

中金财富期货策略周报（2026年第34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：美联储鹰牌加息落地之后，美股暴力反弹，贵金属和有色跟随回升，美股依靠强势的盈利增速硬扛宏观因子的压制，也带动了市场情绪的回升。目前风险资产的走势仍与美股主导的市场情绪密切相关，继续关注AI叙事的走向。但是需要注意的是，由于当前的资产价格景气度是由AI叙事驱动，大部分工业品的需求端依然孱弱，对于高位的工业品，注意追高的风险。

股指期货：美股AI叙事延续，美股继续大幅反弹。加息落地之后宏观因素减弱，美股反弹的动能进一步增强。考虑到外围市场明显反弹，预计A股跟随走强的概率较大。但是需要注意的是，结合美股的位置和利率环境，当前市场追激进涨存在风险，多单可以继续持有，或者关注调整之后做多机会。

铜：近月合约Back月差维持高位运行，反映现货端偏紧格局尚未缓解；下游消费仍有提升空间，但进口铜到货增加限制了升水进一步上行。从驱动因素看，前期压制铜价的两大宏观利空正在边际缓和：美联储加息预期在前期急跌中已被较大程度定价，关税预期冲击也逐步被市场消化。但上方压力同样存在，高铜价对下游需求的抑制仍在，终端订单全面回暖尚需时日，需求端对价格的持续拉动有限。

锌：从矿端看，偏紧格局未改。锌精矿加工费持续处于历史低位，冶炼厂原料库存有限，矿端议价权依然强势，成本端对锌价形成刚性托底。但从需求端看，下游采购意愿持续低迷。现货市场观望情绪浓厚，交投氛围清淡，基差偏弱运行，终端消费缺乏有力承接。这种“矿紧需弱”的格局意味着：价格下方有支撑，但上方缺乏驱动，短期内上行空间有限。趋势性上涨的确立，仍需等待需求端能否释放增量信号，若需求持续低迷，锌价将维持区间震荡格局。

钢材：钢价整体横盘偏弱，逻辑从前期煤焦推升成本切换为需求修复与成本坍塌博弈。五大材供应794.14万吨，基本持平；总库存下降16.88万吨，但表需下降1.35%，其中建材需求增长3.3%、板材下降1.8%。钢厂盈利率仅7.79%，低利润限制供应，但焦煤周五暴跌使成本托底明显松动。短期仍偏震荡，不宜低位追空。

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。

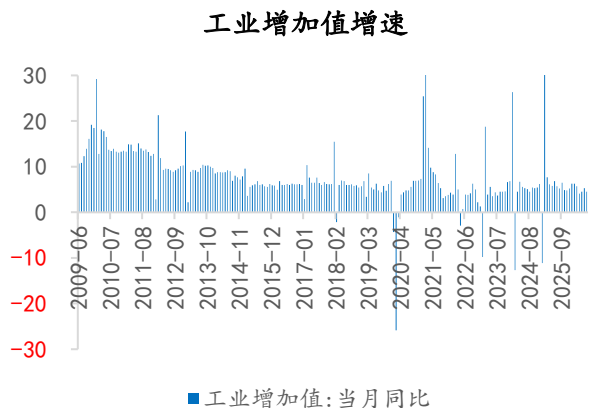
油脂油料：美豆收割工作已经开启，天气窗口将快速关闭。美国农业部在9月供需报告中调高美豆单产和总产，本年度美豆减产炒作基本结束。市场对中美近期达成对等降税安排保持乐观，为国内远期供应提供保障。成本驱动仍是影响国内豆粕市场走势的关键。受美豆反弹受阻及商品普跌拖累，国内粕类期货市场反弹节奏受到干扰。目前豆粕期货总持仓超过520万手，多空分歧容易引发盘面剧烈波动。产地棕榈油供应压力升高，国内三大油脂库存居高不下，节前油脂需求表现一般，需求端对油脂市场的主动拉升作用不足。油脂板块整体进入进入回调节奏，短期走势仍不乐观。东北新豆上市压力增加及减产担忧弱化令豆价震荡回落，叠加来自国内玉米市场的弱势拖累，豆一期货市场跌至一个月低点，市场仍缺少止跌支撑。

目录

周度策略：鹰派加息落地，市场情绪回升	- 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 月度 GDP 重回目标区间	- 7 -
8 月贷款继续“降速提质”，贷款和政府债券融资拖累社融同比少增	- 8 -
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 美联储重回加息，政策重心重新向通胀倾斜	- 16 -
2 焦煤：保供政策打破供应收缩叙事，价格进入基本面验证期	- 16 -
3 铁水明显回升，钢材产量基本持平，库存继续去化但需求仍偏弱	- 17 -
4 小结	- 18 -
4 钢材期货现货数据	- 18 -
原油	- 21 -
1 沙特管道横遭切断	- 21 -
2 全球能源安全告急	- 21 -
3 聚焦供应恢复速度	- 21 -
4 裂解价差屡创新高	- 22 -
5 近月逼仓不容忽视	- 22 -
6 警惕油价尾部风险	- 22 -
7 原油期现数据	- 23 -
天然橡胶	- 25 -
1 厄尔尼诺持续升温	- 25 -
2 提前交易减产预期	- 25 -
3 泰国出口同比回落	- 25 -
4 进口下滑供应减压	- 26 -
5 上中下游库存不高	- 26 -
6 周期重拾上升大势	- 26 -
7 橡胶期现数据	- 26 -
1 外部豆类市场分析	- 30 -
4 油脂油料市场主要数据	- 31 -

重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



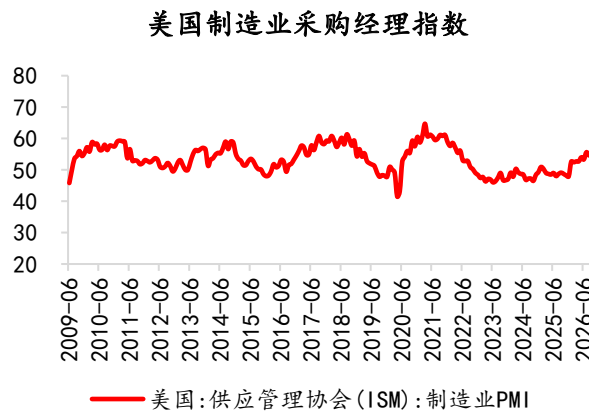
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



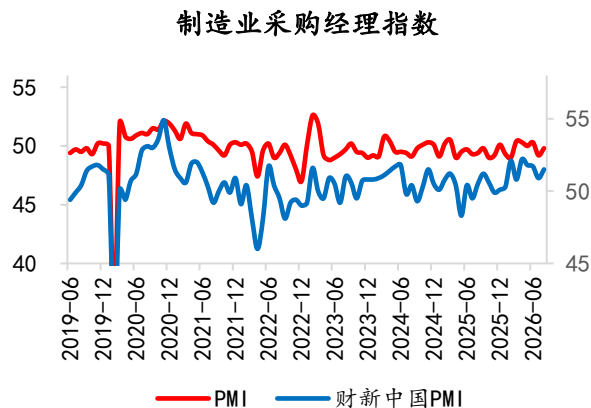
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



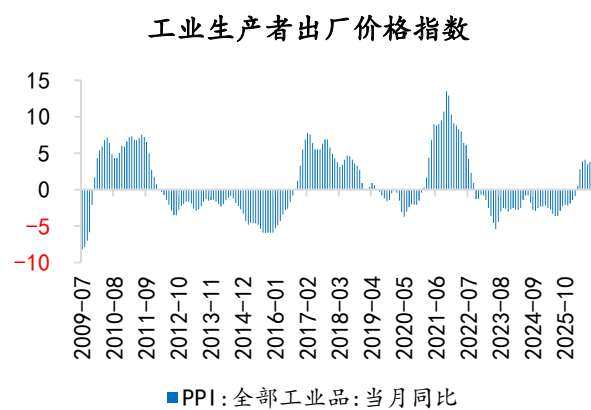
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



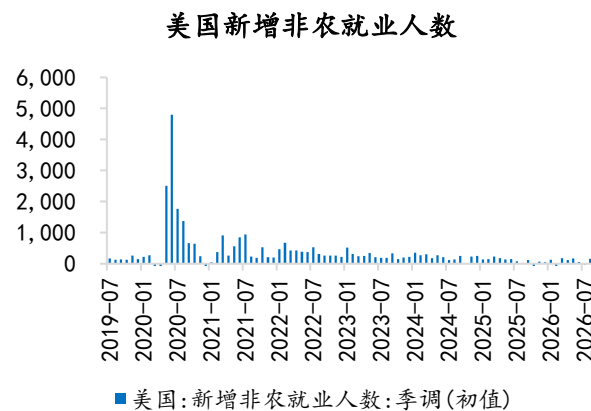
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：鹰派加息落地，市场情绪回升

美国当地时间 9 月 16 日，美联储公开市场委员会（FOMC）以 12 比 0 的投票结果宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点（bp）。在会议召开前，油价走高等因素已经推升美联储加息预期，叠加美国 8 月非农就业及核心 CPI 超预期，市场已经定价美联储有超 9 成的概率加息 25bp。因此本次加息操作也属于靴子落地，尤其是偏鹰派的言论也跟随被市场消化，随后以美股为代表的大类资产集体反弹，市场情绪回升。

美联储加息后资产表现：消化鹰派言论更为重要

美联储公布 9 月利率决议，联邦基金目标利率上调 25bp 至 3.75%-4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息。

