

## 中金财富期货策略周报 (2026 年第 29 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

刘绅

从业资格编号: F3041660

投资咨询编号: Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号: F0231832

投资咨询编号: Z0000756

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号: F0270867

投资咨询编号: Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

卢意

从业资格编号: F03091457

投资咨询编号: Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

**宏观策略:** 宏观经济的 K 型态势未发生明显变化, 贵金属和有色保持强势, 贴近地产和消费的行业仍较为弱势。需要注意的是, 考虑到大部分弱势品种价格处于 10 年内低点, 注意弱势工业品板块的追空风险。

**股指期货:** 近期市场快速反弹后转为震荡, 本质上是基于美联储 TACO 与非农、就业数据, 交易宽松流动性与降息预期。对于市场而言, 8 月以来由宏观流动性改善共振带来的风险偏好回升和市场系统性修复或已进入尾声, 叠加中报业绩集中披露窗口临近, 市场将更加聚焦于业绩主线的结构性机会, 预计整体维持偏震荡态势。

**铜:** 地缘政治风险反复, 增加了市场的不确定性, 部分资金选择暂时观望。当前处于消费淡季, 高企的铜价显著抑制了下游采购意愿, 市场成交以刚需为主, 整体表现清淡。宏观情绪降温与下游畏高采购是短期压制因素, 但矿端紧张、库存低位等核心基本面逻辑并未改变。

**锌:** 刚果(金)颁布的铜钴精矿出口禁令, 在直接扰动铜供应的同时, 也引发市场对当地锌精矿(尤其是 Kipushi 矿)发运同步受阻的担忧, 供给收紧预期由此从铜品种外溢至锌市场, 进一步放大了整体有色板块的供应端焦虑。但疲弱的需求现实始终制约着上行弹性, 供需两端力量对比并未实质性改善。一旦供应端利好被市场充分定价并逐步消化, 若终端消费仍无法有效回暖, 基本面将缺乏足够支撑, 价格回调的风险也将随之显著上升。

**钢材:** 上周受原料价格上涨提振, 钢价出现一定止跌迹象, 但整体涨幅明显弱于原料端, 反映成材自身弱基本面仍未改变。当前更多是成本推动下的被动企稳, 需求偏弱仍是拖累。

**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。

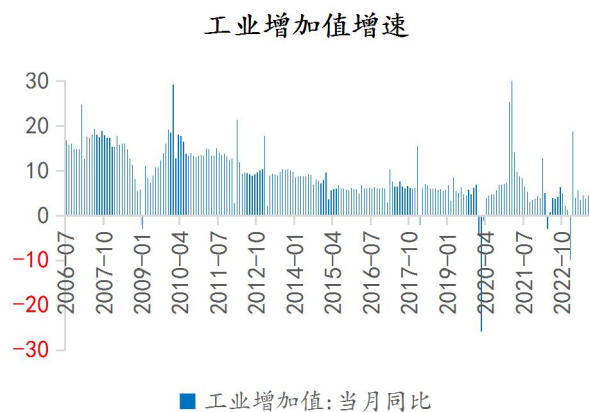
**油脂油料:** 美国农业部月报强化美豆增产前景, 随着天气窗口逐渐收窄, 美豆市场很难再次掀起持续性天气炒作行情。下周民间机构 ProFarmer 的田间巡查报告有望为美豆产量提供更清晰的指引。国内豆粕市场在成本和情绪端与美豆保持较强联动, 甚至盖过国内供应宽松局面对粕价的影响。国内进口大豆供给形势保持宽松, 油厂高开工率加快豆粕累库节奏, 而生猪养殖利润低迷, 需求端多维持随用随采策略, 供应压力仍是限制粕价回升高度主要阻力。国内外油脂市场多空交织行情连续性较差, 尚难打破震荡整理状态, 关注下周原油及产地棕榈油出口变化对市场情绪的影响。目前正值东北大豆生长关键窗口期, 前期多地强降雨引发减产担忧, 带动豆价重心大幅攀升, 但洪涝引发的减产预期存在被证伪的可能。关注产区天气变化和机构对大豆减产情况评估。国储和地储连续进行大豆拍卖, 有助于缓解供应紧张担忧, 豆一期货市场能否有效站稳 5000 元/吨关口仍需进一步观察。

## 目录

|                                   |        |
|-----------------------------------|--------|
| 周度策略：出口仍是亮点 .....                 | - 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 二季度货币政策执行报告：对外保持稳定，对内积极改革 ..... | - 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 .....                          | - 15 - |
| 1 原料上涨带动钢价止跌，但成材弱基本面仍限制上行空间 ..... | - 15 - |
| 2 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 - |
| 4 钢材期货现货数据 .....                  | - 16 - |
| 原油 .....                          | - 19 - |
| 1 白宫声明降低调门 .....                  | - 19 - |
| 2 和谈缺乏前提共识 .....                  | - 19 - |
| 3 伊朗保持强硬立场 .....                  | - 19 - |
| 4 霍尔木兹航运停滞 .....                  | - 20 - |
| 5 海湾原油出口受创 .....                  | - 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 天气题材卷土重来 .....                  | - 23 - |
| 2 上量节奏不及预期 .....                  | - 23 - |
| 3 关注厄尔尼诺发展 .....                  | - 23 - |
| 4 需求淡季表现一般 .....                  | - 24 - |
| 5 合成橡胶近端走强 .....                  | - 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 .....                  | - 27 - |
| 4 油脂油料市场主要数据 .....                | - 28 - |

## 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



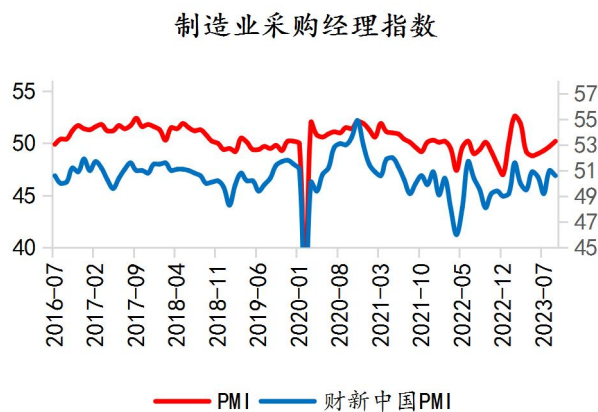
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



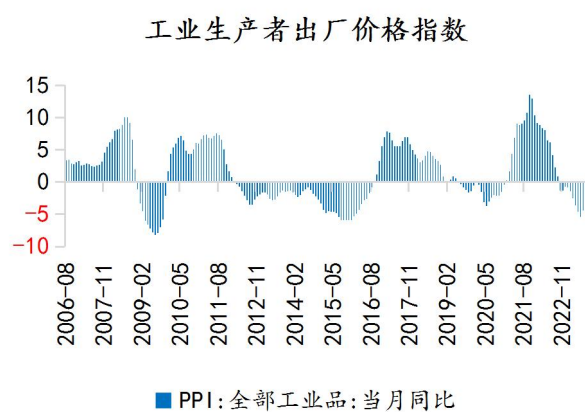
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：出口仍是亮点

从近期经济结构的看，“强者恒强”的态势并无发生明显变化，按美元计价，7月出口当月同比 23.9%，前值 27%；进口金额当月同比 27.5%，前值 36%，贸易顺差 1124.99 亿美元，当月同比由 10.4%上行至 15.5%。出口可视为全球 AI 发展和油价考验制造业水平的核心指标，凸显当前外需好于内需，经济 K 型分化仍难以改变。

### 出口延续强势

近期公布的进出口数据显示，出口增速高位放缓，海外制造业景气度仍高。7月出口增速仍处高位，略高于市场预期，美国、欧元区制造业 PMI 上行，日本制造业 PMI 高位小幅回落，美国 6 月制造业存货、新增订单增速上行，外需有望给出口带来支撑，但仍需关注到韩国出口增速由 70.7%回落为 62.8%。我国出口集装箱运价中枢持续抬升，出口价格指数放缓。

对东盟、非洲出口保持旺盛，对美国出口持续修复。我国持续多元化布局出口区域，前 7 个月我国对东盟、非洲、俄罗斯出口增速均超过 20%，对美国出口累计同比由 0.2%上行至 2.4%，低基数起到一定抬升作用。虽然对美出口持续修复，但是美国关税政策变动频繁，对科技制造行业出口政策限制未来仍有较大变动可能。人民币仍处升值通道，产业链、价格、市场多元化布局等优势下，对出口约束较小。

高端制造出口多数上行，AI 相关产品出口旺盛，劳动密集型产品出口修复。集成电路增速继续攀升，自动数据处理设备保持上行。下游制造业出口仍强，船舶出口大幅上行，汽车出口抬升。基数走低给劳动密集型产品带来一定支撑，鞋靴、玩具、箱包等跌幅收窄，服饰、灯具、家具等增速小幅上行。原料端出口大多上行，钢材、铝材、成品油出口增速上行，稀土高位边际回落。农产品方面，粮食、水海产品跌幅加深；肥料出口自 6 月以来持续大幅回落，主要受出口管控政策影响。

