

中金财富期货策略周报（2026 年第 36 期）

研究员：

周度投资视点

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

宏观策略：宏观面仍处在波动中，地缘冲突仍是市场最大的压力，另外美国云服务公司的债券收益率上行也对 AI 叙事造成影响。短期内市场关注焦点有望逐渐从通胀压力转移到美国中期选举，我们认为中期选举的预期对大类资产也有明显影响，短期内大宗商品市场波动率有所提升，建议多看少动，密切关注消息面变化。

股指期货：近期指数连续回落，虽然已经累积了反弹动能，但是外围弱势压制了市场表现。目前政策底态势明显，预计维稳力量只增不减，策略上仍建议积极关注情绪下杀后的超跌反弹机会，前提是市场情绪能够稳定。

铜：南美主产区供应风险频发，智利 Codelco 旗下 El Teniente 铜矿因泥石流事故部分停产，安托法加斯塔的 Centinela 铜矿罢工也在持续，加剧了市场对原料短缺的担忧。然而，高铜价本身也在抑制现货消费，下游多以刚需采购为主，现货升水因此承压回落。这使得铜价虽能站稳 11 万整数关口，但继续上冲的弹性也受到限制，呈现窄幅震荡格局。

锌：此前压制锌价的 LME 挤仓退潮冲击已基本被市场消化。随着中国精炼锌由净进口转向净出口，海外现货流通趋于宽松，伦锌自四年高位回落，但矿端偏紧的定价逻辑重新占据主导。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：黑色产业链呈现“成材需求修复、供应维持低位、原料供需承压”的分化格局。我们认为，钢材供需边际改善已对价格形成一定支撑，但节后需求回补尚不足以确认趋势反转；铁矿石高库存压力仍在，焦煤实际供应恢复则削弱了前期偏紧预期。短期黑色板块或延续震荡分化，成材相对原料更具韧性。

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。

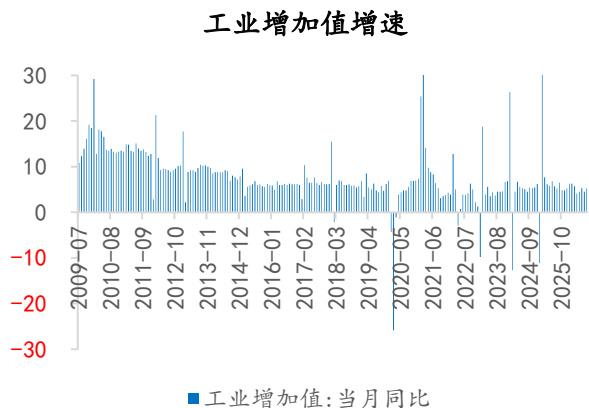
油脂油料：美豆收割进度近半，2026 年美豆产量创出新纪录基本确定，新豆集中上市形成的季节性供应压力逐步增强。巴西大豆开局良好，有助于降低市场对超强厄尔尼诺对南美大豆生产的不利影响。美豆上行驱动减弱承压回调，国内豆粕市场在成本端高度依赖美豆，美豆下跌升高国内市场看空预期，国内豆粕和豆油期货市场跟随美豆进入回调节奏。国内棕榈油维持高库存状态，低性价比削弱棕榈油需求，进口买船依然活跃，不断累积的供给压力导致在国内商品普跌环境下棕榈油市场表现更弱。受春季种植面积下滑以及东北生长期关键期降雨偏多影响，国产大豆减产预期得到官方确认，民间的减产担忧存在被高估的可能。豆一期货市场自高位快速回落，农户和贸易商挺价看涨心态将出现松动，豆价甚至存在阶段性见顶的可能。

目录

周度策略：宏观胶着，市场情绪仍处于“颠簸期”.....	- 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 9 月 PPI 超预期.....	- 6 -
3 美债收益率仍将高位震荡	- 7 -
4 宏观策略.....	- 7 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
铜.....	- 10 -
1 影响因素	- 10 -
2 结论.....	- 11 -
钢材.....	- 16 -
1 国内政策支持力度仍在，海外通胀压力较大.....	- 16 -
2 成材相对抗跌，焦煤供应修复推动产业链重新定价	- 16 -
3 上周铁水继续回落，节后需求明显恢复，库存由增转降且去化加快	- 17 -
4 小结	- 18 -
5 钢材期货现货数据	- 18 -
原油.....	- 21 -
1 霍尔木兹的罗生门.....	- 21 -
2 中期选举关键节点	- 21 -
3 也门沙特地缘外溢	- 21 -
4 调停俄乌试图救急	- 22 -
5 库存降至安全红线	- 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



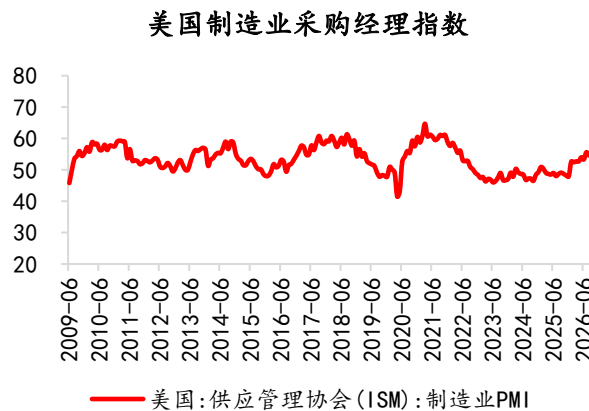
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



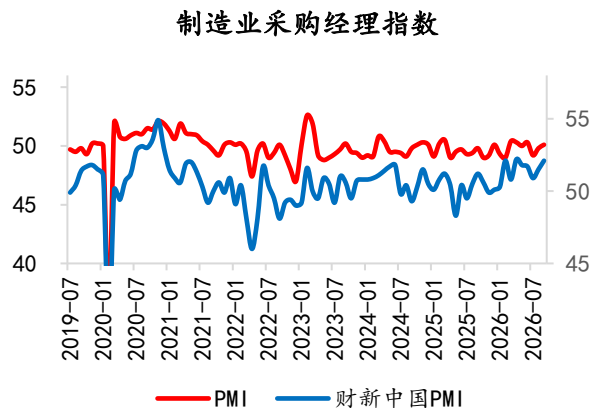
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



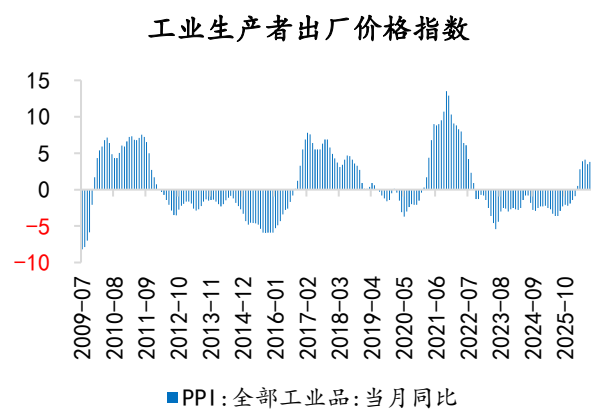
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



