

中金财富期货策略周报（2026年第25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：短期内科技股出现巨大幅度的调整，引发指数大幅回落。即使后续AI叙事遭遇阻碍，但是指数超跌反弹的机会依然存在，可关注下周指数再度大跌之后的短期反抽机会。

铜：宏观层面的紧缩预期和消费淡季正在压制铜价上行，而全球持续去化的低库存和偏紧的矿端供应又构成了坚实的底部。在这两股力量的拉扯下，铜价仍将维持震荡格局，行情也因此显得比较纠结。

锌：中东局势推高能源价格，抬升了欧洲冶炼成本；韩国冶炼厂火灾等事件也进一步加剧了原料端的紧张情绪。当前下游镀锌、压铸锌合金等企业订单清淡，采购以刚需为主，市场整体备货意愿偏弱，出现了现货贴水的局面，反映出货意愿强于挺价。多空交织下，预计仍将维持区间震荡格局。

钢材：中国二季度GDP同比增长4.3%，低于一季度的5.0%，并创三年半以来最低增速。在经济增长动能放缓的背景下，市场对月底中央政治局会议释放增量政策的预期有所升温，黑色产业链情绪受到提振。但回顾近期重要会议，直接利好黑色需求的政策相对有限，对本次政策刺激不宜抱有过高期待。

原油：随着美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡倒退回实质性封锁状态，改变了此前原油供需宽松预期，全球能源体系或将面临真实危机。本轮油价反弹主要受地缘风险情绪驱动，但真正需要担忧的是，冲突持续升级最终可能造成原油断供的后果。我们先前援引主流能源机构研判，年中前后是解决问题的最后窗口期，而目前波斯湾原油出口基本陷入停滞，一旦供应缺口演变为不可逆的供需失衡，国际油价重心将长期维持高位运行。

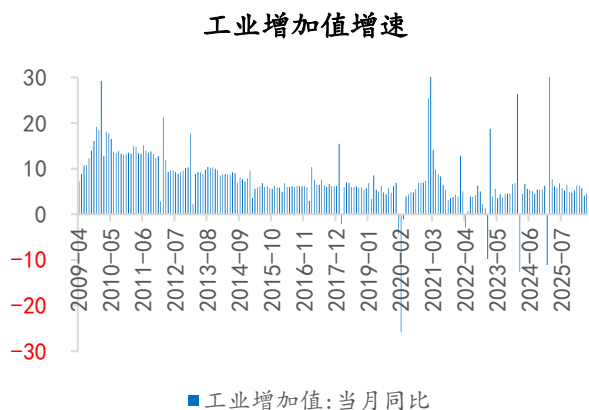
油脂油料：美豆陆续进入单产形成最为关键时段，天气的不确定性正在吸引资金增持美豆天气升水。根据最新发布的CFTC持仓报告，投机基金在美豆市场上的持仓策略发生了显著逆转，结束了此前长达八周的净多单减持趋势，采取增多减仓策略推动净多单快速回升。当前CBOT大豆市场处于天气炒作的初始阶段，天气市运行过程中的美豆市场往往易涨难跌。国内豆粕市场在原料端高度依赖进口，成本与预期是影响国内豆粕市场走势的关键。虽然国内豆粕累库压力不支持粕价主动回升，但在美豆天气炒作情绪降温前，国内豆粕市场仍具备冲高潜力。油脂市场缺少有效指引，各品种在自身基本面影响下维持分化行情，短期走势仍易反复。国产大豆进入生长关键期，台风带来充沛降雨，整体利于大豆生长。储备大豆拍卖常态化，市场对秋季大豆看涨信心不足。豆一期货市场买盘动力不足，价格重心震荡下移。

目录

周度策略：科技股抛售潮再度引发股市调整.....	- 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 出口：同比延续超预期高增	- 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 -
钢材	- 16 -
1 上半年经济增速回落，钢材需求基础仍然偏弱	- 16 -
2 供应调整滞后于需求，关注负反馈向原料端传导.....	- 16 -
3 上周铁水继续回落，库存由增转降，供需边际改善	- 17 -
4 小结	- 18 -
5 钢材期货现货数据	- 18 -
原油	- 21 -
1 伊朗关闭世界油阀	- 21 -
2 协议作废战火重燃	- 21 -
3 通航几近陷入停滞	- 21 -
4 伊朗原油豁免取消	- 21 -
5 局势已难体面收场	- 22 -
6 主流预期剧烈反转	- 22 -
7 原油期现数据	- 22 -
天然橡胶.....	- 25 -
1 供应主导远近分化	- 25 -
2 上量过渡季节特征	- 25 -
3 需求增长缺乏提振	- 25 -
4 下游行业整体疲弱	- 25 -
5 多空博弈阶段降温	- 26 -
6 周期重拾上升大势	- 26 -
7 橡胶期现数据	- 26 -
1 外部豆类市场分析.....	- 30 -
4 油脂油料市场主要数据	- 31 -

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



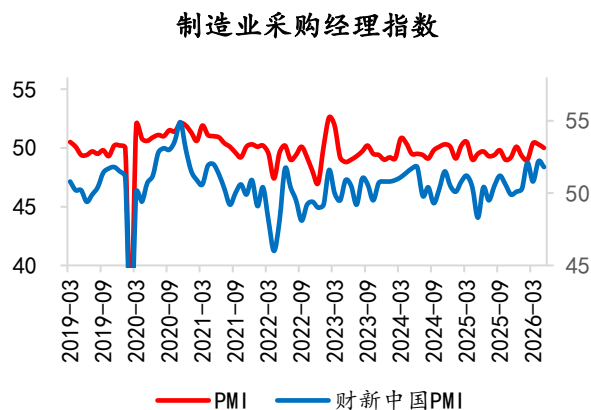
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



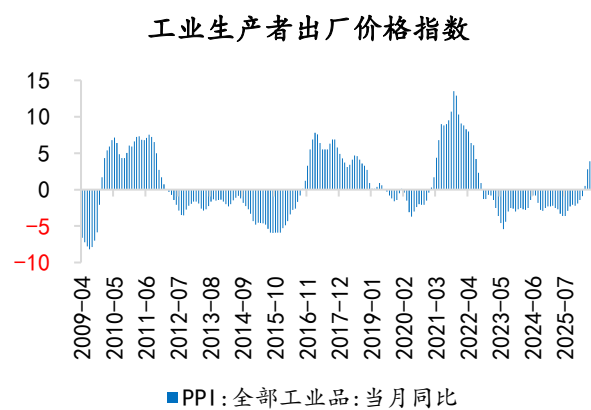
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



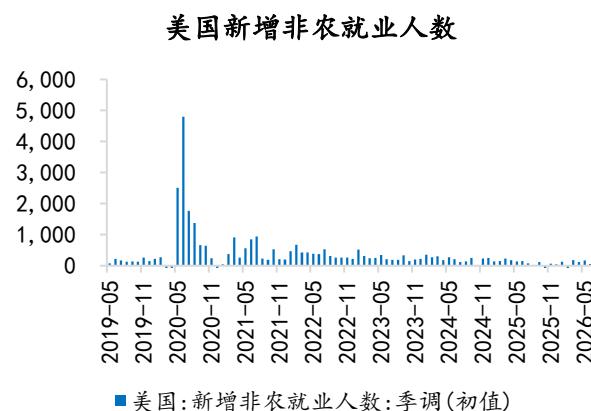
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：科技股抛售潮再度引发股市调整

韩国去杠杆以及外资流出引发的科技股调整仍在继续，上周日本和中国台湾股市也加入到调整行列。目前科技股抛售导致的市场动荡仍未结束，其对 AI 金属的影响也非常明显。

去杠杆行情引发全球科技股剧烈调整

上周全球 AI 叙事相关性较强的股市出现明显调整，日经周跌幅 6.44%，中国台湾加权指数跌 5.92%，A 股创业板指数周跌 10.78%。

韩国去杠杆式这轮科技股调整的最大诱因。截至 7 月 13 日，韩国全市场累计超过 120 万杠杆散户的账户触及保证金追缴线。这个数字放到韩国的人口基数来看，相当于每 30 名成年人中，就有 1 人（约 3.4%）面临爆仓风险。7 月以来，韩国当月累计强制平仓规模已达 3442 亿韩元，其中 7 月 9 日单日强平 1422 亿韩元，较前一日的 288 亿韩元暴增近五倍。散户保证金存款余额较 6 月底蒸发近 30 万亿韩元，降至 107.1 万亿韩元——为 2020 年 6 月以来最低水平。

摩根大通全球市场策略团队在 7 月 15 日发布的最新报告中指出，美国 6 月启动的投资者去杠杆进程仍在持续，杠杆股票 ETF、期权市场和保证金账户三个领域均存在进一步去杠杆的空间，这将在未来数月内持续压制股市表现。自峰值以来，杠杆存储芯片股 ETF 规模已缩水 34%，所有杠杆股票 ETF 规模缩水 13%。

摩根大通分析师指出，存储芯片股杠杆 ETF 的规模与标的市值之比，是所有股票 ETF 平均水平的三倍，这解释了为何存储芯片股波动性远高于大盘。更值得警惕的是，即便是整体杠杆股票指数 ETF，其比率相对自身历史也处于高位，说明这不只是个别板块的问题，而是整个市场的系统性风险。

美股历史规律显示，每次这一指标触顶后，科技股都经历了数月调整，底部往往对应该指标跌至 200 万至 400 万张合约的低位。目前该指标已从峰值明显回落，但分析师认为，若最终跌至 200 万至 400 万张的“投降”水平，科技股仍面临持续压力。

股市的调整对 AI 金属板块影响较大，尤其是铜板块表现最为明显，其走势基本面与全球科技股同频，非 AI 板块继续维持弱势的格局，尤其是地产和消费相关的板块，持续弱势。

