

中金财富期货策略周报（2026年第24期）

研究员：

周度投资视点

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘坤

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

宏观策略：新动能对经济增长的贡献持续上行，但新经济对内需的传导仍需时间消化，短期“旧经济”仍将压制经济表现，因此新经济（如AI相关）和旧经济（如地产和消费）相关的品种仍是冰火两重天的节奏。与股票市场表现不同的是，AI金属受到自身供需关系约束，不可能无限拔估值，具备显著的天花板，注意相关品种追高的风险。

股指期货：关注即将进入季报行情的美股科技巨头资本开支情况，如果资本开支继续超预期，科技股有望继续成为A股的核心且继续上行，AI的资本开支是行情的关键，建议密切关注外围市场走势。

铜：铜矿紧缺格局未有缓解，加工费维持低位，矿端对价格的支撑坚实。下游消费处于传统淡季，且高铜价对采购有一定抑制，需求的爆发力有限，现货升水上行空间或受到制约。国内主流消费地电解铝库存已降至109.8万吨附近，而LME铝库存更是跌破29万吨，处于历史极低水平，低库存给予价格支撑。短期内，铜价大概率延续“下有支撑、上有压力”的震荡格局，后续需重点关注库存变化及232关税落地节奏。

锌：全球锌精矿增量释放节奏慢于冶炼端原料需求，或倒逼国内冶炼厂在三季度陆续安排检修减产，从而对锌价形成底部支撑。7月正值传统消费淡季，镀锌、压铸锌合金等下游企业开工率边际回落。锌价上涨后，下游采购积极性不高，多以刚需补库为主，市场成交冷淡。锌价维持震荡偏强，如有效突破25000元/吨的压力位，需要看到国内高库存出现持续、显著的下降。

原油：摩根士丹利观点认为，原油市场可能在四季度重新回归平衡状态，并预计于2027年将再次转为过剩。大摩对市场路径的预测说明，霍尔木兹海峡开放前夕，原油基本面存在明显的期限错配。短期来看，能化产业链从生产、运输到炼化环节仍需数周甚至更长时间恢复，全球原油库存都需要重新补充，实物供应紧张的现状未必能够很快缓解。但中长期看，在中东局势大致保持稳定的基准假设下，海湾产能回归叠加需求增量有限，又使得原油市场在2027年重回供应过剩主调，远期估值逻辑压低近端价格。

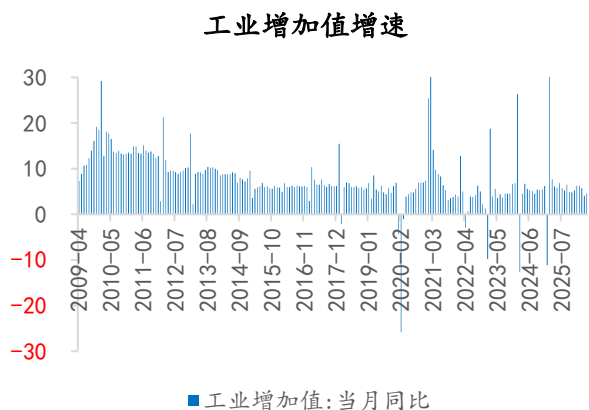
油脂油料：2026年CBOT大豆市场天气市运行模式已经启动，天气炒作背景下的美豆市场往往易涨难跌。目前正值美豆单产形成最为关键时段，如果美豆优良率进一步下降，市场看涨情绪有可能继续发酵。此外，近期中国进口商连续大量采购美国大豆，需求前景改善也是近期美豆市场反弹的推力之一。国内豆粕市场在原料端高度依赖进口，在成本与预期影响下跟随美豆进入反弹节奏。在天气市炒作情绪降温以前，国内豆粕市场有望克服库存压力，内外盘继续保持强势联动的概率较大。美豆天气炒作以及中东局势紧张均为油脂市场上涨提供动力。近期利多题材不断，形成三大植物油交替领涨局面。关注中东局势发展以及美豆产区天气状况，随着技术买盘回暖，油脂价格重心有望继续震荡回升。国产大豆生长状态较好，夏季消费疲弱，进口大豆供给充足，市场对美豆天气炒作反应冷淡，储备大豆拍卖成交及溢价情况值得关注。豆一期货市场缺少单边驱动，尚难打破目前窄幅区间震荡状态。

目录

周度策略：涨价动能从能源领域转向 AI 链条	- 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 宏观经济：非对称复苏会延续吗？	- 6 -
4 宏观策略.....	- 7 -
5 股指期货市场分析.....	- 7 -
铜.....	- 10 -
1 影响因素	- 10 -
2 结论.....	- 11 -
原油	- 16 -
1 霍尔木兹再生事端.....	- 16 -
2 伊朗原油豁免取消	- 16 -
3 航运保理重新评估	- 16 -
4 补库需求并不迫切	- 17 -
5 沙特阿美折价抛售	- 17 -
6 重回过剩主线逻辑.....	- 17 -
7 原油期现数据	- 18 -
1 外部豆类市场分析.....	- 20 -
4 油脂油料市场主要数据	- 21 -

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 3：中国居民消费价格指数



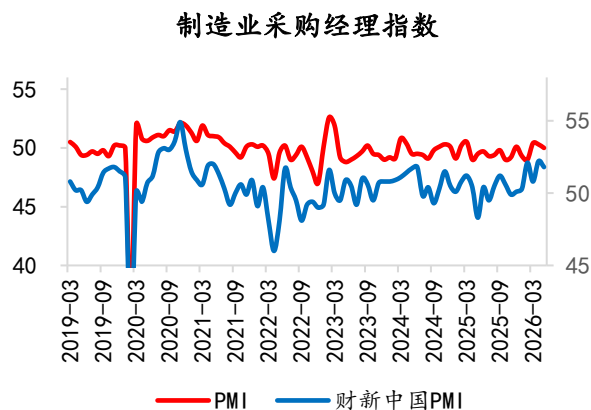
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



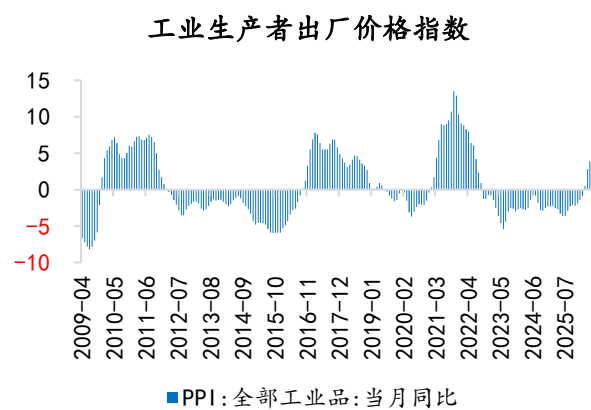
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



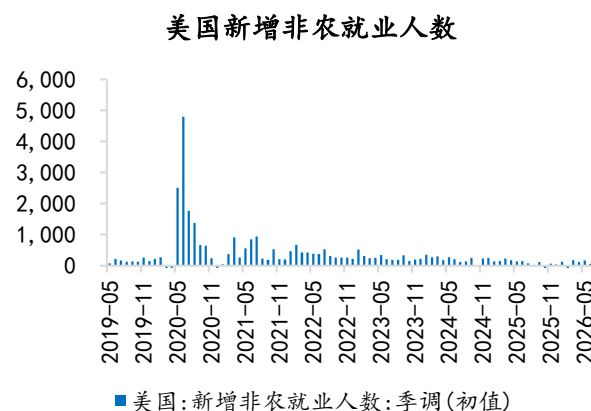
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：涨价动能从能源领域转向 AI 链条