本次利率决议偏鹰，12 名票委全票通过支持加息。本次会议最大的意义并不在于 25bp 本身，而在于美联储在经济仍保持韧性的情况下重新启动加息。此前市场关注的是美联储是否会容忍通胀维持在较高水平以换取经济和就业稳定，此次会议给出明确答案，即当前通胀水平仍未达到政策目标，美联储愿意通过进一步收紧金融条件推动通胀回落。从投票结果来看，12 名票委全票通过支持加息，体现出联储内部对于当前通胀压力存在较高一致性。点阵图强化年内再加息预期。点阵图偏鹰，18 名提供预测的官员中，12 人预计年内还有一次 25bp 的额外加息，4 人预计年内还有两次加息，2 人预计年内不再加息。2026 年底联邦基金利率中值为 4.1%，高于当前 3.75%-4.00% 的目标区间。经济预测体现“高增长+高通胀”组合。本次 SEP 对美国经济展望整体偏乐观，2026 年 GDP 增长预测为 2.3%，维持较强水平，失业率预测约 4.1%，PCE 通胀预测为 3.7%，仍明显高于 2% 的目标。这一组合或说明美联储当前并不认为经济需要降息刺激。沃什讲话强调通胀风险，弱化市场宽松预期。沃什本次讲话释放三方面信号：一是强调通胀仍然“过高且持续时间过长”；二是表示“很难将金融条件描述为限制性”，暗示加息或不止一次；三是表明再次拒绝前瞻性指导，强调政策需要基于数据和趋势，而不是短期市场波动。

整体来看，全票通过加息、点阵图暗示年内再度加息、经济预测全面上调、沃什讲话均偏鹰，此次会议算得上是一次典型的鹰派加息。

我们认为，市场关注较多的未来要加息几次显得不那么重要，此次鹰派加息带来一个额外的利好，那就是把市场未来担忧的因素一并消化掉。比如，之前市场担忧的因素包括：是否会开启加息周期？年内加息几次？如果此次加息只是一个鸽派加息，那么上述担心会始终存在，但是一个鹰派言论，可以将上述担忧完全化解。

由于美联储信誉得到暂时巩固，美债利率曲线大概率走平，黄金或迎来配置良机，美股的强阿尔法也充分体现。宏观上的重大不确定性落地，对市场是显著的利好。

8 月经济数据：投资和消费依然弱势

统计局近期公布的宏观数据显示，宏观经济仍整体偏弱。社零 8 月同比增长 0.4%（前值 +0.6%），固投累计同比下降 7.2%（前值 -6.7%），固投（扣除房地产开发投资）累计同比下降 4.2%（前值 -3.7%），8 月生产端数据有所回升，消费、投资数据较 7 月仍有所回落。

消费数据持续回落，出口数据回升且延续强势增长，内需弱于外需，二者数据仍呈明显分化态势。8 月社零同比增长 0.4%，较前值下降 0.2pct，数据持续回落，Wind 统计的 15 家机构预测中位数为+0.8%，平均数为+0.7%。8 月社零同比回落且不及预期值，内需偏弱的现状未能缓解，6 月随着基数扰动逐渐消退，“6·18”促销错位推动 6 月社零超预期增长并重回正区间后，社融增速连续两个月超预期回落，反映当前内需存在较大压力，居民收入有待修复，消费信心有待提升，从 8 月金融数据也可以看出，居民端长短贷款均有所减少，居民端持续去杠杆，内需不足，供强需弱的问题进一步凸显，内需动能有待修复。外需火热形成鲜明对比，8 月出口数据回升且延续强势增长，同比增长 25.00%，较前值提升 1.1pct，从出口金额来看，仍处历史高位。

投资增速持续下降，扣除房地产开发投资后累计同比仍处负区间，边际上下降速度有所放缓，一线城市商品住宅销售价格环比总体上涨。1-8 月固定资产投资累计同比下降 7.2%，较前值下降 0.5pct，投资增速持续回落，速度有所放缓；扣除房地产开发投资后累计同比下降 4.2%，较前值下降 0.5pct，仍处负区间。投资增速放缓或主要由于政策支持与项目资金投放前置，一定程度上透支后续项目，导致投资端增势显著放缓，同时国内有效需求不足进一步压制投资。1-8 月房地产开发投资同比下降 19.9%，较前值下降 0.7pct，仍对投资有所拖累。8 月一线城市新建商品住宅销售价格环比由 7 月持平转为上涨 0.1%，二手住宅销售价格环比上涨 0.1%，价格环比均仍保持上涨。8 月经济整体仍呈现供强需弱特征，总量与结构上的压力仍存，往后看一方面 7 月底中央政治局会议中指出宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度；另一方面 8000 亿元新型政策性金融工具落地，发改委将部署加快推进 2026 年新型政策性金融工具投放工作，加大对民间投资项目支持力度，支持政策的提速落地或将对后续经济形成支撑。

结构看，外需强、内需弱稳的 K 型分化延续，稳投资、稳增长的政策效果更多或落在三季度末至四季度体现。政策层面，目前既定财政政策工具有序落地中，短期追加增量政策的概率和诉求暂时不高，主要观察三季度数据。考虑到 7-8 月数据仍低于 4.5%，三季度达标的压力集中在 9 月，需要密切观察财政“兑现”效果。

图表 1：8 月份主要经济数据

名称	类别	单位	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04
工业增加值	当月同比	%	5.2	4.5	5.3	4.5	4.1
CPI	当月同比	%	0.8	0.5	1.0	1.2	1.2
PPI	当月同比	%	3.8	3.5	4.1	3.9	2.8
社会消费品零售总额	当月同比	%	0.4	0.6	1.0	-0.6	0.2
固定资产投资完成额	累计同比	%	-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	-1.6
制造业	累计同比	%	-2.3	-1.7	-1.2	-0.4	1.2
基建	累计同比	%	-4.0	-3.6	-2.4	0.6	4.3
房地产	累计同比	%	-19.9	-19.2	-18.0	-16.2	-13.7
出口	当月同比	%	25.0	23.9	26.9	19.2	14.0
进口	当月同比	%	28.2	27.6	35.8	27.3	25.3
贸易差额	当月值	亿美元	1191	1123	1255	1052	845
M2	同比	%	7.5	7.7	8.0	8.6	8.6
新增人民币贷款	当月值	亿元	600	-3400	16100	5200	-100
各项贷款余额	同比	%	4.9	5.1	5.2	5.5	5.6
社会融资规模	当月值	亿元	16577	14068	33671	20293	6238
社会融资规模存量	同比	%	7.2	7.4	7.4	7.7	7.8

资料来源：Wind 资讯，中金公司

风险资产有望跟随市场情绪回升

美联储鹰牌加息落地之后，美股暴力反弹，贵金属和有色跟随回升，美股依靠强势的盈利增速硬扛宏观因子的压制，也带动了市场情绪的回升。目前风险资产的走势仍与美股主导的市场情绪密切相关，继续关注 AI 叙事的走向。但是需要注意的是，由于当前的资产价格景气度是由 AI 叙事驱动，大部分工业品的需求端依然孱弱，对于高位的工业品，注意追高的风险。

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	9 月 17 日	中国国家主席就发展先进制造业作出重要指示强调	新征程上，要以新时代中国特色社会主义思想为指导，完整准确全面贯彻新发展理念	科技是第一生产力
	9 月 16 日	美联储加息 25 个基点	美国当地时间 9 月 16 日，美联储公开市场委员会（FOMC）以 12 比 0 的投票结果宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点（bp）	美联储声誉得到一定挽回
数据	9 月 14 日	1-8 月房地产开发投资同比下降 19.9%	供需两端仍处调整阶段，销售延续量缩价跌	房企融资和回款压力仍大
	9 月 15 日	美国上周首次申请失业救济人数降至 19.6 万，创 1969 年来新低	初请失业金降至 19.6 万，持续申领人数也降至 2024 年 1 月以来低位	显示企业裁员压力仍然有限
事件	9 月 13 日	国家主席习近平赴印度新德里出席金砖国家领导人第十八次会晤	习主席发表题为《共担时代责任 勇做先锋力量》的重要讲话	多家外国媒体予以高度关注

资料来源：中金财富期货研究所

2 月度 GDP 重回目标区间

8 月工业增加值改善超出季节性，带动月度 GDP 走出超跌区间，回升至 4.5% 附近。隐忧在于，随着算力链对经济增长的拉动放缓，存量政策能否及时落地带动投资（及相关生产）企稳对冲。总体而言，我们对下半年经济读数并不悲观，即使增量政策缺位，预计全年增速仍将不低于 4.6%。

工业增加值同比增长 5.2%，较上月回升 0.7 个百分点，但改善的持续性需观察。一方面，改善的关键或在于外生冲击消退，而非内生动能增强。采矿业降幅由 -4.2% 收窄至 -1.4% 是一大亮点，受高温多雨天气扰动减弱、煤矿安全事故后的集中整改逐步转入常态化监管提振。另一方面，增速企稳后的隐忧不改，即 AI 产业链对工增的带动作用可能持续减弱。高技术制造业工业增加值同比边际放缓至 16.7%，电子通信业固投增速同步回落 6.7 个百分点。海外算力需求仍处高位，但增势放缓，特别是从 8 月出口数据看，集成电路等出口数量增速已经转负，对生产的拉动效应由正转负。

在 AI 链对经济增长的拉动放缓的背景下，内需尚不足以接棒。一方面，固定资产投资尚未形成趋势性修复。8 月固定资产投资同比下降 10.5%，降幅虽有所收窄，但制造业、基建投资降幅仍分别扩大 1.6、0.1 个百分点。虽然房地产投资降幅收窄，但商品房销售继续走弱，“828”新政中期可能带来新一轮产能去化。另一方面，压制消费的关键因素仍未改善。社零增速回落至 0.4%，汽车和金银珠宝构成主要拖累，通讯器材和家电的较好表现则仍依赖政策支持。1-8 月服务零售累计同比延续放缓，在碳基资产与就业持续承压的背景下，居民消费内生动能短期难以改善。

