

中金财富期货策略周报（2026 年第 31 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

铜：头部产铜国矿山老化、矿石品位下滑、产能释放缓慢，新增大型铜矿投产周期漫长。全球铜市场或将长期维持偏紧格局，为中长期铜价提供强力支撑。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。展望 9 月，美联储议息会议、美国铜关税决策窗口是关键宏观变量，国内“金九”旺季的下游开工与订单兑现程度是需求核心观察点。

锌：锌精矿加工费持续运行于负值区间，清晰反映出矿石资源的稀缺程度，这为锌价提供了坚实的中长期成本支撑。LME 锌库存处于较低水平，低库存一度引发市场对海外挤仓风险的担忧，尽管近期该风险有所缓和，但仍是支撑外盘及沪锌价格的重要因素。

钢材：40 年房贷及需求端放松有助于改善地产销售和市场风险偏好。但本轮政策核心并非重新刺激大规模开工，而是推动现房销售、项目融资和行业去杠杆，开发商资金占用提高后反而可能进一步约束拿地及新开工。当前地产新开工仍同比下降约 24%，因此黑色实际需求改善大概率滞后于价格预期。整体看，短期交易政策预期偏多，中期仍需观察销售改善能否真正向拿地和新开工传导。

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。

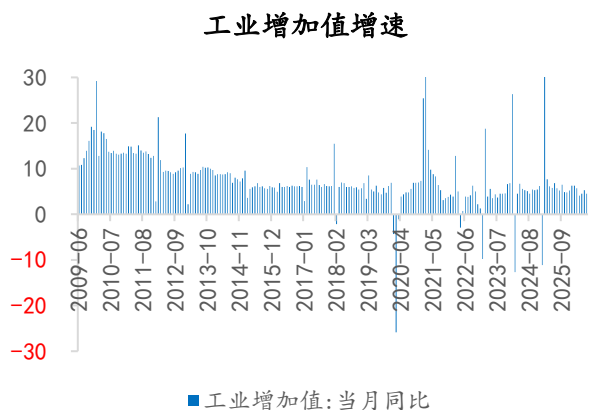
油脂油料：美国农业部从本周开始发布美豆落叶率，意味着美豆天气窗口将逐渐收窄。由于美豆优良率偏低，减产预期仍支撑美豆抗跌。国内豆粕市场在成本和情绪影响下与美豆运行节奏基本一致。俄乌战事升级，黑海港口设施受损，该地区菜粕和葵花籽粕对华出口受阻，供给担忧导致国内杂粕价格强势上涨，带动豆粕和菜粕市场大幅跟涨。油脂板块供需基本面出现差异，走势仍不完全同步。CBOT 豆油止跌反弹提振全球植物油市场买盘信心，国内豆油市场强势突破。超强厄尔尼诺可能导致明年棕榈油大幅减产，印尼 B50 政策将增加需求并收紧出口份额，棕榈油远月合约在资金加持下强势突破。菜油市场基本面趋于平稳，但受相关油脂涨势提振，仍有上行空间。随着国产大豆天气窗口逐步收窄，市场进入此前减产炒作的证伪阶段。受需求低迷和天气题材支撑下降影响，豆一期货市场在技术抛压下，有望维持震荡回调的独立运行节奏。

目录

铜.....	- 5 -
1 影响因素	- 5 -
2 结论.....	- 6 -
钢材.....	- 10 -
1 地产新政：从需求托底走向融资与销售制度重构.....	- 10 -
2 铁水继续回落，成材减产加快，需求走弱下库存结构分化.....	- 11 -
4 小结	- 12 -
4 钢材期货现货数据	- 12 -
原油.....	- 15 -
1 美方对伊严加制裁	- 15 -
2 热战中止偃旗息鼓	- 15 -
3 地缘政治全面降温	- 15 -
4 美军组织偷运原油	- 16 -
5 柴油危机或成前兆	- 16 -
6 警惕油价尾部风险	- 16 -
7 原油期现数据	- 17 -
天然橡胶.....	- 19 -
1 厄尔尼诺持续升温	- 19 -
2 树龄老化产能拐点	- 19 -
3 内外周期叠加共振	- 19 -
4 进口下滑供应减压	- 20 -
5 上中下游库存不高	- 20 -
6 周期重拾上升大势	- 20 -
7 橡胶期现数据	- 20 -
1 外部豆类市场分析.....	- 24 -
4 油脂油料市场主要数据	- 25 -

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



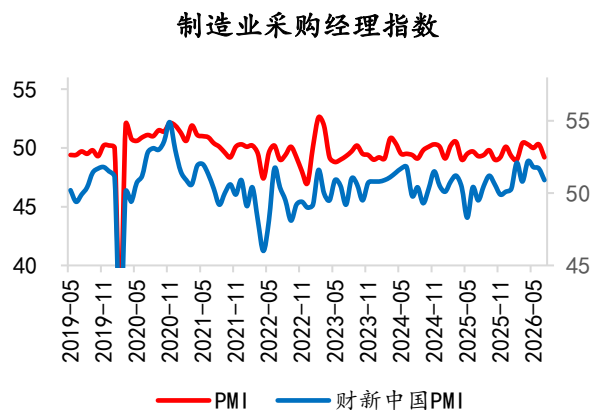
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



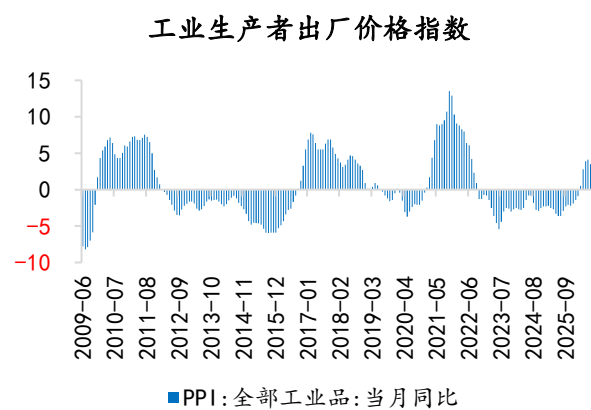
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



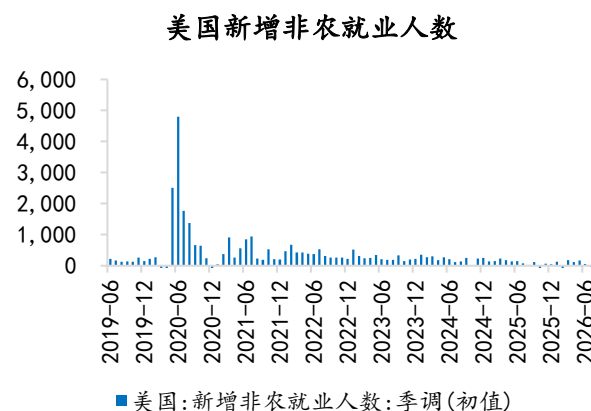
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



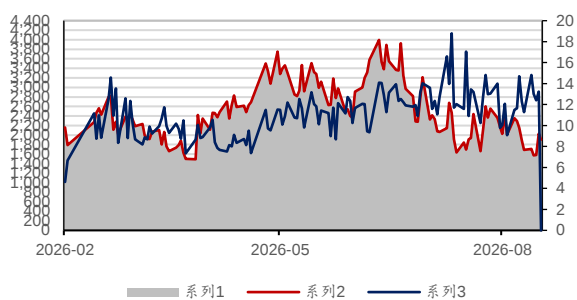
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



