

中金财富期货策略周报（2026年第32期）

研究员：

周度投资视点

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘坤

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

宏观策略：随着美国打击伊朗布雷火箭基地的结束，美伊局势回归缓和，以及美债收益率有所回落，短期内宏观因素对资本市场的压制有所减弱。考虑到美国经济K型明显，非农数据以及CPI数据利好海外降息预期的概率较大，这也将对短期资本市场走势产生影响

股指期货：美伊冲突导致的高油价，以及美债收益率扰动因素逐渐趋于缓和，美股科技股有望摆脱宏观因素压制，考虑到A股双创指数持续调整，存在技术性反弹的动能。

铜：低库存与矿端紧缺为铜价提供了坚实底部，且下游订单环比有所改善，但在高铜价与高升水的双重抑制下，需求端的实质性回暖尚需观察。铜价当前处于供给端强支撑与宏观情绪回暖的共同推动下，短期有望维持偏强运行。后续需重点关注美国关税政策的落地情况，以及国内旺季消费的兑现程度。

锌：沪锌当前处于矿端成本支撑与旺季需求预期的博弈之中。短期在成本驱动与预期提振下，价格重心有望上移；但中长期上行空间仍将受到国内高库存及下游需求实质性改善节奏的制约。

钢材：在成本支撑与政策预期推动下，钢价整体表现偏强。但随着“金九银十”旺季临近，市场交易逐步由预期驱动转向现实验证。上周钢材库存继续去化，焦煤焦炭价格高位运行，成本端支撑仍在；但终端需求改善幅度尚需进一步确认。后续需重点关注旺季需求能否持续释放，以及高成本压缩钢厂利润后，是否通过减产和铁水回落形成产业链负反馈。

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。

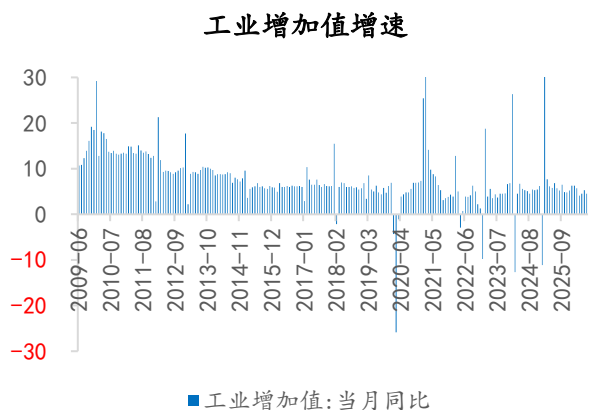
油脂油料：从9月中旬开始，美豆将陆续进入收割季，美豆减产预期仍对盘面有支撑。美伊在停战一个月后再度交火，原油上涨的外溢效应更易在油脂市场显现。俄乌冲突加剧，双方在黑海的港口设施遭到破坏，包括玉米、杂粕、植物油等在内的农产品出口受阻，扰乱国际农产品供应链，地缘风险溢价升高，导致全球多地谷物粮油价格大幅上涨。超强厄尔尼诺持续发展，产地棕榈油减产担忧不减，印尼将于10月全面执行B50政策，供需两端发力，为棕榈油市场提供抗跌支撑。国内豆油和豆粕市场在成本和情绪端与美豆保持较强联动，内外盘相继向上突破，国内豆油和豆粕市场仍处于对利多题材敏感阶段，但随着豆粕价格进入估值相对偏高区间，多空博弈更趋激烈，需注意获利回吐压力对反弹节奏的干扰。东北主产区新豆将于9月下旬陆续上市，现货端套保需求活跃，仓单量创下十年新高。国产大豆供需较为独立，新豆上市压力逐渐显现，多空双方对新豆定价存有分歧，豆一期货市场有望延续反复震荡状态。

目录

周度策略：美国对伊战略重心转为经济制裁.....	- 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析	- 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读.....	- 6 -
2 8 月 PMI 点评：供需重回扩张区间	- 6 -
新型政策性金融工具投放	- 7 -
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 地产新政：资产端修复不等于需求反转	- 15 -
2 铁水与成材小幅回升，库存继续去化，但钢厂利润明显恶化	- 15 -
4 小结	- 16 -
4 钢材期货现货数据	- 17 -
原油.....	- 19 -
1 美伊冲突再次激化	- 19 -
2 暗度陈仓运力成谜	- 19 -
3 海湾出口仍具韧性	- 19 -
4 柴油危机或成前兆	- 20 -
5 裂解价差屡创新高	- 20 -
6 警惕油价尾部风险	- 20 -
7 原油期现数据	- 21 -
天然橡胶.....	- 23 -
1 厄尔尼诺持续升温	- 23 -
2 提前交易减产预期	- 23 -
3 泰国出口同比回落	- 23 -
4 进口下滑供应减压	- 24 -
5 上中下游库存不高	- 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



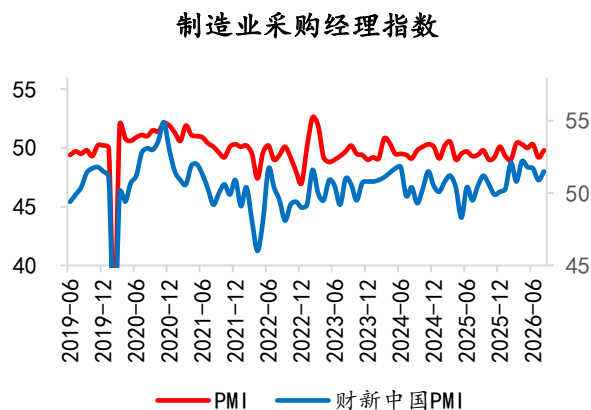
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



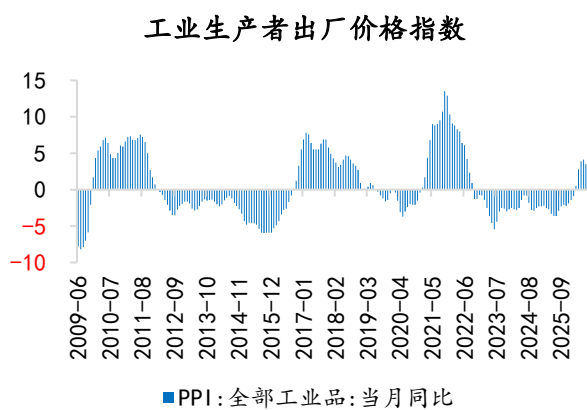
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



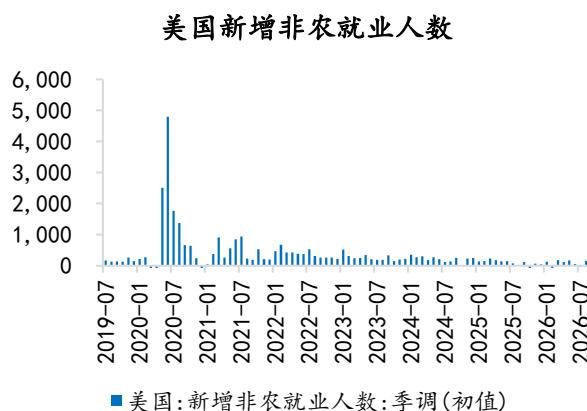
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美国对伊战略重心转为经济制裁

时隔 1 个月，美伊再度交火，起因是伊朗向海峡发射水雷，美军轰炸了发射装置和沿岸设施，伊朗反击美国的约旦军事基地。虽然这次美伊冲突有升级的迹象，但是整体看川普对伊朗战略的重点是实行经济制裁，取代了之前空袭为主的模式。我们认为这种制裁也很难产生实效，美伊僵持，油价重心继续上移。

美国转变对伊战略

美国战前设想的军事速胜论之所以全面破产，根源在于特朗普政府存在对伊朗的系统性误判。其一，用成本收益的框架衡量冲突，低估伊朗政权的韧性与民族凝聚力。美方误认为伊朗民众对高通胀的不满已动摇政权根基，但战事反而触发伊朗社会的“聚旗效应”，开战后国内抗议运动近乎消失，生存焦虑亦非简单测算所能预判。其二，低估伊朗封锁霍尔木兹海峡的能力与决心，战前特朗普认为伊朗会在封锁海峡前就投降，而现实是伊朗已将海峡变为持久筹码，全球石油与液化天然气运输长期受阻。其三，误判伊朗的非对称作战能力，同时高估美军自身弹药库存与补给能力，伊朗以低成本弹道导弹与无人机大量消耗美军昂贵的“爱国者”、“萨德”等拦截弹，不仅削弱美军作战能力，更是会外溢影响印太与欧洲方向威慑力同样出现结构性空档。其四，战争目标的持续变化与国内政治的反噬，据半岛电视台复盘，开战以来美方的战略目标从限制核计划、政权更迭到代理人网络等不断变化，6 月 17 日特朗普政府达成的停火协议中的条款甚至不如原有框架。美国国内政治亦遭到反噬，特朗普支持率已降至 33%，为其总统任期内最低水平，这对志在中期选举中保住国会微弱多数的共和党而言，早已沦为政治负资产。