进口增速高位回落，价格支撑仍强。在 6 月进口冲高后，7 月进口动能边际放缓，极端天气也给企业生产与采购节奏带来一定影响。我国进口价格总指数高位小幅上行。AI 产业链扩张带动进出口均保持旺盛，能源、资源品进口表现分化，原油类进口走弱，煤及褐煤增速大幅上行。农产品进口增速放缓，下游汽车消费品进口依然偏弱。

图表 1：7 月部分行业出口增速

| 出口同比增速（以美元计）：分产品类型 |              | ①2026.7单月   | ②6月     | ①-②环月变化  | 7月对出口拉动 |
|--------------------|--------------|-------------|---------|----------|---------|
| 农产品                | 农产品          | 9.17%       | 19.75%  | -10.58%  | 0.24%   |
| 劳动密集型产品            | 塑料制品         | 16.44%      | 17.45%  | -1.01%   | 0.45%   |
|                    | 箱包及类似容器      | 7.33%       | 1.74%   | 5.59%    | 0.06%   |
|                    | 纺织纱线织物及其制品   | 6.39%       | 12.23%  | -5.84%   | 0.23%   |
|                    | 服装及衣着附件      | 8.49%       | 3.16%   | 5.33%    | 0.40%   |
|                    | 鞋靴           | 2.72%       | -1.17%  | 3.89%    | 0.03%   |
|                    | 玩具           | -1.67%      | -6.42%  | 4.75%    | -0.02%  |
| 机电产品               | 机电产品*        | 83.81%      | 34.18%  | -0.36%   | 20.39%  |
|                    | 制造业          | 92.37%      | 42.33%  | 50.04%   | 1.07%   |
|                    | 通用机械设备       | 31.42%      | 15.21%  | 16.21%   | 0.54%   |
|                    | 汽车           | 60.35%      | 69.57%  | -9.22%   | 2.22%   |
|                    | 汽车零配件        | 13.75%      | 19.01%  | -5.26%   | 0.35%   |
|                    | 手机           | 26.63%      | 27.53%  | -0.90%   | 0.63%   |
|                    | 音视频设备及其零件    | 11.72%      | 12.25%  | -0.53%   | 0.12%   |
|                    | 集成电路         | 116.57%     | 121.88% | -5.32%   | 6.49%   |
|                    | 自动数据处理设备及其零件 | 67.42%      | 53.12%  | 14.30%   | 3.53%   |
|                    | 液晶平板显示模组     | -0.78%      | 9.41%   | -10.19%  | -0.01%  |
|                    | 医疗仪器器械       | 12.99%      | 16.89%  | -3.91%   | 0.07%   |
|                    | 医疗仪器及器械      | 6.63%       | 15.33%  | -8.69%   | 0.17%   |
|                    | 地产后周期        | 15.77%      | 18.65%  | -2.87%   | 5.18%   |
|                    | 其他机电产品       | 机电中间品（差值计算） |         |          |         |
| 地产后周期              | 陶瓷产品         | -41.82%     | -48.93% | 7.11%    | -0.25%  |
|                    | 灯具照明装置及其零件   | 2.26%       | -4.30%  | 6.56%    | 0.02%   |
|                    | 家具及其零件       | 11.16%      | 8.98%   | 2.18%    | 0.17%   |
| 贱金属                | 钢材           | 4.87%       | 10.32%  | -5.44%   | 0.10%   |
|                    | 未锻轧铝及铝材      | 44.74%      | 76.99%  | -32.25%  | 0.26%   |
| 化工及矿产品             | 成品油          | 21.01%      | 30.89%  | -9.88%   | 0.24%   |
|                    | 稀土           | 43.04%      | 178.82% | -135.78% | 0.00%   |
|                    | 中药材及中式成药     |             | 17.64%  |          |         |
|                    | 肥料           | -75.71%     | -54.78% | -20.92%  | -0.49%  |
| 高新技术产品*            | 高新技术产品*      | 52.67%      | 52.23%  | 0.44%    | 12.81%  |
| 新三样*               | 电动载人汽车       |             | 106.10% |          |         |
|                    | 太阳能电池        |             | 13.16%  |          |         |
|                    | 锂离子蓄电池       |             | 31.74%  |          |         |

备注：增速通过海关总署公布的出口金额自行计算；“其他机电产品”为“机电产品”剔除从船舶至家用电器项目；“机电产品\*”“高新技术产品\*”包括本表中已列名的有关商品。

资料来源：Wind 资讯，中金财富期货研究所

出口需求韧性有望持续，产业优势支撑仍强。受到美伊冲突反复带来的运输成本压力、天气因素和基数上行多因素扰动下，出口高位回落，部分需求或延后释放，外需有望支撑后续出口走势。当前价格对贸易支撑作用边际减弱，未来或给进口增速带来一定扰动。AI 产业链仍处扩张周期，对进出口的拉动作用有望持续，但拉动斜率预期逐步放缓。

### 非农失速抑制加息预期

美国 7 月就业市场遭遇重创，非农就业人数意外大幅萎缩，彻底颠覆市场预期，令投资者重新评估美联储货币政策路径。

据美国劳工统计局（BLS）周五公布的数据，美国 7 月非农就业人数减少 2.3 万，不仅大幅偏离市场预期的增加 8 万，更低于所有经济学家预测区间的下限，为今年以来最差表现。

7 月非农就业人数减少 2.3 万，为今年 2 月非农就业人数减少 15.6 万以来的最差单月数据，据彭博报道，此次偏差幅度约达 5 个标准差，远超过往常见的预测误差范围。从行业结构来看，7 月就业缩减主要集中在政府部门、休闲与酒店业以及零售业。私营部门就业人口增加 3 万，连续第二个月录得小幅增长，主要由医疗保健和社会救助行业驱动。

拉长时间看，小于 10 万的非农在疫情后都是偏低的。近些年三季度，就业都边际趋冷甚至暴雷，去年下修幅度之大以至于新增转负。因此今年非农仍然可能抢夺美联储注意力，并改变加息路径。

需要注意的是，就业人数下降意味着劳动力市场明显降温，但失业率进一步回落，又表明就业市场仍保持一定韧性，两项最重要指标传递出截然不同的信号。工资数据则成为偏鸽派的

重要信号，不同于此前市场担忧的“劳动力市场过热可能重新推升通胀”，时薪涨幅放缓显示，就业市场供需正在继续再平衡。

考虑到就业市场既未重新升温、也未明显恶化，美联储下一步政策几乎完全取决于未来几周公布的物价数据。

如果 CPI 等通胀数据继续温和，那么连续两个月低通胀将越来越像一种趋势，而不是统计噪音，这将让美联储更有理由维持利率不变。如果这些通胀数据走强，意味着美联储关于通胀能回落到 2% 这一目标的预期再次受到挑战，支持加息的阵营可能再增加一票。

### 工业品结构未发生明显变化

宏观经济的 K 型态势未发生明显变化，贵金属和有色保持强势，贴近地产和消费的行业仍较为弱势。需要注意的是，考虑到大部分弱势品种价格处于 10 年内低点，注意弱势工业品板块的追空风险。

## 宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

### 1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

| 类别 | 时间       | 政策/数据                   | 内容                                                   | 点评                              |
|----|----------|-------------------------|------------------------------------------------------|---------------------------------|
| 政策 | 8 月 10 日 | 伊朗称不满足条件不开放霍尔木兹海峡       | 新任伊朗最高国家安全委员会秘书称，除非美国改变其行为并接受伊方条件，否则海峡不会重开。          | 美伊问题仍陷入僵局                       |
|    | 8 月 14 日 | 美国将对进口无人机及零部件征收关税       | 特朗普签署公告，以应对国家安全威胁为由对进口无人机及零部件征收 10% 至 100% 的从价关税     | 上述关税将于签署之日起 21 天后生效             |
| 数据 | 8 月 12 日 | 美国 7 月 CPI 全面符合预期       | 同比涨幅收窄至 3.4%，核心 CPI 同比放缓至 2.5%                       | 9 月 CPI 是观察重点                   |
|    | 8 月 13 日 | 美国 7 月 PPI 同比涨幅收窄至 4.7% | 能源成本下降成主因                                            | 市场不再完全押注美联储年内加息                 |
| 事件 | 8 月 13 日 | 日本政策高层频频放风，加息节奏加快       | 据媒体三位知情人士报道，日本央行最早将于 9 月 17-18 日政策会议上加息，并正考虑此后加快紧缩节奏 | 日本央行正面临 2024 年退出超宽松政策以来最紧迫的加息压力 |

资料来源：中金财富期货研究所

### 2 二季度货币政策执行报告：对外保持稳定，对内积极改革

从对外货币政策来看，2026 年二季度货币政策执行报告中，关于汇率的表述与一季度货币政策执行报告保持一致。这种表述完全不变的情况，在货币政策执行报告中比较少，但不是没有。比如 2026 年一季度货币政策执行报告中关于防风险的表述内容，就与 2025 年四季度货币政策执行报告是相同的。