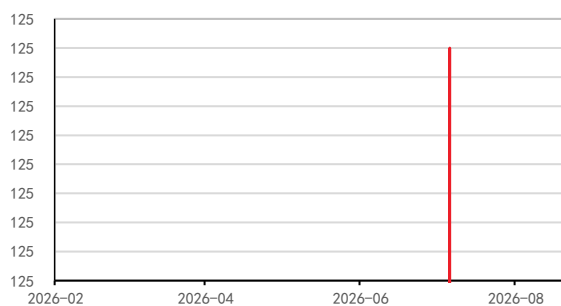
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 7：融资融券数据图



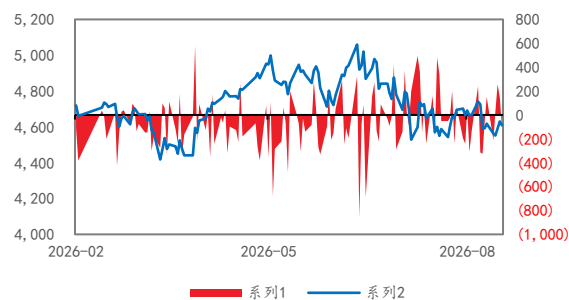
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：恒生 AH 溢价指数



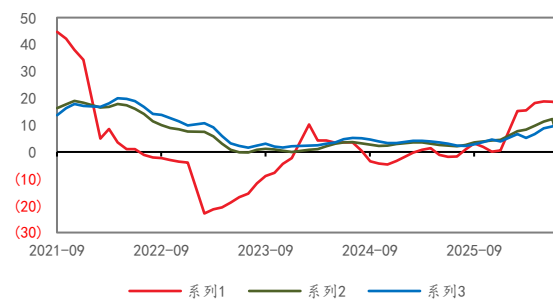
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 8：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：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

铜矿紧张直接传导至国内冶炼环节。国内铜冶炼厂高度依赖进口铜精矿，铜精矿加工费持续维持低位水平，直观反映市场上铜精矿货源紧缺。加工费低迷意味着冶炼企业采购原料难度加大，部分冶炼厂被迫检修、被动压减产量。虽然国内冶炼产能规模庞大，但受原料约束，产能释放受到明显限制。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

头部产铜国矿山老化、矿石品位下滑、产能释放缓慢，新增大型铜矿投产周期漫长。全球铜市场或将长期维持偏紧格局，为中长期铜价提供强力支撑。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。展望 9 月，美联储议息会议、美国铜关税决策窗口是关键宏观变量，国内 “金九” 旺季的下游开工与订单兑现程度是需求核心观察点。

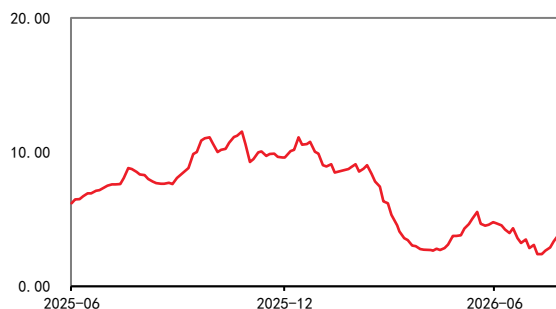
3 铜期货现货数据

图表 11：长江有色铜价



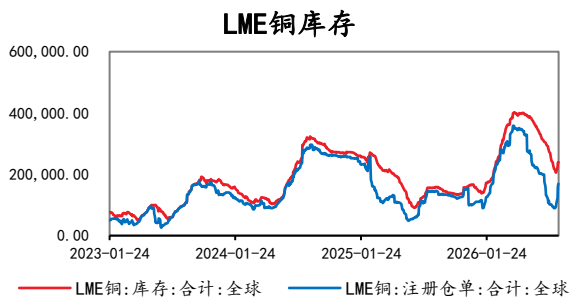
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 12：上海保税区铜库存



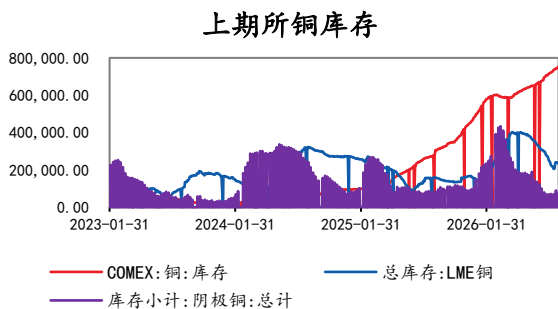
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: LME 铜库存



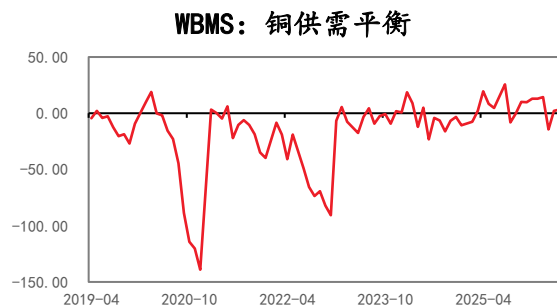
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: 上海期货交易所铜库存



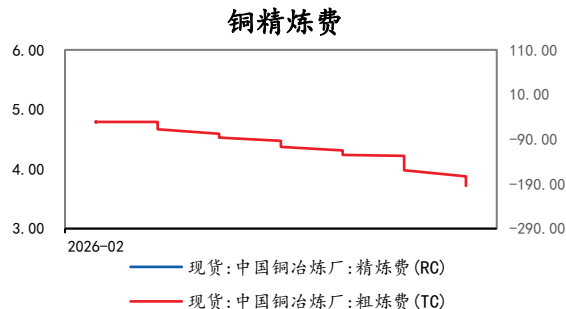
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: 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: 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。

低库存

LME 锌库存降至 9.5 万吨附近低位，较 6 月中旬下降约 25%；LME 现货对三个月合约升水维持在 131 美元/吨高位，反映海外现货极度紧张，进一步加剧挤仓情绪。沪伦比值持续低位，出口窗

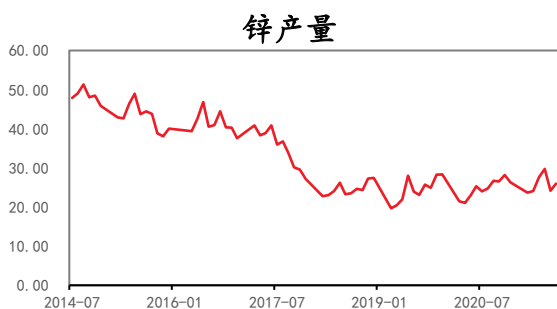
口开启，部分国内货源向海外转移，一定程度上缓解了国内库存压力

2 总结

锌精矿加工费持续运行于负值区间，清晰反映出矿石资源的稀缺程度，这为锌价提供了坚实的中长期成本支撑。LME 锌库存处于较低水平，低库存一度引发市场对海外挤仓风险的担忧，尽管近期该风险有所缓和，但仍是支撑外盘及沪锌价格的重要因素。

