

中金财富期货策略周报（2026 年第 26 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：布伦特原油单月涨幅有望创下今年 3 月霍尔木兹封锁以来最大月度涨幅，如果霍尔木兹海峡持续受阻、曼德海峡封锁成真，油价存在进一步冲向 120 美元乃至更高的风险。但是一旦川普 TACO，油价也可能大幅回落，短期内适当关注油价波动的影响，尤其参与相关品种注意设置风控。

股指期货：隔夜美股在油价上涨的压力下回落，叠加长鑫上市前市场偏紧张的情绪，预计指数短期内仍有回踩前期低点的风险，但整体看市场风险可控，可继续关注指数回踩前期低点的短多机会。

铜：地缘风险推动国际油价逼近 100 美元/桶，高油价重燃通胀担忧，市场对美联储 9 月加息的预期概率跃升至 78% 以上，有色集体走弱。LME 铜库存已降至约 28.4 万吨，且仍在去化。国内社会库存也处于年内低位，现货市场维持高升水，持货商挺价意愿强，供应紧张为铜价提供了坚实支撑。低库存的基本面给予价格支撑，然而高价以及宏观层面的紧缩预期限制了上行的弹性，多空交织下，导致价格进退两难。短期内油价对全球资产价格影响较大，注意观察地缘政治走向。

锌：海外矿山生产不稳，原料端频频“断供”，库存已滑落至近两年谷底。受此影响，冶炼厂不仅面临“无米下锅”的窘境，其利润空间亦被压缩至亏损边缘，导致精炼锌产出有明确的下滑预期，供应压力正在主动释放。需求方面，淡季效应显著，高温多雨严重抑制终端消费，镀锌开工率承压，现货市场呈现高贴水、弱成交的特征。当前市场正处于“矿端强现实”与“终端弱需求”的拉锯之中，价格上行受制于高企的社会库存和采购意愿的不足，下行则有刚性成本与供给缩量托底。

钢材：钢材仍处于淡季需求偏弱、库存累积与成本抬升的博弈之中。能源及焦煤价格上涨对成本形成一定支撑，但在终端需求不足的背景下，成本向成材价格传导不畅，钢厂利润进一步受到压缩，被动减产预期随之增强。

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。

橡胶：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。

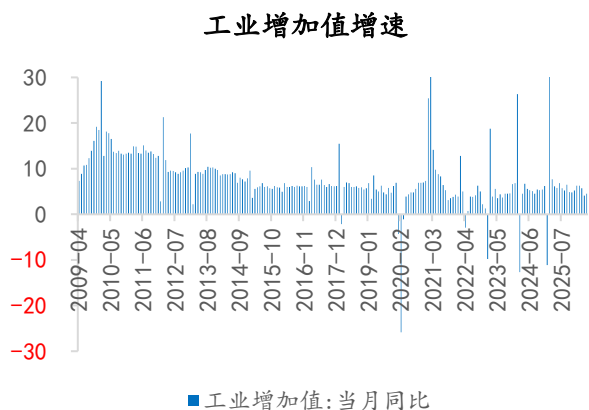
油脂油料：高温天气和强劲出口需求交替为美豆市场注入涨能。当前正值美豆单产形成最为关键时段，天气的不确定性正在吸引资金增持美豆天气升水。天气预报显示，美国中西部地区本周末气温再度回升，多数地区维持干燥或少量降雨，不利于处在结荚期的大豆作物生长。CBOT 大豆市场天气炒作情绪已被全面激活，潜在减产天气将继续提升美豆市场的抗跌性。国内豆粕市场在原料端高度依赖进口，成本、预期及资金层面形成强势联动。虽然国内豆粕累库压力不支持粕价主动回升，但在美豆天气炒作情绪降温前，国内豆粕市场将保持跟涨节奏。强势原油对油脂市场乃至整个商品市场的外溢效应仍在释放。整体来看，随着棕榈油市场打破震荡僵局，油脂市场买盘情绪明显回升，维持震荡上行的概率有望增强。国产大豆进入生长关键期，产区作物长势良好。储备大豆拍卖常态化，进口大豆供给宽松，市场对秋季新豆价格看涨信心不足，但受油脂油料整体反弹提振，豆一期货市场有望维持跟涨状态。

目录

周度策略：地缘问题持续动荡，工业品跟随波动	- 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 财政是下半年经济的关键	- 6 -
4 宏观策略	- 8 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
铜	- 10 -
1 影响因素	- 10 -
2 结论	- 11 -
钢材	- 16 -
1 能源冲击向外扩散，黑色暂未跟随但不宜忽视地缘风险	- 16 -
2 铁水继续回落，但钢材产量反弹，库存重新累积	- 16 -
3 小结	- 17 -
4 钢材期货现货数据	- 17 -
原油	- 20 -
1 断供危机持续升温	- 20 -
2 霍尔木兹航运停滞	- 20 -
3 曼德海峡亦遭双杀	- 20 -
4 特朗普再次放狠话	- 21 -
5 高盛观点改口唱多	- 21 -
6 主流预期剧烈反转	- 21 -
7 原油期现数据	- 22 -
天然橡胶	- 24 -
1 供应主导远近分化	- 24 -
2 上量过渡季节特征	- 24 -
3 厄尔尼诺状态确认	- 24 -
4 未来减产预期增强	- 24 -
5 多空博弈阶段降温	- 25 -
6 周期重拾上升大势	- 25 -
7 橡胶期现数据	- 25 -
1 外部豆类市场分析	- 29 -
4 油脂油料市场主要数据	- 30 -

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



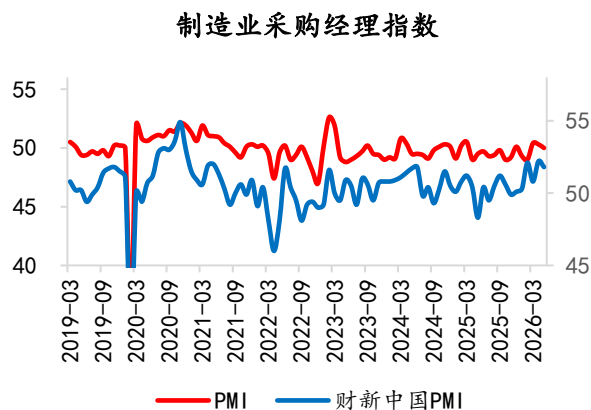
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



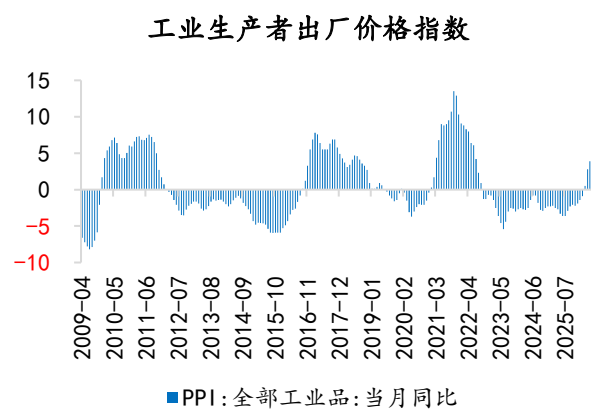
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



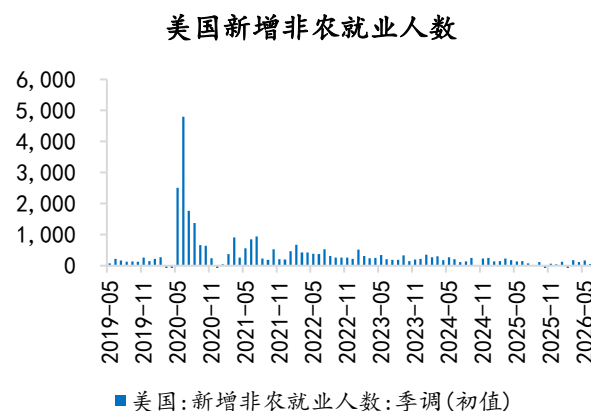
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：地缘问题持续动荡，工业品跟随波动

此轮美伊冲突持续十多日，叠加胡塞武装封锁红海，原油市场情绪变得更加紧张，油价破百风险上升；但是令人大跌眼镜的是，特朗普在油价站上 90 美元之后再度展露 TACO 意图，暂停对伊朗的轰炸。之前油价大涨加剧了市场对于通胀上升和美联储加息预期的担忧，全球股市大幅震荡，工业品也跟随震荡。

地缘政治再起波澜

7 月中旬以来，美伊冲突再升级，霍尔木兹海峡二次封锁，布伦特油价重回近百元高位，而成品油价格已经快速突破前高。本轮冲突的烈度与波及范围均较 6 月 17 日停火前明显上升，且近期美军死亡人数攀升，胡塞武装宣布封锁红海、并对沙特油轮发动袭击，均显示事态可能继续升级。

