

中金财富期货策略周报（2026年第30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：如果长端利率继续维持高位，下一步的问题就从“美债怎么走”，落到了哪些资产更扛得住高利率、哪些行业压力更大。我们建议在美债这个宏观扰动因素为明显减弱之前，除了关注美债问题明显受益的板块，如黄金，也要注意受利率影响明显板块的资产波动风险，如权益市场。

股指期货：全球股市去杠杆后反弹，但是目前遇到美债高利率这一因素的冲击，我们建议耐心等待这个重接的结束。尤其是一旦美股科技股重回弱势，对A股的影响将在所难免。

铜：智利产量的历史低位与头部矿企的普遍减产构成了长期刚性约束，而刚果（金）禁令与印尼冶炼厂事故则为短期供需平衡增添了额外的脆弱性。LME库存连续回补、现货升水自545美元/吨高位腰斩，标志着铜市正在消化前期挤仓的泡沫，核心矛盾从“现货紧缺”切换至“库存重建与升水回归”。美国市场的溢价虹吸效应仍将持续，库存向北美单向流动的格局难以打破，预计政策落地前，铜价继续高位运行。

锌：沪锌当前处于多空僵持状态，矿端紧缺提供底部支撑，限制价格深跌；但消费淡季需求乏力，叠加社会库存高企，压制上行空间。宏观情绪虽有扰动，但基本面两大核心矛盾尚未出现边际变化，市场缺乏新的方向性驱动。预计短期锌价以高位震荡偏弱运行为主，后续关注焦点在于金九银十的旺季需求兑现节奏。

钢材：钢价受原料上涨和商品宏观氛围改善提振，现货普遍走强，但成材自身基本面仍偏弱。铁水和钢材产量同步回落、库存继续去化，对价格形成一定支撑，不过五大材表需重新下降，社会库存同比仍偏高。短期成本和宏观因素支撑钢价，但需求尚未明显启动，预计以震荡偏强为主，上方空间仍受弱需求限制。

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。

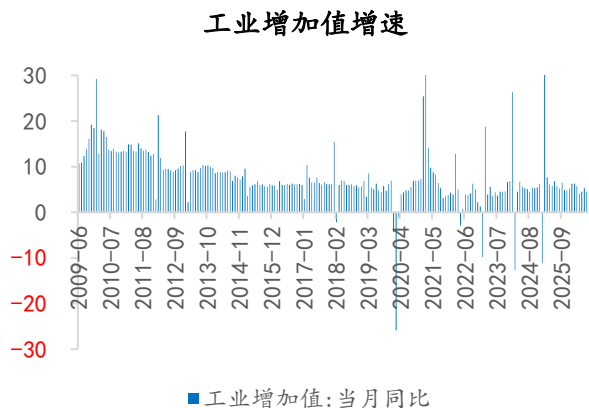
油脂油料：目前来看，美豆单产下滑预期、中国大单采购以及中东局势恶化等题材仍是美豆强势运行的重要支撑。Pro Farmer年度巡查报告有望为2026年美豆产量前景定下基调，因而备受市场关注。国内豆粕市场在成本和情绪影响下与美豆运行节奏基本一致，但国内宽松的供应形势仍限制粕价上涨的主动性。随着美豆天气窗口收窄，继续减产炒作的难度增加。国内粕类期货市场在不断攀升的供应压力下，上行驱动有望减弱。油脂板块供需基本面出现差异，行情有望重回震荡分化状态。超强厄尔尼诺引发的减产担忧仍是棕榈油市场上行的主要驱动，其外溢效应有助于提升豆油和菜油市场的抗跌性。目前豆价已经体现东北大豆可能出现的减产，在天气窗口逐步收窄后，豆一期货市场有望进入证伪阶段。受多空分歧加剧影响，盘面振幅将显著扩大。

目录

周度策略：美债问题显性化，正在成为资本市场的焦点	- 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 政策有望加力	- 7 -
3 7 月金融数据：社融增速持平，结构持续切换	- 7 -
4 宏观策略	- 8 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
铜	- 11 -
1 影响因素	- 11 -
2 结论	- 12 -
钢材	- 16 -
1 长端美债成为核心定价锚，伊朗制裁与 JACKSON HOLE 共同放大市场波动	- 16 -
2 铁水与成材产量同步回落，库存继续去化，但需求边际走弱	- 16 -
3 小结	- 17 -
4 钢材期货现货数据	- 18 -
原油	- 20 -
1 黔驴技穷攻守易势	- 20 -
2 供应危机持续深化	- 20 -
3 霍尔木兹航运停滞	- 20 -
4 美军组织偷运原油	- 21 -
5 警惕油价尾部风险	- 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 天气题材卷土重来	- 24 -
2 进口下滑压力减轻	- 24 -
3 青岛主港阶段去库	- 24 -
4 厄尔尼诺预期增强	- 25 -
5 树龄老化内生共振	- 25 -
6 周期重拾上升大势	- 25 -
7 橡胶期现数据	- 25 -
油脂油料：美豆强势运行，国内豆类市场高位分歧扩大	- 29 -
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



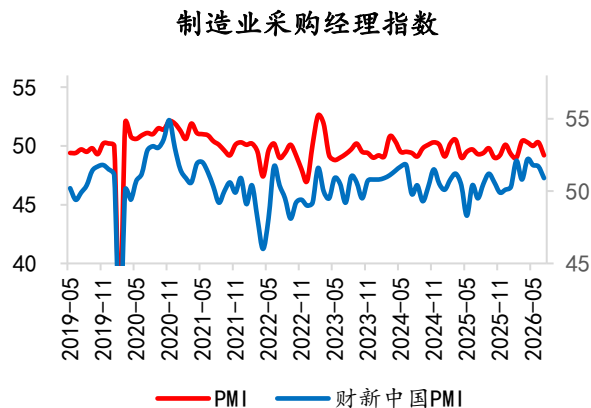
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



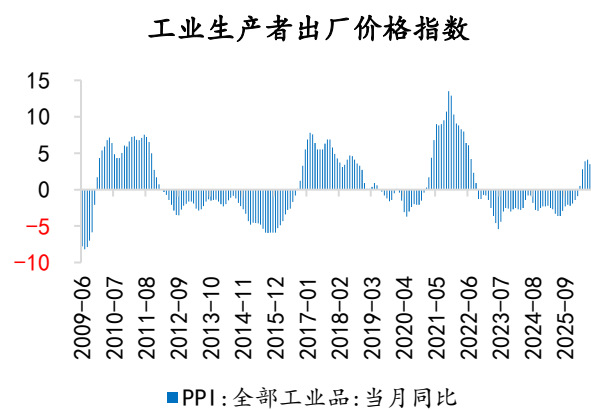
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



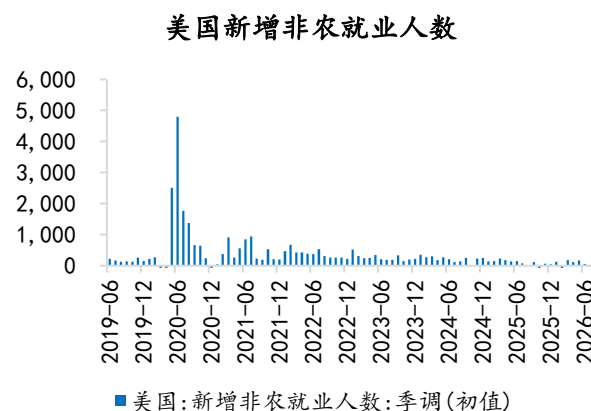
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美债问题显性化，正在成为资本市场的焦点

美国国债上周正式突破 40 万亿美元大关，比此前预期提前整整两年。美债里程碑式的扩张，引发美元信用问题、美国 AI 发债争夺长期资金、黄金价格波动等多重问题。棘手的是，财政部想压低利率，美联储却仍要靠偏紧的金融条件压通胀，两股力量方向相反，政策博弈本身就可能成为新的波动源，资本市场难免受到影响。

美债规模正式突破 40 万亿美元

从建国之初的 7100 万美元，到如今突破 40 万亿美元，美债规模在两个半世纪中呈指数级扩张，达到令人难以想象的规模。美债规模达到 1 万亿美元用了超过 200 年，从 1 万亿美元到突破 10 万亿美元仅用约 27 年。此后，美债开启狂飙模式，膨胀到 30 万亿美元只用了约 14 年，此后 4 年半又膨胀至 40 万亿美元的历史新高。

40 万亿美元不仅是数字突破，更是美国财政可持续性恶化的重要节点，标志着美国结构性危机加剧，多重风险持续累积。长期无序发债持续动摇市场信心，美债“无风险资产”光环褪色。依托美元霸权，美债长期是全球避险储备资产，但无休止的债务扩张令全球投资者对其长期信用存疑。各国主权机构持续调整外汇储备配置，减持美债、增持黄金与多元资产，美债全球避险溢价持续收窄，市场脆弱性显著抬升。

经济方面，美债利率上行后带动各国主权债、美元企业债、居民信贷利率同步走高：新兴市场外币偿债压力大幅加重，全球企业投融资成本抬升，产业扩张、跨境投资与居民信贷需求同步走弱。