我们认为背后或有两个原因：一是，6 月末人民币对美元汇率收盘价较上年末升值 3.0%，中国

外汇交易中心人民币汇率指数，较上年末升值 4.7%，2026 年上半年外汇市场供求基本平稳，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，表明目前的汇率政策是行之有效的；二是央行对当前人民币汇率的整体水平和运行状态比较满意，认为政策短期无需调整。

但另一方面，二季度货币政策执行报告对外部环境的判断发生了明显变化：一是，对外部环境的判断从一季度的“影响加深”变成二季度的“更加复杂多变”，特别是一季度仅提及“地缘政治风险”，二季度还提到了“经贸摩擦多发频发”；二是，对全球通胀的判断发生变化，强调“全球通胀水平有所抬升”；三是，对海外央行的货币政策预期有所调整，从一季度的“各国央行货币政策调整存在不确定性”，变为二季度的“主要经济体央行货币政策趋向调整”，这一点在“专栏 5 海外主要经济体货币政策调整动态”中有详细表述。

我们认为从货币政策执行报告表述看，下半年海外的挑战是通胀水平抬升、经贸摩擦增加为主，同时预防海外央行加息对新兴经济体以及全球债市利率抬升、股市流动性收紧可能产生的外溢性影响。

### 加息预期渐行渐远

7 月美国通胀继续降温，能源价格回落对冲了核心商品与核心服务的环比回升。CPI 环比上涨 0.1%，食品、能源、核心商品和核心服务分别贡献 0.01、-0.11、0.04 和 0.12 个百分点。CPI 同比 3.4%，符合预期。总体上看，7 月通胀读数稳健；结构上看，虽然能源价格继续回落，但核心商品与核心服务环比同步回升，后续须留意通胀驱动力由外生冲击向内生黏性的切换：（1）核心商品环比回升至 0.2%，服饰等商品价格上涨，显示关税压力有由库存端向终端价格传导的迹象；（2）世界杯落幕后酒店价格下降，但租房价格韧性仍在。我们认为，7 月通胀数据虽为市场提供了短暂喘息，并进一步降低了 9 月加息的必要性，但通胀风险未完全解除，加息渐行渐远，也不具备转向降息的条件。

通胀数据降低了美联储继续加息的必要性，我们仍维持此前判断，年内不加息仍是基准情形。

## 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

### 指数小幅震荡

全球股市大幅波动的状况进一步缓和，上周指数延续震荡。其中上证 50 周-1.5%，沪深 300 周-0.61%，中证 500 周+0.13%，中证 1000 指数周+1.18%。

整体看，交易热度降温，小微盘估值逆势抬升

指数估值：估值涨跌分化，核心宽基有所回落。宽基指数：PE 涨少跌多，上证 50 调整较为明显。PE-TTM 历史分位：各指数多数回落，上证 50 领跌 2.4 pct。PB-LF 历史分位：各指数涨跌分化，万得全 A 领涨 3.2 pct。风格指数：估值涨跌分化，消费与稳定相对占优。PETTM 历史分

位：各风格涨跌参半，消费、稳定领涨 1.8 pct。PB-LF 历史分位：各风格涨跌分化，周期领跌 2.2 pct。

行业估值：行业 PE：估值涨跌分化，医药生物涨幅居前。PE-TTM 历史分位：各行业涨跌参半，医药生物领涨 3.4 pct。PE-G 对比：有色金属具有性价比。行业 PB：估值多数回落，综合板块逆势领涨。PB-LF 历史分位：各行业跌多涨少，综合领涨 8.5 pct。PB-ROE 对比：银行具有性价比。

情绪：交易活跃度整体降温，小微盘逆势抬升。换手率：指数换手率普遍回落，上证 50 降幅居前，下降 33.0%。成交额：各指数多数下行，中证 1000 逆势增长 5.7%。两融余额：截至 2026/8/15，周日均两融余额 2.67 万亿，相较上上周上升 1.59%。

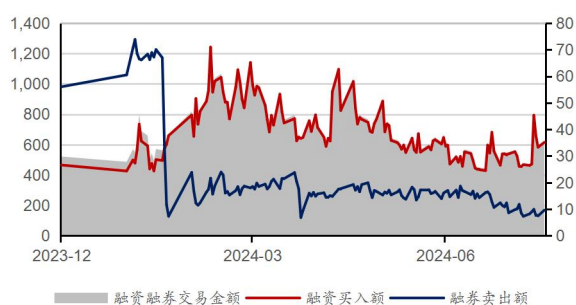
ERP：环比下降。万得全 A 风险溢价为 4.12%，较 2026/8/7 回落 0.08 pct。

### 预计指数仍将震荡

热门板块方面，随着技术进步与大模型能力的持续突破，AI 产业的估值中枢有望进一步抬升。当前市场对 AI 的估值锚正从以资本开支、算力扩张为核心，逐步向以推理消耗、应用用户数与商业化兑现为核心切换，定价范式尚未固化。偏应用环节市场更多以 PS 估值为主；上游硬件环节盈利增速与利润率的可预测性增强，市场对其定价更多以 PE 为核心框架。从具体的估值空间来看，当前光模块、PCB 等热门板块 27EPE30 倍，与光伏 21 年首次冲顶时远景估值相当。

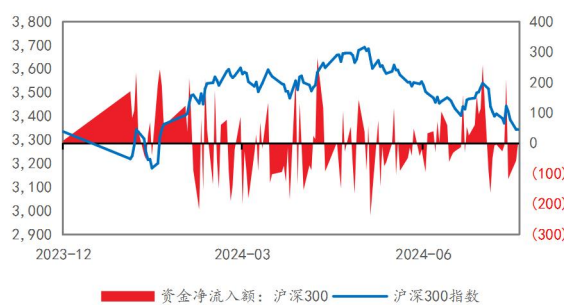
近期市场快速反弹后转为震荡，本质上是基于美联储 TACO 与非农、就业数据，交易宽松流动性与降息预期。对于市场而言，8 月以来由宏微观流动性改善共振带来的风险偏好回升和市场系统性修复或已进入尾声，叠加中报业绩集中披露窗口临近，市场将更加聚焦于业绩主线的结构性机会。

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 9：合约持仓和市场表现



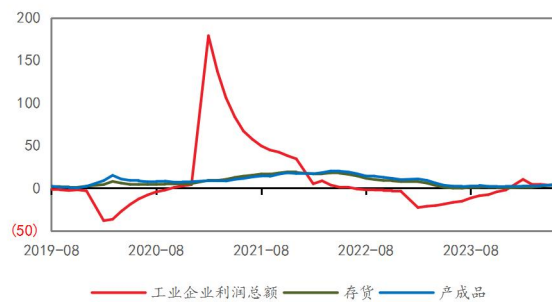
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

## 铜

### 1 影响因素

#### 全球铜矿供应扰动频发

近年来全球铜矿供应端干扰率陡增，矿山事故频发，经常性的生产中断和暂停导致年内铜矿产量预期不断下修，未来铜矿供给端干扰或维持常态化，铜矿产量增长长期受限。2025 年全球铜矿累计产 2311 万吨，同比增加 1.2%，增幅 27.8 万吨。其中，力拓、洛阳钼业、紫金矿业、五矿资源、必和必拓新增贡献居前，嘉能可、自由港、英美资源出现了减产。矿山资源匮乏，品位下降，开采过程中的安全事故频繁，令全球大型企业的矿山增长乏力。Capstone 铜业公司旗下位于智利北部的 Mantoverde 铜金矿周三表示，其将向该矿工人提出新的薪资合同方案，此前该矿劳资双方关于新薪资合同的谈判破裂。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。据中电联，2026 年 1-6 月全国电网工程完成投资 3027 亿元，同比增长 4.0%。2026 年上半年国网、南网合计完成投资约 4000 亿元，其中国网累计完成固定资产投资超 3100 亿元，同比增长 12.6%；南网完成固定资产投资 892.62 亿元 同比增长 14.79%。年内电网资金重点投向特高压通道、配网补强、数字电网、新能源配套送出与老旧设备更新改造。

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

地缘政治风险反复，增加了市场的不确定性，部分资金选择暂时观望。当前处于消费淡季，高企的铜价显著抑制了下游采购意愿，市场成交以刚需为主，整体表现清淡。宏观情绪降温与下游畏高采购是短期压制因素，但矿端紧张、库存低位等核心基本面逻辑并未改变。

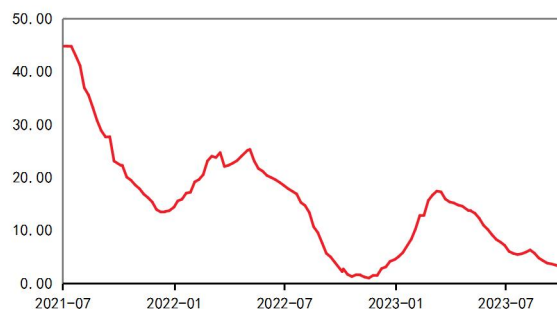
## 3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



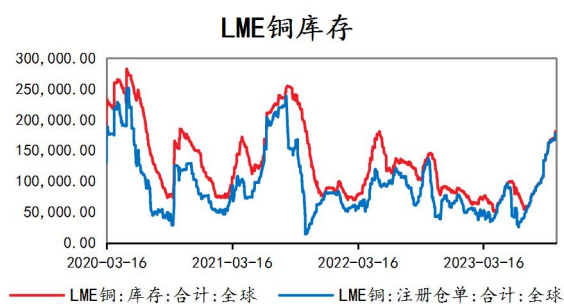
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