存量政策的加速集中落地将成为经济增长动能修复的重要抓手。一是财政贴息后的 8000 亿元新型政策性金融工具已开始投放，且资金成本低于 2%，带动专项债发行使用提速，投资可能率先企稳。二是个人消费贷款贴息、智能家居促消费及汽车以旧换新等政策继续发力，有助于稳

定大宗消费基本盘。三是不可忽略去年下半年低基数翘尾效应对经济读数的技术性托举。

目前看，即使在政策不加力的情况下，全年实现增长目标无虞，预计全年 GDP 增速将不低于 4.6%。后续需要重点关注三个方面：①专项债和政策性金融工具能否加快形成实物工作量，推动投资企稳回升；②采矿业特别是煤炭开采的整改能否在年底天气转冷前放宽；③金融条件持续收紧的背景下，海外资本开支是否会导致外需出现陡峭拐点，对我国算力出口形成“数量+价格”的双重制约。

8 月贷款继续“降速提质”，贷款和政府债券融资拖累社融同比少增

9 月 14 日，央行公布的数据显示，2026 年 8 月新增人民币贷款 600 亿，同比少增 5300 亿；8 月新增社会融资规模为 16577 亿，同比少增 9083 亿；8 月末，广义货币(M2)同比增长 7.5%，增速较上月末低 0.2 个百分点；狭义货币(M1)同比增长 4.1%，增速较上月末高 0.1 个百分点。

受季节性因素等影响，8 月新增信贷回正，但规模仅为 600 亿，同比少增 5300 亿，低于市场普遍预期。背后是当前城投、地产行业持续处于调整过程，信贷需求下降，而增速较高的高科技行业对信贷依赖度相对较低。这些都会导致新投放贷款需求减少。另外，当前债市收益率下行，企业债券融资对银行贷款形成替代，再加上近期企业中长期贷款到期规模明显上升，8000 亿新型政策性金融工具对配套贷款的拉动作用尚未充分显现等，也是 8 月新增人民币贷款出现较大规模同比少增的直接原因。不过，近期贷款减速的同时，支持实体经济的质效在提升。其中，8 月包括科技贷款、普惠小微贷款在内的金融“五篇大文章”贷款保持两位数增长，增量占各项贷款增量的比重提高至 70%以上；另外，8 月新发放企业贷款加权平均利率略低于 3%，比上年同期低约 0.2 个百分点，持续处在历史低位。主要受当月新增贷款较大规模同比少增，再加上政府债券到期量偏高导致当月政府债券融资也出现同比少增等影响，8 月新增社融同比少增约 9000 亿。后期伴随政府债券发行节奏加快，净融资规模显著上升，新增社融有望恢复同比多增。8 月末 M2 增速小幅下行，主要源于当月新增贷款规模较低，拖累存款派生。当前 M2 增速仍然明显高于名义 GDP 增速，显示货币政策保持支持性立场；8 月末 M1 增速略有加快，主要原因是上年同期基数走低。

望未来，7 月 30 日中央政治局会议要求，下半年要“加大逆周期调节力度”，“综合运用并适时调整货币政策工具”。我们预计，央行有可能将在三季度末前后实施降息降准。这是年底前促消费、稳投资，着力提振内需的一个重要发力点，对稳定房地产市场也有重要意义。

4 宏观策略

美联储鹰牌加息落地之后，美股暴力反弹，贵金属和有色跟随回升，美股依靠强势的盈利增速硬扛宏观因子的压制，也带动了市场情绪的回升。目前风险资产的走势仍与美股主导的市场情绪密切相关，继续关注 AI 叙事的走向。但是需要注意的是，由于当前的资产价格景气度是由 AI 叙事驱动，大部分工业品的需求端依然孱弱，对于高位的工业品，注意追高的风险。

5 股指期货市场分析

指数探底回升

随着美联储加息落地，宏观上加息的因素落地，叠加沙特和胡塞实行两周的停战，油价回落，美股 AI 叙事强势崛起，A 股跟随反弹。上周两市探底回升，其中上证 50 周-0.26%，沪深 300 周-0.06%，中证 500 周+2.89%，中证 1000 指数周+3.51%。

2026 年中报披露完毕，业绩、营收增长且增速较一季度取得不错改善的细分行业主要分布在科技、非银与资源品方向，包括科技 TMT 的半导体、其他电子、通信设备、元件，大金融的保险、证券，上游资源的化学纤维、化学原料、煤炭开采、化学制品，此外还有造纸、自动化设备取得了较好的景气表现。一级行业：上半年，电子（100.67%）、有色金属（88.38%）、非银金融（67.77%）、计算机（53.22%）、国防军工（45.35%）等归母净利润同比增速居前。从上半年增速较一季度的边际变化来看，非银金融、钢铁、电子、煤炭、基础化工、石油石化等改善明显。结合营收和净利率来看，有色金属、电子营收高增的同时实现净利率同步修复，电力设备、基础化工、国防军工营收与盈利兼具韧性；汽车、轻工制造、机械设备等行业营收增长，但向利润的传导不畅；房地产、建筑材料、农林牧渔营收承压，净利率同步下行。

从业绩的情况看，AI 板块持续强势，这也是为什么 AI 叙事总能主导盘面的原因。

预计指数延续震荡行情

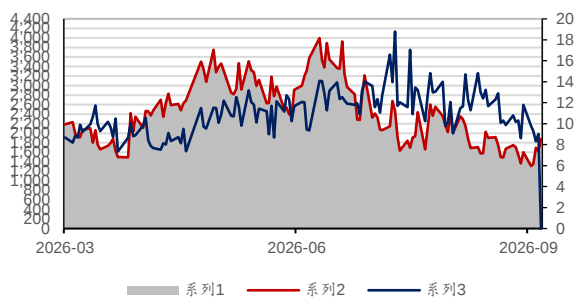
美债利率上行的动力与未来拐点的催化。

全球货币收紧是大趋势，加息幅度与节奏存在预期差，但大趋势比预期差更重要。美元利率作为全球资产的定价锚，短端利率上升后提升了现金、货币基金等无风险回报，使风险资产需要重新获得足够的风险补偿，即同样的 EPS 在更高的无风险收益率下对应更低的合理 PE。

加息并不意味着熊市，若有更强增长股市可以在加息周期中获得较强回报。加息并不是熊市的充分必要条件，只要增长和盈利足够强，企业可以通过 EPS 增长消化估值压缩。若盈利保持强劲增长，在加息动作延续的同时，股市因估值下杀后获得盈利的赔率支持；倘若加息最终传导至盈利下行，则会引发盈利的二次下杀。

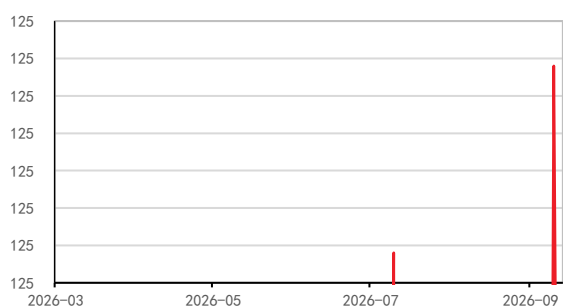
估值上限受压制下股票追高胜率下降，机会更多源于下跌后的赔率。在加息周期下，成长行业的门槛提高，现金流资产的久期成为核心考量因素。远期盈利占比高、当前现金流弱、估值高、持续依赖外部融资的公司对实际利率变化最敏感，这类公司在加息周期中更可能承压。而盈利兑现水平高、自由现金流充裕的成长公司虽然同样经历估值压缩，却可以依靠 EPS 增长消化估值压力。我们判断，未来在估值上限受压制下，追高胜率将下降；市场机会或主要来自调整后的赔率，而非普遍性的估值扩张。

图表 8：融资融券数据图



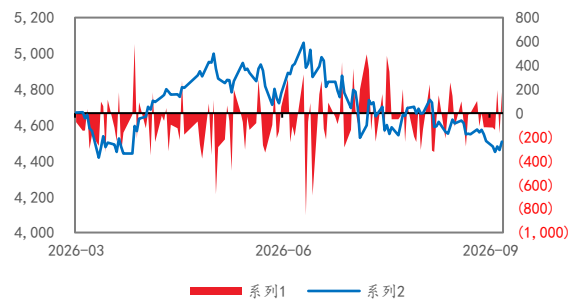
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



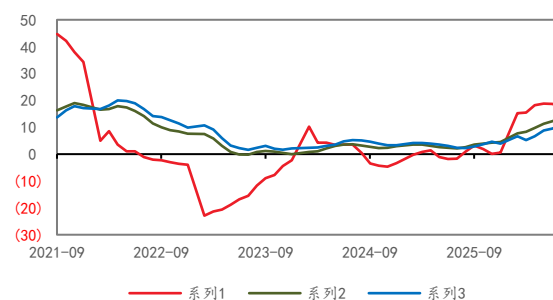
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

供给端扰动仍将延续，四季度产出面临进一步收缩压力

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。据 Mysteel 调研国内 60 家电解铜生产企业，涉及精炼产能 1698 万吨（含 2026 年新增产能）样本覆盖率 99.41% 得出：2026 年 8 月国内电解铜实际产量 114.06 万吨，环比增加 0.16%，同比减少 3.97%。1-8 月国内电解铜产量累计为 922.02 万吨，同比增加 2.34%。

短期内，国内电解铜产量将受原料端刚性限制，冶炼厂产出难有明显回升。尤其进入四季度关键时间窗口，10 月冶炼厂将再度迎来检修高峰期。尽管往年四季度是铜冶炼厂的主要冲量阶段，但今年铜价平均水平较高，使得多数冶炼厂在四季度初的增产动作有限。

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。

国家统计局数据显示，1—8 月全国固定资产投资同比下降 7.2%，其中制造业投资下降 2.3%、基建投资下降 4.0%、房地产开发投资下降 19.9%；房地产新开工面积下降 24.8%、施工面积下降 12.8%、商品房销售面积下降 12.1%。这意味着“金九”需求很难依靠地产形成明显增量。