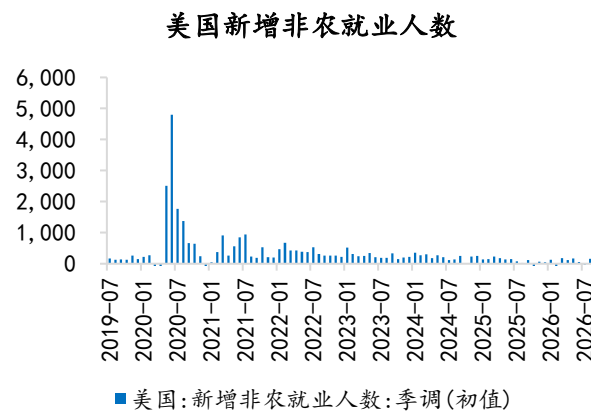
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：宏观胶着，市场情绪仍处于“颠簸期”

高油价和柴油问题对市场影响尚未结束，又迎来美国 CPI 数据超预期的影响。目前地缘政治、美债高收益以及加息预期仍是宏观方面的“三座大山”，虽然相关因素变化已经被计价到大类资产中，但市场情绪仍处于“情绪颠簸期”。

9 月出口大超预期

出口仍是我国经济最靓丽的风景线。

9 月我国出口增速大幅回升至 36.3%，带动三季度出口同比增 28.4%，较上半年增速 17.5% 进一步加快；结构上，AI 产品出口持续上行，仍是最主要支撑，汽车、化工、劳动密集型产品也形成重要拉动。进口方面，9 月进口增速小幅回升至 31%，AI 产品贡献了进口的七成增量，煤、铜等大宗价格上涨带动进口额同比高增，原油进口量仍处低位，尚未出现明显的补库迹象。总体看，9 月我国进出口同比均回升至 30% 以上，出口回升幅度更大，出口增速自今年 2 月以来首次超过进口，贸易顺差创年内新高；三季度贸易顺差同比增 20.8%，明显高于一、二季度的 -6.6%、-3.8%，对应净出口对 GDP 的拉动有望增加（一、二季度分别拉动 0.8、0.9 个百分点）。往后看，四季度出口预计维持 20% 以上的较高增速，叠加财政政策发力，全年“保 4.5%”应已无忧。

总体看，三季度净出口对 GDP 的拉动预计较上半年有所增加，四季度出口有望维持 20% 以上的较高增速，叠加财政支出提速、财政部盘活 5500 亿地方政府债务限额，全年“保 4.5%”应已无忧。9 月我国进出口同比均回升至 30% 以上，出口反弹幅度更大，出口增速自今年 2 月以来首次超过进口，贸易顺差创 2025 年 2 月以来新高；三季度我国人民币计价贸易顺差同比增 20.8%，明显高于一、二季度的 -6.6%、-3.8%，对应净出口对 GDP 的拉动有望增加（一、二季度分别拉动 0.8、0.9 个百分点），叠加财政政策发力，全年 4.5% 以上的经济增长目标有望顺利实现。

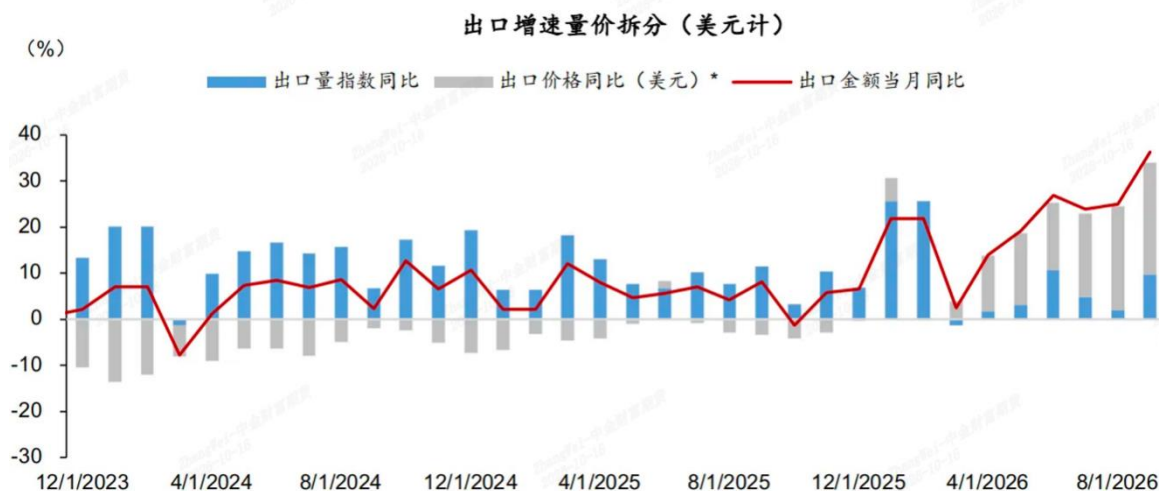
9 月我国出口增速大幅回升至 30% 以上，带动三季度出口同比增 28.4%，较上半年增速 17.5% 进一步加快；AI 出口持续上行、是最主要支撑，汽车、化工、劳动密集型产品也形成重要拉动。9 月我国出口同比升至 36.3%，创 2021 年 3 月以来次高，远高于 Wind 一致预期 25.9%；环比增 11.4%，远强于季节规律，具体看：

AI 出口增速进一步上行：作为今年出口的主引擎，AI 产品贡献了一半左右的出口增量，且出口增速仍在上行。8 月，全球半导体销售额同比增 144.3%，创历史新高；9 月韩国出口同比增 83.5%，高于前值 68.7% 和彭博一致预期 62.5%，再创历史新高，AI 链贡献了约 9 成出口增量。我国出口同样印证这一趋势，9 月集成电路、服务器出口同比分别升至 136%、92.9%（其他 AI 产品出口数据还未公布），仍是出口最重要支撑。

汽车出口增速延续高位：9 月汽车出口同比增 62%，拉动总出口 2.4 个百分点，一方面得益于我国汽车产业的竞争优势提升：8 月我国自主新能源乘用车海外市场销量份额提升至 29.1%，较 2025 年同期提升 14.4 个百分点；另一方面，未来一段时间，欧盟可能出台针对混动汽车的贸易限制措施，部分车企可能赶在措施落地前集中出货。

但是从内需角度来看，总体需求仍相对疲软。当下以科技创新为代表的新经济，与以地产为代表的传统经济尚处于交替之中，转型发展带来的阵痛虽有所减弱，但仍未完全消除，这或将在短期对经济发展造成一定制约。后续仍需关注结构性的亮点能否与整体性的企稳同步进行。

图表 1：出口增速



资料来源：Wind 资讯，中金财富期货

9 月美国 CPI 数据：核心通胀高于预期，但 10 月仍无加息必要

9 月美国 CPI 同比 3.7%，高于 3.6% 的预期，核心 CPI 同比 2.6%，同样高于 2.5% 的预期。9 月国际油价大幅回升带动能源商品和运输服务价格走强，属于预期之内。超预期的因素主要来自居于居住成本和二手车的环比强势，尽管两者的环比趋势和高频市场数据并不相符。在短期高油价难以解决的压力下，名义 CPI 在 26 年四季度将因为低基数而进一步走高，预计回到 4% 上方，而核心通胀依然没有持续加速的动力。

虽然 9 月部分项目超预期，但 CPI 整体的结构仍未改变，油价依然是最大风险，核心商品持续涨价缺乏动力，而核心服务价格和居住成本从市场高频指标看也没有持续加速的风险。不过，名义 CPI 由于 25 年的低基数将在 26 年四季度出现反弹，仍容易对市场预期形成扰动；核心 CPI 的回升风险则相对有限。美联储在已经加息、金融条件开始收紧的情况下，10 月仍可保持观察：