军事路径的失败促使特朗普政府策略转向试图逐步扼杀伊朗，经济制裁或为主导手段。据 CNN 报道，特朗普政府正将策略从原先的尽快重创伊朗转为逐步扼杀，特朗普 19 日称任何允许其金融机构、企业、机场或政府实体向伊朗提供支持的国家，都将面临巨大的经济后果，并要求立即停止石油走私、货币互换、现金转移、船舶注册和利用空壳公司等活动，呼吁美国盟友与美国一道孤立伊朗。但是经济制裁中最积极的是阿联酋的快速跟进，中国和俄罗斯旗帜鲜明地反对这一胁迫性制裁行动。中方直指美国此举没有国际法依据、未经安理会授权，属于非法单边制裁和长臂管辖。欧盟及其核心成员国德国、法国、意大利立场一致，只执行欧盟自身对伊朗的限制性措施，不承认美国未经联合国授权的次级制裁。中东海湾国家中，除了阿联酋宣布“暂停”全部对伊经贸外，卡塔尔、阿曼明确拒绝执行美方断贸命令，继续充当斡旋通道；沙特则采取“沉默不执行”策略，强调只关注地区安全，未发布任何政府层面的断贸令。

综合各方态势和长达半个世纪的美伊博弈历史，我们认为美国的制裁很难让伊朗政府屈服，从 1979 到 2026 年，伊朗被美国制裁近 50 年，其社会韧性远超华盛顿想象。另外，美国的盟友不会完全“站队”，除阿联酋一个国家以“暂停”名义条件性配合外，从欧盟到土耳其，从沙特到日韩，没有任何一个盟友政府真正接受了特朗普“全部断贸”的胁迫。

美伊僵持延续，对世界经济将面临更剧烈的冲击。美国对伊朗“影子舰队”的围剿战、霍尔木兹海峡的通航风险、大宗商品价格的飙升，将把全球通胀和供应链危机推向新高度。华盛顿发起的经济战，最终要由全球市场承担。

图表 1：美联储 9 月加息概率与 2 年期美债收益率



资料来源：Wind 资讯，中金财富期货研究所

美联储 9 月按兵不动的概率较大

近期美联储政策方面最大的变化，是美联储主席沃什在杰克逊霍尔全球央行年会上的偏鹰表态。8 月 28 日，沃什重申维护价格稳定的政策立场，明确表示，2% 的通胀目标是“坚定、固定的目标”，否则“还有工作要做”。这一表态缓解了市场对美联储可能调整通胀目标的担忧，并推动投资者重新上调 9 月加息预期，短端美债收益率的上升幅度明显大于长端，美元同步走强。

沃什此次讲话较 7 月底 FOMC 会议后的表态明显更为强硬。当时，他强调不会仅依赖核心 PCE 判断通胀走势，还应关注更广泛的通胀指标，并指出部分领域的金融条件已经偏紧。而此次讲话更加强调通胀高于目标以及美联储维护价格稳定的责任。但是，这次表态更适合理解为对 7 月底政策沟通的纠偏和澄清，旨在挽回美联储的抗通胀信誉，而非提前为 9 月加息做铺垫。9 月政策利率走向仍将高度取决于即将公布的就业与通胀数据。

从近期数据看，通胀表现总体符合预期，非农就业则呈现放缓迹象。美国劳工统计局依据 QCEW 等数据作出的初步基准修正显示，2026 年一季度非农就业水平下修 7.9 万人，其中私人部门就业下修 17.8 万人，表明此前数据可能略微高估了就业市场的强度。考虑到通胀尚未重新加速以及就业动能趋弱，预计美联储 9 月更可能维持政策利率不变。

工业品结构未发生明显变化

随着美国打击伊朗布雷火箭基地的结束，美伊局势回归缓和，以及美债收益率有所回落，短期内宏观因素对资本市场的压制有所减弱。考虑到美国经济 K 型明显，非农数据以及 CPI 数据利好海外降息预期的概率较大，这也将对短期资本市场走势产生影响。

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	9 月 2 日	潘功胜：继续实施好适度宽松的货币政策，持续推进货币政策框架转型。	中国没有必要、也无意通过汇率贬值获取贸易竞争优势	将坚持扩大内需和高水平对外开放，为新一轮全球经济动态平衡贡献力量。
	8 月 31 日	国内七部门发文推动商品消费：破除汽车限购限制，用好个人消费贷款贴息	政策从破除汽车流通限制、完善废旧家电回收、布局充电设施等全链条发力	促销费政策继续发力
数据	9 月 1 日	8 月制造业 PMI 回升至 49.8	高技术制造业持续扩张，非制造业 PMI 持稳于 49	PMI 接近荣枯线
	9 月 4 日	美国 8 月 ISM 服务业 PMI 升至 55.4	超预期 54.3	创六个月新高
事件	9 月 2 日	伊朗宣布对美军驻科威特、约旦和美国时刻 1 个月再度袭击伊朗	和伊拉克多处基地实施导弹与无人机联合打击，宣称摧毁多架无人机并造成美方人员伤亡	美国对伊策略仍是经济制裁为主

资料来源：中金财富期货研究所

2 8 月 PMI 点评：供需重回扩张区间

8 月制造业 PMI 为 49.8%，较 7 月上行 0.6 个百分点。服务业 PMI 为 49.3%，持平上月；建筑业 PMI 为 46.9%，较 7 月下行 0.1 个百分点。

8 月全国制造业 PMI 回升至 49.8%，主要由新订单项和生产项贡献。其中，需求相对供给更强，内需相对外需明显改善，产品端价格回升幅度不及原材料端。

值得关注的点有：第一，需求较上月明显改善。8 月受极端天气的影响较上月有所减弱，叠加暑期消费持续释放，国内需求较上月明显改善，同时外需保持基本稳定，整体看新订单指数明显回升，创下 2021 年以来同期新高。第二，价格转为上行。受中东局势、国内安监等事件影响，8 月原材料购进价格指数和产成品出厂价格指数转为回升，预计 PPI 环比增速将同步改善。不过，出厂价格指数回升力度弱于原材料端，反映产品价格上升动能或偏弱。第三，土木工程建筑业景气回升。虽然本月建筑业商务活动指数略降，但是土木工程建筑业商务活动指数较上月上升近 2 个百分点，土木工程建筑业的新订单指数、业务活动预期指数也均有回升。伴随季节性天气扰动因素逐步消退，关注后续“六张网”等基础设施建设落地推进情况。

新订单和生产双双回到线上。从需求端来看，8 月高温、台风、暴雨等极端天气的影响有所减弱，叠加暑期消费稳步释放，新订单指数升至 50.6%，较上月上升 2.1 个百分点，回到扩张区间。国外市场需求也有所改善。新出口订单指数为 50.1%，较上月上升 0.5 个百分点。从生产端来看，生产活动保持稳中有增，生产指数为 50.4%，较上月上升 0.5 个百分点，在上月短暂降至 50% 以下后回到扩张区间。

原材料和产成品价格转升。由于中东局势升温加剧原油价格波动，同时国内安监、检修等因素

影响部分重点原材料供给，原材料价格加快上升，8 月原材料购进价格指数为 56.6%，较上月上升 3.4 个百分点，结束了连续 4 个月下降势头；产成品出厂价格指数为 50.4%，较上月上升 2.6 个百分点，同样结束了连续 4 个月下行态势，在连续 2 月运行在收缩区间后回到扩张区间。

建筑业商务活动指数线下续降。部分地区高温和极端天气影响持续，建筑业施工进度放缓，8 月建筑业商务活动指数为 46.9%，比上月下降 0.1 个百分点。不过，土木工程建筑业商务活动指数较上月上升近 2 个百分点，升至 52% 以上。建筑业业务活动预期指数为 51.8%，与上月持平，企业对近期市场发展信心较为平稳。。

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。

新型政策性金融工具投放

9 月伊始，2026 年新型政策性金融工具投放正式拉开序幕。据浙江、云南、新疆等地发展改革委和政策性银行分行公开消息，全国首笔及多省首单已相继落地，合计投放超 4.3 亿元，支持抽水蓄能、新材料产业园区、铁路专用线等重大项目，释放出扩大有效投资、激活民间投资的积极信号。

新型政策性金融工具是党中央、国务院部署的重大政策举措，主要用于补充项目资本金，具有低成本、长期限等优势，能够有效引导金融资源向国家战略、区域发展和产业转型升级领域集聚。从目前公开信息看，2026 年首批投放呈现三个特点：启动早、节奏快、重点突出。尤其是民间投资和绿色低碳项目，成为首批资金重点倾斜方向。