PPI 大幅向上，但仍是经济 K 型分化所带来的。AI 通胀继续走高，对 PPI 和核心商品 CPI 的拉动也有上行。PPI 方面，计算机通信设备（0.7%）PPI 延续上行，或反映 AI 需求的拉动。CPI 方面，AI 相关的消费品价格也有明显走高，譬如通信工具 CPI 同比回升 1 个百分点至 7.6%，对核心商品 CPI 形成较大支撑，剔除金饰品后的其余核心商品 CPI 同比较前月上行 0.1 个百分点至 0.1%。

PPI 数据大幅回升

2026 年 7 月 9 日，统计局发布 2026 年 6 月国内价格数据。PPI 同比+4.1%，前值+3.9%，市场预期+4.1%；PPI 环比-0.3%，前值+0.5%。

PPI 的上行，除了二季度美伊冲突导致的油价上涨因素之外，AI 相关行业的价格上涨，也是重要原因。

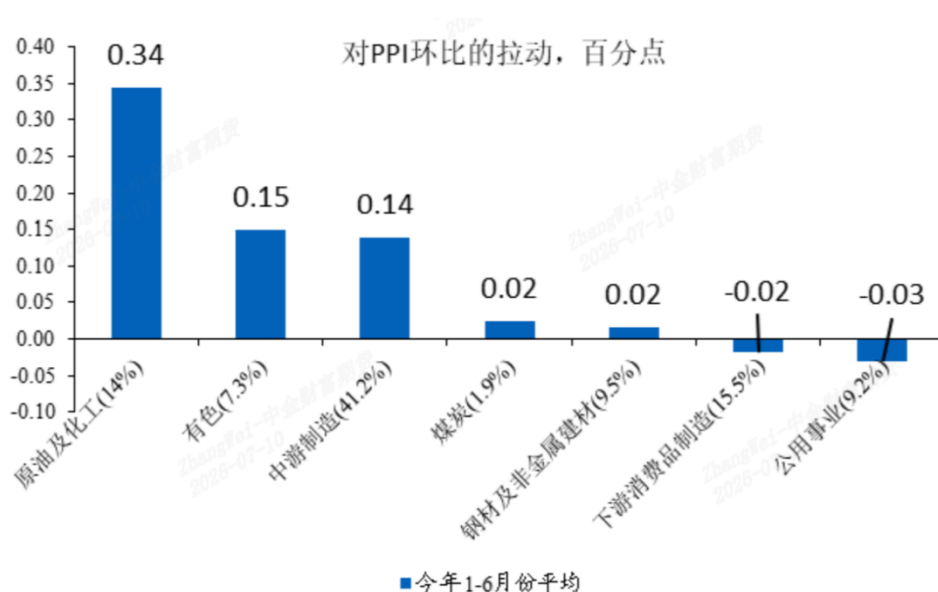
6 月上游能源和原材料相关行业价格上涨仍是 PPI 的主要支撑，但由于国际油价和金价下跌，6 月输入性因素对 PPI 的影响相对减弱，石化和有色相关行业同比涨幅收窄，供给出清对石化链中下游 PPI 的支撑在增强，使得其跌幅远小于油价、部分行业 PPI 仍在上涨。虽然国际油价跌回美伊冲突发生前，但石化链中下游开工率、库存仍处低位；此背景下，石油开采 PPI 同比回落 18.9 个百分点，但化学原料、化学纤维 PPI 同比仅分别回落 1.4、1.1 个百分点；橡胶塑料（0.5%）、纺织业（0.2%）环比更是延续上行；另一方面，供给并未出清的冶金链中下游 PPI 仍在“超跌”、形成鲜明对比，如通用设备 PPI 环比为-0.1%。

从趋势上看，PPI 的驱动逐渐从能源转向 AI 领域。6 月中下游行业价格走势分化，AI 硬件延续高景气扩张，带动电气机械和器材制造、计算机通信和其他电子设备制造等相关行业 PPI 同比继续上行，AI 相关行业方面，计算机通信制造价格环比上涨 0.7%，金属制品价格环比上涨 0.4%，对本次 PPI 回升起到一定贡献。更具体来看，虚拟现实设备制造价格环比上涨 8.4%、工业控制计算机及系统制造价格上涨 3.3%、工业机器人制造价格上涨 0.5%、电子专用材料制造价格上涨 2.5%等。

中游设备制造行业以及食品、烟草、纺服、家具、造纸、医药等下游消费行业价格修复或企稳，部分体现出上游涨价对下游的传导，但价格改善程度相对有限，内需偏弱压制中下游行业顺价能力；酒饮料和精制茶制造业和汽车制造业价格走弱，其中酒水行业 PPI 同比跌幅较上月扩大 3.4pct，反映出基本面走弱挫伤居民消费意愿，进而抑制可选消费产品需求和价格表现。

整体看，PPI 同比逼近年内高点，随着油价回落，PPI 有望在三季度见顶，如果国际油价不再大幅上涨，预计下半年国内通胀整体趋于平稳，进一步上升的空间不大，也不会明显回落。

图表 1：不同行业对 PPI 拉动



资料来源：wind，中金财富期货研究所

美联储 6 月会议纪要：核心看通胀，短期无加息紧迫性

美联储 6 月 FOMC 会议纪要于 7 月 8 日公布。纪要显示，全体与会者支持将联邦基金利率维持在 3.5%-3.75% 区间不变。市场最初担忧纪要偏鹰，但读完后普遍将其解读为边际偏鸽，原因很简单：纪要中看不到任何近期加息的紧迫性。

纪要的关键分水岭，是通胀能否很快开始回落。如果回落，几乎所有讨论该情景的官员支持维持或最终下调利率；若不能，同样“几乎所有”讨论高通胀情景的官员则认为可能需要一定程度的政策收紧。

纪要中大多数与会者讨论了两种情景：

情景一：通胀压力消退，通胀很快开始回归 2% 目标，几乎所有讨论该情景的与会者认为，届时应维持或最终下调联邦基金利率。

情景二：通胀因 AI 相关需求、中东冲突或关税因素持续高企，几乎所有讨论该情景的与会者认为，一定程度的政策收紧可能是必要的。

另外，沃什修改数据指标也在紧锣密鼓的进行。7 月 9 日，美国经济分析局（BEA）计划于 9 月对个人消费支出（PCE）价格指数进行年度更新。多位经济学家对修订方案进行了测算，认为若相关调整已应用于最新数据，核心 PCE 读数可能下降约 0.1 至 0.3 个百分点。尽管幅度有限，但在美联储官员对 2026 年是否加息意见几乎势均力敌的背景下，这一下调恰好足以帮助新任美联储主席沃什及鸽派官员守住暂停加息的立场。但是 9 月如果数据如期对核心通胀读数形成下修，将为沃什提供降息的理由。

商品市场缺乏新的驱动

新动能对经济增长的贡献持续上行，但新经济对内需的传导仍需时间消化，短期“旧经济”仍将压制经济表现，因此新经济（如 AI 相关）和旧经济（如地产和消费）相关的品种仍是冰火两重天的节奏。与股票市场表现不同的是，AI 金属受到自身供需关系约束，不可能无限拔估值，