首先是油价整体在三季度反弹，且短期难以降低，能源商品贡献了 9 月环比中近 60% 的涨幅，约 0.39 个百分点。如果进一步考虑运输服务，两者则贡献了 9 月环比中 65% 的涨幅。名义 CPI 由于油价的低基数，仍将在四季度明显反弹，10 月能源商品环比继续构成压力。

其次是 9 月居住成本环比超预期，可能受季调等因素影响，但领先指标回落的趋势并未改变，可能不具有持续性。虽然其季调环比增 0.4%，但非季调约 0.3%。此外，市场房价、租金、销售等依然处于弱化中，8、9 月份的 CPI 居住成本短暂偏离了真实市场趋势，这也意味着涨价未必具有持续性。7% 附近的长期房贷利率也并不支持严重滞后于市场的居住成本项回暖。

对美联储而言，就业与通胀的数据组合又回到了矛盾环境，核心通胀的黏性堵住了快速转向

宽松的空间，但就业降温又在压缩持续加息的想象空间。10 月 28 日会议按兵不动的基准情形存在松动的可能，但是大概率不会加息。

继续密切关注宏观面变化

宏观面无明显变化，地缘冲突仍是市场最大的压力，另外美国云服务公司的债券收益率上行也对 AI 叙事造成影响。短期内市场关注焦点有望逐渐从通胀压力转移到美国中期选举，我们认为中期选举的预期对大类资产也有明显影响，短期内大宗商品市场波动率有所提升，建议多看少动，密切关注消息面变化。

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	10 月 13 日	中共中央、国务院发文提出发展新质生产力举措	支持科技企业上市融资、优化并购重组、民企可牵头重大技术攻关	科技是第一生产力
	10 月 14 日	日本央行官员倾向本月不再加息	避免罕见的连续加息	12 月行动仍在考虑。
数据	10 月 15 日	中国 9 月新增社融 3.55 万亿元、新增人民币贷款 1.08 万亿元	较 8 月大幅回升且双双超预期	但居民融资需求仍偏弱
	10 月 16 日	美国 9 月零售销售环比增 0.8%超预期	9 月零售销售环比增 0.8%、高于预期的 0.3%	但加油站消费环比飙升 6.4%是最大贡献项，剔除汽车与汽油后仅增 0.2%
事件	10 月 15 日	中欧在世界贸易组织多边规则框架下就混动汽车、电动汽车贸易达成磋商共识	中欧贸易仍存在多处争端	当前全球贸易保护主义抬头，汽车产业链长、跨国协作紧密，任由摩擦升级将推高企业成本

资料来源：中金财富期货研究所

2 9 月 PPI 超预期

2026 年 9 月，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.9%，环比上涨 0.2%；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 5.0%，环比上涨 1.2%。

2026 年 9 月通胀最核心的变化是 PPI 加速上行。PPI 同比涨幅扩大 1.2 个百分点至 5.0%、连续第 7 个月为正，环比上涨 1.2%、涨幅扩大 0.8 个百分点，输入性因素、煤炭供需变化和 AI 算电协同带动涨价。CPI 同比温和回升 0.1 个百分点至 0.9%，但环比上涨 0.2%、涨幅回落 0.2 个百分点，核心 CPI 同比 1.0%持平，内生需求修复仍偏温和。PPI-CPI 剪刀差走阔至 4.1 个百分点，上游涨价向下游传导仍不顺畅。整体看，物价呈输入性通胀压力上升、终端需求偏弱格局，PPI 反弹持续性取决于国际大宗商品价格能否维持高位。

PPI 加速上行，输入性、煤炭与 AI 三重驱动。

9 月 PPI 同比上涨 5.0%（前值 3.8%）、连续第 7 个月为正、涨幅扩大 1.2 个百分点；环比上涨 1.2%（前值 0.4%）、涨幅扩大 0.8 个百分点，工业品价格加速上行。

输入性因素方面，国际原油、有色金属价格上行带动国内石化、有色链条涨价，石油开采环比+14.5%、精炼石油产品制造+7.4%、有机化学原料制造+5.4%、有色金属矿采选+1.6%、有色金属冶炼和压延加工+1.5%，5 个行业合计影响 PPI 环比+0.63pp、贡献本月环比涨幅主体。

能源原材料供需方面，冬季供暖备煤需求增加、主产区供应阶段性偏紧、国际煤价上涨预期共同推升煤炭，煤炭开采和洗选业环比+9.5%、煤炭加工+13.6%；钢材水泥需求回升叠加原材料成本上涨，非金属矿物制品业环比连降 7 个月后转为+0.3%、黑色金属冶炼和压延加工+0.2%。4 个行业合计影响 PPI 环比+0.38pp。

新动能方面，人工智能、算电协同带动相关行业需求增加，电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业环比均+0.4%，合计影响 PPI 环比+0.07pp。

从同比看，涨价行业集中于资源能源与电子，生产资料与生活资料分化加剧，9 月生产资料同比+6.5%（采掘+25.4%、原材料+9.4%、加工+3.4%，从采掘到加工逐层递减、呈成本推动型涨价结构）；生活资料同比-0.1%（食品-1.8%、衣着-1.2%、一般日用品-0.6%、耐用消费品+1.6%）。上游资源能源涨价、下游地产消费相关品类走弱，反映本轮上行由供给与输入性因素主导，终端需求尚未形成支撑。

望后市，PPI 短期有望维持高位震荡。本轮 PPI 加速上行由输入性因素、煤炭供需与 AI 新动能共同驱动，终端需求尚未形成支撑，后续走势取决于油价、煤价与有色的价格中枢。

3 美债收益率仍将高位震荡

从短期维度看，我们对加息周期开启后的美债市场仍持相对谨慎态度，预计 10 年期美债收益率或继续维持高位震荡。虽然 9 月非农数据偏弱、加息概率阶段性收敛，但长端美债收益率并未明显下行，核心原因在于市场定价的重点并非“单次加息与否”，而是“本轮加息周期能走多远”。对应来看，单月非农数据尚未确认经济转向，失业率依然稳健，且油价重新上行推升通胀预期，叠加财政赤字扩张、AI 企业融资需求上升，美债供需格局仍偏紧，期限溢价成为压制美债表现的关键变量。

往后看，美债拐点需要等待到中期选举后的 2027 年，即需要三个条件的逐步兑现。其一，美国政治不确定性或在 2026 年四季度集中体现，中期选举结果将重构特朗普政府的权利格局，2026 年 12 月将面临的政府停摆问题或进一步放大美债的风险溢价。其二，油价更多是一次性价格冲击，只要油价不再继续上涨，2027 年一季度后其对通胀同比增速的直接贡献将明显减弱。其三，沃什有关降低银行准备金要求的改革有望在 2027 年推进，若美国金融系统能释放更多流动性，将有助于缓解美债供需担忧。

4 宏观策略

宏观面仍处在波动中，地缘冲突仍是市场最大的压力，另外美国云服务公司的债券收益率上行

也对 AI 叙事造成影响。短期内市场关注焦点有望逐渐从通胀压力转移到美国中期选举，我们认为中期选举的预期对大类资产也有明显影响，短期内大宗商品市场波动率有所提升，建议多看少动，密切关注消息面变化。

5 股指期货市场分析

指数连续调整

近期指数明显回落，主要是科技股下行压力的影响，双创指数是杀跌主力，上周表现看，上证 50 周-1.39%，沪深 300 周-3.4%，中证 500 周-6.6%，中证 1000 指数周-6.62%。