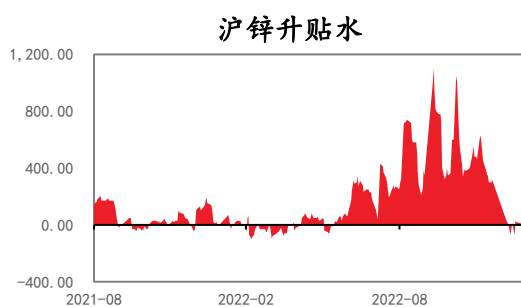
3 锌期货现货数据

图表 17：锌产量



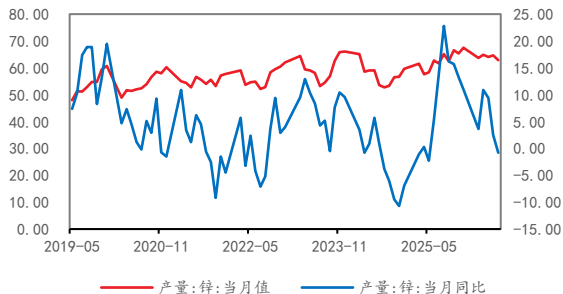
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 18：沪锌升贴水



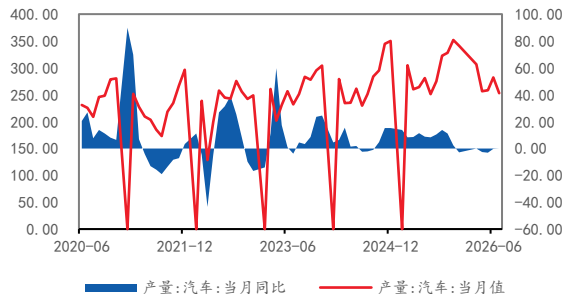
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：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 地产新政：从需求托底走向融资与销售制度重构

8 月 28 日房地产政策组合的意义，可能不在于单项需求刺激力度，而在于政策思路由过去两年的“边际放松需求”进一步转向销售、融资、开发模式的系统性重构。我们认为，本轮政策更接近“稳需求、降风险、缩供给、换模式”的组合，而非开启新一轮地产加杠杆周期。短期有助于改善市场预期和核心城市成交，中期则可能加快行业供给收缩和房企出清，房地产市场或进一步由全国普遍下行转向城市、区域和产品之间的结构性分化。

一是，本轮政策的核心并非 40 年房贷，而是重构开发资金来源。政策推动现房销售，预售项目个人按揭原则上延后至竣工备案后发放；同时引入项目主办银行制，并将预售、现房项目开发贷最长期限分别延长至 5 年和 7 年。资本市场同步支持房企再融资、公司债、ABS、REITs 等融资工具。这意味着房地产资金链逐步由过去“居民首付和按揭支持开发建设”，转向“开发商资本金+开发贷+资本市场融资完成建设，居民按揭后置”，本质上是对高杠杆、高周转预售模式的调整。

二是，需求端刺激预计温和，但购房风险溢价有望下降。最长贷款期限由 30 年延长至 40 年，可降低月供、提高高房价城市居民的支付能力，但其主要解决“买得起”的问题，并不能单独逆转居民收入和房价预期。相比之下，按揭放款延后至竣工备案，对于降低“未交房先还贷”和项目交付风险具有更强的制度意义。因此，本轮政策对北京、上海、深圳及部分强二线城市边际效果预计强于低能级城市。

三是，供给端收缩可能是本轮改革更值得关注的中期影响。现房销售及按揭后置将提高开发商前端资金占用和资本金要求，降低项目周转率，弱化依靠预售快速扩张的商业模式。在今年 1—7 月房地产新开工面积已同比下降 24.0% 的背景下，新制度可能进一步强化房企拿地和开工纪律，加速弱资质房企退出，并推动未来新增住宅供给向核心城市、改善型产品和高信用开发商集中。

四是，房地产市场或进入“核心城市先企稳、低能级城市继续去库存”的阶段。7 月一线城市新房价格环比总体持平，二三线仍分别下降 0.1% 和 0.3%，城市分化已经较为明显。对人口持续流入、库存相对合理的一线及强二线城市而言，需求政策放松叠加未来供给收缩，有利于价格率先企稳；对库存较高、人口流出的三四线城市而言，延长贷款期限难以创造新增人口和住房需求，仍需依赖库存收购、城市更新及长期供给收缩实现再平衡。

往前看，我们认为地产政策仍存在继续配套的必要。重点观察四个方向：一是一线及强二线城市剩余限购政策进一步优化；二是收购存量商品房、城中村改造和城市更新力度；三是现房销售背景下土地供应、土地价款支付及开发融资制度的配套调整；四是房贷利率、首付比例等逆周期工具进一步使用。政策目标更可能是推动房地产尽快形成新的供需均衡，而非重新复制上一轮居民和房企同步加杠杆。

总体而言，我们认为本轮政策提高了核心城市房地产“止跌回稳”的概率，但全国房地产基本面的反转仍需时间验证。更可能的路径是“成交量先企稳—库存下降—核心城市价格企稳—投资和新开工滞后修复”，同时城市之间、核心区与远郊、新房与二手房之间的分化进一步扩大。

2 铁水继续回落，成材减产加快，需求走弱下库存结构分化

上周钢材市场呈现“铁水继续下降、成材减产、需求走弱、总库存继续去化但结构分化”的格局。高炉产能利用率和铁水产量进一步回落，五大品种钢材产量同步下降，螺纹钢和热卷产量均有所下行；需求端继续转弱，五大品种和螺纹钢表需均明显下降。库存虽然总体保持去化，但钢厂库存大幅下降的同时社会库存重新累积，显示资源继续从钢厂向流通环节转移。钢材现货价格普遍上涨，但原料成本上涨压缩即期利润，钢厂盈利率基本持平，当前钢价仍更多受到成本及宏观商品氛围支撑，自身基本面改善有限。

上周全国高炉产能利用率降至 88.8%，环比下降 0.4 个百分点，同比下降 1.5 个百分点；日均铁水产量下降 1.1 万吨至 236.5 万吨。铁水连续回落，而且本周降幅有所扩大，说明钢厂利润压力已经进一步向高炉生产传导。从绝对水平来看，236.5 万吨仍不算低，但相比前期 238 万吨以上的高位已经出现较为明确的下降趋势，供应端负反馈正在逐步兑现。对于原料而言，铁水持续下降意味着钢厂刚需边际走弱，后续如果减产继续扩大，将逐渐削弱铁矿石等炉料的需求支撑。

上周五大品种钢材周产量为 791.8 万吨，环比下降 1.3%，同比下降 10.5%，螺纹钢和热卷产量均有所下降。五大材产量已经降至 800 万吨以下，同比降幅进一步扩大至两位数，说明钢厂成材端减产较为明显。与此前铁水和成材产量偶尔出现背离不同，近期铁水与成材产量连续同步下降，表明高炉减产正在较为顺畅地向钢材供应端传导。从供应角度看，这有利于缓解淡季需求偏弱带来的库存压力，也是当前钢材基本面中相对积极的一面。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1184.9 万吨，环比增加 0.2%，同比增加 13.2%；钢厂库存为 406.6 万吨，环比下降 5.0%，同比下降 3.5%。钢材总库存环比下降 1.1%，继续保持去化，但降幅较此前略有收窄。结构上出现较为明显的分化：钢厂库存大幅下降，而社会库存重新累积，说明库存去化更多来自厂库向市场端转移，而并非终端需求明显改善带来的全面消化。值得注意的是，钢厂库存已经低于去年同期，而社会库存仍同比高出 13.2%，当前钢材库存压力正在进一步向流通环节集中。因此，虽然总库存继续下降，但本周库存结构所反映出的基本面改善程度弱于总量数据本身。