资本市场流动性方面，40 万亿美元债务带来供需失衡，持仓结构发生根本性转变：海外央行、主权基金等长期配置资金持续减持退场，对冲基金等短线杠杆资金成为主要承接方。美债从全球市场“稳定器”变为波动“放大器”，一旦经济数据、货币政策、地缘局势出现变动，杠杆资金极易集中抛售踩踏，引发收益率剧烈波动、市场流动性瞬间枯竭。

解决债务问题并非贝森特说说的工具还很多，目前主要依靠以下四种手段，分别是：国债回购、借短还长、收益率曲线控制（YCC）和喊话。通过弱势美元政策，降低实际债务负担。历史上，这是债务大国最常用的“隐性违约”手段——不赖账，但让还的钱变“便宜”。但是还是开发解决问题，当市场无法消化如此规模的国债供给时，唯一的终极买家只有美联储，那就是印钞。

图表 1: Wind 资讯解读：美债问题和通胀的悖论



资料来源：Wind 资讯，中金财富期货研究所

黄金和其他大宗商品是显著受益美国债务问题，除了美联储不敢加息之外，美元走弱是解决长债问题必然的结果，这也利于阶段内大宗商品的表现。

内需仍待企稳

7 月数据显示内需仍存在明显压力。

统计局数据显示，前 7 个月新动能领域对规上工业增长的贡献率已接近一半。结合此前 7 月外贸中 AI 电子链仍保持较高景气来看，当前工业放缓或更多受传统经济调整拖累，优势制造业景气未出现逆转。

服务业生产同步降温，生产性服务业仍具一定韧性。7 月，服务业生产指数同比增长 4.3%，低于 6 月的 4.7%，服务业商务活动指数亦由 50.4%降至 49.3%。结构上看，信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业生产指数分别增长 9.3%和 9.0%，明显快于服务业整体，生产性服务业仍保持较高景气。

投资继续走弱。1—7 月固定资产投资累计同比下降 6.7%，降幅较上半年扩大 1.0 个百分点，扣除地产后同比增速为-3.7%，降幅较上月下降 1.0 个百分点；按当月规模估算，7 月投资同比降幅约为 12.9%，较 6 月进一步扩大。分项看，基建投资下降 3.6%，较上半年扩大 1.2 个百分点；制造业投资累计下降 1.7%，较上半年扩大 0.5 个百分点；房地产开发投资下降 19.2%，较上半年扩大 1.2 个百分点。

基建投资降幅进一步扩大，增长集中于少数领域。1—7 月基建投资同比下降 3.6%，降幅较上半年扩大 1.2 个百分点。从结构看，部分重点领域投资保持较快增长，水上运输、航空运

输、管道运输分别增长 16.2%、15.7%、79.5%，电力供应业增长 16.0%；但道路运输业投资下降 7.5%，水利、环境和公共设施管理业下降 9.1%，其中水利管理业下降 11.0%。

制造业投资进一步走弱，内部延续明显分化。7 月，制造业投资累计同比下降 1.7%，降幅较上半年扩大 0.5 个百分点，指向企业整体资本开支意愿仍偏谨慎。从行业看，一方面，传统及部分中游制造业投资普遍偏弱，食品、化学原料、金属制品业投资分别下降 9.4%、7.4% 和 6.9%，汽车制造业下降 5.3%。另一方面，高技术制造业投资仍相对较强。电子电路、集成电路、电子专用材料制造业投资分别增长 57.7%、11.5% 和 9.4%，锂离子电池制造业增长 23.0%，航空航天器及设备制造业增长 12.3%。

消费再度走弱，服务消费仍是主要支撑。7 月，社零同比增长 0.6%，较 6 月的 1.0% 回落 0.4 个百分点；1—7 月累计增长 1.2%，较上半年回落 0.1 个百分点。从更广义消费口径看，1—7 月社会消费商品和服务零售总额同比增长 2.6%，较上半年回落 0.1 个百分点。

7 月经济数据进一步凸显扩大有效需求的必要性，后续政策发力仍是经济企稳的关键。一是投资端关注财政支出和债券资金能否加快形成实物工作量，“六张网”等项目若进一步推进，有望对基建、设备和传统产业链需求形成支撑，缓解非地产投资走弱压力。二是消费端关注服务消费进一步扩容，7 月政治局会议明确提出挖掘服务消费潜力，在商品消费偏弱、服务消费相对更具韧性的背景下，文旅、养老、托育、体育等领域或成为后续扩内需的重要抓手。三是若财政项目落地和服务消费政策逐步见效，在外需和高技术产业仍具韧性的基础上，内需有望边际企稳，当前经济结构性分化也有望逐步收窄。

工业品结构未发生明显变化

如果长端利率继续维持高位，下一步的问题就从“美债怎么走”，落到了哪些资产更扛得住高利率、哪些行业压力更大。我们建议在美债这个宏观扰动因素为明显减弱之前，除了关注美债问题明显受益的板块，如黄金，也要注意受利率影响明显板块的资产波动风险，如权益市场。

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 21 日	LPR 连续第 15 个月维持不变	5 年期以上 3.5%，1 年期 3%	美国国债利率上行一定程度抑制了我国货币政策空间
	8 月 20 日	国务院：拓宽住房公积金提取和使用范围	新增装修自住住房、支付自住住房物业费以及其他情形	明确住房公积金管理中心可以将住房公积金用于购买政策性金融债
数据	8 月 21 日	美国国债突破 40 万亿美元大关	贝森特放话美债回购还能加码、单次或超 40 亿	美国国债问题，长期依然无解
	8 月 18 日	7 月社零同比增速放缓至 0.6%	1-7 月房地产开发投资同比降 19.2%	地产和消费依然弱势
事件	8 月 21 日	美媒：美军开展秘密行动在霍尔木兹海峡打通运油航道	伊朗约三分之一进口商品需要从迪拜中转	阿联酋禁运或基于美国海上封锁

资料来源：中金财富期货研究所

2 政策有望加力

国内宏观方面，中国经济延续外需强于内需、新动能强于传统产业、生产强于需求的结构性分化。工业生产虽然有所放缓，高技术产业和装备制造业仍保持较高景气，出口也继续受到全球制造业扩张、海外补库存以及 AI 产业链需求的支撑，成为稳定经济增长的主要力量。消费端，前期耐用品需求透支、房地产调整带来的负向财富效应，以及就业和收入预期的不确定性，共同抬高居民的预防性储蓄倾向，收入增长尚未充分转化为消费增长。投资端，房地产销售、回款、开工和投资链条仍未修复，基建项目从资金投放到形成实物工作量的传导也不顺畅，制造业投资偏弱则反映企业对需求持续性、盈利前景和产能利用率仍较谨慎。价格与信用数据同样说明内需不足尚未扭转：居民端和生活资料价格仍弱，上游价格回升更多反映能源及原材料等供给端因素，尚不能视为全面再通胀；社会融资主要依靠政府债券和直接融资支撑，居民与企业贷款需求偏弱，说明当前经济面临的主要约束并非金融条件过紧，而是私人部门缺乏扩表意愿。内需真正企稳，仍需看到服务业和新订单改善、居民与企业中长期信贷恢复，以及房地产销售回暖向开工和投资环节传导。

政策方面，三季度进入政策加力窗口。政策重点预计由等待存量政策见效，转向加快政策性金融工具、专项债和重大工程形成实物工作量；货币政策以配合财政、降低融资成本为主，房地产政策则需要更直接地打通销售、现金流和投资链条。

3 7 月金融数据：社融增速持平，结构持续切换

7 月社融存量同比持平于 7.4%。新增人民币贷款-3400 亿元，同比减少 2900 亿元。M2 同比增速继续下行 0.3 个百分点至 7.7%，M1 同比持平于 4%。

7 月为信贷季节性小月，信贷融资需求偏弱。新增人民币贷款读数转负，低于市场预期，同比减少。央行对于信贷总量要求淡化，逐步转向结构优化，企业债券融资对于信贷的替代趋势仍将持续。7 月为信贷投放季节性小月，6 月季末银行贷款冲量行为，部分透支了项目储备，生产淡季和极端天气扰动下，用于企业短期周转和投资再生产的资金需求部分受到抑制。

对公长短端信贷同比增长，表内票据融资同比大幅走弱，拖累作用明显。企业中长期信贷规模为负，低基数下同比增加，当前实体融资需求依然偏弱。7 月在监管机构规范银行冲量行为，避免票据利率过度下行的政策约束下，月底票据利率在 0.5% 上方窄幅波动，“以票补贷”行为明显受到制约。8 月初以来，票据转贴现利率持平在 0.5%，波动率明显降低。

居民中长端信贷表现仍弱，短端信贷同比增长。30 大中城市商品房 7 月销售面积同比增速再度转正，7 月为地产销售淡季，低基数带来一定影响，房价企稳仍有待进一步观测，居民地产端加杠杆意愿保持谨慎。

社融同比增速持平，企业债支撑作用持续加强，信贷为主要拖累项，表外票据为非标主要拉动项。政府债同比多增，在社融占比季节性上行，但仍慢于去年同期。政府债发行在三季度边际提速，但仍面临去年同期高基数压力，预期未来政府债对社融同比拉动贡献或相对平稳。非标同比增长，主要受表外票据拉动，票据供应偏紧，银行配置需求下，表内转表外需求旺盛，表外票据替代作用显现。直接融资整体上行，企业债对信贷的替代作用持续，成本优势叠加政策导向下，产业债、科创债发行增加，股权融资同比持续多增。

