应该注意局势再度紧张，指数回落的风险，建议多头做好防护。

铜：停火协议一度提振市场情绪，但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，当前仍处于“消息驱动”的高波动阶段。铜精矿现货加工费持续走低，供应端收紧态势明确，是支撑当前铜价的核心逻辑之一。需求端下游企业以刚需采购为主，根据生产节奏按需补库。综合来看，当前铜价处于宏观压力与基本面支撑的激烈博弈中。短期看，中东局势缓和为市场提供了反弹窗口，但上方空间受制于宏观压力。

锌：降息预期延后，美元偏强运行，对锌价构成宏观压力。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。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。受北方环保限产，镀锌开工率下行，库存仍处高位。当前锌价处于宏观压力与基本面支撑的博弈之中，短期将维持区间震荡格局。

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。

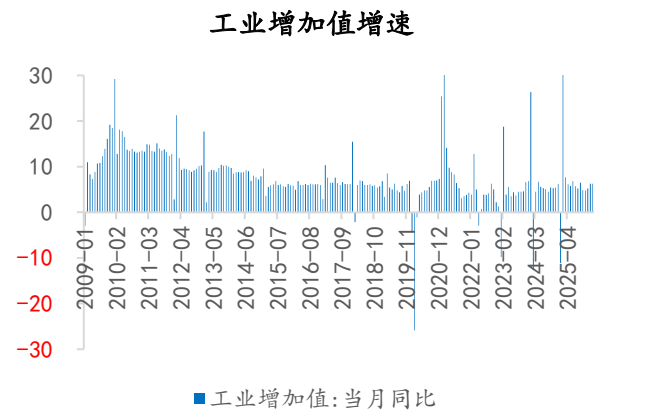
油脂油料：美国农业部 4 月供需报告平稳落地，巴西大豆收割进度已过八成，对国际市场供给能力持续攀升。阿根廷将于改善作物生长条件，收割工作即将启动。随着南美天气窗口逐步收窄，本年度南美天气掀起大规模炒作的概率已经不大。美国农业部预计 2026 年美国大豆播种面积为 8470 万英亩，同比增加 4.3%。美豆面积增加将为增产提供基础保障，全球大豆供给宽松始终是限制豆价上涨的主要原因。中东局势出现缓和信号，但能否真正实现停火止战仍存变数。金融市场情绪易跟随局势演变而频繁波动。中东局势以及原油走势是影响国内油脂市场的关键。国内豆粕市场供需双弱局面仍在持续，外部供应整体保持宽松，国内需求恢复需要时日，粕价仍未摆脱弱势回调节奏。豆一期货市场自 3 月中旬展开回调行情，阶段性调整压力得到释放。东北新季大豆面积预计下降且种植成本升高，豆一期货市场价格底部得到明显抬升。中储粮储备大豆充足，预计高价区间将有大量国产大豆投放市场，而高价对需求的抑制效应也将显现，需注意获利回吐压力对豆一期货独立反弹行情的干扰。

目录

周度策略：美伊战争“暂停”后仍有较大不确定性 ..... - 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 油价上行对各行业的影响分析 ..... - 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 铁矿价格回归现实 ..... - 14 -
2 长流程供给升至阶段高位，产业链去库速率边际收敛 ..... - 14 -
3 小结 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 15 -
原油 ..... - 17 -
1 时间站在多头这边 ..... - 17 -
2 中东战事陷入胶着 ..... - 17 -
3 伊朗十项停火条件 ..... - 17 -
4 和平谈判前途渺茫 ..... - 18 -
5 现货溢价短缺无解 ..... - 18 -
6 地缘政治占据主导 ..... - 18 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
油脂油料：美伊临时停火，中东局势缓和引发油脂大幅回落 ..... - 22 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 22 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 23 -

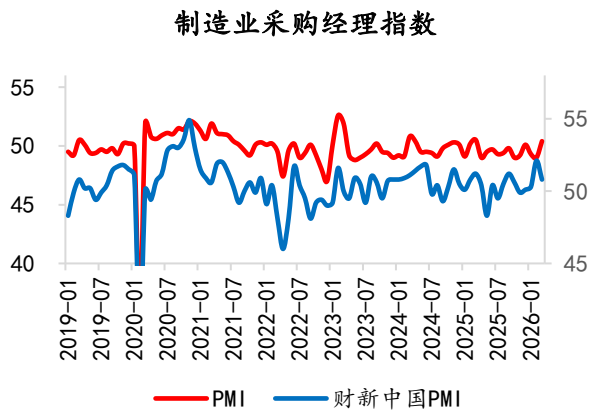
重要经济指标概况

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



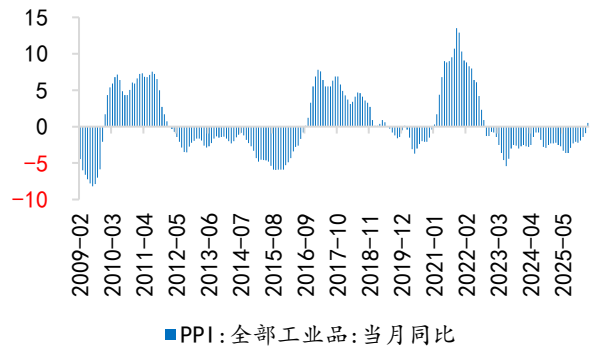
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



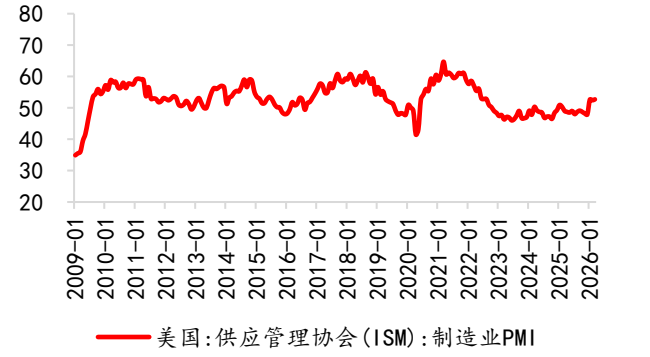
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



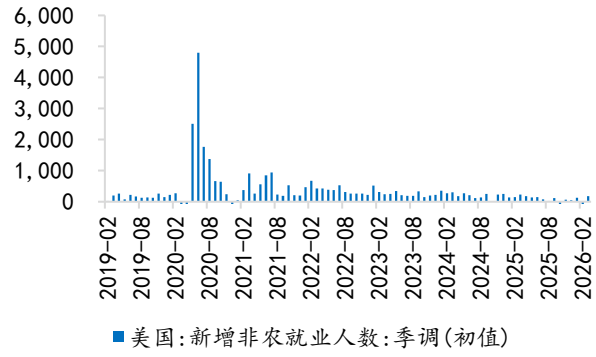
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美伊战争“暂停”后仍有较大不确定性

目前美伊冲突进入谈判阶段，伊朗透露美国已同意解冻伊朗在卡塔尔及其他外国银行被冻结的资产，但是旋即遭到美国否认，巴基斯坦政府官员称，伊朗和美国之间的谈判进程比预期要慢，且可能会持续更长时间。目前，美方似乎急于达成某种目的，而伊朗方面则不急于求成。考虑到双方诉求差距巨大，预计短期内谈判完成的概率不大。