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

近月合约 Back 月差维持高位运行，反映现货端偏紧格局尚未缓解；下游消费仍有提升空间，但进口铜到货增加限制了升水进一步上行。从驱动因素看，前期压制铜价的两大宏观利空正在边际缓和：美联储加息预期在前期急跌中已被较大程度定价，关税预期冲击也逐步被市场消化。但上方压力同样存在，高铜价对下游需求的抑制仍在，终端订单全面回暖尚需时日，需求端对价格的持续拉动有限。

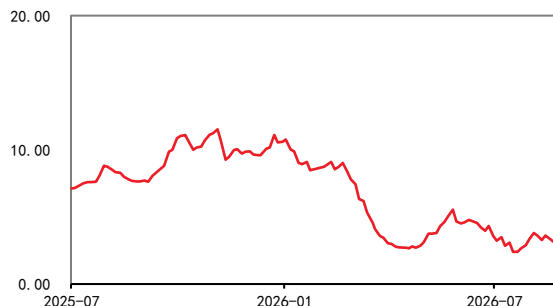
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



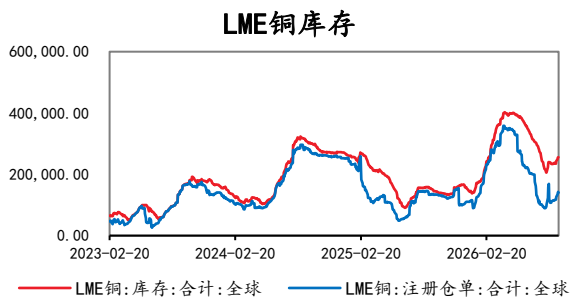
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



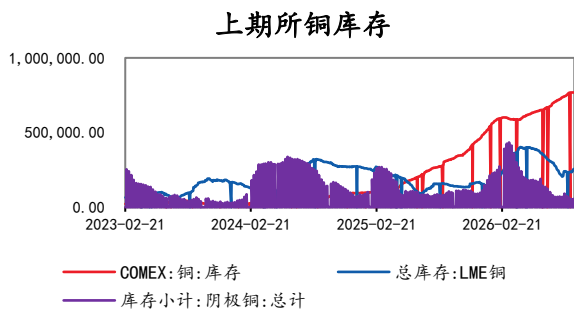
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



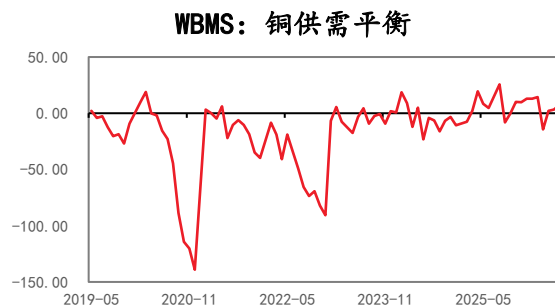
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16: 上海期货交易所铜库存



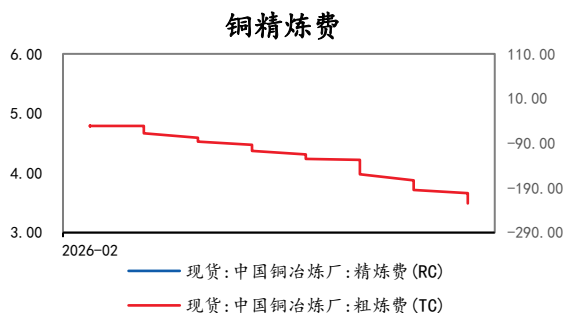
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

矿端偏紧是锌价最坚实的底层逻辑，冶炼端利润被双向挤压，减产压力逐步显性化。8 月国内精炼锌产量 57.22 万吨，同比 -8.62%，低于预期约 1 万吨；SMM 预计 9 月产量环比进一步下降 2.9%，同比降幅扩大至 7.4%。部分炼厂检修计划虽有延后，但硫酸副产品价格回落、外购矿综合冶炼亏损持续，主动减产意愿正在增强。

进出口方面，海关数据显示，2026 年 7 月精炼锌进口量 0.51 万吨，环比减少 6.07%，同比减少 71.35%，1-7 月精炼锌累计进口 6.47 万吨，累计同比减少 69.16%。7 月精炼锌出口 0.92 万吨，环比增加 293.76%，同比增加 2174.28%，1-7 月精炼锌累计出口 3 万吨，累计同比增加 134.57%，即 7 月精炼锌净出口 0.41 万吨，1-7 月累计净进口 3.47 万吨。国内冶炼厂维持高开工，而地产链拖累镀锌消费，过剩压力只能通过出口释放。沪伦比价跌破 7.0 的历史低位，使得出口交仓在扣除运费和税费后仍能小幅盈利，驱动贸易商将货源运往海外。

LME 低库存引发挤仓

在矿端与冶炼端同步收缩的背景下，LME 锌库存总量仍处于不足 12 万吨的历史绝对低位。更关键的是，现货升水结构异常坚挺，维持在 100 美元/吨以上的高位，反映出海外现货流动性的极度紧张。这种由低库存引发的“挤仓”担忧，直接点燃了市场的做多情绪，为伦锌及沪锌持续提供强劲的上行动力。

需求未现爆发式增长

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。此前受台风影响停产的压铸锌企业逐步复产，但高原料成本、出货不畅等问题仍存，限制开工回升空间。氧化锌企业受益于大厂提产与产能释放，开工环比上行，中小厂商仍受高价原料约束，开工受限。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%。德系、日系等传统合资品牌单一系列市场份额均已跌破 10%。

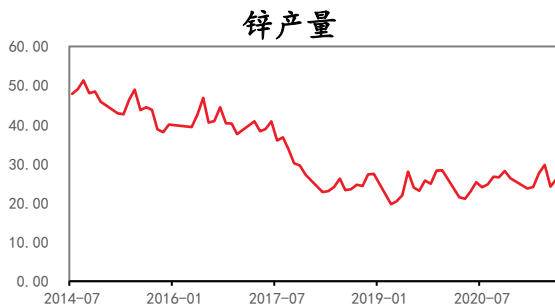
国内终端消费（如镀锌、压铸）尚处于“金九银十”的预期验证阶段，实际需求未现爆发式增长，但外强内弱的价差格局促使国内锌锭持续出口，有效分流了国内的社库压力，对价格亦形成底部支撑。

2 总结

从矿端看，偏紧格局未改。锌精矿加工费持续处于历史低位，冶炼厂原料库存有限，矿端议价权依然强势，成本端对锌价形成刚性托底。但从需求端看，下游采购意愿持续低迷。现货市场观望情绪浓厚，交投氛围清淡，基差偏弱运行，终端消费缺乏有力承接。这种“矿紧需弱”的格局意味着：价格下方有支撑，但上方缺乏驱动，短期内上行空间有限。趋势性上涨的确立，仍需等待需求端能否释放增量信号，若需求持续低迷，锌价将维持区间震荡格局。

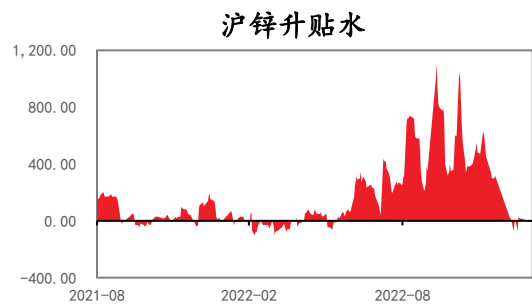
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



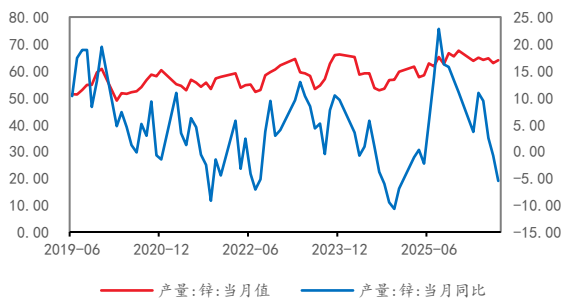
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



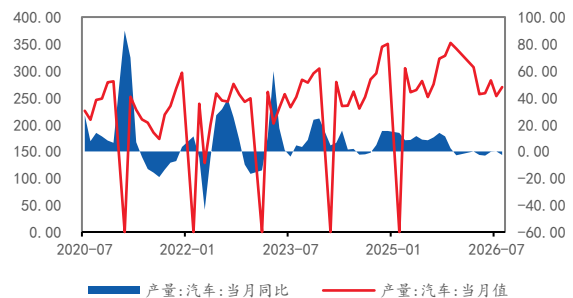
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美联储重回加息，政策重心重新向通胀倾斜

本周美联储加息 25bp 至 3.75%—4.00%，为 2023 年以来首次加息。单次 25bp 的紧缩幅度本身有限，且会议前市场已有较充分预期，本次会议更值得关注的是政策路径整体向鹰派重新定价。9 月点阵图显示，2026 年末联邦基金利率中值由 6 月的 3.8% 上调至 4.1%，18 位委员中 16 位预计年内至少还需要一次加息；与此同时，美联储将 2026 年 GDP 增速预测由 2.2% 上调至 2.3%，失业率预测由 4.3% 下调至 4.1%，反映当前加息并非源于经济明显恶化，而是在经济仍具韧性的背景下重新强化对通胀的约束。

我们认为，本次会议对商品的影响重点不在 25bp 本身，而在于市场重新确认了美联储的政策反应函数。沃什上任初期市场一度担忧货币政策可能更偏重增长与金融条件，本次加息以及对后续进一步收紧保持开放，有助于重新强化市场对美联储抗通胀约束的定价。短期看，美国经济仍然较强，尚不足以形成需求快速下滑；但如果高利率维持时间进一步延长，房地产、耐用品、制造业投资以及全球美元融资条件都将逐步承压，因此对黑色等高度依赖总需求预期的商品而言，中期宏观环境边际转弱。