M1 增速维持韧性，M2 同比回落，存款季节性回落。上半年财政投放节奏偏慢，居民信贷需求疲弱，货币派生受到一定影响，叠加高基数作用，M2 增速有所放缓，资金活化程度有待进一步好转。7 月存款读数回落，居民存款同比增加，居民存款搬家行为放缓；7 月为缴税大月，带动财政存款上行，叠加政府债发行提速，带动财政存款增加；7 月资本市场波动加大，阶段性影响了居民预期，市场避险情绪升温，股市、理财等资管产品赚钱效应减弱，非银存款同比大幅减少。

4 宏观策略

如果长端利率继续维持高位，下一步的问题就从“美债怎么走”，落到了哪些资产更扛得住高利率、哪些行业压力更大。我们建议在美债这个宏观扰动因素为明显减弱之前，除了关注美债问题明显受益的板块，如黄金，也要注意受利率影响明显板块的资产波动风险，如权益市场。

5 股指期货市场分析

指数震荡回调

美债问题引发全球市场大幅震荡，上周指数震荡偏弱。其中上证 50 周-1.12%，沪深 300 周-1.01%，中证 500 周-1.7%，中证 1000 指数周-2.16%。

上周长端美债再次成为全球市场焦点。8 月 18 日，30 年期美债收益率一度升至 5.32% 以上，创 2007 年以来新高，10 年期也突破 4.7%。过去十几年，美国大型科技公司的一个重要特点是现金流极其充裕，他们是整个资本市场最大的现金创造者之一，但现在 AI Capex 正在改变这一属性。目前市场普遍预期五大超大规模数据中心运营商的资本支出在 2026 年达到 7500 - 8000 亿美元，2027 年进一步攀升至 1.0 - 1.1 万亿美元。PIMCO 此前预计，2026—2027 年 Capex 将相当于五大 Hyper scaler 约 94% 的经营现金流，而随着近期投资计划继续上修，这一比例目前可能已接近 95%—100%。五家公司 2026 年债券发行规模约 2500 亿美元，相当于 Capex 的约三分之一；2027 年债券发行可能进一步升至 4000 亿美元，占 Capex 规模约 35%。这意味着，科技

巨头从现金流的创造者、股票回购者、金融资产买家，转变为长期资本的需求方。但与此同时，美国政府的财政融资需求却没有下降，即便转向了短端融资策略。当全球信用质量最好的私人企业，开始与全球最大的主权债务发行人争夺长期资本时，必然导致挤出效应。

市场对 AI 债的承接力在边际下降，这是海外股市波动的主要原因，影响也传导到 A 股市场。

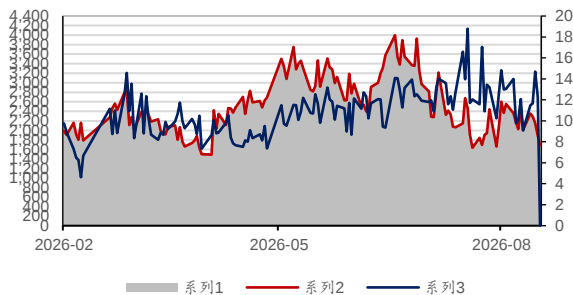
预计指数仍将波动

美国财政压力重新显现，并进入长债的市场定价框架。上周，美国国会预算办公室(CBO)上调了对 2026 财年的赤字预测，从 2 月份预估的 1.9 万亿美元增加到 2.1 万亿美元，主要原因是最高法院判决导致关税收入大幅不及前期预估。此外，截至 2026 财年前 10 个月，美国财政赤字已经达到约 1.798 万亿美元，已经超过 2025 财年同期的 1.629 万亿美元，且在未来两个月内可能继续上升。

除美债外，近期 G10 主权债券收益率也在纷纷走高。30 年美债并不是一个孤立市场。美、德、英、日等国的超长期国债及高评级企业债，本质上都属于全球保险、养老金、主权基金等长线资金青睐的长久期资产，因此当风险传染，投资者要求的期限补偿易集体上升。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。

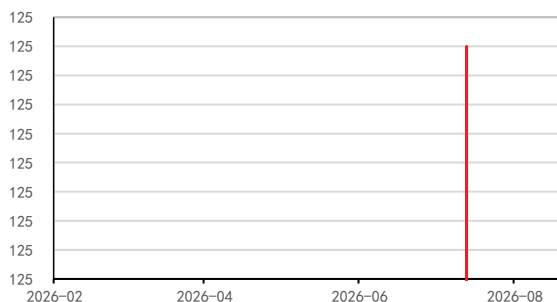
全球股市去杠杆后反弹，但是目前遇到美债高利率这一因素的冲击，我们建议耐心等待这个重接的结束。尤其是一旦美股科技股重回弱势，对 A 股的影响将在所难免。

图表 8：融资融券数据图



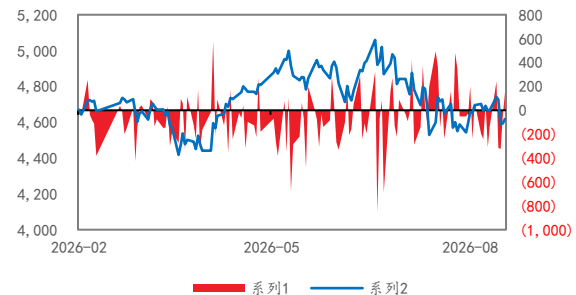
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



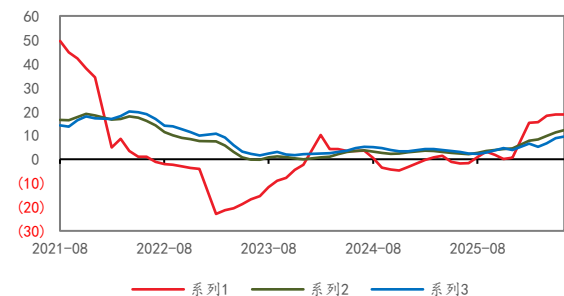
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

矿端收紧已显著传导至加工费环节。铜精矿 TC 跌至-150 至-160 美元/吨的历史极端低位，原料紧张格局得到充分印证。然而，极端低 TC 并未直接触发冶炼端大规模减产，主要受三重因素缓冲：硫酸等副产品收益与伴生金属回收贡献额外利润；实际回收率差异赋予企业通过矿料配比调节综合收益的空间；冶炼产能相对过剩格局下，大型冶炼厂长单占比较高，短期现货 TC 波动对整体产能的实际冲击有限。

低 TC 的核心影响路径并非即时性减产，而是通过压低长单谈判预期，进而压制下半年冶炼利润中枢。但原料紧缺对冶炼端产能释放的约束始终存在。5-6 月国内冶炼企业集中检修，6 月减产规模达 7.6 万吨峰值，预计三季度精炼铜产量环比大概率回落。

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。

进入 2026 年 5 月后，随着反向开票额度分批刷新，国内废铜供应有望迎来边际改善。此外，为缓解国内资源不足，中国废铜月度进口量同比实现增长，对国内供应形成一定补充。但需注意，进口增长更多是对国内阶段性缺口的弥补，尚不足以说明废铜供应已全面宽松。同时，主要出口国（如美国、日本）正强化本土循环利用，部分废铜资源未必持续流向中国，后续进口的稳定性仍需观察。

“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。

国家统计局公布的数据显示，1-7 月份，全国房地产开发投资 43009 亿元，同比下降 19.2%，降幅比 1-6 月份扩大 1.2 个百分点；住宅投资 33172 亿元，下降 19.1%，降幅扩大 1.3%。数据还显示，1-7 月，新建商品房销售额 42718 亿元，下降 13.1%，降幅收窄 0.5 个百分点。7 月末，商品房待售面积 75911 万平方米，同比下降 0.8%，降幅收窄 0.1%。与此同时，国家统计局数据显示，1—7 月份，房地产开发企业到位资金 45748 亿元，同比下降 20.3%。2026 年 7 月房地产市场整体仍处于筑底调整阶段，呈现“销售端弱修复、投资端加速探底、价格端核心城市韧性凸显”的分化特征。

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

智利产量的历史低位与头部矿企的普遍减产构成了长期刚性约束，而刚果（金）禁令与印尼冶炼厂事故则为短期供需平衡增添了额外的脆弱性。LME 库存连续回补、现货升水自 545 美元/吨高位腰斩，标志着铜市正在消化前期挤仓的泡沫，核心矛盾从“现货紧缺”切换至“库存重建与升水回归”。美国市场的溢价虹吸效应仍将持续，库存向北美单向流动的格局难以打破，预计政策落地前，铜价继续高位运行。

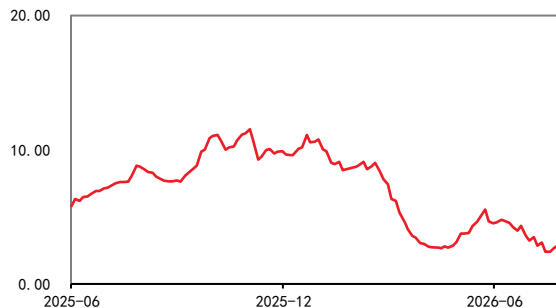
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