二季度经济：整体修复，分化明显

二季度我国经济平稳运行。实际 GDP 同比增长 4.3%，较一季度下行 0.7pct。上半年实际 GDP 累计同比增长 4.7%，落入全年目标区间内。

生产仍受需求制约。6 月全国规上工业增加值同比增速较前值明显加快，环比动能改善明显且强于季节性平均水平；而服务业生产指数同比增速虽也有小幅提升，但仍处于近年低位附近。值得注意的是，当月工业企业产销率继续回落，下游需求的弱势令企业产能利用率也出现下滑。分项中，出口交货值同比增速维持韧性助力运输设备生产增速再现高增；产业结构持续升级和 AI 产业链景气下，通用设备、专用设备、电子设备等生产保持强势；受监管以及外部环境制约，能源类生产仍有压力。

消费增速有望企稳。6 月社会消费品零售总额同比增速在低基数以及电商促销下由负转正，

服务零售累计同比增速明显优于商品零售。行业层面，房地产产业链相关产品以及汽车消费仍偏弱，金银珠宝消费也受国际金价拖累，通讯器材、化妆品以及办公品消费回升较为明显。金融数据显示居民资产负债表修复仍需时日，人均消费支出同比增速变动弱于人均可支配收入同比增速变动也透露出整体消费意愿的不足。下半年，“以旧换新”给数据带来的扰动或逐步消退，而实际消费动能的持续回升还需关注政策落实情况。

投资动能依旧偏弱。2026 年 6 月固定资产投资累计同比增速降幅进一步走扩。具体来看：制造业投资方面，累计同比增速降幅扩大。外需和大规模设备更新政策支持运输设备、电子设备、通用设备以及电气机械当月同比增速保持正增，但大多增速较前值也有下滑。虽然传统领域受到成本上升等因素影响，但新兴领域却在持续贡献动能，上半年高技术制造业和高技术服务业投资分别同比增长 4.1%和 10.5%。

从单季度来看，二季度实际 GDP 同比增速受外部能源供给冲击、内部有效需求偏弱以及年初政策效能递减的叠加影响较前值明显放缓，环比增速也创下近两年来低位。GDP 平减指数在输入性通胀作用下同比增长 1.6%，结束连续 12 个季度负增的局面，有助于带动部分中上游企业利润改善并缩小宏观温差。从产业结构来看，第二、三产业对经济增长的贡献均有下滑且前者幅度更大，经济动能转换节奏加快下，新动能仍需不断成长壮大。展望来看，二季度经济增速或是全年低点，三季度经济增速或在内外部条件同步改善下企稳回升。

图表 1：二季度主要经济数据

类别	指标名称	2026/06	2026/03	2025/12	2025/09	2025/06	2025/03
(一) GDP	GDP (当季同比, %)	4.3	5.0	4.5	4.8	5.2	5.4
	GDP (累计同比, %)	4.7	5.0	5.0	5.2	5.3	5.4
	GDP (季调环比, %)	0.9	1.3	1.1	1.1	1.2	1.1
	GDP (名义, 当季同比, %)	5.9	4.9	3.9	3.7	3.9	4.6
(二) 分产业	一产 (当季同比, %)	3.7	3.8	4.2	4.0	3.8	3.5
	二产 (当季同比, %)	3.0	4.9	3.4	4.2	4.8	5.9
	三产 (当季同比, %)	5.1	5.2	5.2	5.4	5.7	5.3
(三) 投资	固投 (当季同比, %)	-11.1	1.7	-13.2	-6.6	1.8	4.2
	基建, 当季同比, %	-8.6	9.2	-13.4	-5.8	7.6	11.5
	制造业投资 (当季同比, %)	-3.8	4.1	-7.3	-1.2	6.7	9.1
(四) 地产	房地产投资 (当季同比, %)	-23.1	-11.2	-29.4	-19.3	-12.1	-9.9
	房地产销售面积 (当季同比, %)	-12.7	-10.4	-17.0	-9.8	-4.0	-3.0
(五) 消费	社零 (当季同比, %)	0.2	2.4	1.6	3.5	5.4	4.6
	居民消费 (当季同比, %)	3.8	3.6	4.0	3.4	5.2	5.2
	消费倾向 (当季, %)	67.5	62.2	72.7	68.1	68.6	63.1
(六) 外贸	出口, 美元计价 (当季同比, %)	20.2	14.7	3.8	6.5	6.1	5.6
	进口, 美元计价 (当季同比, %)	29.7	23.2	3.6	4.7	-0.8	-6.8
	商品贸易差额 (当季同比, %)	0.6	-3.5	4.2	11.0	23.8	47.9
(七) 就业	城镇新增就业 (当季新增, 万人)	\	299	210	362	387	308
	外出农民工就业 (季末值, 万人)	19227	18838	18006	19187	19139	18795
	外出农民工就业 (季末, 同比, %)	0.5	0.2	0.8	0.9	0.7	1.1
(八) 收入	居民可支配收入 (当季同比, %)	5.6	5.0	4.8	4.5	5.1	5.5
	农民工月均收入 (当季同比, %)		3.2	2.3	2.4	3.0	3.3
(九) 产能利用	规模以上工业增加值(当季同比, %)	4.6	6.1	5.0	5.8	6.2	6.5
	产能利用率 (%)	73.0	73.6	74.9	74.6	74.0	74.1
(十) 物价	PPI (当季同比, %)	3.6	-0.6	-2.1	-2.9	-3.2	-2.3
	CPI (当季同比, %)	1.1	0.8	0.6	-0.2	0.0	-0.1
	70大中城市新建住宅价格 (当季同比, %)	-3.6	-3.5	-2.8	-3.0	-4.1	-5.2

资料来源: wind, 中金财富期货研究所

商品市场走势偏弱

目前AI 资本开支是资本市场的核心,如果美股科技股持续回落,注意AI 金属跟随波动的风险,非 AI 消费品则继续维持弱势,已经长期下跌且处于低位,弱势状况未变。

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 15 日	中国央行：加大逆周期和跨周期调节力度	贷款的降速提质可能成为宏观运行的新常态之一	下阶段将加大逆周期和跨周期调节力度，巩固拓展经济稳中向好势头
	7 月 14 日	沃什国会听证首秀：美联储对持续高通胀“零容忍”	即使特朗普批评也会按数据行动，6 月 CPI 降温不代表通胀“任务完成”	沃什强调高通胀零容忍但未暗示利率路径
数据	7 月 16 日	二季度 GDP 增速 4.3%	一季度国内生产总值同比增长 5.0%，二季度增长 4.3%	PPI 逐渐接近见顶
	7 月 17 日	美国 6 月零售销售环比增长 0.2%	此前 5 月数据向上修正至环比增长 1%。最大拖累来自加油站	GDP 增速符合预期
事件	7 月 17 日	习近平出席 2026 世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议	坚持开放共赢，驱动创新发展。抓住难得的历史性机遇，鼓励开源开放、合作共享	全面促进人工智能科技创新、产业发展、场景应用，协同推进传统产业改造升级

资料来源：中金财富期货研究所

2 出口：同比延续超预期高增

6 月进出口同比均延续高增，保持两位数增长，且再次远超预期。出口同比+27.0% (+19.4%)，进口同比+36.0% (+27.5%)，进出口金额均持续处于历史高位，进出口同比均较前值有所提升，进口同比 2026 年以来均保持两位数增长。Wind 统计机构预测当月出口同比中位数为+18.0%，平均数为+18.5%；进口同比中位数为+25.0%，平均数为 24.3%，6 月进口、出口同比再次均远超预期，二季度进出口均延续强势增长，进出口均较一季度有所提升，拉动出口链条上的行业景气度高增。2026 年上半年出口累计同比增长 17.6%，进口累计同比增长 26.6%，上半年进出口均维持强劲表现。

6 月进出口同比均延续高增，保持两位数增长，进口同比增速为年内最高，进口、出口同比均远超预期，二季度进出口均延续强势增长。全球 AI 投资扩张，AI 链上产品出口高增拉动出口增长，集成电路出口持续加速，6 月出口同比增长 122.3%。6 月美伊达成谅解备忘录，油价快速下行，此前由于高油价抑制的行业出口在油价下行时快速释放，农产品、化工医药、劳动密集型商品等非 AI 链上商品出口同比均有所增长，各大类出口重点商品同比均有不同幅度的提高，推动出口超预期增长。进口同比增速为年内最高，AI 产业链发展仍是最大助力。自动数据处理设备及其零部件 6 月进口同比增长 157.3%，集成电路同比增长 72.4%，尽管油价下行，但相较于 2025 年同期仍处于较高水平，对能源进口仍有所抑制，原油 6 月进口同比下降 8.7%，成品油同比下降 27.4%。AI 产业趋势带动相关行业的发展，已成为进出口增长中的重要驱动力。

从出口的产品结构来看，出口产品保持分化态势，程度上有所收窄。AI 相关产业链发展推动机电产品、高新技术产品出口增速高增，带动整体增速提升，劳动密集型商品出口边际上持续改

善修复。6 月机电产品当月出口同比增长 34.3%，高新技术产品同比增长 52.5%，均保持高速增长。劳动密集型商品出口边际上持续改善修复，4 月劳动密集型商品出口同比减少 4.0%，5 月同比减少 2.2%，6 月同比增长 5.2%，环比增长 12.7%，我国货物贸易不断提质升级，出口由劳动密集型产品向高质、高技术产品转变。

3 流动性：6 月贷款继续“降速提质”

2026 年 6 月新增人民币贷款 16100 亿，同比少增 6300 亿；6 月新增社会融资规模为 33636 亿，同比少增 8615 亿；6 月末，广义货币(M2)同比增长 8.0%，增速较上月末低 0.6 个百分点；狭义货币(M1)同比增长 4.0%，增速较上月末低 1.5 个百分点。