需求端继续走弱。上周五大品种钢材表观消费为 810.1 万吨，环比下降 1.3%，同比下降 5.6%；其中螺纹钢表观消费降至 181.3 万吨，环比下降 7.6%，同比下降 11.2%，螺纹钢与热卷表需均出现回落。建筑钢材成交周均值为 9.5 万吨，环比增加 2.5%，高频成交略有改善，但与螺纹钢表需明显下降形成一定背离。总体来看，终端需求仍然缺乏持续改善的迹象，尤其螺纹钢表需重新跌至较低水平，说明建筑钢材旺季需求尚未真正启动。高频成交的小幅增加更多体现低位刚需释放，尚不足以扭转周度需求偏弱的格局。

价格与利润方面，上周钢材现货价格普遍上涨，但主流钢材品种即期毛利反而有所回落，247 家钢厂盈利率为 32.5%，较此前仅增加 0.03 个百分点，整体基本持平。钢价上涨而利润下降，说明本轮价格回升主要由原料成本上行推动，钢材涨幅仍不足以覆盖成本增加，钢厂利润继续受到挤压。这与近期黑色产业链的表现一致：原料价格相对强于成材，钢材更多表现为成本推动下的被动上涨，而不是需求改善推动的主动上涨。

综合来看，当前钢材市场进一步转向“铁水下降、成材减产、需求走弱、厂库下降但社库累积、

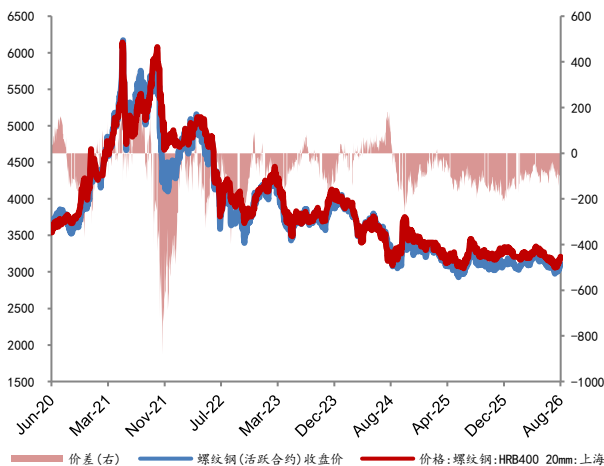
利润受压”的格局。供应端的改善正在逐渐兑现，铁水已经回落至 236.5 万吨，五大材产量跌破 800 万吨，钢厂库存也快速下降；但与此同时，五大材和螺纹钢表需同步走弱，社会库存重新累积，说明当前减产带来的供需改善仍然被弱需求部分抵消。现阶段钢价仍主要依靠原料成本和宏观商品氛围支撑，自身基本面尚不足以形成独立上涨驱动。后续重点关注铁水减产能否继续、旺季需求何时真正启动，以及厂库向社库转移后社会库存能否重新进入持续去化。。

4 小结

40 年房贷及需求端放松有助于改善地产销售和市場风险偏好。但本轮政策核心并非重新刺激大规模开工，而是推动现房销售、项目融资和行业去杠杆，开发商资金占用提高后反而可能进一步约束拿地及新开工。当前地产新开工仍同比下降约 24%，因此黑色实际需求改善大概率滞后于价格预期。整体看，短期交易政策预期偏多，中期仍需观察销售改善能否真正向拿地和新开工传导。

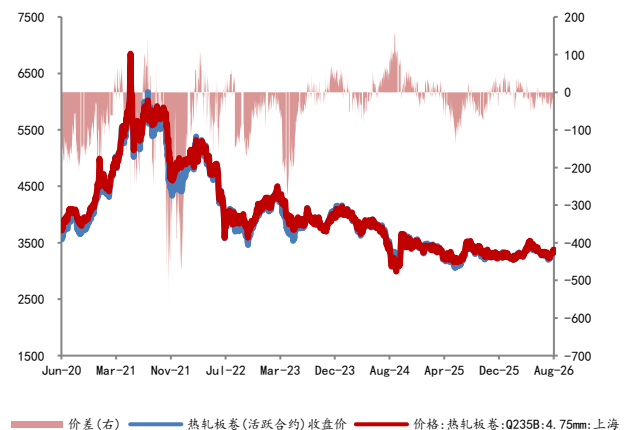
4 钢材期货现货数据

图表 21：螺纹钢期现价差



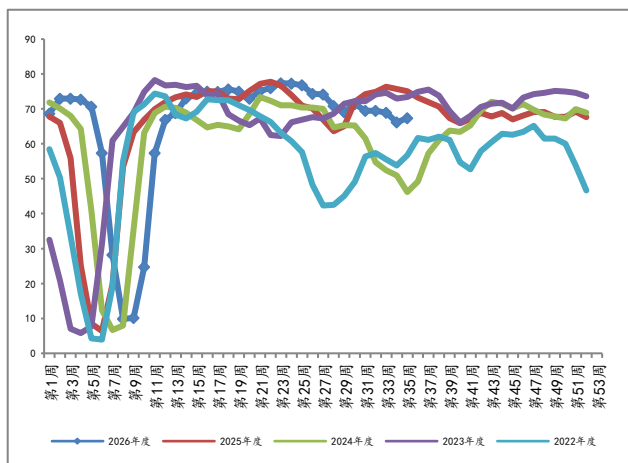
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：热卷期现价差



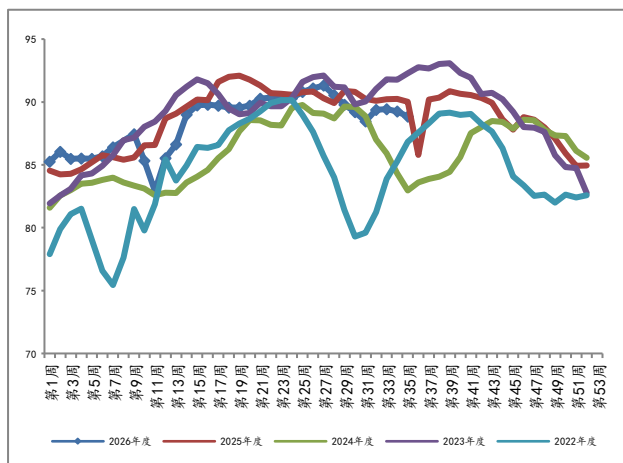
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



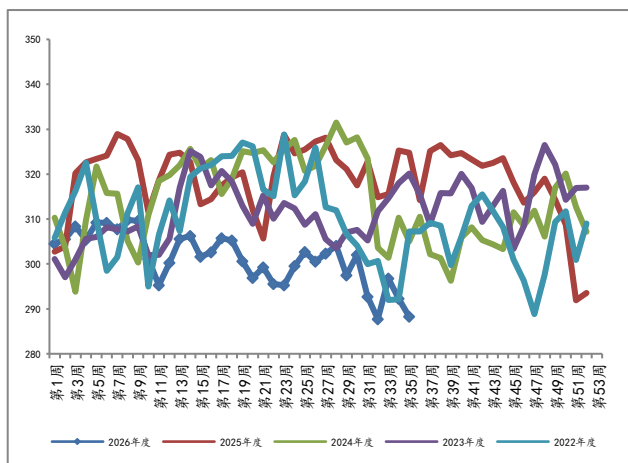
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 24：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