美伊谈判，结局难料

据新华社，伊朗伊斯兰共和国广播电视台 11 日报道，伊朗谈判代表团当天与巴基斯坦官员在伊斯兰堡闭门会谈，伊方强调解冻资产及实现黎巴嫩“真正停火”。

伊朗方面提出的条件包括完全控制霍尔木兹海峡、解冻所有伊朗海外资产和账户、美方支付伊朗重建费用但美国公司不能参与投标、立即停止所有袭击尤其是针对黎巴嫩的袭击、允许伊朗使用民用核能等。甚至有伊朗方面表示美国已经同意解除伊朗的资产冻结，但是被秒速澄清，CCTV 国际时讯最新称，美国白宫官员否认有关美国已同意解冻伊朗资产的报道。

美伊双方谈判的目标相差甚远，几乎都是按照战胜国的标准指定，综合美伊此前提出的条款和近期表态，谈判清单上至少列有以下焦点问题。

首先霍尔木兹海峡。这被认为是此次谈判的最关键议题。美国要求伊朗开放霍尔木兹海峡为“自由海域”，不得收取通行费。伊朗则不会放弃霍尔木兹海峡这一重要抗衡筹码，并提出制定霍尔木兹海峡安全通行协议，确保伊朗主导地位。

其次是地缘政治影响力。伊朗要求必须结束针对黎巴嫩真主党等“地区所有抵抗力量的战争”，但美以均称黎巴嫩方向是“独立冲突”，并要求伊朗停止支持“地区代理人”。伊方最新表态显示，黎巴嫩战线停火已成为考验双方停火的第一议题。

第三是核问题与铀浓缩。美国要求伊朗承诺永不发展核武器，不在伊朗境内开展铀浓缩活动。伊朗则坚持铀浓缩活动等和平利用核能的权利。这是美伊之间数十年来难以解决的核心矛盾。

美伊都在为随时可能发生的谈判破裂和战事重启做准备。美国向中东持续增兵，而伊朗武装部队表示仍保持完全戒备、随时准备开火。而一旦谈判破裂，战事将随时重启、升级，双方互信也将受到进一步打击。

油价上行对经济的冲击尚未真正体现

美国三月 CPI 同比上行至 3.3%，核心保持 2.6%，能源通胀同比和环比均大幅上行，剔除能源和食品的核心 CPI 同比 2.6%，名义值符合预期，部分机构认为油价上行对 CPI 的冲击是一次性的，甚至不是通胀的核心因素，我们认为这种观点是极其短视的，甚至与这种幼稚的观点相反，油价对美国 CPI 的冲击还未真正体现。

数据上看，高油价直接推升能源通胀。油价冲击显著推高 3 月 CPI，环比贡献 0.7 个百分点（贡献超 3/4）、同比贡献 0.8 个百分点，显示 3 月通胀回升仍主要由供给冲击驱动；二是，高油价通过航空燃油、运输等渠道向核心通胀传导。例如 3 月机票价格环比上涨 2.7%（2 月为 1.4%），反映航空燃油成本上升的影响，也意味着油价正由能源向服务扩散；三是，高油价后续可能通

过中间品成本形成更广泛的“二轮效应”。关注油价对航油、柴油、化肥、化工原料等价格端的影响，相关价格压力或将在 4 月以后逐步显现。

对经济而言，高油价同时抑制居民可选消费、企业利润空间以及招聘和投资意愿。一是，居民实际购买力受挤压，将抑制可选消费空间。对美国消费者而言，汽油价格是一项重要的生活成本，其上涨可能对部分可选商品和服务消费形成了挤压，如汽车及卡车租赁，环比由 2.7%降至 1.3%；家居陈设与用品，环比由 0.24%降至-0.18%。当然这些分项单月的走弱很难直接归因于油价，其中也可能包含了关税对下游传导弱化的影响，但我们仍需关注高油价对部分可选消费的“侵蚀”；二是，企业端成本上升，这将压缩利润空间并抑制招聘和投资意愿。运输、制造、航空等相关行业对能源成本较为敏感，油价上行将通过成本端向企业盈利传导。此外，对于劳动力市场来说，成本端压力也将对企业决策造成影响，如果企业招聘持续放缓、裁员人数逐步上升，将对工资和消费者需求的增长形成抑制，也将推高失业率上行的风险。

图表 1： 5 月底前霍尔木兹海峡开放的概率上升，但并不高



资料来源：Polymarket，中金财富期货研究所

谈判结果不确定性较大，注意波动风险

我们认为，单单以美股的“强势表现”来粉饰美伊冲突对全球经济的影响是一种掩耳盗铃的反应，美伊冲突无法快速解决，尤其是库尔木兹海峡并未实质开放，油价高位对通胀和经济的影响仍未充分体现，对于大宗商品市场，太乐观的看法，未免过于草率。

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 9 日	美联储会议纪要：伊朗战争带来双重风险	许多官员担心通胀加剧或有加息可能	无论是否达成停火协议，美联储降息前景都黯淡
	4 月 8 日	IEA 警告：海湾能源冲击烈度超越 1973、1979 与 2022 之和	海湾地区已有逾 75 处能源设施遭到袭击，三分之一受到严重破坏	修复要很长时间
数据	4 月 11 日	PPI 同比上涨 0.5%	是连续下降 41 个月后首次上涨	CPI 温和回落
	4 月 10 日	美国 2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 3%	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	4 月 11 日	证监会发布创业板改革意见，增设第四套上市标准	服务业通胀显著放缓，但非耐用品价格跳升构成潜在扰动	消费者正动用储蓄维持支出，增长可持续性存疑

资料来源：中金财富期货研究所

2 油价上行对各行业的影响分析

2026 年 2 月底以来，国际油价加速上冲，企业利润增速先维持高位，而后回落，毛利率也受到压制。聚焦三段高油价时期 2007H2-2008（冲冲高回落、2011-2014（冲维持高位、2021H2-2023H1（冲冲高回落来看，油价走高初期，企业利润增速能够维持高位，而后毛利率逐渐受到压制，利润增速趋于回落。

简单来看，油价高企，上游油气开采最先受益。油气开采利润增速对布油价格增速弹性约为 3。

成本传导：中下游传导能力分化。成本暴露度：燃料加工、化工、化纤、橡塑、交运对原油的成本暴露度偏高，细分行业来看，电池、建材等行业也需要关注。

能否传导：30%的行业当期同步传导，23%的行业在一个季度内传导。有 40 个行业能够在购进价格增速上行当期就提高出厂价格增速，主要集中在上游原材料行业冲煤炭、石油、钢铁、基础化工等，也包含个别下游工业品冲电线电缆、电机；有 30 个行业能够在一个季度之内传导。

传导幅度：14 个行业能够长期稳定传导且成本传导率在 50%以上，主要是上游能源矿业、基础化工，而部分元件、材料仅是脉冲式传导。

3 国内政策平稳，海外央行转鹰

国内政策平稳，通缩风险有改善迹象。2025 年我国固定资产投资同比增速下滑，社零与出口同比增速较为稳定；我们认为固投同比增速 2026 年有望转正，社零同比增速则有望维持在 4%左右。同时，虽然进、出口 2026 年初 20%左右同比增速不可持续，但全年有望保持 5%以上。2026 年“两会”将 2026 年 GDP 增长目标定为 4.5-5.0%，稳增长压力不大。政策平稳接力：继续维持支持性货币政策立场以及实施更加积极财政政策。另外，我国通缩风险有改善迹象，我们预计 2026 年 CPI 在 1.0%附近波动，PPI 则有望转正。

美国通胀预期提升，美联储短期转鹰。我们认为美国核心 CPI 环比增长可控，能源涨价或推升 3 月美国 CPI 至 3.0%左右。同时，美国 2 月非农下降且大幅低于预期，失业率为 4.4%，