总体上看，6 月新增人民币贷款、新增社融均同比少增，贷款继续处于“降速提质”过程。其中“降速”主要源于伴随经济转型升级，经济增长对信贷的依赖度逐步回落；当前企业投资、居民消费需求偏弱，叠加房地产市场持续调整，实体经济信贷内生需求不足；此外，上半年企业债券融资对银行贷款形成替代，同时近期企业中长期贷款到期规模明显上升，也对新增信贷形成压制。“提质”则主要体现在量、价两个方面：6 月末普惠小微贷款余额同比增长 8.3%，上半年科技型中小企业贷款增速维持在 20%左右的较高区间，反映信贷结构持续优化；利率方面，一季度地方法人金融机构投放的中小微企业民营企业贷款加权平均利率降幅较大；技术改造和设备更新类贷款加权平均利率明显低于企业贷款整体加权平均利率。6 月社融同比少增，仍主要受政府债券融资和投向实体经济的人民币贷款同比少增影响，这两项也是上半年社融累计同比大幅少增的主要拖累。6 月末 M2 增速下行，主要源于上年同期基数抬高，叠加当月信贷、社融增速下行，拖累存款派生。近期 M2 增速明显高于存量社融增速，主要源于年初以来企业结汇增加。6 月末 M1 增速较上月末较大幅度下行 1.5 个百分点，主要源于上年同期基数显著抬高。

展望下半年，伴随此前高油价对全球经济的拖累效应显现，以及我国外部经贸环境还有变数，再加上全球 AI 投资热潮的可持续性有待观察，下半年出口增速有下行趋势，而国内消费、投资需求需要提振。我们判断，着眼于实现全年经济增长目标，下半年稳增长政策会适度发力。货币政策方面，在各类结构性货币政策工具进一步加力、做好“五篇大文章”的同时，下半年降息降准都有空间，预计会降息 10 个基点，降准 0.5 个百分点。这会推动企业和居民融资成本下降，是下半年促消费、扩投资，努力稳定房地产市场的一个重要发力点。值得注意的是，下半年政府债券发行会明显提速，8000 亿元新型政策性金融工具将加快推进。这会带动政府债券融资规模扩张并拉动配套贷款投放。综合判断，下半年新增社融有望恢复同比多增。

4 宏观策略

目前 AI 资本开支是资本市场的核心，如果美股科技股持续回落，注意 AI 金属跟随波动的风险，非 AI 消费品则继续维持弱势，已经长期下跌且处于低位，弱势状况未变。

5 股指期货市场分析

指数大幅回落

上周两市再科技股的拖累下继续大幅回落。其中沪深 300 指数周-5.26%，上证 50 指数周-4.33%，中证 500 指数周-11.64%，中证 1000 指数周-12.57%，全球科技股抛售导致拖累指数，A 股主要指数持续回落。

韩国股市已成为当前全球科技风险偏好的放大器。三星电子与 SK 海力士在指数权重、成交结构和杠杆产品中的集中度较高，叠加信用融资、证券抵押贷款、单股两倍杠杆 ETF 及衍生品交易，形成了多层杠杆相互强化的市场结构。

近期 KOSPI 快速回撤，并非半导体长期产业趋势发生了逆转，而是一次由资金约束触发的“多杀多”去杠杆：客户保证金和衍生品存款明显下降，杠杆 ETF 净值与规模快速收缩，但信用融资余额仅较高点小幅回落，说明价格调整快于仓位出清，后续仍存在追保和滞后强平压力。与此同时，证券借贷余额并未持续上升，表明本轮下跌的主要矛盾并非新增空头拥挤，而是前期高杠杆多头的集中收缩。

韩国监管已经通过提高预存资金、延长风险教育、暂停新增产品等方式收紧单股杠杆 ETF 交易，但产品每日再平衡和信用账户强制平仓机制仍具有明显顺周期性，容易在极端行情中形成越跌越卖的负反馈现象。

展望后市，韩股能否真正企稳取决于信用融资能否持续下降、客户现金缓冲能否止跌、三星电子和 SK 海力士的盈利预期能否重新接管定价。在上述条件出现之前，韩国市场仍可能通过流动性和风险偏好渠道，对全球科技股形成阶段性外溢冲击。

如果指数再度调整，存在超跌反弹机会

此次科技股的调整，本质上是一场流动性踩踏，不是基本面突变。但流动性踩踏的杀伤力，丝毫不亚于基本面恶化，因此这种流动性引发的行情，也需要引起重视。

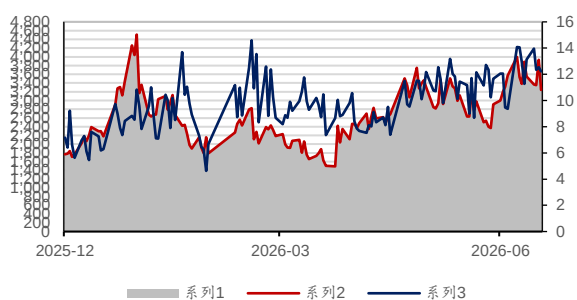
半导体板块当前市盈率 128.24 倍，历史分位 98.43%，也就是说，过去十年只有不到 2% 的时间比现在更贵；科创 50 在 7 月 9 日峰值时市盈率高达 241.69 倍，历史分位 99.71%，几乎是史上最贵。但从 Wind 一致预测看，科创 50 在 2026 年净利润增速为+154%，按此计算 PEG（市盈率/盈利增速）约 1.1 至 1.5，处于高成长科技股 1.2-2 的合理区间下沿。

海外巨头的财报对 AI 走势影响较大。谷歌和特斯拉将于 7 月 22 日公布业绩，其对 AI 投资、数据中心建设和商业化进展的表态，可能影响芯片板块能否止跌。

短期来看，芯片股的高盈利增速仍为估值提供一定支撑，但市场已不再满足于“高增长”本身。投资者需要看到 AI 投入带来的收入、利润率和现金流改善，也需要确认超大规模云计算企业的资本开支不会因融资压力、通胀回升或回报不及预期而放缓。

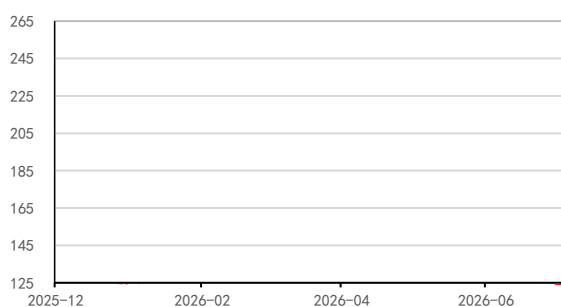
从策略上看，短期内科技股出现巨大幅度的调整，引发指数大幅回落。即使后续 AI 叙事遭遇阻碍，但是指数超跌反弹的机会依然存在，可关注下周指数再度大跌之后的短期做多机会。

图表 8：融资融券数据图



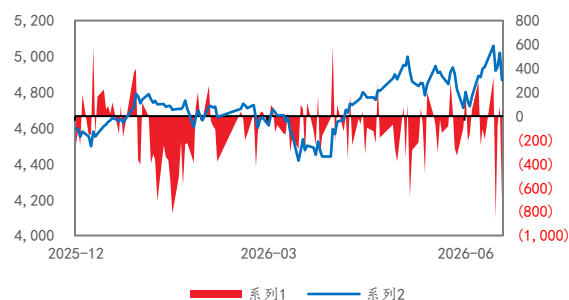
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



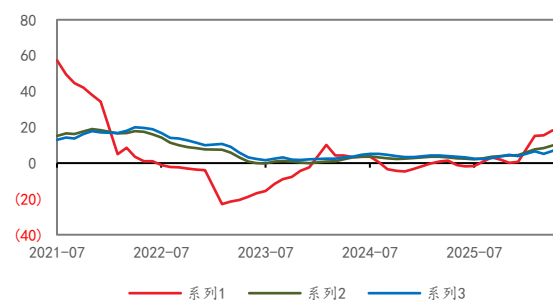
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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”。1-5 月国内电解铜产量同比增加 37.8 万吨；从原料端测算，国内废铜流向上游的量较去年同期增加 38 万吨；国内精铜增量基本上完全由再生铜贡献。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%。

今年是十五五开局之年，且电网作为 AI 发展、制造业转型和双碳目标实现的关键基础设施，预计全年有望呈现高增长，从而持续提振国内铜消费。5 月电网及电源投资均不及预期，但由于一季度表现亮眼，上半年仍呈现高增长。1-5 月电源投资同比增长 4.06%，电网投资同比增长 13.2%。

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。

国家统计局数据显示，1-6 月份，全国房地产开发投资 38074 亿元，同比下降 18.0%；其中，住宅投资 29300 亿元，下降 17.8%。1-6 月份，新建商品房销售面积 40140 万平方米，同比下降 11.6%；其中住宅销售面积下降 12.4%。新建商品房销售额 37945 亿元，下降 13.6%；其中住宅销售额下降 13.7%。6 月末，商品房待售面积 76315 万平方米，同比下降 0.9%。其中，待售 3 年以下面积 56167 万平方米，下降 3.5%。

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

宏观层面的紧缩预期和消费淡季正在压制铜价上行，而全球持续去化的低库存和偏紧的矿端供应又构成了坚实的底部。在这两股力量的拉扯下，铜价仍将维持震荡格局，行情也因此显得比较纠结。

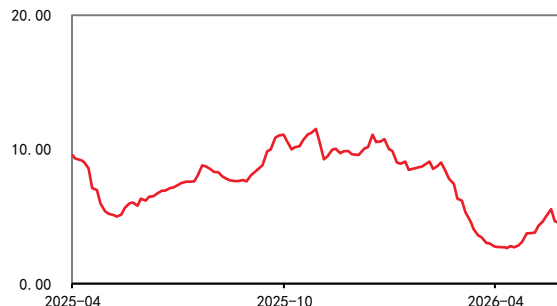
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



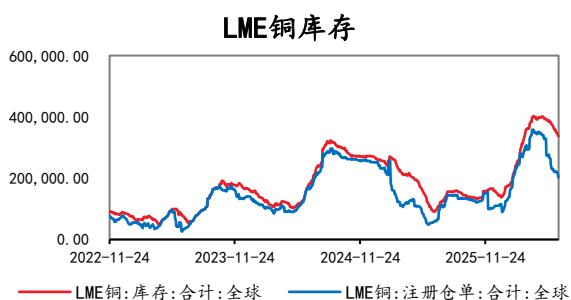
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