2025 年 5000 亿元新型政策性金融工具，最终撬动项目总投资超过 7 万亿元，撬动倍数约为 14 倍。参照这一杠杆水平，市场机构测算，本轮 8000 亿元工具有望撬动 10 万亿元量级项目总投资；乐观测算对应总投资可达 11 万亿元，带动增量社会配套资金约 10 万亿元。

4 宏观策略

随着美国打击伊朗布雷火箭基地的结束，美伊局势回归缓和，以及美债收益率有所回落，短期内宏观因素对资本市场的压制有所减弱。考虑到美国经济 K 型明显，非农数据以及 CPI 数据利好海外降息预期的概率较大，这也将对短期资本市场走势产生影响。

5 股指期货市场分析

指数回落，科技股尤其明显

上周全球市场延续偏震荡的格局，并未明显趋势，A 股跟随呈现震荡格局。其中上证 50 周+0.02%，沪深 300 周-1.33%，中证 500 周-3.07%，中证 1000 指数周-2.56%。

截至 9 月 3 日，全 A 成交额前 5% 个股占比已经回落至 45% 下方（43.62%），TMT 占全 A 成交额比重亦回落至 36.88%。上述指标的回落，说明成交集中度缓解，反映出当前市场筹码从少数热门板块正在向更广板块扩散，交易结构有所修复，有利于后市平稳健康运行。

纵观 A 股历次科技牛市，大多遵循“估值先行、业绩落地”的经典周期规律。复盘 2009-2010 年消费电子、2013-2015 年游戏传媒、2019-2021 年锂电三轮科技结构牛市，发现每轮行情均经历估值扩张期与盈利驱动期的切换。2015 年成长股估值牛末期也曾出现交易拥挤、资金出逃的调整行情，后续经过充分磨底消化，才迎来业绩兑现驱动的稳健上涨。一轮科技牛市，上半场靠的是流动性与政策预期驱动的估值扩张，股价更多反映想象力而非真实产出；下半场则必须依托订单落地与盈利兑现。

本轮调整的性质，与历史牛市中段回调高度相似。2026 年上半年，TMT 板块单日成交额占全 A 比重一度高达 48%，超过 2023 年 AI 行情最热时的 42%；国证半导体芯片指数市盈率攀升至 113 倍，处于历史 99.4%分位数。极致抱团之后必然迎来均值回归。从六月底高点算起，创业板指与科创 50 最大回撤双双跌破 20%；7 月创业板指单月暴跌 23%，科创 50 跌 25.9%。然而，急跌与慢熊性质截然不同——三周跌完 20%以上，更多是情绪宣泄、杠杆出清与外部冲击的集中释放，而非基本面的趋势性恶化。对照历史，2019 年牛市中中期调整去杠杆约四个月，2014 至 2015 年牛市中途震荡约二至三个月，当前调整时长已逐步靠近这一历史可比区间。从时间维度看，估值消化正在进入收尾阶段。

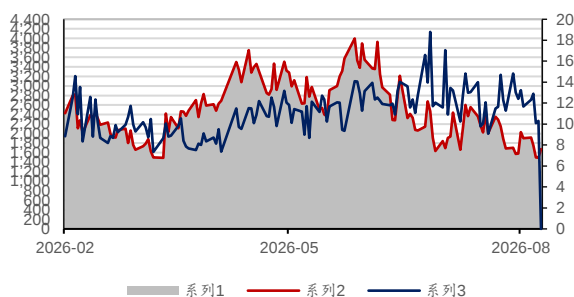
预计指数延续震荡行情

美债利率上行的动力与未来拐点的催化。近期美债利率上行主要由期限溢价贡献，背后反映的是美国长债供需的流动性变化和财政风险溢价。美联储主席沃什在全球央行年会的讲话整体表态偏鹰，对此前模糊的措辞有所修正，有助于改善美联储的公信力，但同时市场对 9 月加息预期快速升温。当前美债利率的上行趋势能否出现拐点，主要观察政策层面会否有新的表态/美伊进展、9 月中的通胀数据以及 9 月议息会议。

如果下周五公布的通胀数据超预期回升或者回落速度不及预期，加息预期可能进一步升温，届时无论 9 月美联储随行就市完成加息还是美联储不加息，对市场而言都是靴子落地的效果，有望引导美债利率回落。

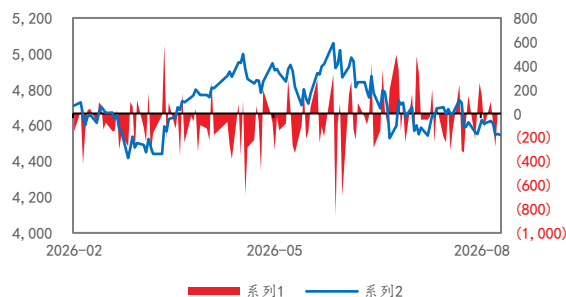
如果通胀进一步回落，或者美伊之间取得重大积极进展，加息预期缓和引导美债利率回落。如果国债利率进一步飙升，那么财政部出手干预的概率进一步增大，同时也会吸引部分长债的买盘资金。对市场而言，近期美债利率上行，美元走强，非美货币承压，股票市场阶段性承压；黄金短期相对承压，受到流动性预期收紧和美元信用修复双重逻辑的打压。但中长期来看，一旦后续长债利率冲高后回落，将有利于股市在下跌后的中期修复。

图表 8：融资融券数据图



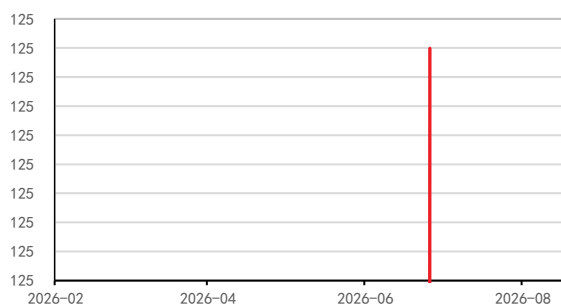
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



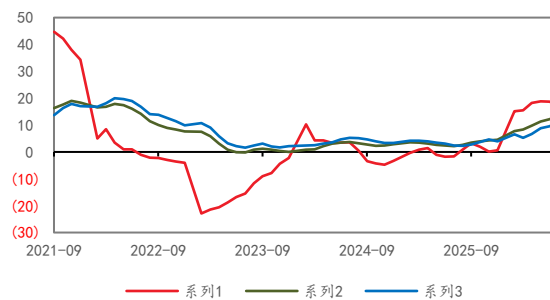
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

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

低库存与矿端紧缺为铜价提供了坚实底部，且下游订单环比有所改善，但在高铜价与高升水的双重抑制下，需求端的实质性回暖尚需观察。铜价当前处于供给端强支撑与宏观情绪回暖的共同推动下，短期有望维持偏强运行。后续需重点关注美国关税政策的落地情况，以及国内旺季消费的兑现程度。

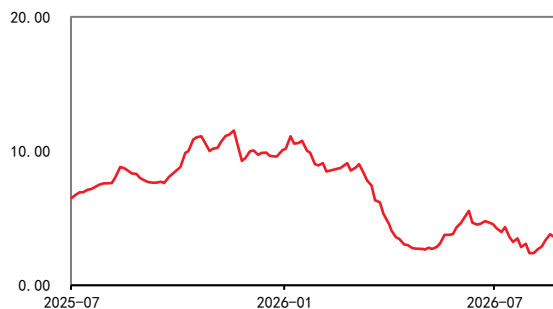
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



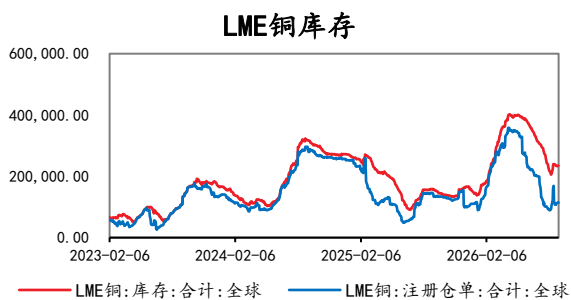
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



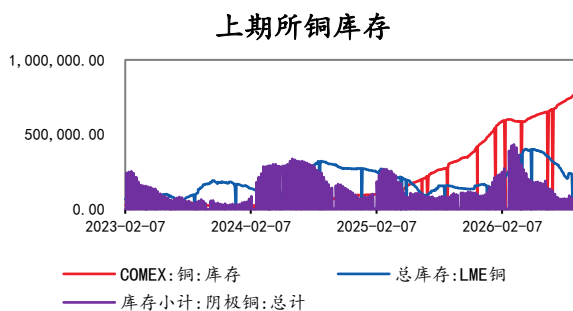
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