2 月底美伊首次爆发冲突，霍尔木兹海峡首次封锁，油价上涨相对“克制”，很大程度上得益于海湾绕道路线（红海替代路线及阿曼湾）及非海湾国家的供给补充，3-5 月海湾内外的供给合计增加约 900-950 万桶/天，对冲了约 6 成冲突前海峡的供应；其次是库存缓冲及成功的预期管理，约有 300 万桶/天的供给缺口由库存释放填补，海峡“很快重开”的预期管理下微观主体选择较多消耗库存而非囤油；需求防火门，部分缺口或由需求“破坏”和需求“延迟”共同填补，而中国及欧洲能源体系的电力转型加速使得原油需求侧的弹性缓冲更为充裕。

虽然 6 月部分复航又重新建立起少量缓冲，但此前的库存及预期管理带来的缓冲带小时，胡塞武装封锁红海也冲击此前的海峡绕道供给，近期俄乌冲突削弱俄罗斯供给能力，也为全球能源缺口雪上加霜。

多重因素导致本轮动态供给缺口明显大于 3-5 月。预计 7 月 8 日冲突再度升级以来，截至 7 月 20 日，海峡通行受限后的静态供给缺口已从 6 月的 350 万桶/天放大至 550-600 万桶/天（约占全球需求的 5-6%），接近 3-5 月水平，且红海和阿曼冲突升级或进一步放大缺口。

图表 1：阿曼湾原油出口量



资料来源：Kpler，中金财富期货研究所

俄罗斯、美国等非海湾国家出口在 6 月增速放缓、全球原油产量尚未恢复，7 月以来乌克兰对俄能源基础设施持续打击，影响其约 30% 的炼油产能（约 200 万桶/天）。

随着美伊打破《伊斯兰堡备忘录》，伊朗很难接受回到此前协议框架，由于反击带来的回报过高，伊朗寻求美国做出更大的让步。相比伊朗退缩，特朗普“TACO”反而是更可能发生的情形，但时点和条件难以预测。中东问题有跟随俄乌冲突一样，滑向“烂尾”和长期化的泥潭，预测战争走向和双方行为非常困难。

整体看，原油市场存在一定程度失控的风险，其对资本市场的影响仍值得密切关注。不过我们认为油价上行对高位资产影响更大，如美股，对位置相对较低的有色金属和贵金属影响相对较小。

财政政策力度进一步收缩

上半年，全国一般公共预算收入约 12.1 万亿元，同比增长 4.7%。其中，全国税收收入约 9.79 万亿元，同比增长 5.3%。全国一般公共预算支出约 14.33 万亿元，同比增长 1.5%。

6 月财政一二本账分化明显。第一本账收支双双回暖，但第二本账收支则降幅扩大，导致广义支出和财政政策力度指数下行：

一般公共预算收入增速提高，支出在民生拉动下由负转正。6 月收入同比增长 8.7%，上半年累计增长 4.7%、继续抬升；税收收入连续四个月高增，受价格回暖、企业盈利改善、征管加强支撑，其中企业所得税大幅上行至 29.7%、为最大拉动项，个人所得税、证券交易印花税维持较高增速，增值税、消费税增速回落。支出当月同比增长 4%，由负转正；结构上民生类支出显著转暖是主要拉动项，基建类支出尚未发力，农林水事务支出仍是支出端最大拖累项。

政府性基金预算收支降幅扩大，上半年土地出让收入未破万亿。6 月第二本账收入同比降幅

扩大至-31.1%，土地出让收入降幅进一步扩大至-42.1%；支出同比下降 43.7%，主要是土地出让收入相关支出以外的其他支出大幅下滑。超长期特别国债资金虽已基本下达，但尚未在 6 月形成实物工作量。

总体来看，广义财政收支增速双双回落，政策力度指数继续向下，财政缺口进一步收缩。预计 7 月广义财政支出将迎来回暖，关注 7 月底政治局会议对存量财政政策加速落地的推动。

继续关注地缘政治因素的影响

布伦特原油单月涨幅有望创下今年 3 月霍尔木兹封锁以来最大月度涨幅，如果霍尔木兹海峡持续受阻、曼德海峡封锁成真，油价存在进一步冲向 120 美元乃至更高的风险。但是一旦川普 TACO，油价也可能大幅回落，短期内适当关注油价波动的影响，尤其参与相关品种注意设置风控。

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 23 日	证监会：综合施策全力维护市场平稳运行，提升资本市场韧性	坚持打大打恶打重点，提高监管执法质效	推动中长期资金稳步提升入市规模和比例
	7 月 22 日	特朗普：美国不需要霍尔木兹、伊朗轰一船就炸一桥或电厂	伊朗警告报复美利益设施、“谁都别想卖油”	美伊局势进一步升级
数据	7 月 23 日	上半年全国一般公共预算收入同比增长 4.7%	税收收入中，国内增值税、个人所得税等增长较快，证券交易印花税同比大增 97.3%	契税、土地增值税等有所下降
	7 月 20 日	中国 7 月 LPR 连续 14 个月维持不变	5 年期以上 3.5%，1 年期 3%	下半年稳增长政策有望加码，实施政策性降息的可能性比较大，估计降息幅度会在 10 到 20 个基点
事件	7 月 24 日	商务部：中美探讨推进各自 300 亿美元规模的对等降税框架安排	中美双方经贸团队正在就贸易理事会架构、职能、运行模式等具体安排保持密切沟通，并探讨推进各自 300 亿美元规模的对等降税框架安排	推动关税水平下降

资料来源：中金财富期货研究所

2 财政是下半年经济的关键

2026 年 1-6 月一般财政收入累计 12.1 万亿，同比 4.7%（1-5 月同比 4%）；6 月一般财政收入 2.06 万亿，同比 8.7%（5 月同比 6.6%）。1-6 月一般财政支出累计 14.33 万亿，同比 1.5%（1-5 月同比 0.8%）；6 月一般财政支出 2.95 万亿，同比 4%（5 月同比 -1.6%）。

上半年财政收入端“明显修复”，PPI 回升、外需偏强带动生产改善、国有资产盘活等是主要支撑，支出端“先快后慢”，地方财政支出偏慢、基建相关支出明显放缓是主要拖累。单月看，6 月财政有喜有忧、收支分化格局延续，“喜”在一般财政收入增速创去年以来最高水平、地方财政支出有所加快等，“忧”在土地财政延续偏弱、一般财政支出进度仍然偏慢等。往后看，继续提示：二季度以来大部分指标延续放缓、且出现加速下滑迹象，叠加近期美伊局势有所反复，指向仍需关注高油价的滞后冲击。具体到财政端，发力效果是决定年内经济韧性的关键变量，短期重点仍是“用好用足”存量政策，尤其是推动政府债券、政策性金融工具加快落地等，尽快形成实物工作量。

上半年看，财政运行呈现“收入明显修复”、“支出先快后慢”的特征。具体来看，收入端，上半年财政收入明显修复，一般财政收入累计同比 4.7%、较上年底抬升 6.4 个百分点，主因 PPI 回升、外需偏强带动生产改善、国有资产进一步盘活等，土地财政延续偏弱、对政府性基金收支两端拖累仍明显。支出端，上半年财政支出“先快后慢”，1-2 月一般财政支出进度为 15.6%、好于季节性，但 3 月往后明显放缓，3-6 月支出进度为 32.2%、明显慢于季节性，背后地方财政支出偏弱、基建相关支出放缓是主要拖累。

往后看，继续提示：二季度以来大部分指标延续放缓、且出现加速下滑迹象，叠加近期美伊局势有所反复，指向仍需关注高油价的滞后冲击。具体到财政端，发力效果是决定下半年经济韧性的关键变量，短期重点仍是“用好用足”存量政策。具体来看二季度以来大部分指标延续放缓、且出现加速下滑迹象，尤其是消费、投资大降，再叠加近期美伊局势有所反复，指向仍需关注高油价的滞后冲击。政策端短期紧盯 7 月底政治局会议定调，预计仍会保持积极取向、做好增量政策储备，但重点不是强刺激，而是推动已有政策尽快落地、“用好用足”。具体到财政端，财政发力效果是决定下半年经济韧性的关键，短期重点仍是“用好用足”存量政策，尤其是推动政府债券、政策性金融工具等加快落地，尽快形成实物工作量。

3 流动性：央行将开展 5000 亿元 MLF 续作，中期流动性恢复净投放

7 月 23 日，央行发布消息，为保持银行体系流动性充裕，将于 7 月 24 日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。7 月有 4000 亿 MLF 到期，这意味着 7 月 MLF 续作加量 1000 亿，为连续第三个月加量续作，加量规模较上月低 1000 亿，基本符合市场预期。考虑到 7 月两个期限品种的买断式逆回购加量 7000 亿，这意味着当月央行中期流动性操作合计加量 8000 亿，扭转了此前连续四个月的缩量势头，意味着 7 月三个中期流动性工具全面恢复净投放。

7 月 MLF 连续第三个月加量续作，以及中期流动性恢复净投放，有两个直接原因：首先，在前期央行公开市场各项操作适度调减等带动下，7 月市场利率回升。其中，DR001 和 DR007 都已升至政策利率（1.4%）附近，1 年期商业银行（AAA 级）同业存单到期收益率也有一定幅度上行。这意味着前期市场流动性偏松局面已经扭转。7 月中期流动性恢复净投放，有助于保持市场流动性充裕，避免市场利率过度上行，进而稳定市场预期。