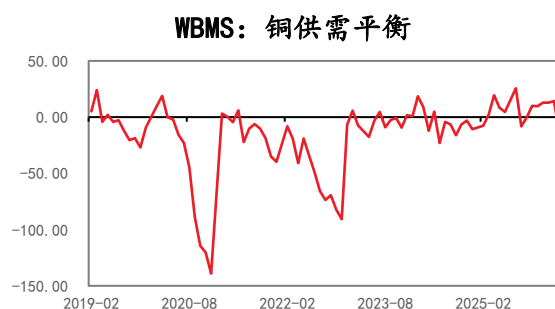
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



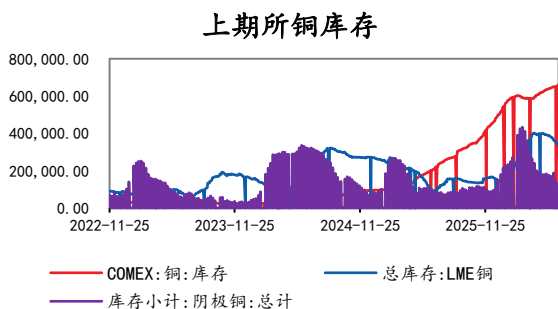
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



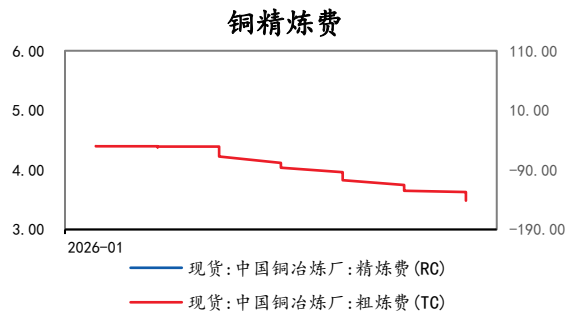
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

中国汽车工业协会发布 6 月及今年上半年汽车产销数据。6 月，汽车产销分别完成 276 万辆和

281 万辆，环比分别增长 5.5% 和 06.9%，同比分别下降 1.2% 和 3.2%。上半年，汽车产销累计完成 1499.3 万辆和 1501.7 万辆，同比分别下降 4% 和 4.1%。展望下半年，中汽协认为，“两新”政策将继续有序实施，汽车后市场消装有望迎来新的增量机遇，企业新品供给持续丰富，市场价格相对稳定，行业整体经济运行将进一步好转。

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

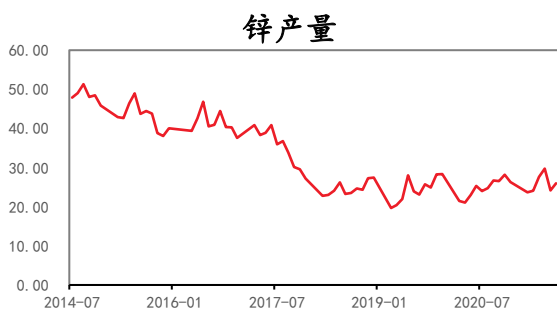
镀锌板出口的变化，是今年镀锌需求从外需支撑转向外需扰动的代表。镀锌板按镀层测算，常用耗锌强度约 30-50 kg/吨。2026 年 4 月 SMM 镀锌板出口 117.61 万吨，同-8.84%；1-4 月累计 442.73 万吨，同比-5.35%。出口许可证、中东订单扰动和海外贸易摩擦压制上半年表现。下半年东南亚需求和中东重建订单会带来修复，但全年出口更像拖累收窄，不像重新回到强增量，镀锌板出口耗锌大概率同比下降 2%-5%。

2 总结

中东局势推高能源价格，抬升了欧洲冶炼成本；韩国冶炼厂火灾等事件也进一步加剧了原料端的紧张情绪。当前下游镀锌、压铸锌合金等企业订单清淡，采购以刚需为主，市场整体备货意愿偏弱，出现了现货贴水的局面，反映出货意愿强于挺价。多空交织下，预计仍将维持区间震荡格局。

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



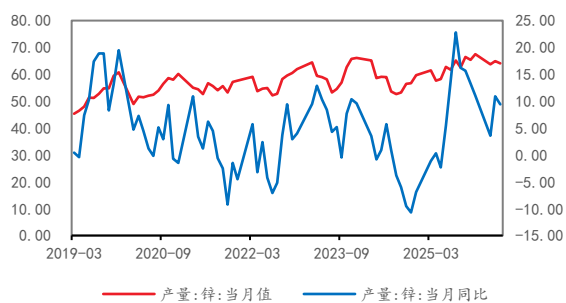
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



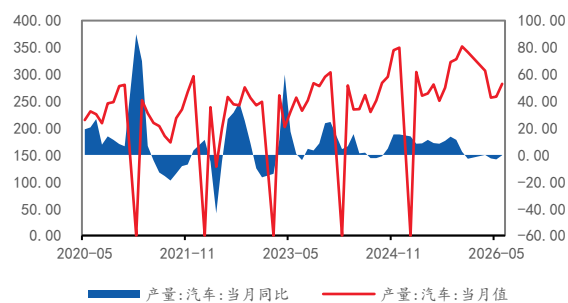
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 上半年经济增速回落，钢材需求基础仍然偏弱

上半年国内生产总值达到 69.57 万亿元，同比增长 4.7%。从季度节奏看，一季度 GDP 增长 5.0%，二季度回落至 4.3%，经济增长动能出现较为明显的边际放缓。当前经济并非全面失速，工业生产和新兴产业仍有一定韧性，但从钢材需求相关指标来看，传统投资和居民消费均偏弱，经济结构呈现较为明显的“生产强于需求”特征。

投资端压力尤其突出。上半年全国固定资产投资同比下降 5.7%，其中基础设施投资下降 2.4%，制造业投资下降 1.2%，房地产开发投资下降 18.0%。过去地产、基建和制造业投资分别对应建筑钢材、工程用钢和板材需求，但目前三大领域同步回落，意味着钢材需求缺乏能够对冲地产下行的新增变量。基建虽然仍具有政策托底属性，但地方债务约束、项目收益不足以及前期财政发力透支，使其难以重新承担强刺激角色。

房地产仍是钢材需求最大的拖累项。上半年新建商品房销售面积下降 11.6%，销售额下降 13.6%；房屋新开工面积下降 23.4%，施工面积下降 12.5%，竣工面积下降 23.7%。销售、开工、施工和竣工同步收缩，说明地产调整并非局限于某一环节，而是从资金回笼、土地和项目开发到实际施工全面承压。城市更新、城中村改造和存量盘活可以缓冲需求下滑，但难以替代过去大规模增量开发形成的钢材消费。

消费端同样缺乏弹性。上半年社会消费品零售总额仅增长 1.3%，商品零售增长 1.1%，限额以上单位商品零售额甚至下降 1.0%。消费增长乏力既限制家电、汽车等耐用品需求进一步扩张，也意味着制造业订单向钢材需求传导的力度有限。综合来看，上半年经济数据对钢市的指向仍然是需求不足，而不是需求即将显著反弹。

经济增速回落和需求指标走弱，客观上会强化市场对 7 月底政治局会议以及后续稳增长政策的期待。但从近两年的政策节奏看，重要会议更多强调落实既有政策、提高资金使用效率和实施结构性支持，大规模总量刺激以及针对地产行业的强行政减产均较少出现。因此，弱数据可能带来政策预期交易，却不宜直接推导出强刺激或强限产。对于钢材市场而言，政策可以改善情绪和下方支撑，但若地产、基建和消费没有形成需求支撑，政策预期仍难以独立推动趋势性上涨。

2 供应调整滞后于需求，关注负反馈向原料端传导

上半年钢材市场的另一突出矛盾，是需求明显不足，但供应端收缩幅度相对有限。1—6 月粗钢产量为 4.9995 亿吨，同比下降 3.0%；生铁产量为 4.2664 亿吨，同比下降 2.8%；钢材产量为 7.1878 亿吨，同比仅下降 0.9%。粗钢和生铁虽然同比减量，但钢材产量基本维持高位，说明行业尚未完成实质性供给出清。在钢厂仍有利润、高炉生产具有连续性的情况下，供应调整通常滞后于需求变化。

进入传统淡季后，地产施工、户外工程和终端采购进一步走弱，而钢厂减产通常不会同步发生。需求下滑快于供应收缩，首先表现为成交下降和库存累积；库存压力随后压制钢价，钢价下跌

进一步压缩钢厂利润。当钢厂现金利润逐步接近盈亏平衡线，减产和检修才会真正扩大。这意味着当前需要关注的，不只是钢材价格本身，而是利润收缩是否开始推动铁水和高炉产量趋势性下降。

更需要警惕的是，钢厂减产在负反馈初期未必直接利多成材。铁水下降首先减少铁矿石、焦炭和焦煤需求，推动原料价格补跌；原料下跌又会降低钢材生产成本，使钢价原有的成本支撑继续下移。由此可能形成“需求走弱—库存累积—钢价下跌—利润压缩—钢厂减产—原料补跌—成本下移—成材再次承压”的完整负反馈链条。

因此，判断负反馈是否结束，不能只看钢厂是否开始减产，更要看减产幅度能否超过需求下滑速度，并推动库存由累积转向持续去化。如果铁水只是小幅下降，而需求继续恶化，供应收缩仍不足以改变成材压力；如果铁水出现连续、明显回落，库存增速同步放缓甚至转为去化，钢材才可能逐步形成新的供需平衡。

短期来看，钢厂利润、铁水产量和原料价格之间的传导将成为黑色产业链的核心矛盾。若利润继续下滑而铁水仍维持高位，钢价压力仍将积累；若铁水开始快速下降，则需要警惕铁矿和双焦先行补跌，并带动钢材成本中枢进一步下移。只有在供应真正出清、库存压力缓解以后，减产逻辑才会从负反馈转化为对钢价的正向支撑。

