

中金财富期货策略周报（2026年第28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

李小微

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：从宏观数据和资本市场情况看，AI投资仍是当前宏观经济最大的主导因素，AI投资已经主导了上半年的资本市场表现，预计这一影响仍将继续，建议继续关注地缘政治、AI叙事等因素的变化，大部分工业品的基本面乏善可陈，工业品延续K型分化态势。

股指期货：中东局势中期螺旋式缓和，美联储年内加息预期高点有望过去，全球科技硬件阶段性去杠杆或已结束，但本轮修复行情或不再是科技硬件一枝独秀，市场风格趋于缓和，指数存在继续温和反弹动力。

铜：极低的库存和紧张的矿端构成了价格的坚固底部，但疲弱的淡季消费和高价对需求的抑制。沪铜陷入上下两难，短期趋势性机会匮乏，市场正等待关税政策落地以选择方向。在没有新的因素驱动下，延期震荡走势。

锌：锌精矿加工费已跌入深度负值区间，全球锌矿供给缺口持续存在，主因海外主力矿山减产及国内矿山品位趋势性下降。国内冶炼厂原料库存降至18天，处于近两年低位，原料端约束不断强化。海外方面，LME锌库存已跌破10万吨，处于历史极低水平，仓单高度集中加剧逼仓风险，LME现货升水走强至56美元/吨以上，外盘结构维持强势。在此格局下，外强内弱态势料将延续，市场核心矛盾仍聚焦于供应端刚性约束与消费淡季需求疲软之间的博弈。

钢材：政治局会议后政策预期落空，市场迅速转向负反馈交易，原料价格大幅下跌，成本支撑松动并带动钢价回落。当前基本面尚未出现明显改善，但前期风险已随价格下跌得到一定释放，空头平仓推动盘面出现弱反弹。整体弱势格局未改，仍需警惕负反馈进一步深化。

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。

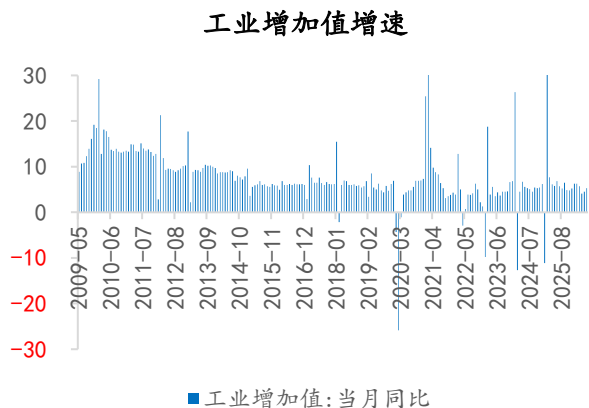
油脂油料：中东局势错综复杂，地缘政治的不确定性容易引发商品市场情绪波动。当前美豆产区天气风险整体可控，产量乐观前景依然可期。美豆市场始于7月下旬的由涨转跌的行情拐点已经确立，技术卖压没有明显缓解。国内豆粕市场在成本和情绪端与美豆保持较强联动。国内进口大豆供给形势保持宽松，油厂高开工率加快豆粕累库节奏，而生猪养殖利润低迷，需求端缺乏大规模备货冲动，难以对粕价上行形成主动刺激。随着美豆天气窗口逐步收窄，如无实质性减产题材支撑，国内豆粕市场有望延续震荡跟跌行情。油脂市场因供需基本面差异走势较为分化，MPOB月报值得重点关注。目前正值东北大豆结荚鼓粒关键窗口期，近期多地强降雨引发减产担忧，带动市场明显增强。关注产区天气及大豆生长状态，如果资金持续流入，豆一期货市场在减产题材支撑下仍有惯性上涨空间。

目录

周度策略：权益市场波动放缓，经济延续分化	- 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 北京楼市新政释放“稳地产”信号	- 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 政治局会议强预期落空，市场转向负反馈交易	- 14 -
2 沃什鹰派表态未兑现为行动，加息预期降温带动商品宏观环境回暖	- 14 -
3 铁水明显回升，但成材产量继续下降，库存累积加快	- 15 -
4 小结	- 16 -
5 钢材期货现货数据	- 16 -
原油	- 19 -
1 特朗普 TACO 认怂	- 19 -
2 和平叙事挤出溢价	- 19 -
3 地缘局势暂时降温	- 19 -
4 伊朗确立主导地位	- 20 -
5 实际通航尚未恢复	- 20 -
6 主流预期剧烈反转	- 20 -
7 原油期现数据	- 21 -
天然橡胶	- 23 -
1 厄尔尼诺预期增强	- 23 -
2 泰国出口稳中有降	- 23 -
3 国内现货流通宽松	- 23 -
4 供应端长短期矛盾	- 24 -
5 需求淡季表现一般	- 24 -
6 周期重拾上升大势	- 24 -
7 橡胶期现数据	- 24 -
1 外部豆类市场分析	- 28 -
4 油脂油料市场主要数据	- 29 -

重要经济指标概况

图表 1: 国内工业增加值增速



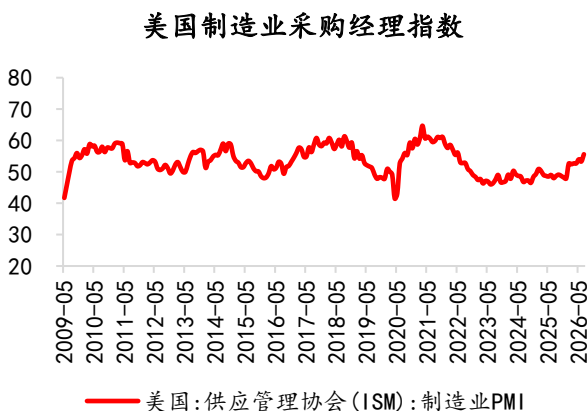
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3: 中国居民消费价格指数



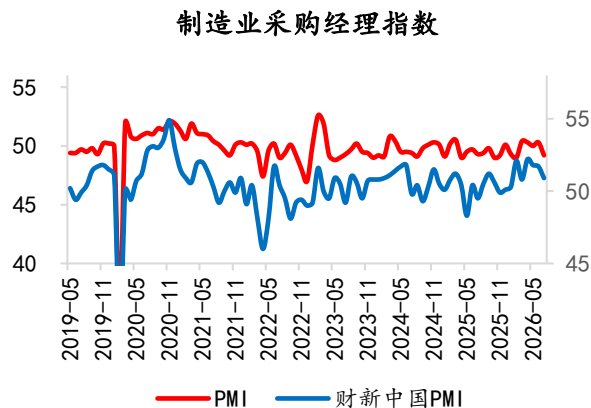
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



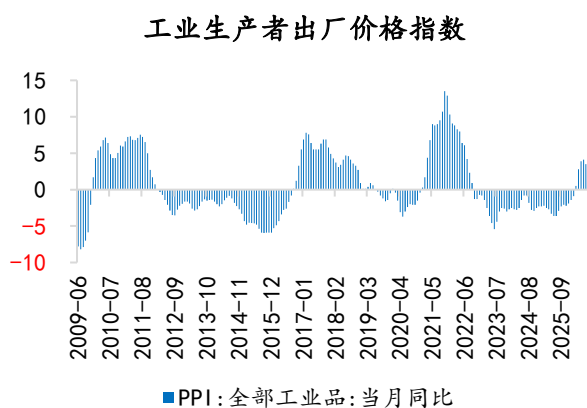
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



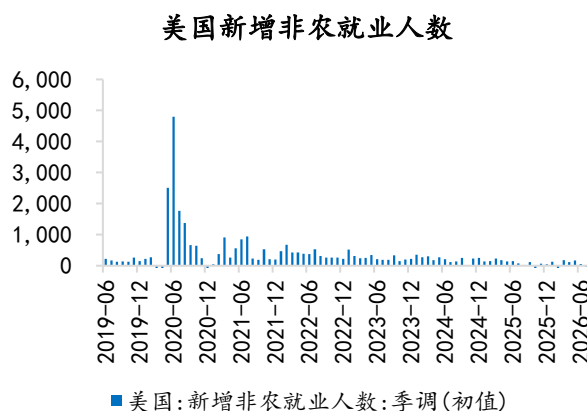
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：权益市场波动放缓，经济延续分化

6 月以来，全球 AI 资产经历了一轮明显调整，背后主要受到韩国杠杆资金去化、美联储鹰派扰动、CSP 资本开支回报担忧以及中东能源风险溢价上升等多重因素影响。随着中东问题逐渐缓和，韩国市场去杠杆接近尾声，以及美国云计算点燃 AI 投资新一轮热情，权益市场的波动逐渐趋于缓和，AI 叙事重新回归。

科技股调整接近尾声，对资本市场影响减弱

本轮科技调整可能逐步接近尾声，短期压制风险偏好的几个核心因素正在缓解：其一，韩国市场作为本轮 AI 资产调整的重要放大器，杠杆资金出清已进入尾声，KOSPI 指数、三星及 SK 海力士相关杠杆 ETF 均经历大幅调整，散户融资余额已回落至 4 月初水平，最剧烈的去杠杆阶段基本结束。其二，美联储政策预期边际缓和，沃什“明鹰实鸽”，叠加美国经济数据走弱与通胀压力缓解，市场对年内重新加息的担忧明显下降，流动性压力阶段性释放。其三，美伊冲突呈现典型“TACO”式演绎，特朗普在升级与谈判之间反复切换，市场对地缘风险冲击的敏感度下降，能源风险溢价逐步回落。其四，微软、亚马逊等财报显示 AI 需求依然强劲，云服务收入增长超预期，市场开始重新区分有效资本开支与低效投入，对 AI 基础设施投资回报的担忧有所缓解。