本轮 AI 核心票的调整幅度和时间已经接近新能源核心票在 2021 年底到 2022 年 4 月底的幅度，超级产业周期增长二阶导下修过程中的第一轮硬件估值调整接近尾声。

牛市见顶前反弹平均修复前期跌幅的 2.5 倍，见顶后修复前期跌幅六成。牛市顶点前的 V 型走势中回撤幅度/反弹幅度均值分别为 10.3%/25.5%，即后续指数反弹冲顶过程中的涨幅为前期回撤幅度的 2.5 倍；牛市顶点后的 V 型走势中回撤幅度/反弹幅度均值分别为 18.7%/10.9%，即指数反弹幅度仅为牛市高点后阶段性跌幅的 60%。

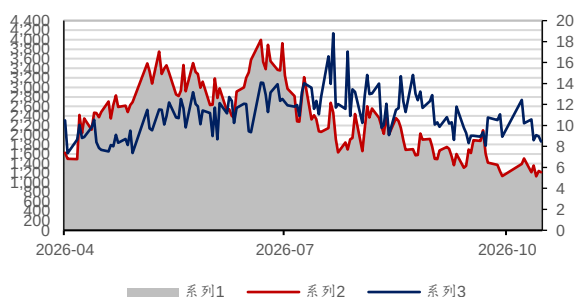
关注指数超跌反弹行情

市场对高美债利率的担忧引发了对 AI 投资的担忧，但 AI 投资预期的下修本身也在影响债券市场供需关系的预期，带来利率的回落。可以看到，虽然近期美国的 CPI 超预期、中东冲突升级导致油价进一步上行，但由于 OpenAI 和 Anthropic 近期 ARR 不及预期，北美 AI 硬件股出现明显调整，同时长端美债收益率也开始持续回落，这在本周三和周四尤为明显。

随着利率的持续回落以及市场的调整，可能很快市场就会在新的位置缓解对于高利率的担忧。这意味着利率很难一波冲到顶峰，市场也不会一波就彻底调整出清。

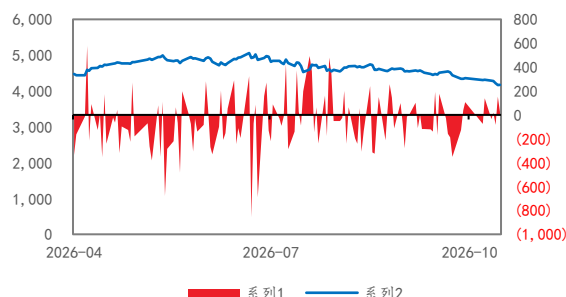
换一个角度来看，对明年以后 AI 投资悲观，是否意味着海外长端利率就会相应回落？如果看空海外的长债利率，那是否应该对非 AI 领域的需求乐观一点，是否应该对港股这样分母端受美元利率影响较大的市场乐观一点？如果市场真的最后继续持续下修对 AI 投资的看法，持续下修对科技板块的看法，那么已经经历深度调整的非 AI 板块可能会孕育出新的结构性机会，简单的线性外推负面预期不可取。

图表 8：融资融券数据图



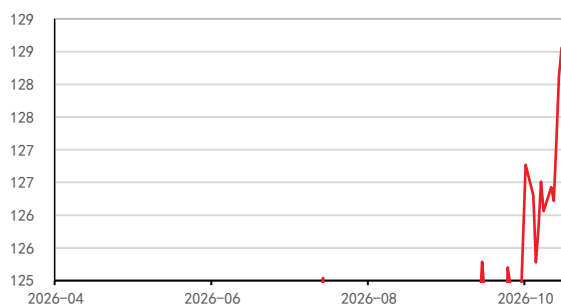
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



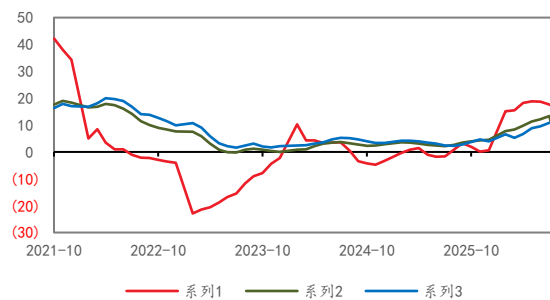
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

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

南美主产区供应风险频发，智利 Codelco 旗下 El Teniente 铜矿因泥石流事故部分停产，安托法加斯塔的 Centinela 铜矿罢工也在持续，加剧了市场对原料短缺的担忧。然而，高铜价本身也在抑制现货消费，下游多以刚需采购为主，现货升水因此承压回落。这使得铜价虽能站稳 11 万整数关口，但继续上冲的弹性也受到限制，呈现窄幅震荡格局。

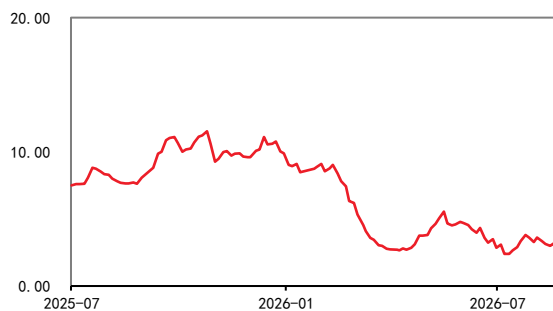
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



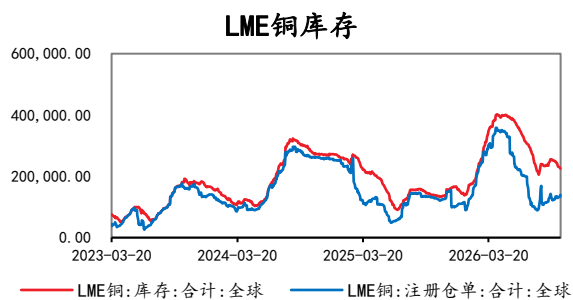
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



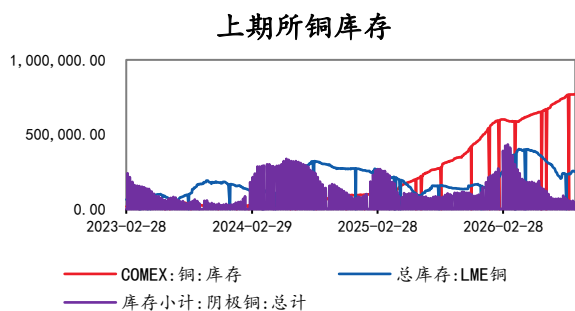
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



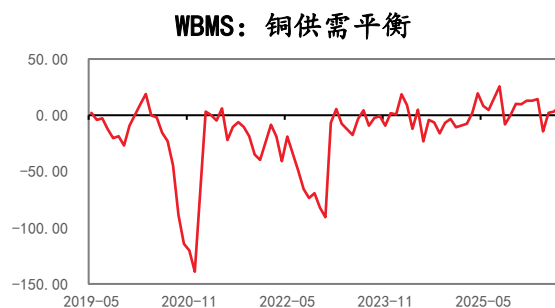
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16: 上海期货交易所铜库存



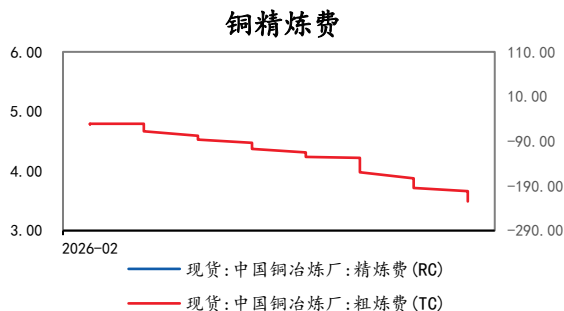
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