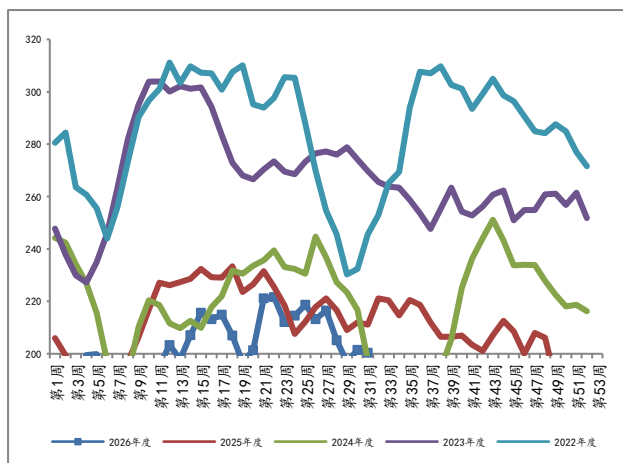
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



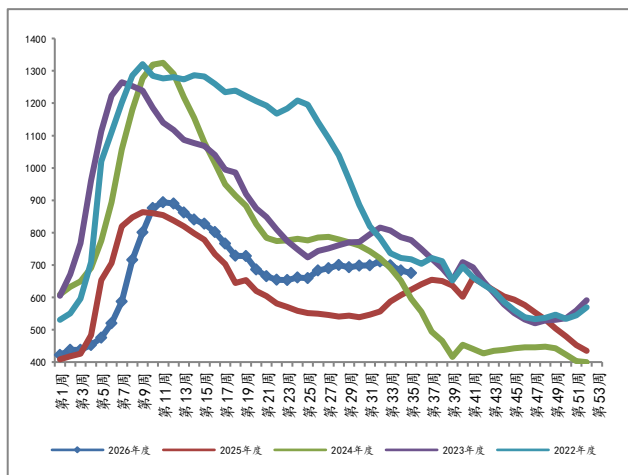
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



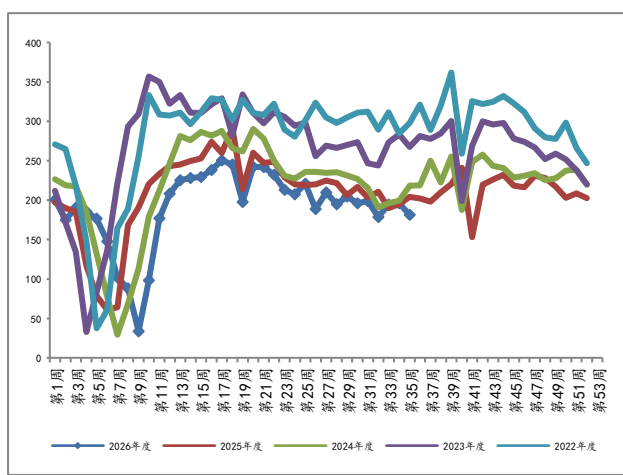
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：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 28：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 美方对伊严加制裁

特朗普当局宣布将对伊朗发动“最严厉的经济战”，外界对这一表态解读为，美国使用军事手段难以达到目的，美伊冲突将在热战层面上降温，国际油价因而阶段性回落。

由于美伊谈判陷入停滞，美国总统特朗普称要对伊朗实施“毁灭性经济行动”，美国财政部长称将对伊朗进行“史无前例的经济孤立”。舆论普遍认为，美国中止对伊朗的大规模军事行动，转而采取经济施压的方式，表明特朗普当局已经考虑放弃战争选项，被迫改弦更张以试图变相达成目标。

美国发动经济战会给伊朗造成通胀压力和食品供应问题，然而美国对伊朗实施经济制裁长达 47 年，后者斗争经验和应对手段较为丰富，经济施压未必能够迫使伊朗在霍尔木兹问题上做出退让。伊朗革命卫队打原油牌作为反制，声明如果美国对伊朗发动经济战，霍尔木兹海峡甚至整个波斯湾地区将没有任何原油流出。

我们认为，美伊再度爆发大规模热战概率已经不大，原油地缘溢价大幅退潮，应尊重市场客观表现，但全球原油供应危机远未解除，市场将对地缘风险长期进行计价。

2 热战中止偃旗息鼓

美国总统特朗普宣布对伊朗实施“经济 D-Day”，称其为“有史以来对任何国家采取的最具碾压性的经济行动”，并警告称“允许本国机构为伊朗提供任何类型生命线的国家，自身将面临巨大经济后果”。美国财政部长贝森特评论称，“这是向对手发起的最大金融攻势，目的是切断维系德黑兰政权存续的每一条经济生命线，使其陷入孤立无援的境地”。美国发起的经济战波及范围将比中东地缘大得多，长臂管辖和二级制裁是特朗普的惯用伎俩，理论上涵盖所有与伊朗有贸易关系的国家、企业和金融机构。

美国总统特朗普表示，关于何时重返美伊谈判桌上，他“没有时间表，而且不着急”。美国务卿鲁比奥阐述了最新的对伊朗方针：首先，暂时停止对伊朗发动军事打击，美军仅执行海上围困封锁；其次，对伊朗全面采取严厉的制裁和二级制裁，旨在通过经济施压使其发生恶性通胀和财政崩溃；与此同时，尽可能多地掩护油轮在伊朗封锁下通过霍尔木兹海峡。

我们认为，特朗普想要复制委内瑞拉模式对伊朗进行长期围困封锁，但制裁加码很难对中东局势产生决定性影响，遑论迫使伊朗放弃对霍尔木兹海峡的控制权，对全球原油供应链恢复将毫无益处。

3 地缘政治全面降温

据未经证实的外媒报道称，美国通过第三方斡旋提出暂停对伊朗的围困并解除制裁，以换取伊朗开放霍尔木兹海峡以及停止代理人袭击。侧面佐证来看：巴基斯坦高层访问德黑兰，对外表述偏积极信号；美国国务院披露，计划安排外交人员重返驻海湾诸国使馆；中东地区多家航空公司逐步恢复航班。上述迹象表明，中东地缘局势正走向全面降温，至少爆发激烈冲突的可能

性大大降低。

另一边，伊朗与阿曼发表联合声明，就霍尔木兹海峡新航线达成协议，进入波斯湾的航线将途经伊朗水域，离开波斯湾的航线将途经伊朗和阿曼水域，只允许民用船只通行，任何军舰不得通过；此通行安排为临时措施，两国后续将在 30-60 日内谈判划定永久性航线。但这并不意味着霍尔木兹海峡会立即开放，如果美国不满足伊朗提出的条件，霍尔木兹海峡将继续关闭。

消息一出国际原油价格应声而落，但柴油等成品油价格仍保持相对坚挺，在霍尔木兹海峡真正开放之前，供应收紧和库存消耗仍会限制油价下跌空间。

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 柴油危机或成前兆

原油资深研究员 Jeff Currie 再次发出警告：全球能源危机尚未发生在原油市场，但消费者已经开始直面成品油市场的冲击。

Currie 强调，“世界上没有人直接消费原油”，因为能源市场终端消费对象是汽油、柴油、航空燃油和船用燃料油等成品油。以柴油为例，当 Brent 原油价格在 95 美元附近徘徊不前时，欧洲柴油市场价格已经攀升至惊人的 170 美元。众所周知，成品油与原油价格走势高度正相关，但目前成品油裂解价差已扩张至异常区间，表明成品油市场相对原油出现更加严重的供需失衡，对通胀的传导效应也比原油直接得多。