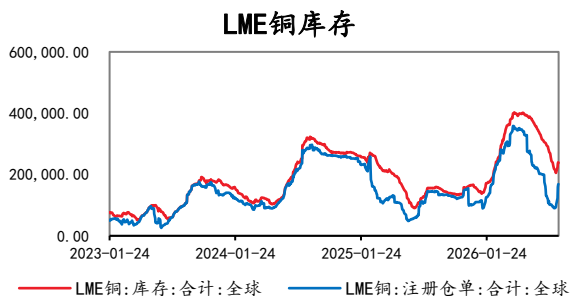
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



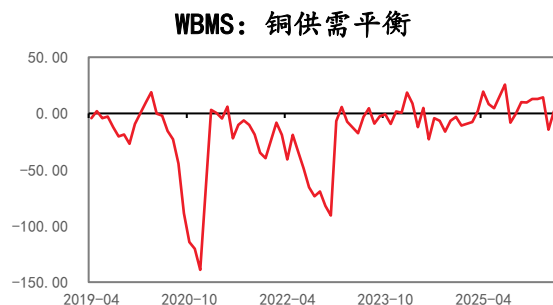
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



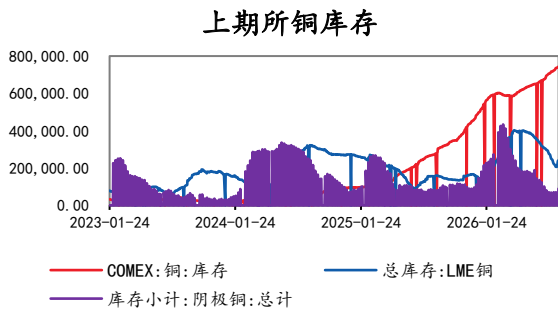
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



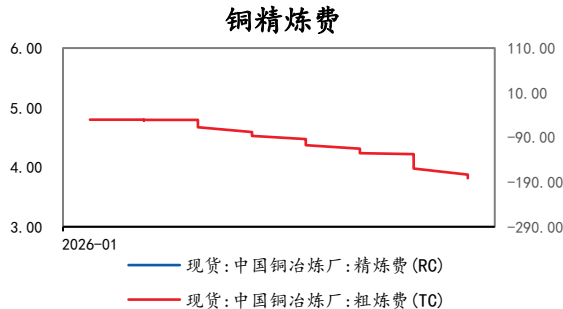
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。原料偏紧未有效传导为冶炼端，由于硫酸等副产品收益及一体化企业矿端利润高企，冶炼厂整体利润仍处于绝对高位，并未出现规模性减产。8 月精炼锌产量预计环比增长约 2 万吨至 58 万吨，呈现矿紧锭松格局。

海关数据：1-7 月精炼锌累计进口量约 6.4 万吨，7 月进口量延续低位。进口大幅萎缩的核心原因是沪伦比值持续走弱，进口亏损扩大。7 月精炼锌出口量达 9,200 吨，环比激增近 294%，同比暴增超 2174%。1-7 月累计出口 3 万吨，同比增幅达 134.57%。出口激增的直接驱动力是国内库存高企与 LME 库存偏低、现货升水走强之间的结构性分化，使出口窗口打开。当前出口盈利窗口仍在，多家机构预计 8 月精炼锌出口量有望继续增加至 1.5-2 万吨。

消费复苏持续不及预期

锌消费超六成来自镀锌领域，下游需求整体偏弱。受季节性淡季影响，氧化锌和锌合金订单弱勢运行，镀锌利润持续下滑、开工率低位运行。

7 月汽车总销量 258.4 万辆，环比下降 8%，同比微降 0.3%。中汽协分析，进入传统销售淡季，叠加 6 月年中冲量透支部分需求及多地高温洪涝灾害影响，导致环比季节性回落。在新能源浪潮推动下，7 月中国品牌乘用车市场份额达 77.4%，同比提升 7.2 个百分点。德系、日系等传统合资品牌单一系列市场份额均已跌破 10%。

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

沪锌当前处于多空僵持状态，矿端紧缺提供底部支撑，限制价格深跌；但消费淡季需求乏力，叠加社会库存高企，压制上行空间。宏观情绪虽有扰动，但基本面两大核心矛盾尚未出现边际

变化，市场缺乏新的方向性驱动。预计短期锌价以高位震荡偏弱运行为主，后续关注焦点在于金九银十的旺季需求兑现节奏。

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



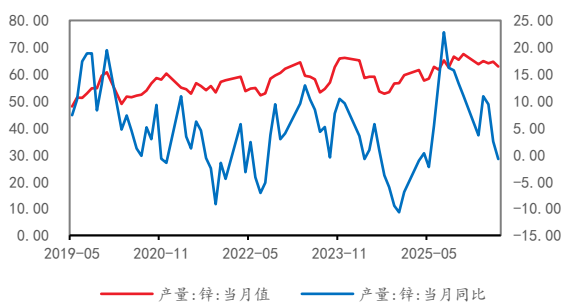
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



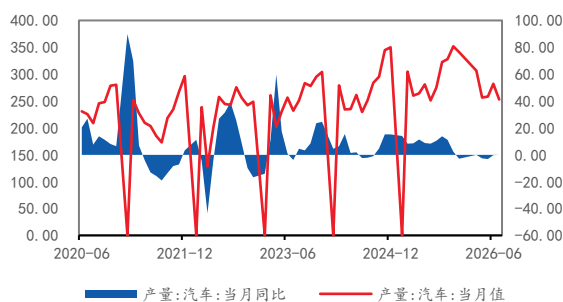
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 长端美债成为核心定价锚，伊朗制裁与 Jackson Hole 共同放大市场波动

当前海外宏观已经不能只围绕 Fed 政策利率来理解。上周美国 30 年期国债收益率一度升至约 5.34%，创 2007 年以来新高，8 月 21 日仍维持在 5.27% 左右。更值得关注的是，在长端收益率突破 5.3% 后，美国财政部迅速将 10—30 年期国债回购规模由每次 20 亿美元提高至至少 40 亿美元，收益率一度随之明显回落，但随后又重新反弹。市场已经开始将 30 年期美债 5.3% 左右视为一个重要的政策与市场博弈区间。

这意味着，当前真正决定全球资产折现率的变量正在从“Fed 下一次加不加息”，逐渐转向“美国长端利率能不能稳定下来”。本轮长债抛售并非单纯来自 Fed 鹰派预期，而是财政赤字、高达 40 万亿美元的政府债务、AI 基础设施带来的巨额企业融资需求，以及油价上涨引发的通胀风险共同作用。Fed 可以控制短端政策利率，却很难直接压低由财政风险和期限溢价推动的 30 年期收益率。因此即便市场继续下调加息预期，只要长端收益率仍维持在 5% 以上，全球实际金融条件就很难真正宽松，这对股票、地产以及高杠杆投资形成的压力也会继续存在。

与此同时，中东地缘风险重新升温。美国财政部长 Bessent 此前表示将推出针对伊朗的“史上最严厉”制裁，并要求中国等伊朗主要贸易伙伴配合；8 月 22 日伊朗正式谴责美国即将公布的新制裁。制裁预期叠加霍尔木兹海峡运输风险，上周五布伦特原油已经升至 94 美元/桶附近。对商品而言，这首先意味着能源供应风险和通胀溢价重新上升，对原油、煤炭以及整个商品板块形成一定支撑；但另一方面，油价越高，通胀压力越大，长端美债收益率越难真正回落，全球金融条件也会进一步收紧。

因此，伊朗问题和长端美债实际上已经形成了一条相互强化的宏观链条：地缘冲突和制裁升级→能源价格上涨→通胀风险上升→长端收益率维持高位→全球金融条件收紧。对黑色而言，这并不是简单的利多或利空。前半段会提高能源和原料的成本中枢，短期有利于焦煤、焦炭以及钢材成本支撑；但后半段会压制全球地产、制造业和投资需求，对钢材终端需求反而偏空。因此如果后续继续出现“油价上涨、长端利率上涨，但全球需求预期没有改善”的组合，本质上更接近滞胀交易，而不是需求复苏驱动的商品牛市。

本周另一个重要节点是 8 月 27—29 日举行的 Jackson Hole 全球央行年会，需要观察 Warsh 如何解释当前的政策反应函数：面对能源价格上涨和通胀风险，他是否继续强调加息；面对长端收益率突破 5.3% 以及财政部已经出手稳定长债市场，他又如何看待金融条件收紧。

总体而言，本周宏观上最重要的观察指标因此不是简单判断 Jackson Hole “鹰还是鸽”，而是 30 年期美债能否重新突破 5.3%、油价能否继续向上，以及二者是否形成共振。如果 Warsh 偏鸽、长端收益率也同步回落，则美元和金融条件改善能够强化商品风险偏好；但如果 Fed 偏鹰而 30 年期美债依然维持高位甚至继续上涨，就说明市场交易的已经不是货币政策，而是财政、通胀和美元资产信用溢价，这种环境对黑色的影响会更加复杂——原料受到通胀和能源成本支撑，而成材仍然受到高利率和弱需求压制，产业链利润可能进一步向上游倾斜。