下一阶段需要关注两个变量：一是 10 月及 12 月会议是否继续加息，当前点阵图已经明显上修利率路径；二是 11 月中期选举前后的政策与市场波动。选举本身并不决定货币政策，但通胀、能源价格与金融条件将同时成为市场关注变量，可能放大利率预期波动。总体而言，宏观层面对商品由此前的相对中性重新转向偏约束。

2 焦煤：保供政策打破供应收缩叙事，价格进入基本面验证期

上周焦煤出现快速下跌，JM2701 盘中跌幅一度超过 7%，近月多个合约触及跌停。我们认为，本轮调整并非单纯的技术性回撤，而是此前支撑焦煤上涨的“国内安监约束+蒙煤供应偏紧”逻辑出现了实质性的预期变化。

最核心的变化来自国内供给端。国家发改委、国家能源局及国家矿山安监局联合要求推进煤矿复产达产、加快联合试运转煤矿验收并适时释放产能储备。更重要的是，对于此前存在超能力生产的煤矿，在处罚整改并通过安全评估后，今年剩余月份可以按照不高于核定产能 1/12 的月度水平组织生产。这意味着此前市场交易的“全年累计产量约束”被边际放松，山西部分煤矿“复产不复量”的核心制约存在缓解空间，国内焦煤供应恢复预期明显升温。

进口端进一步强化了这一预期。截至 9 月 17 日，蒙古 ETT 本周累计挂牌 38.4 万吨蒙 5# 原煤，197.5 美元/吨起拍价全部流拍，9 月 18 日起起拍价下调至 181.5 美元/吨，降幅约 8%，折合口岸价格约 1467 元/吨。此前蒙煤通关下降是焦煤上涨的重要催化，而随着通关边际修复、高价竞拍连续流拍，市场开始由交易“进口供应缺口”转向交易“高价格对需求的抑制”。

需要强调的是，目前尚不能说明焦煤已经进入现实过剩。本周 523 家炼焦煤矿山样本产能利用率仍仅 69.7%，国内产量尚未出现明显回升，焦企及产业链部分环节库存亦不高。因此，本轮 7% 以上的单日下跌包含较强的预期修正和多头止损成分。真正决定焦煤中期价格中枢的，

是山西煤矿产量能否实质恢复、蒙煤通关能否持续回升，以及钢厂亏损情况下铁水能否维持高位。山西煤矿表外产量恢复难，蒙煤通关仍不确定，目前尚不能说明焦煤已经进入现实过剩。

3 铁水明显回升，钢材产量基本持平，库存继续去化但需求仍偏弱

上周钢材市场呈现“铁水回升、成材供应基本稳定、库存继续去化、需求结构分化”的格局。高炉产能利用率进一步增加，日均铁水明显回升至 237 万吨以上，但五大品种钢材产量整体变化不大，其中螺纹钢产量增加、热卷产量下降。库存端继续改善，社会库存和钢厂库存同步回落，总库存延续去化，不过去库速度较此前略有放缓。需求端五大品种整体表需小幅下降，其中螺纹钢需求有所改善，而热卷需求继续走弱。钢材现货价格涨跌互现，即期利润变化不大，整体来看供应重新回升，但需求尚未形成全面改善，旺季供需修复仍偏缓慢。

上周全国高炉产能利用率升至 89.3%，环比增加 0.5 个百分点，同比下降 1.0 个百分点；日均铁水产量增加 1.5 万吨至 237.7 万吨。相比此前连续维持在 236 万吨附近，本周铁水回升幅度明显扩大，说明高炉端前期减产并未进一步延续，供应重新出现恢复迹象。237.7 万吨的铁水已经重新接近前期 238 万吨左右的高位区间，在终端需求尚未明显走强的情况下，铁水快速恢复意味着供应端对钢材基本面的改善作用有所减弱，同时继续对铁矿石等炉料需求形成较强支撑。上周五大品种钢材周产量为 794.1 万吨，环比基本持平，同比下降 7.2%。钢材产量整体仍维持在 800 万吨以下，但品种之间继续分化，其中螺纹钢产量有所增加，热卷产量下降。与铁水明显增加相比，五大材产量并未同步大幅恢复，说明新增铁水尚未完全转化为五大品种成材供应，也可能与钢坯、其他钢材品种以及生产结构调整有关。从绝对水平来看，当前五大材供应仍然偏低，但铁水重新上升意味着后续成材供应存在一定恢复空间，需要关注高炉复产是否进一步向钢材产量传导。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1146.3 万吨，环比下降 1.4%，同比增加 4.1%；钢厂库存为 391.5 万吨，环比下降 0.3%，同比下降 6.4%。钢材总库存环比下降 1.1%，继续保持去化，但降幅较此前收窄 0.1 个百分点。钢厂库存和社会库存连续同步下降，库存结构较前期进一步改善，其中社会库存同比增幅已经从此前 20% 以上逐步收窄至 4.1%，说明前期积累的高库存正在持续消化。不过本周厂库降幅明显小于社库，且整体去库速度没有进一步加快，说明库存改善更多体现为持续去化，而尚未进入旺季需求驱动下的快速降库阶段。

需求端仍然偏弱，但建筑材有所改善。上周五大品种钢材表观消费为 811 万吨，环比下降 0.2%，同比下降 4.6%；其中螺纹钢表观消费为 189.6 万吨，环比增加 2.2%，同比下降 9.7%。五大材总体需求继续小幅下降，主要受到热卷表需进一步回落拖累，而螺纹钢表需出现一定改善。建筑钢材成交周均值升至 9.5 万吨，环比增加 1.7%，与螺纹表需回升方向一致，说明建筑材需求较此前有所修复。不过螺纹表需同比仍下降接近 10%，整体成交绝对水平也不算高，因此当前更适合判断为建筑材需求边际改善，而不是旺季需求已经明显启动。

价格与利润方面，上周钢材现货价格涨跌互现，主流钢材品种即期毛利整体变化不大。按照本周数据口径，247 家钢厂盈利率为 7.8%，与此前持平。钢价缺乏明确方向、即期利润没有明显改善，说明当前产业利润仍受到原料成本和终端弱需求的双重挤压。如果低盈利状态持续，而铁水继续明显回升，钢厂利润仍存在进一步承压的可能，进而重新形成减产压力。因此，当前高炉复产能否持续，很大程度上仍取决于钢价能否跟随原料成本上涨以及旺季需求能否真正兑

现。

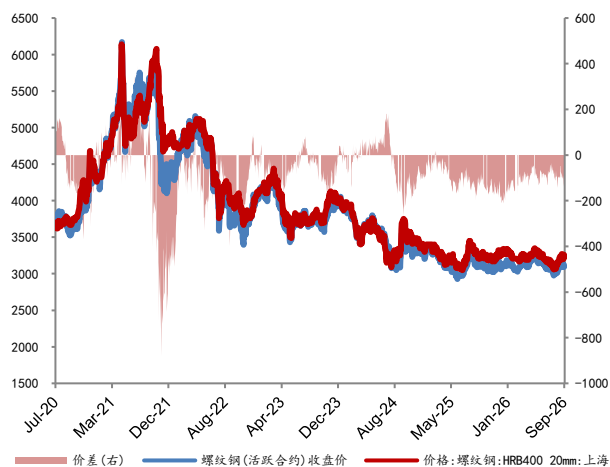
综合来看，当前钢材市场呈现“铁水回升、成材供应偏低、库存持续去化、需求结构分化”的格局。积极因素在于厂库和社库继续同步下降，社会库存同比增幅已经明显收窄，同时螺纹钢表需和建筑钢材成交有所改善；但另一方面，五大材整体需求仍然下降，热卷需求继续走弱，而铁水却明显回升至 237.7 万吨，供应端重新出现恢复迹象。因此当前钢材基本面并未形成明显的旺季供需共振。

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。

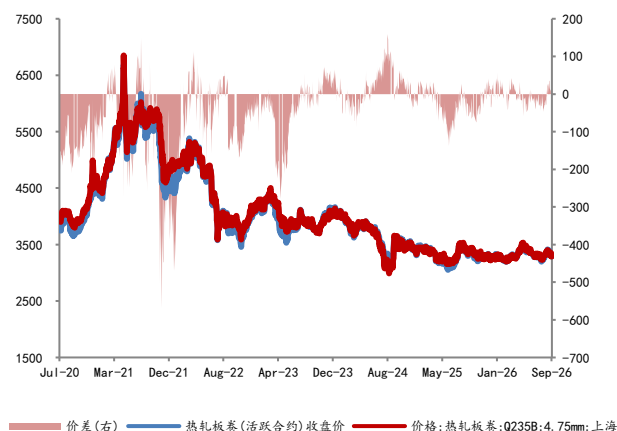
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



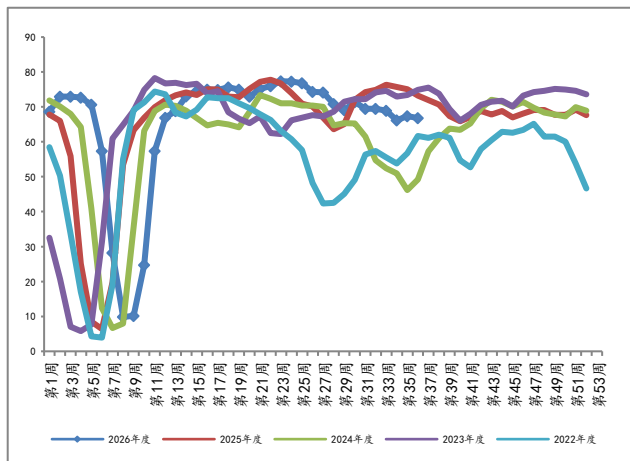
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