原油与成品油比价关系的失衡终将被市场修复，丰厚的裂解利润将驱使炼厂提升开工负荷，从而增加成品油供应和原油需求。尽管目前国际原油价格处于高位，但种种迹象表明，交易者对潜在的能源危机仍准备不足。

6 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

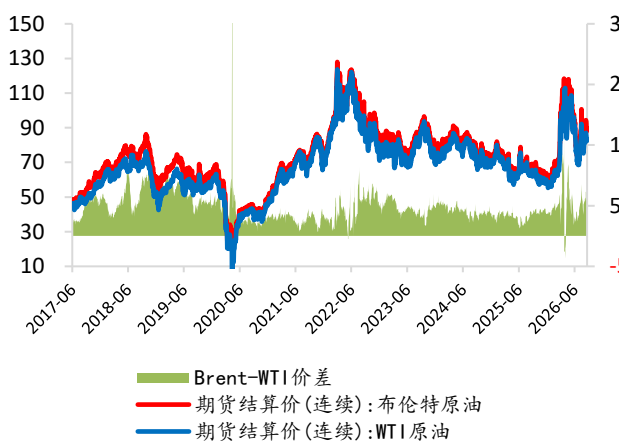
度调整，截至目前反弹未能突破新高。Brent 原油期货呈 Backwardation 结构，12 个月远期较近月合约明显贴水，反映交易者普遍预期油价将在未来回落，然而供应链所受冲击有被严重低估的风险。

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。

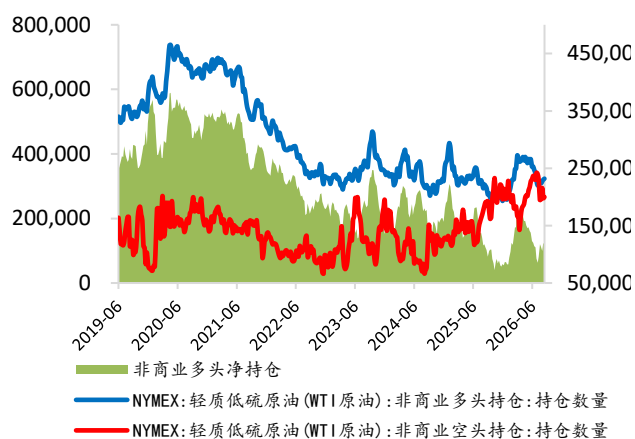
7 原油期现数据

图表 29：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 30：CFTC 原油期货持仓



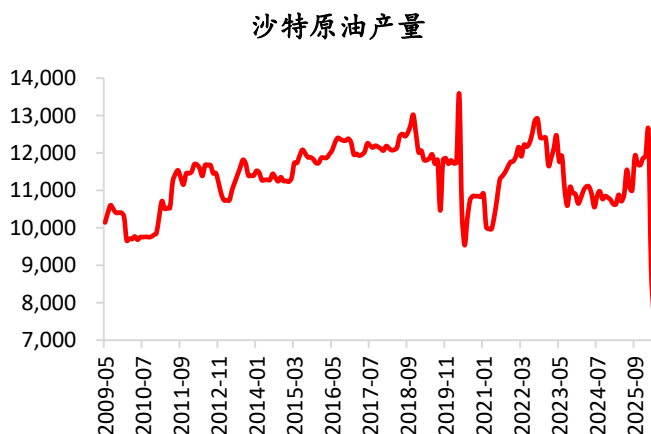
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：美国原油产量



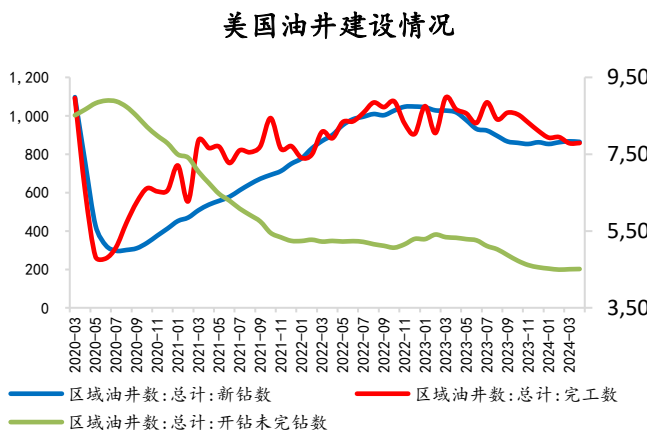
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：沙特原油产量



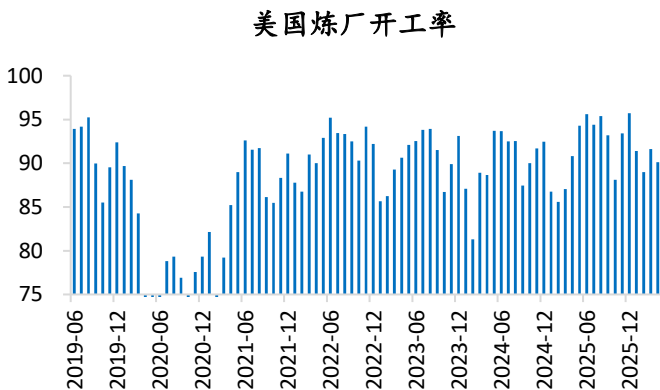
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33: 美国油井建设情况



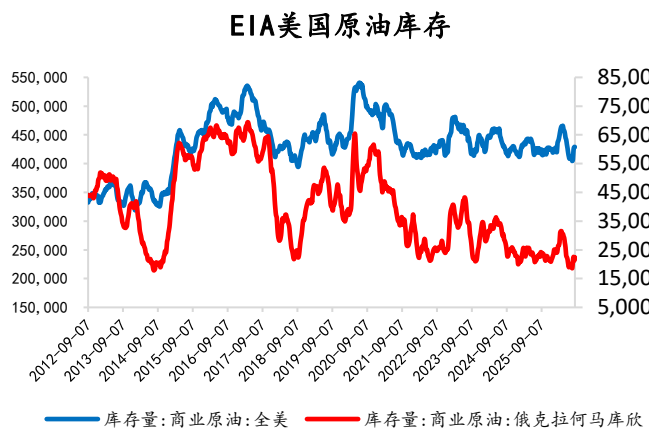
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 35: 美国炼厂开工率



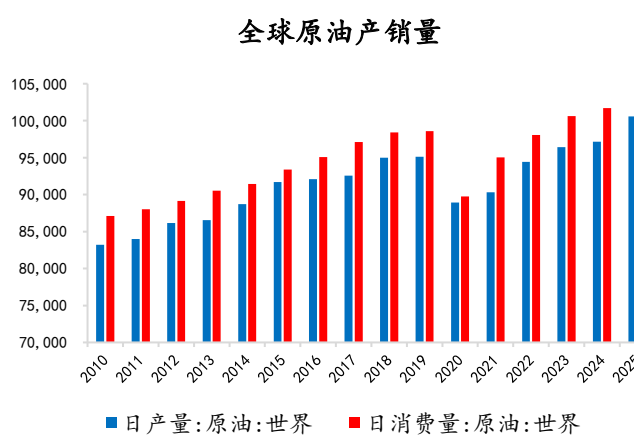
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 34: 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: 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 厄尔尼诺持续升温