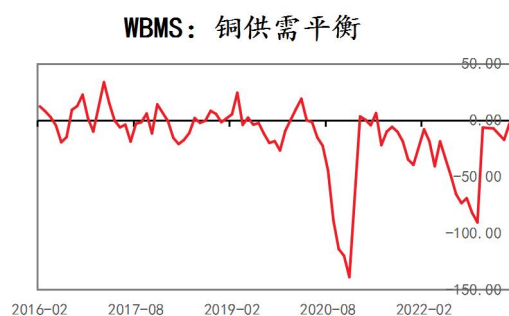
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



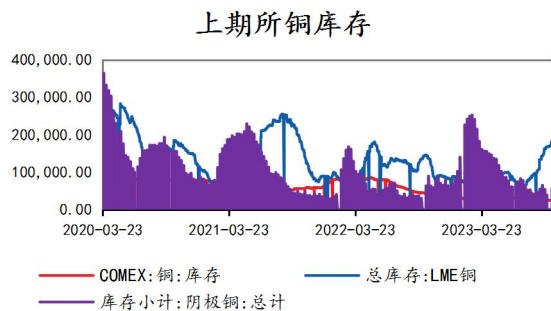
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



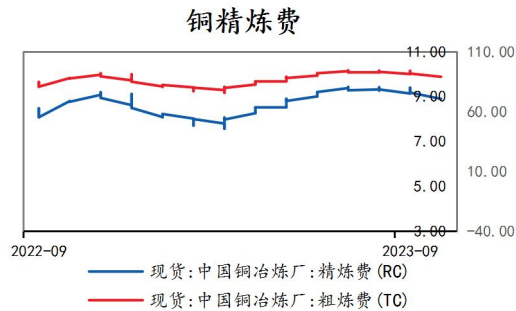
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

镀锌企业成品库存压力凸显，主动下调排产，行业开工率持续走弱；终端订单偏弱，合金企业控产避险，开工小幅回落；氧化锌企业部分装置复产调试，但受订单拖累，部分企业降负荷运行，开工微降。

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 5.56 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、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

刚果(金)颁布的铜钴精矿出口禁令,在直接扰动铜供应的同时,也引发市场对当地锌精矿(尤其是 Kipushi 矿)发运同步受阻的担忧,供给收紧预期由此从铜品种外溢至锌市场,进一步放大了整体有色板块的供应端焦虑。但疲弱的需求现实始终制约着上行弹性,供需两端力量对比并未实质性改善。一旦供应端利好被市场充分定价并逐步消化,若终端消费仍无法有效回暖,基本面将缺乏足够支撑,价格回调的风险也将随之显著上升。

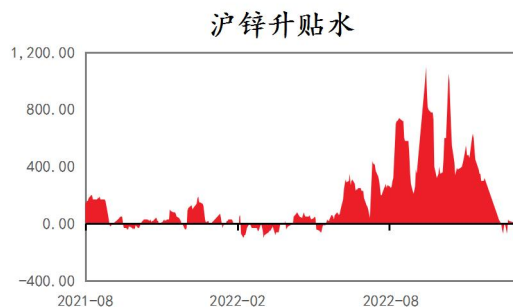
### 3 锌期货现货数据

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 原料上涨带动钢价止跌，但成材弱基本面仍限制上行空间

上周黑色市场的主要变化来自原料端。焦煤等原料价格继续走强，成本重心上移，对钢材形成了一定支撑，钢价在此前连续回落后出现止跌迹象。但从盘面和现货表现来看，钢材整体涨幅明显弱于原料端，说明这一轮钢价企稳更多来自成本推动，而不是自身供需关系改善带来的主动上涨。

从产业链利润分配来看，原料上涨正在进一步挤压钢厂利润。当前钢材需求仍处于淡季，终端采购和成交表现偏弱，钢厂缺乏将成本上涨顺畅向下游转嫁的能力，因此原料价格上涨并没有完全转化为钢价涨幅，而是更多体现为钢厂利润压缩。这也是当前钢材表现弱于焦煤等原料的重要原因。

因此，短期钢价呈现出比较明显的“下有成本支撑、上受需求压制”的特征。原料价格上涨使得继续向下的空间受到一定约束，但在需求没有明显改善、库存压力仍然存在的情况下，钢价自身缺乏持续向上的驱动。当前更适合将钢材的止跌理解为成本抬升后的被动企稳，而不是基本面已经发生趋势性反转。

后续需要重点关注原料上涨对钢厂利润的进一步挤压。如果焦煤等原料价格继续走高，而钢价受弱需求限制无法同步上涨，钢厂亏损可能重新扩大，并逐步推动钢厂增加检修和减产。一旦铁水产量开始明显下降，市场又可能重新进入“利润压缩—钢厂减产—原料需求下降—原料回落”的负反馈链条。因此，当前原料上涨虽然暂时对钢价形成支撑，但持续时间越长，反而越需要警惕其最终重新触发产业负反馈。

### 2 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“铁水高位企稳、成材产量回升、需求明显改善、库存由增转降”的格局。高炉产能利用率和铁水产量仅小幅增加，整体仍维持在偏高水平；五大品种钢材产量有所回升，其中螺纹钢产量继续下降，但热卷产量增加。需求端环比明显改善，五大品种表观消费和螺纹钢表需均出现较大幅度回升，带动社会库存和钢厂库存同步下降，总库存重新转入去化。不过建筑钢材成交周均值反而下降，高频成交与周度表需表现出现一定背离，需求改善的持续性仍需要进一步观察。

上周全国高炉产能利用率升至 89.5%，环比增加 0.1 个百分点，同比下降 0.6 个百分点；日均铁水产量增加 0.2 万吨至 238.3 万吨。铁水连续两周小幅回升后，目前重新稳定在 238 万吨以上，说明钢厂高炉端减产压力暂未进一步扩大。从绝对水平来看，当前铁水仍处于偏高位置，在钢材需求尚未形成趋势性改善的情况下，高铁水意味着原料需求仍有较强支撑，但同时也意味着供应端压力尚未得到明显缓解。

上周五大品种钢材周产量为 811 万吨，环比增加 0.6%，同比下降 7.0%。钢材产量在此前连续下降后重新小幅回升，但品种之间继续分化，其中螺纹钢产量下降，热卷产量增加。当前钢厂仍在根据不同品种利润和需求情况调整生产结构，建筑钢材供应继续收缩，而板材供应有所增

加。由于铁水仅小幅变化，成材产量回升更多体现品种结构和生产节奏调整，整体供应压力尚未出现明显扩张。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1192.5 万吨，环比下降 0.6%，同比增加 20.3%；钢厂库存为 436.1 万吨，环比下降 3.9%，同比增加 2.6%。钢材总库存由此前累积重新转为下降，周环比减少 1.5%，而上周为增加 1.1%，库存环比变化改善较为明显。结构上，钢厂库存下降幅度明显大于社会库存，说明库存压力更多从钢厂端得到释放。尽管当前社会库存同比仍高出 20% 以上，但库存重新进入去化，表明短期供需关系较前一周有所改善。

需求端明显走强。上周五大品种钢材表观消费为 835.6 万吨，环比增加 6.0%，同比增加 0.6%；其中螺纹钢表观消费为 194.3 万吨，环比增加 8.9%，同比增加 2.3%。五大材和螺纹钢表需均出现较明显反弹，也是推动库存由增转降的主要原因。不过建筑钢材成交周均值仅为 8.0 万吨，环比下降 11.6%，与螺纹钢表需明显回升形成较大背离。这意味着本周表需改善可能不仅来自终端现货成交，也可能受到库存转移、发运节奏以及前期低基数等因素影响，因此暂时还不能简单判断为终端需求已经趋势性回暖。

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小幅改善，247 家钢厂盈利率回升至 33.8%，较此前增加 1.8 个百分点。钢价保持稳定的同时，利润和盈利钢厂占比有所改善，钢厂短期主动减产动力边际减弱。这也与铁水维持 238 万吨以上、钢材产量小幅回升相互印证，说明此前利润恶化推动的供应端负反馈暂未进一步加深。

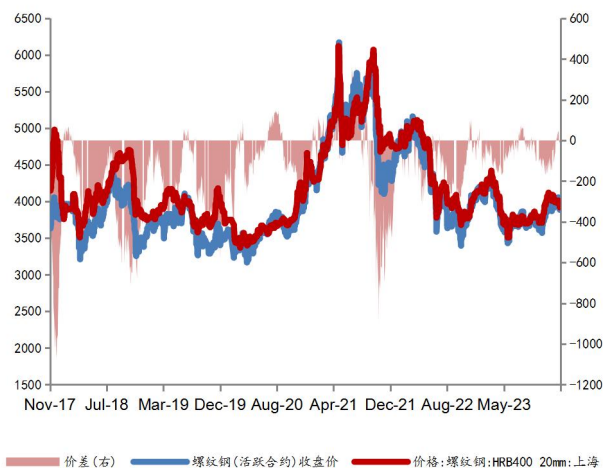
综合来看，当前钢材市场由此前的“高铁水、弱需求、累库存”边际改善为“高铁水、需求回升、库存去化、利润修复”。本周最明显的变化在需求和库存端，五大材表需环比增加 6.0%，带动总库存由增转降，尤其钢厂库存下降较快，短期基本面压力有所缓解。但与此同时，铁水仍维持 238 万吨以上，成材产量重新回升，而建筑钢材高频成交反而下降，因此目前更适合将其理解为淡季弱现实中的阶段性改善，而不是需求趋势已经反转。后续重点关注表需回升能否连续、社会库存能否持续去化，以及钢厂利润改善后铁水和成材供应是否进一步回升。。