其次，从已公布的发债计划来看，7 月政府债券净融资将显著放量，有望达到 1.3 万亿左右，较上月大幅增加 4000 亿左右。这样来看，7 月中期流动性加量续作，有利于支持政府债券顺利发行，体现货币、财政政策协同。

4 宏观策略

布伦特原油单月涨幅有望创下今年 3 月霍尔木兹海峡封锁以来最大月度涨幅，如果霍尔木兹海峡持续受阻、曼德海峡封锁成真，油价存在进一步冲向 120 美元乃至更高的风险。但是一旦川普 TACO，油价也可能大幅回落，短期内适当关注油价波动的影响，尤其参与相关品种注意设置风控。

5 股指期货市场分析

指数连续调整之后回升

上周两市出现超跌反弹行情。其中沪深 300 指数周+2.65%，上证 50 指数周+4.56%，中证 500 指数周+0.25%，中证 1000 指数周-2.4%，科技股整体偏弱，蓝筹股相核相对较强。

近期指数调整主要受两个因素影响，其一是原油，其二是 AI 叙事

原油方面，2026 年 7 月中旬以来，美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡遭遇二次封锁，布伦特原油迅速逼近 100 美元/桶大关。与今年 3-5 月的首次封锁不同，当前全球能源市场的“缓冲垫”已消耗殆尽，本轮冲击或超上一轮。

随着美国战略石油储备（SPR）降至 1983 年以来最低、红海与阿曼湾绕行通道遇袭，以及俄乌冲突对俄罗斯炼厂的实质性摧毁，当前的静态原油供给缺口已飙升至 550-600 万桶/天（占全球需求 5-6%）。原油价格大涨，对科技股走势造成较大影响。

其次是 AI 叙事，谷歌的资本开支超预期，但是自由现金流提前转负。据摩根士丹利最新报告警告，由人工智能（AI）驱动的半导体存储行业狂欢正接近拐点，内存合同价格预计将于第四季度见顶，标志着本轮产业周期正在发生深刻转变。

据追风交易台，摩根士丹利亚洲及欧洲科技研究主管 Shawn Kim 在 7 月 21 日发布的报告中表示，市场对存储制造商的盈利上调动能正在显著减弱，数据显示净盈利上调率已从 92% 的峰值回落至 77%。这一早期信号表明，盈利升级周期正在失去动力，市场对存储行业盈利的定价正回归理性，而非此前的狂热状态。

受此影响，行业巨头的估值已从近期高点大幅回撤。SK 海力士的一年期远期每股收益近期出现下滑，其市净率回落至 2.5 倍，三星的市净率则降至 1.7 倍。尽管估值仍高于长期平均水平，但投资者已开始对见顶的增长率及潜在的利润收缩做出反应。

继续关注指数超跌反弹机会

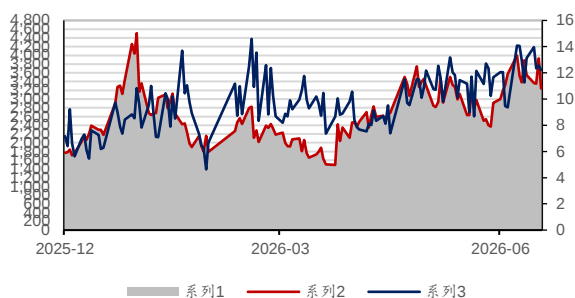
我们上一期介绍过，此次科技股的调整，本质上是一场流动性踩踏，不是基本面突变，如果再度出现类似的行情，指数同样存在短多的机会。

对于油价，本轮美伊冲突升级的本质是特朗普为了谈判免费通航的短期投机行为。谈判的目标是如果做不到永久免费，至少在中选前维持免费。当前矛盾激化，伊朗不会立刻答应美国，反而油价再度成为伊朗筹码。展望后续，冲突或持续，但在油价大幅上行或中选更加临近时有望

降级。与 3 月初相似：特朗普在低油价时易施压，在高油价时易妥协，而伊朗不会轻易屈服于美国的施压，这意味着围绕“推迟收费”的谈判，只有在高油价下才会发生，油价上行的速度或更快，但持续时间或更短。

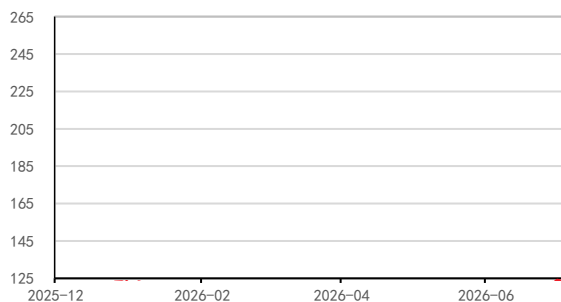
AI 叙事方面，当前 AI 科技的调整更多是阶段性过热后的获利了结，产业浪潮最终结束所对应的 M 顶第一个顶部“大概率还未到来”。本次下跌后 AI 科技的核心定价逻辑将逐渐从“涨价信号”转向“量增”信号，内部核心赛道存在再次切换的可能。

图表 8：融资融券数据图



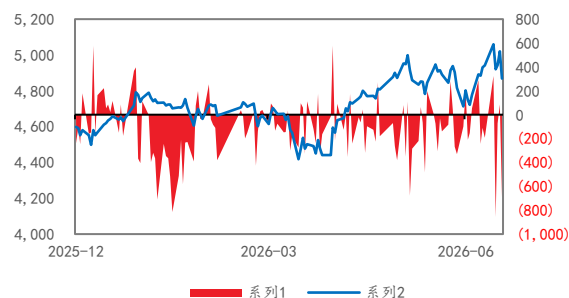
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



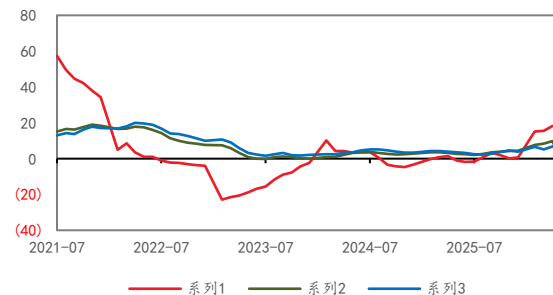
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

据海关总署数据显示，2026 年 6 月中国进口电解铜 28.42 万吨，环比增加 0.66%，同比减少 6.02%；2026 年 1-6 月累计进口电解铜 142.85 万吨，累计同比减少 13.93%。6 月中国出口电解铜 4.85 万吨，环比增加 144.25%，同比减少 38.61%；2026 年 1-6 月累计出口电解铜 32.37 万吨，累计同比增加 7.15%。

据海关总署数据显示，2026 年 6 月中国进口电解铜 28.42 万吨，环比增加 0.66%，同比减少 6.02%；2026 年 1-6 月累计进口电解铜 142.85 万吨，累计同比减少 13.93%。6 月中国出口电解铜 4.85 万吨，环比增加 144.25%，同比减少 38.61%；2026 年 1-6 月累计出口电解铜 32.37 万吨，累计同比增加 7.15%。

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。

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

地缘风险推动国际油价逼近 100 美元/桶，高油价重燃通胀担忧，市场对美联储 9 月加息的预期概率跃升至 78%以上，有色集体走弱。LME 铜库存已降至约 28.4 万吨，且仍在去化。国内社会库存也处于年内低位，现货市场维持高升水，持货商挺价意愿强，供应紧张为铜价提供了坚实支撑。低库存的基本面给予价格支撑，然而高价以及宏观层面的紧缩预期限制了上行的弹性，多空交织下，导致价格进退两难。短期内油价对全球资产价格影响较大，注意观察地缘政治走

向。

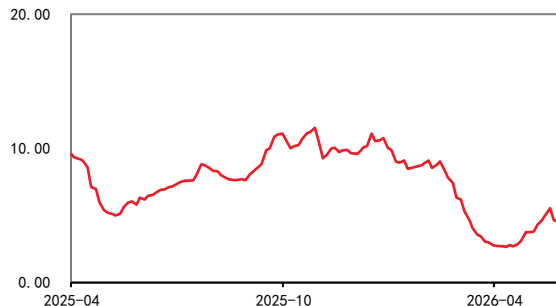
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



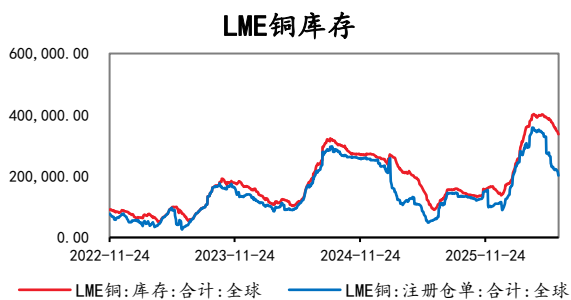
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



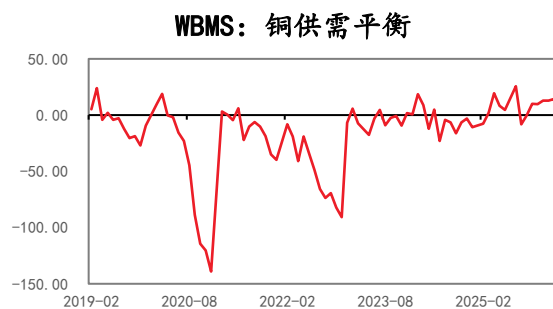
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