不过需要注意的事，科技调整结束并不意味着 AI 资产重新进入全面普涨阶段。随着估值消化和风险释放，AI 投资逻辑进入了验证投资回报的下半场。未来市场关注重点将从分母端的流动性与风险溢价，转向分子端的产业趋势和盈利兑现能力。大厂资本开支能否持续，核心取决于模型公司收入增长、企业客户渗透率、Agent 对工作流的改造深度，以及 AI 收入能否覆盖基础设施折旧和运营成本。硬件环节的盈利持续性，则取决于 AI 需求增长、先进制程与 HBM 等关键环节的供需格局，以及当前估值是否已经充分反映远期景气。

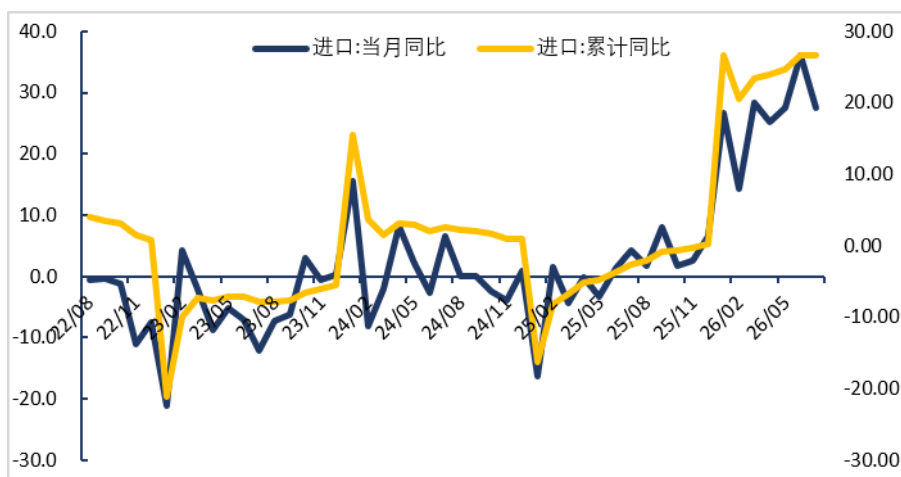
权益市场趋于稳定之后，工业品市场波动幅度也逐渐收窄，AI 金属板块跟随美股震荡上行，原油虽然对地缘政治敏感度下降，但重心上移，核心在于库存的安全垫已经大幅下行，贴近消费和地产的板块依然维持弱势。

出口：AI 贡献进一步提升

出口数据进一步验证经济的 K 型态势依然明显。

8 月 7 日海关总署公布 7 月进出口数据：7 月我国出口商品 3979 亿美元，同比增速为 23.9%（前值 27%），环比增速-3.5%，过去五年同期环比增速均值为-0.6%。进口 2854 亿美元，增速 27.5%（前值 36%），环比增速-0.5%，过去五年同期环比增速均值为 0.2%。贸易顺差 1125 亿美元（前值 1256.2 亿美元）。

图表 1：7 月进出口走势



资料来源：Wind 资讯，中金财富期货研究所

7 月出口增速小幅回落但继续高增，AI 产业仍处于极高景气区间、船舶等机械设备增速加速上行、绿色低碳产品维持高增以及涨价因素继续对出口增速带来支撑：一是 AI 产业仍处于极高景气区间，且贡献份额进一步提升。尽管 7 月全球科技股经过一轮较为剧烈调整，7 月费城半导体指数累计回落 20.6%（前值+11%），但 AI 终端需求并未崩塌，韩国半导体出口同比小幅回落至 178.7%（前值 199.5%），越南半导体相关产品（电子零件、电脑及配件）出口同比小幅回落至 55.3%（前值 61.2%），仍处于极高景气区间。7 月我国集成电路出口增速 116.6%（前值 121.9%），自动数据处理设备出口增速 67.4%（前值 53.1%），两类产品拉动出口增速 10 个百分点（前值 9.4 个百分点），贡献了出口增速 42% 份额（前值 35% 份额）。

二是船舶等机械设备增速加速上行。7 月我国船舶出口增速 92.4%（前值 42.3%），大概率与船舶 7 月集中交付带来单月金额脉冲式跳升有关；通用机械设备出口 31.4%（前值 15.2%）。上半年专用装备、船舶和海洋工程装备出口分别增长 24.4% 和 19.9%。

三是绿色低碳产品维持高增。能源冲击背景下新能源汽车相对传统燃油车的成本优势被进一步放大，海关总署数据 7 月我国汽车出口金额同比增速 60.4%（前值 69.5%），依旧维持高增。据乘联会数据，7 月海外订单持续增长，出口规模稳步扩容。四是涨价因素对出口增速亦带来支撑。7 月 PPI 预计仍处高位，价格因素对出口增速的支撑效应仍在高位运行，这也是 7 月台风扰动下出口增速未显著下滑的关键缓冲垫。五是高基数效应。去年 7 月出口增速 7%（全年 5.4%），6 月出口增速 5.7%，考虑基数小幅走高，今年 7 月出口增速较前值小幅回落，但实际上并不弱。

预计全年出口增速维持两位数，后续增速仍将维持高韧性，除了季节性（台风天气）因素，主要在于 AI 超级周期仍在上行阶段；另外我国新能源汽车、船舶等机械运输设备仍有望维持高增。后续可能的拖累因素一是上半年由于美伊冲突、贸易不确定性等导致的全球“恐慌性补库”，下半年市场新增货量开始回归正常水平；二是当前 PPI 增速已经位于年内高点位置，对应价格的贡献也将达到高点，后续支撑效应或将减弱。

AI 叙事重新主导市场

从宏观数据和资本市场情况看，AI 投资仍是当前宏观经济最大的主导因素，AI 投资已经主导

了上半年的资本市场表现，预计这一影响仍将继续，建议继续关注地缘政治、AI 叙事等因素的变化，大部分工业品的基本面乏善可陈，工业品延续 K 型分化态势。

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	8 月 7 日	美国财政部季度发债政策“改口”	将正在评估付息证券拍卖的潜在未来增加改为潜在未来变化	引导利率下行
	8 月 8 日	北京楼市新政：非京籍五环内社保满 1 年即可购房	适度提高公积金最高贷款额度	五环内限购松绑，精准惠及新市民年轻群体
数据	8 月 9 日	美国 7 月非农就业人数意外不增反减 2.3 万	5 月和 6 月非农就业数据合计下修 10.3 万人，进一步加深了劳动力市场降温的信号	劳动力市场不及预期，降息预期进一步升温
	8 月 8 日	中国 7 月出口同比增 23.9%，进口同比增 27.5%	半导体出口按价值计算同比近乎翻番	AI 仍是出口主要驱动
事件	8 月 7 日	伊朗官员称与阿曼已明确霍尔木兹通行协议总体框架	美国官员最新表示，一旦宣布达成恢复不受阻碍的商业航运的协议，美国将解除对伊朗港口的封锁	伊朗表示，如果海湾国家无法说服特朗普停止对伊朗军事行动、转而通过谈判解决冲突，伊朗将对相关国家的石油、电力和供水等关键基础设施实施打击。

资料来源：中金财富期货研究所

2 北京楼市新政释放“稳地产”信号

本周房地产市场延续分化。新房景气度下行趋缓，8 月 1 日至 7 日 47 城新房成交面积环比下降 34.6%、同比下降 18.4%；二手房市场则呈现底部企稳迹象，22 城成交面积同比增长 5.1%，挂牌量边际回落。更领先的实时数据显示，8 月 1 日至 9 日 26 个重点城市二手房成交套数同比增长 19%，好于 7 月整体水平。

8 月 7 日，北京从住房限购、房屋赠与和住房公积金等方面出台七项政策措施，重点包括将非京籍家庭在京购房的社保或个税缴纳年限统一缩短至 1 年，以及将夫妻双方缴存公积金家庭的首套、二套住房最高贷款额度分别提高至 240 万元和 200 万元。当前北京楼市已呈现需求企稳、供给收缩、政策托底、刚需主导和成交价格反弹等特征，新政有望进一步降低购房成本、释放增量需求并改善市场预期，其效果可能持平或略好于上海今年 2 月出台的“沪七条”。

此次北京楼市新政落地于政治局会议提出“加大逆周期调节力度”之后，并处于“金九银十”传统旺季之前，具有较强的政策信号意义。往后看，房地产增量政策或成为下半年宏观政策加力的重要抓手，重点城市楼市止跌回稳进程有望加快。

7 月通胀数据点评：年内通胀或已经见顶

7 月 CPI 同比增速回落至 0.5%，环比弱于去年同期。食品价格环比有所企稳，但继续拖累 CPI 同比增速；能源价格跌幅加大，拉低当月 CPI 同比增速；核心 CPI 同比增速小幅回落。7 月 PPI 环比跌幅加大，同比增速回落至 3.5%，主要受国际油价回落影响，但内需偏弱也让其他商品价格承压。如果油价不再次出现大幅上涨，下半年 CPI 和 PPI 可能难以再次突破上半年高点。2 季度以来国内需求转弱，稳定内需需要宏观政策进一步加力。政治局会议，提示加大逆周期调节力度。目前看，下半年财政政策仍有空间，但仍然需要看落实情况。

向前看，随着美伊局势缓和，外部输入性影响消退将成为下半年的主基调，国内物价运行更多取决于内需表现以及 AI 通胀演绎。对于 PPI 而言，同比增速的年内高峰已过，当前涨价主要集中在 AI 产业链以及煤炭板块，后续关注下半年投资端发力对国内工业品价格的支撑。对于 CPI 而言，受服务消费支撑，核心通胀延续温和上涨，但食品价格对总体 CPI 拖累显著，猪周期是关键影响因素。但鉴于当前存栏量偏高且生产效率持续提升，预计下半年猪价回升力度较为温和。