2026 年 8 月锌矿进口量同比下滑，但累计仍保持小幅增长，出口量级已可忽略不计。8 月沪伦比值低位运行，进口锌精矿亏损扩大至超过 2500 元/吨锌，冶炼厂优先采购国产矿，进口现货成交有限。同时进口 TC（加工费）持续处于负值（-128.85 美元/干吨），矿端偏紧格局未改。

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%。

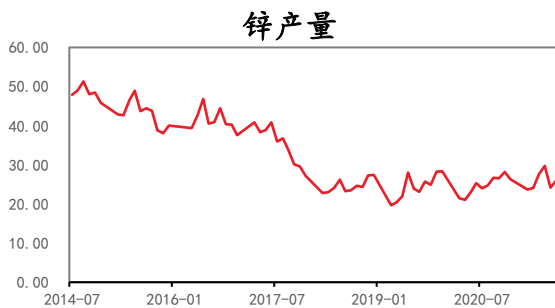
国内终端消费（如镀锌、压铸）尚处于“金九银十”的预期验证阶段，实际需求未现爆发式增长，但外强内弱的价差格局促使国内锌锭持续出口，有效分流了国内的社库压力，对价格亦形成底部支撑。

2 总结

此前压制锌价的 LME 挤仓退潮冲击已基本被市场消化。随着中国精炼锌由净进口转向净出口，海外现货流通趋于宽松，伦锌自四年高位回落，但矿端偏紧的定价逻辑重新占据主导。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



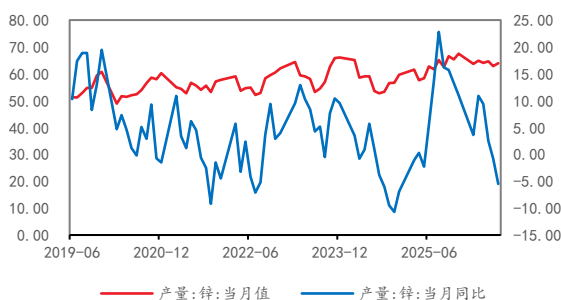
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：沪锌升贴水



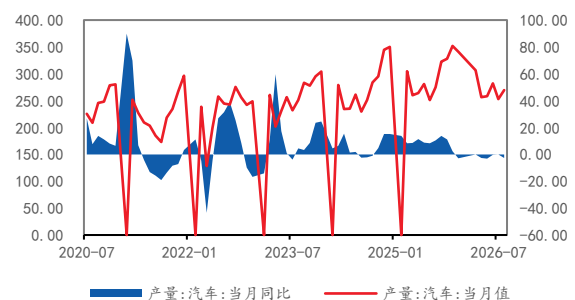
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 国内政策支持力度仍在，海外通胀压力较大

宏观环境呈现内外分化。国内方面，9 月金融数据反映政策支持力度仍在，但实体融资需求尚未全面恢复。9 月末社会融资规模存量同比增长 7.1%，前三季度社融增量 27.46 万亿元，同比少增 2.63 万亿元；住户贷款前三季度累计减少 1.03 万亿元，反映居民部门融资需求仍然偏弱。与此同时，财政部安排使用 5500 亿元地方政府债务结存限额，为后续投资提供增量资金支持。我们认为，政策托底有助于稳定市场预期，但资金投放向基建项目开工及钢材实物需求的传导仍需时间，短期尚不足以推动黑色产业链形成趋势性上涨。

价格数据同样反映国内需求修复的不均衡。9 月国内 PPI 同比上涨 5.0%，主要受到能源及部分大宗商品价格上涨推动，而工业生产者购进价格中的黑色金属材料类价格环比仍下降 0.2%。这说明本轮工业品通胀更多来自能源及部分原材料的成本冲击，而非黑色产业链终端需求全面扩张。在房地产需求仍然偏弱的背景下，黑色商品难以单纯依靠通胀预期实现持续上涨，最终仍需验证基建投资、制造业订单及建筑施工需求的实际改善。

海外方面，美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%，随后公布的 PPI 同比上涨 6.3%，能源价格上涨推动通胀压力进一步强化，一度加剧市场对美联储继续加息的担忧。不过，10 月 16 日美联储主席沃什的表态未进一步强化近期加息指引，市场对 10 月加息的预期有所回落，美元及美债收益率从高位回落。宏观定价因此从单纯的通胀紧缩交易，转向通胀与经济增长风险之间的博弈。对于黑色市场，海外宏观变化更多影响整体商品风险偏好及矿石海运成本，尚未形成足以改变国内钢材供需格局的直接驱动。

我们认为，当前宏观环境对黑色市场形成的是预期托底，而无趋势驱动。国内政策能够改善市场对后续需求的预期，但在实际需求尚未兑现前，黑色价格仍将主要由产业供需及成本变化决定。

2 成材相对抗跌，焦煤供应修复推动产业链重新定价

上周黑色系盘面整体呈现前半周震荡、后半周原料走弱的特征，其中焦煤由阶段性反弹转为明显调整，成材价格则相对抗跌。10 月 12 日至 13 日，焦煤在供应约束和现货局部支撑下仍有反弹，但 14 日至 16 日连续承压，15 日盘中跌幅一度超过 3%，明显弱于钢材和铁矿石。这一变化与山西煤矿实际复产加快、焦企采购偏谨慎的产业信息相互印证，表明市场正在由交易供应偏紧转向重新评估供应恢复速度。

成材盘面则表现出较强韧性。尽管煤焦价格明显回落，螺纹钢和热卷并未同步大幅下跌，尤其在 10 月 15 日最新周度数据公布后，库存由增转降、表观消费恢复，为成材价格提供了基本面支撑。从盘面利润来看，Mysteel 测算的螺纹钢盘面利润由 10 月 12 日的 -96.4 元/吨改善至 10 月 16 日的 -77.2 元/吨，热卷盘面利润由 -47.1 元/吨改善至 -24.9 元/吨。利润修复更多来自原料相对走弱，而非成材价格显著上涨，说明当前产业链正在重新调整利润分配，短期成材相对原料的表现更具韧性。

从期限结构看，截至 10 月 16 日，螺纹钢、热卷及铁矿石近月合约表现相对强于远月，而焦煤、焦炭近月相对偏弱，反映煤焦市场对近期供应恢复及现货降价压力的定价更为明显。与此同时，焦煤期货相对现货仍存在较深贴水，意味着供应恢复预期已经在盘面中有所体现，但不同煤种、交割品质及交割地点的差异使期现价差不能简单等同于无风险套利空间。若后续现货价格跌幅有限，期货深度贴水可能限制继续下跌的空间；若矿山库存持续累积并推动现货补跌，则盘面弱势仍有延续基础。

铁矿石则介于成材和煤焦之间。一方面，海外矿山供应增长、国内港口持续累库，对矿价构成中期压力；另一方面，钢材库存去化及钢厂利润改善，使市场对铁水进一步减产的预期有所缓和。因此，铁矿石短期缺乏独立上涨驱动，但也不宜在成材供需改善背景下过度追空。后续价格方向仍需由铁水产量、钢厂补库及港口库存共同确认。

总体而言，本周盘面变化并非黑色产业链全面转弱，而是成材与原料之间的定价逻辑出现分化。钢材需求改善使成材相对抗跌，焦煤实际复产削弱供应紧张预期，铁矿石高库存继续限制价格弹性。未来 1—3 周，我们更倾向于成材低位震荡、原料相对承压的格局，但随着原料价格回落和期现贴水扩大，追空原料的性价比正在下降，宜重点关注反弹后的交易机会。