劳动参与率下降，我们认为美国就业形势不佳。另外，美国 GDP 环比增长四季度再次走弱。美联储 3 月会议维持利率不变，对 2026 年相关经济指标的预测方面，较去年 12 月份相比，提升了实际 GDP 变化的预测，也提升了 PCE 通胀的预测。根据 3 月 26 日英为财情基于联邦基金期货价格给出的预测，2026 年 12 月联邦基金利率维持在 3.50-3.75%及以上的概率达到 96.2%，即当前市场认为 2026 年大概率不降息，甚至有 35.4%的概率加息。。

4 宏观策略

我们认为，单单以美股的“强势表现”来粉饰美伊冲突对全球经济的影响是一种掩耳盗铃的反应，美伊冲突无法快速解决，尤其是库尔木兹海峡并未实质开放，油价高位对通胀和经济的影响仍未充分体现，对于大宗商品市场，太乐观的看法，未免过于草率。

5 股指期货市场分析

上周指数大幅回升

在美伊停战两周的影响下，全球股市集体上涨，美股甚至距离历史新高仅一步之遥，A 股也跟随大幅上涨，上周沪深 300 指数周+4.41%，上证 50 指数周+2.44%，中证 500 指数周+5.77%，中证 1000 指数周+6.13%

过去几年，美股市场有一个很鲜明的特征：只要一家公司能持续讲出高增长故事，市场通常愿意给它更高的估值，哪怕这个估值已经不便宜。高盛目前预计，美国今年下半年的实际增长大致在 1.7%左右。经济不再是年初想象中的那种强劲加速，而更像是放缓但未失速。这样的环境，理论上反而更适合那些能够靠自身行业趋势和公司能力维持增长的企业。

AI 对美股的估值影响仍是决定性，真正让市场不敢再像以前那样给成长股慷慨定价的，还不是经济，也不是利率，而是 AI。

预计指数仍将保持震荡

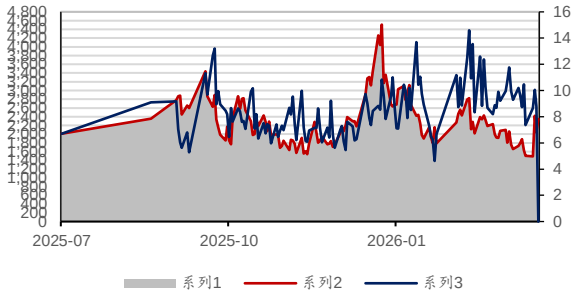
未来美伊局势以及全球股市大体有三种局面，目前中性局面的可能性较大，中东谈判基础尚不牢固，霍尔木兹海峡是否能够有效开放仍是未知数。我们要对边打边谈、油价中枢上移、流动性持续偏紧的全球环境做好准备。

局面一（乐观局面）：国际油价回落至年初 60-70 美金、联储重回 2-3 次降息。战争影响仅为短期冲击，对经济并未产生实质影响。全球风险偏好回升、风险评价下降。

局面二（悲观局面）：国际油价上升并创新高，如超过 120 美金、联储形成加息预期。谈判破裂、局面再度失控，经济负面冲击较大。全球风险偏好大幅下行、风险评价大幅上行。

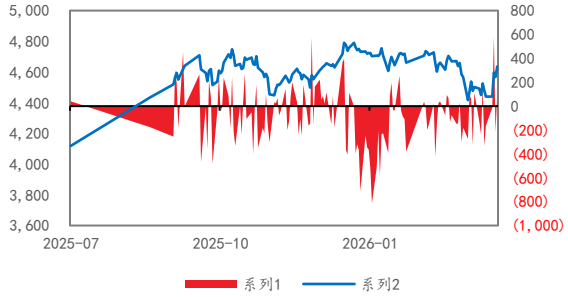
局面三（中性局面）：国际油价逐渐回落但高于年初，如 80 美金附近、联储无法降息但也不加息。边打边谈、消耗战，经济负面冲击逐渐显现。全球风险偏好下行、风险评价下降。

图表 8：融资融券数据图



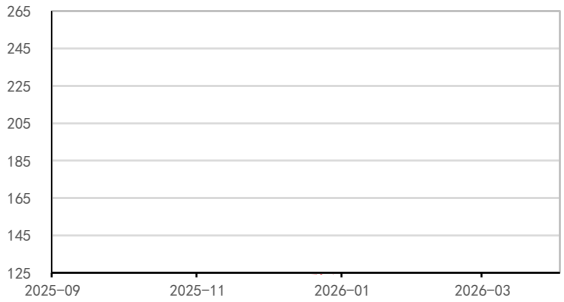
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



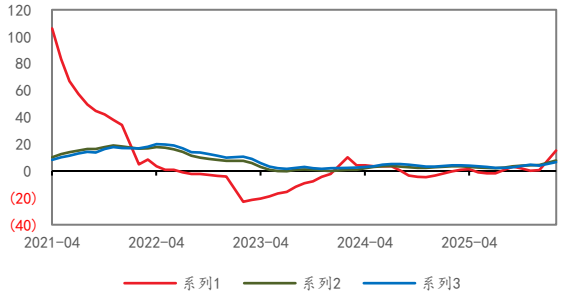
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，国内多家铜冶炼厂本月持续推进检修，阳谷建发、铜陵金冠等企业陆续开展 20-60 天检修，预计影响精铜产量超 45 万吨。高产的态势难以持续，预计 4 月产量将环比下降 2.82% 至 116 万吨。产量下滑的主要原因是二季度将迎来冶炼厂检修高峰期，预计有 8 家冶炼厂安排检修，直接影响产量。

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。

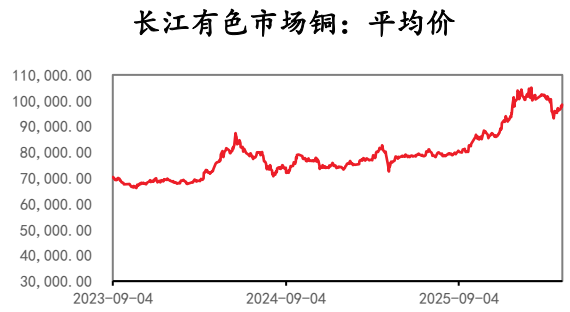
受购置税优惠退坡（免税转为减半征收）叠加宏观悲观情绪双重冲击，产销数据全面承压。1-2 月国内汽车总产量同比下滑 9.9%,新能源汽车产量同比降幅更是达到 13.7%;据乘联会数据，3 月上半月乘用车、新能源车零售量同比降幅进一步扩大至 21%、28%。

2 结论

停火协议一度提振市场情绪，但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，当前仍处于“消息驱动”的高波动阶段。铜精矿现货加工费持续走低，供应端收紧态势明确，是支撑当前铜价的核心逻辑之一。需求端下游企业以刚需采购为主，根据生产节奏按需补库。综合来看，当前铜价处于宏观压力与基本面支撑的激烈博弈中。短期看，中东局势缓和为市场提供了反弹窗口，但上方空间受制于宏观压力。

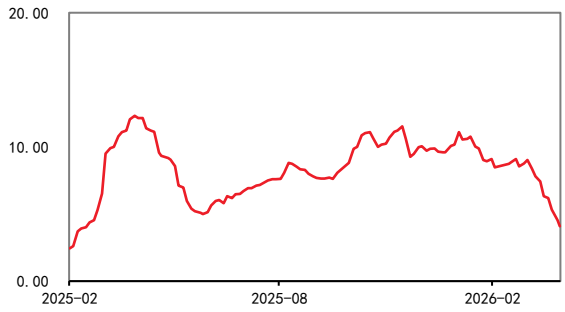
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