4 宏观策略

从宏观数据和资本市场情况看，AI 投资仍是当前宏观经济最大的主导因素，AI 投资已经主导了上半年的资本市场表现，预计这一影响仍将继续，建议继续关注地缘政治、AI 叙事等因素的变化，大部分工业品的基本面乏善可陈，工业品延续 K 型分化态势。

5 股指期货市场分析

指数震荡反弹

韩国市场去杠杆大幅缓和，美股大涨逼近新高，指数延续震荡反弹行情。其中上证 50 周+1.28%，沪深 300 周+2.32%，中证 500 周+6.49%，中证 1000 指数周+8.54%

上周，全球迎来积极催化。一是，美伊就霍尔木兹海峡协议进行谈判，中东局势回归缓和阶段。我们再次提出，自美伊总统签署备忘录后，中期局势或将逐步缓和。虽然过程仍会反复，较难彻底和平，但相关尾部风险或已解除，对资本市场影响也将逐步降低。二是，美国 7 月 ADP 就业大幅不及预期，加息预期回落。上周周报我们提出，全球去杠杆或已接近尾声。本周在边际利好催化下，全球主要科技硬件板块全面上涨。

7 月，A 股持续风格再平衡。截至 7 月底，成长风格比价值风格、创业板指比红利指数均已回落至负两倍标准差，短期调整空间较为充分。8 月中报季，市场将关注英伟达等全球科技风向标的指引，A 股科技硬件将面临业绩验证及对应的估值消化，后续或将逐步转为温和修复行情。

另一方面，美国发布 7 月 ADP 就业大幅不及预期的同时，其 ISM 服务业价格分项仍处于较高水平，“就业偏弱、价格偏强”的滞涨组合推动黄金大涨。我们认为，本轮逆全球化+多国持续信用扩张+供给受限的黄金长期基本面仍未改变，经历上半年充分调整后，当前或为美联储年内加息预期高点附近，黄金或迎来中期战略性配置机会。

分别构建广义信贷脉冲和居民信贷脉冲周期。广义信贷脉冲与居民信贷脉冲的剪刀差对沪深 300 大级别拐点有一定指引作用。剪刀差走阔，意味着政府及企业部门信贷扩张相对更强，后续有望逐渐传导至居民部门，形成经济正循环，企业或进入盈利上行期；剪刀差下收窄，意味着

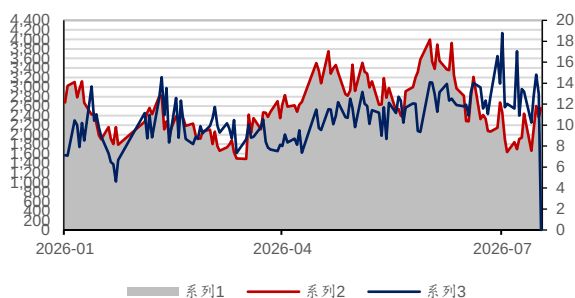
政府及企业部门信贷扩张相对减弱，经济传导下，后续或对居民部门信贷或形成一定压制，企业或进入盈利下行期。结果来看，剪刀差拐点约领先沪深 300 拐点 0-2 个季度。

预计指数仍将温和反弹

自 2025 年四季度以来，信贷脉冲剪刀差与沪深 300 形成明显背离，这是因为当前经济基本面 K 型分化，其中 AI 科技、新能源等上行行业的部分需求依赖于海外信贷脉冲周期，因此市场定价未完全根据国内信贷脉冲周期。往后看，随着国产科技巨头陆续 IPO、扩产，国产科技生态圈不断补齐，中国信贷脉冲剪刀差的有效性有望回升。同时 AI 科技结构上，国产链有望跑赢海外链。另一方面，科技依旧是未来中期市场焦点之一，但当前剪刀差持续回落，“低利率”交易有望成为下半年市场暗线之一，长债及红利板块存在较好的绝对收益配置机会。

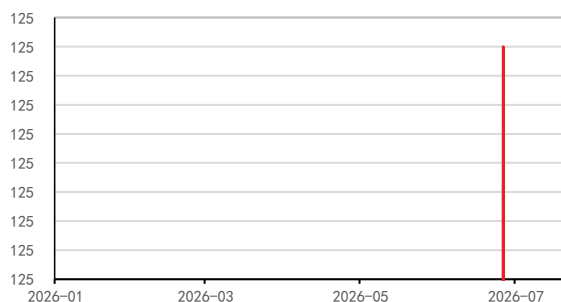
中东局势中期螺旋式缓和，美联储年内加息预期高点有望过去，全球科技硬件阶段性去杠杆或已结束，但本轮修复行情或不再是科技硬件一枝独秀，可关注科技修复交易下的 AI 科技硬件、软件，加息预期回落下的黄金、有色金属、创新药，以及厄尔尼诺交易下的农业等机会。

图表 8：融资融券数据图



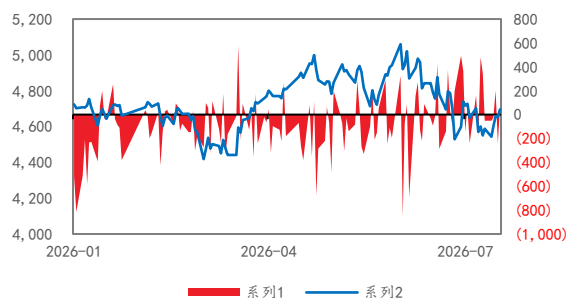
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



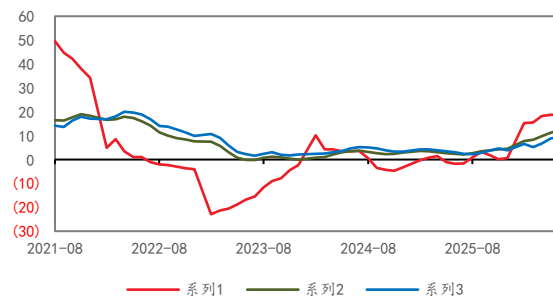
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

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。

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，5 月单月数据-29.6%，但得益于一季度的高增长，上半年整体仍维持了较高的投资增速。对于铜需求而言，电网投资持续高增长是重要的需求支撑，而电源投资中风电、核电等用铜密集型领域的结构性增长，也对铜消费形成长期利好。

上半年新能源汽车在新车总销量中的占比已达 49.6%，与燃油车几乎平分市场。在总销量中，纯电动汽车销量占比升至约 67%，是绝对主力。值得注意的是，虽然国内新能源整体销量有所波动，但新能源商用车上半年国内销量同比增长高达 40.2%，成为结构性亮点。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。

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

极低的库存和紧张的矿端构成了价格的坚固底部，但疲弱的淡季消费和高价对需求的抑制。沪铜陷入上下两难，短期趋势性机会匮乏，市场正等待关税政策落地以选择方向。在没有新的因素驱动下，延期震荡走势。

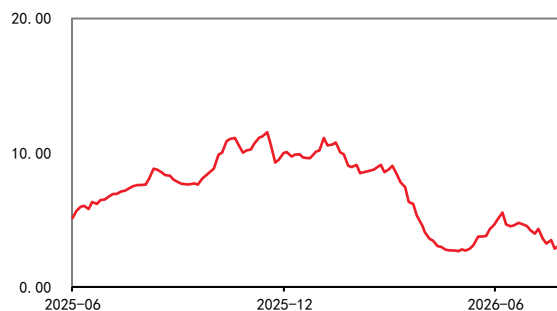
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



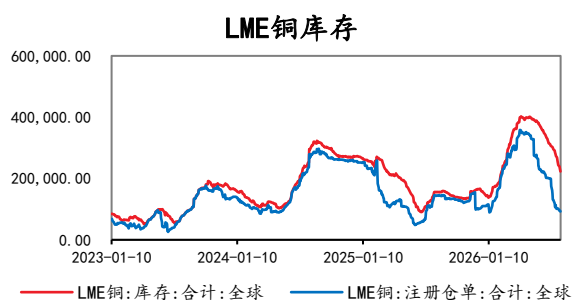
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



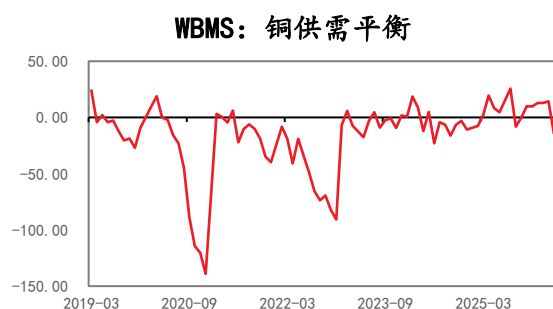
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



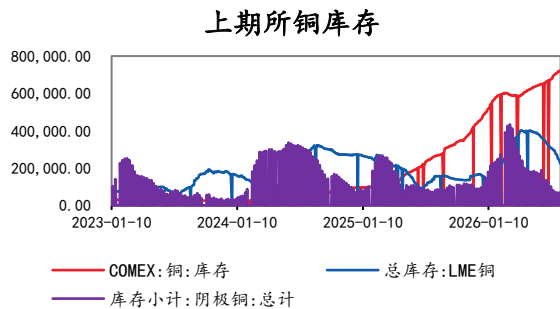
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



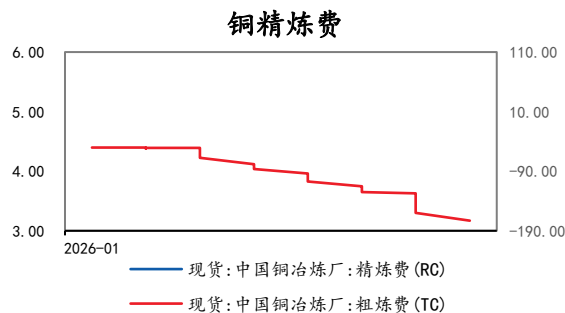
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，6 月锌矿进口量为 36.29 万吨，环比减少 8.51%，同比增加 9.97%，1-6 月累计进口量为 276.16 万吨，累计同比增加 8.98%。