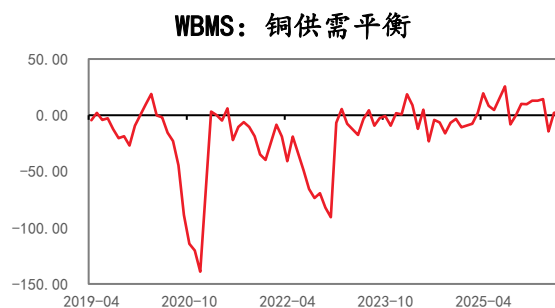
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16: 上海期货交易所铜库存



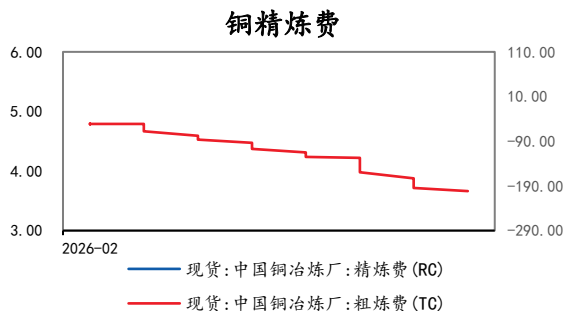
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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%。

冶炼厂减产提供支撑

当前锌精矿加工费（TC）已跌至-200 元/吨的负值水平，意味着冶炼厂每生产一吨锌，不仅无法获得加工收入，还需向矿山支付 200 元。在国内加工费持续下行、硫酸价格同步走低的双重挤压下，冶炼厂利润明显承压。2026 年 7 月国内锌锭总供应 55.44 万吨，同比变动-11.0%，环比变动-2.1%，1-7 月国内锌锭累计供应 397.31 万吨，累计同比变动 2.1%。尽管部分企业已增加检修减产计划，但短期内的实际减量仍有待观察。

海外方面，受冶炼厂维持低产运行影响，LME 锌库存持续低于 10 万吨，0-3 合约 Back 结构一度扩大至 200 美元/吨以上，近月资金集中度依然偏高，市场结构性风险尚未完全解除。受此推动，锌锭出口窗口持续开启，7 月国内已转为净出口格局；进入 8 月，沪伦比值进一步下修，持货商出口意愿增强，预计当月出口量将显著提升。出口增速加快，这一趋势标志着中国精炼锌正从传统的净进口国向净出口国转变，反映出国内阶段性过剩与海外偏紧的供需格局。

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。氧化锌和锌合金下游各板块订单弱势运行，刚需消费增量有限，终端消费未见明显起色。镀锌的利润月内总体水平继续下滑，仍未出现明显的利润。长时间负利润可能导致镀锌厂家的生产积极性下降，基本维持刚需生产。

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

沪锌当前处于矿端成本支撑与旺季需求预期的博弈之中。短期在成本驱动与预期提振下，价格

重心有望上移；但中长期上行空间仍将受到国内高库存及下游需求实质性改善节奏的制约。

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



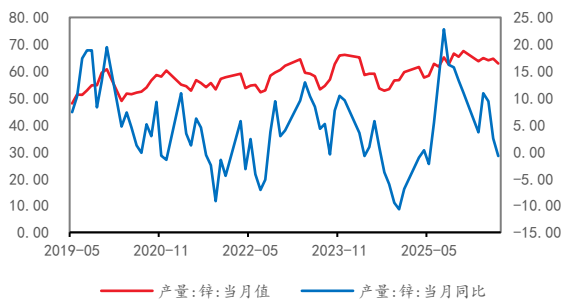
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



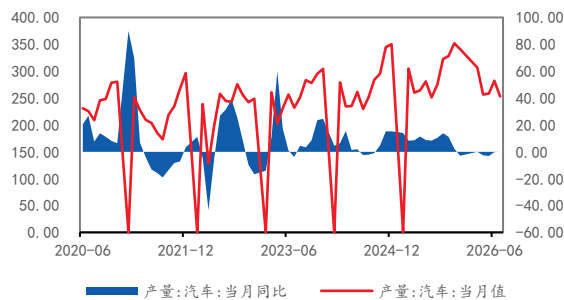
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地产新政：资产端修复不等于需求反转

我们认为，828 地产新政对房地产资产价格和优质房企估值的影响，可能强于对黑色商品实际需求的影响。政策通过延长居民按揭期限、降低购房风险，并重构开发融资与销售制度，有助于降低房地产尾部风险、稳定核心城市需求预期；但与此同时，现房销售、按揭后置和项目资金封闭将降低房企周转效率，并强化拿地和开工纪律。因此，地产股可以交易风险溢价下降和行业集中度提升，而黑色商品最终仍需回答一个更直接的问题：房地产新开工和施工强度能否重新回升。

过去几轮地产政策对黑色商品的提振均较短，根源在于政策改善销售预期，但未能逆转新开工下行。924 之后，地产政策明显转向托底，市场一度交易房价止跌、销售回暖和地产链需求修复，但房地产企业仍处于缩表阶段，拿地和新开工持续下降。对钢材而言，销售改善只有进一步传导至土地成交、项目开工和施工面积，才能形成持续的实物工作量。因此，地产政策往往首先抬升黑色风险偏好，但若新开工没有确认反转，交易最终仍会回归供需基本面。

828 与此前政策最大的区别，在于其并非单纯刺激需求，而是同时重构房地产供给端。40 年按揭有助于降低居民月供，竣工后按揭则降低期房交付风险，两者均对销售形成边际支撑；但现房销售、开发资金封闭管理以及居民按揭后置，也意味着开发商需要承担更长建设周期和更高资金占用。即使 5—7 年开发贷能够缓冲现金流压力，房企仍缺乏重新回到高杠杆、高周转模式的条件。我们预计，未来开发企业拿地和开工将更加重视项目回报率和去化确定性，地产新增供给或维持偏低水平。

这意味着，828 对房地产市场本身可能是“需求托底+供给收缩”，但对于黑色商品则未必构成传统意义上的地产上行周期。房价企稳甚至核心城市地产股估值修复，并不要求全国新开工重新大幅增长；相反，供给持续收缩本身就是房价重新实现供需平衡的重要条件。换言之，地产资产端可以通过“少盖房”实现修复，而钢材需求恰恰需要“多盖房”才能改善，两者未来可能出现明显背离。

总体而言，我们认为 828 提高了房地产止跌回稳的概率，但并未改变黑色商品中期仍需面对地产用钢需求收缩的事实。短期政策预期对黑色偏多，有利于修复此前过度悲观的地产需求定价；但中期商品走势仍取决于“销售—拿地—新开工—施工”链条能否重新打通。在看到新开工明确企稳之前，我们更倾向于将本轮地产政策定义为资产端利好强于实物端、预期改善强于现实需求改善。

2 铁水与成材小幅回升，库存继续去化，但钢厂利润明显恶化

上周钢材市场呈现“铁水小幅回升、成材产量增加、库存继续去化、需求结构分化”的格局。高炉产能利用率和铁水产量均小幅增加，五大品种钢材产量同步回升，其中螺纹钢产量继续下降，热卷产量增加；库存端有所改善，钢厂库存和社会库存同步下降，总库存去化速度略有加快。需求端五大品种整体表需小幅回升，但主要由热卷改善带动，螺纹钢表需和建筑钢材成交继续走弱。钢材现货价格普遍上涨，但原料成本表现更强，即期利润继续收缩，钢厂盈利率明

显下降，当前成材仍呈现成本支撑较强、需求驱动不足的特征。

上周全国高炉产能利用率升至 88.9%，环比增加 0.1 个百分点，同比下降 1.1 个百分点；日均铁水产量增加 0.3 万吨至 236.9 万吨。此前连续回落的铁水出现小幅反弹，但 236.9 万吨仍明显低于前期 238 万吨以上的高位，目前更接近减产后的低位企稳，而不是重新进入明显增产阶段。尤其在钢厂盈利率继续下降的情况下，高炉进一步复产的动力仍然有限，因此短期铁水大概率维持高位偏低水平震荡，供应端负反馈尚未完全结束。

上周五大品种钢材周产量为 795.3 万吨，环比增加 0.4%，同比下降 7.6%。钢材产量在跌破 800 万吨后出现小幅回升，但品种分化依然明显，其中螺纹钢产量继续下降，热卷产量增加。当前钢厂的生产调整更多体现为品种之间的利润和需求再平衡，而不是整体供应重新扩张。五大材产量仍低于 800 万吨，且同比降幅仍接近 8%，因此从绝对水平看，供应端压力仍明显低于前期。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1178.3 万吨，环比下降 0.6%，同比增加 9.3%；钢厂库存为 394.6 万吨，环比下降 3.0%，同比下降 6.7%。钢材总库存环比下降 1.2%，去库速度较此前略有扩大，且本周钢厂库存与社会库存同步下降，与前一周“厂库下降、社库累积”的结构相比明显改善。尤其钢厂库存已经连续快速下降，并进一步低于去年同期，说明钢厂端库存压力明显缓解；社会库存同比增幅也继续从此前两位数高位回落。不过社会库存仍高于去年同期，当前库存压力尚未完全消化，后续仍需要旺季需求配合才能形成更加持续的去库。