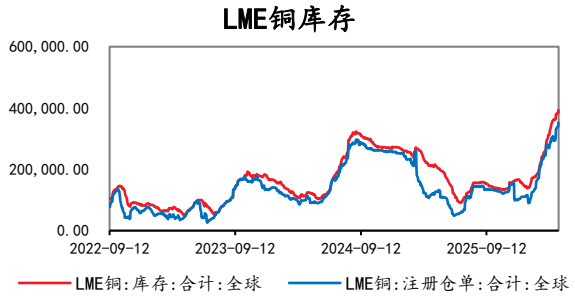
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



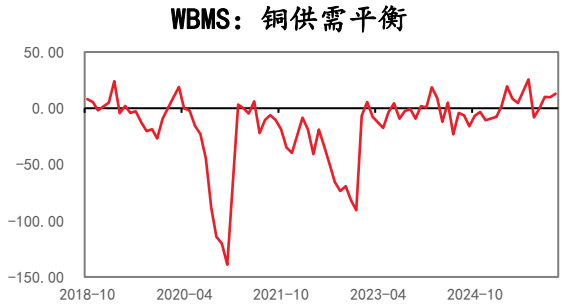
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



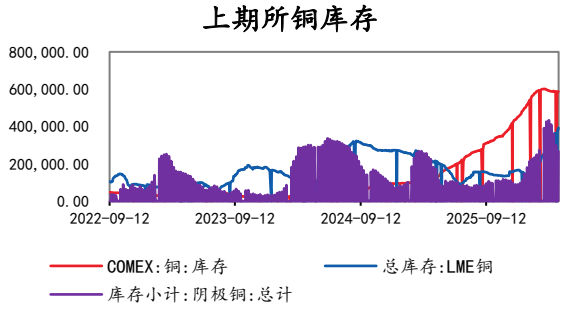
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



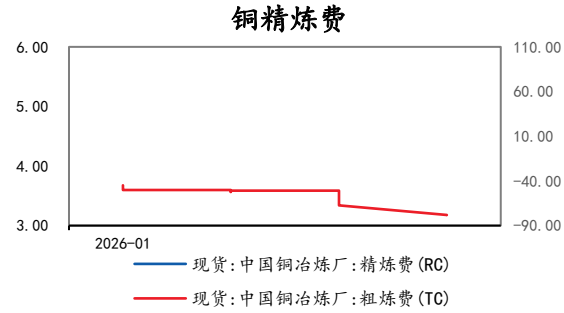
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。部分海外矿企下调全年产量指引，Teck 财报显示，因 Red Dog 矿山部分矿区资源临近枯竭以及 Antamina 矿区采矿顺序调整，2026 年锌矿产量指引下调至 46.5-52.5 万吨，较 2025 年预计减少 4-10 万吨。

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。国产锌精矿加工费维持在 1400-1600 元/金属吨的低位区间，进口矿 TC 同步走低 http://webnewsdx1.pobo.net.cn/DATA/JINSHU/6638941.HTMLhttps://zn.ccmn.cn/news/ZX003/202604/32338b25fa544550aa72cb67c1b78f75.html。海外矿端供应仍紧，伊朗、澳洲运输受阻影响进口矿流入。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。在副产品价格高位支撑下，炼厂利润保持可观，预计 4 月国内精炼锌产量环比增长 2.04%至 58.96 万吨。当前沪伦比价下精炼锌进出口窗口均关闭，进口压力有限。

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。

2026 年为“十五五”规划的开局之年，财政政策预计保持持续宽松，除了新增专项债规模扩大外，预计将持续增发超长期特别国债支持“两重”建设，且政策性金融工具也有望持续发力

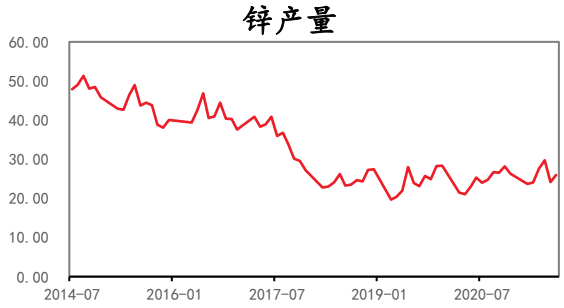
2 总结

降息预期延后，美元偏强运行，对锌价构成宏观压力。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。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。受北方环保限产，镀锌开工率下行，库存仍处高位。当前锌价处于宏观压力与基本面支撑的博弈之中，短期将维持区间震荡格局。

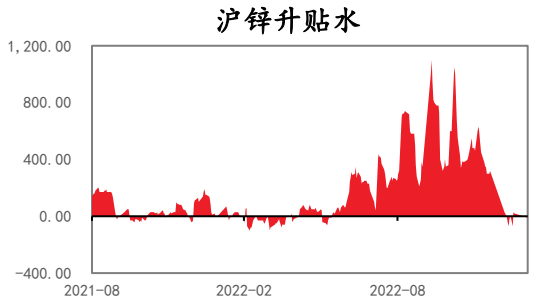
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



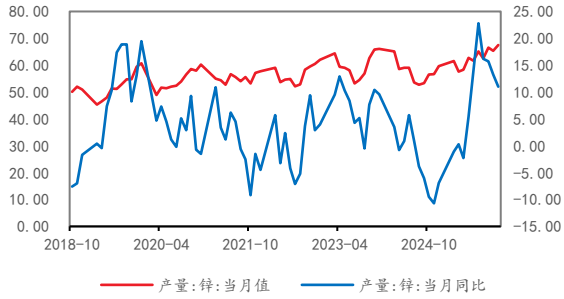
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



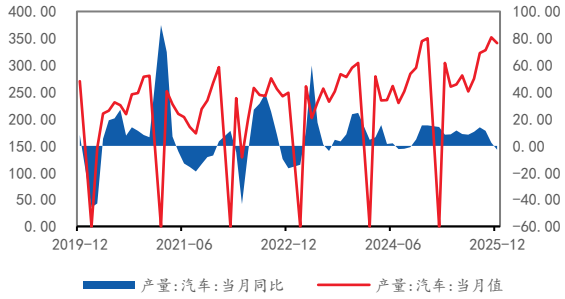
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 铁矿价格回归现实

近期铁矿石期货盘面呈现出较为明显的重心下移特征，资产定价逻辑正经历由外部宏观事件驱动向产业基本面主导的切换。前期受地缘政治局势及海运物流受阻预期推升的相对高估值，在多重变量的共振下，正逐步向黑色金属产业链的底层供需现实进行修正。这种估值回归的过程，既是外部溢价自然收敛的结果，也是衍生品市场临近交割节点的制度性约束使然。

从宏观定价维度观察，前期支撑盘面走强的地缘风险溢价正处于实质性的消化阶段。此前，中东区域局势的演变曾引发市场对全球能源供应链及干散货海运费用的上行担忧，阶段性推高了铁矿石的远期到岸成本预期。然而，随着相关地缘事件的边际影响逐步钝化，且并未对铁矿石的实际跨洋物理发运造成实质性阻断，基于避险需求和通胀预期的资金博弈行为有所减退。宏观情绪的退潮使得前期附着于铁矿石资产上的外部溢价被逐步剥离，期价的外部支撑重心随之松动。