具备显著的天花板，注意相关品种追高的风险。

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	7 月 9 日	中国央行 Q2 货币政策例会	继续实施适度宽松货币政策	加强对扩内需、科创、中小微企业等领域的金融支持
	7 月 10 日	美联储官宣五大改革工作组领导阵容	前央行行长、硅谷 AI 大佬、诺奖经济学家加盟	通胀指标被修改的概率较大
数据	7 月 10 日	中国 6 月 PPI 同比涨 4.1%，CPI 同比涨 1%	AI 需求增长驱动科技设备与半导体价格上涨	PPI 逐渐接近见顶
	7 月 8 日	美国 6 月 ISM 服务业 PMI 回落至 54	连续 24 个月扩张	企业招聘意外回暖，成本压力降至四个月低点
事件	7 月 9 日	美伊再次爆发冲突	特朗普在北约峰会上直言谅解备忘录“已经终结”，美军对伊朗 80 余目标发动规模空前打击	伊朗随即反击巴林、科威特 85 个美军目标

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观经济：非对称复苏会延续吗？

2026 年“十五五”开局之年的上半年，国内宏观经济整体呈现出非对称复苏——生产强于需求、外需强于内需、上游快于下游、新经济热于旧经济。这种非对称格局贯穿了宏观经济运行的各个维度，也成为理解上半年资产定价逻辑的核心线索。

总量层面，政府工作报告将全年增长目标设定为 4.5%—5%，为调结构、防风险留出空间。一季度 GDP 同比增长 5.0%，实现平稳开局，但二季度经济动能边际转弱。结构层面，政策、出口、投资、生产等维度均验证新质生产力成为经济新的增长亮点，而相比外需，内需显露疲软，5 月社零在疫情后首次转负，以旧换新效应边际递减，房地产进入 U 型筑底，新房与二手房、一线与三四线城市分化显著。价格层面，PPI 受中东局势影响快速上翘，5 月同比上涨 3.9%，但 CPI 运行温和，上下游传导不畅，上游采掘业利润率大幅抬升而中下游稳中有落，呈现典型的非对称格局。

从宏观叙事来看，上半年市场交易环境经历了深刻转变。一方面，宏观叙事切换至 AI 超级周期下的 K 型分化；另一方面，地缘冲突和能源价格对政策预期和资产定价扰动极大。资产表现上，美债利率整体上行，权益成长（以日韩半导体产业链为代表）和油气类资产领涨；黄金、港股等受流动性冲击影响表现不佳；国内利率市场定价 K 型经济，长端利率震荡下行。

上半年 GDP 增速将在全年区间目标之内，主要原因是 1 季度 GDP 增速较高，对冲了 2 季度 GDP 增速放缓的影响程度。从 4、5 两月的总量数据来看，2 季度 GDP 增速可能接近区间目标的下限。虽然下半年基数偏低，但政策如果一直按兵不动，一旦经济趋势形成惯性，其实对全年目

标的实现还是会有影响，尤其是房地产下行周期限制了 AI 繁荣对整体经济的积极效应。我们预计下半年推出增量政策的可能性不高，政策调整主要集中于加快存量政策执行速度，指标上可能会反映在基建投资增速止跌回升，进而带动整体投资增速的反弹，尽量完成投资止跌回稳的目标。预计整个经济 K 型走势仍将延续。

3 流动性：重回自发式宽松

跨季结束后，7 月资金面有望重回宽松格局，截至 7 月第 1 周，DR001、DR007 已快速回落至 1.40% 下方；此外，央行公告了 6 日开展 1 万亿元买断式逆回购，这是 3 月起首度加量续作，释放了明确的流动性支持信号。如果按照季节性推演，预计 7 月 DR007 中枢在 1.37% 附近，大概率在政策利率下方运行，整个 7 月资金面宽松程度要好于 6 月。

回顾 6 月份流动性，6 月资金面明显偏紧，R007 及 DR007 价格中枢逐步回升至政策利率上方。节奏上看，月初，依然延续了 5 月以来的纠偏基调，央行通过多种工具持续净回笼，引导此前过低的资金利率向政策利率回归；进入中下旬，随着税期、政府债缴款及半年末考核等多重扰动叠加，特别是 6 月 22 日当周，资金压力达到月内顶峰，DR007 一度升至 1.54% 的阶段高点，央行操作重心切换为主动补水，并创新推出隔夜逆回购工具，全力护航跨季流动性平稳。6 月资金面收紧是央行主动引导、大行积极配合（政策意图）+ 财政端抽水（政府债发行提速+税期）+ 季节性因素（半年末考核）三重力量共振的结果。

4 宏观策略

新动能对经济增长的贡献持续上行，但新经济对内需的传导仍需时间消化，短期“旧经济”仍将压制经济表现，因此新经济（如 AI 相关）和旧经济（如地产和消费）相关的品种仍是冰火两重天的节奏。与股票市场表现不同的是，AI 金属受到自身供需关系约束，不可能无限拔估值，具备显著的天花板，注意相关品种追高的风险。

5 股指期货市场分析

指数继续大幅震荡

AI 叙事继续剧烈波动，双创指数大幅波动，股市延续震荡格局。上周沪深 300 指数周-1.27%，上证 50 指数周+0.83%，中证 500 指数周-2.76%，中证 1000 指数周-4.9%，AI 叙事继续波动，IC 和 IM 波幅剧烈。

2026 年上半年，年初 A 股强势上行、沪指突破 4000 点，随后外围风险逐渐累积，市场开始构建震荡区间。1 月美联储暂停加息，美元流动性改善开始放缓，2 月底美国和以色列对伊朗发动空袭，市场在特朗普一次次 TACO 中上下波动，“油价上涨→美国通胀→美联储政策不确定性”的传导链条反复演绎，直至近期才出现较为明确的缓和。

年中 AI 叙事大幅波动，指数跟随美股进入到震荡行情，目前这种态势未发生明显变化。

等待 AI 资本开支的进一步明朗

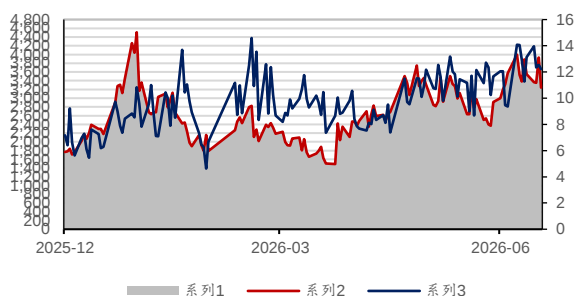
展望 2026 年下半年，估值贡献期待偏弱。宏观流动性看，国内宽松基调延续，变数更多在海外，沃什首秀落地、短期政策信号偏鹰，政策框架正面临革新，也将是判断后续美联储政策走

向的关键，居民持续入市是股市流动性的主要期待，杠杆资金比重仍在攀升，私募与公募等间接入市渠道也有上行迹象，同时宏观可见度仍然不足，外部通胀、美联储框架、国内政策均面临不确定性。相比 2025 年关注新旧叙事铅华，2026 年新叙事的分化可能更为重要，AI 技术、安全可控、产业出海、红利投资依然具有中长期确定性，但短期我们更建议重视上述前两大叙事。

板块内部看，分化转向 AI 主线内部。全球市场来看，4-5 月以 AI 为核心的科技板块与其他板块表现的分化明显扩大，6 月后分化则有所收敛，A 股表现类似但收敛节奏相对滞后。研判后市的核心，在于当前分化行情将如何演绎，即 AI 主线的可持续性和节奏表现。展望后市，如果 AI 板块调整持续，那么意味着包括红利、消费等其他板块存在机会，但我们倾向于认为这种机会是阶段性的，是反弹而非反转，AI 作为市场主线的地位目前来看没有变化，待 AI 板块调整到位后，盈利因素将大概率推动 AI 板块重拾升势。