需求端整体小幅改善，但品种间分化进一步扩大。上周五大品种钢材表观消费为 813.8 万吨，环比增加 0.5%，同比下降 1.7%；其中螺纹钢表观消费为 178.8 万吨，环比下降 1.4%，同比下降 11.5%。五大材整体表需有所回升主要来自热卷需求改善，而螺纹钢需求继续下降，建筑钢材成交周均值为 9.2 万吨，环比减少 3.4%，与螺纹表需走弱相互印证。当前需求改善仍主要集中在板材端，建筑材尚未表现出明显的旺季启动迹象，因此五大材总需求的小幅回升还不能简单理解为钢材终端需求全面转强。

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继续回落，247 家钢厂盈利率下降至 30.3%，较此前减少 2.2 个百分点。钢价上涨而利润进一步恶化，说明原料端涨幅仍明显强于成材，钢厂对上游成本上涨的传导能力有限。当前产业链利润继续向原料端倾斜，钢厂盈利率已经降至三成附近，如果这一格局持续，钢厂进一步检修减产的动力将重新增强，也意味着当前铁水的小幅回升可能缺乏持续性。

综合来看，当前钢材市场呈现“铁水低位企稳、成材小幅回升、库存持续去化、需求结构分化、利润继续压缩”的格局。与前一周相比，最大的积极变化是厂库和社库重新同步下降，库存结构有所改善；但需求端仍缺乏全面复苏，螺纹钢表需和高频成交继续走弱，五大材整体改善更多依靠热卷支撑。同时，钢厂盈利率进一步降至 30.3%，表明原料上涨仍在持续挤压钢厂利润。短期钢价仍有成本和库存去化支撑，但真正决定后续上涨空间的仍是旺季建筑材需求能否启动，以及低利润能否重新推动铁水和成材供应进一步收缩。

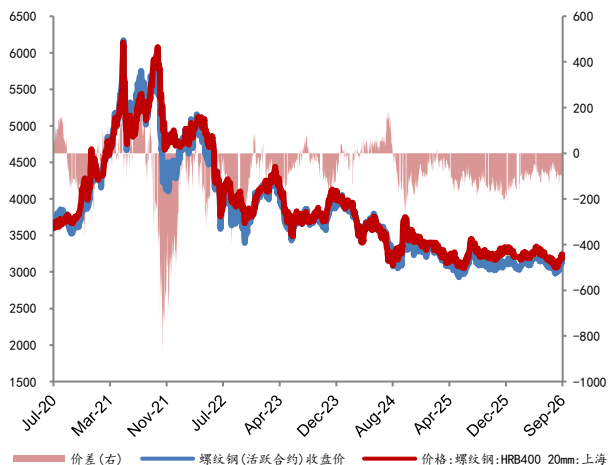
4 小结

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。

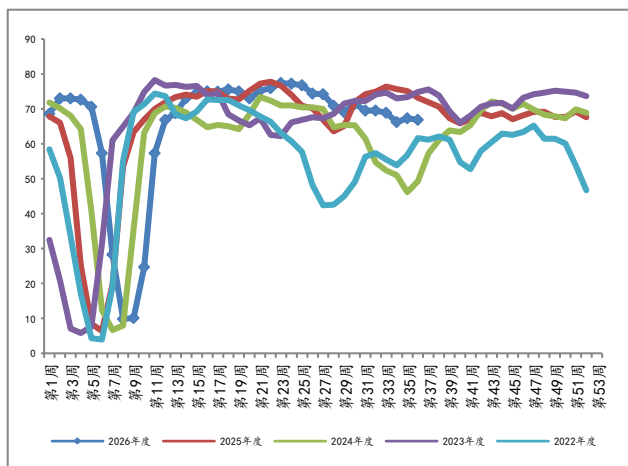
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



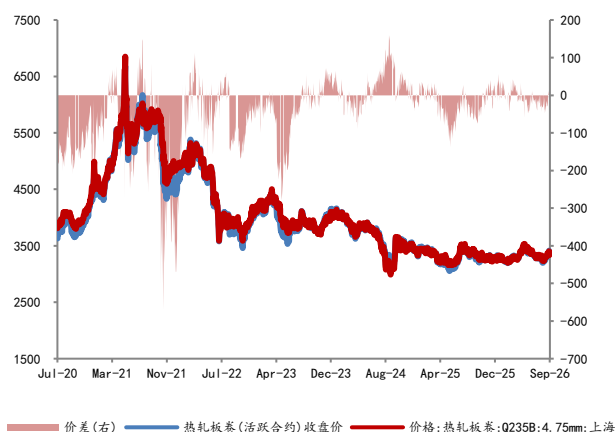
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



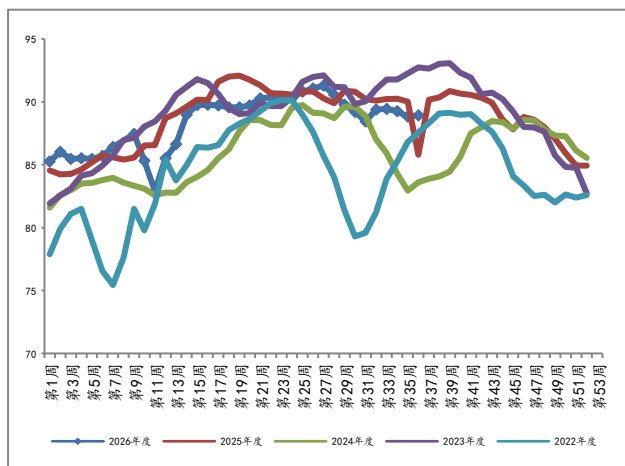
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



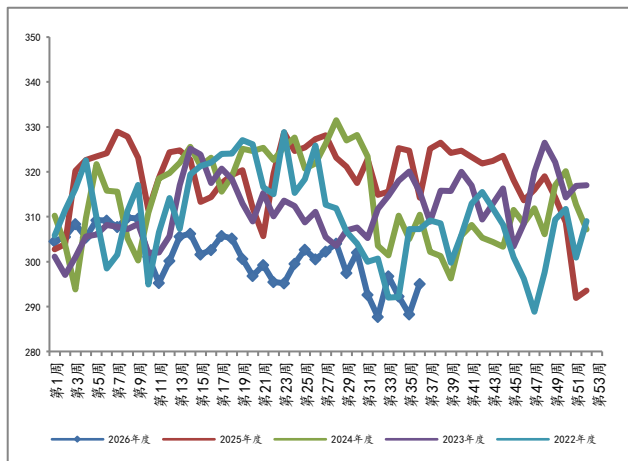
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



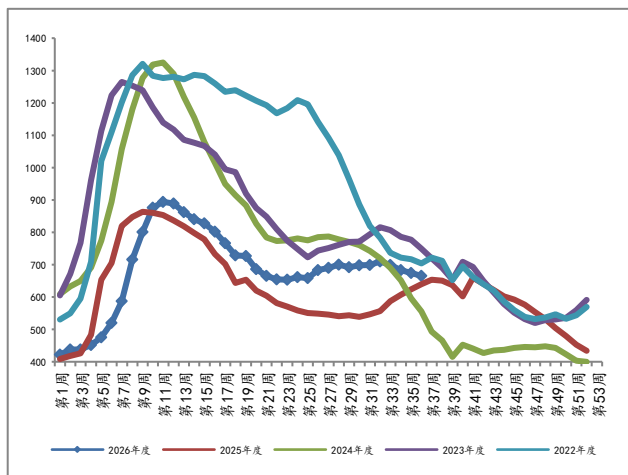
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



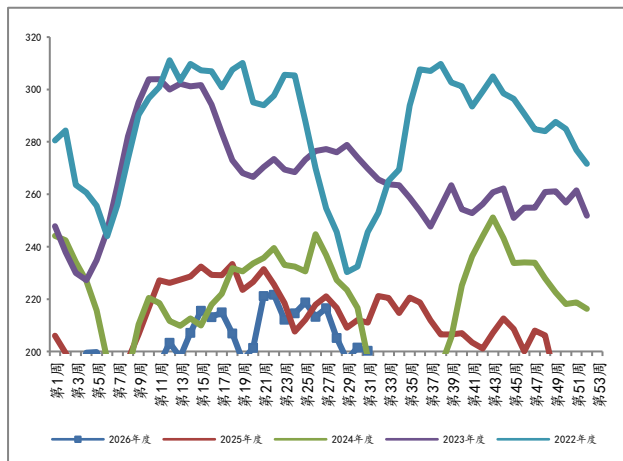
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