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，8 月国产锌矿加工费报-850 元/金属吨，环比减少 350 元/金属吨。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。

海关数据：6 月精炼锌进口量为 5462 吨，环比增加 9.22%，同比减少 84.85%，1-6 月累计进口量为 5.96 万吨，累计同比减少 68.96%。6 月精炼锌出口量为 2345 吨，环比减少 0.3%，同比增加 24.5%，1-6 月累计出口量为 2.09 万吨，累计同比增加 67.8%。

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提。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、压铸合金和氧化锌三大加工行业开工率持续疲弱，整体弱于季节性表现，下游订单释放有限，成品库存累库。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。

2 总结

锌精矿加工费已跌入深度负值区间，全球锌矿供给缺口持续存在，主因海外主力矿山减产及国内矿山品位趋势性下降。国内冶炼厂原料库存降至 18 天，处于近两年低位，原料端约束不断强化。海外方面，LME 锌库存已跌破 10 万吨，处于历史极低水平，仓单高度集中加剧逼仓风险，LME 现货升水走强至 56 美元/吨以上，外盘结构维持强势。在此格局下，外强内弱态势料将延续，市场核心矛盾仍聚焦于供应端刚性约束与消费淡季需求疲软之间的博弈。

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



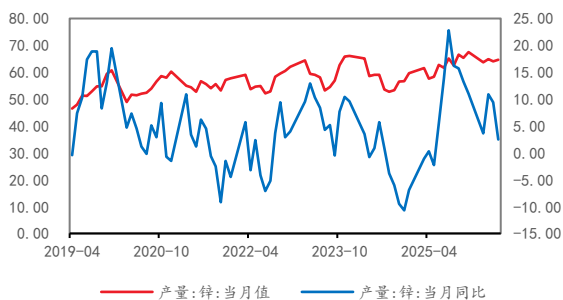
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



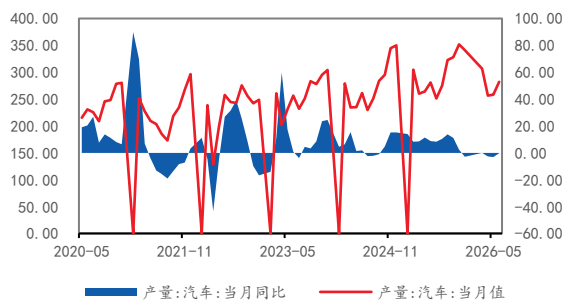
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政治局会议强预期落空，市场转向负反馈交易

7 月底政治局会议之后，黑色市场此前积累的政策强预期明显降温，交易逻辑迅速从“政策托底和供给约束”重新切换至“淡季弱现实和产业负反馈”。政治局会议延续更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并提出加大逆周期调节力度、扩大内需、继续整治“内卷式”竞争，但整体仍以既有政策框架的落实和优化为主，并未出现市场此前期待的更强刺激或针对黑色产业更直接的供给端政策。对此前已经提前交易政策预期的黑色商品而言，这意味着新的增量利多不足，预期差开始向下修正。

与此同时，钢材正处于传统需求淡季，现实端本身缺乏足够支撑。政策预期退潮以后，市场注意力迅速重新回到高铁水、弱需求、库存压力和钢厂利润收缩之上，交易重心由政策驱动重新转向产业负反馈。原料端由于前期涨幅较大、估值相对偏高，对负反馈更加敏感，焦煤、铁矿石率先出现明显回落，并通过成本端进一步拖累钢材价格。换言之，这一轮下跌并不是需求突然出现新的断崖式恶化，而是政策强预期没有兑现以后，市场重新按照原本偏弱的产业现实进行定价。

因此，当前国内黑色的核心矛盾已经从此前的“政策还能给多少预期”重新回到“弱需求最终能够推动多大规模的减产”。只要终端需求不能明显改善，库存继续累积、利润进一步压缩，市场就仍然存在通过原料下跌压低成本、再推动钢厂减产的负反馈压力。政治局会议并没有改变中长期稳增长方向，但对于短期黑色交易而言，政策预期的边际贡献已经明显下降，产业基本面的权重重新上升。

2 沃什鹰派表态未兑现为行动，加息预期降温带动商品宏观环境回暖

海外宏观环境则出现了相反的边际变化。沃什上任后的第二次议息会议再次选择按兵不动，7 月 29 日 FOMC 继续将联邦基金利率维持在 3.50%—3.75%，尽管当次会议已经有 3 名委员主张加息 25 个基点。这进一步强化了市场对于沃什政策风格的认知：口头上维持较强的通胀警惕和鹰派约束，但真正落实到政策操作时仍然具有较高门槛。也就是说，市场开始逐步下调此前对于“沃什上任后迅速收紧货币政策”的定价。

这一逻辑随后又被美国就业数据进一步强化。7 月非农就业意外减少 2.3 万人，市场对 9 月加息的定价由此前超过 50% 迅速降至不足 50%，甚至部分机构开始认为美联储下一步更可能是降息而非加息。这意味着此前压制商品的一个重要宏观逻辑——“高通胀迫使沃什快速加息”——正在明显弱化。尤其是在通胀本身仍处于高位、6 月 PCE 同比达到 3.7% 的情况下，货币政策却没有同步明显收紧，市场开始重新交易一种更有利于实物资产的组合：通胀黏性仍强，但实际紧缩力度低于此前预期。

对于商品而言，这种组合比单纯的降息交易更加值得关注。如果经济快速衰退导致降息，商品需求反而可能受到压制；但目前市场交易的是加息预期下降，而通胀压力仍然存在，因此名义增长和通胀溢价重新获得定价空间，对黄金、有色、能源以及整体商品风险偏好形成支撑。海外宏观环境由此前的“沃什鹰派+加息预期”逐渐转向“政策实际收紧有限+通胀黏性较强”，

成为近期商品价格回暖的重要宏观背景。

因此，当前黑色市场实际上处于两股力量的拉扯之中：国内是政策预期退潮后的弱现实和负反馈压力，海外则是加息预期下降带来的商品宏观环境改善。海外宏观因素能够减缓黑色下跌节奏、改善市场风险偏好，但目前尚不足以改变钢材自身需求偏弱和库存累积的现实。最终黑色能否真正企稳，仍然需要观察产业端的减产和库存去化能否兑现。

3 铁水明显回升，但成材产量继续下降，库存累积加快

上周钢材市场呈现“铁水回升、成材减产、需求进一步走弱、库存加速累积”的格局。高炉产能利用率和铁水产量重新回升，但五大品种钢材产量继续下降，尤其螺纹钢减产较为明显；与此同时，五大品种表观消费进一步走弱，钢厂库存和社会库存同步增加，总库存累积速度有所加快。现货价格整体变化不大，钢厂盈利率继续下降，显示当前钢材市场核心矛盾仍集中在弱需求和库存压力，供应端虽然已经出现成材减产，但尚不足以扭转供需偏弱格局。

上周全国高炉产能利用率升至 89.4%，环比上升 1.0 个百分点，同比下降 0.8 个百分点；日均铁水产量增加 2.6 万吨至 238.1 万吨。此前铁水连续回落后重新出现明显回升，说明钢厂高炉端减产并不稳定，原料需求仍保持较高韧性。从绝对水平来看，238 万吨以上的日均铁水仍处于偏高水平，在终端需求持续偏弱的情况下，高铁水意味着黑色产业链上游供应压力尚未得到实质性缓解。

上周五大品种钢材周产量为 806 万吨，环比下降 1.5%，同比下降 7.3%，其中螺纹钢产量降幅较为明显。值得注意的是，在铁水明显增加的同时，五大品种成材产量反而继续下降，铁水与成材产量再次出现背离。这一方面可能与钢厂品种结构调整、钢坯及其他非五大材流向有关，另一方面也说明当前钢厂已经开始主动压缩部分需求偏弱品种的生产。相比单纯观察铁水，成材产量下降对钢材供需平衡具有一定改善作用，但由于需求下降速度更快，目前减产力度仍不足以推动库存去化。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1199.2 万吨，环比增加 0.7%，同比增加 24.6%；钢厂库存为 454 万吨，环比增加 2.1%，同比增加 10%。钢材总库存环比增加 1.1%，较此前增幅进一步扩大 0.7 个百分点，库存累积速度明显加快。结构上，钢厂库存增幅明显高于社会库存，说明当前库存压力更多向钢厂端集中。在钢材产量已经下降的情况下库存仍然加速累积，反映需求走弱对供需平衡的拖累已经超过供应减量，当前市场仍处于较为明显的被动累库阶段。

需求端进一步走弱。上周五大品种钢材表观消费为 788.6 万吨，环比下降 2.9%，同比下降 6.8%；其中螺纹钢表观消费降至 178.5 万吨，环比下降 10.3%，同比下降 15.3%。五大材表需继续下降，尤其螺纹钢需求出现明显加速下滑，建筑钢材淡季特征进一步强化。建筑钢材成交周均值为 9.1 万吨，环比增加 10.7%，高频成交有所改善，但绝对水平仍然偏低，而且与周度表需明显下降形成一定背离，说明成交改善更多可能体现价格企稳后的短期刚需释放，并不足以证明终端需求已经出现趋势性好转。

价格与利润方面，上周钢材现货价格整体变化不大，主流钢材品种即期毛利有所改善，但 247 家钢厂盈利率降至 32%，较此前下降 1.8 个百分点。即期毛利与钢厂盈利率表现有所分化，反映不同地区、不同品种钢厂盈利状况仍存在较大差异。盈利钢厂占比继续下降，意味着钢厂整