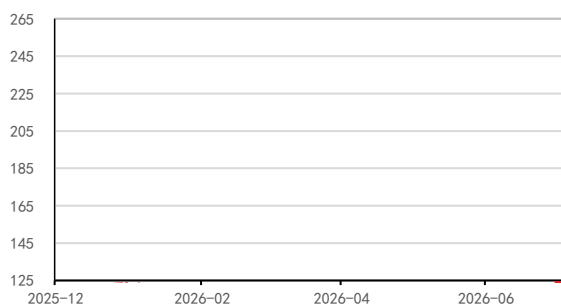
AI 的资本开支是行情的关键。假设 2028 年 AI Capex 增速出现边际拐点，或会对应着 AI 硬件 2026 年下半年至 2027 年上半年的股价顶部。反之，如果四家公司合计 Capex 继续上修，且 Microsoft、Meta 的单季走弱没有扩散，那么行情更可能表现为趋势延续。

图表 8：融资融券数据图



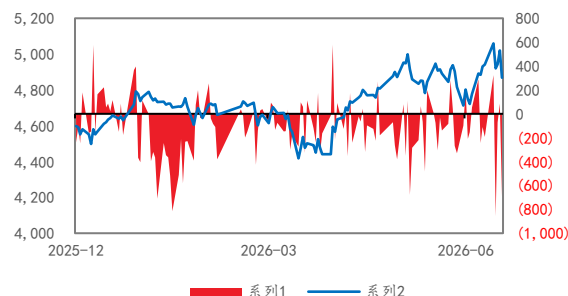
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



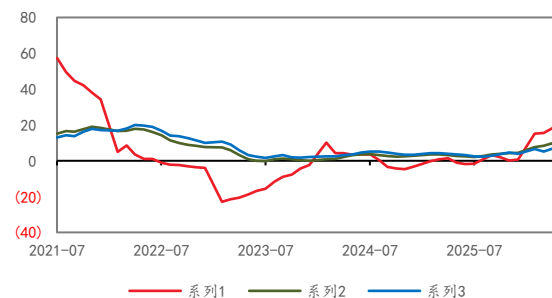
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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。自由港复产延后，叠加此前艾芬豪产量预期下修，2025 年部分出现事故的矿山短期无法快速恢复，且 2026 年海外铜企扩产增量项目有限。全球主要矿山 2026Q1 产出下降 6 万吨，减量较为明显的是自由港，主要系泥石流停产，复产不及预期，叠加停产数月后井下湿矿占比走高需改造矿石输送系统所致。从全球龙头矿企的产量兑现看，铜矿供应面临诸多不确定性及脆弱性。

精炼铜产量环比下降

铜精矿供需短缺情况加重，现货 TC 继续下行突破 0 美元/吨，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。地缘政治导致副产品硫酸短缺，并于 2026 年 5 月 1 日起，中国暂停普通工业硫酸和冶炼副产硫酸出口 8 个月，仅允许电子级高纯硫酸经审批出口，市场担忧海外湿法冶炼铜供应。

在原料短缺，副产品的收入贡献正成 冶炼厂维持生产的关键缓冲。云南铜业在近期机构调研中明确表示，“硫酸销售价格持续处于高位，相关收益成为利润重要补充”。根据 SMM 数据，2026 年 1-4 月中国电解铜产量为 470.67 万吨，同比上升 9.0%。其中 4 月电解铜产量录得 117.89 吨，环比下降 2.72 万吨，原因为部分企业于 4 月进行检修。根据 SMM 的调研，已确定二季度进行检修的冶炼厂共 11 家，意味着二季度国内电解铜产量将有所下滑，尤其是 5-6 月的现货供给可能出现阶段性收紧。

霍尔木兹海峡重启，湿法冶炼原料困境有望缓解

霍尔木兹海峡即将重新开放，并进入为期 60 天的关键观察窗口期，对海外湿法炼铜是明确的利好消息。它有望逐步化解由原料短缺引发的减产风险，并促使此前因供应链危机而抬升的铜价中的地缘溢价回落。硫磺及硫酸供应链的恢复节奏将成为影响海外湿法冶炼产能释放的核心变量。

从直接影响来看，海峡通航恢复将直接打通中东地区硫磺出口通道，此前因断供而面临停产风险的湿法铜矿，其原料供应压力有望得到根本性缓解。其中，刚果（金）约 80% 的硫磺进口依赖海湾地区，智利亦是中国硫酸的主要出口目的地之一，两地作为全球湿法铜主产区，预计将从此次供应链修复中最为受益，前期因缺酸导致的减产预期或将逐步修正。供应链修复并非一蹴而就，库存重建需要时间：即便物流恢复畅通，此前在封锁期间被大量消耗的矿山及港口硫酸库存需要经历一个再累积的过程，短期内局部供应偏紧的局面可能仍然存在。

海峡重启为海外湿法冶炼产能的恢复提供了积极的前景，但库存重建周期和区域结构性差异决定了产能释放将是一个渐进的过程，其对全球精铜供需平衡的实质影响仍有待观察窗口期内供应链修复的实际进展。

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

传统消费淡季效应与铜价高位运行形成双重压制，高企的铜价严重抑制了下游的采购意愿，铜杆、铜棒等加工企业开工率持续低迷，现货市场成交多以刚需为主，缺乏实质性放量。部分空调、制冷等用铜密集行业被迫上调终端售价，中小企业面临“不敢接单、无力备库”的困境。2026 年 6-8 月家用空调排产同比-19%、-15%、-14%。

“十五五”时期的巨额投资将进一步巩固和完善我国电力基础设施，特别是在满足 AI 时代算力需求和支持新能源革命方面扮演关键角色。国家电网 1-4 月投资延续高速增长，进入 4 月后多个重点特高压、区域互联工程持续推进，投资节奏未放缓，整体进度远超往年同期。

新能源汽车势头更盛。1-4 月新能源汽车累计生产 428.69 万辆，同比下降 3.24%，1-4 月新能源汽车累计销售 430.61 万辆，同比增长 0.2%。为追求更长续航，在轻量化需求下，新能源单车用铝量显著高于传统汽车，且随着新能源汽车趋势从乘用车向商用车转移，单车用铜将进一步提高，对铜需求带来增长。算力基建投资加码，铜 AI 增量叙事延续，叠加中东冲突扰动逐步脱敏，资金做多铜价意愿明显增强。

作为铜消费的传统支柱，地产领域仍是主要拖累项，受房地产新开工及竣工面积持续下滑的影响，建筑用铜需求整体疲软；家电板块表现相对稳健，尽管内销市场面临压力，但空调、冰箱等出口表现强劲，为整体铜需求提供了有力支撑。

2 结论

铜矿紧缺格局未有缓解，加工费维持低位，矿端对价格的支撑坚实。下游消费处于传统淡季，且高铜价对采购有一定抑制，需求的爆发力有限，现货升水上行空间或受到制约。国内主流消费地电解铝库存已降至 109.8 万吨附近，而 LME 铝库存更是跌破 29 万吨，处于历史极低水平，低库存给予价格支撑。短期内，铜价大概率延续“下有支撑、上有压力”的震荡格局，后续需重点关注库存变化及 232 关税落地节奏。

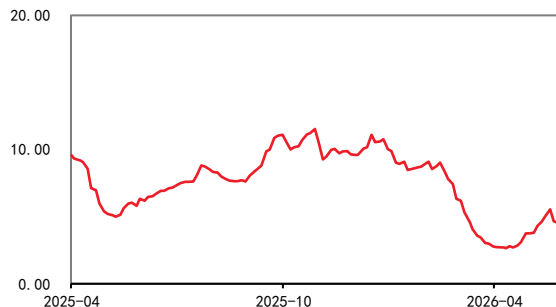
3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