在交易微观结构层面，主力合约交割期的临近构成了驱动盘面向现货回归的关键变量。随着期货合约进入交割月前的资金换月周期，衍生品市场的博弈空间受到现货交割制度的严格约束。在期现回归的内生逻辑下，远期合约的定价基础必须锚定当前的现货市场供需状态。金融属性的阶段性让位与商品属性的回归，促使市场交易主线顺理成章地由预期博弈转向现实供需的验证。资金的移仓与结构性调整，客观上加快了前期受资金情绪推高的合约向下修正的速率。

剥离宏观情绪与交易资金的扰动后，铁矿石所面临的实体供需格局呈现出偏宽松的结构特征。在供给端，海外主流矿山的发运节奏保持平稳，国内主要港口的铁矿石库存持续累积并维持在相对高位区间，现货市场的可用资源较为充裕，对盘面价格形成客观的现货压制。在需求端，尽管长流程钢厂的铁水产量维持在一定规模，但在终端成材表观消费复苏斜率偏缓的背景下，成材价格整体承压。钢铁企业的即期冶炼利润空间受到挤压，导致其对高价原料的接受度下降，采购策略普遍转为低库存运转与按需采购。这种港口高位库存与下游盈利承压的实体现状，使得铁矿石的高估值缺乏坚实的产业利润支撑。

综合宏观边际变化与产业供需现状，铁矿石市场当前正处于外部溢价收敛与基本面现状共振的阶段。在交割逻辑的驱动下，盘面向下修复估值的驱动较为明确。预计短期内铁矿石期价将延续震荡偏弱的运行态势。在交易策略层面，建议顺应资产估值向现货基本面回归的客观趋势，关注产业链利润重新分配过程中的套期保值机会。在实体需求释放与港口库存去化出现实质性拐点前，需防范提前左侧预判行情反转的市场风险暴露。

2 长流程供给升至阶段高位，产业链去库速率边际收敛

全国 247 家钢铁企业高炉产能利用率升至 89.8%，环比上升 0.7 个百分点，同比转正至增加 0.1 个百分点；日均铁水产量环比增加 2.0 万吨至 239.4 万吨。在铁水供给保持增量的背景下，五大品种钢材周产量录得 858.5 万吨，环比上升 0.8%，同比下降 1.4%。观察细分品种排产结构，螺纹钢产量呈现边际增加，而热轧板卷产量有所回落。在 247 家钢厂盈利率维持 48.1%的持平状态、主流品种即期毛利边际改善的产业环境下，生产企业优先保障盈利边际修复品种的排产，

体现了实体企业基于利润导向的自发调节机制。

上周五大品种钢材总库存周环比下降 2.0%，降幅较上周收窄 0.5 个百分点。其中，社会库存与钢厂库存降幅持平，均回落 2.0%，分别录得 1333.9 万吨与 479.1 万吨，表明流通环节与生产环节的库存去化保持同步特征，未出现明显的厂社库存被动积压。需求端数据层面，五大品种钢材总体表观消费量微降 0.3%至 896.0 万吨；但建筑用钢需求维持修复态势，螺纹钢表观消费量环比增加 0.4%至 229.1 万吨，配合建筑钢材周均成交量回升至 10.0 万吨（环比增加 3.0%）的数据印证，反映出当前工程项目施工进度保持稳定。

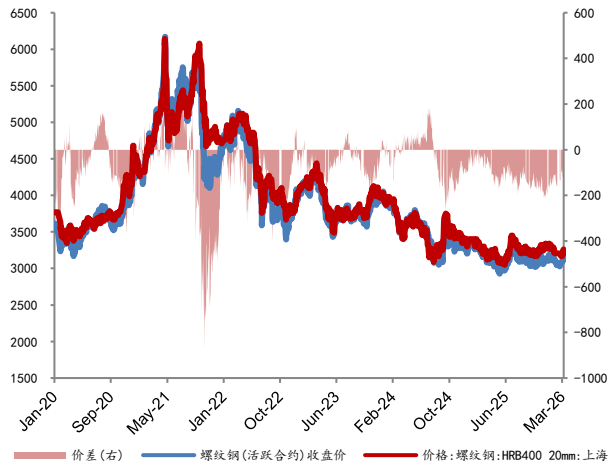
综合产业链上下游数据观察，当前黑色金属市场正处于高炉供给弹性释放与实体去库斜率相博弈的阶段。上周钢材现货价格整体偏弱运行，但在原料与成材的动态比价下，部分钢材品种即期毛利得到一定修复。随着长流程高炉产能利用率逐步攀升至阶段性较高水平，上游铁水产量的增量将考验基本面流动性的承接能力。

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。

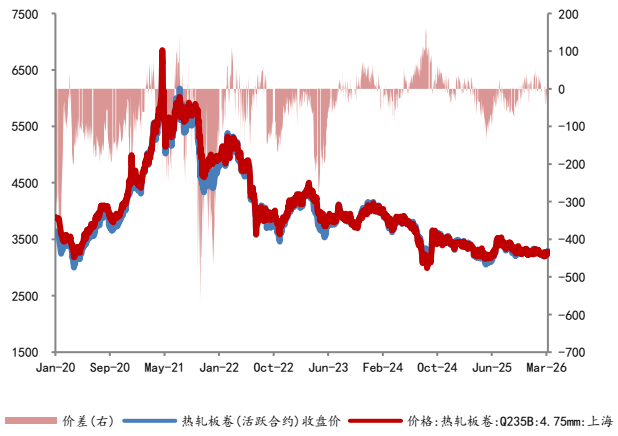
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



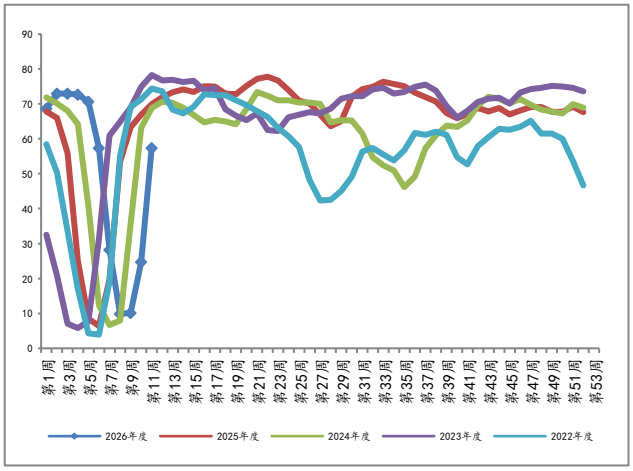
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



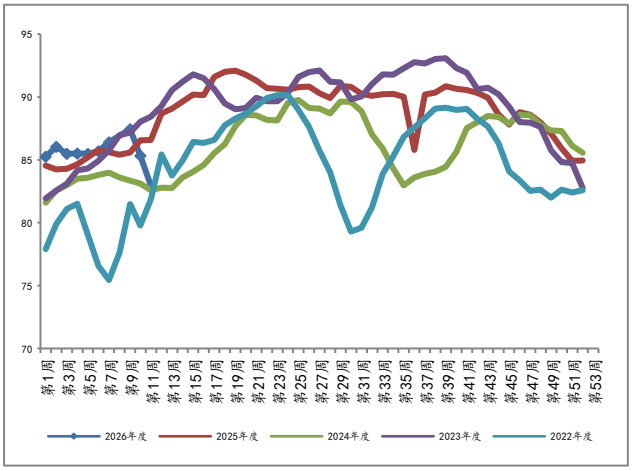
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