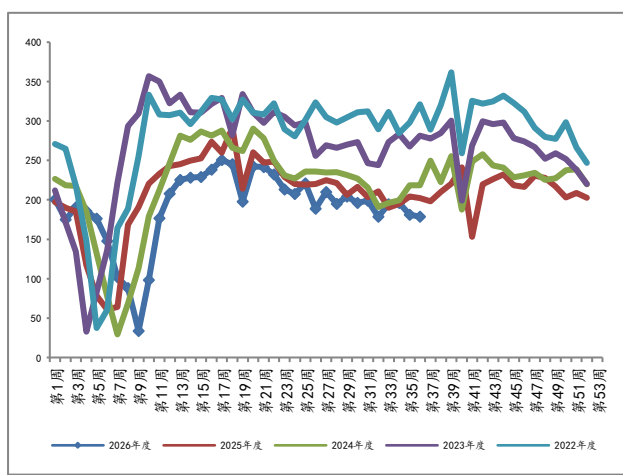
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 美伊冲突再次激化

时隔一个月美伊再度爆发军事冲突，美国轰炸伊朗拉腊克岛目标，随后伊朗对多个中东美军基地发动打击，特朗普发布视频威胁轰炸伊朗原油出口中枢哈尔克岛；与此同时，又有多艘油轮在穿越霍尔木兹海峡时遭到袭击或触雷。

美国总统特朗普宣布，美军正在打击霍尔木兹海峡附近的伊朗目标，此次打击规模大、威力强，是对伊朗布设水雷的惩戒，如果伊朗实施报复将再次遭到更猛烈的打击。特朗普还表示，并未试图迫使伊朗重返谈判桌，不在意伊朗是否签署协议。

关于美伊冲突为何再次激化，我们的猜测是，特朗普受困于其幕僚编织的信息茧房，相信通过阿曼航道暗运已成功打破了伊朗封锁，通过打击伊朗南部沿岸的阵地，就能有效降低对过往船只的威胁，从而保证较高的油轮通航量。特朗普当局再次以武力胁迫，只会使美伊互信荡然无存，加上 11 月中期选举临近，事态发展已难体面收场。

地缘政治情绪刺激油价走势冲击高位，我们应在尊重市场的同时保有理性。

2 暗度陈仓运力成谜

由于谈判陷入停滞令达成通航协议无望，美军持续协助船只从南部航道隐蔽通过霍尔木兹海峡，将一部分原油输送到国际市场。这些船只在夜幕的掩护下，关闭自动识别系统（AIS）应答，尽可能远离伊朗在阿曼一侧航行。美国能源部宣称，目前通过霍尔木兹海峡的原油数量在日均 800-900 万桶，但 Kpler 等服务机构的油轮追踪数据推测出来要小得多。事实上，综合多家机构调查数据，目前霍尔木兹海峡实际原油出口恢复约 40%，缓解一定压力但缺口仍难弥补。

我们认为，当前原油市场同时面临较高的上行和下行风险。在供应收紧和库存下降的基本格局下，油价容易受地缘情绪炒作发生极端上涨情形；但若特朗普抛出缓和局面、平抑油价信号，地缘溢价挤出又会面临高位恐慌性杀跌。

3 海湾出口仍具韧性

在美伊转入长期对抗的背景下，霍尔木兹海峡安全形势持续紧张，海湾产油国调整原油出口策略，依靠自营油轮船队和全新转运模式，面对伊朗封锁仍保有一定的原油供应量。

过去海湾原油贸易的惯例是，产油国只负责交付，买家来租船运输，但伊朗袭击多艘油轮后，航司已经不敢贸然前往，迫使产油国纷纷自行组建油运体系。沙特、阿联酋和科威特购入多艘油轮，采用分段转运的模式，其油轮关闭识别系统应答，趁夜冒险穿越霍尔木兹海峡后，将原油转移到接驳的超大型油轮上，再继续运往亚太市场等目的地，风险则由穿梭船队来承担。

这套全新模式的意义在于，买方油轮全程无需进入霍尔木兹海峡附近的危险区域，虽然目前仍有袭击不断发生，但确实是海湾地区原油出口为数不多的可行方案。我们认为，即便未来海峡局势长期僵持，日均十余艘船只的运量，亦可为实物原油市场提供有限的韧性。

4 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。

5 裂解价差屡创新高

尽管霍尔木兹海峡保有一定运量，但全球原油供应水平整体收缩，令成品油特别是柴油价格飙升，提醒交易者地缘政治仍对原油产业链持续造成冲击。

高盛调研显示，目前全球炼厂非计划停产规模较常规季节性水平高出 60%，虽然海湾地区原油出口部分恢复，但亚洲炼厂原料短缺被迫减产降负，表明供应缺口很难得到有效弥补。此外，俄罗斯能源基础设施遭受打击，也门胡塞武装打击沙特红海航线，加上伊朗封锁霍尔木兹海峡，对全球能源市场构成三重威胁。

柴油裂解价差是衡量炼厂原油加工利润空间的重要指标。鉴于炼油产能极大受限，成品油库存持续降低，高盛将 2027 年美国柴油裂解价差预测从 27 美元/桶上调至 63 美元/桶，欧洲从 19 美元/桶上调至 49 美元/桶。柴油裂解价差高企或将成为未来能源市场的重要特征，从原油到成品油的价格传递表明，只要地缘局势未出现实质性缓和，供需平衡收紧支撑能化板块维持高位。

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。

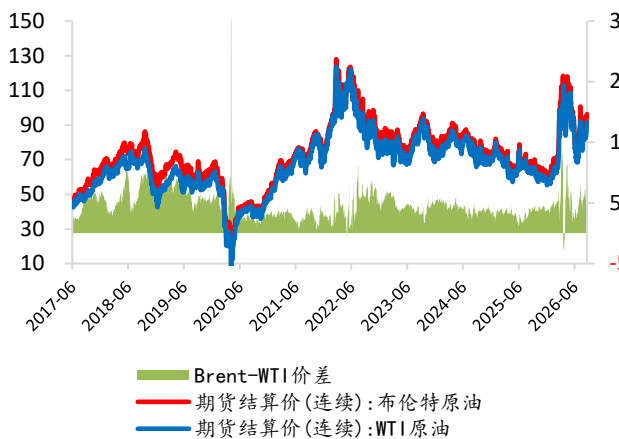
之所以实物原油市场尚未发生显著断供，很大程度上是因为中国实现了原油进口来源分散化，全球最大买家对海湾单一渠道依赖度大幅降低，但全球能源危机正在成品油市场显现，欧洲柴油市场预计将首当其冲。

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。

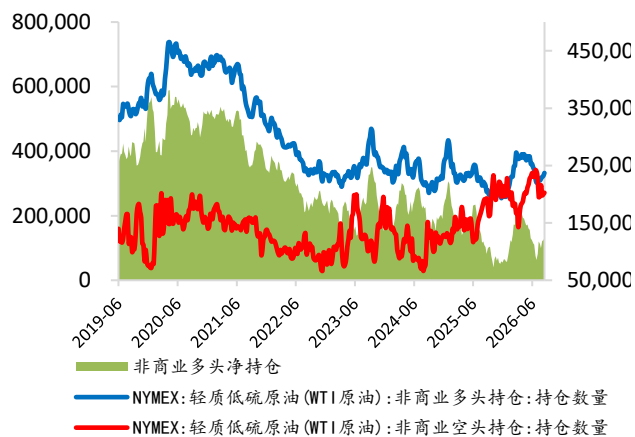
7 原油期现数据

图表 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



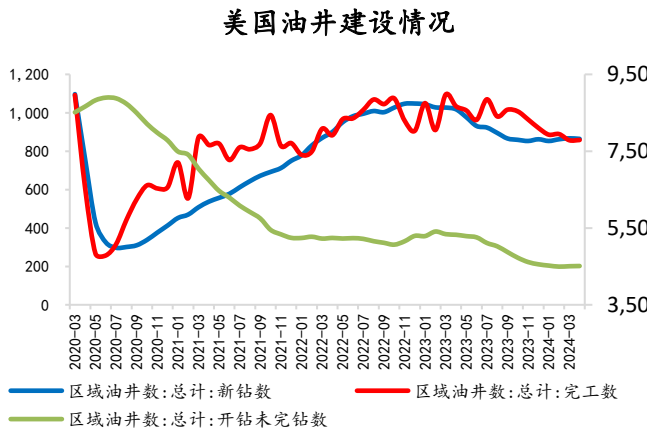
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