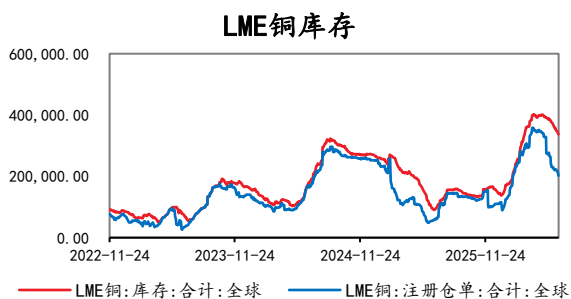
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



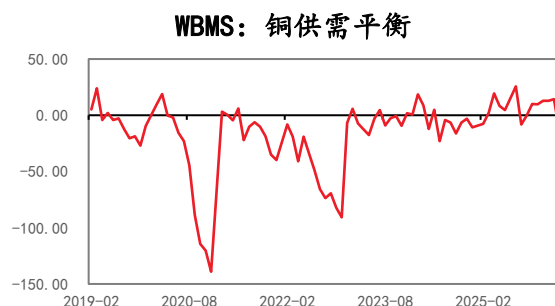
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



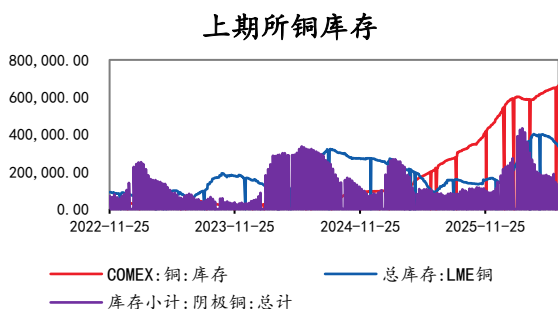
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



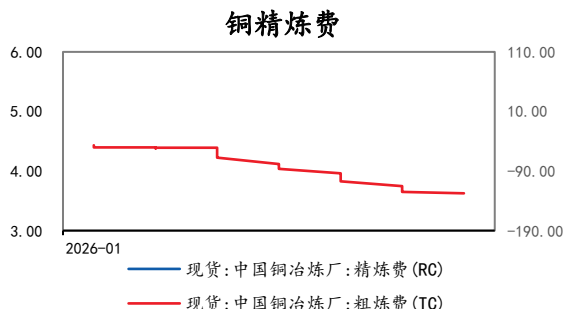
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球锌矿供应收紧

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。开年洪水、罢工、封路、地缘冲突等对海外锌矿供应构成干扰，且部分矿企下调全年产量指引，2026 年海外矿山产量预计同比下滑 10-20 万吨，而去年年底的预期 2026 年海外矿山供应将增长 20 万吨，若燃料供应问题造成矿山开采被迫停产，海外矿山产量预期将会进一步下滑。

海关数据，2026 年 4 月锌矿砂及其精矿进口量 44.77 万实物吨，环比-17.95%，同比-9.49%，1-4 月累计进口量 200.21 万实物吨，累计同比增长 16.92%。

冶炼端利润依赖副产品维持，大规模减产尚未落地

2026 年全球锌精矿加工费长协基准价定为 85 美元/干吨，仅较 2025 年的 80 美元/干吨上调 5 美元，矿端维持偏紧格局。国内方面，SMM 国产锌精矿周度加工费已走弱至 150 元/金属吨，部分冶炼厂 6 月 TC 定价环比下滑 900 元/吨。虽然硫酸等副产品能对冲部分亏损，但整体利润已受到严重挤压，这导致市场对冶炼厂未来被动减产的预期不断增强，构成了当前锌价最坚实的成本支撑线。

根据 SMM 统计，2026 年 6 月中国精炼锌产量 56.27 万吨，环比下降约 1.8 万吨，降幅 3.2%，同比下降 3.8%。1-6 月累计产量 337.11 万吨，同比增加 3.9%，但低于此前市场预期值。主要原因是矿端紧缺倒逼冶炼厂减产，多地出现了计划外检修和提前检修。

进出口

海关统计数据显示，中国 2026 年 5 月锌矿砂及精矿进口量为 396591.57 吨，环比下降 11.42%，同比下降 19.33%。中国 5 月从阿曼进口锌矿砂及精矿 68267.35 吨，同比上升 310.97%。中国 5 月从秘鲁进口锌矿砂及精矿 63409.94 吨，环比下降 45.43%，同比下降 20.62%。出口方面，中国 2026 年 5 月锌矿砂及精矿出口量为 0.18 吨，环比下降 57.62%，同比下降 55.83%。中国 5 月向荷兰出口锌矿砂及精矿 0.12 吨，环比下降 50.21%，同比上升 148.94%。中国 5 月向英国出口锌矿砂及精矿 0.04 吨，环比下降 67.42%，同比下降 83.71%。

消费复苏持续不及预期

1-5 月份，全国房地产开发投资 30356 亿元，同比下降 16.2%。房屋新开工面积 17929 万平方米，下降 22.6%。其中，住宅新开工面积 13084 万平方米，下降 23.4%。房屋竣工面积 14087 万平方米，下降 23.4%。其中，住宅竣工面积 9999 万平方米，下降 25.0%。销售和开工偏弱会继续压制后端施工订单，施工面积下降对应镀锌管、结构件和建筑板需求收缩，竣工面积下滑则直接拖累门窗五金、压铸件和部分家装后周期需求。

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。

镀锌终端进入淡季，整体疲软。建筑受地产拖累需求最差，家电排产下滑、订单走弱；传统汽

车平淡，新能源汽车、光伏有支撑。与铜受益于 AI 数据中心的增量逻辑不同，锌几乎没有受益于新兴产业的需求拉动。高锌价、终端订单不足、出口扰动和地产链走弱共同作用，需求整体处于弱修复状态，难以主动消化高库存。

镀锌板出口

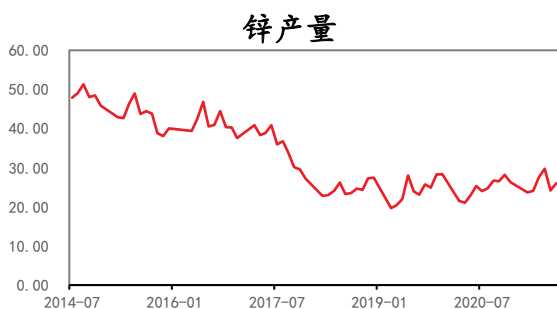
镀锌板出口的变化，是今年镀锌需求从外需支撑转向外需扰动的代表。镀锌板按镀层测算，常用耗锌强度约 30-50 kg/吨。2026 年 4 月 SMM 镀锌板出口 117.61 万吨，同-8.84%；1-4 月累计 442.73 万吨，同比-5.35%。出口许可证、中东订单扰动和海外贸易摩擦压制上半年表现。下半年东南亚需求和中东重建订单会带来修复，但全年出口更像拖累收窄，不像重新回到强增量，镀锌板出口耗锌大概率同比下降 2%-5%。

2 总结

全球锌精矿增量释放节奏慢于冶炼端原料需求，或倒逼国内冶炼厂在三季度陆续安排检修减产，从而对锌价形成底部支撑。7 月正值传统消费淡季，镀锌、压铸锌合金等下游企业开工率边际回落。锌价上涨后，下游采购积极性不高，多以刚需补库为主，市场成交冷淡。锌价维持震荡偏强，如有效突破 25000 元/吨的压力位，需要看到国内高库存出现持续、显著的下降。