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 树龄老化产能拐点

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。

3 内外周期叠加共振

厄尔尼诺现象从确认到对天然橡胶产生影响，通常存在大约半年左右的滞后性，从目前的情况来看，2026 年下半年开始的本次厄尔尼诺事件，将在 2027 年二季度到三季度初引发旱情。另一方面，东南亚天然橡胶产能周期性滑坡，几乎是一个长期不可逆的过程，且老树受极端天气冲击更为显著。

橡胶树产胶原理和割胶作业对温度和水分均有一定要求，高温干旱天气令胶乳合成受阻，树皮容易干裂，胶水黏稠度高，会降低单产水平和增加割胶难度。树龄老化的橡胶树表皮韧性差易干裂，持续高温少雨时抗旱能力较弱，可割胶天数进一步缩短，极端情况下或被迫停割。综上，厄尔尼诺与树龄老化将形成共振放大效应，相比单一厄尔尼诺年份产量损失更大，我们预测 2026 年末开始到 2027 年减产或将持续兑现。

4 进口下滑供应减压

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。

5 上中下游库存不高

抛开天气炒作和减产预期，就目前而言，天然橡胶产业链上中下游库存水平并不高。

今年以来，上游橡胶加工厂原料库存普遍偏低，后续或催生大规模补库需求。参考历史经验，例如 2023 和 2025 年上游缺乏原料储备，对后续胶价上涨具有较强的支撑作用。中游库存环节延续去库态势，截至 8 月中下旬，青岛港口天然橡胶总库存 64.21 万吨，周度环比下降 0.29 万吨。通常 8 月青岛橡胶库存基本环比持平，而今年 8 月迄今已去化 1.5 万吨，接下来 9-10 月平均去库在 3 万吨左右，预计显性库存压力将明显缓解。下游轮胎企业成品库存积压，淡季缺乏主动补库意愿，但就算轮胎厂消极采购，因进口到港货量减少，橡胶库存依然录得小幅去化。

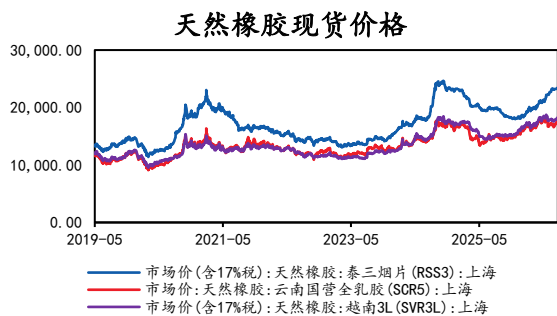
未来一两个月国内橡胶进口量难有大幅回升，港口及社会库存大概率延续下降趋势，现货端强势支撑沪胶表现。

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。

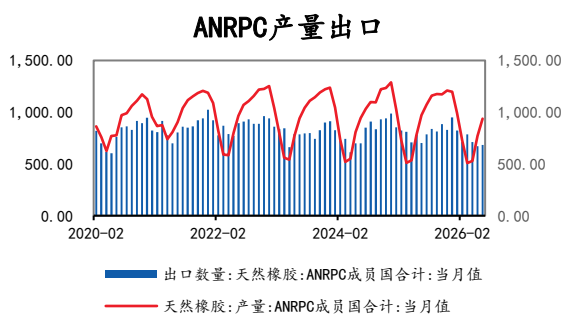
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



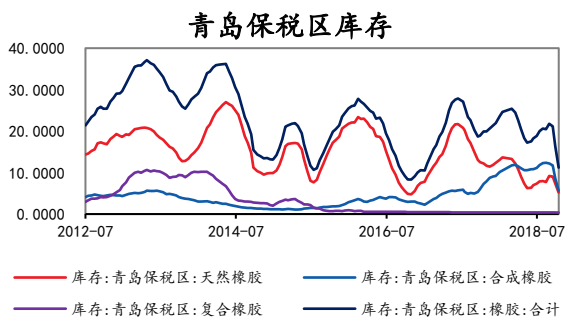
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: ANRPC 产量出口



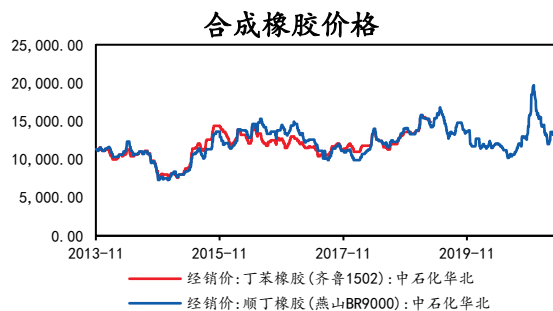
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 青岛保税区库存



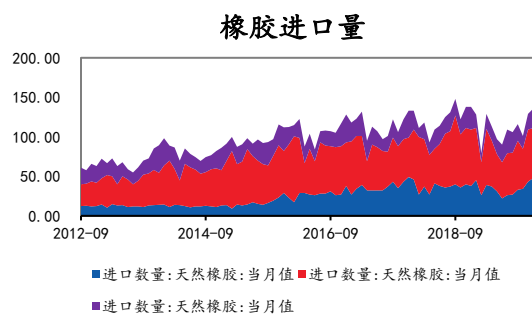
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37: 合成橡胶价格



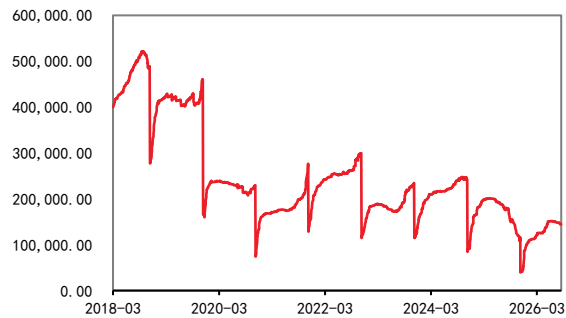
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: 橡胶进口量



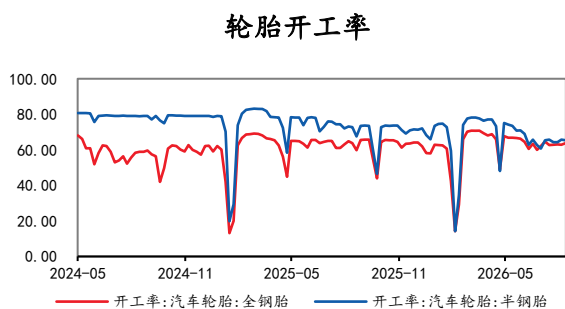
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 上期所注册仓单



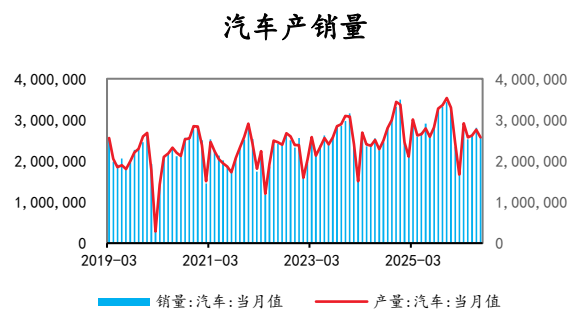
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：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：美豆震荡攀升，国内豆粕豆油相继突破