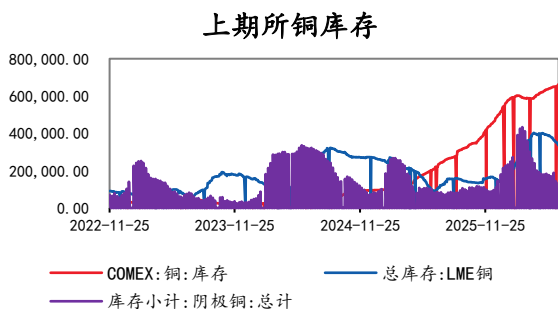
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



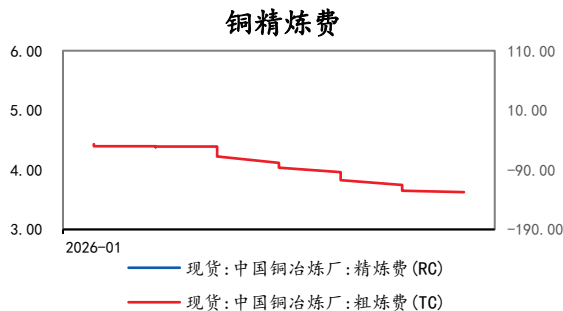
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

消费复苏持续不及预期

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 5.56% 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%。

LME 库存处于低位，国内库存绝对水平偏高

全球锌库存呈现“外紧内松”的极端分化格局。海外方面，LME 锌库存已降至 10.76 万吨的历史极低水平，近乎“一地难求”的库存状态为锌价提供了坚硬的底部支撑，显著限制了其下行空间。反观国内，SMM 七地社会库存却高达 26.90 万吨，处于相对高位，庞大的累库压力犹如悬顶之剑，直接对沪锌价格形成显著压制。内外库存方向的背离，使得多空双方各有所恃。

<http://goodsfu.10jqka.com.cn/20260710/c678092897.shtml><https://finance.sina.com.cn/futuremarket/qsyw/2026-07-23/detail-iniitpk7796221.d.html>https://www.sohu.com/a/1053661172_122014422?scm=10001.7746_13-119000.0.0-0-0-0-0.0&spm=smcpc.channel_354.block3_32_P7Ovbu_1_fd.4.1784770957075hRVcXc_q_7746

2 总结

海外矿山生产不稳，原料端频频“断供”，库存已滑落至近两年谷底。受此影响，冶炼厂不仅面临“无米下锅”的窘境，其利润空间亦被压缩至亏损边缘，导致精炼锌产出有明确的下滑预期，供应压力正在主动释放。需求方面，淡季效应显著，高温多雨严重抑制终端消费，镀锌开工率承压，现货市场呈现高贴水、弱成交的特征。当前市场正处于“矿端强现实”与“终端弱需求”的拉锯之中，价格上行受制于高企的社会库存和采购意愿的不足，下行则有刚性成本与供给缩量托底。

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



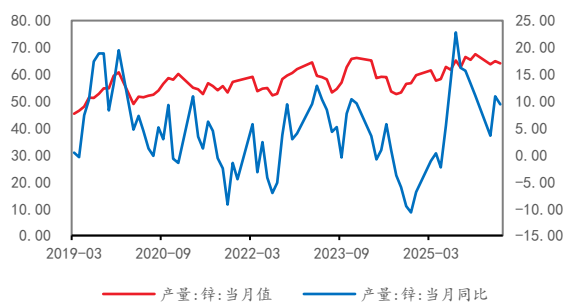
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



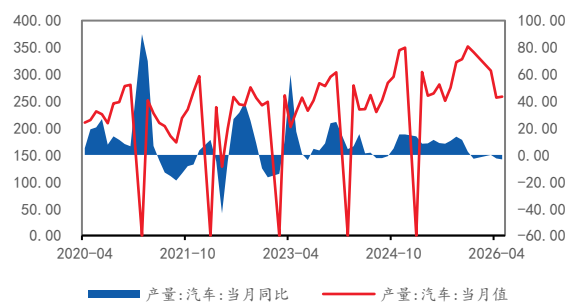
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 能源冲击向外扩散，黑色暂未跟随但不宜忽视地缘风险

上周中东冲突进一步升级，布伦特原油一度突破 100 美元/桶。与前期主要围绕霍尔木兹海峡的运输风险不同，本轮扰动开始向红海方向扩散，胡塞武装对沙特油轮及红海港口设施的袭击，使市场需要同时评估霍尔木兹海峡和红海—曼德海峡两条重要能源通道的安全风险。地缘风险由单一航道向多条运输线路扩散，意味着即使部分原油能够绕开霍尔木兹海峡，替代出口路线本身也可能受到影响，全球能源供应链的脆弱性明显上升。

本轮油价上涨的影响不能只理解为短期地缘溢价。过去几个月，全球原油及成品油库存已经经历了较大幅度消耗，战略储备和商业库存的缓冲能力明显下降。在库存相对偏低的情况下，相同规模的运输中断会带来更大的价格弹性。如果中东局势继续反复，原油市场可能从交易短期情绪逐渐转向交易实际供应缺口，油价中枢及波动率均可能维持高位。因此，即使近期美伊暂时停止相互打击、油价自高位快速回落，也不能简单认为地缘交易已经结束，后续仍可能随着谈判、袭击和航运变化反复切换。

高油价对全球市场的直接影响，是强化“能源上涨—通胀回升—利率维持高位”的交易链条。能源成本上升不仅推高运输、制造和生活成本，也会压缩主要央行的宽松空间，对全球权益、债券及工业品需求预期形成压力。因此，原油上涨对黑色商品并不是单方向利多：一方面，矿山开采、海运和钢铁生产成本上升，对铁矿石和钢材形成成本支撑；另一方面，高通胀和高利率会压制经济增长、地产和制造业需求，并通过风险偏好下降对商品估值形成压力。

目前，这一轮能源与通胀交易尚未明显传导至国内黑色商品。此前 5 月中东局势升温时，铁矿石曾受到原油上涨、海运成本抬升和地缘情绪推动，盘面一度升至 830 元/吨附近；但本轮布伦特原油再次突破 100 美元后，铁矿和钢材反应相对有限。这说明市场当前仍主要围绕国内弱需求、高库存和铁水回落进行定价，海外能源冲击尚不足以改变黑色自身偏弱的基本面。成本上涨的潜在利多，与高油价压制全球需求的利空相互抵消，也是黑色表现明显弱于原油的重要原因。

不过，当前也不宜对钢材过度悲观。一方面，淡季需求走弱、库存压力和钢厂利润收缩已经在前期价格下跌中得到一定反映；另一方面，市场临近 7 月底政治局会议的政策窗口，上半年经济增速和地产、基建数据偏弱，容易强化稳增长、扩大内需及地产托底预期。虽然近两年重要会议出现强刺激或强行政减产的概率并不高，但政策预期仍可能对低位市场形成阶段性支撑。

综合来看，当前钢材市场仍处在弱现实与政策、地缘预期相互博弈的阶段。国内基本面决定钢价暂时缺乏趋势性上涨基础，但原油突破 100 美元、两条关键航道同时承压以及库存缓冲能力下降，使成本端和通胀端的不确定性明显增加。短期不宜因为政策和地缘预期直接转向趋势性看多，但在淡季压力已经得到一定定价、政策窗口临近的情况下，也不宜继续追空。后续应重点关注地缘冲突是否从航运风险演变为实际供应中断，以及油价上涨能否进一步传导至海运费、铁矿成本和国内商品通胀预期。

2 铁水继续回落，但钢材产量反弹，库存重新累积

上周钢材市场呈现“铁水下降、成材产量回升、需求走弱、库存由降转增”的格局。高炉产能利用率继续回落，铁水产量进一步下降，但五大品种钢材产量反而有所增加；需求端环比走弱，社会库存和钢厂库存同步累积。现货价格继续承压，钢厂盈利率进一步下降，显示当前供需矛盾尚未缓解，负反馈仍处于向供应端传导的过程中。

上周全国高炉产能利用率降至 89.2%，环比下降 0.6 个百分点，同比下降 1.7 个百分点；日均铁水产量下降 1.5 万吨至 237.6 万吨。铁水连续回落，说明钢厂利润收缩、检修增加以及需求偏弱正在逐步影响长流程生产。但从绝对水平看，237 万吨以上的铁水仍不算低，供应端尚未进入明显出清阶段。

上周五大品种钢材周产量为 837.4 万吨，环比增加 1.4%，同比下降 3.4%。在铁水下降的同时，钢材产量出现回升，螺纹钢和热卷产量均有所增加，可能与前期检修恢复、钢坯及库存资源转化为成材有关。供应端出现铁水与成材产量短期背离，意味着钢材库存压力仍可能继续存在，铁水回落对成材供应的影响尚未完全体现。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1178.7 万吨，环比增加 0.8%，同比增加 27.1%；钢厂库存为 450.7 万吨，环比增加 0.8%，同比增加 10.1%。钢材总库存由降转增，周环比增加 0.8%，社会库存和钢厂库存同步累积。与前期库存从钢厂向流通端转移不同，本周厂库和社库同时增加，说明终端消化能力不足，供应回升后市场承接压力重新显现。