#### 4 小结

上周受原料价格上涨提振，钢价出现一定止跌迹象，但整体涨幅明显弱于原料端，反映成材自身弱基本面仍未改变。当前更多是成本推动下的被动企稳，需求偏弱仍是拖累。

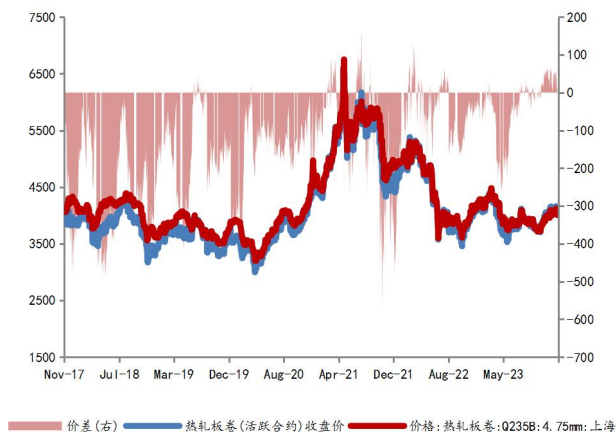
#### 4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



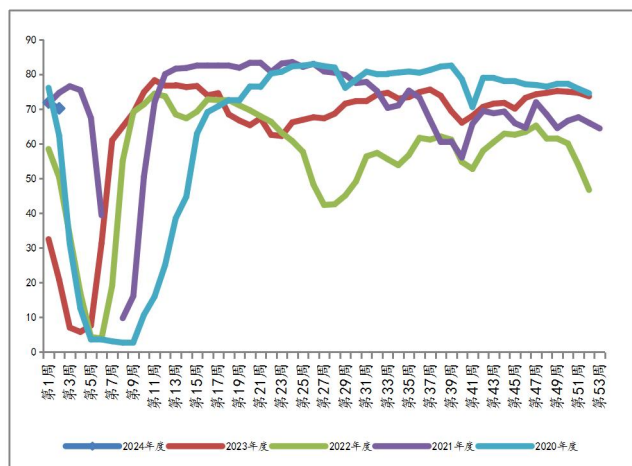
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



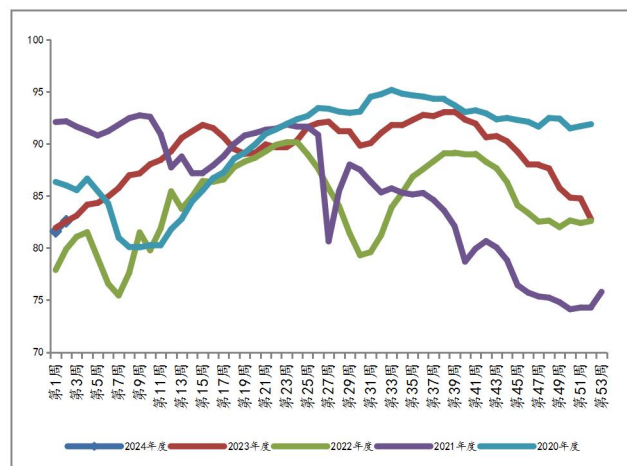
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



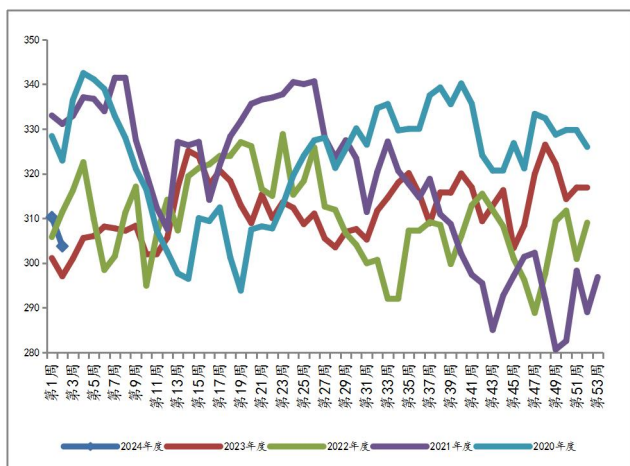
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



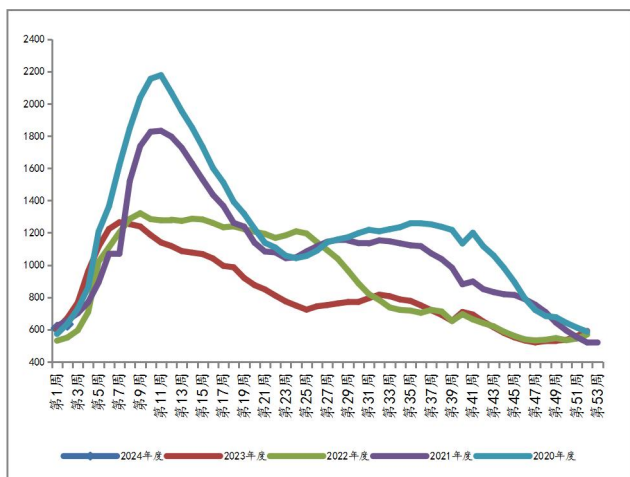
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26: 螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



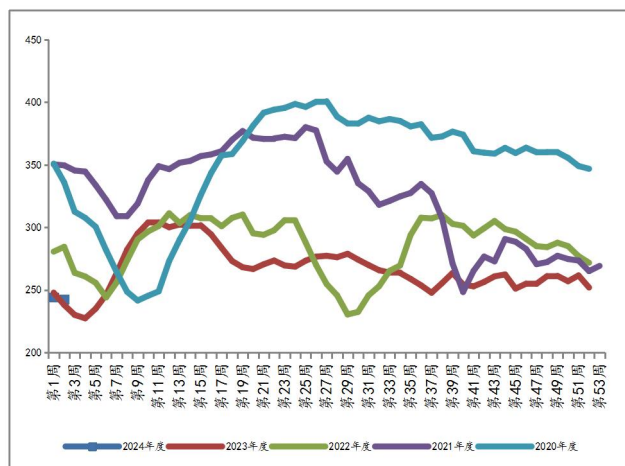
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28: 螺纹钢：总库存：中国（周）



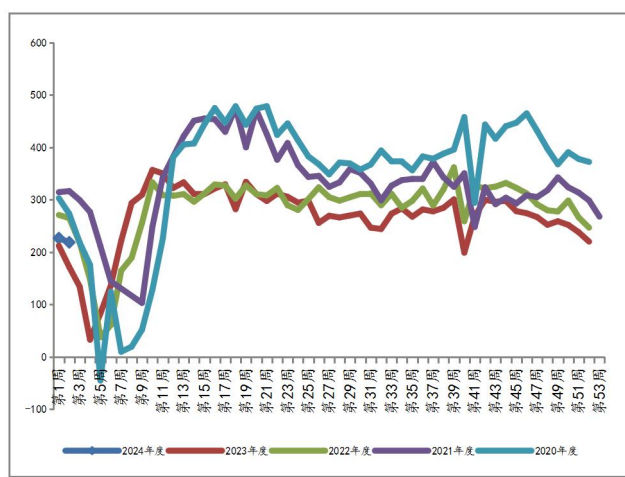
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 白宫声明降低调门

美伊冲突逐渐有转入冷处理的趋势，但双方对谈判的表述存在显著分歧，霍尔木兹海峡通航恢复仍困难重重。

美国总统特朗普最新表示，将会“低调处理伊朗问题”，相较重新发动大规模军事行动，更倾向于加大制裁力度，以加剧伊朗国内的经济危机。美国副总统万斯将美伊冲突定性为“博弈中局”，美军参谋长联席会议主席认为“仅靠空袭不太可能实现全部作战目标”，表明特朗普当局已经开始认清现实，接下来将综合运用外交、经济等手段施压，而非单纯指望军事打击能够解决问题。

伊朗官方明确否认与美方存在任何直接谈判，在美国对违反谅解备忘录的行为做出补救之前，伊方认为不具备重启谈判的可能。伊朗与阿曼关于霍尔木兹海峡新航道的谈判“非常接近达成协议”，但并不意味着海峡将在短期内重新开放。另外，也门胡塞武装再次袭击了沙特阿美在吉赞的炼油厂，造成海湾地区能源安全形势进一步恶化。