体经营压力仍在上升，但目前铁水反而重新增加，说明利润恶化尚未形成稳定且持续的高炉减产。

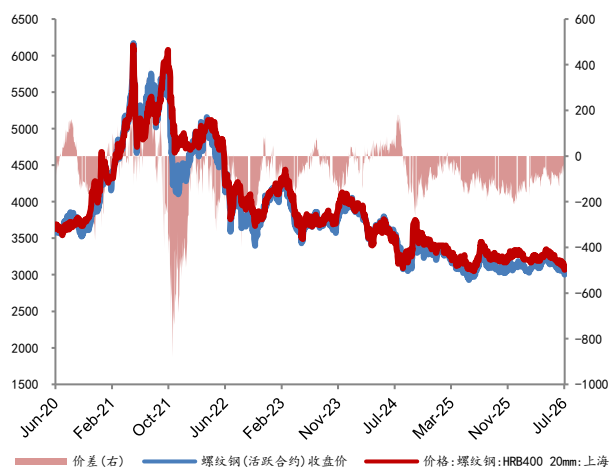
综合来看，当前钢材市场仍处于“高铁水、低成材、弱需求、累库存、低利润”的格局。与此前相比，成材供应已经开始主动收缩，但需求下降幅度更大，导致库存不降反增，而且累库速度继续扩大，说明当前减产力度尚不足以抵消淡季需求走弱。更值得关注的是，铁水重新升至 238 万吨以上，与成材减产形成明显背离，如果后续铁水不能重新回落，原料端的高供应最终仍可能通过钢坯或其他钢材品种重新转化为成材压力。因此，短期钢材基本面仍然偏弱，后续重点关注螺纹等需求偏弱品种能否进一步减产、钢厂库存累积是否继续加速，以及盈利率下降最终能否重新推动铁水减产。

4 小结

政治局会议后政策预期落空，市场迅速转向负反馈交易，原料价格大幅下跌，成本支撑松动并带动钢价回落。当前基本面尚未出现明显改善，但前期风险已随价格下跌得到一定释放，空头平仓推动盘面出现弱反弹。整体弱势格局未改，仍需警惕负反馈进一步深化。

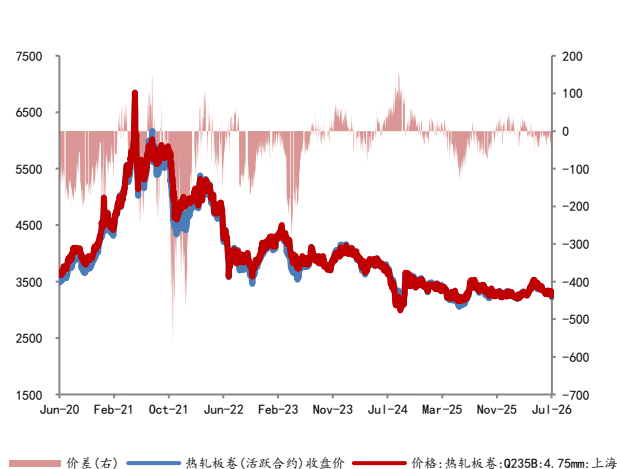
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



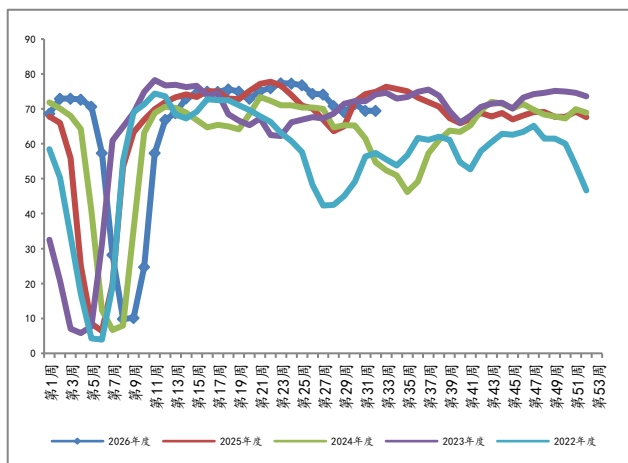
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



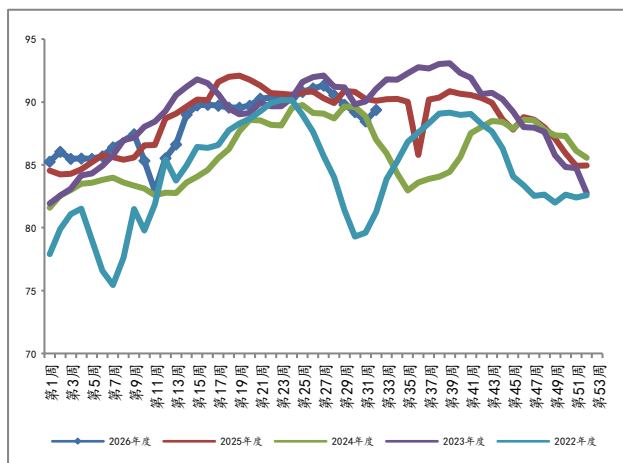
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



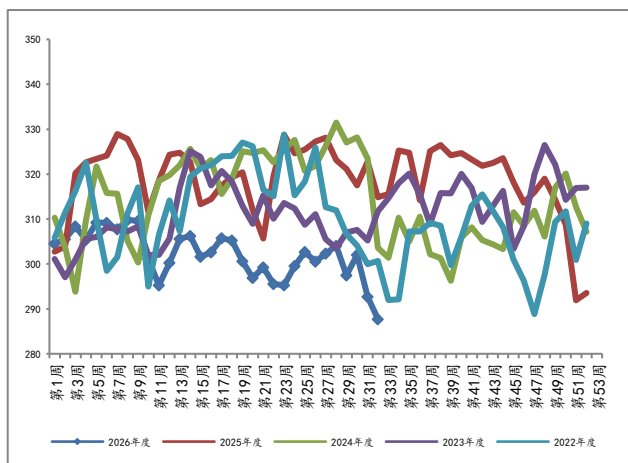
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



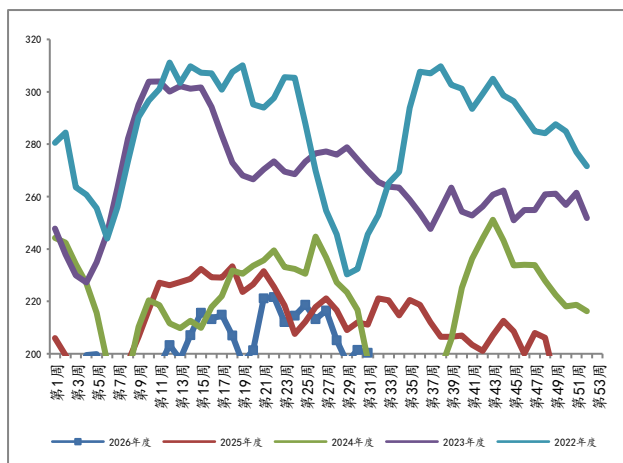
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



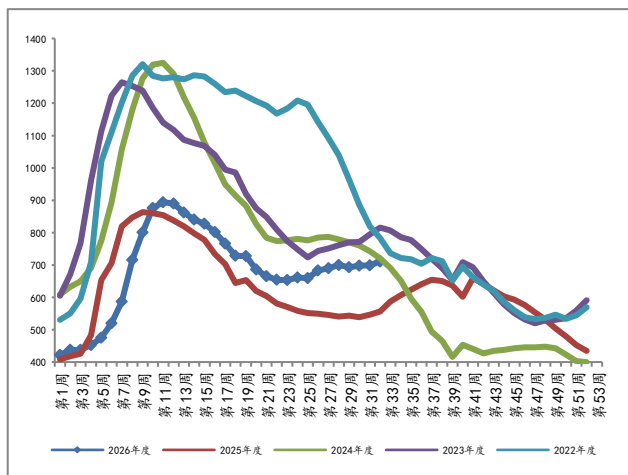
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



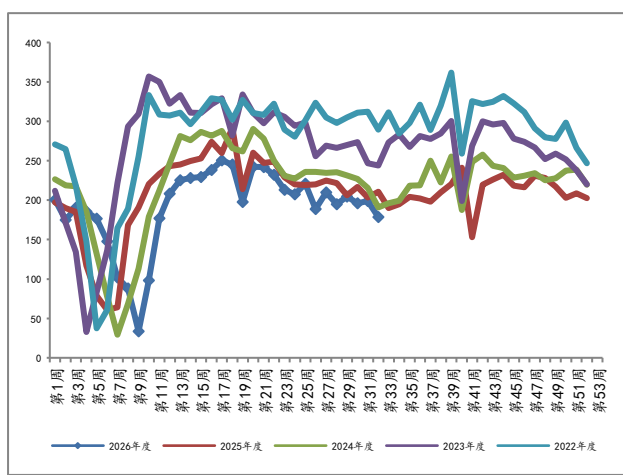
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 特朗普 TACO 认怂

中东局势最新消息，美国总统特朗普宣布将再次同伊朗举行谈判，国际原油及能化品种价格应声下跌。

特朗普给出的解释是，原本美以计划联合发动一场大规模的打击行动，但在伊朗和第三方国家请求下取消，认为可以推动霍尔木兹海峡“立即、全面、彻底”恢复通航，还会进一步达成核协议。伊朗方面对此嗤之以鼻。此前伊朗放出狠话：倘若美国打击伊朗能源基础设施，将立刻摧毁沙特、阿联酋的油田和卡塔尔的天然气，“一切都将化为焦土”。此外，伊朗称与阿曼关于共同管理霍尔木兹海峡的谈判已进入最后阶段，讨论在分道航行框架下为海峡划定一条新航线。