3 上周铁水继续回落，节后需求明显恢复，库存由增转降且去化加快

上周钢材市场呈现“铁水继续下降、成材产量基本稳定、节后需求明显恢复、库存加速去化”的格局。高炉产能利用率和铁水产量继续小幅下降，五大品种钢材产量基本持平，其中螺纹钢产量增加、热卷产量下降。需求端在国庆假期后出现明显恢复，五大品种表观消费大幅回升，螺纹钢表需同比转正，推动钢厂库存和社会库存同步下降，总库存由节日期间的累积重新转入快速去化。不过建筑钢材成交周均值有所回落，表需大幅改善仍受到节后低基数影响。钢材现货价格整体走弱，但即期利润和钢厂盈利率有所改善，当前基本面呈现供应偏低、库存改善明显，但需求持续性仍待验证的特征。

上周全国高炉产能利用率降至 87.7%，环比下降 0.1 个百分点，同比下降 2.8 个百分点；日均铁水产量下降 0.3 万吨至 233.6 万吨。铁水继续维持回落趋势，目前已经降至 234 万吨以下，明显低于前期 237—238 万吨的水平，说明钢厂利润压力和需求偏弱仍在约束高炉生产。从绝对水平看，当前铁水较前期高位已经出现较明显下降，供应端负反馈正在逐步体现。对于原料而言，铁水持续下降意味着钢厂炉料刚需边际减弱，对铁矿石等原料价格的支撑有所下降，但节后钢材需求恢复能否带动钢厂重新复产，仍需要进一步观察。

上周五大品种钢材周产量为 794.5 万吨，环比下降 0.1%，同比下降 7.3%，其中螺纹钢产量增加，热卷产量下降。五大材产量整体维持在 800 万吨以下，供应端仍处于相对偏低水平。值得注意的是，近期铁水产量持续下降，但五大材产量基本稳定，说明高炉减产尚未进一步带动成材产量明显收缩，也可能受到钢厂生产结构调整、钢坯库存转化等因素影响。品种结构上，螺纹钢产量有所恢复，而热卷继续减产，反映钢厂对不同品种的生产安排有所分化。总体来看，当前成材供应压力仍然有限，低产量对节后库存消化形成一定支撑。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1084.8 万吨，环比下降 3.8%，同比下降 3.6%；钢厂库存为 395 万吨，环比下降 6.0%，同比下降 13.5%。钢材总库存环比下降 4.4%，较此前环比增幅 5.9%明显改善，库存由节日期间的累积重新转入快速去化，环比增速下降 10.3 个百分点。

社会库存和钢厂库存同步大幅下降，其中厂库降幅明显高于社库，说明节后钢厂端库存压力得到较快释放。更值得关注的是，社会库存和钢厂库存均已低于去年同期，表明前期库存压力得到明显缓解。不过，节后库存大幅下降部分受到假期结束、物流恢复和集中提货影响，仍需要观察后续正常交易周能否保持较快去库速度。

需求端明显改善。上周五大品种钢材表观消费为 863.1 万吨，环比大幅增加 21.7%，同比下降 1.4%；其中螺纹钢表观消费升至 222.3 万吨，环比增加 59.2%，同比增加 1.1%。节后五大材需求明显恢复，尤其螺纹钢表需大幅反弹并实现同比转正，显示建筑材需求较前期出现一定改善，也是推动库存快速去化的重要因素。不过需要注意，国庆假期造成此一周表需基数偏低，节后生产、运输和交付恢复正常，会明显放大环比增幅。因此本周表需大幅增长更多体现节后季节性恢复，而不能简单理解为终端需求出现同等幅度的实际扩张。与此同时，建筑钢材成交周均值为 8.9 万吨，环比下降 12.7%，与螺纹钢表需大幅回升形成明显背离，说明当前需求恢复的强度仍需进一步验证。从同比来看，五大材整体表需仍下降 1.4%，需求尚未形成全面转强的格局。

价格与利润方面，上周钢材现货价格整体走弱，但主流钢材品种即期毛利有所改善，247 家钢厂盈利率回升至 8.2%，环比增加 1.3 个百分点。钢价下降而即期利润改善，说明原料成本端的变化对钢厂利润形成一定支撑，成本压力有所缓解。不过盈利钢厂占比仍不足一成，行业整体盈利状况依然较差，钢厂主动扩大生产的动力仍然有限。当前低利润状态仍然是约束铁水产量的重要因素，如果后续钢价继续偏弱，钢厂仍有可能维持较低生产负荷，供应端对价格形成一定支撑。

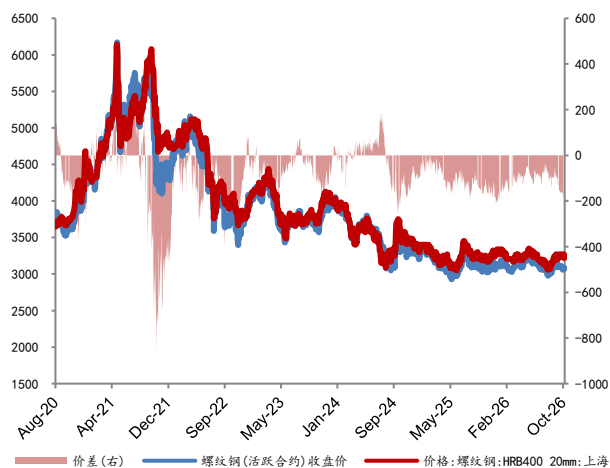
综合来看，当前钢材市场呈现“铁水继续下降、成材供应偏低、节后需求恢复、库存快速去化、利润低位修复”的格局。本周最积极的变化来自库存端，五大材总库存由节日期间累积转为下降 4.4%，社会库存和钢厂库存均低于去年同期，说明钢材库存压力已经得到明显缓解。同时，螺纹钢表需大幅回升并同比转正，显示建筑材需求出现一定改善。但需要注意，节后表需的大幅增长受到假期低基数影响，而建筑钢材成交反而下降，说明需求修复的持续性仍存在不确定性。另一方面，铁水已经降至 233.6 万吨，五大材产量维持在 800 万吨以下，钢厂盈利率仍处于较低水平，供应端暂时缺乏明显扩张动力。

4 小结

黑色产业链呈现“成材需求修复、供应维持低位、原料供需承压”的分化格局。我们认为，钢材供需边际改善已对价格形成一定支撑，但节后需求回补尚不足以确认趋势反转；铁矿石高库存压力仍在，焦煤实际供应恢复则削弱了前期偏紧预期。短期黑色板块或延续震荡分化，成材相对原料更具韧性。