在缺乏指引的情况下，大部分原油交易员持观望态度，目前油价上行和下行风险都比较大。

### 2 和谈缺乏前提共识

此前，市场普遍将地缘局势降温与霍尔木兹海峡恢复通航划等号，但最新情况表明，美伊双方的高度不互信给谈判造成较大障碍，短期内解决问题的希望几乎破灭，对油价的看涨情绪持续升温。

目前白宫释放的信号显示，将更多依靠间接外交手段推进谈判，而非强行发动大规模军事打击，然而面对伊朗提出战争赔款的诉求，特朗普倒打一耙向伊朗索赔，增加了谈判复杂性和三方协调难度，令外界对达成协议的信心下降。

美国仍在对伊朗实施全面的海上封锁。日前，美军在阿曼湾向一艘驶向伊朗港口的货轮开火，截至目前，美军已迫使 55 艘试图突破封锁的商船改道，3 艘失去行动能力。特朗普发文称，要向伊朗就过去 50 年间造成的一切损失索赔，已指示美方代表将这一要求明确纳入今后所有谈判议程中，此举对平息美伊冲突毫无益处。

### 3 伊朗保持强硬立场

伊朗最高国家安全委员会声明，霍尔木兹海峡重新开放需要满足五大条件：永久停止对伊朗及其盟友的军事行动；停止威胁或侮辱伊朗；解除对伊朗海上封锁和全部制裁；归还伊朗被冻结资产；赔偿军事行动给伊朗造成的损失。除非美方接受伊朗提出的条件并改变其行为，否则霍尔木兹海峡将维持关闭状态。

原油市场关注的核心始终是霍尔木兹海峡能否恢复稳定运行。尽管实物原油市场迄今尚未真正发生供应中断，但全球可用原油库存已降至相对敏感水平，世界油阀的长期关闭终将威胁到供

应链稳定。业界开始重新评估霍尔木兹新航道开通时间，以及伊朗严格管控下的通航量，供应恢复速度低于此前预期，促使原油市场重新计入风险溢价，潜在的供需缺口和不确定性支撑油价保持强势。

我们认为，航运保理行业最担心的就是地区缺乏统一的安全协议，听从美国引导则被伊朗袭击，与伊朗往来则遭美国封锁，使得霍尔木兹海峡实际通航量回落到 5 月以来最低。美伊热战虽然偃旗息鼓，但全球原油供应危机持续加深。

#### 4 霍尔木兹航运停滞

美伊冲突在长期拉锯中走向烂尾结局，双方对霍尔木兹海峡实控权争执不下，外界愈发怀疑能否达成协议并全面恢复通航。

美国总统特朗普一再坚称，“美国完全掌控着霍尔木兹海峡”。美国能源部长表示，在美国军方护航下，油轮正持续通过霍尔木兹海峡，目前出口量已接近 900 万桶/日，再加上管道运输渠道，海湾国家原油出口总量约为 1500 万桶/日。美方对这一数字解释为：由于部分船只以隐蔽方式驶离阿曼水道，令调查机构对霍尔木兹海峡通行船只数量存在低估。

然而，业界资深贸易信息公司 Kpler 数据显示，近期过境霍尔木兹海峡的各类船只数量日均在 13 艘，已降至近三个月以来的最低水平，较战前 125 艘的正常水平下降约 90%，我们更倾向于采信这一数据。伊朗军方透露，考虑将战争延长到特朗普离任之后，将美国拖入长期的对抗消耗中。

霍尔木兹海峡短期恢复通航希望渺茫，之所以实物原油市场尚未发生显著断供，很大程度上是因为中国实现了原油进口来源分散化，全球最大买家对海湾单一渠道依赖度大幅降低，但全球能源危机正在成品油市场显现，欧洲柴油市场预计将首当其冲。

#### 5 海湾原油出口受创

美国能源信息署数据显示，7 月美国进口沙特原油数量降为零，这是自 1985 年以来未曾有过的情况，侧面反映出美伊冲突对海湾地区原油运输造成的灾难性破坏。

回顾 2026 年早些时候，美国炼油商从沙特购买的原油超过 80 万桶/日，随后霍尔木兹海峡因美伊战事持续关闭，特别是也门胡塞武装在曼德海峡封锁沙特油轮，导致沙特原油出口遭受到严重阻碍，迫使美国炼油商寻找中东原油的替代货源。有美国炼厂表示，该公司使用的中东原油比例已降至 1% 以下，相对应地，7 月美国从委内瑞拉进口原油大幅升至 60 万桶/日。

客观来讲，近十年来美国原油进口依存度已经极大下降，但沙特货源整月归零实属罕见，而亚洲原油市场高度依赖海湾地区出口，目前现货紧张程度可见一斑。

#### 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。

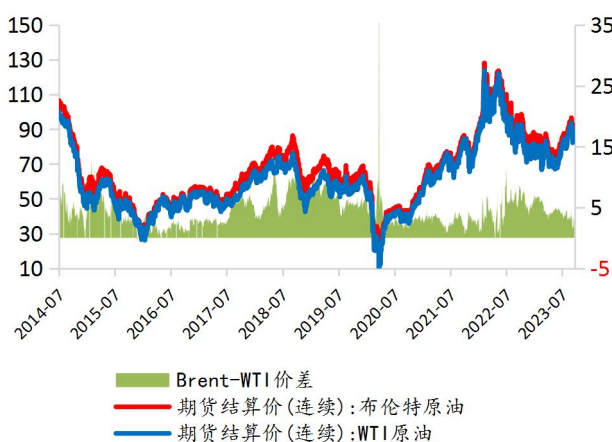
回顾 6 月下旬美伊签署谅解备忘录，外界对特朗普编造的和平叙事信以为真，高盛、大摩等投

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。

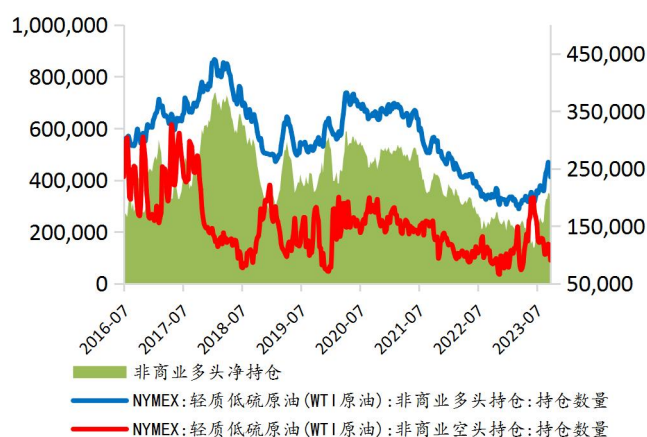
## 7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



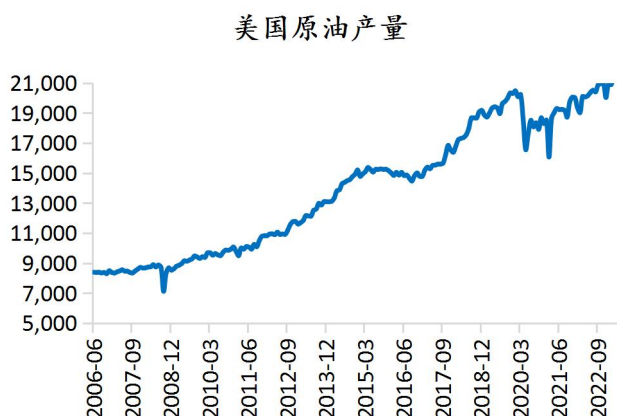
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



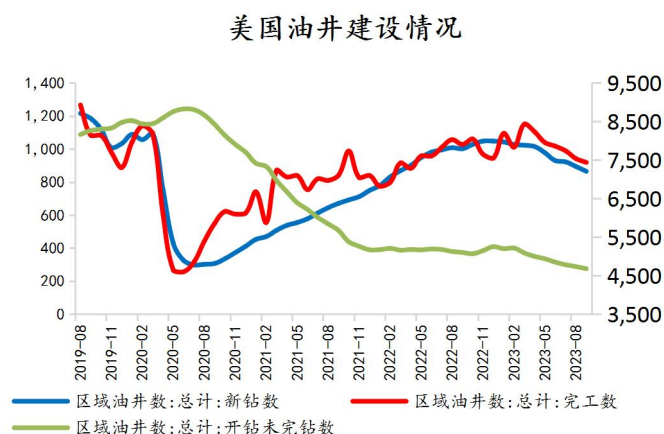
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



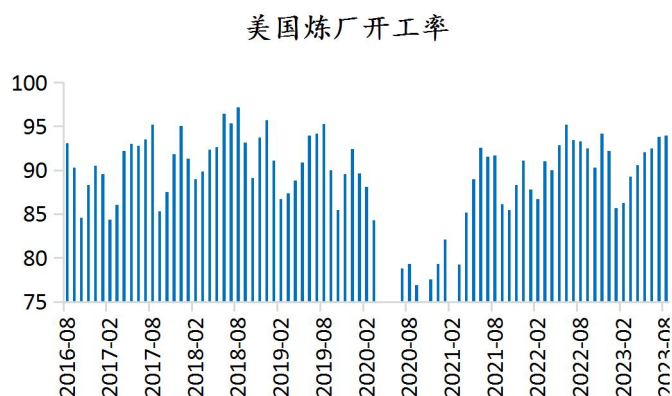
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