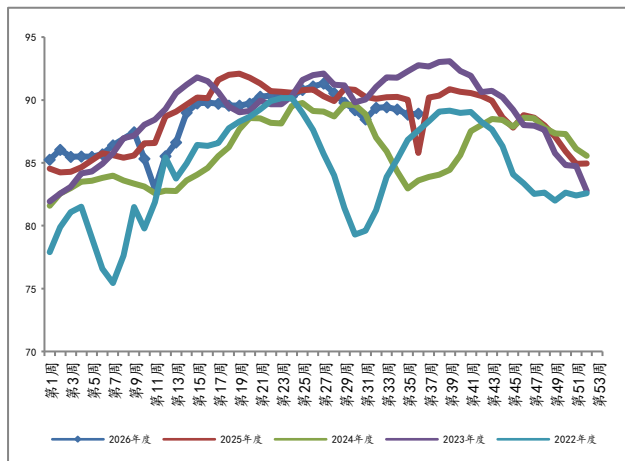
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



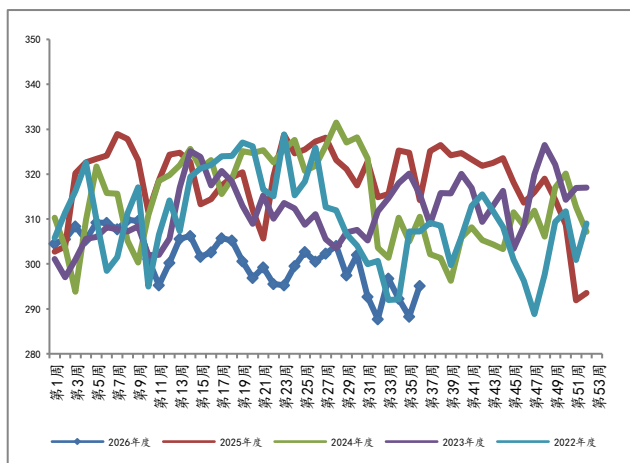
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



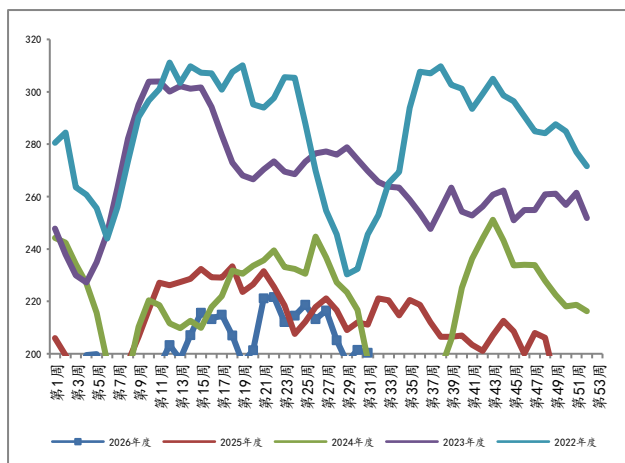
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



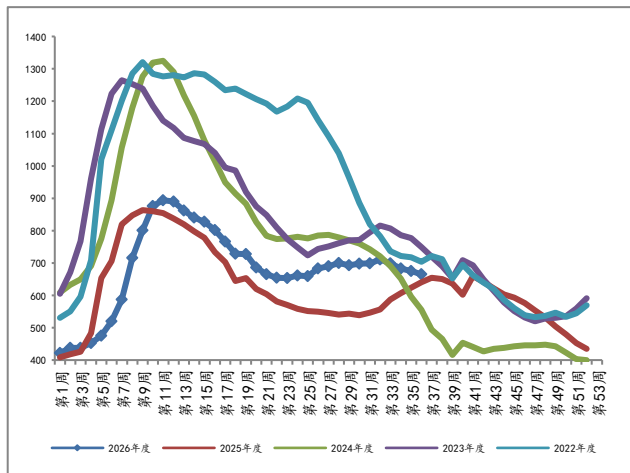
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



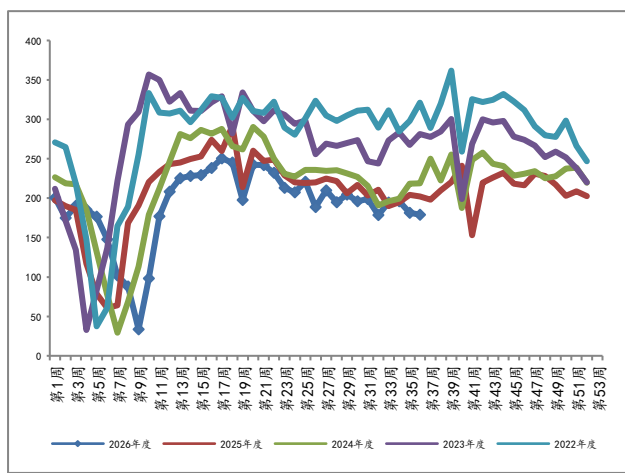
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 沙特管道横遭切断

趁美伊持续冲突之际，也门胡塞武装大举进攻，对红海曼德海峡形成封锁态势，且沙特东西管道遇袭暂停营运，威胁到全球原油总供应量的 4%。

沙特多年精心构筑的东西向输油管线（East-West Pipeline），是该国为规避霍尔木兹海峡航运风险、维持原油出口的生命线，这条管道全长约 1200 公里横跨阿拉伯半岛，连接波斯湾油田与红海延布港，原油运输能力最高达 700 万桶/日，其中 400 余万桶/日可用于出口，占全球原油总供应量约 4%，其余由红海沿岸炼厂使用。

在伊朗封锁霍尔木兹海峡之后，沙特凭借这条管道成功恢复了相当一部分原油出口。然而，该管道利雅得段及麦地那段遭伊拉克方向来袭的无人机破坏而被迫关闭，沙特方面尚未完整披露管道受损程度，也未说明该管线将停运多久。

2 全球能源安全告急

目前，沙特尚未披露管线具体受损程度及恢复时间，业内人士估计修复需要数日到数周不等。东西管道的关闭迫使沙特重新依赖霍尔木兹海峡出口，但面临较高的航运安全风险，另一边也门胡塞武装逐渐控制曼德海峡，令沙特两条海上能源通道同时承压。

沙特官方将此次关闭描述为“预防性关停措施”，尚无损失评估报告发布，也未说明将停运多久。美国能源部长表示，沙特东西管道中断是临时性的，“恢复运营将以天计算”。尽管特朗普当局试图粉饰危机来安抚市场情绪，但其轻描淡写的说法与很多第三方机构调查存在矛盾。有卫星图像显示，管道上的一座泵站损毁严重，单从图片判断修复工作可能需要月余时间。Kpler 认为，假设东西管道关停一个月，全球原油供应量损失或将高达 1.2 亿桶。

另一方面，特朗普之前高调宣布，在他的调停下俄乌双方同意停止相互打击能源设施，以缓和柴油为代表的国际成品油短缺。然而最新情况是，俄罗斯和乌克兰很快再次袭击了对方的能源基础设施，俄乌和中东地缘政治同步发酵，使得全球能源危机愈演愈烈。

3 聚焦供应恢复速度

目前原油交易者最关切的，莫过于沙特原油出口的实际恢复情况，将直接影响全球原油供需平衡预期。

知情人士透露，在东西管道遇袭关停后，沙特阿美开始着手维修受损设施，计划在数日内恢复约一半运力，其中一处主要泵站的修复工作可能需要 3-5 周，全面修复预计耗时约 6 周，但修复期间可实现部分投产。根据东西管道的正常运力推测，“恢复约一半”意味着红海延布港仍可保有 200 万桶/日的出口量级。

另有知情人士透露，沙特东西管道停运后急需向外输送原油途径，目前正设法寻求增加通过霍尔木兹海峡的原油出口量。知名机构 Energy Aspects 和 Kpler 调查显示，沙特阿美正将更多

原油运出海湾，包括阿拉伯轻质原油等主力油品，在霍尔木兹海峡之外的安全海域进行船对船转运。具体地，沙特选择在阿曼苏哈尔港外海，使用本国船队对接运载量高达 200 万桶的 VLCC，向亚洲炼厂提供更多原油装船货量。

如果沙特双管齐下能够顺利恢复部分出口，迫在眉睫的断供风险将得到缓解，令国际原油市场恐慌情绪降温；不过，伊朗和也门胡塞武装对霍尔木兹海峡和曼德海峡形成双杀，沙特举措能否有效弥补缺口尚不确定。

4 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。

5 近月逼仓不容忽视

沙特能源运输大动脉遭到切断，牵动国际原油市场的紧张神经。

国际能源署（IEA）上周五指出，受霍尔木兹海峡和红海运力瓶颈阻碍，8 月沙特原油出口量已降至三十年来最低，IEA 预测 2026 年全球原油平均供应水平将下降 570 万桶/日或 6%。据业内消息人士称，延布港储油设施库容约 3500 万桶但未装满，存量原油仅能维持 5-7 天的出口，沙特还可从埃及红海沿岸的艾因苏赫纳港和地中海的西迪凯里尔港调货，但如果东西管道迟迟无法恢复运转，库存最终仍会消耗殆尽。

本轮地缘政治引发的能源危机已将燃料价格推至历史新高，在全球范围内引发显著通胀，美国国债收益率升至 2008 年金融危机以来最高水平，原油供应的进一步损失或将成为压倒骆驼的最后一根稻草。联想到商品市场不久前发生的焦煤和伦锌逼仓行情，我们提醒交易者，如果沙特原油外运持续受阻，原油期货近月合约的逼空行为也是不讲道理的。

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。Brent 原油期货呈 Backwardation 结构，12 个月远期较近月合约明显贴