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



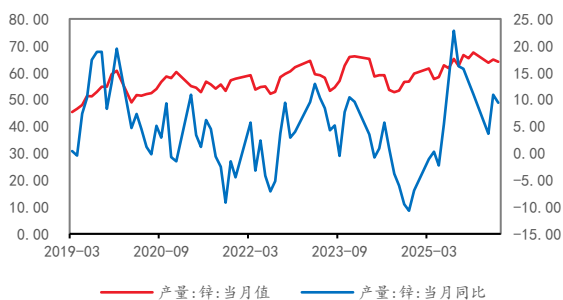
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



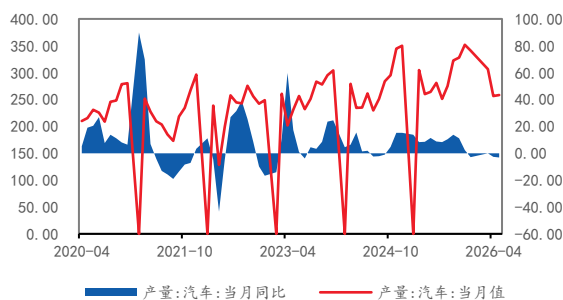
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

原油

1 霍尔木兹再生事端

日前，美军中央司令部声明对伊朗发动一系列强力打击，以惩戒伊朗袭击通过霍尔木兹海峡的三艘商船。目前已经证实，伊朗南部格什姆岛和阿巴斯港连续多次发生爆炸。伊朗严正谴责美国公然违反谅解备忘录，并警告将就此采取必要行动。

伊朗开始袭击通过霍尔木兹海峡的油轮之后，美军已经连续两天对伊朗军事目标和基础设施发动空袭，不久前签订的谅解备忘录面临破裂危机。美国总统特朗普称，如果伊朗继续针对通过霍尔木兹海峡的船只发动袭击，美军的报复性打击将会更严重，还可能对伊朗重新实施海上封锁。伊朗官方回应大意为，美国只要敢打，伊朗就会还击。

我们分析认为，美国试图组织船舶经由阿曼一侧水道规避伊朗监管，而伊朗旨在确立霍尔木兹海峡地区的话事权，因此对未经其批准的船舶发动袭击。事件干扰了波斯湾航运正常化进程，交易者调整此前供应迅速恢复的乐观预期，油价从超跌状态回归相对合理的基本面估值。

2 伊朗原油豁免取消

霍尔木兹局势再次急转直下，可能会影响到伊朗已出港原油的交付。冲突发生后不出所料，特朗普当局立即撤销了对伊朗原油销售的制裁豁免，阻断其流入现货市场的正常渠道。当初美方承诺：“自本谅解备忘录签署之日起至制裁解除之日，美国财政部将签发豁免许可，允许伊朗原油产品及衍生品出口，以及银行交易、保险、运输等全部配套服务”。

自 6 月中下旬美伊签署谅解备忘录以来，伊朗加快从哈尔克岛出口终端装载油品的速度，并尽快将其油轮驶出美军封锁区域。Tanker Trackers 油轮追踪显示，过去两周伊朗原油出口量达到约 5500 万桶，价值超过 45 亿美元。其中多数油轮没有透露目的地信息，但无非集中在亚洲市场，美国制裁重新生效后，原本考虑购买伊朗原油的印度买家可能选择放弃。

我们认为，虽然地缘政治刺激油价阶段性反弹，但难以改变中期供应宽松的基本面，美伊打谈谈中风险溢价或逐渐消退。

3 航运保理重新评估

无论霍尔木兹海峡形势短期如何，原油基本面正取代地缘政治重新占据主导作用，业界开始关注海峡后续航运成本问题。

斯湾航线恢复正常是大势所趋，尽管美伊围绕地区话事权偶发摩擦，导致早期阶段信息会比较嘈杂，但航运保险行业正在调整对策。有组织的航行模式以及交通流量上升表明，船队运营商越来越倾向于，当前地缘风险已经可控而非难以承受。至于伊朗可能向通行船舶收费的问题，据悉每桶原油拟收取 1 美元，这一成本对全球能源价格的实质性影响有限，航司最关切的是美伊双方管理规则的确定性。

随着美伊以战争影响彻底消退，一旦供应回归预期兑现，国际原油走势将再度承压。

4 补库需求并不迫切

美伊谅解备忘录签署后，沙特、阿联酋、伊拉克、科威特以及伊朗均已启动提产计划，市场预期海湾原油出口将很快恢复。迪拜-阿曼原油价格跟随国际基准深度下挫，期限结构从升水全面转为贴水，但与此同时，亚洲炼厂却减少了对中东现货原油订单，买方采购积极性大幅消退。

自伊朗 3 月封锁霍尔木兹海峡以来，亚洲炼厂大量抢购美洲和非洲等海湾产区以外的替代性货源，以保障夏季旺盛的加工需求。彭博援引贸易商数据，多数亚洲炼油商已经敲定 7 月全部原油订单，有足量的船期将在未来一两个月到港，因而对中东现货并无迫切的即时性补库需求。业界预期美伊谈判持续推进，海峡油轮通航量稳步回升，以期从长协渠道拿到更多低价原油。

在此情形下，中东产油国若要吸引亚洲买家，必须给出足够大的折扣，这与两三个月前数十美元的溢价形成鲜明反差。然而霍尔木兹安全形势依然不明朗，带来更高的船舶运费和保险等成本，即使原油大幅降价也不具备很高的经济效益。

5 沙特阿美折价抛售

OPEC+ 主要成员国继续推动增产进程，沙特阿美率先打响亚洲市场价格战，令供应宽松预期迅速升温。

沙特和俄罗斯领导 OPEC+ 七个成员国召开会议，决定将 8 月原油产量配额上调 18.8 万桶/日，在纸面上连续第五个月增产，但受霍尔木兹海峡通航不稳定影响，目前该组织原油产量仍未达标。阿联酋因长期不满产量配额限制，已于 5 月退出 OPEC，战后是海湾地区恢复出口速度最快的国家之一。

沙特阿美宣布，将 8 月销往亚洲的旗舰油品阿拉伯轻质原油官方售价（OSP）大幅下调 11 美元至较阿曼/迪拜均价贴水 1.50 美元/桶。本轮降价幅度显著超出能源市场预期，创下 2020 年 6 月以来的最低纪录，旨在以更具竞争力的定价捍卫其亚洲核心消费市场的份额。

尽管霍尔木兹海峡正常化进程一波三折，但亚洲炼厂补库需求并不迫切，局部冲突难改买方市场形势。

6 重回过剩主线逻辑

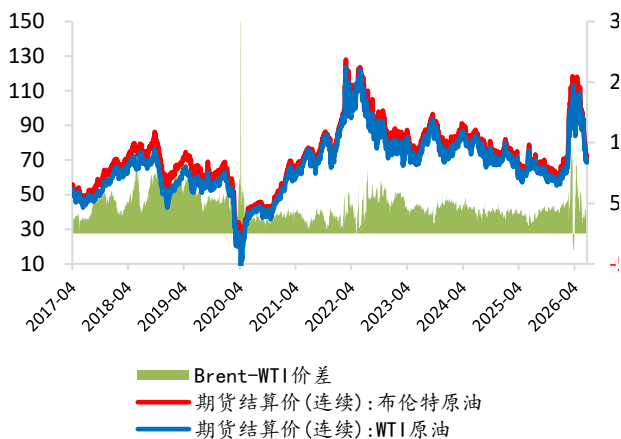
长期来看，中东地缘政治局势降温已逐渐明朗，原油市场主流预期从对能源危机的恐慌向对供应过剩的担忧剧烈切换。高盛和大摩观点皆认为，全球原油将在未来重返严重的供应过剩状态，即便考虑到商业库存和战略储备回补的庞大需求，到 2027 年原油市场平均过剩敞口仍将回升至 200 万桶/日，从而对油价构成长期性利空。