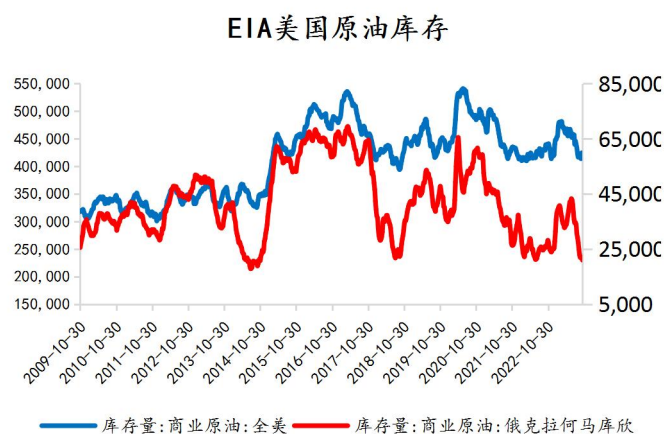
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



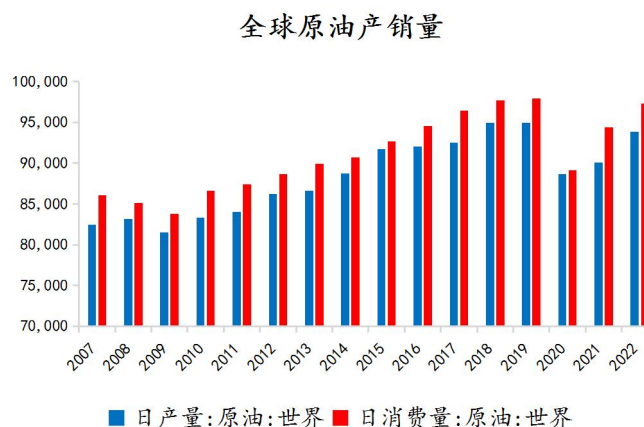
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 天气题材卷土重来

近期，国内天然橡胶期货盘面强势反弹，市场热度明显提升。本轮行情主要由天气题材炒作引发，随着厄尔尼诺现象持续发展，东南亚主产区面临高温干旱威胁，预计从三季度后期影响开始显现。

天然橡胶具有上游集中度高、收成看天吃饭的特点，不利天气抑制原料产出能力，成为支撑胶价重心上行的中长期利多逻辑。天然橡胶生产国协会（ANRPC）预测，2026 年全球天然橡胶产量增长或不及需求增长，国际市场将转入供不应求状态，估计存在数十万吨量级的缺口。中国市场方面，2026 年迄今天然橡胶进口量出现同比下滑，进口货源流入同比增速放缓。青岛主港库存虽处历史同期高位，然近期观察到边际去库迹象，社库压力得到一定缓解，流通货源不算宽松。

综上，2026-2027 年度全球天然橡胶存在减产预期，推动供需整体呈偏紧格局，胶价回调空间将有限。

### 2 上量节奏不及预期

天然橡胶市场处于供应端预期博弈，近月泰国产量和中国进口量同比有所下滑，尤其是在胶价走强时供应不升反降，表明产能后周期供应弹性已相当不足。

时值东南亚地区传统雨季，泰国东北部和越南降雨天气频繁，阶段性干扰胶水采集，原料释放节奏时断时续，加工厂收购价格止跌企稳。中国海关总署公布的数据显示，2026 年 7 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 58 万吨，同比减少 8.5%；1-7 月，中国橡胶进口总量共计 451.5 万吨，较上年同期下降 4.1%。

不过，泰国南部主产区整体过渡平稳，仅凭月度减量不足以确认产能问题，且云南替代种植指标下发对国内形成补充，因此过早交易减产逻辑尚不扎实。我们认为，短期天气炒作情绪高涨，但胶价已经反弹偏高，宜观望后续产区割胶情况和青岛库存变化，逢市场产生分歧时布局远月。

### 3 关注厄尔尼诺发展

天然橡胶反弹后震荡盘整，围绕短期上量压力与中长期减产预期展开博弈，盘面走势略显纠结。

就目前而言，8-9 月东南亚仍处于传统雨季，对天然橡胶而言是原料上量过渡阶段，新胶将持续流入市场，加工厂收购价格及贸易商成本承压。但实际上，胶农长期收入微薄，割胶积极性有限，加工厂因原料坚挺利润不佳，主动控制采购排产，实际供应增量不及理论预期。国内云南、海南产区今年开割迄今基本正常，但上量进度同样有限。

决定未来 3-6 个月行情的核心变量是，本轮厄尔尼诺事件能否发展为强到超强，并真正造成全球天然橡胶大幅减产。如果东南亚 12-1 月割胶旺季出现严重干旱，割胶作业显著受阻，将进一步推动胶价重心上移，反之则多头预期交易落空，不过鉴于供需整体呈紧平衡格局，对胶价的支撑作用较强。

#### 4 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。

#### 5 合成橡胶近端走强

三季度以来，丁二烯橡胶因地缘局势恶化和原料供应紧张走出一波反弹行情，但产能扩张预期或制约上方空间。

美伊第二轮冲突爆发后，亚洲石脑油裂解价差一度升至近两个月高点，随着对抗再度转入僵持，石脑油跟随油价高位盘整。7 月丁二烯样本装置开工率环比降至 64.88%，供应收紧驱动价格上涨。目前丁二烯理论估算利润达到 2350 元/吨，成为产业链中盈利最丰厚的环节，良好的利润刺激企业提产积极性。

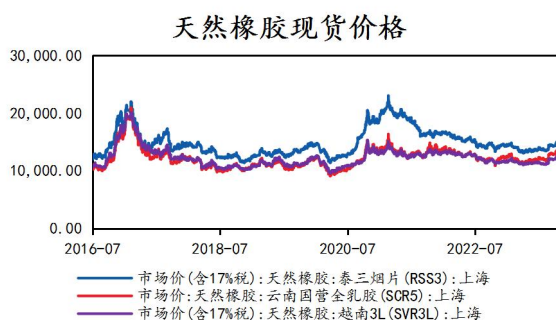
进入 8 月，随着前期停车检修装置陆续复产，丁二烯开工率提升至 69.63%，供应端支撑有所减弱。中长期看，独山子石化塔里木二期、华锦阿美等装置将在四季度计划投产，丁二烯供应增量预期较为明确，原料端新产能释放将令丁二烯橡胶远期价格承压。后市主要关注原油端指引，但丁二烯橡胶产业链自身驱动偏弱，难以形成上中下游共振行情。

#### 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。

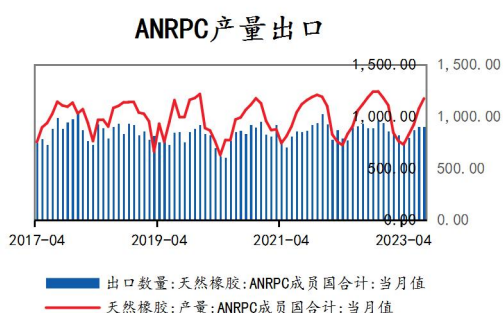
#### 7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



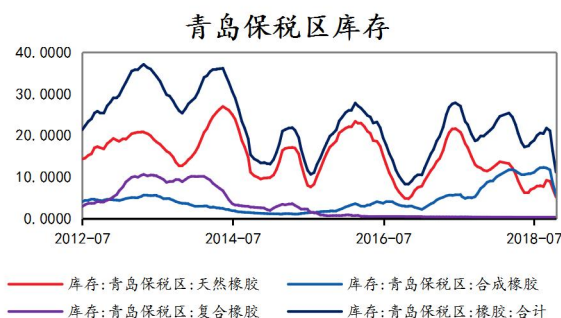
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



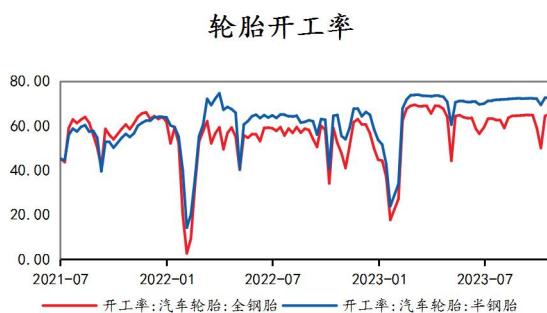
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 43: 轮胎开工率



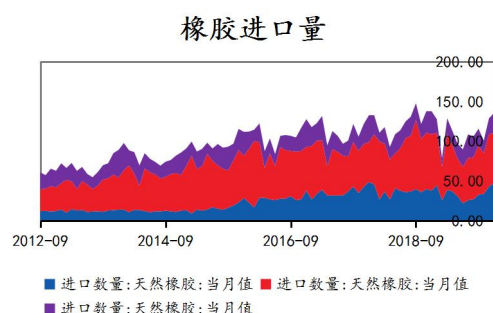
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