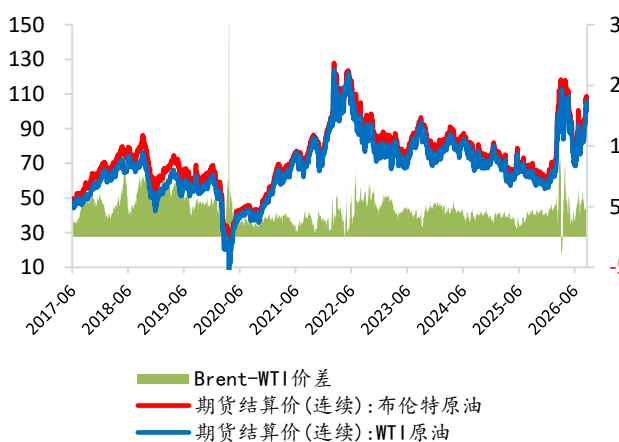
水，反映交易者普遍预期油价将在未来回落，然而供应链所受冲击有被严重低估的风险。

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



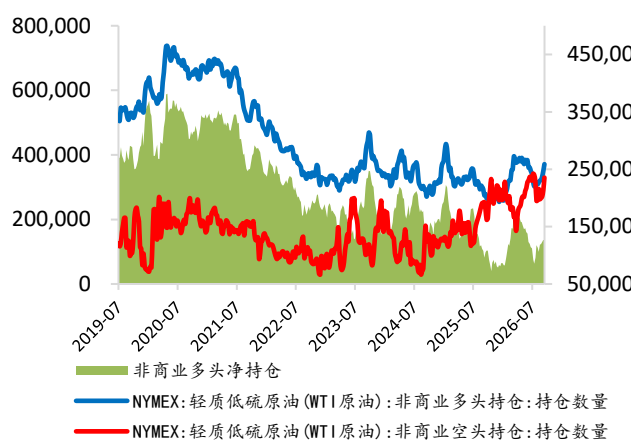
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



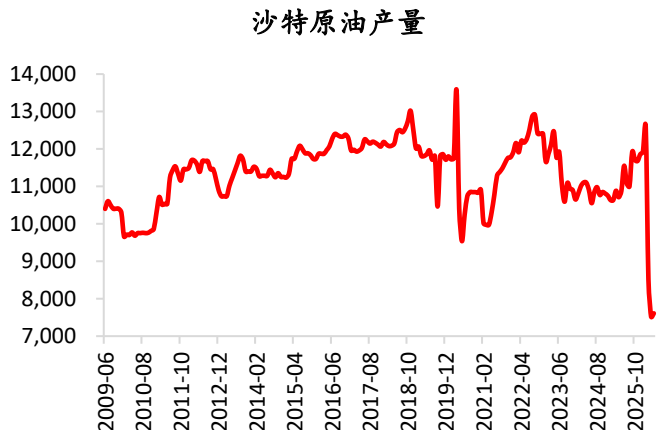
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



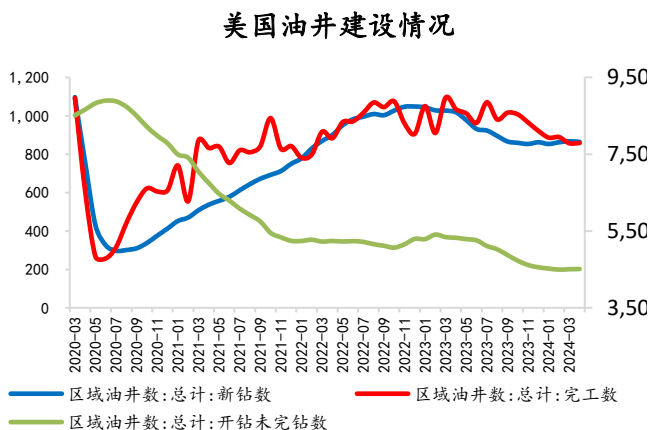
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



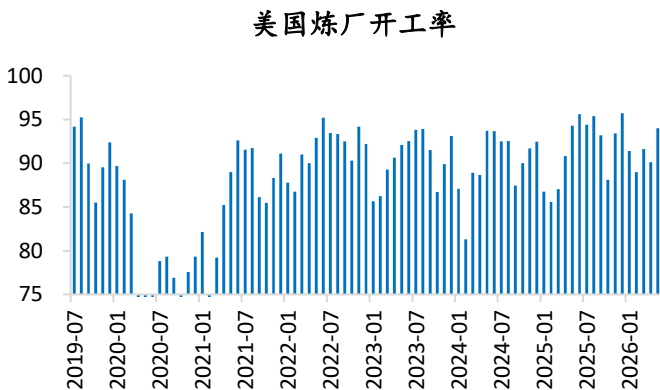
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



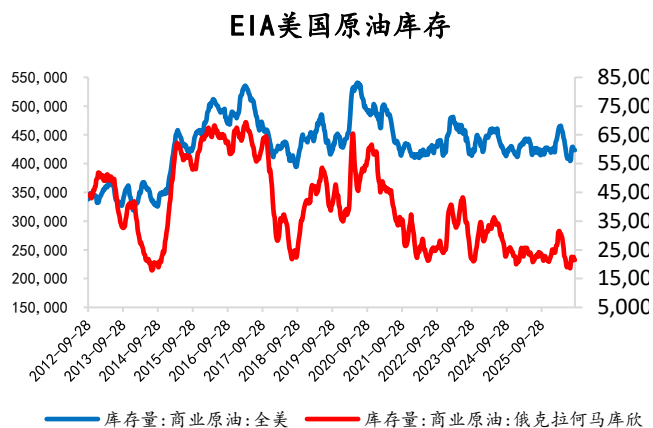
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



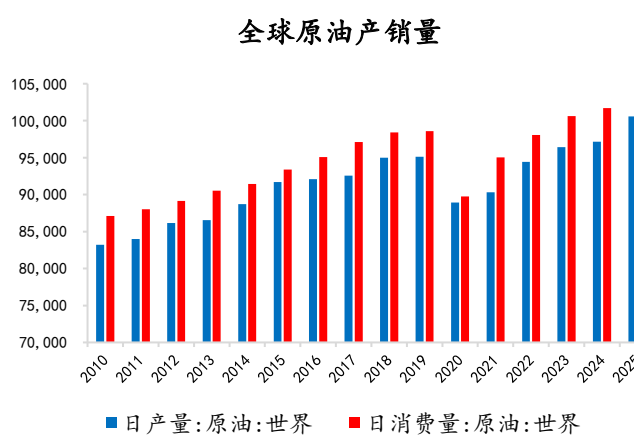
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

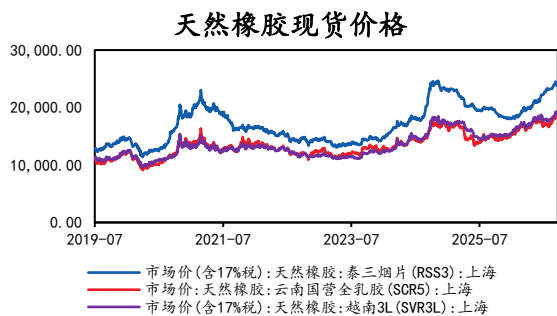
未来一两个月国内橡胶进口量难有大幅回升，港口及社会库存大概率延续下降趋势，现货端强势支撑沪胶表现。

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。

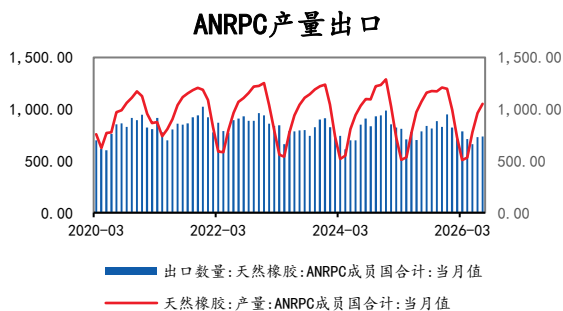
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



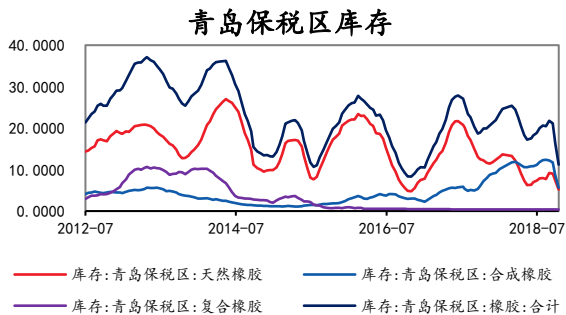
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



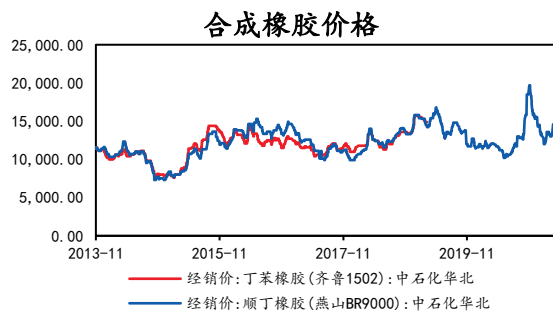
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



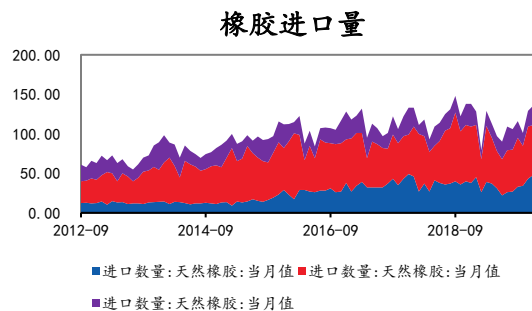
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