需求端再次走弱。上周五大品种钢材表观消费为 824.1 万吨，环比下降 2.3%，同比下降 5.1%；其中螺纹钢表观消费为 196.2 万吨，环比下降 4.0%，同比下降 9.4%。建筑钢材成交周均值为 8.5 万吨，环比增加 1.0%，但绝对水平仍然偏低。成交小幅改善与表需回落并存，表明终端采购仍以低价刚需为主，尚未形成持续补库，淡季需求压力仍然明显。

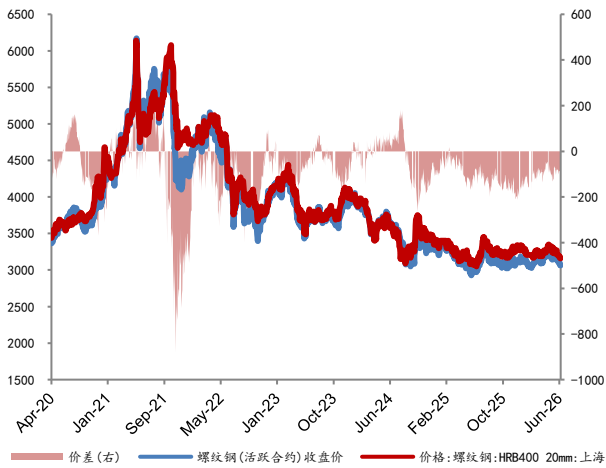
价格与利润方面，上周钢材现货价格走弱，主流钢材品种即期毛利整体变化不大，247 家钢厂盈利率降至 34.7%，较前一周下降 2.6 个百分点。盈利率持续下滑，意味着钢厂减产压力仍在累积，但铁水下降尚未带来供需平衡改善。综合来看，当前钢市仍处于“需求偏弱、库存累积、利润收缩、供应缓慢调整”的阶段。后续重点关注铁水回落能否进一步传导至成材减产，以及库存能否重新转入持续去化。

3 小结

钢材仍处于淡季需求偏弱、库存累积与成本抬升的博弈之中。能源及焦煤价格上涨对成本形成一定支撑，但在终端需求不足的背景下，成本向成材价格传导不畅，钢厂利润进一步受到压缩，被动减产预期随之增强。

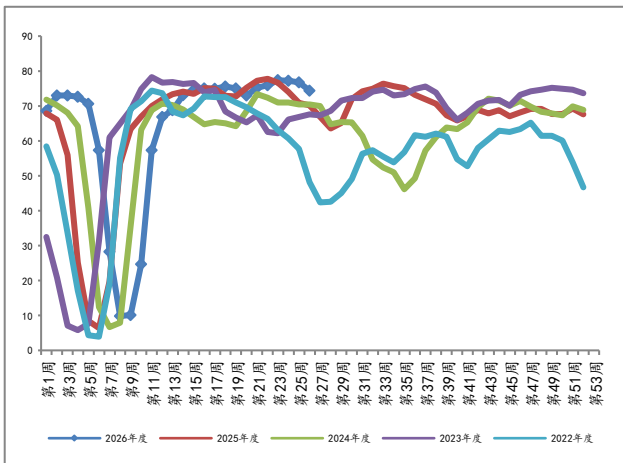
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



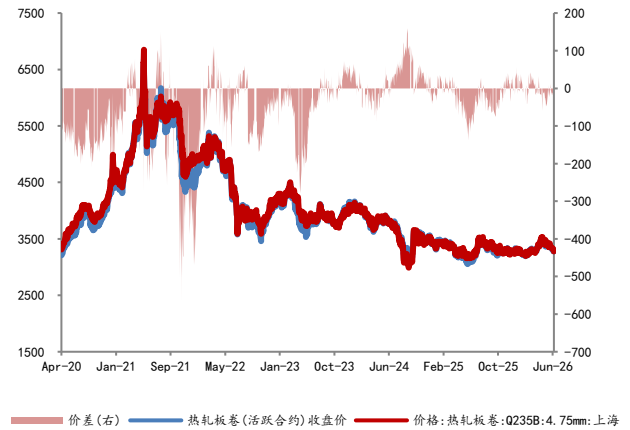
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



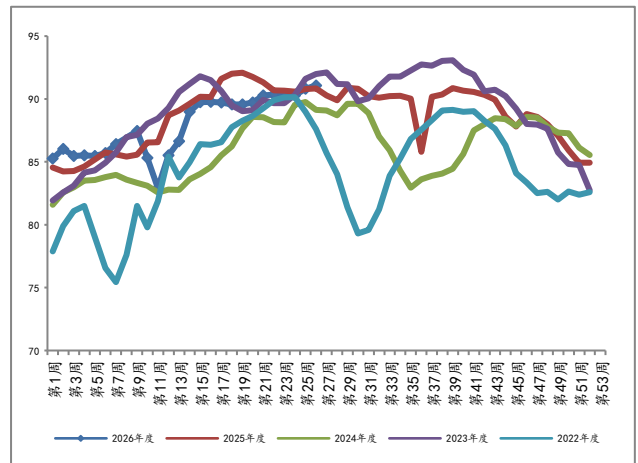
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



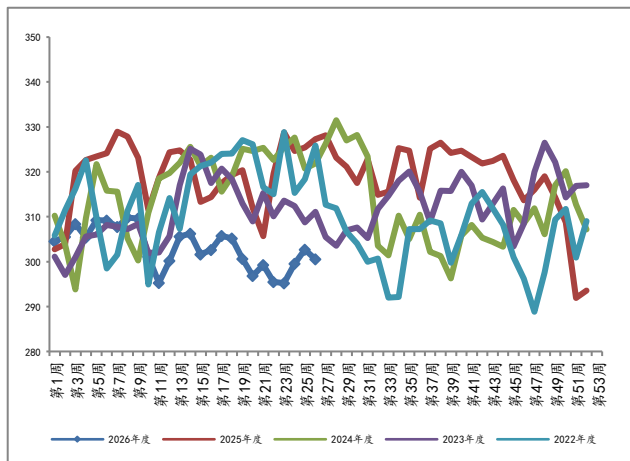
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



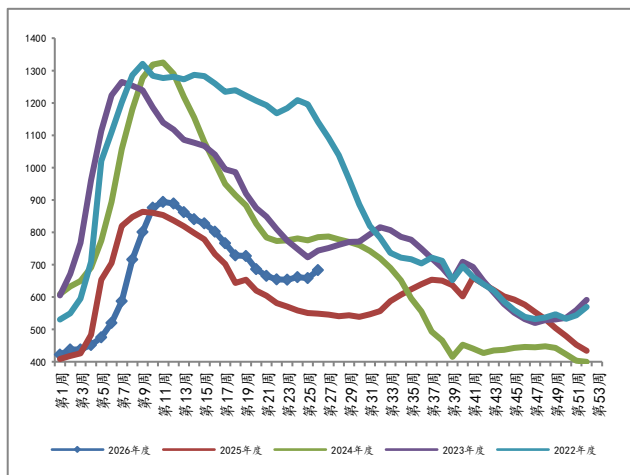
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



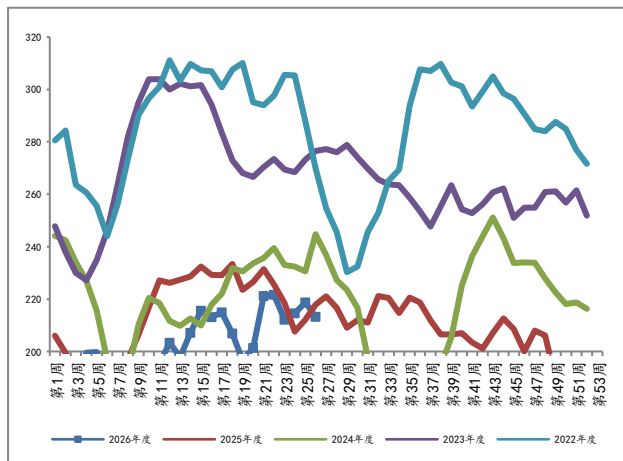
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



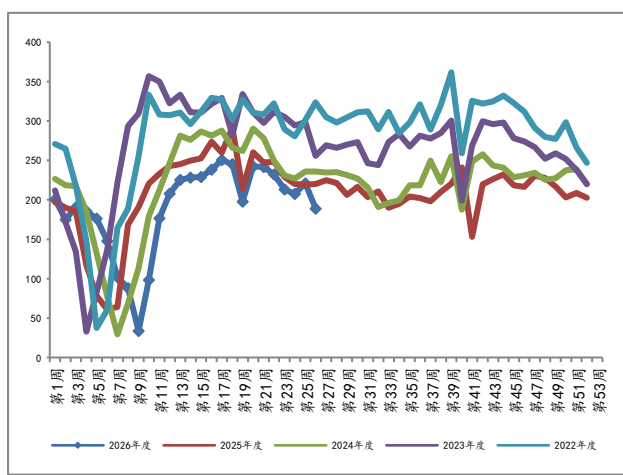
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 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 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 断供危机持续升温