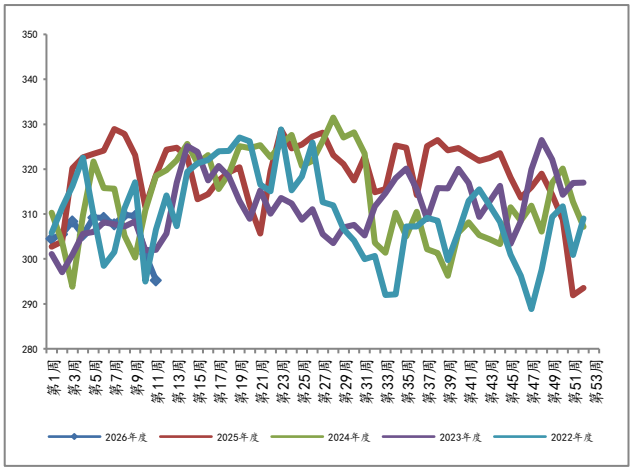
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



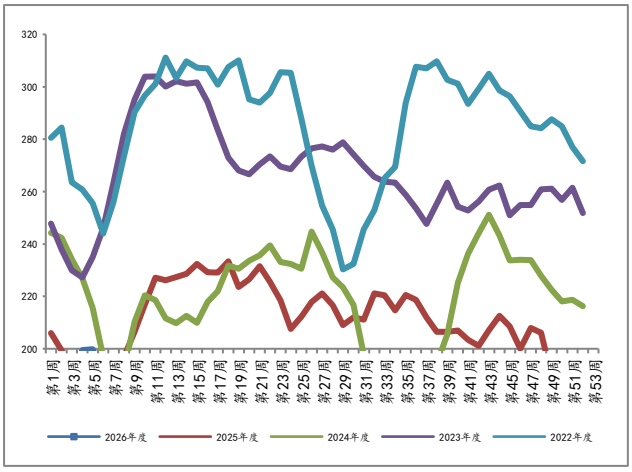
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



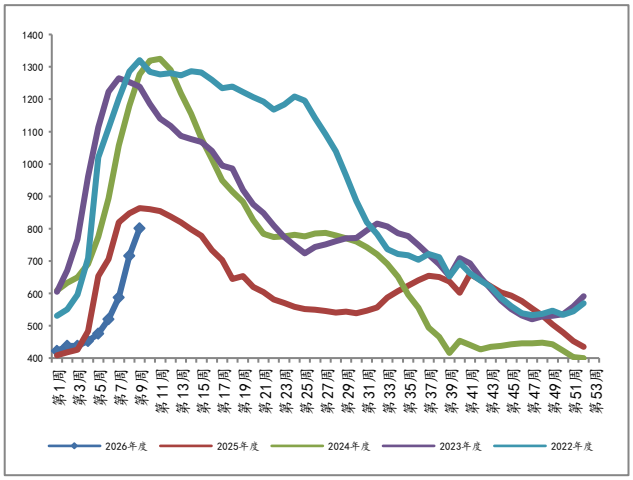
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



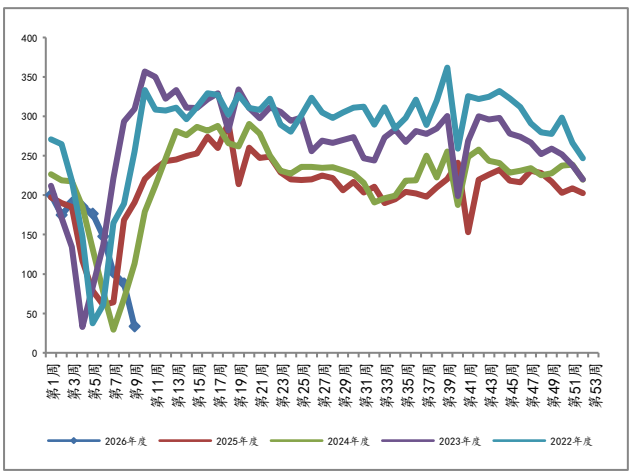
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 时间站在多头这边

过去一个多月以来，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。

2 中东战事陷入胶着

近期中东战局愈演愈烈，停火谈判希望愈发渺茫，风险驱动国际油价再度冲高。

清明节假期间，美军对跳伞飞行员的营救引发全球关注，虽然最终成功但付出了很大代价，行动中损失了多架不同类型的军机。该事件表明，即使拥有全面的制空权和信息优势，美国也无法复刻海湾战争的神话，特朗普妄想以轻微代价达成目标是不现实的。

接下来我们认为，美伊以战争将很难像以往中东冲突那样很快收场。对于三国人民和全世界而言，最好的结果永远是特朗普下一秒 TACO 退出，但若放弃霍尔木兹海峡意味着石油美元体系的崩溃，此时特朗普已经骑虎难下。同样，退无可退的伊朗也将奉陪到底，打得一拳开，免得百拳来。

目前来看，中东地缘政治风险远未出尽，油价走势上不猜顶。不过应认识到，伊朗的最终目的并非切断全球原油供应，而是重塑该国主导下的地缘秩序，霍尔木兹海峡收费制度建立后或有望逐渐恢复通航，但落地过程必然是一波三折。

3 伊朗十项停火条件

在巴基斯坦的中间斡旋下，美国与伊朗同意临时停火两周，4 月 10 日开始举行和平协议谈判。

在之前发出彻底摧毁伊朗的威胁后，特朗普果不其然在最后期限前 TACO，结合此前对华贸易战的表现，其外强中干、色厉内荏的本质在全世界面前尽显无疑。特朗普解释称，已经完成了所有军事目标，并同伊朗就解决争议取得决定性进展，将于未来两周最终完成和平协议。

伊朗接受了巴基斯坦提出的谈判提议，并给出 10 点核心条件，主要内容为：美国和以色列停止侵略行径并撤军；支付战争赔款并解除全部制裁；伊朗确立霍尔木兹海峡过境管辖权。伊朗宣称谈判敲定才会结束战争，特朗普认为伊朗的提案是一个可行的谈判基础。

特朗普发动的“史诗狂怒”行动变成了史诗级 TACO，地缘风险溢价迅速挤出令国际原油跌破 100 美元，带动化工品全线大幅下跌。然而我们认为，美国如果接受伊朗的 10 项条件，将标志着冷战后建立的全球霸权体系崩解，美伊以势同水火的关系令谈判前景高度不确定。

4 和平谈判前途渺茫

据最新消息，霍尔木兹海峡再次完全关闭，迫使一些计划通行的油轮返航，目前仍有大量船舶在附近海域滞留。

伊朗塔斯尼姆通讯社报道，伊朗与美国的谈判尚未开始，而作为基础的 10 项停战条款已有 3 项被严重违反。具体来看：一是以色列打击黎巴嫩，违反了此前巴基斯坦总理明确传达的“在中东地区所有战线上立即停火”；二是伊朗击落一架无人机，表明该国领空遭到侵犯；三是伊朗主张的铀浓缩权利被美国否定。

基于历史原因，特别是在特朗普两次任期内，美方多次反复无常背信弃义，令伊朗对美国的战略不信任已经根深蒂固。伊朗的 10 项条款刚被特朗普承认是“可行的谈判基础”，随即又遭到公然破坏，这种情况下停火谈判没有任何意义。因此中东局势尚未熄火，原油交易者不宜轻信特朗普不负责任、甚至别有用心的言论。

5 现货溢价短缺无解

美伊停火谈判迷雾重重前途未卜，伊朗正计划向航运公司收取霍尔木兹海峡通行费，以换取船只过航的安全保障。不过据了解，目前霍尔木兹海峡油轮通行仍受到严格限制，自 3 月战争爆发以来，这一核心问题并未得到解决。