2 铁水与成材产量同步回落，库存继续去化，但需求边际走弱

上周钢材市场呈现“铁水回落、成材减产、库存继续去化、需求边际走弱”的格局。高炉产能利用率和铁水产量均小幅下降，五大品种钢材产量同步回落，其中螺纹钢和热卷产量均有所下降；库存端继续改善，社会库存和钢厂库存同步下降，但总库存降幅较此前有所收窄。需求端表现有所分化，五大品种整体表需回落，但螺纹钢表需和建筑钢材成交有所改善。现货价格普遍上涨，即期利润小幅修复，但钢厂盈利率再次下降，当前基本面整体仍处于淡季弱需求下的缓慢去库阶段。

上周全国高炉产能利用率降至 89.2%，环比下降 0.2 个百分点，同比下降 1.0 个百分点；日均铁水产量下降 0.6 万吨至 237.6 万吨。铁水在此前维持 238 万吨以上后重新出现回落，说明钢厂利润压力和需求偏弱正在对供应产生一定约束。不过 237 万吨以上的铁水绝对水平仍然不低，目前更多体现为高位小幅调整，尚不能判断供应端已经进入明显减产阶段。

上周五大品种钢材周产量为 801.8 万吨，环比下降 1.1%，同比下降 8.7%，螺纹钢和热卷产量均小幅回落。与此前铁水和成材产量走势有所背离不同，本周铁水与五大材产量同步下降，说明高炉端减量已经开始向成材供应传导。尤其五大材产量同比降幅接近 9%，当前钢材供应已经处于相对偏低水平，对缓解淡季库存压力形成一定帮助。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1181.9 万吨，环比下降 0.9%，同比增加 16.2%；钢厂库存为 427.9 万吨，环比下降 1.9%，同比增加 1.0%。钢材总库存环比下降 1.2%，继续保持去化，但较此前降幅收窄 0.3 个百分点。结构上，钢厂库存降幅继续大于社会库存，厂库已经基本回到去年同期附近，而社会库存同比仍高出 16% 以上，说明当前库存压力主要集中在流通环节。总体来看，连续两周去库是基本面的积极变化，但去库速度有所放缓，仍需要观察进入旺季前库存能否持续下降。

需求端边际走弱。上周五大品种钢材表观消费为 820.6 万吨，环比下降 1.8%，同比下降 3.8%；其中螺纹钢表观消费为 196.2 万吨，环比增加 1.0%，同比增加 0.7%。品种间表现继续分化，建筑材需求有所改善，而热卷等板材需求回落拖累五大材整体表需。与此同时，建筑钢材成交周均值升至 9.3 万吨，环比增加 15.5%，与螺纹表需改善相互印证，说明建筑材需求已经出现一定边际修复，但绝对水平仍然不高，目前尚不足以确认传统旺季需求已经提前启动。

价格与利润方面，上周钢材现货价格普遍上涨，主流钢材品种即期毛利小幅改善，但 247 家钢厂盈利率下降至 32.5%，较此前减少 1.3 个百分点。即期利润改善与盈利钢厂占比下降有所分化，反映原料成本上涨以及不同地区、品种钢厂利润修复并不均衡。钢价近期更多受到原料和宏观商品氛围提振，而成材自身需求改善仍然有限，因此成本上升仍较难完全向终端转嫁。

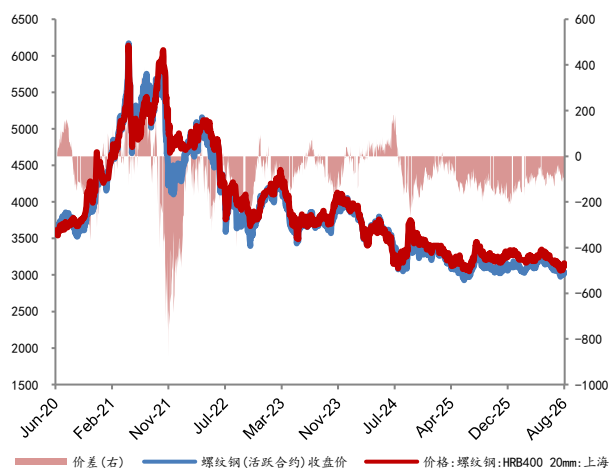
综合来看，当前钢材市场由此前的“高铁水、需求改善、库存去化”进一步转向“供应回落、库存去化，但整体需求重新走弱”。积极因素在于铁水和成材产量已经同步下降，库存继续去化，螺纹钢需求和高频成交也有所改善；但五大材整体表需环比回落、社会库存同比仍然偏高，说明弱现实并没有发生根本改变。当前钢价上涨更多仍受到宏观商品氛围和原料成本推动，自身基本面尚不足以支持持续独立上涨。后续重点关注旺季需求能否真正接棒、库存去化能否重新加速，以及原料上涨继续压缩钢厂利润后，铁水是否进一步下降。

3 小结

上周钢价受原料上涨和商品宏观氛围改善提振，现货普遍走强，但成材自身基本面仍偏弱。铁水和钢材产量同步回落、库存继续去化，对价格形成一定支撑，不过五大材表需重新下降，社会库存同比仍偏高。短期成本和宏观因素支撑钢价，但需求尚未明显启动，预计以震荡偏强为主，上方空间仍受弱需求限制。

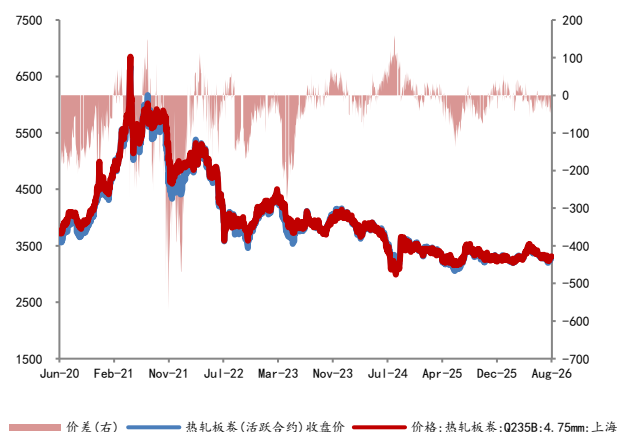
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



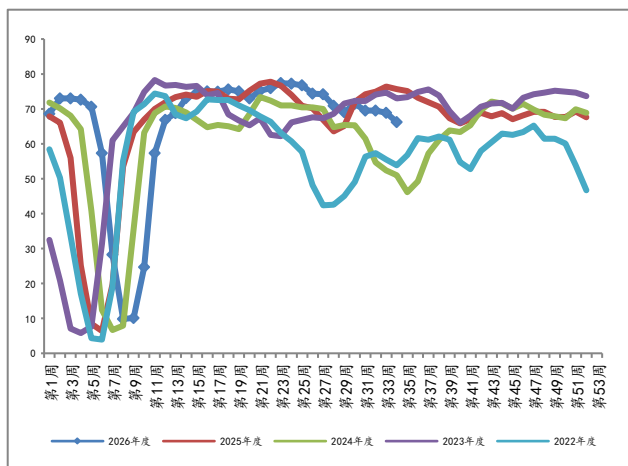
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



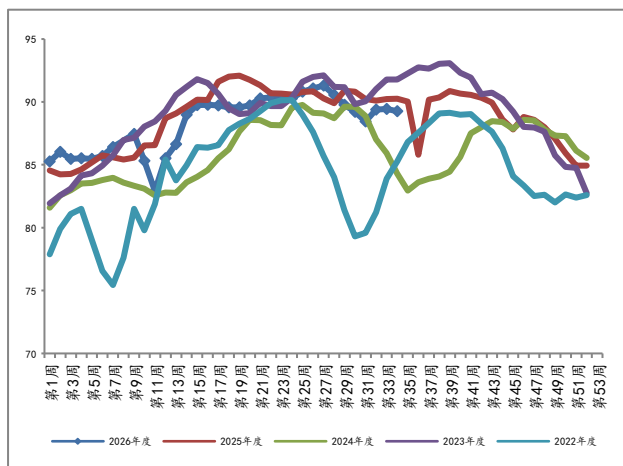
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



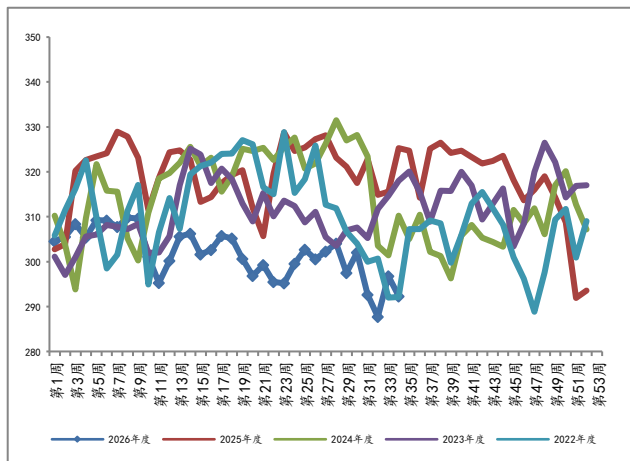
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