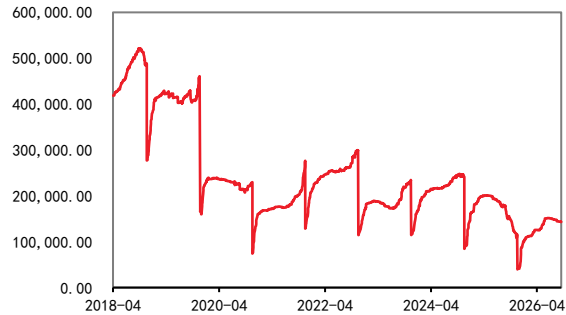
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



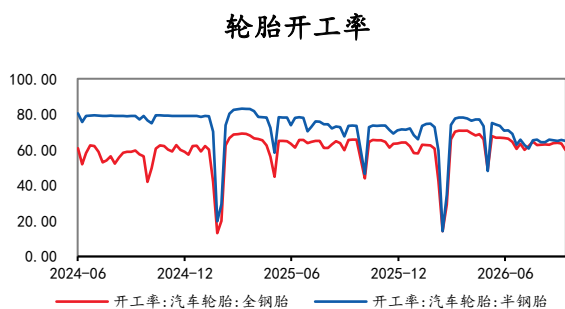
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



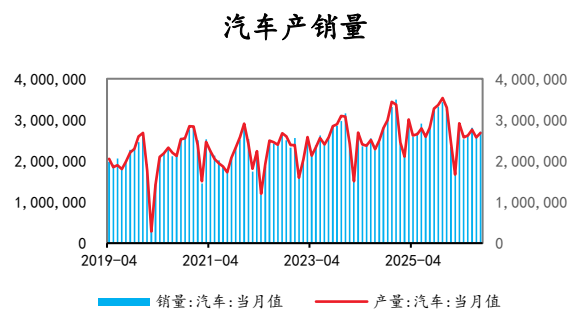
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆高位震荡，国内豆类市场粕强油弱

1 外部豆类市场分析

USDA 调高美豆产量，美豆上涨节奏受到干扰

USDA 发布的 9 月供需报告显示，美国 2026/2027 年度美国大豆播种面积为 8690 万英亩，大豆平均单产预估为 52.8 蒲式耳/英亩，总产量预估为 45.35 亿蒲式耳，三者均高于 8 月报告预估水平，也高于报告前市场平均预期值。美豆主要供给指标被上调，引发近期炒作美豆减产的多头资金快速离场。报告落地后，美豆市场承压大跌，供给压力令美豆反弹节奏一度受到干扰。随后在美国豆粕大涨提振下，美豆再度止跌回升。

中国需求强劲，缓解美豆库存压力

新季美豆即将进入收割期，天气窗口将陆续关闭，新豆上市压力降逐步释放。失去减产题材支撑后，市场的关注点更加转向美豆出口。USDA 在 9 月报告中调高美豆出口预估值，这与近期中国连续大单采购美豆有关。据统计，截至 9 月 10 日，中国已购买 985.83 万吨 2026/2027 年度美国大豆，其中已装船发运量为 32.83 万吨。近期接连有民间出口商向美国农业部报告向中国出口的大豆订单，预计 9 月底前每周美豆对华出口销售量在 100-150 万吨。美豆对华出口强劲，有助于降低美豆库存压力，可为市场抛压带来缓冲。

美国 8 月大豆压榨数据低于预期，CBOT 豆粕强势上涨

全美油籽加工商协会(NOPA)发布的压榨月报显示，美国 8 月大豆压榨量低于市场预期，降至 11 个月低点，因加工商在秋季收获前让多家工厂停产进行季节性维护和检修。NOPA 数据显示，2026 年 8 月，NOPA 成员单位的大豆压榨量为 2.05456 亿蒲式耳，较 7 月的 2.16647 亿蒲式耳下降 5.2%，为去年 9 月以来最低月度水平，但该压榨量仍创下 8 月历史新高，较去年 8 月的 1.89810 亿蒲式耳增长 8.2%。美国 8 月大豆压榨速度慢于预期，引发市场对美国豆粕供给收紧的担忧，CBOT 豆粕期货市场在报告落地后强势反弹。

巴西大豆开始播种，厄尔尼诺背景下南美天气备受关注

世界气象组织近期发布预警，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。巴西国家商品供应公司(Conab)在其对新作物的首次评估中表示，巴西 2026/2027 年度大豆产量预计达到 1.8164 亿吨，同比增长 0.7%。农业咨询机构 AgRural 表示，截至 9 月 10 日，巴西 2026/2027 年度大豆种植率为 0.4%，市场密切关注超强厄尔尼诺对南美新季大豆生产的影响。

马来西亚 9 月前 15 日棕榈油出口下降、产量攀升

船货检验机构 ITS 和 AmSpec Agri 发布的数据显示，马来西亚 9 月 1-15 日棕榈油出口环比下降 17.8%和 25.6%，降幅较前十日扩大。SPPOMA 发布的同期产量增幅为 21.28%。马来西亚棕榈油出口维持低迷状态，旺季产量增幅明显。供强需弱有望继续推高库存，造成近期棕榈油市场与原油联动性显著下降。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕库存压力下降，为粕价高位运行提供支撑

海关总署公布的数据显示，中国 8 月进口大豆 1214 万吨，同比下降 1.1%，前 8 个月累计进口大豆 7411 万吨，同比增幅为 1.1%。进口大豆供给宽松，油厂周度大豆压榨量在 230 万吨左右，

双节前下游采购积极性回升，合同量增加，豆粕库存回落进一步提升油厂挺粕动力。根据上海钢联发布的统计数据，截至 9 月 11 日，国内主要油厂豆粕库存为 110.99 万吨，周度下降 2.62 万吨，也低于去年同期的 116.4 万吨。随着节前集中备货陆续展开，预计 9 月底豆粕库存将降至 100 万吨之下，粕价跟涨的阻力有望继续下降。

节前需求表现一般，供应压力削弱油脂涨能

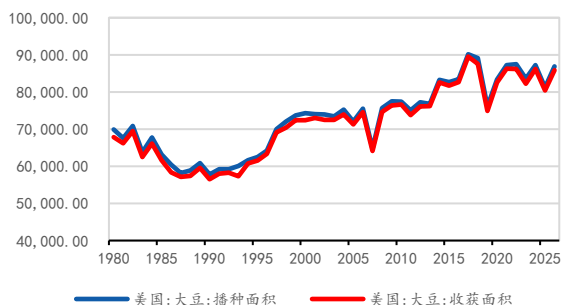
中国粮油商务监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 278.29 万吨，周度增加 0.92 万吨，其中豆油库存为 145.28 万吨，周度下降 1.33 万吨；食用棕榈油库存量为 89.98 万吨，周度增加 1.03 万吨；菜油库存为 43.03 万吨，周度增加 1.22 万吨。本周国内油脂市场反弹受阻继续震荡回落，表现明显弱于豆粕和菜粕。CBOT 大豆市场高位运行，成本传导主要在豆粕市场体现。节前备货需求不及预期，高库存令油脂市场涨能整体下降。产地棕榈油出口低迷且产量明显回升，供强需弱有望继续推高库存。国内棕榈油因库存升至历史高位且性价比偏低，表现弱于外盘。菜油市场基本面相对平稳，市场情绪易跟随相关油脂波动。

3 油脂油料市场展望

美豆收割工作已经开启，天气窗口将快速关闭。美国农业部在 9 月供需报告中调高美豆单产和总产，本年度美豆减产炒作基本结束。市场对中美近期达成对等降税安排保持乐观，为国内远期供应提供保障。成本驱动仍是影响国内豆粕市场走势的关键。受美豆反弹受阻及商品普跌拖累，国内粕类期货市场反弹节奏受到干扰。目前豆粕期货总持仓超过 520 万手，多空分歧容易引发盘面剧烈波动。产地棕榈油供应压力升高，国内三大油脂库存居高不下，节前油脂需求表现一般，需求端对油脂市场的主动拉升作用不足。油脂板块整体进入进入回调节奏，短期走势仍不乐观。东北新豆上市压力增加及减产担忧弱化令豆价震荡回落，叠加来自国内玉米市场的弱势拖累，豆一期货市场跌至一个月低点，市场仍缺少止跌支撑。

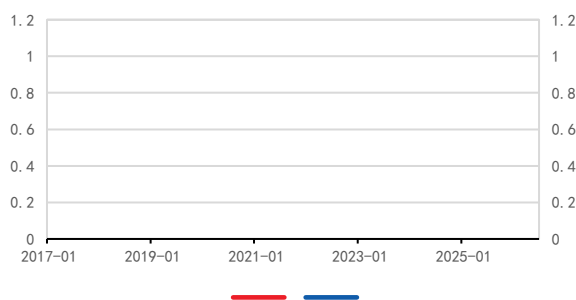
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



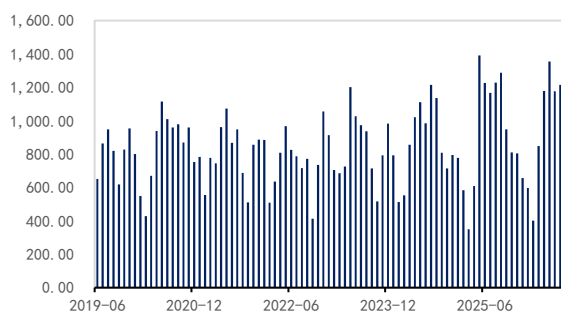
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



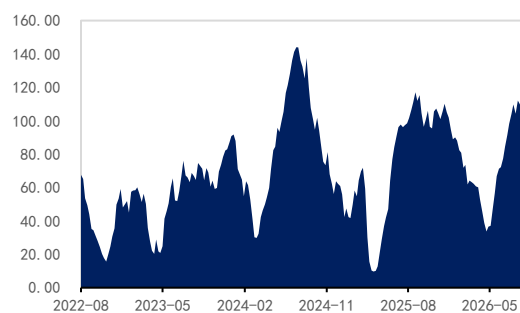
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