3 上周铁水继续回落，库存由增转降，供需边际改善

上周钢材市场呈现“供应回落、需求小幅改善、库存由增转降”的特征。高炉产能利用率和铁水产量继续下降，五大品种钢材产量同步回落；需求端虽较前一周有所修复，但终端成交仍然偏弱；库存则由累积转为下降，社会库存与钢厂库存同步去化。现货价格有所上涨、即期毛利改善，但钢厂盈利率继续下降，显示钢价反弹尚未完全转化为钢厂盈利修复。

上周全国高炉产能利用率回落，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 89.8%，环比下降 0.8 个百分点，同比下降 0.1 个百分点。日均铁水产量下降 2.1 万吨至 239.1 万吨，连续回落后重新降至 240 万吨以下，显示钢厂利润收缩和淡季需求偏弱已经开始向生产端传导。铁水下降是当前供给端较为关键的变化，但绝对水平仍不算低，供应压力尚未完全消除。

上周五大品种钢材周产量降至 825.8 万吨，环比下降 2.5%，同比下降 4.9%，螺纹钢与热卷产量均出现回落。与前期主要依赖品种结构调整不同，本轮减量体现出钢材总供应开始实质性收缩。随着利润继续承压，钢厂检修和减产范围有所扩大，供给端对库存的压力边际减轻。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1168.9 万吨，环比下降 1.1%，同比仍增加 26.8%；钢厂库存为 447.2 万吨，环比下降 1.1%，同比增加 7.6%。钢材总库存由增转降，周环比下降 1.1%，降幅较前一周扩大 1.8 个百分点，社会库存和钢厂库存同步下降。库存拐点的出现主要受供应减量和表需改善共同推动，但同比库存仍明显偏高，说明当前去库更多是阶段性改善，尚不足以确认供需格局已经全面扭转。

需求端有所修复。上周五大品种钢材表观消费为 843.7 万吨，环比增加 0.9%，同比下降 3.0%；其中螺纹钢表观消费为 204.4 万吨，环比增加 4.9%，同比仅下降 0.8%。螺纹表需修复幅度较为明显，对库存由增转降形成直接支撑。不过，建筑钢材成交周均值降至 8.4 万吨，环比下降 5.3%，说明终端实际成交仍然偏弱，表需改善可能受到库存节奏和短期资源流转影响，持续性

仍需观察。

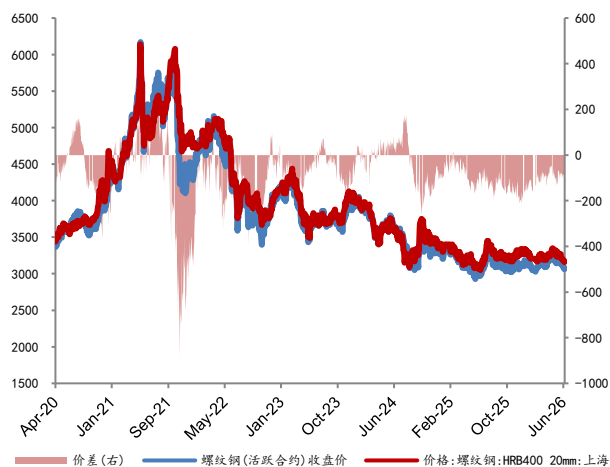
价格与利润方面，上周钢材现货价格上涨，主流钢材品种即期毛利有所改善，但 247 家钢厂盈利率降至 37.2%，较前一周下降 3.0 个百分点。现货价格反弹与钢厂盈利率下降并存，说明部分钢厂仍受到原料成本、区域价差和品种利润分化影响。综合来看，当前钢市已出现铁水回落、供应减量和库存转降等边际改善信号，但终端成交仍弱、库存同比仍高，短期更适合理解为弱现实下的阶段性修复，而非趋势反转。后续重点关注铁水能否继续下降、库存去化能否延续，以及需求改善能否从表需数据进一步传导至真实成交。

4 小结

中国二季度 GDP 同比增长 4.3%，低于一季度的 5.0%，并创三年半以来最低增速。在经济增长动能放缓的背景下，市场对月底中央政治局会议释放增量政策的预期有所升温，黑色产业链情绪受到提振。但回顾近期重要会议，直接利好黑色需求的政策相对有限，对本次政策刺激不宜抱有过高期待。

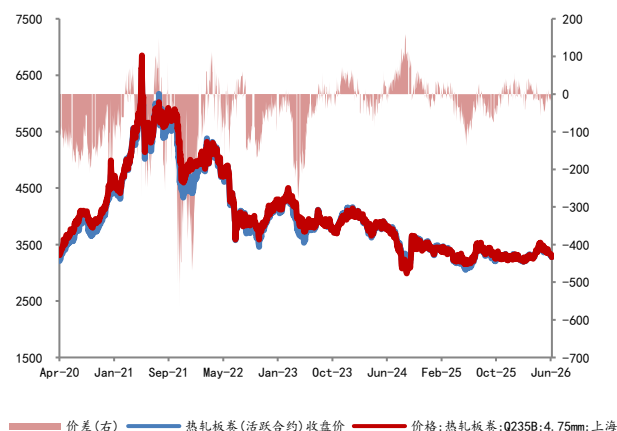
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



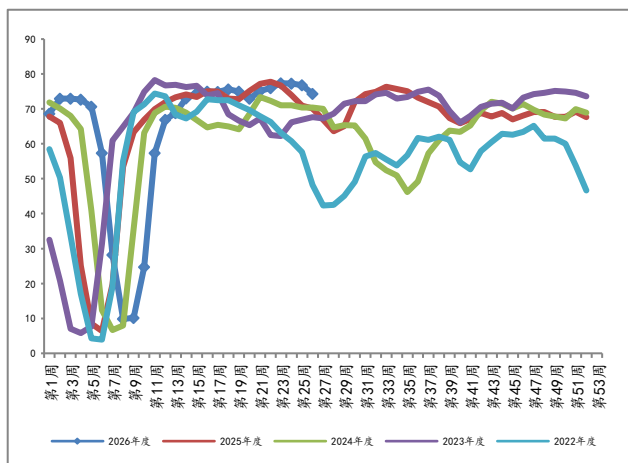
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



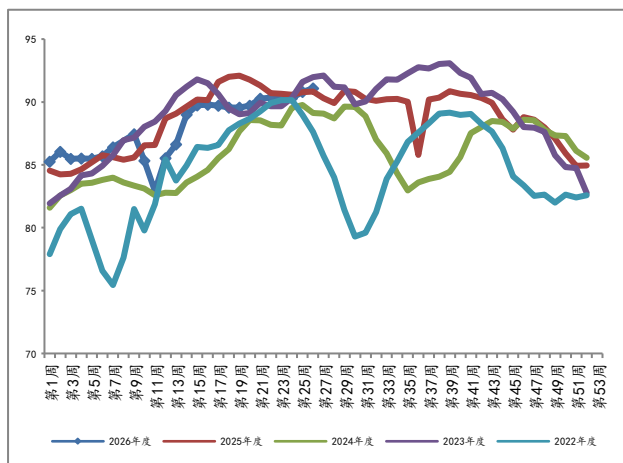
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



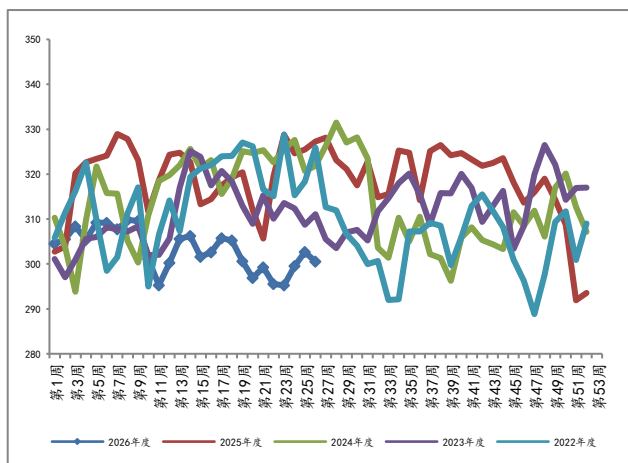
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



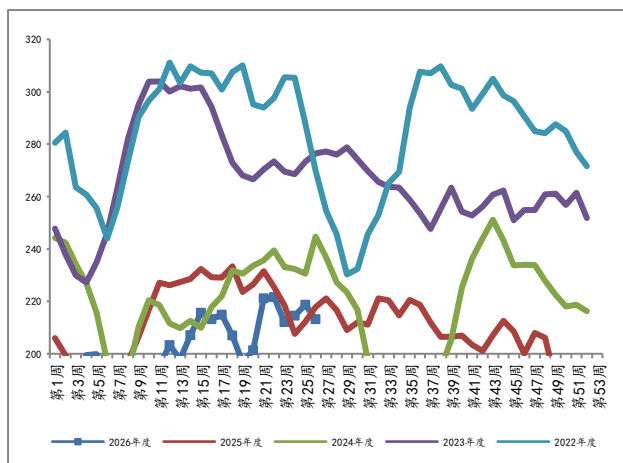
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



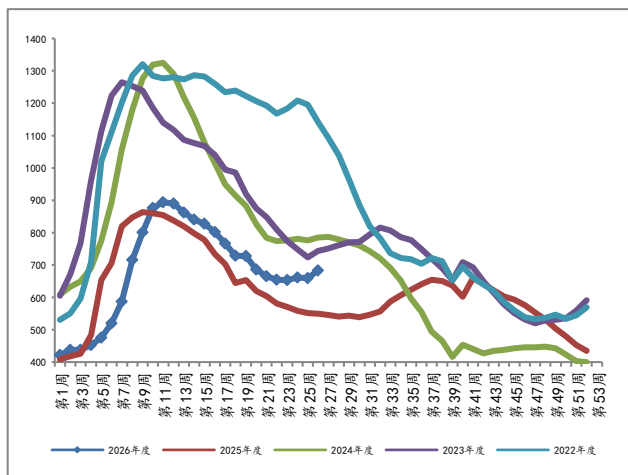
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