我们认为，自美伊冲突爆发以来，国际油价大部分时间持续高位运行，能源价格上涨带来的通胀压力，令特朗普当局在货币政策上举步维艰，迫使他必须寻求途径结束冲突。然而，特朗普在无能狂怒和 TACO 之间反复循环，已经让交易者对其制造的短线波动感到无所适从。

2 和平叙事挤出溢价

国际原油走势短线止涨，主要因美伊关系或有边际缓和迹象，市场重新评估原油供应中断风险，令地缘风险溢价部分被挤出。

中间斡旋方巴基斯坦透露，美国与伊朗之间正在进行恢复地区稳定的相关沟通，主要围绕霍尔木兹海峡安全通航问题，这也是全球原油供应链的重中之重。美国单方面宣称已协助多艘油轮安全通过，数百万桶原油重新流向国际市场，一时缓解了交易者对供应中断的担忧。如果美伊双方认清持续冲突没有赢家的现实，未来海湾地区原油输出或逐渐回升，从而削弱支撑油价上涨的风险偏好。

但实际上，当前实物原油市场形势仍在恶化，地缘风险持续累积和扩散，正在强化业界对供应收紧的预期。华盛顿可以继续描绘和平愿景安抚人心，但油价重心将取决于中东安全局势和贸易流稳定的现实条件。

3 地缘局势暂时降温

据外媒援引美国官员，美国、伊朗和阿曼“接近达成”一项重新开放霍尔木兹海峡的临时协议，特朗普希望能够在 8 月 5 日宣布这一“重大胜利”。

美伊关系似乎陷入“谈崩就打、打完再谈”的死循环，本轮冲突持续不到半个月，美伊双方都有较强的恢复停火意愿。据消息人士透露，正在讨论“部分满足伊朗对霍尔木兹海峡拥有更多控制权的要求”，为重新开放霍尔木兹海峡设定了一项为期 60 天的临时安排，期限有可能进一步延长。

这项临时协议的核心内容可能包括：所有通过霍尔木兹海峡驶入波斯湾的船只，必须经由伊朗

一侧的北部航道航行；通过海峡驶出的船只可在伊朗协调下，部分经由阿曼一侧的南部航道航行；60 天期限内不收取任何通行费。

我们认为，特朗普作为美国总统的主要 KPI 是：急于摆脱中东战争泥潭，阻止高油价兑现为高通胀，遏制美债长期收益率上行，并为明年的降息做好铺垫。因此，主流交易者在油价有限回落保持观望，有理由暂时相信地缘局势将会阶段性降温。

4 伊朗确立主导地位

伊朗副外长表示，伊朗与阿曼关于商业船舶通行霍尔木兹海峡的协议已接近最终敲定，但这并不意味着海峡将完全重新开放。

根据披露的细节，伊朗设计了一条霍尔木兹海峡新航线，商业船舶进入和驶离海峡的大部分航程需经过伊朗领海，一部分需经过阿曼领海，标志着伊朗将正式获得霍尔木兹海峡实控权。新航道启用后，伊朗一侧的北部航道和阿曼一侧的南部航道均将关闭，不过新航道同样为临时航道，预计可使用 2-4 个月。同时德黑兰方面强调，霍尔木兹海峡通航相关事宜应仅由伊朗和阿曼协商决定，联合声明正处于最后审查和起草阶段，否认与美国对此进行任何谈判，不接受外部势力介入。

从目前局势来看，美国已经失去了对海湾地区的绝对主导权，默许离场将是特朗普当局的理性选择。原油交易者仍在迟疑观望，如果未来霍尔木兹通航实质性恢复，市场将参考现货紧张程度调整定价。

5 实际通航尚未恢复

美伊双方有意暂时停火重回谈判桌前，但对于霍尔木兹海峡通航问题却各执一词。

美国总统特朗普坚称与伊朗谈判正在进行，第一阶段将开放霍尔木兹海峡，第二阶段将实现伊朗无核化，并表示霍尔木兹航运可能在 8 月 4 日即可重启。然而这一说法再次遭到伊朗官方光速打脸，仅承认与阿曼就霍尔木兹海峡问题进行谈判，强调因美方严重违反停火协议和谅解备忘录，霍尔木兹海峡局势不会发生显著变化，不允许美国开辟任何非伊朗指定的航线。

据 Kpler 调查显示，近期霍尔木兹海峡船舶通行数量连续下降，7 月 31 日-8 月 2 日分别为 23、11 和 9 艘，其中大部分经由伊朗一侧航道通过；2 日红海曼德海峡有 30 艘船舶通过，其中仅一艘敢于关闭自动识别系统。航司和保理行业形成共识，在美伊双方达成明确的航行安全标准之前，应继续将霍尔木兹海峡和曼德海峡视为存在高危风险的区域。

综上所述，无论特朗普如何巧言令色，海湾原油出口和全球能源安全依然无解，市场情绪可以一时间退潮，但量变到质变的风险因素仍在日益积聚。

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。

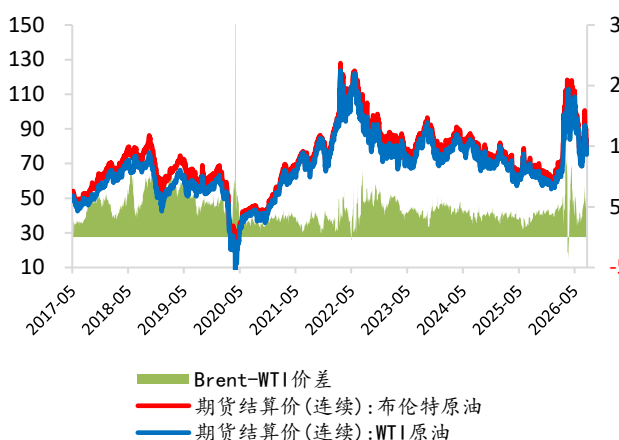
回顾 6 月下旬美伊签署谅解备忘录，外界对特朗普编造的和平叙事信以为真，高盛、大摩等投

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。

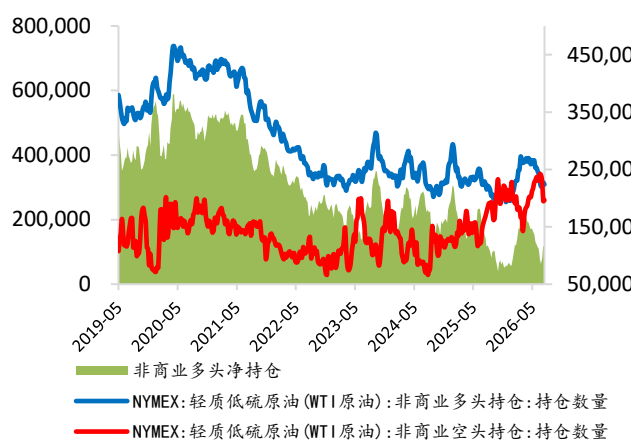
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



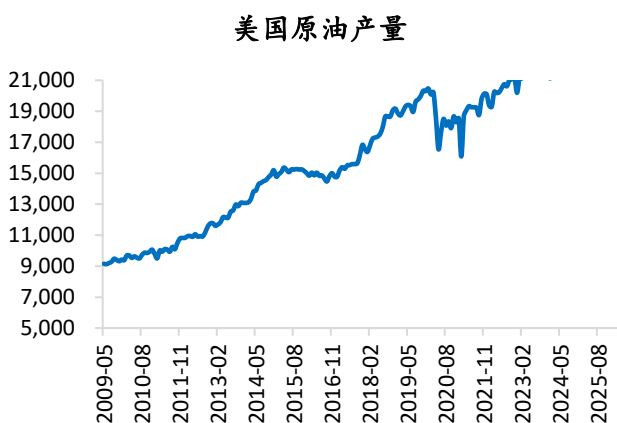
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



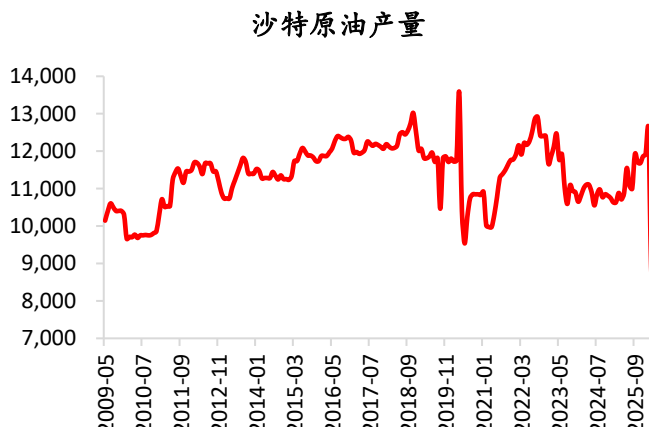
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



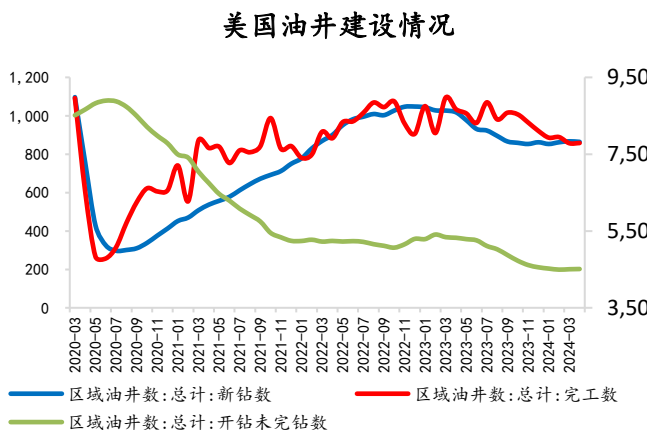
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