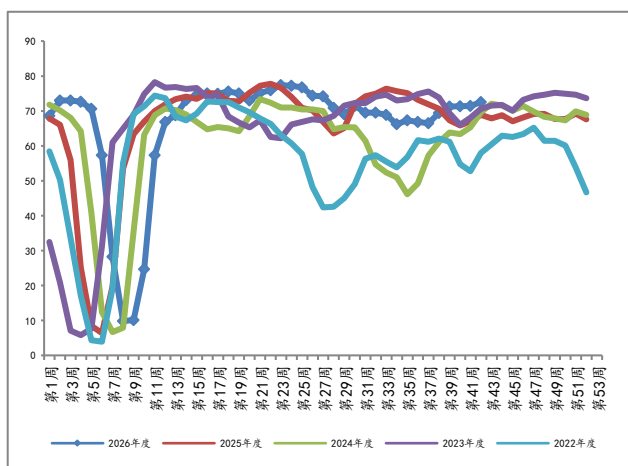
5 钢材期货现货数据

图表 22: 螺纹期现价差



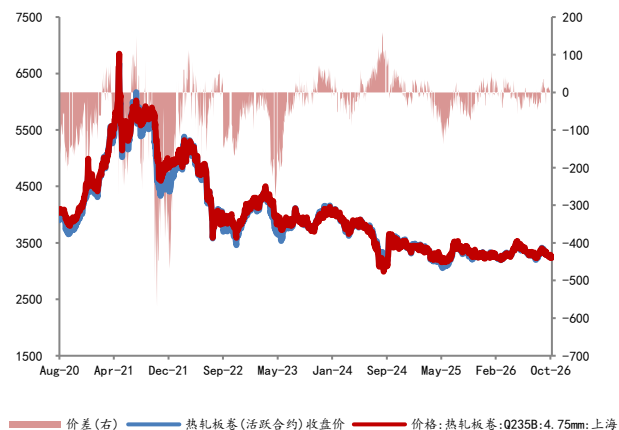
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 24: 85 家独立电弧炉钢厂: 开工率: 中国 (周)



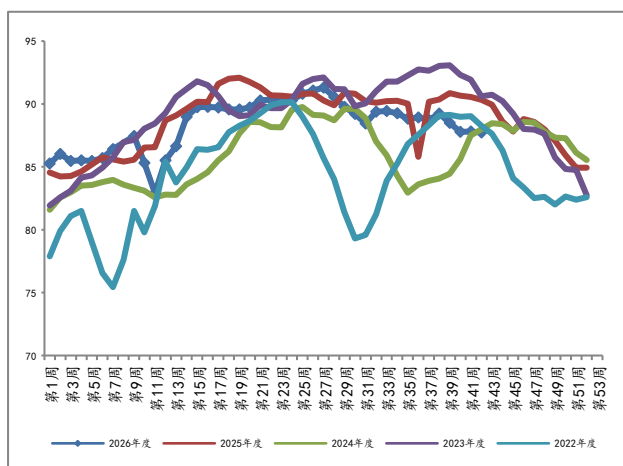
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 23: 热卷期现价差



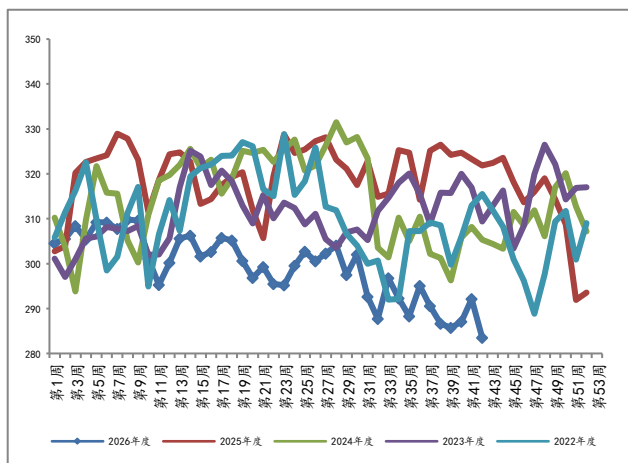
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 25: 247 家钢铁企业: 高炉产能利用率: 中国 (周)



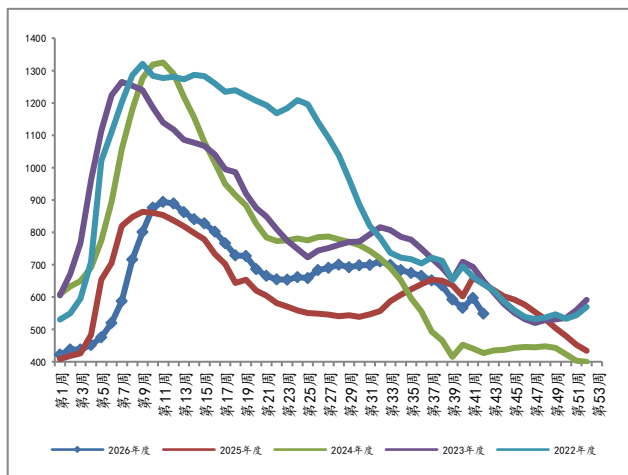
资料来源: Mysteel, 中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



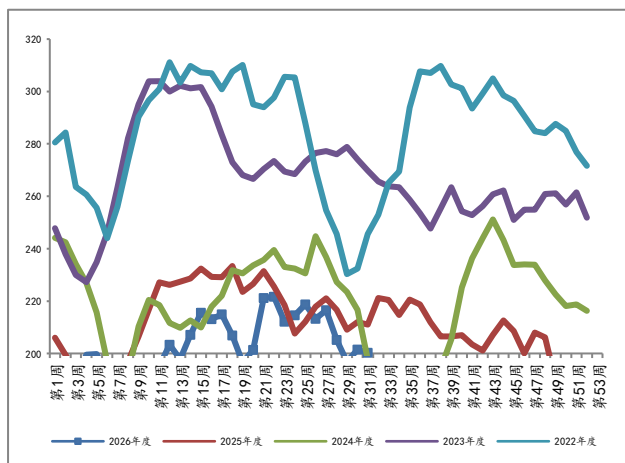
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



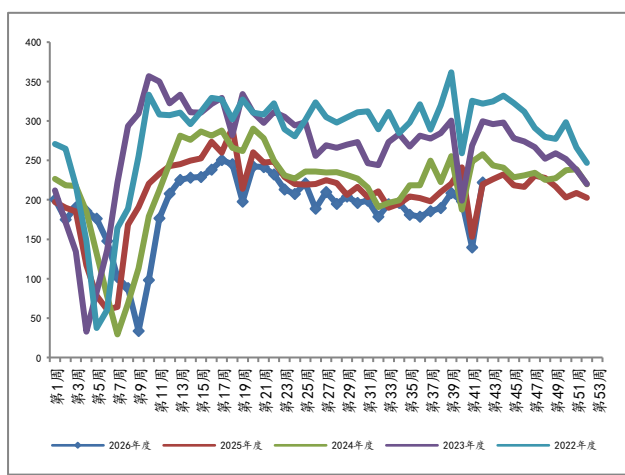
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 霍尔木兹的罗生门

现在原油交易者最为困惑的问题之一是，霍尔木兹海峡航运恢复程度究竟如何？

美军中央司令部宣称，在美国及其盟友掌控下，目前霍尔木兹海峡航运保持畅通，包括 2000 万桶原油在内的各类商品和物资经由此处通过。美国务卿鲁比奥表示，“伊朗已经完全失去对霍尔木兹海峡的控制”，原油运量几乎和战前一样多。然而，这一说法立刻遭到伊方驳斥。伊朗革命卫队表示对霍尔木兹海峡拥有完全控制权，阿曼沿岸的“非法航道”将很快被关闭，封锁状态将持续下去，直到伊朗的合理诉求得到满足。

我们综合多方机构调查推测：在美国提供的技术支持和有限护航下，海湾诸国使用中小型油轮隐蔽穿行霍尔木兹海峡，在安全区域与 VLCC 对接转运原油。9 月中下旬以来，沙特等国通过这种模式恢复了一部分原油出口，但与此同时，油轮遇袭频率也达到了冲突爆发以来的高危水平，因此原油期货市场对给出较高的地缘溢价估值。