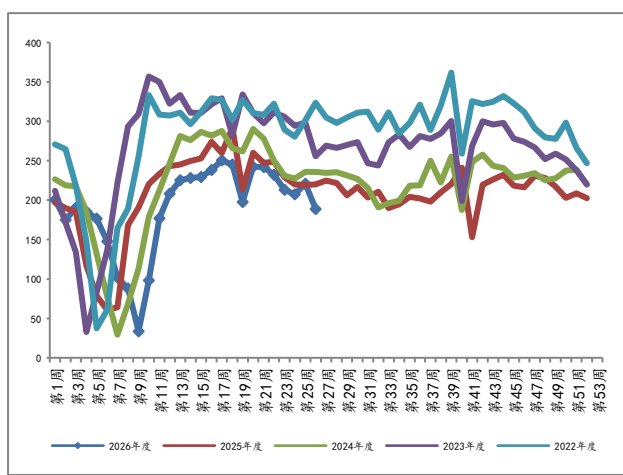
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 伊朗关闭世界油阀

近一周来，美军已对伊朗境内大量目标发动多轮空袭，伊朗打击数个美国在中东的军事基地作为反击，此举令不久前签订的美伊谅解备忘录名存实亡，霍尔木兹海峡通航恢复势头横遭遏止。

伊朗革命卫队宣布，鉴于外国势力非法干预造成的不安全局面，霍尔木兹海峡即日起再度关闭，任何船只不得通过，直至美国停止干涉后另行通知。美国总统特朗普坚称霍尔木兹海峡是畅通的，仍有商船在美军协调下通过。从军事角度看，美国掌握中东绝对的制海制空权，但仅靠轰炸伊朗无法实现霍尔木兹海峡航行自由，双方对地缘话事权的争夺表现出长期性和非对称性。

随着伊朗接二连三地袭击过往船只，航司和保险行业审慎考虑波斯湾航线，打破了外界对于航运迅速恢复的乐观预期。原油市场重新开始正视供应中断的威胁，问题久拖不决对全球能源安全的伤害将持续加深。

2 协议作废战火重燃

美国总统特朗普已正式通知国会，对伊朗战事重新爆发，刺激国际油价应声大涨。

在一系列由霍尔木兹海峡管辖权之争引发的报复性打击之后，美军将开始执行对所有伊朗港口及沿海地区的海上封锁，封锁行动不会阻碍中立船只经由霍尔木兹海峡前往非伊朗目的地，或从非伊朗目的地驶离的过境通行。特朗普在社交媒体发文称，霍尔木兹海峡将对除伊朗以外所有船只开放，并与海湾诸国签订投资和贸易协议作为对美国的补偿。

伊朗声称，美国引导船只经过的霍尔木兹海峡南部航线“不安全，不可靠，易发生事故”，并使用导弹击中两艘阿联酋油轮，此前通航复苏一片向好的态势被骤然终结。现在市场重新意识到，世界油阀已经沦为美伊以不负责任博弈行为的筹码，各方都置全球能源安全于不顾，对石油危机的担忧情绪再次占据主导。

3 通航几近陷入停滞

由于美伊互相发动多起报复式打击，近期霍尔木兹海峡通航量急剧下降，海湾地区原油运输基本陷入停滞。

据英国海事机构调查：自伊朗宣布免费开放霍尔木兹海峡以来，7月上旬驶离波斯湾的船舶数量激增，日均可达到 35 艘或以上；然而在伊朗袭船和美军轰炸开始后，日通行船舶数量从最高 51 艘锐减至 5 艘。该机构将目前霍尔木兹海峡及周边海域风险等级评为“危急”，伊朗重点打击的南部航道基本被弃用，6月中下旬起部分恢复的航运再次回到实质性关闭状态。

霍尔木兹海峡主要有两条航道，伊朗强制要求船舶经由受其管控的北部航道，美军则在靠近阿曼一侧的南部航道提供通行协助，美伊对霍尔木兹海峡话事权之争引发本次危机，后续应密切关注实际通航情况，谨防原油市场预期再度反转风险。

4 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。

5 局势已难体面收场

《华尔街日报》评论称，美国对伊朗发动的战争进入“危险的新阶段”。

美国总统特朗普威胁伊朗称，除了恢复执行全面海上封锁，还将袭击桥梁、电厂等民用基础设施，且不排除向伊朗派遣地面部队的可能性。据外媒披露，白宫战情会议上讨论对伊朗大规模进攻计划，“将比当前围绕霍尔木兹海峡的打击行动更为广泛”。伊朗革命卫队声明，打击了美军在巴林、约旦、科威特等国的基地。

事到如今，美伊冲突可能会演变成一场旷日持久的消耗性对抗，之前一系列反复无常加剧了双方战略不互信，使达成和平协议变得异常困难，特朗普当局深陷自己一手造成的困境，找不到体面收场的方法。

波斯湾原油出口正常化预期落空，刺激地缘风险溢价迅速回归。本轮油价反弹更多是对前期超跌的修复，如果未来实际供应中断真正发生，原油市场还将面临估值重构性质的尾部风险。

6 主流预期剧烈反转

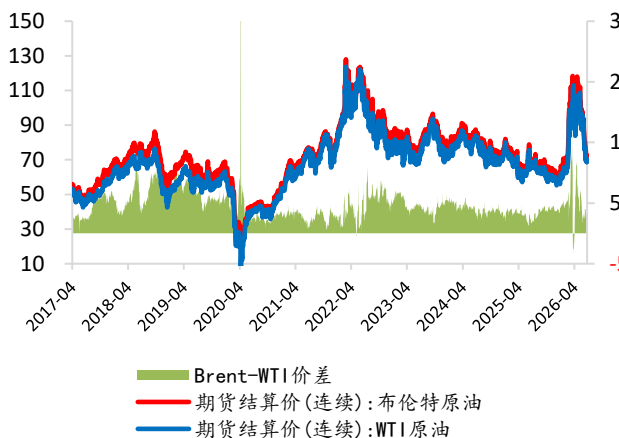
随着美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡倒退回实质性封锁状态，改变了此前原油供需宽松预期，全球能源体系或将面临真实危机。

回顾 6 月下旬美伊签署谅解备忘录，外界对特朗普编造的和平叙事信以为真，高盛、大摩等投行观点一步跳返到原油供应过剩逻辑，现如今这样的乐观情绪已然烟消云散。事实证明，美伊均严重低估了对手争夺霍尔木兹海峡实控权的战略决心，中短期内爆发大规模军事对抗的概率正在上升。

本轮油价反弹主要受地缘风险情绪驱动，但真正需要担忧的是，冲突持续升级最终可能造成原油断供的后果。我们先前援引主流能源机构研判，年中前后是解决问题的最后窗口期，而目前波斯湾原油出口基本陷入停滞，同时美国及 IEA 首轮抛储已所剩无几，一旦供应缺口演变为不可逆的供需失衡，国际油价重心将长期维持高位运行。

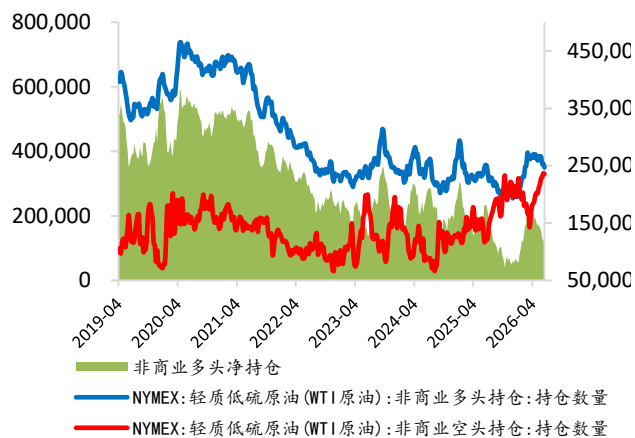
7 原油期现数据

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



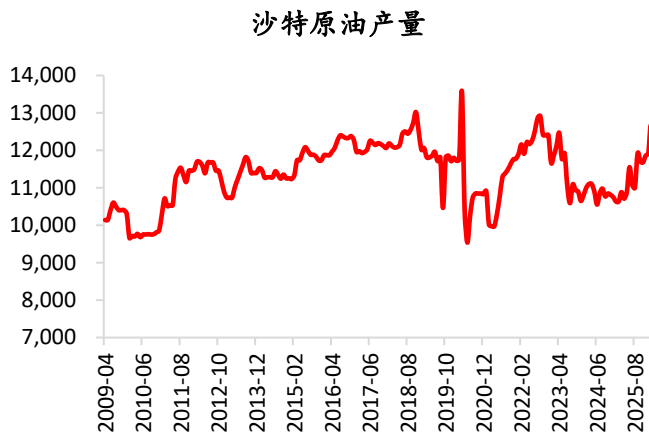
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



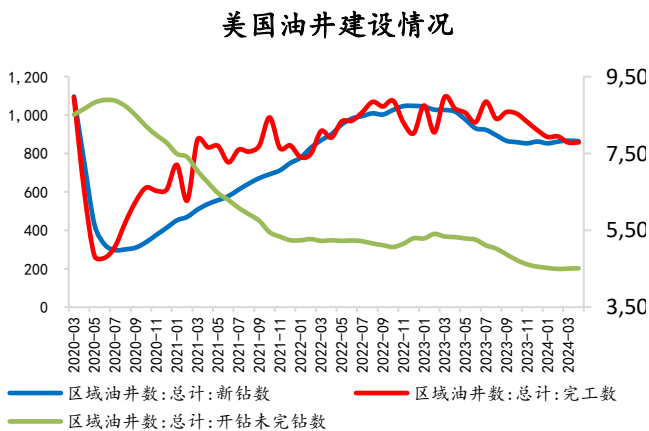
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