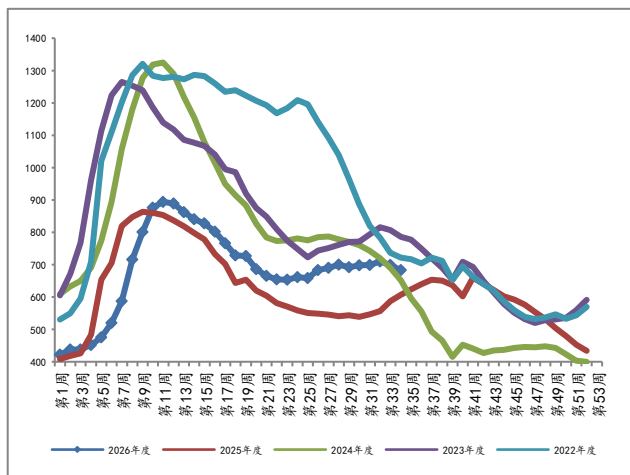
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



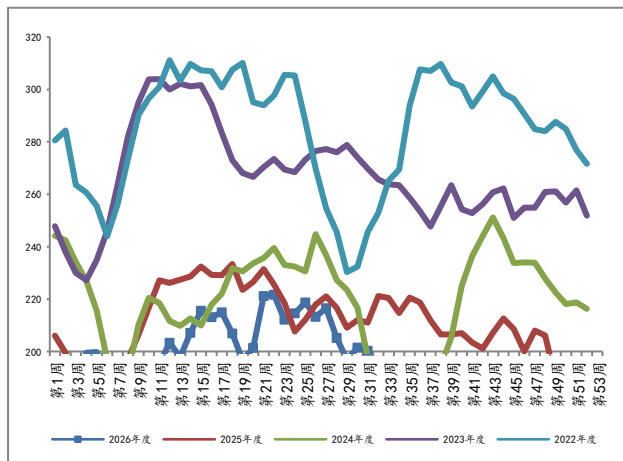
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



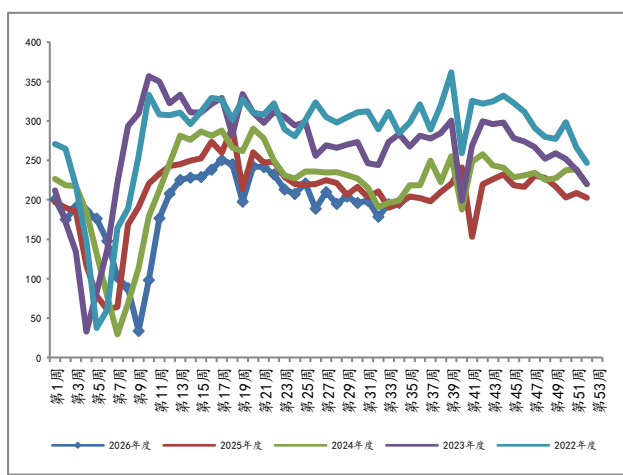
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 黔驴技穷攻守易势

美国总统特朗普在集会上声称，“彻底击败伊朗后将宣布霍尔木兹海峡成为美国领土”，这一暴论引发全球舆论哗然。对此伊朗高层表示，“美国在该地区被驱逐已成事实，今后将不再获得进入波斯湾、阿曼湾和霍尔木兹海峡的许可”。从目前美伊双方的军事存在来看，伊方表述具有更高的可信度，有评论称特朗普当局陷入“打不赢、撤不走、耗不起”的无解困境。

此番大放厥词，恰恰表明特朗普正面临内外交困的巨大压力。在未能通过斩首达成伊朗政权更迭后，仅靠空袭打击效能有限且难以为继，中期选举临近支持度却创新低，特朗普无论军事冒险还是重大让步，都容易走向不可挽回的败局。另一边，伊朗官方表态，不会无限期等待美国解除海上封锁，由于达成永久停战协议的努力陷入僵局，伊朗决定将战略“从防御性转向全面进攻”。

2 供应危机持续深化

美伊谅解备忘录设定的 60 天谈判窗口期满，由于在霍尔木兹海峡等问题上存在严重分歧，且期间爆发了大规模冲突，导致美伊谈判未能取得任何实质性进展。美国总统特朗普明确表示，不寻求延长与伊朗的谅解备忘录，“伊朗问题没有时间表”，然而全球能源体系却难以一直苦等下去。

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。

3 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。

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。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。

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。

4 美军组织偷运原油

据外媒援引美国官员透露，尽管伊朗对霍尔木兹海峡进行长期封锁，但在美军护航下仍有大量油轮驶出波斯湾，使原油供应水平恢复至冲突前大约一半。

在过去数周内，美军干扰了伊朗的海上监视系统，使其对霍尔木兹海峡南部航道船舶活动的态势感知下降，并使用战机为满载原油的油轮提供护航，还协助空载油轮进入波斯湾港口，装载后再通过南部航道驶离。具体数量上，每晚大约有 15-20 艘油轮进出，每日原油出口量已接近 1000 万桶，高峰时可达 1500 万桶。

我们无法验证上述说法的真实性。较为客观的判断是，伊朗有限的军事能力不足以绝对控制霍尔木兹海峡，少量油轮仍可借助掩护从阿曼一侧溜走，一定程度上缓解了实物原油市场受到的冲击。然而，时刻面对伊朗无人机和导弹威胁，国际航运和保理行业难以组织成规模的运输船队，原油市场仍要对潜在的供应中断风险进行定价。

5 警惕油价尾部风险

美伊热战虽然偃旗息鼓，但全球原油供应危机持续加深。从目前的油价走势和期限结构来看，市场仍偏向供应终将恢复的乐观预期，这一定价逻辑与客观现实存在较大出入。

以国际基准 Brent 原油为例，今年 3 月以来已发生数次剧烈波动，一度上冲 100 美元大关后深度调整，截至目前反弹未能突破新高。Brent 原油期货呈 Backwardation 结构，12 个月远期较近月合约贴水 10 美元以上，反映交易者普遍预期油价将在未来回落，然而供应链所受冲击有被严重低估的风险。

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。

尽管国际油价处于相对高位，但我们认为市场定价整体仍偏温和，对局势降温、海峡开放、通胀可控、加息有限的系列押注缺乏容错性。

6 主流预期剧烈反转

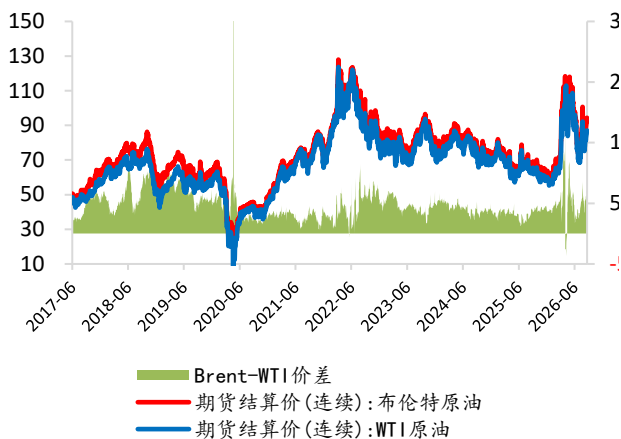
随着美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡倒退回实质性封锁状态，改变了此前原油供需宽松预期，全球能源体系或将面临真实危机。

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

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

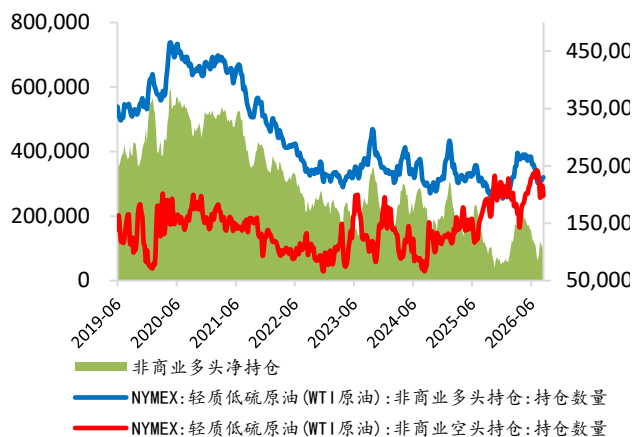
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



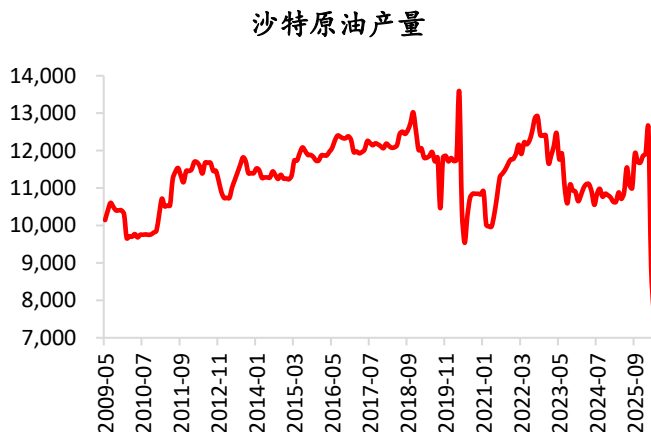
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



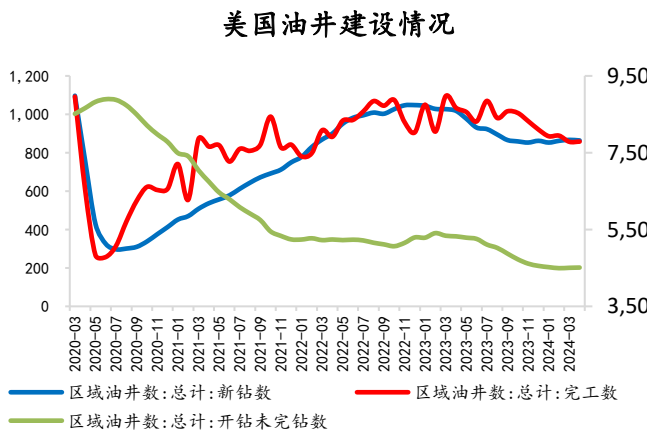
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