当前，国际原油市场逻辑基本上回到美伊冲突爆发初期，海湾局势恶化引发原油供应中断的担忧情绪持续升温，地缘风险注入驱动油价走势上行。

在伊朗重新封锁霍尔木兹海峡后，美国特朗普当局重启对伊朗的海上封锁，加大对伊朗包括民生基建在内的目标轰炸力度，同时放出打击伊朗能源基础设施的强硬表态，一系列激进动作极大激化矛盾，迫使伊朗采取军事报复的手段升级。

除了霍尔木兹海峡以外，需要高度关注红海通航风险。伊朗代理人也门胡塞武装近期表现活跃，一旦美方刺激伊朗授意封锁曼德海峡，沙特通过东西管道出口原油的替代渠道将被严重堵塞，全球原油供应缺口将进一步扩大。

美伊冲突爆发已近五个月，年初庞大过剩库存和 IEA 天量战略抛储已近乎消耗殆尽，全球原油市场抗风险能力大幅下降，现在面对地缘政治风险的脆弱性和敏感度显著提升。

2 霍尔木兹航运停滞

新一轮美伊冲突强度持续升级，霍尔木兹海峡已经处于事实关闭状态，阻断了原油在内的一切航运活动。美军中央司令部发表声明，美军已经对伊朗港口等目标连续九晚发动打击，“以削弱伊朗用于攻击通过霍尔木兹海峡民用船只的能力”。作为对等反制措施，伊朗多次打击位于巴林、科威特和约旦的美军基地，并造成一定伤亡。

据伊朗革命卫队方面透露，目前霍尔木兹海峡通航量已降为零，只要美国继续采取敌对和挑衅企图，霍尔木兹海峡就将保持关闭状态，伊朗不会向任何船只发放通行许可，任何穿越海峡的船只都将遭到打击。然而对于波斯湾通航现状，美方则坚称“将继续确保霍尔木兹海峡的交通畅通”。在缺乏库存安全垫的情况下，外界开始担忧发生实打实的供应中断，市场再次全面交易石油危机逻辑。

3 曼德海峡亦遭双杀

也门胡塞武装发表声明称，为回应沙特长期对也门实施的军事封锁，即日起对沙特实施海上航运禁令。在美伊冲突持续升级的当下，地缘政治已扩散至海湾地区之外，进一步加剧了全球能源安全面临的系统性风险。

回顾5-6月原油市场行情，之所以霍尔木兹海峡长期封锁未能酿成石油危机，一大核心原因是，沙特通过东西管道将原油从波斯湾地区输送至红海出口终端，经由曼德海峡运往亚洲主要市场，此举大约恢复了70%的出口量，使得实物原油市场紧张程度大不及预期。

然而，也门胡塞武装宣布封锁沙特，令红海航线变得不再安全。参考2023-2024年红海航运危机，彼时胡塞武装硬控曼德海峡近一年时间，美国武力干预并未有效解决。如果曼德海峡也被完全关闭，将导致沙特大部分原油无法出口，全球原油总供应量可能减少约5%。

自美伊战争爆发以来，已经造成全球原油商业库存和战略储备大规模下降，霍尔木兹海峡和曼德海峡双杀将是不能承受之重。

4 特朗普再次放狠话

美国总统特朗普放话，威胁将重启对伊朗的大规模作战行动。特朗普对媒体表示，“正在考虑对伊朗发动一次规模空前的打击，已接近做出决定，为此做好了一切准备”。另外，如果也门胡塞武装再次袭击沙特船只，美国将对其施以“重大军事惩罚”，并追究伊朗责任。伊朗和也门胡塞武装对此回应道，已经对美军潜在行动做好应对准备。

参考 3 月美伊战事及 2024 年红海危机，我们认为，如果美军陷入波斯湾和红海沿岸的两线作战，将进一步消耗其本就捉襟见肘的资源，倘若摧毁哈尔克岛出口终端等重要资产，将招致伊朗对整个中东地区原油基础设施的广泛打击报复。因此，特朗普主张的军事冒进行为或将给原油市场带来不可估量的影响，不过按照惯例应密切关注其 TACO 动向。

5 高盛观点改口唱多

鉴于中东冲突表现出沿地缘扩散的倾向，高盛在最新报告中修改此前原油过剩观点，警告称霍尔木兹海峡及曼德海峡的航运安全问题，是当前能源市场最应关注的上行风险。

高盛统计数据显示，自美伊战争爆发以来，海湾地区原油运量已降至战前水平的 45%，但沙特东西管道输送量迅速升至 600 万桶/日以上，红海出口激增很大程度上抵消了霍尔木兹封锁的影响。然而，也门胡塞武装袭击经由曼德海峡的沙特油轮，令这条重要的替代渠道遭受冲击，原油市场开始面临真正的供应危机。

高盛估测二季度全球原油库存降幅超过 300 万桶/日，特别是 OECD 国家战略原油储备和柴油等成品油库存偏低，低库存背景下缺乏应对供应中断的缓冲能力，从而加剧了能源体系的脆弱性，此时中东局势持续升温将市场推向风险临界点。

高盛预测：假设美伊冲突持续至 2027 年的压力情景下，Brent 原油将在 2026 年四季度突破 120 美元/桶，2027 年均价达到 100 美元/桶。

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。

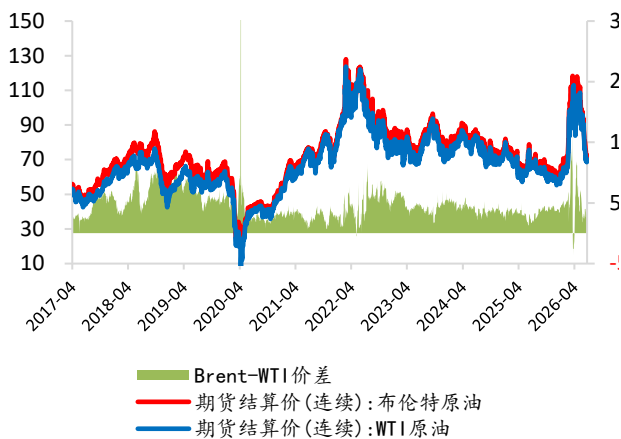
回顾 6 月下旬美伊签署谅解备忘录，外界对特朗普编造的和平叙事信以为真，高盛、大摩等投行观点一步跳返到原油供应过剩逻辑，现如今这样的乐观情绪已然烟消云散。事实证明，美伊均严重低估了对手争夺霍尔木兹海峡实控权的战略决心，中短期内爆发大规模军事对抗的概率正在上升。

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。

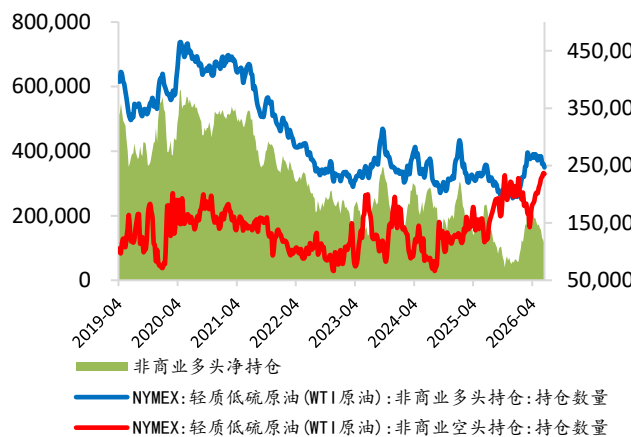
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



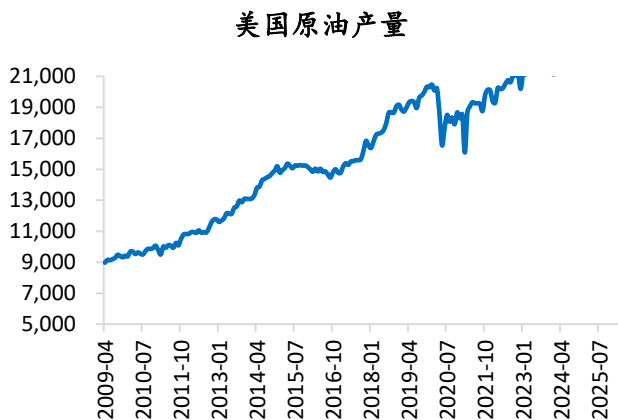
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



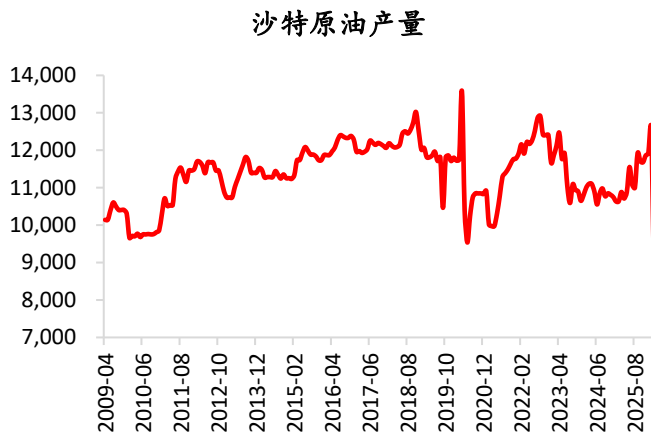
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