1 外部豆类市场分析

机构巡查报告落地，美豆优良率持续下滑

上周，Pro Farmer 在结束一年一度的田间巡查后发布完整巡查报告，该机构预计 2026 年美豆平均单产为 53.3 蒲式耳/英亩，总产量为 45.72 亿蒲式耳，两者均高于美国农业部 8 月供需报告作出的预估值。该机构指出，“大豆单产显示出部分区域的强劲潜力，但其最终产量仍更依赖生长季后期的天气和植株健康状况”。虽然 Pro Farmer 的巡查报告缓解市场对美豆产量下降的担忧，但美国农业部公布的本周美豆优良率已降至 60%，较上年同期偏低 9 个百分点。CBOT 大豆期货市场并未因利空巡查报告而出现过度调整，美豆优良率偏低仍对盘面有抗跌支撑。

美国生柴政策反复调整，CBOT 豆油市场止跌回升

美国近期反复释放生物燃料政策调整的信号，白宫正在考虑扩大小型炼油厂豁免规模，最高可能达 18 亿个 RIN，对豆油的工业需求构成潜在利空。但特朗普政府同时也在考虑将 2027 年生物燃料配额增加约 5 亿加仑，以抵消豁免带来的需求损失。配额增量的利多与豁免的利空形成对冲。CBOT 豆油市场在急跌后止跌反弹，回升至 70 美分附近，明显改善此前全球植物油市场看空情绪。豁免与配额补偿方案最终能否同步落地，仍是后续豆油走势的关键变量。

美豆出口需求强劲，库存压力有望缓解

美国农业部公布的出口销售报告显示，截至 8 月 20 日当周，美国大豆出口销售合计净增 255.22 万吨，符合报告前市场预计的美豆出口销售净增区间 130-320 万吨。近期民间出口商接连向美国农业部报告向中国和未知目的地出口销售大豆大单，中国需求明显回暖，有助于降低美豆库存压力，也是近期美豆市场强势运行的重要推力。

马来西亚棕榈油出口下滑，厄尔尼诺对远期市场有支撑

船货检验机构 ITS 和 AmSpec 发布的数据显示，8 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口环比分别下降 20% 和 11.4%，出口增速继续回落。SPPOMA 发布的马来西亚棕榈油同期产量环比下降 4.69%。马来西亚棕榈油出口需求下降，棕榈油市场反弹受阻，本周自高位大幅回落。超强厄尔尼诺仍在持续发展，预计将对 2027 年东南亚棕榈油生产造成不利影响。资金积极布局远期市场，棕榈油市场近弱远强格局不断强化。

2 国内豆类市场分析

豆粕库存止增回落，美豆上涨的成本驱动显著增强

国内豆粕供给高度依赖进口原料，成本端一直是影响国内豆粕定价的关键。受美豆市场大幅上涨影响，进口大豆和豆粕成本同步回升。此外，本周国内豆粕库存止增回落，进一步减轻了国内豆粕市场强势跟涨的阻力。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内豆粕库存量为 115.72 万吨，周度减少 4.3 万吨。国内进口大豆供给充裕，油厂开工率短期仍会保持高位，但豆粕市场回暖后，饲企和贸易商积极入市补库将放大需求，油厂端库存压力有望继续下降，有助于豆粕市场与美豆继续保持强势联动。

国内三大植物油库存维持高位，油脂市场走势出现分化

中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 262.67 万吨，周度下降 2.32 万吨，其中豆油库存为 14.79 万吨，周度下降 0.89 万吨；棕榈油库存为 79.68 万吨，周

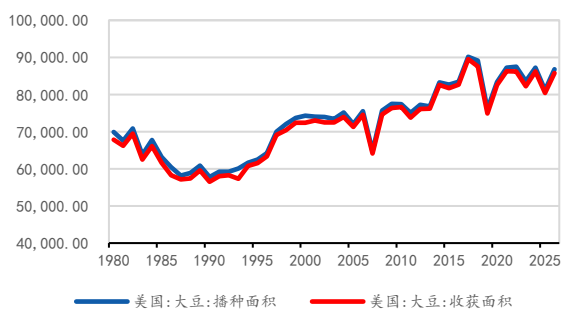
度减少 3.71 万吨；菜油库存为 42.2 万吨，周度增加 2.28 万吨。本周国内豆油市场涨幅居前，棕榈油和菜油市场呈现先抑后扬走势，处于跟涨状态。美豆强势运行从成本端为国内豆油市场注入反弹支撑。产地棕榈油供需基本面偏弱，国内棕榈油库存处于历史高位，棕榈油市场主动涨能仍显不足，但潜在利多天气支撑远月合约抗跌。加拿大油菜籽市场跟随美国大豆震荡回升，从成本端缓解国内菜油市场抛压，但国内菜油库存连续攀升，限制菜油价格涨幅。

3 油脂油料市场展望

美国农业部从本周开始发布美豆落叶率，意味着美豆天气窗口将逐渐收窄。由于美豆优良率偏低，减产预期仍支撑美豆抗跌。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。俄乌战事升级，黑海港口设施受损，该地区菜粕和葵花籽粕对华出口受阻，供给担忧导致国内杂粕价格强势上涨，带动豆粕和菜粕市场大幅跟涨。油脂板块供需基本面出现差异，走势仍不完全同步。CBOT 豆油止跌反弹提振全球植物油市场买盘信心，国内豆油市场强势突破。超强厄尔尼诺可能导致明年棕榈油大幅减产，印尼 B50 政策将增加需求并收紧出口份额，棕榈油远月合约在资金加持下强势突破。菜油市场基本面趋于平稳，但受相关油脂涨势提振，仍有上行空间。随着国产大豆天气窗口逐步收窄，市场进入此前减产炒作的证伪阶段。受需求低迷和天气题材支撑下降影响，豆一期货市场在技术抛压下，有望维持震荡回调的独立运行节奏。

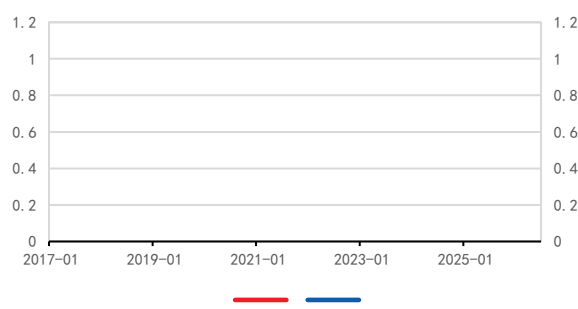
4 油脂油料市场主要数据

图表 44：美国大豆种植收获面积



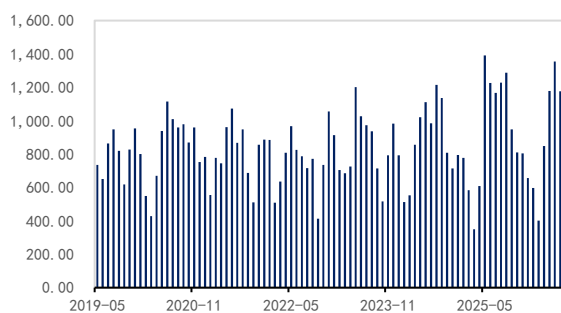
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：国内生猪存栏量



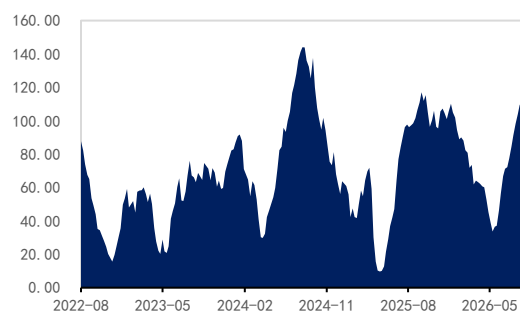
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：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 47：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