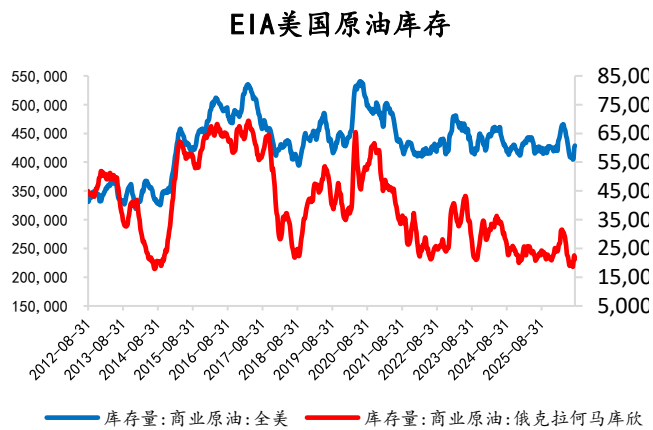
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



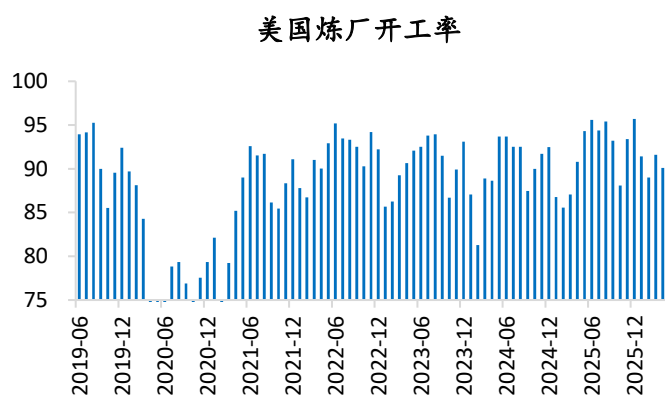
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



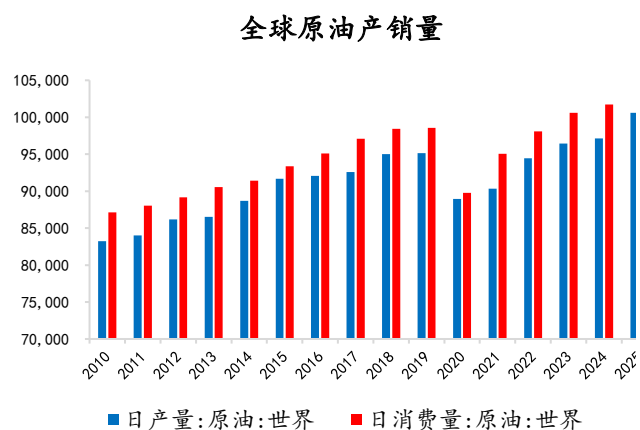
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 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，胶价回调空间料将有限。

2 进口下滑压力减轻

东南亚主产区上量节奏不及预期，体现在近月中国天然橡胶进口量小幅下滑，现货市场压力并不明显。

6-7 月泰国等天然橡胶主产区处于增产过渡阶段，但割胶作业时受降雨天气扰动，产量仍处于年内偏低水平，可供出口的货源数量不算多。鉴于沪胶-泰混基差整体趋势持续收缩，令非标套利空间不断压缩，20 号胶亦缺乏交割利润，使得贸易商采买意愿不强，进口船期订单一般。因此，7 月中国天然橡胶进口量同比走低。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%。

随着产区原料释放递增和上游加工利润修复，出口中国市场积极性有所升温，预计 8-9 月国内天然橡胶进口量或将环比增加，但增量有限难以形成大幅累库压力。夏季消费淡季过后橡胶供需关系有改善预期，远月合约具备厄尔尼诺驱动走强的先决条件。

3 青岛主港阶段去库

二季度以来，由于东南亚产区供应兑现节奏偏缓，国内天然橡胶进口到港压力并不显著，近期青岛地区整体维持去库趋势。

截至 8 月初统计，青岛地区天然橡胶样本仓库库存 63.92 万吨，环比减少 4.04 万吨或 5.95%；其中，保税区内库存 9.98 万吨，环比减少 1.24 万吨或 11.05%；一般贸易库存 53.94 万吨，环比减少 2.8 万吨或 4.94%。实际上，过去一个月青岛地区天然橡胶出入库均环比增加，但入库小于出库，因此库存去化节奏有所加快。此外，8 月初青岛区外某仓库起火，业界估计造成约 2 万吨天然橡胶损失，也是导致被动去库的原因之一。

展望后市，8 月青岛地区天然橡胶现货累库压力有限，预计较 7 月或仍将小幅下滑，但东南亚产区上量或影响后期去库节奏。整体来看，天然橡胶库存指标维持中性偏多，叠加厄尔尼诺发酵形成共振，支撑胶价高位震荡运行。

4 厄尔尼诺预期增强

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。

5 树龄老化内生共振

近期，市场对厄尔尼诺事件炒作愈演愈烈，但我们认为，东南亚主产区橡胶树龄结构老化，才是决定未来供应的核心变量，也是 2026 年天然橡胶产业周期拐点的内生逻辑。

整体来看，泰国、马来西亚、印尼和越南天然橡胶种植园基本进入老龄化周期，2010-2012 年集中种植的橡胶树已经全面进入青壮期，而后胶价长期低迷导致种植及翻种消极，后续鲜少有预备役可投入割胶，新老交替即将发生青黄不接。由此推断，当产能出清速度高于新增速度，历史性的供应天花板即将显现。以泰国南部主产区为例：7-15 年上升期橡胶树占比约 23%，而 25 年以上老龄橡胶树占比超过 40%，今年或终于迎来绝对产量达峰。

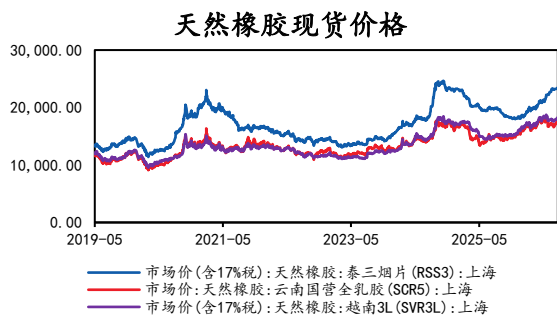
理论上，胶农生产积极性和胶价成正比，但目前的树龄结构极大弱化了供应弹性，数年内产量很难跟随涨价有效提升，因而沪胶重心上行趋势具有持续性。

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。

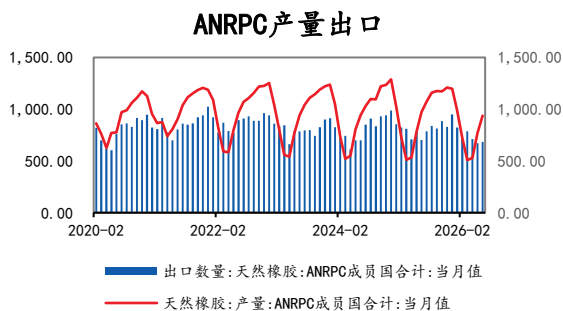
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



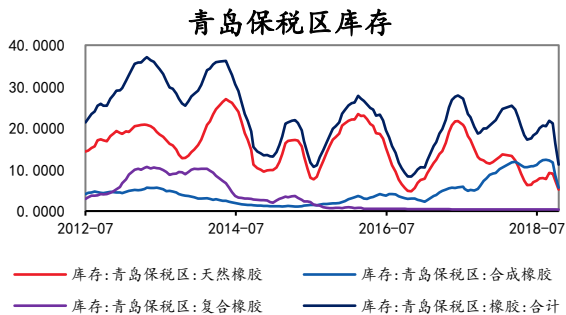
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



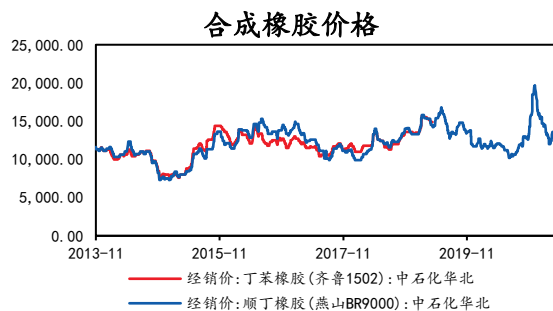
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



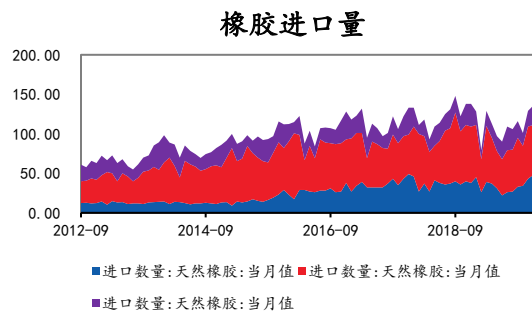
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