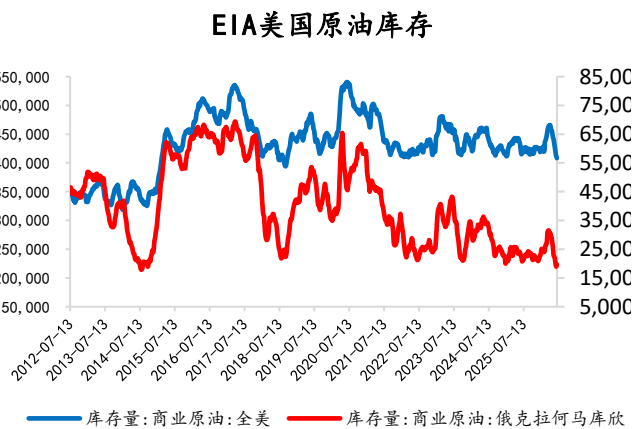
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



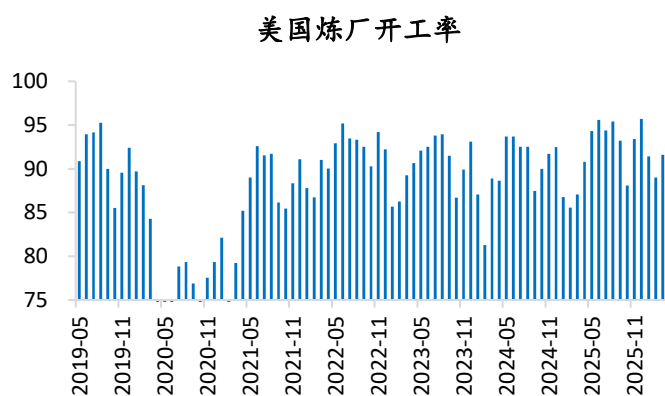
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



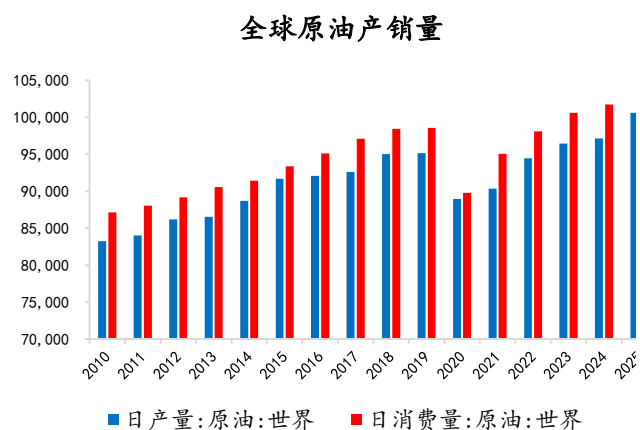
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

天然橡胶

1 供应主导远近分化

当前，天然橡胶走势受供应端预期交易主导，特点是近远端逻辑明显分化。

5-6 月开割初期国内云南主产区气温接近往年平均水平，版纳大部地区降水量正常或略低，未出现高温干旱的不利天气。进入 7 月后降雨逐渐增加，台风“巴威”路径偏向闽浙沿海，未直接登陆海南产区，仅局部降雨短期干扰割胶作业。7-9 月亦为东南主产区割胶上量阶段，泰国原料持续释放价格走低，后期进口到港逐步增多。然而，主流权威气象机构一致预测，夏秋季将发生中等以上级别的厄尔尼诺现象，Nino3.4 指数 1.8，意味着下半年东南亚出现极端天气的概率较高，旺产季干旱少雨或影响割胶进程，进而导致全球性大规模减产。

综上，天然橡胶期货市场呈远期高升水特征，供应递增和库存高位压制近月合约上涨空间，但 ANRPC 下调全年产量预期令远月合约炒作情绪升温。

2 上量过渡季节特征

海内外天然橡胶主产区均已稳定进入上量阶段，泰国、越南及国内云南、海南全面割胶，随着新胶持续流向市场，产地原料收购价格环比压低。回顾 4 月下旬至 5 月，开割早期胶水和杯胶价格坚挺上扬，显示出加工厂对原材料的补库行为。进入 6 月中旬以来，虽然降雨偏多阶段性阻碍割胶作业，但开割季雨水充沛整体推高胶水产出，原料供应增加趋势下进入季节性下跌周期。7-8 月胶水和杯胶价格或仍存在一定下行空间，加工厂原料收购价下调后利润得到修复。天然橡胶期限结构来看，原料成本松动和主港累库节奏压制近月合约，而未来东南亚厄尔尼诺影响发酵程度，将决定 27 年远月合约高升水能否成立。

3 需求增长缺乏提振

上游海内外主产区天气正常，后续原料季节性上量预期升温，而下游橡胶轮胎企业成品库存环比累增，终端消费缺乏利好提振。

需求端正处于 7-8 月传统淡季，近期国内全钢胎开工率 60.12%，半钢胎开工率 62.34%，周度数据呈环比下滑趋势，中短期内提升动力不足。轮胎企业成品库存周转天数走高，内需疲软叠加出口下滑，对原料橡胶仅刚需采买，几无主动补库动作，经营现状难有明显改善。按照往年经验，待高温天气过后关注检修复产进度，8 月中旬后金九银十补库或有起色。

客观地，下游轮胎企业原料库存水平偏低，胶价回落刺激工厂逢低补货积极性，形成有效的底部支撑。长远来看，厄尔尼诺现象造成的干旱和减产终将虽迟但到，胶价重心有望逐步企稳抬升，淡季回调释放风险增加多头安全边际。

4 下游行业整体疲弱

厄尔尼诺现象暂时对近端供应扰动有限，但需求萎靡却是困扰橡胶轮胎产业链的现实因素。

国家统计局数据显示，2026 年 5 月中国橡胶轮胎外胎产量为 10730.9 万条，同比增加 4.6%；1-5 月橡胶轮胎外胎产量较上年同期增 1.9%至 5.0171 亿条。中国海关总署数据显示，2026 年前 5 个月中国新的充气橡胶轮胎出口量为 29623 万条，同比增长 2.6%。

中汽协公布的数据显示，6 月中国汽车市场产销分别完成 276 万辆和 281 万辆，环比分别增长 5.5%和 6.9%，同比分别下降 1.2%和 3.2%；2026 上半年，全国汽车产销量累计分别完成 1499.3 万辆和 1501.7 万辆，同比分别下降 4%和 4.1%。

欧盟委员会公布了针对原产于中国的乘用车及轻卡轮胎的反倾销终裁结果，自 2026 年 7 月 8 日起正式实施，税率为韩泰 4.3%，赛轮、玲珑等合作企业 24.4%，未应诉企业 45.3%。时值盛夏传统淡季，鉴于厄尔尼诺影响的滞后性，近月合约表现空间或受限。

5 多空博弈阶段降温

近期，天然橡胶基本面较为符合季节性特征，盘面多空博弈阶段性降温，短期参考天气、地缘等题材小幅波动。

云南版纳产区受台风过境带来的强降雨影响，体现为割胶不畅和收胶困难，一时原料价格有所上涨，但未来天气趋于稳定后将逐渐回落。海南产区降雨持续干扰原料产出，市面上流通货源略显偏紧，当地加工厂利润尚可小幅提价。东南亚主产区进入上量过渡期，胶水收购价格季节性偏弱，但后续旺季放量节奏或不及预期。下游厂商维持刚需采购，主动备货意愿不足，产业链暂时缺乏持续性驱动。

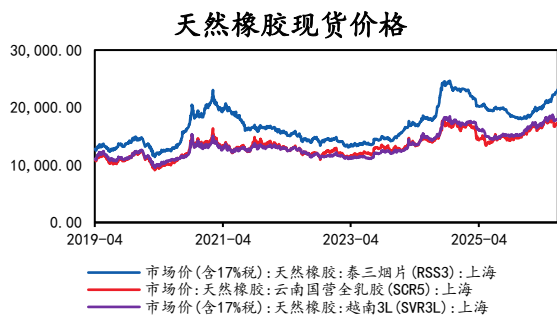
另一方面，美伊围绕霍尔木兹海峡的冲突再次激化，打破了原油供应恢复的乐观预期，油价上涨对能化板块及合成橡胶产生提振，间接作用于天然橡胶不过力度有限。预计胶价大概率维持区间震荡盘整，关注厄尔尼诺随时间推移的发酵程度。

6 周期重拾上升大势

天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，国际橡胶市场价格时隔十余年或重拾上涨趋势。2024 年迄今，天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，加上厄尔尼诺预期持续发酵，令期货盘面重心整体明显上移。

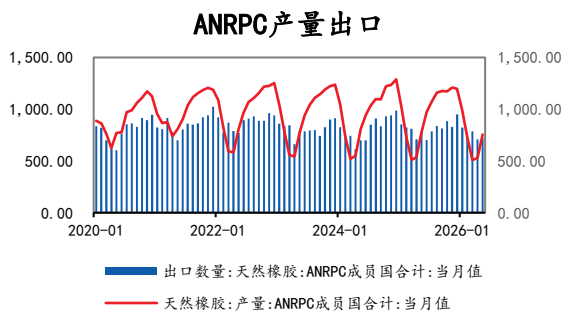
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



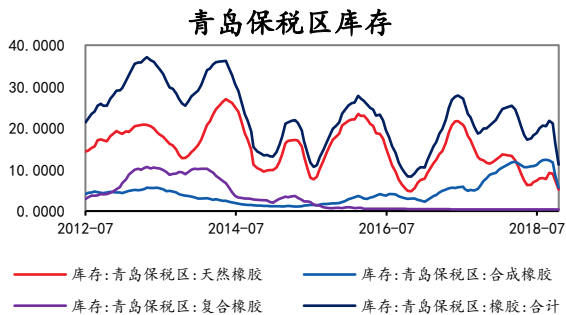
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



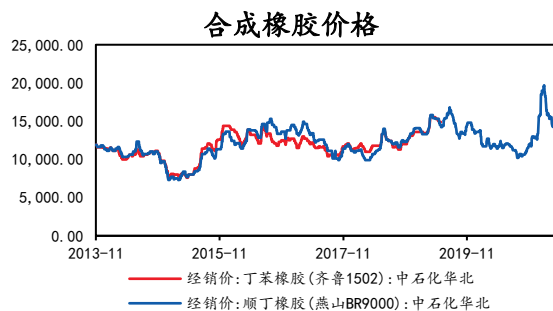
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