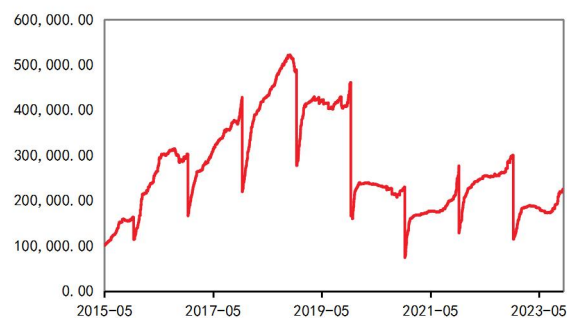
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



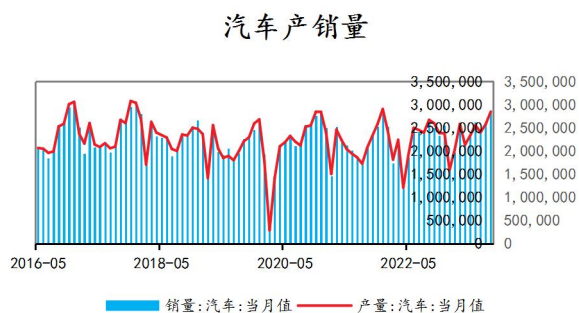
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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：USDA 月报落地，国内油粕市场维持震荡

### 1 外部豆类市场分析

#### 中东局势错综复杂，国际原油剧烈波动

当前中东地缘局势的反复变化是导致近期国际原油价格剧烈波动的核心原因。虽然美伊双方释放过接触信号，但由于政治与经济门槛极高，导致协议达成难度极大，地缘风险溢价难以完全消除。随着美伊谈判陷入僵局与缓和信号交替出现，市场对霍尔木兹海峡通航预期的摇摆直接引发了近期国际油价的“过山车”行情。国际原油是大宗商品市场的“领头羊”，原油剧烈波动对商品市场形成明显的外溢效应，植物油市场因生物柴油题材而与原油市场保持较强联动性，市场情绪整体跟随原油市场频繁切换。

#### USDA 月报落地，美豆市场止跌回升

美国农业部于 8 月 12 日公布月度供需报告，本次报告将 2026 年美国大豆单产由上月预估的 53 蒲式耳/英亩下调到 52.7 蒲式耳/英亩，但由于美豆收割面积从上月预估的 8440 万英亩调高到 8580 万英亩，因而美豆产量预估为 45.19 亿蒲式耳，高于上月预估值 44.75 亿蒲式耳，美豆期末库存也因此小幅调高。本次报告下调美豆单产，显示前期高温干燥天气削弱美豆产量，与美豆优良率降至近三年同期低点相符，但美豆产量因面积增加而继续保持乐观预期。2026/2027 年度南美大豆产量预估仍维持上月水平，巴西和阿根廷分别为 1.86 亿吨和 5000 万吨，全球大豆产量和期末库存均较上月小幅提高。

#### 美豆产区天气条件改善，关注下周机构作物巡查

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 8 月 9 日当周，美国大豆优良率为 62%，上年同期为 68%；当周美豆开花率和结荚率分别为 93%和 74%，均高于去年同期和五年均值。当前正值美豆结荚和鼓粒的关键期，随着美豆天气窗口收窄以及作物区天气条件改善，美豆市场整体处于释放天气升水阶段。天气预报显示，未来一周美国中西部核心种植区预计将普遍迎来降雨，对改善美豆中后期生长条件十分有利。民间机构将于下周对美国重点大豆产区展开巡查，调研结果历来受到市场关注。

#### MPOB 月报调高库存，棕榈油市场多空交织反复震荡

马来西亚棕榈油局（MPOB）于 8 月 10 日公布月度供需报告。报告显示，马来西亚 7 月棕榈油产量为 179 万吨，环比增加 9.41%，高于预期的 176 万吨；7 月棕榈油出口量为 139 万吨，环比增加 14.5%，高于预期的 138 万吨；马来西亚 7 月底棕榈油库存环比增长 3.32%至 263 万吨，略高于市场预期的 261 万吨。由于产量增幅超过出口增幅，7 月底库存连续第四个月攀升。马来西亚棕榈油增库预期兑现，棕榈油市场抛压缓解。船运调查机构 ITS 和 AmSpec 发布的数据显示，8 月 1-10 日马来西亚棕榈油出口环比增幅分别为 2.6%和 14.8%。SPPOMA 公布的同期产量环比下降 9.73%。8 月初马来西亚棕榈油供需基本面好转，为棕榈油市场震荡回升带来支撑。

### 2 国内豆类市场分析

#### 7 月进口大豆量超 1100 万吨，豆粕库存持续攀升

当前正值国内进口大豆到港高峰期，7 月大豆进口量为 1147.7 万吨，为历史同期次高水平，预计 8 月进口量仍在 1000 万吨左右。原料供应充足，油厂开工率维持高位，豆粕库存持续攀升。Mysteel 发布的数据显示，截至上周末，全国主要油厂大豆和豆粕库存分别为 798.84 万吨和 109.03 万吨，周度分别增加 45.39 万吨和 8.69 万吨。此外，中储粮已连续三周进行储备进口大豆拍卖，进一步增加国内供应。国内供应形势保持宽松局面，不断攀升的供应压力并不支持国内豆粕市场持续上涨。

### 国内三大植物油库存高企，油脂市场维持震荡整理状态

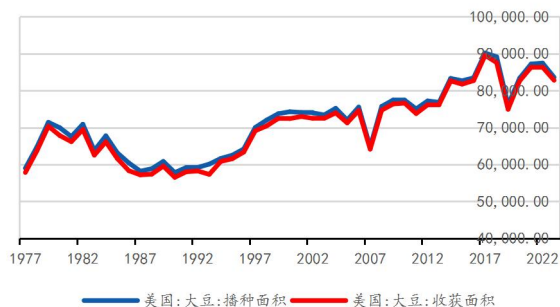
海关公布的数据显示，中国 7 月食用植物油进口量为 58.9 万吨，1-7 月累计进口量为 401.7 万吨，同比增加 8%。中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 260.57 万吨，周度下降 0.89 万吨，其中豆油库存为 139.15 万吨，周度下降 3.65 万吨；食用棕榈油库存为 82.56 万吨，周度增加 2.86 万吨；菜油库存为 38.85 万吨，周度下降 0.11 万吨。国内菜油库存处于近年低位，加拿大菜籽价格在收割前保持坚挺，持续为国内菜油市场带来支撑。8 月上旬马来西亚棕榈油供需形势向好，印尼干旱风险可能削弱产量，超强厄尔尼诺对远期棕榈油生产的破坏性尚不能排除。但国内棕榈油库存接近历史高点，而且近期买船量依然偏大，供给压力仍限制价格回升。国内进口大豆供给宽松，8 月进口大豆到港量依然偏高，豆油库存处于五年高位，市场缺少持续性上行驱动。

### 3 油脂油料市场展望

美国农业部月报强化美豆增产前景，随着天气窗口逐渐收窄，美豆市场很难再次掀起持续性天气炒作行情。下周民间机构 ProFarmer 的田间巡查报告有望为美豆产量提供更清晰的指引。国内豆粕市场在成本和情绪端与美豆保持较强联动，甚至盖过国内供应宽松局面对粕价的影响。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，需求端多维维持随用随采策略，供应压力仍是限制粕价回升高度主要阻力。国内外油脂市场多空交织行情连续性较差，尚难打破震荡整理状态，关注下周原油及产地棕榈油出口变化对市场情绪的影响。目前正值东北大豆生长关键窗口期，前期多地强降雨引发减产担忧，带动豆价重心大幅攀升，但洪涝引发的减产预期存在被证伪的可能。关注产区天气变化和机构对大豆减产情况评估。国储和地储连续进行大豆拍卖，有助于缓解供应紧张担忧，豆一期货市场能否有效站稳 5000 元/吨关口仍需进一步观察。

### 4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



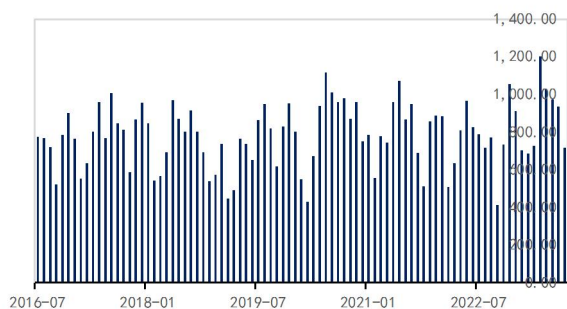
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



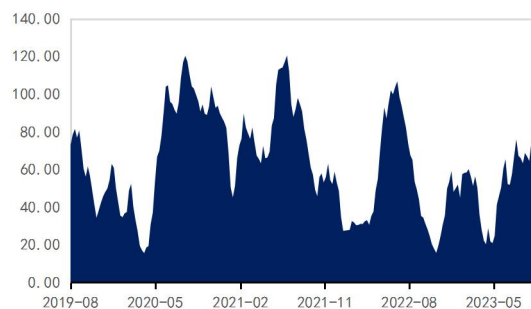
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