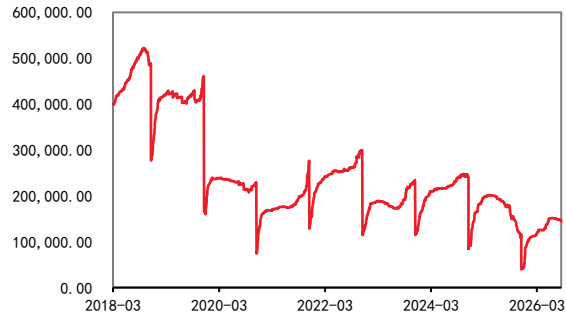
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



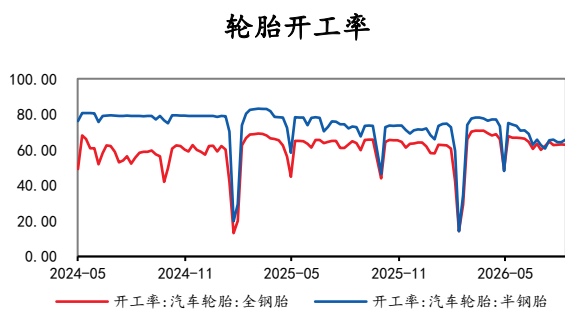
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



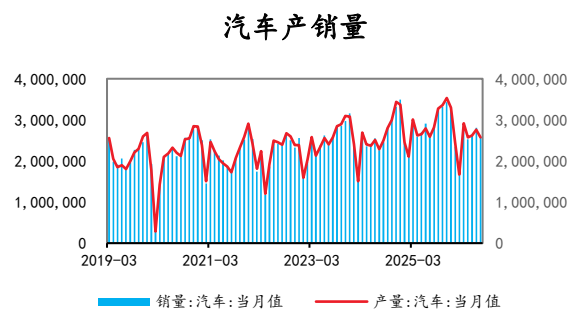
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆强势运行，国内豆类市场高位分歧扩大

1 外部豆类市场分析

美豆优良率连续下降，减产预期再度升温

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 8 月 16 日当周，美豆优良率为 61%，连续数周回落，上年同期为 68%；当周美豆开花率为 96%，去年同期和五年均值均为 94%；美豆结荚率为 85%，去年同期和五年均值均为 80%。民间机构 Pro Farmer 本周开始对美豆核心产区展开田间巡查，在已巡查的六个主产州中有四个州的大豆结荚数低于去年同期及三年均值。该报告与近期美豆优良率下滑形成佐证，美豆单产下降担忧为近期豆价上涨提供重要支撑。

美豆内需和外需强劲，缓解库存压力

全美油籽加工商协会（NOPA）本周发布的压榨月报显示，美国 7 月大豆压榨量为 2.16647 亿蒲式耳，环比增加 1.1%，同比增加 10.7%。美国国内大豆压榨量保持增长态势的同时，美豆出口表现同样强劲。美国农业部周四公布的出口销售报告显示，截至 8 月 13 日当周，美国大豆出口销售合计净增 180.8 万吨，其中主要是来自中国的大单采购。据国内机构评估，8 月初以来中国累计采购美豆量约在 500 万吨左右。美豆内需和外需保持活跃，库存压力得到缓解，助力美豆价格上行。

马来西亚棕榈油出口下滑，厄尔尼诺可能削弱明年棕榈油产量

船货检验机构 ITS 和 AmSpec 发布的数据显示，8 月 1-20 日马来西亚棕榈油出口环比分别下降 13.2%和 5.5%，出口增速较前十日和前十五日均有所回落。超强厄尔尼诺在持续发展，对全球农业生产的不利影响逐渐显现。厄尔尼诺通常会造造成东南亚干旱，对棕榈油产量影响显著，但存在一定滞后性，通常传导时间在 9-12 个月，减产持续时间通常在 1 年左右。随着国际气象机构接连发出超强厄尔尼诺预警，市场对明年棕榈油减产的担忧情绪也在升高，资金买盘活跃，推动产地棕榈油价格进入升势。惠誉解决方案（Fitch Solutions）旗下机构 BMI 表示，因需求预计将超过供应，该机构将 2026 年棕榈油均价预测从此前的 4300 马币/吨调高到 4453 马币/吨。

2 国内豆类市场分析

豆粕库存升至 120 万吨，成本驱动削弱库存压力

国内进口大豆供给充裕，油厂开工率维持高位，大豆周度压榨量已连续七周超过 220 万吨，豆粕产出量大于提货量，豆粕库存压力持续攀升。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 120.02 万吨，周度增加 4.77 万吨。三季度仍是进口大豆到港高峰期，月均大豆到港量预计在 1000 万吨左右。尽管国内供应宽松局面削弱粕价上涨的主动性，但美豆强势反弹在成本和情绪上的影响更胜一筹，导致豆粕市场出现库存与价格齐升的反常现象。

国内三大植物油库存持续升高，油脂市场跟随外盘强势反弹

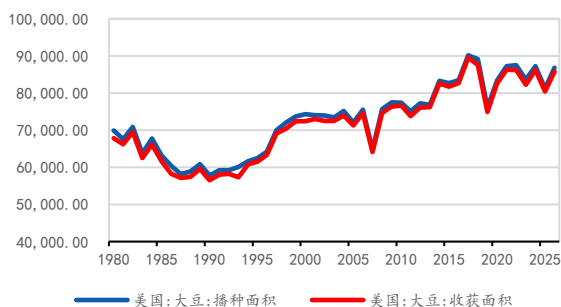
中国粮油商务网监测数据显示，截至 2026 年第 33 周末，国内三大食用油库存总量为 264.99 万吨，周度增加 4.37 万吨，同比增加 1.30%。其中豆油库存为 141.68 万吨，周度增加 2.53 万吨，同比增加 6.49%；食用棕油库存为 83.39 万吨，周度增加 0.83 万吨，同比增加 54.00%；菜油库存为 39.92 万吨，周度增加 1.02 万吨，同比下降 46.35%。地缘局势紧张导致多条物流通道受阻，原油上涨提振植物油生柴需求前景，机构巡查报告引发美豆减产担忧，超强厄尔尼诺干扰可能造成明年棕榈油减产，多重利多题材形成共振效应，油脂市场看涨情绪持续升温。国内三大食用油库存充裕，双节备货需求有助于化解库存压力。受外盘油脂上涨提振，国内油脂市场整体进入反弹节奏。

3 油脂油料市场展望

目前来看，美豆单产下滑预期、中国大单采购以及中东局势恶化等题材仍是美豆强势运行的重要支撑。Pro Farmer 年度巡查报告有望为 2026 年美豆产量前景定下基调，因而备受市场关注。国内豆粕市场在成本和情绪影响下与美豆运行节奏基本一致，但国内宽松的供应形势仍限制粕价上涨的主动性。随着美豆天气窗口收窄，继续减产炒作的难度增加。国内粕类期货市场在不断提升的供应压力下，上行驱动有望减弱。油脂板块供需基本面出现差异，行情有望重回震荡分化状态。超强厄尔尼诺引发的减产担忧仍是棕榈油市场上行的主要驱动，其外溢效应有助于提升豆油和菜油市场的抗跌性。目前豆价已经体现东北大豆可能出现的减产，在天气窗口逐步收窄后，豆一期货市场有望进入证伪阶段。受多空分歧加剧影响，盘面振幅将显著扩大。

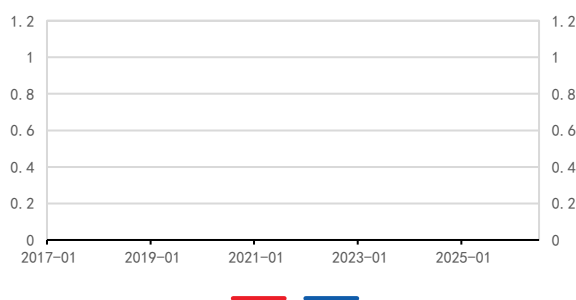
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



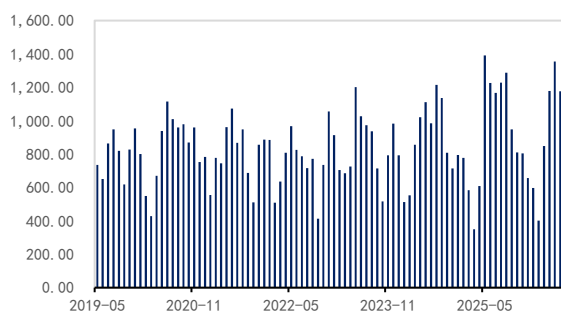
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



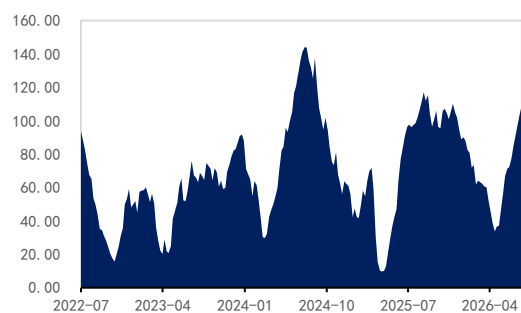
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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