国际原油期货市场对地缘政治预期差反复修正，与此同时，亚洲和欧洲炼厂正在争相抢购原油现货，令北海原油产生了极其巨大的基差。交易所数据显示，Brent 原油即期交割指标北海 Forties 现货价格一度攀升至 147 美元/桶，显著高于 Brent 原油期货 6 月合约价格约 50 美元。鉴于即期与远期之间的价差超过 30 美元/桶，突破洲际交易所（ICE）设定的阈值，因而交易者已无法买入下周的 Brent 差价合约。

由此可见，全球原油现货供应已经极度短缺，且紧张程度仍在持续加深。不论特朗普选择是战是和，战争的主动权已经不在美国手中，只要伊朗牢牢控制霍尔木兹海峡，原油、油品和相关化工品的主要矛盾依然无解。

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。

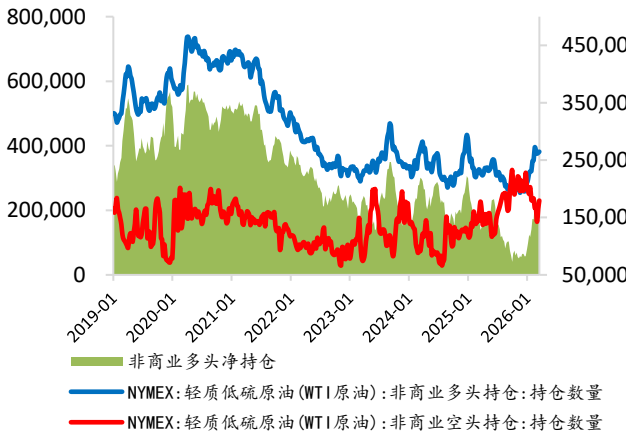
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



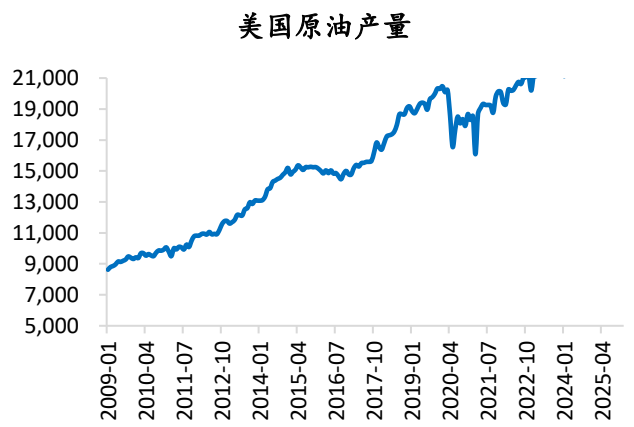
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



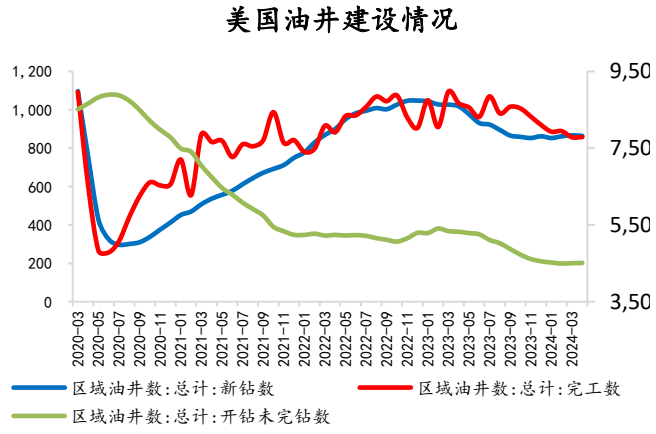
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



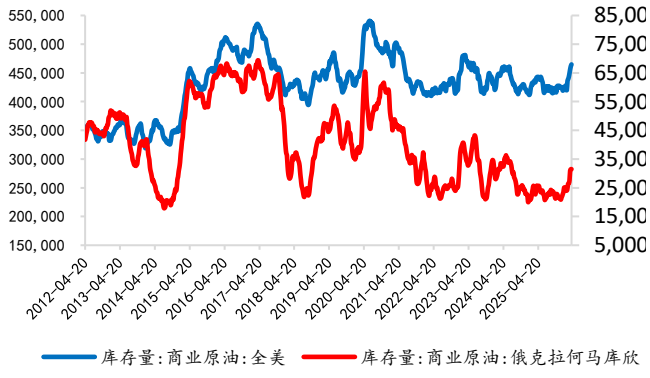
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



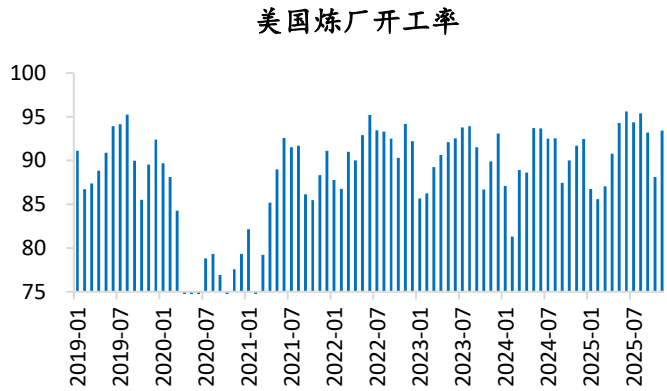
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



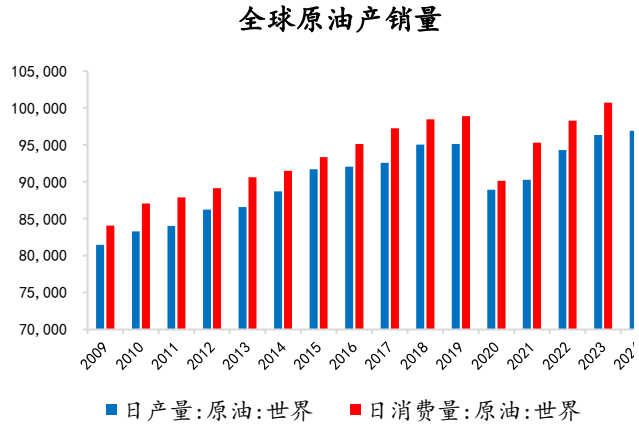
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美伊临时停火，中东局势缓和引发油脂大幅回落

1 外部豆类市场分析

美伊同意停火两周，中东局势缓和引发原油暴跌

在美国总统特朗普给伊朗设定的最后期限到来之际，伊朗战事迎来新进展。巴基斯坦总理 4 月 8 日宣布，伊朗、美国以及两国盟友已经同意立即在包括黎巴嫩在内的所有地区停火，“立即生效”。伊朗官方 8 日发布消息说，伊朗将在巴基斯坦首都伊斯兰堡与美国展开为期两周的政治谈判，霍尔木兹海峡将在两周时间内实现安全通航。伊朗同日还公布了 10 项停战条款主要内容。中东局势由激烈对抗到出现缓和，国际原油市场自高位大幅下挫，回吐此前因地缘政治导致的风险溢价，并引发能化类商品普遍跟跌。

原油暴跌削弱棕榈油生柴需求前景

中东战势导致国际原油市场在 3 月份累计涨幅超过 50%。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。印尼总统在 4 月初表示，印尼将于今年正式推进 B50 生物柴油混合政策计划。印尼经济统筹部长也宣布 B50 计划将于 7 月 1 日起实施。印尼政府提前实施 B50 计划的主要考量是国际原油市场的超预期上涨，如今中东局势出现缓和迹象，尤其是国际油价暴跌将削弱棕榈油的生柴需求前景。国内外棕榈油市场承压大幅回落，开始释放此前因生柴需求炒作引发的涨幅。