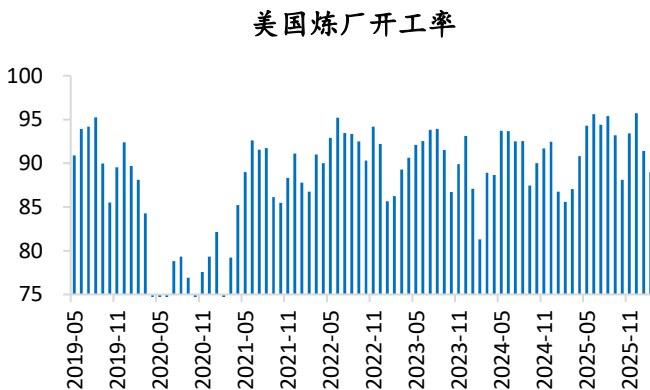
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



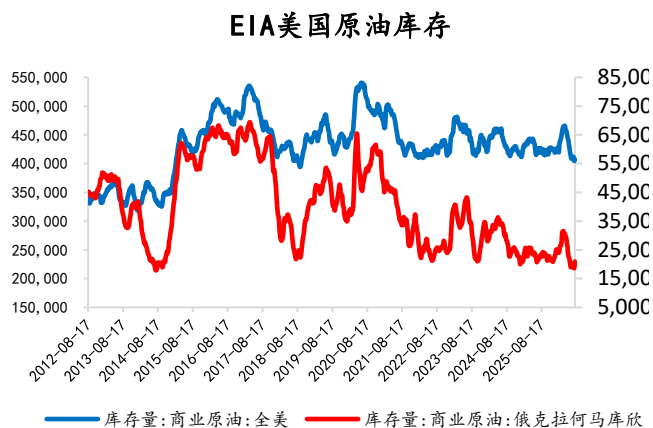
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



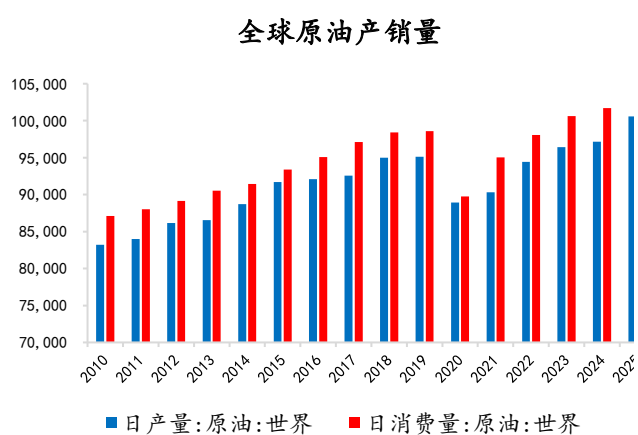
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 厄尔尼诺预期增强

中国气象局召开发布会,最新气象监测显示,2026 年 6-7 月厄尔尼诺状态持续加强。6 月 Niño3.4 区海温指数达 1.60°C ,较 5 月上升 0.64°C ,7 月第 2 候起指数稳定高于 2.0°C 。预测本次厄尔尼诺现象的演变:随着赤道中东太平洋海表温度持续升高,夏秋季形成一次东部型强到超强厄尔尼诺事件,且发生超强事件的概率正在增大,于秋冬季达到峰值,到 2027 年春季逐步衰减结束。

本次厄尔尼诺事件具有发展快、强度高的特点,需引起高度重视。在强到超强厄尔尼诺的背景下,中国云南、海南产区及东南亚主产区将面临夏秋季台风降雨扰动偏多,而年末割胶旺季出现干旱的风险,从而令 2026-2027 年度全球天然橡胶大规模减产的预期升温。

目前,沪胶期货市场已对此部分提前计价,但须注意远月合约的时间窗口才能兑现。

2 泰国出口稳中有降

7-8 月东南亚主产区向割胶上量期过渡,原料产出虽受局部扰动但整体递增趋势未改,压制胶价走势稳中偏弱。目前上游增产节奏相对明确,随着开割范围扩大,加工厂压价收购,胶水、杯胶价格高位出现松动。

2026 上半年,泰国天然橡胶(标准胶、乳胶、烟片胶)出口量累计 120.3 万吨,同比下降 13%。同期,泰国混合胶出口量累计为 97 万吨,同比增加 11%,其中绝大部分发往中国。综合来看,2026 上半年泰国天然及混合橡胶出口合计 217.3 万吨,同比减少 3.7%;出口到中国总计 137.5 万吨,同比下降 3.4%。其他 ANRPC 成员国方面,马来西亚和越南季节性增产逐步兑现,印尼因橡胶树龄极度老化面临长期减产压力。

厄尔尼诺强化未来减产预期,中长期胶价重心有望抬升,然而当前原料端放量格局下,难以形成有效利多支撑。

3 国内现货流通宽松

东南亚主产区处于传统增产期,泰国、越南新胶持续释放,原料收购价稳中有降,成本端支撑有所减弱。国内云南、海南产区正常割胶,雨季天气偶尔干扰割胶收集,干胶厂原料收购平稳,全乳胶流通货源持续宽松。

天然橡胶供应随时间递增,将带动泰国出口量继续增加,中国进口到港量也将逐步回升。2026 年 6 月,中国天然橡胶进口量同比增长 4.27%,环比增加 14.29%,参考历史同期水平,单月进口量高于五年同期均值。分胶种来看,除天然乳胶进口量同比下滑外,其他主流天然橡胶品种进口量同比均呈现增长态势。

预计 7 月中国天然橡胶进口量仍将录得同环比增长的可能性较大,而下游轮胎等企业处于年中传统淡季,原料补库需求难以承接增量。沪胶期货市场多空博弈,现实供应宽松压制近月空间,未来减产预期托底支撑。

4 供应端长短期矛盾

7 月下旬以来，国内云南产区阴雨天气占比较多，造成有效割胶天数大幅减少，胶水产出效率偏低。当月国产全乳胶产量录得低位，短期难以对国内现货市场形成有效补充，因而对外盘货源的进口依赖度被动提高。然而，7 月下旬东南亚同样频繁降雨，割胶作业受阻延缓新胶集中上市及进口到港节奏。

因此，国内天然橡胶库存处于被动累库阶段，但暂时累库幅度不大。行业数据显示，截至 2026 年 7 月末，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量 66.81 万吨，环比增 0.1%；中国深色橡胶社会库存为 81.43 万吨，环比下降 0.42%；中国浅色橡胶社会库存为 37.63 万吨，环比下降 0.74%。天然橡胶走势受上中游因素主导，而供应端长中短期逻辑有所矛盾，令胶价盘整运行缺乏明确指引。

5 需求淡季表现一般

天然橡胶反弹行情主要是上游厄尔尼诺炒作，而产业链下游实际表现低迷。

夏季橡胶轮胎企业开工维持低位，受制于订单乏力，工厂普遍存在临时检修和主动控产现象，传统淡季行业产能利用率持续走低。到 7 月末统计，山东地区全钢胎开工率 62%，全国半钢胎开工率 58%，轮胎企业成品库存天数超过 40 天。内外销订单改善有限，终端去库节奏缓慢，企业成品库存偏高，原料补库意愿低迷，维持刚需随用随采模式，几无规模性投机采购。反映到库存层面，青岛主港虽一度小幅去库，但库存总量高于同期水平，现货压力难以快速缓解。

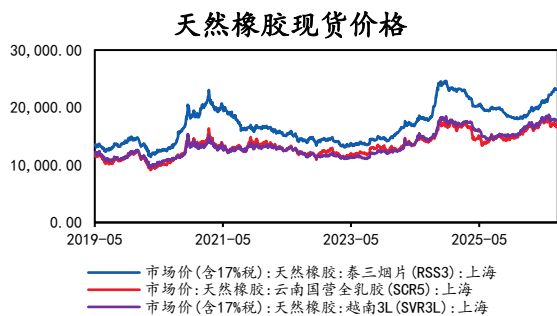
综上，尽管胶价受天气题材刺激短线反弹，但 8 月受制于基本面疲弱现实，或仍需经历震荡寻找支撑的过程。

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。

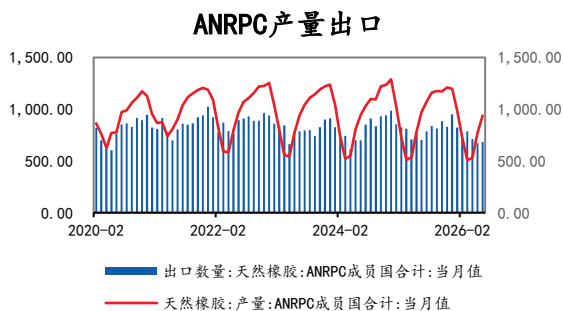
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



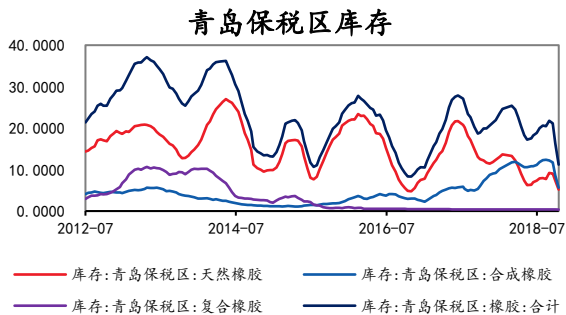
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



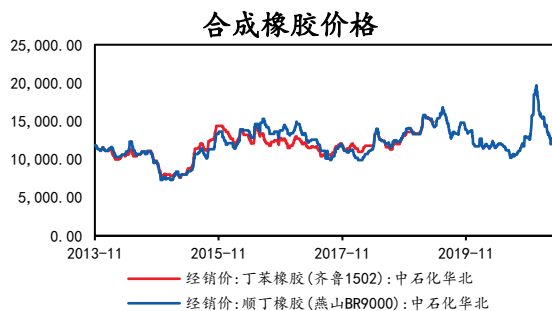
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