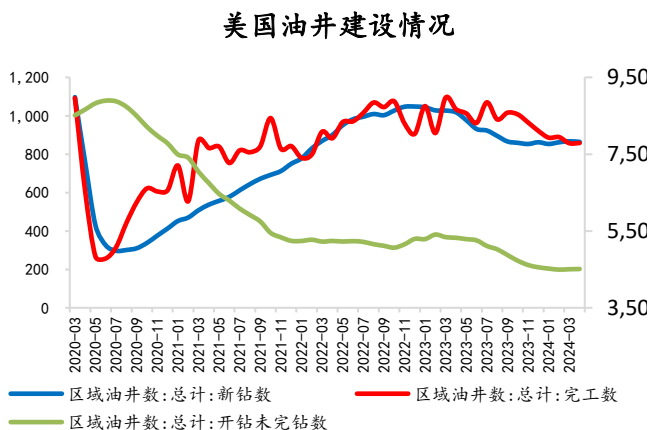
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



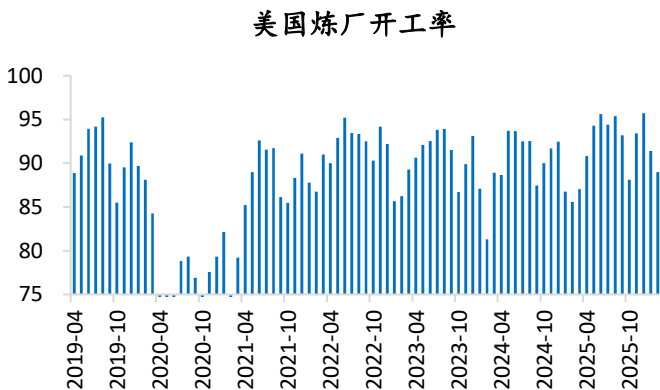
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



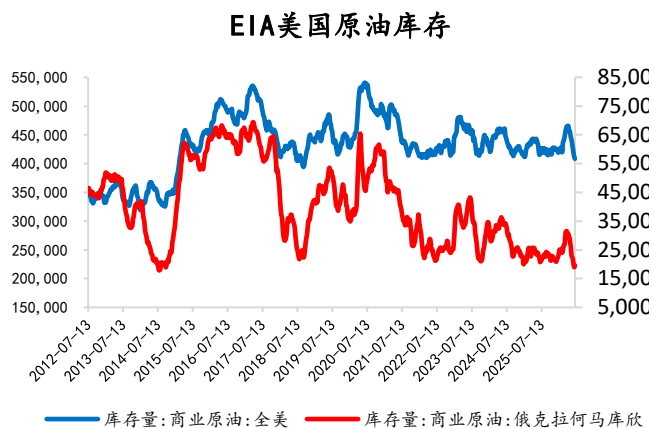
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



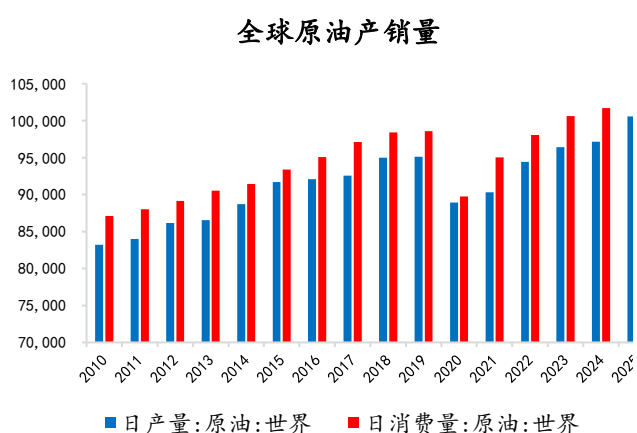
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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 厄尔尼诺状态确认

气象机构确认，赤道中东太平洋地区已进入厄尔尼诺状态，预计将至少持续到 2027 年初，这一气候现象将对全球天然橡胶供应造成显著影响。

综合国家气候中心、世界气象组织（WMO）和美国国家海洋和大气管理局（NOAA）预测，2026 年 6-8 月发生厄尔尼诺事件的概率高达 80%-92%，且在秋冬季将持续增强，峰值预计出现在 11 月前后，较大概率发展为一次中等偏强甚至强厄尔尼诺事件。

厄尔尼诺现象会给东南亚地区带来高温干旱天气，降雨减少直接导致橡胶树产胶率下降和可割胶天数减少，严重时还可诱发白粉病等病害，造成全球天然橡胶大规模减产。不过值得注意的是，厄尔尼诺现象对天然橡胶产量的影响具有跨季滞后性，实际减产往往发生在当年末至次年度，因而橡胶价格高点或滞后于厄尔尼诺峰值出现。

4 未来减产预期增强

复盘近年来厄尔尼诺周期对东南亚的影响，发生中等及以上强度的厄尔尼诺事件，如果和天然橡胶旺产季重合，对主产区造成的减产效应十分显著。

以 2015–2016 年和 2023–2024 年为例，厄尔尼诺导致第一大产胶国泰国大幅减产 8%–10%，并在次年出现阶段性胶价高点。彼时全球天然橡胶处于产能扩张兑现阶段，对减产损失的修复能力较强；而与以往不同的是，当前天然橡胶供产业抗风险能力略显脆弱。

受制于过去十余年的胶价熊市周期，自 2014 年后东南亚少有新种及翻种，传统产胶国橡胶树龄普遍老化，马来西亚和印尼 25 年以上老龄树占比均超过 40%。在未来没有更多新树可割胶的情况下，原料供应弹性极度枯竭，即使同等强度的厄尔尼诺冲击，也可能引发更显著的价格波动。机构研判，2026 年 ANRPC 成员国天然橡胶产量预计下降 2.0%–2.5%，供应收紧将推高生产成本和胶价重心。

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。

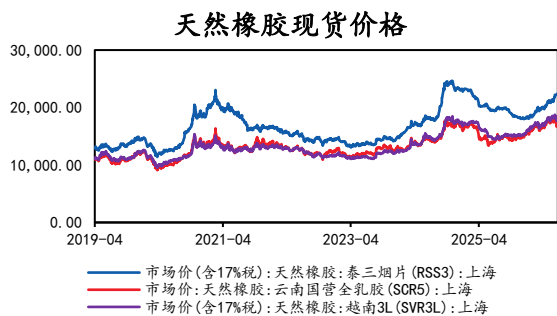
另一方面，美伊围绕霍尔木兹海峡的冲突再次激化，打破了原油供应恢复的乐观预期，油价上涨对能化板块及合成橡胶产生提振，间接作用于天然橡胶不过力度有限。预计胶价大概率维持区间震荡盘整，关注厄尔尼诺随时间推移的发酵程度。

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。

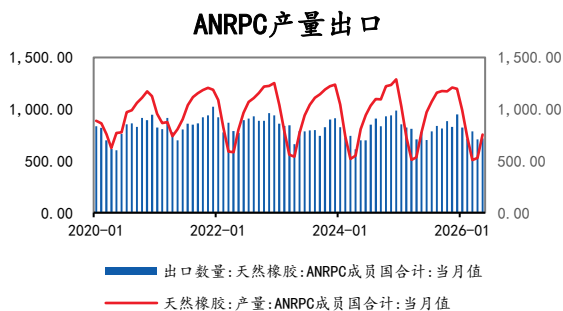
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



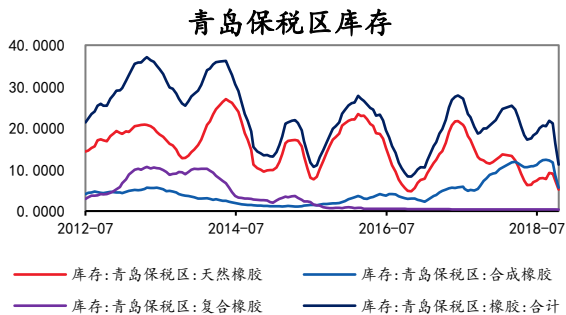
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



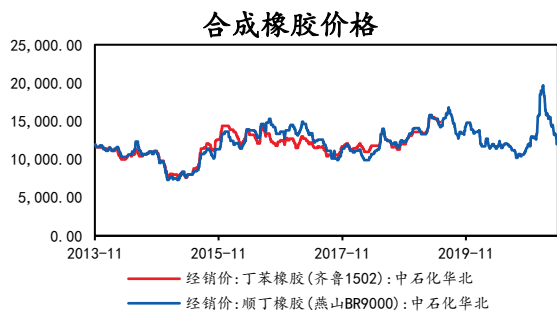
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



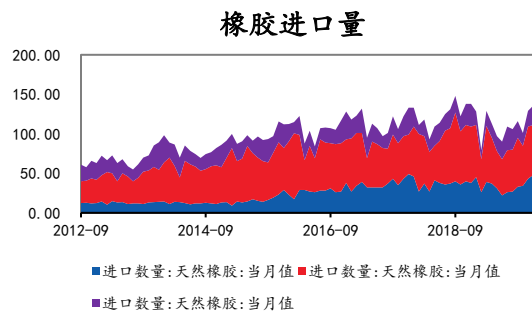
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