摩根士丹利报告指出，鉴于霍尔木兹海峡重新开放改变市场供需预期，下调国际基准 Brent 原油价格预测：2026 年三季度下调 15 美元至 75 美元/桶，四季度下调 5 美元至 75 美元/桶；2027 上半年下调 5 美元至 75 美元/桶，下半年下调 10 美元至 70 美元/桶。回顾本轮原油行情演变，大摩的分析具较高的专业性和可信度，我们认为其预测时下看来是较为公允的。

至此，国际原油市场几乎完全剥离此前的战争计价。近端来看，事件影响最终可能被定性为中期扰动；远端看向 2027 年，原油市场将回到原点并再次面临供应过剩。

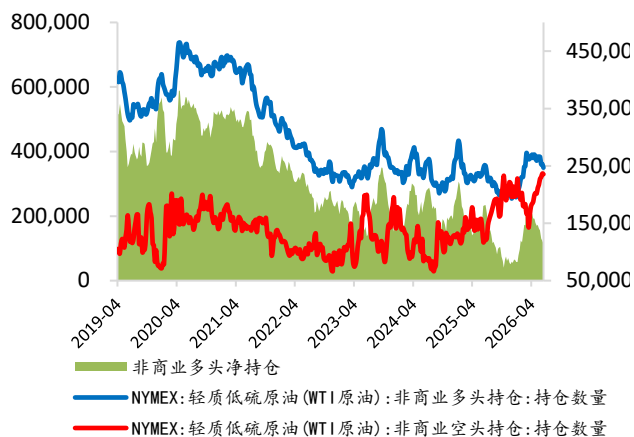
7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



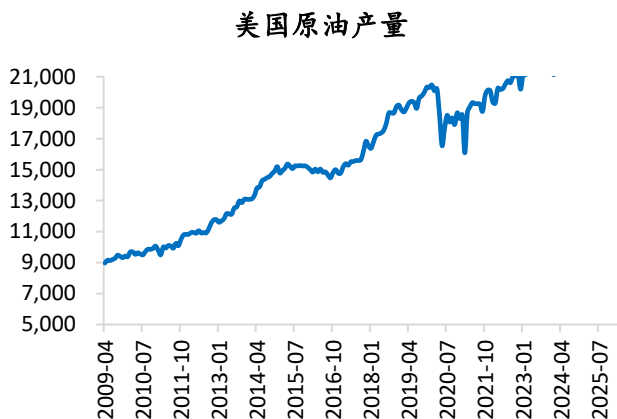
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：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 24：美国原油产量



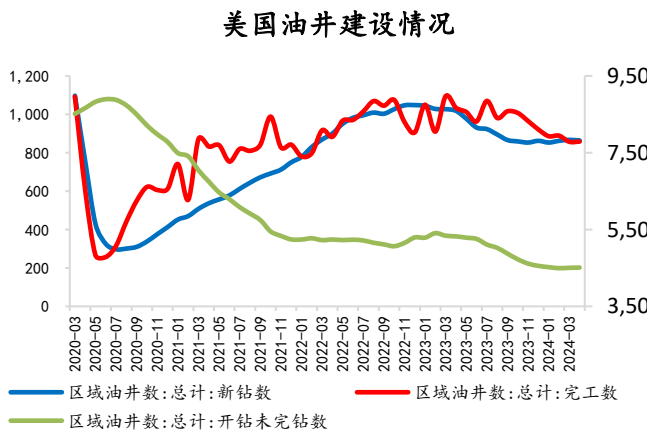
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



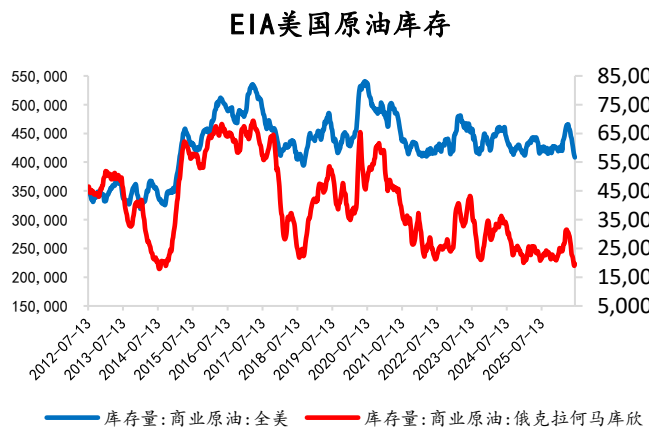
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



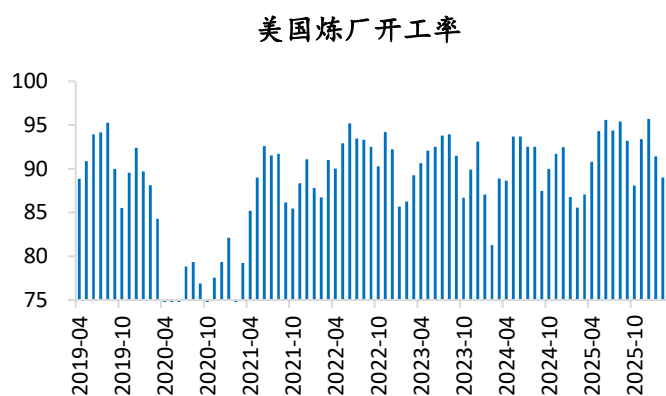
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



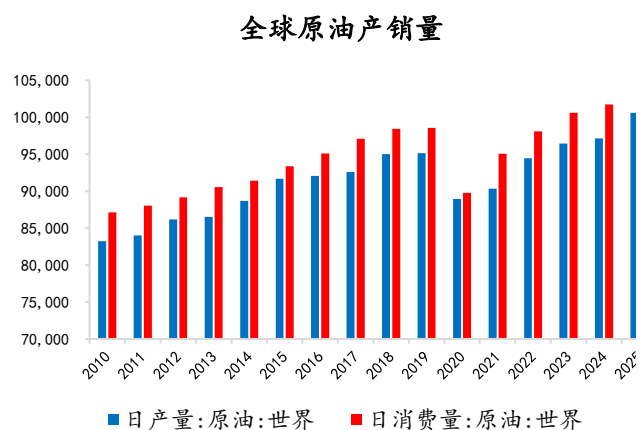
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：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 29：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：美豆天气风险升高，国内油脂油料市场强势跟涨

1 外部豆类市场分析

美豆优良率连降，潜在高温天气备受关注

美国农业部公布作物生长进度显示，截至 7 月 5 日当周，美豆优良率为 64%，低于市场预期的 66%，上年同期为 66%，美豆优良率已连续两周下降。当周美豆开花率为 34%，去年同期和五年均值分别为 30%和 28%；当周美豆结荚率为 9%，去年同期和五年均值分别为 7%和 6%。最新天气模型显示，7 月中旬美国作物带可能出现高温天气，为作物生长带来压力。随着美豆陆续进入生长关键期，在天气扰动风险增加的预期下管理基金开始增加美豆多头头寸，资金层面开始为美豆天气炒作积蓄能量。