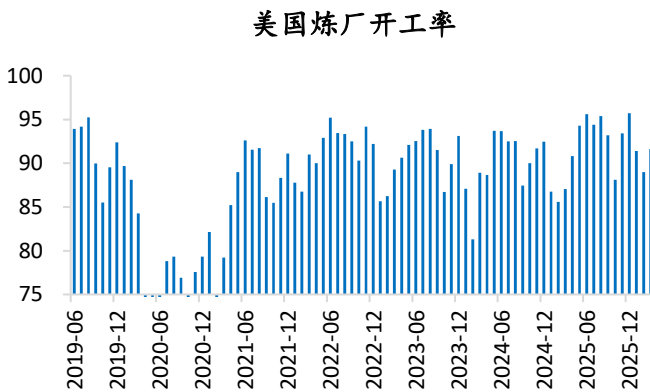
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



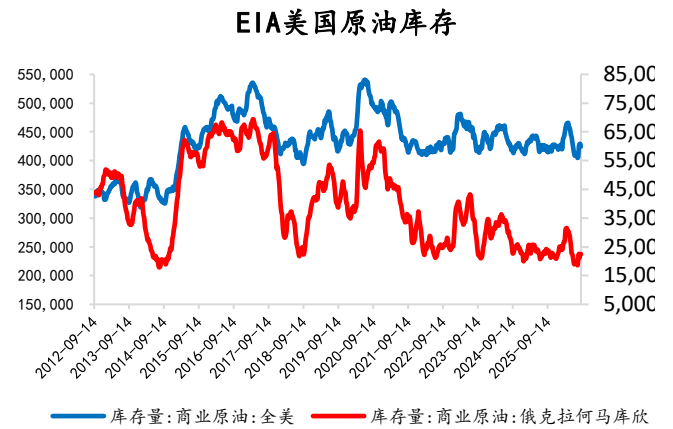
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



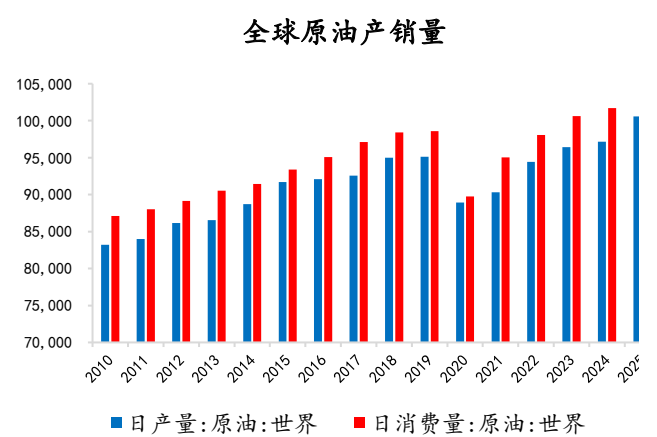
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 提前交易减产预期

目前天然橡胶市场预期高度一致，厄尔尼诺现象将造成大幅减产的预期持续发酵，内外盘天然橡胶报价高位坚挺。然而需要注意的是，市场已经对供应端减量因素提前进行计价，但产区尚未发生实质性的干旱天气。

NOAA 确认本次厄尔尼诺事件在 5 月启动，到 11 月强度达峰，于明年逐渐结束。6-9 月东南亚仍处于传统雨季，仅泰国南部和印尼南苏门答腊局部地区 8 月天气偏干，橡胶树抽芽期产区降雨整体较为正常。近月统计显示，天然橡胶原料产出和进出口量不及预期，但前者由于连绵降雨干扰割胶作业，而非主产区重度干旱所致，后者推测主要受前期利润不足和本土需求增加影响。

因此，厄尔尼诺确定性虽强但目前实际效果有限，天然橡胶供应阶段性偏紧不等于减产趋势已经确立。沪胶基本面强势格局难改，但节奏上短期有过度交易之嫌，关注逢回调布局窗口。

3 泰国出口同比回落

天然橡胶行情受产业周期、供需关系与题材炒作共同驱动，多重利好因素共振大幅走强。主要红利仍来自供应端，东南亚虽步入旺季上量过渡阶段，但泰国、越南等地持续降雨干扰割胶作业，进一步导致出口下滑。

2026 年 1-7 月，泰国出口狭义天然橡胶（不含复合、混合橡胶）合计 141.9 万吨，同比减少 11%；其中，出口标胶 81.1 万吨，乳胶 37.3 万吨，烟片胶 22.5 万吨，同比均有不同程度下滑；同期泰国出口到中国天然橡胶 46.5 万吨，较上年同期大幅下降 25%。1-7 月，泰国出口混合胶 110 万吨，同比增加 12%，其中绝大部分出口到中国。综上，今年前 7 个月泰国广义天然橡胶出口量总计 251.9 万吨，同比下降 2.1%；其中出口至中国 156.4 万吨，同比下降 2%。

泰国天然橡胶出口量同比小幅回落，叠加厄尔尼诺题材炒作持续发酵，市场提前交易将预期打满，后市行情高位或有反复。

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。

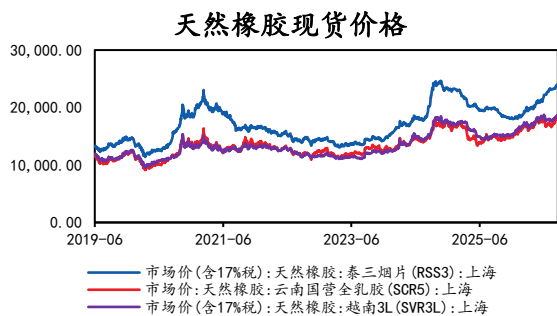
未来一两个月国内橡胶进口量难有大幅回升，港口及社会库存大概率延续下降趋势，现货端强势支撑沪胶表现。

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。

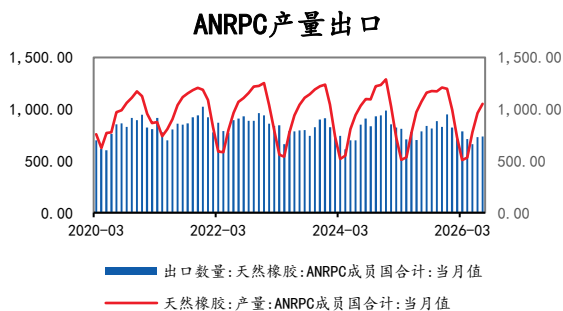
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



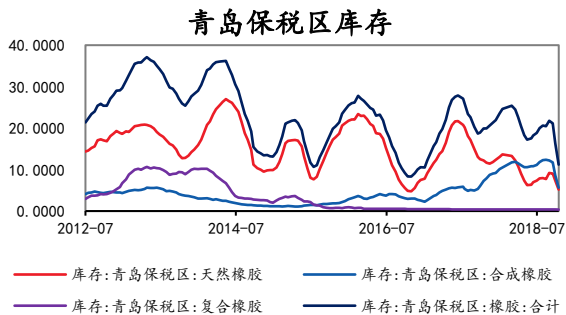
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



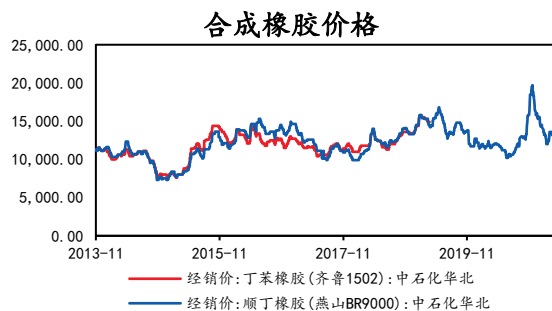
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



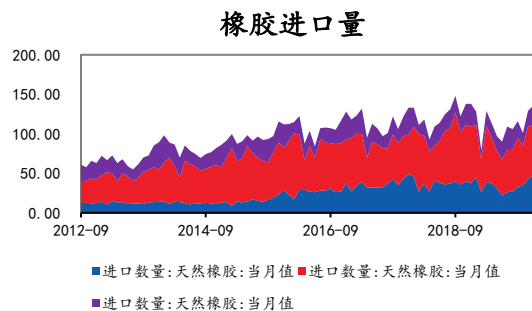
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



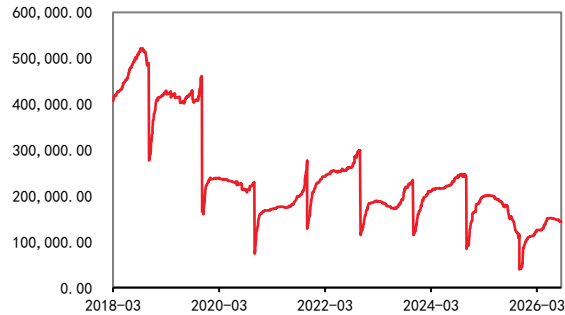
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



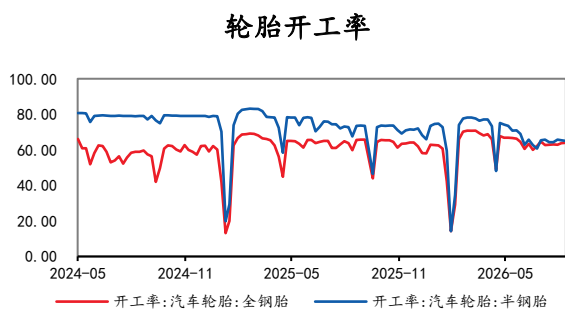
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