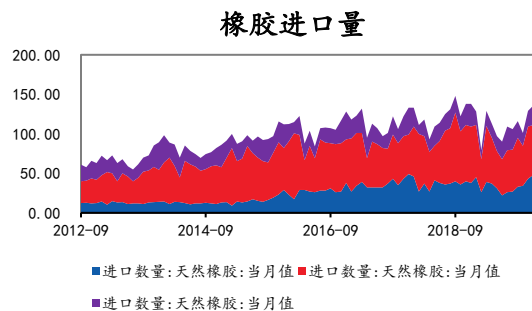
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



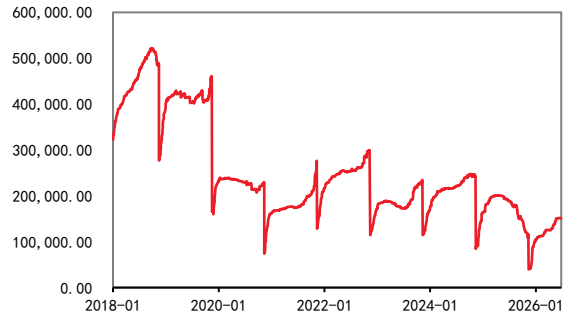
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



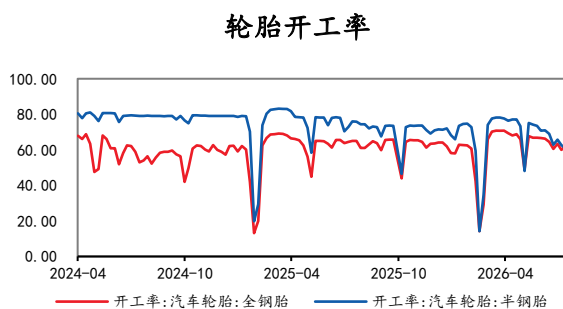
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



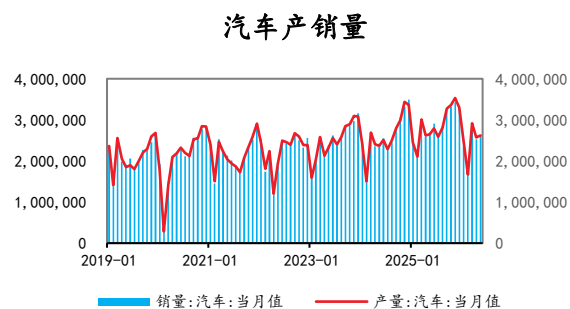
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43: 轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44: 汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆冲高未果，国内豆类市场粕强油弱

1 外部豆类市场分析

美豆优良率止降回升，产区天气受关注

美国农业部（USDA）公布的作物生长报告显示，截至 7 月 12 日当周，美豆优良率为 65%，前一周为 64%，上年同期为 70%；当周美豆开花率为 50%，去年同期和五年均值分别为 45%和 44%；当周美豆结荚率为 19%，去年同期和五年均值分别为 14%和 13%。当前美豆生长指标较好，6 月底的高温天气过程未对作物生长造成明显不利影响。天气预报显示，在经历一周高温天气后，美国中西部作物带下周预计气温回落，降雨机会增加，有助于改善作物前景。美国气候预测中心表示，当前厄尔尼诺现象有 81%的概率会持续到 2027 年，并将是一次非常强的事件。CBOT 大豆期货市场围绕 1200 美分关口反复震荡，潜在利多天气预期仍对盘面有抗跌支撑。

7 月供需报告利多，中国连续大单采购美豆

美国农业部于 7 月 10 日公布月度供需报告，预计 2026/2027 年度美豆产量为 44.75 亿蒲式耳，略高于报告前市场预期的 44.59 亿蒲式耳。美国农业部维持 2026/2027 年度美豆期末库存预估在 3.1 亿蒲式耳，低于报告前市场预期的 3.3 亿蒲式耳，主要是调低上年度库存所致。另外，2026/2027 年度全球大豆库存量被下调，进一步提升本次报告的利多影响。此外，近期美国农业部连续发布美豆对华出口大单，中国采购美国大豆呈现显著回暖态势。据估计，7 月 8 日以来，中方累计采购美豆数量在 100 万吨左右。中美大豆贸易活跃也被视为落实中美经贸框架协议、推动双边关系缓和的重要信号，也是近期美豆市场整体表现偏强的重要支撑。

产地棕榈油库存压力升高，印尼 B50 政策效果低于预期

检验机构发布的数据显示，7 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口增幅为 4%-12.4%，较前 10 日有所提高。SPPOMA 公布的同期产量环比增加 3.66%。产地棕榈油处于生产旺季，出口需求回落令库存压力升高。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。印尼 B50 生物柴油强制掺混配额发放延迟以及欧盟零毁林法规正在影响棕榈油价格。印尼 B50 政策效果低于预期，也是近期棕榈油市场反弹乏力的原因之一。

2 国内豆类市场分析

6 月进口大豆量创月度新高，豆粕保持累库节奏

海关总署公布的数据显示，中国 6 月大豆进口量为 1354.7 万吨，同比增长 10.5%，环比增长 14.9%，进口量创下历史同期新高。中国 1-6 月累计进口量为 5015.4 万吨，同比增 1.5%，增速较 1-5 月加快。6 月进口大豆到港量显著攀升，与巴西大豆出口能力强劲以及进口大豆通关速度加快有关。进口大豆供给宽松，国内油厂开工率维持高位，豆粕库存持续攀升。据中国粮油商务网统计，截至上周末，国内豆粕库存量为 85.08 万吨，周度增加 6.68 万吨。三季度仍是国内进口大豆到港高峰期，国内豆粕保持累库节奏，现货端供给压力削弱粕价上涨的主动性。

三大油脂总库存持续攀升，油脂板块因基本面差异走势分化

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 239.75 万吨，周度增加 5.24 万吨，其中豆油库存为 127.49 万吨，周度增加 7.31 万吨；食用棕榈油库存为 72.8 万吨，周度下降 1.33 万吨；菜油库存为 39.46 万吨，周度下降 0.74 万吨。加拿大油菜主产区遭遇高温天气，欧洲面临第三轮热浪，外部菜籽减产担忧加剧，叠加国内现货供应偏紧，菜油市场买盘强劲保持升势。产地棕榈油基本面依然偏弱，累库压力升高，B50 政策效果低于预期，桐油市场缺少上行驱动。国内豆油库存高企，美豆产区降温预报削弱天气支撑。整体来看，油脂

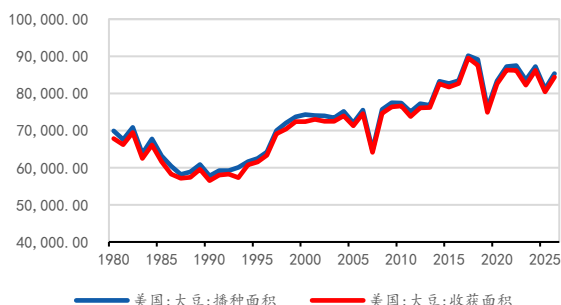
板块单边驱动不足，基本面差异导致的分化行情有望持续。

3 油脂油料市场展望

美豆陆续进入单产形成最为关键时段，天气的不确定性正在吸引资金增持美豆天气升水。根据最新发布的 CFTC 持仓报告，投机基金在美豆市场上的持仓策略发生了显著逆转，结束了此前长达八周的净多单减持趋势，采取增多减空策略推动净多单快速回升。当前 CBOT 大豆市场处于天气炒作的初始阶段，天气市运行过程中的美豆市场往往易涨难跌。国内豆粕市场在原料端高度依赖进口，成本与预期是影响国内豆粕市场走势的关键。虽然国内豆粕累库压力不支持粕价主动回升，但在美豆天气炒作情绪降温前，国内豆粕市场仍具备冲高潜力。油脂市场缺少有效指引，各品种在自身基本面影响下维持分化行情，短期走势仍易反复。国产大豆进入生长关键期，台风带来充沛降雨，整体利于大豆生长。储备大豆拍卖常态化，市场对秋季大豆看涨信心不足。豆一期货市场买盘动力不足，价格重心震荡下移。

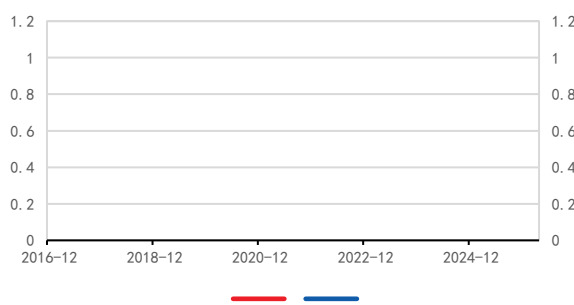
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



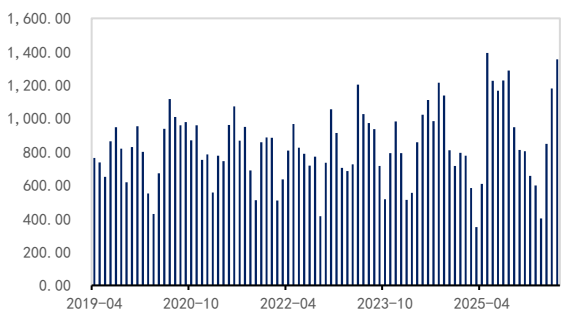
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



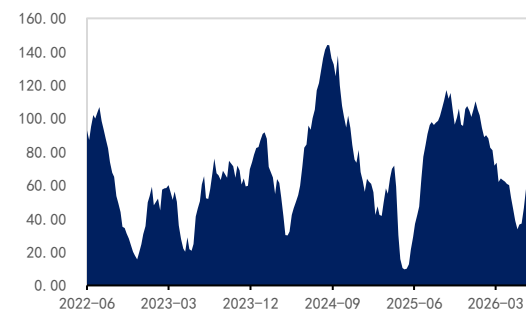
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：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 48：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