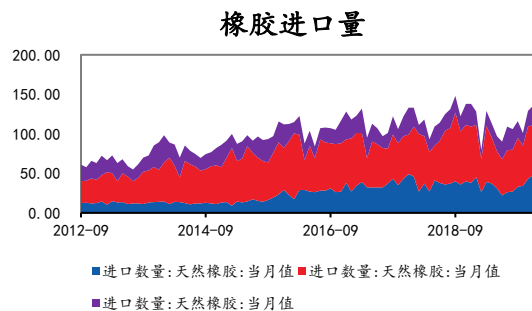
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



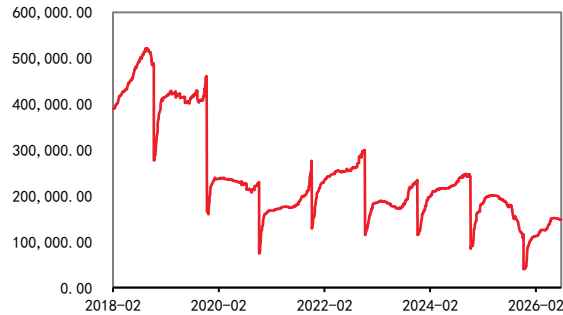
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



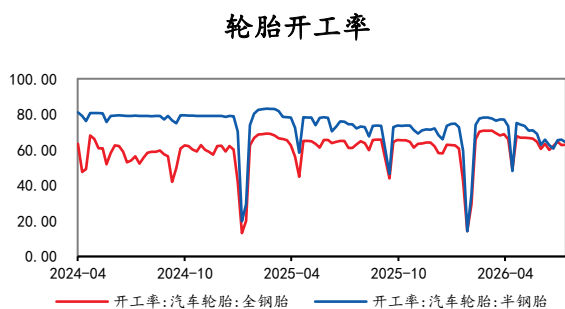
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



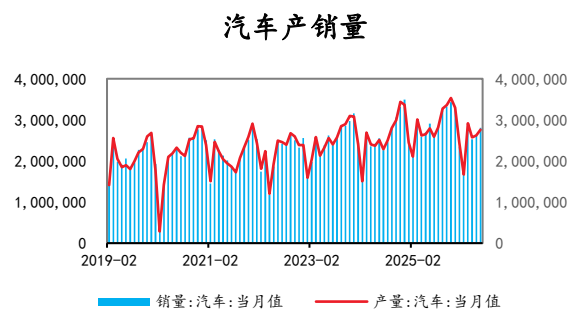
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆跌势放缓，国内豆类市场震荡回升

1 外部豆类市场分析

美豆优良率降至三年最低，USDA 月报受关注

美国农业部公布的作物生长报告显示，截止 8 月 2 日当周，美豆优良率持平于前一周的 63%，为三年同期最低水平，低于市场预期的 64%，去年同期为 69%；当周美豆开花率为 88%，去年同期和五年均值均为 84%；当周美豆结荚率为 62%，去年同期和五年均值分别为 56%和 55%。美豆优良率降至三年低点，市场担心 7 月份的高温天气可能削弱美豆最终产量。8 月仍是美豆生长的关键期，美豆产区天气变化将继续受到关注。美国农业部将于 8 月 12 日公布月度供需报告，有望结合近期美豆生长状况对产量预估值作出调整。

巴西大豆出口强劲，明年产量前景保持乐观

巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的数据显示，巴西 7 月出口大豆 1340 万吨，同比增加 9%。巴西全国谷物出口商协会（Anec）表示，巴西 8 月大豆出口量预计为 974 万吨，高于上年同期的 811 万吨。咨询公司 StoneX 预计 2026/2027 年度巴西大豆产量将达到创纪录的 1.831 亿吨。美国农业部目前预估的巴西 2026/2027 年度大豆产量为创纪录的 1.86 亿吨。目前巴西处于强制休耕期，新季大豆播种工作将于 9 月展开。超强厄尔尼诺持续发展，会否对南美大豆种植和生长造成干扰仍充满不确定性。

MPOB 月报预计调高库存，棕榈油市场多空交织反复震荡

在 8 月 10 日 MPOB 发布月报前，一项调查显示，由于产量增长超过强劲需求，预计马来西亚 7 月棕榈油库存将连续四个月增加，有望达到 261 万吨 2 月以来最高水平。此外，超强厄尔尼诺的潜在影响也持续受到关注。根据统计资料，超强厄尔尼诺通过东南亚主产区干旱导致棕榈油减产，引发“短期价格震荡托底、滞后 9-12 个月实质性供应收缩与价格大幅上涨”的市场逻辑，市场预计核心影响将集中在 2027 年上半年开始体现。此外，地缘风险溢价消退引发的原油市场大幅下跌，对整个植物油板块形成阻力。与此同时，强劲的出口数据与来自印度等主要买家的采购预期，也为盘面提供了抗跌支撑，限制棕榈油价格过度回落。棕榈油市场缺少单边驱动，市场情绪变化令盘面呈现反复震荡状态。

2 国内豆类市场分析

国内进口大豆供应宽松，豆粕库存升至 107 万吨

当前国内进口大豆保持供给宽松状态。油厂周度压榨量维持在 220 万-240 万吨高位，全月压榨量预计在 1000-1060 万吨，创下历史新高。高压榨导致高产出，下游提货需求总体平稳，豆粕库存持续攀升。据中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内豆粕库存量达到 107.09 万吨，周度增加 3.49 万吨。三季度仍是进口大豆到港高峰期，宽松的供给形势仍是粕价回升的主要阻力。

油脂回归供需基本面，差异化行情特征较为突出

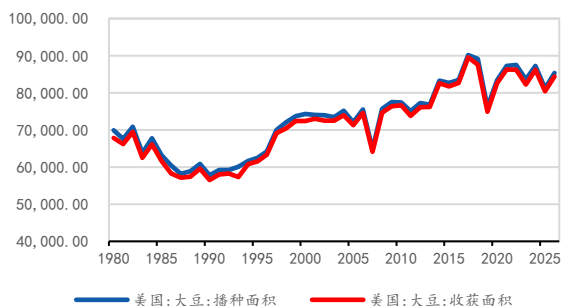
中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 261.36 万吨，周度下降 0.64 万吨。其中豆油库存为 142.8 万吨，周度增加 1.06 万吨；食用棕榈油库存为 79.7 万吨，周度下降 0.22 万吨；菜油库存为 38.86 万吨，周度下降 1.48 万吨。国内菜油库存处于近年低点，加拿大菜籽走强以及俄罗斯菜籽供应收紧预期也为市场带来外部支撑。超强厄尔尼诺增加远期棕榈油减产概率，但近端库存压力削弱市场追涨情绪。国内进口大豆供给宽松，豆油保持累库节奏，随着 2701 合约晋升新主力，美豆弱势表现从成本端限制豆油价格回升。整体来看，油脂品种回归各自供需基本面，短期差异化行情有望持续。

3 油脂油料市场展望

中东局势错综复杂，地缘政治的不确定性容易引发商品市场情绪波动。当前美豆产区天气风险整体可控，产量乐观前景依然可期。美豆市场始于 7 月下旬的由涨转跌的行情拐点已经确立，技术卖压没有明显缓解。国内豆粕市场在成本和情绪端与美豆保持较强联动。国内进口大豆供给形势保持宽松，油厂高开工率加快豆粕累库节奏，而生猪养殖利润低迷，需求端缺乏大规模备货冲动，难以对粕价上行形成主动刺激。随着美豆天气窗口逐步收窄，如无实质性减产题材支撑，国内豆粕市场有望延续震荡跟跌行情。油脂市场因供需基本面差异走势较为分化，MPOB 月报值得重点关注。目前正值东北大豆结荚鼓粒关键窗口期，近期多地强降雨引发减产担忧，带动市场明显增强。关注产区天气及大豆生长状态，如果资金持续流入，豆一期货市场在减产题材支撑下仍有惯性上涨空间。

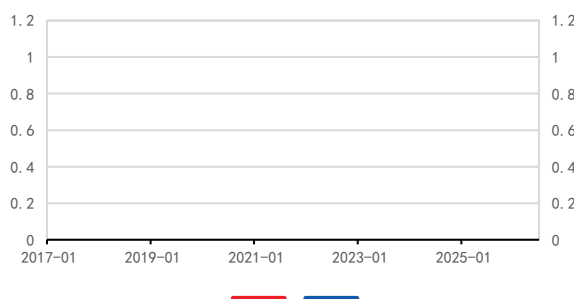
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



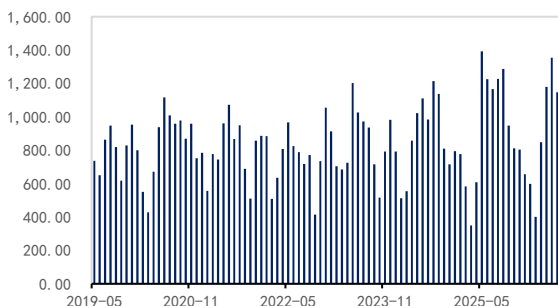
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



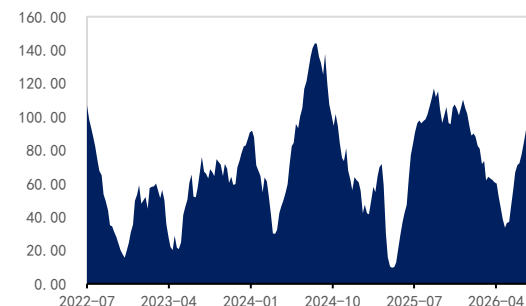
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