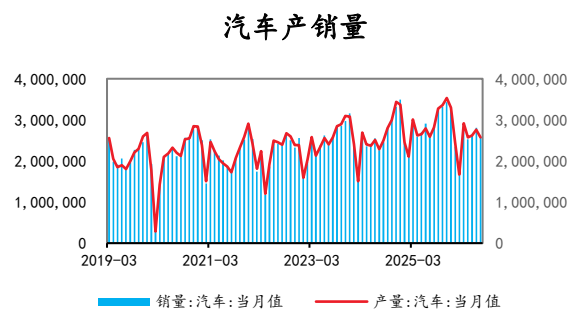
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆升至两年半高点，国内豆粕豆油强势上涨

1 外部豆类市场分析

美豆优良率跌破 60%，减产担忧再度升高

美国农业部发布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 30 日当周，美豆优良率为 58%，前一周为 60%，上年同期为 65%；当周美豆结荚率为 95%，去年同期和五年均值均为 93%；当周美豆落叶率为 13%，去年同期和五年均值分别为 10%和 9%。根据美国农业部干旱监测数据，截至 8 月 25 日，美国大豆产区受干旱影响比例为 28%，较前一周的 26%上升 2 个百分点，去年同期为 11%。美豆优良率连续四周下滑且跌破 60%重要关口，美豆单产降至趋势线以下概率增加，市场对美国农业部在 9 月供需报告中调减美豆单产和总产预期升高。

中国连续大单采购，美豆出口需求强劲

美国农业部发布的美豆出口销售报告显示，截至 8 月 27 日当周，美豆出口销售合计净增 185.42 万吨，其中对中国净销售为 97.2 万吨。本周民间出口商向美国农业部报告向中国和未知目的地出口销售的大豆订单量超过 100 万吨。2026/2027 年度新作美豆对华累计销售约 776 万吨，市场预期 9 月下旬前中国或保持每周 100 万—150 万吨的采购节奏。中国需求明显回暖，有助于缓解美豆库存压力，为近期美豆市场保持强势提供重要支撑。

马来西亚棕榈油出口下滑，超强厄尔尼诺对远期市场有支撑

船货检验机构 ITS 和 AmSpec Agri 发布的数据显示，8 月马来西亚棕榈油出口环比降幅分别为 14.9%和 6.5%。SPPOMA 发布的 8 月棕榈油产量环比下降 3.74%。在下周 MPOB 月报前，一项调查显示，马来西亚 8 月棕榈油库存预计将升至 276 万吨的 7 个月高点，主要是产量强劲且出口下滑所致。世界气象组织发布预警，厄尔尼诺将发展为超强级别，极端天气风险或将持续至 2027 年。印尼棕榈油协会(Gapki)最新预测显示，极端厄尔尼诺现象可能导致毛棕榈油产量锐减高达 500 万吨，最快可能要到明年才会显现。受此影响，资金积极增持棕榈油期货远期天气升水，棕榈油市场近弱远强格局不断强化。

2 国内豆类市场分析

豆粕库存维持高位，豆粕价格跟随美豆震荡上行

国内豆粕供给高度依赖进口原料，成本驱动一直是国内豆粕定价的关键。受近期美豆市场持续高位运行影响，进口大豆和豆粕成本同步回升，是国内豆粕价格跟涨的主要动力。库存统计显示，截至上周末，全国主要油厂豆粕库存为 116.73 万吨，周度增加 5.75 万吨。国内进口大豆供给充裕，三季度仍是国内进口大豆到港高峰期，油厂大豆压榨量维持高位，需求端采购多以刚需为主，豆粕区域间价差收窄，豆粕库存再度攀升，催提现象增多，需求层面对粕价的助涨作用有限，美豆表现仍是影响国内豆粕市场走势的关键。

成本驱动盖过库存压力，国内豆油市场强势突破

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 272.4 万吨，周度增加 4.33 万吨，其中豆油库存为 142.45 万吨，周度增加 1.66 万吨；食用棕榈油库存为 87.67 万吨，周度增加 2.59 万吨；菜油库存为 42.28 万吨，周度增加 0.08 万吨。尽管国内豆油商业库存仍处于历史同期高位，油厂周度大豆压榨量连续数周保持在 220 万吨之上，但美豆上涨带动进口大豆成本升高，成本端的强力驱动显然盖过了豆油累库压力，叠加其他利多因素助攻，国内豆油期货 1 月合约已升至 2023 年 1 月高点，带领其他油脂品种震荡上行，成为近期整个农产

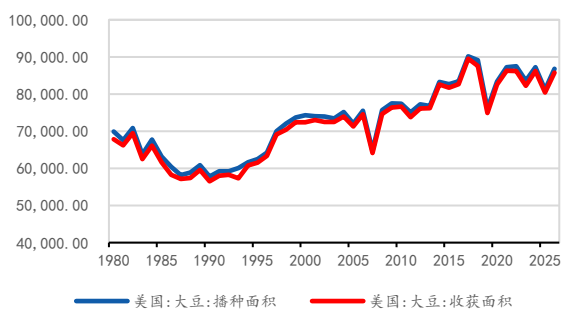
品板块强势运行的核心。产地棕榈油供需基本面偏弱，国内棕榈油库存处于历史高位，棕榈油市场主动涨能仍显不足，但潜在利多天气支撑远月合约抗跌。国内菜油供给形势转向宽松，菜油市场呈现跟跌不跟涨状态。

3 油脂油料市场展望

从 9 月中旬开始，美豆将陆续进入收割季，美豆减产预期仍对盘面有支撑。美伊在停战一个月后再度交火，原油上涨的外溢效应更易在油脂市场显现。俄乌冲突加剧，双方在黑海的港口设施遭到破坏，包括玉米、杂粕、植物油等在内的农产品出口受阻，扰乱国际农产品供应链，地缘风险溢价升高，导致全球多地谷物粮油价格大幅上涨。超强厄尔尼诺持续发展，产地棕榈油减产担忧不减，印尼将于 10 月全面执行 B50 政策，供需两端发力，为棕榈油市场提供抗跌支撑。国内豆油和豆粕市场在成本和情绪端与美豆保持较强联动，内外盘相继向上突破，国内豆油和豆粕市场仍处于对利多题材敏感阶段，但随着油粕价格进入估值相对偏高区间，多空博弈更趋激烈，需注意获利回吐压力对反弹节奏的干扰。东北主产区新豆将于 9 月下旬陆续上市，现货端套保需求活跃，仓单量创下十年新高。国产大豆供需较为独立，新豆上市压力逐渐显现，多空双方对新豆定价存有分歧，豆一期货市场有望延续反复震荡状态。

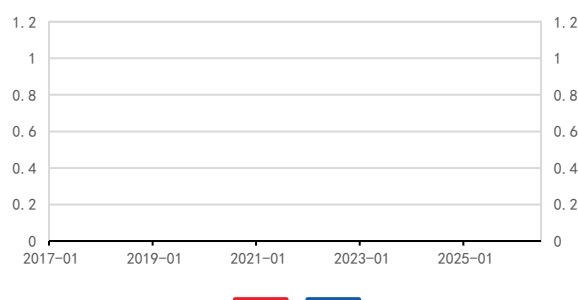
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



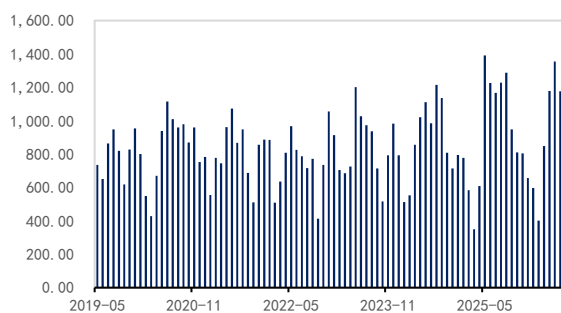
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



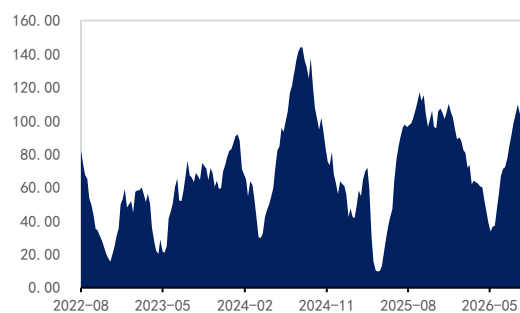
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，中公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。中公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

地址：深圳市南山区粤海街道海珠社区科苑南路2801号中金大厦1101

电话：0755-82912900