权威机构警告极端天气风险

世界气象组织（WMO）7 月 3 日发布报告确认，热带太平洋已出现厄尔尼诺现象。WMO 秘书长指出，预计 2026 年 7 月至 9 月期间，厄尔尼诺将快速增强为强厄尔尼诺事件。多模型集合预报表明，赤道中东太平洋海温将显著升高，并在北半球秋季继续加强，这将加剧全球多地出现干旱、强降雨以及陆地和海洋热浪的风险。7-8 月是美豆单产形成最为关键时段，与超强厄尔尼诺事件高度重合，美豆生长期天气风险显著升高，市场看涨情绪持续发酵。

美伊重启战事，原油强势反弹的外溢效应扩散

美伊军事冲突再度升级，直接导致国际油价大幅反弹。截至 7 月 8 日收盘，纽约轻质原油期货（WTI）上涨 4.37%至 73.52 美元/桶，伦敦布伦特原油期货上涨 5.2%至 78.02 美元/桶。此次冲突的核心在于霍尔木兹海峡控制权博弈。尽管 OPEC+近期决议增产，但中东地缘风险引发的供给中断担忧及航运风险溢价迅速主导市场，推动原油价格快速冲高。受原油强势反弹的外溢影响，植物油的生柴需求前景向好，CBOT 豆油市场大幅上涨，对棕榈油市场也形成强势提振。

MPOB 公布月报偏空，印尼 B50 政策效果低于预期

MPOB 月报显示，6 月马来西亚棕榈油产量环比增长 8.08%达到 164 万吨，6 月末库存环比增长 4.78%至 254 万吨。因产量增幅大于需求增幅，6 月底棕榈油库存高于市场预期，为历史同期最高水平。检验机构发布的数据显示，7 月 1-10 日马来西亚棕榈油出口增幅为 1.6%-5.12%。印尼能源部长表示，该国推行 B50 生柴政策后，将把毛棕榈油消耗量从 1520 万吨提升至 1630 万吨-1700 万吨。B50 政策虽已落地，但行业相关方仍在等待政府出台新版生物柴油分配方案。

2 国内豆类市场分析

成本和预期双轮驱动，豆粕市场强势跟涨

当前正值进口大豆集中到港阶段，且大豆到港速度远超压榨能力，进口大豆库存持续攀升，目前已刷新 800 万吨库存新高。据机构统计，6 月全国主要油厂大豆压榨量在 995 万吨左右，环比增加 120 万吨，上周国内豆粕库存量达到 78.4 万吨，供应较为宽松。预计 7 月进口大豆到港量在 1000 万吨左右。尽管上周油厂开机率和压榨量小幅下滑，但整体压榨规模仍保持高位水平，因原料供给充足以及近期豆粕反弹提高压榨收益，企业生产意愿依然较为积极。国内进口大豆和豆粕供给保持宽松，但并未挡住豆粕市场上涨以及资金追涨情绪，其中重要原因在于成本和预期的双轮驱动。美豆上涨直接推高远期大豆采购成本，而高温天气预报进一步提升减产预期，从而推动国内豆粕市场跟随美豆市场进入上升节奏。

三大油脂总库存持续攀升，美豆天气炒作提振油脂价格回升

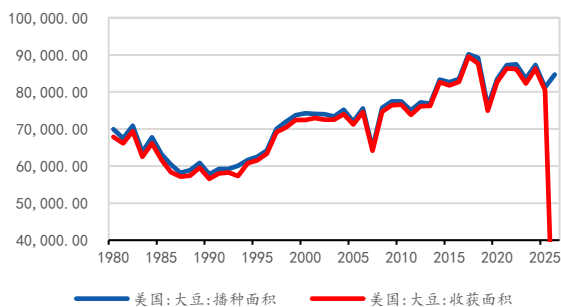
中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 234.51 万吨，周度增加 8.27 万吨，其中豆油库存为 120.18 万吨，周度增加 1.16 万吨；食用棕榈油库存为 74.13 万吨，周度增加 6.27 万吨；菜油库存为 40.20 万吨，周度增加 0.85 万吨。尽管国内油脂供应保持宽松，但受美豆天气炒作提振，油脂板块在豆油的强势提振下整体表现偏强。美豆上涨带动进口大豆成本升高，是豆油市场保持强势的主要内因。近期美国大豆产区、加拿大油菜产区和东南亚棕榈油产区天气仍是市场关注的重点。目前油脂市场呈现现货供应宽松而远期预期偏强的特征。在中东局势重回紧张状态之后，三大油脂呈现交替领涨，带领油脂板块整体回升。

3 油脂油料市场展望

2026 年 CBOT 大豆市场天气市运行模式已经启动，天气炒作背景下的美豆市场往往易涨难跌。目前正值美豆单产形成最为关键时段，如果美豆优良率进一步下降，市场看涨情绪有可能继续发酵。此外，近期中国进口商连续大量采购美国大豆，需求前景改善也是近期美豆市场反弹的推力之一。国内豆粕市场在原料端高度依赖进口，在成本与预期影响下跟随美豆进入反弹节奏。在天气市炒作情绪降温以前，国内豆粕市场有望克服库存压力，内外盘继续保持强势联动的概率较大。继美豆市场天气炒作情绪升温之后，美伊再度开战刺激原油强势反弹，植物油生柴需求前景向好继续为油脂板块注入涨能。近期利多题材不断，形成三大植物油交替领涨局面。关注中东局势发展以及美豆产区天气状况，随着技术买盘回暖，油脂价格重心有望继续震荡回升。国产大豆生长状态较好，夏季消费疲弱，进口大豆供给充足，市场对美豆天气炒作反应冷淡，储备大豆拍卖成交及溢价情况值得关注。豆一期货市场缺少单边驱动，仍处窄幅区间震荡状态。

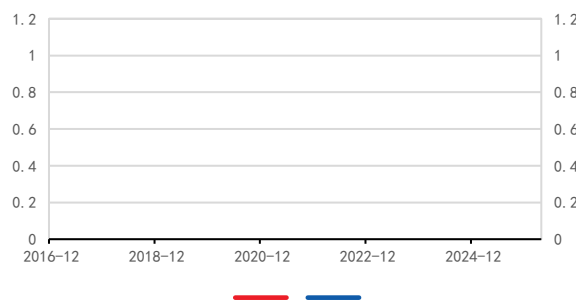
4 油脂油料市场主要数据

图表 30：美国大豆种植收获面积



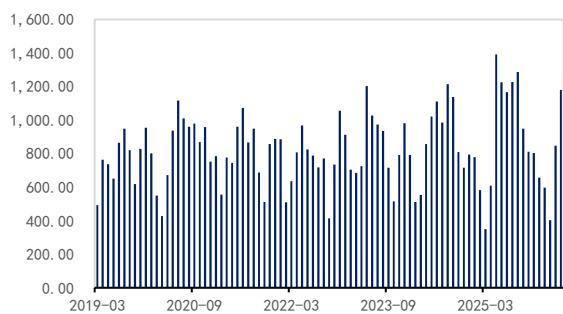
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：国内生猪存栏量



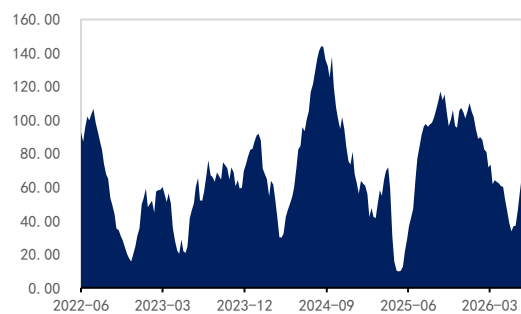
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：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 33：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，中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。中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