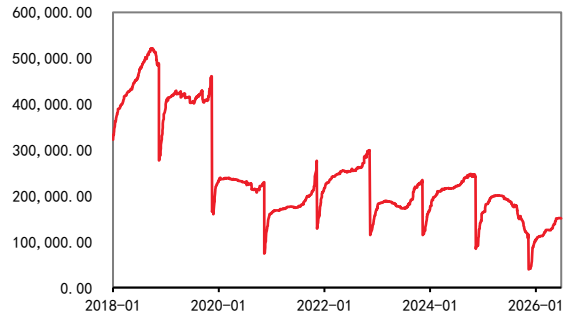
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



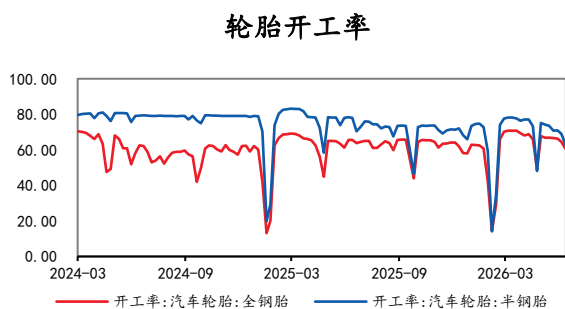
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



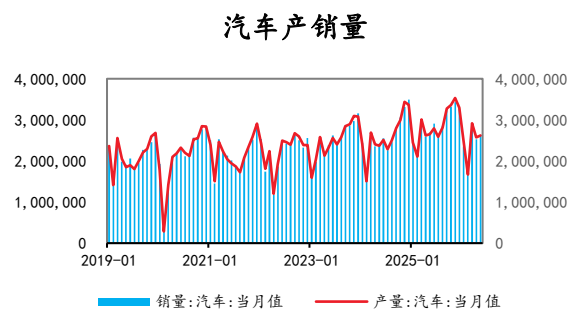
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆强势突破，国内豆粕市场保持反弹节奏

1 外部豆类市场分析

美豆出口需求强劲

7 月初以来，连续多日有民间出口商向美国农业部报告美豆大单出口。美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截至 7 月 9 日当周，美豆 2026/27 年度新作净销售达 176.96 万吨，其中对华销售量为 105.6 万吨，对未知目的地（通常会被证实为中国买家）销售量为 62.46 万吨。中国进口需求强劲，有助于降低美豆库存压力，为美豆走强提供内在支撑。

美豆国内压榨量持续攀升

国际原油高位运行，植物油生柴需求前景乐观，美国国内大豆压榨需求活跃。全美油籽加工商协会（NOPA）发布的数据显示，美国 6 月大豆压榨量达 2.1434 亿蒲，环比增加 2.5%，同比增加 15.7%，6 月压榨量创下三个月新高。美国大豆内需超出预期，与出口一道降低库存压力，助力美豆价格回升。

美豆天气风险仍无法排除

上周美国中西部产区出现的高温天气一度引发美豆减产担忧。美国农业部发布的作物生长报告显示，截至 7 月 19 日当周，美豆优良率为 66%，高于分析师预期的 64% 以及上周的 65%，低于上年同期的 68%。当周美豆开花率为 66%，上年同期和五年均值均为 60%；当周美豆结荚率为 32%，上年同期和五年均值均为 24%。当前正值美豆单产形成的关键时段，天气运行节奏下美豆市场通常易涨难跌。

产地棕榈油供需基本面偏弱，强势原油提振棕榈油市场上涨

船货检验机构 ITS 发布的数据显示，7 月 1-20 日马来西亚棕榈油出口增幅为 4.1%，但独立检验公司 AmSpec Agri 发布的同期数据为环比下降 0.9%。SPPOMA 发布的同期产量环比下滑 0.77%。近日，美国与伊朗敌对行动持续升级，引发市场对原油供应中断的担忧。国际油价本周升至两个月高点，强势原油对商品市场外溢效应凸显。因供需基本面偏弱而持续盘整逾一个月的棕榈油市场终于被唤醒，市场对棕榈油作为生物柴油原料的价值展开重估，推动棕榈油市场强势反弹。此外，包括超强厄尔尼诺对明年棕榈油产量的不利影响以及美国大豆市场的天气炒作情绪也为棕榈油市场补涨提供重要推力。

2 国内豆类市场分析

成本和预期双驱动，国内豆粕市场深化反弹行情

本轮国内豆粕期货市场形成趋势型上涨行情，核心驱动在于美豆出口强劲、压榨激增、天气扰动以及资金追涨等多重利好因素相继发力，并非来自国内供需基本面的根本改善。进口大豆到港量维持高位，国内进口大豆库存充足，豆粕保持累库节奏，现货端仍有供给压力，豆粕现货市场反弹主动性受限，但美豆上涨引发成本和预期联动，资金看涨预期强烈，为豆粕期货市场不断注入涨能。目前距离美豆天气窗口关闭还有一个多月时间，资金对天气扰动保持高度敏感。随着美豆市场形成技术突破，在多重利多因素提振下，国内豆粕期货市场反弹节奏有望继续深化。

三大油脂总库存持续攀升，强势原油助推国内油脂反弹

中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 253.99 万吨，周度增加 14.24 万吨，其中豆油库存为 134.43 万吨，周度增加 6.94 万吨；食用棕榈油库存为 78.48 万吨，周度增加 5.68 万吨；菜油库存为 41.08 万吨，周度增加 1.62 万吨。尽管国内油脂库存高企

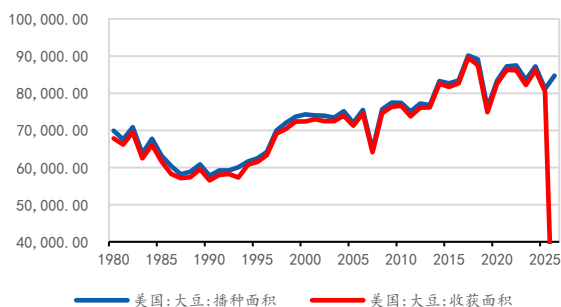
不利于价格回升，但美伊战事升级引发能源供应忧虑，市场对棕榈油作为生物柴油原料的价值展开重估，推动棕榈油市场强势补涨。美豆天气炒作与豆油库存高企展开激烈博弈。菜油市场流入大量资金，技术形态明显偏强。

3 油脂油料市场展望

高温天气和强劲出口需求交替为美豆市场注入涨能。当前正值美豆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。天气预报显示，美国中西部地区本周末气温再度回升，多数地区维持干燥或少量降雨，不利于处在结荚期的大豆作物生长。CBOT 大豆市场天气炒作情绪已被全面激活，潜在减产天气将继续提升美豆市场的抗跌性。国内豆粕市场在原料端高度依赖进口，成本、预期及资金层面形成强势联动。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，国内豆粕市场将保持跟涨节奏。强势原油对油脂市场乃至整个商品市场的外溢效应仍在释放。整体来看，随着棕榈油市场打破震荡僵局，油脂市场买盘情绪明显回升，维持震荡上行的概率有望增强。国产大豆进入生长关键期，产区作物长势良好。储备大豆拍卖常态化，进口大豆供给宽松，市场对秋季新豆价格看涨信心不足，但受油脂油料整体反弹提振，豆一期货市场有望维持跟涨状态。

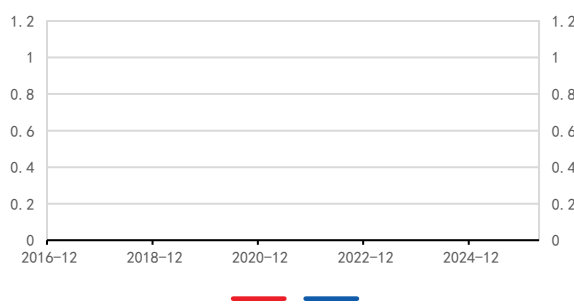
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



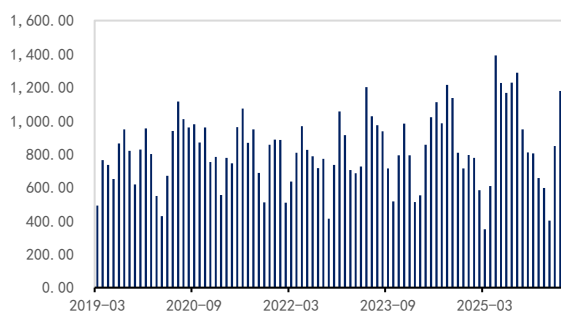
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



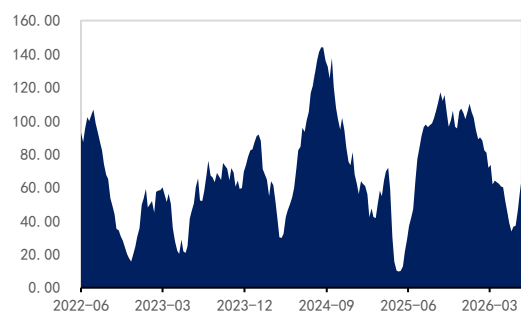
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