巴西大豆收割过八成，阿根廷降雨改善作物生长条件

美国农业部在月度供需报告中下调 2025/2026 年度美豆出口预测值，同时调高美豆压榨数量，并维持巴西和阿根廷大豆产量预估不变，分别为 1.8 亿吨和 4800 万吨。美国 2026 年大豆即将进入播种季，美国农业部预计美豆播种面积较上年提升。农业咨询公司 AgRural 表示，截至 4 月 2 日，巴西大豆收割率达到 82%，低于上年同期的 87%。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，阿根廷近期降雨有助于改善该国晚播大豆生长，降雨将导致收割工作延迟。南美天气窗口逐步收窄，全球大豆供应保持宽松局面。

马来西亚 3 月底棕榈油库存大幅下降

4 月 10 日，马来西亚棕榈油局（MPOB）公布月度供需报告，报告显示马来西亚 3 月底棕榈油库存较前月减少 16.14%至 227 万吨。报告前一项调查显示，由于出口增长幅度超过产量增幅，马来西亚 3 月底棕榈油库存可能录得三年来最大降幅，预计环比下降 19.2%至 218 万吨。由于本次报告的库存降幅低于市场预期，报告落地后马来西亚棕榈油市场呈现震荡偏弱走势。MPOB 报告还显示，马来西亚 3 月毛棕榈油产量环比增加 7.21%至 138 万吨，增产季节可能提前启动。当月棕榈油出口激增 40.69%至 155 万吨，是库存下降的主要原因。

2 国内豆类市场分析

国内三大油脂库存连续下降，油脂市场与原油联动性提升

据监测，截至 2026 年 4 月 3 日，国内三大油脂商业库存降至 193 万吨，较前一周下降 5 万吨。其中，国内豆油商业库存 85 万吨，周环比下降 1 万吨，月环比下降 7 万吨，同比上升 7 万吨；菜籽油 28 万吨，周环比下降 1 万吨，月环比上升 3 万吨，同比下降 48 万吨；棕榈油 80 万吨，周环比下降 3 万吨，月环比下降 5 万吨，同比上升 41 万吨。国内油脂供需相对平稳，价格波动受外盘油脂和原油市场影响较大。中东局势复杂严峻，市场心态起伏波动，尤其是原油市场尚未走稳，油脂市场多空双方正围绕生柴需求前景展开激烈博弈。

豆粕市场供需双弱，下行压力仍在释放

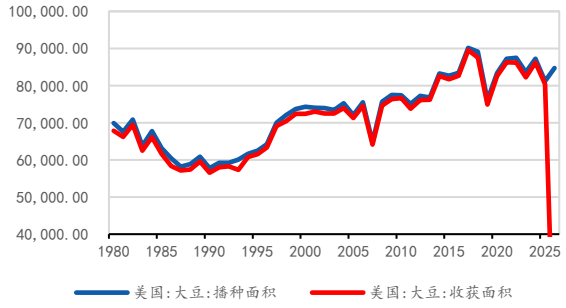
近期国内豆粕现货市场呈现明显的弱势下行态势，价格自 3 月下旬高点持续回落，步入 4 月后跌势进一步加剧。清明假期期间，华东地区率先跌破 3000 元/吨，截止本周五，沿海豆粕现货报价多运行在 2960-3040 元/吨。受油厂季节性停机检修影响，近期大豆压榨量维持偏低水平，预计本周压榨量在 150 万吨左右，上周豆粕库存降至 60 万吨左右。国内养殖市场陷入全面亏损，据市场统计，当前全国生猪出栏均价跌破 5 元/斤，部分地方甚至跌破 4 元/斤，创近 20 年新低。越养越亏的局面迫使养殖户主动缩减规模、加速淘汰能繁母猪，市场对饲料的需求持续走弱。同时，为控制成本，饲料厂纷纷下调豆粕添加比例，猪料中豆粕添加量也持续下降。贸易商走货困难，纷纷减持库存，进一步加剧了现货市场的跌势，豆粕市场呈现供需双弱状态。此外，从进口大豆船期监测看，4-5 月将是国内进口大豆到港的高峰期，预计 4 月到港量在 900 万吨左右。随着供给恢复，大豆周度压榨量有望回升至 200 万吨的正常水平。

3 油脂油料市场展望

美国农业部 4 月供需报告平稳落地，巴西大豆收割进度已过八成，对国际市场供给能力持续攀升。阿根廷将于改善作物生长条件，收割工作即将启动。随着南美天气窗口逐步收窄，本年度南美天气掀起大规模炒作的概率已经不大。美国农业部预计 2026 年美国大豆播种面积为 8470 万英亩，同比增加 4.3%。美豆面积增加将为增产提供基础保障，全球大豆供给宽松始终是限制豆价上涨的主要原因。中东局势出现缓和信号，但能否真正实现停火止战仍存变数。金融市场情绪易跟随局势演变而频繁波动。中东局势以及原油走势是影响国内油脂市场的关键。国内豆粕市场供需双弱局面仍在持续，外部供应整体保持宽松，国内需求恢复需要时日，粕价仍未摆脱弱势回调节奏。豆一期货市场自 3 月中旬展开回调行情，阶段性调整压力得到释放。东北新季大豆面积预计下降且种植成本升高，豆一期货市场价格底部得到明显抬升。中储粮储备大豆充足，预计高价区间将有大量国产大豆投放市场，而高价对需求的抑制效应也将显现，需注意获利回吐压力对豆一期货独立反弹行情的干扰。

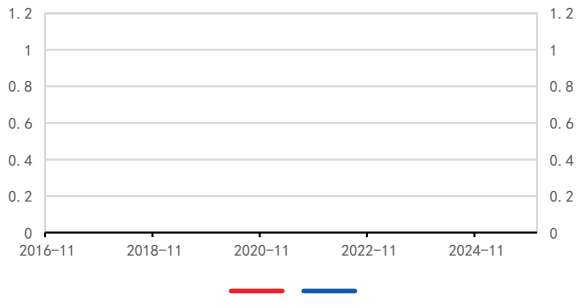
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



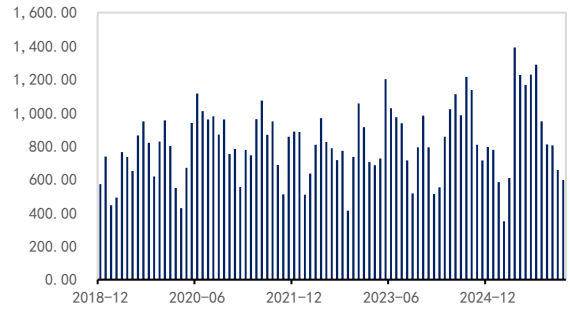
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



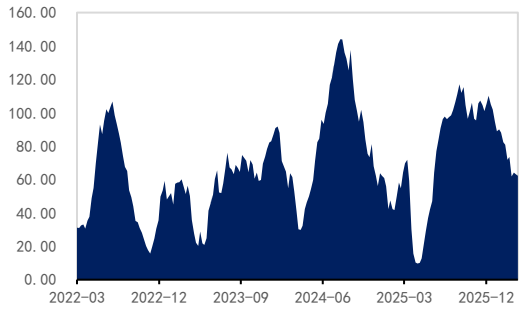
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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