2 中期选举关键节点

美国总统特朗普在社交媒体发文称，美国不会在中期选举前对伊朗发动攻击，此番表态略微缓和了剑拔弩张的局势，但美伊在军事和其他领域的对抗依然暗潮汹涌。

据多名美国官员透露，五角大楼已指示中央司令部完成相关准备，可能再次对伊朗发起大规模军事行动，轰炸目标或包括能源基础设施及核设施，相关指令并未给出具体打击日期，表明特朗普尚未做出最终决定。

另一方面，美国财政部宣布对伊朗实施新一轮制裁，制裁对象包括 17 艘运输伊朗原油及能化产品的船只。由于美国的封锁和制裁，目前伊朗已基本停止原油装载作业，据估计，在美国对伊朗港口的封锁范围之外，目前仍有约 2000 万桶伊朗原油滞留在海上。

我们分析认为，美伊谈判因核心利益冲突难有实质性进展，不能排除美国对伊朗战事全面重启的可能，特别是在美国中期选举之后，油价走势仍存在较高的尾部风险。

3 也门沙特地缘外溢

近日也门局势急转直下，对沙特本土构成严峻威胁，原油市场对此提前计入风险溢价。9 月也门内战全面升级后，也门胡塞武装已经对沙特机场发动多轮袭击，与此同时，沙特对也门的轰炸也造成大量伤亡，双方冲突愈演愈烈。

复盘本次也门乱局的起因，主要是特朗普悍然斩首伊朗最高领袖，打破了沙特-伊朗和解后暂时稳定的地区安全形势，其次阿联酋与沙特关系破裂后擅自撤军造成力量真空，胡塞武装趁机大举进攻红海重镇穆哈。目前沙特防空拦截能力已基本耗尽，开始向美国寻求军事援助，但特朗普当局介入意愿消极。

回顾此前红海危机时，美军对胡塞武装打击效能十分有限，在对伊朗作战投入大量资源后，也

门战线双开的消耗将难以接受。因此，抛开美伊围绕霍尔木兹海峡的对抗，也门冲突也存在较高的外溢风险，如果曼德海峡航运受阻，全球石油危机将进一步加剧。

4 调停俄乌试图救急

对伊朗的行动陷入长期僵持局面后，美国总统特朗普要求俄乌实现“能源停火”，并解除部分对俄罗斯成品油出口制裁，以平抑中东地缘激化导致的能源价格上涨。

特朗普突然在社交媒体上宣称，俄罗斯与乌克兰已达成一项能源停火协议并立即生效，以此向基辅方面施压，要求其停止袭击俄罗斯炼油厂。特朗普将柴油等燃料价格飙升归咎于乌克兰对俄罗斯能源设施的打击，还放出“乌克兰应更换总统的暴论”，使得美国与乌克兰乃至欧盟的关系急剧恶化。

另一边，美国财政部发布公告，临时放松针对俄罗斯柴油贸易的制裁，允许俄罗斯柴油进入全球市场，有效期至 2027 年 4 月 7 日。随后俄罗斯立即宣布，部分解除柴油出口禁令并于当天生效，现阶段将允许向国际市场出口 50 万吨柴油。

特朗普发动的对伊朗战争被广泛认为是推动全球能源价格上涨的主要原因，但随着美国中期选举临近，特朗普不惜利用俄罗斯及损害盟友，可见油价过热和通胀压力迫使其做出让步。

5 库存降至安全红线

自美伊冲突爆发以来，经过 7 个月的长期消耗，全球原油库存的缓冲作用正持续流失，多家机构警告能源体系安全冗余已逼近极限。

高盛坦承，其成熟的国际原油定价模型在今年出现了根本性失效，在 1998 年以来的历史样本中，OECD 商业库存能够解释 Brent 原油价格 1/36 个月期限价差超过 60% 的变动。然而，本轮地缘冲突令期限价差上涨 30 美元/桶，而 OECD 商业库存变动并未如此显著，这是因为现阶段库存消耗主要发生在非 OECD 国家。

高盛数据显示，2026 年 3-8 月统计期内，全球原油库存累计消耗已达 5.09 亿桶。根据美国能源信息署(EIA)短期能源展望报告，3 月以来全球原油库存已累计消耗约 6.6 亿桶，其中近 60% 来自非 OECD 国家。综合权威机构库存数据，估计目前全球显性原油库存已接近 2017 年以来的历史最低水平。

有资深业界人士直言不讳道，“全球原油和成品油库存水平已经如此之低，以至于能源体系对进一步冲击几乎没有抵御能力。”

6 警惕油价尾部风险

高盛重建原油定价模型、纳入非 OECD 库存数据后发现，9 月 Brent 原油均价中的风险溢价高达 22 美元/桶，远超 2022 年俄乌冲突初期 16 美元/桶的峰值水平。市场博弈结果表明，交易者普遍担忧能源危机成为现实，从而支付接近 4 月高点的恐慌性溢价。

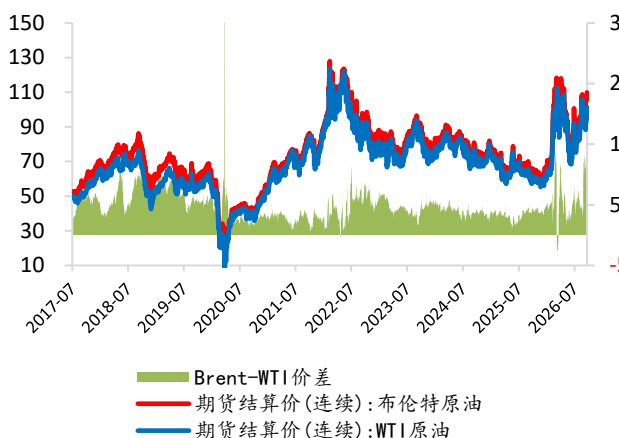
此番全球能源危机可大致概括为三个阶段：首轮以美伊冲突引发的石油危机开局，随后数月传导至柴油为主的成品油危机，而现在中东地缘外溢正引发航运危机。目前沙特东西管道运输重

启，叠加霍尔木兹海峡隐蔽航行，成功恢复了一部分原油供应，紧平衡状态得以勉强维持，但前提是不再出现任何新的意外。

全球最大独立原油贸易商 Vitol 总裁发出措辞严峻的警告：西方（以 IEA 成员国为代表）原油库存已经无油可抽，在安全冗余消耗殆尽的情况下，如果再发生大规模航运中断，油价依然处于易燃易爆的状态。

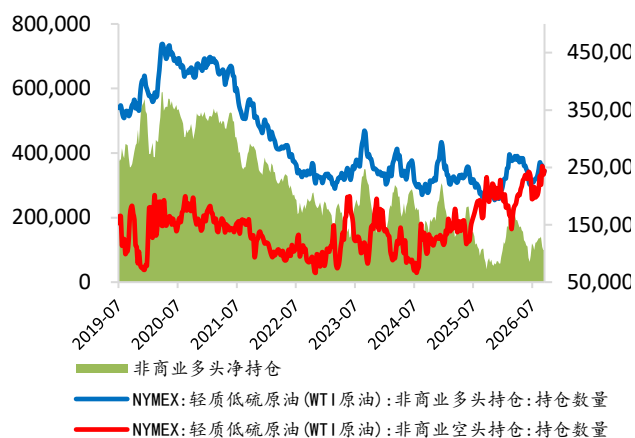
7 原油期现数据

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



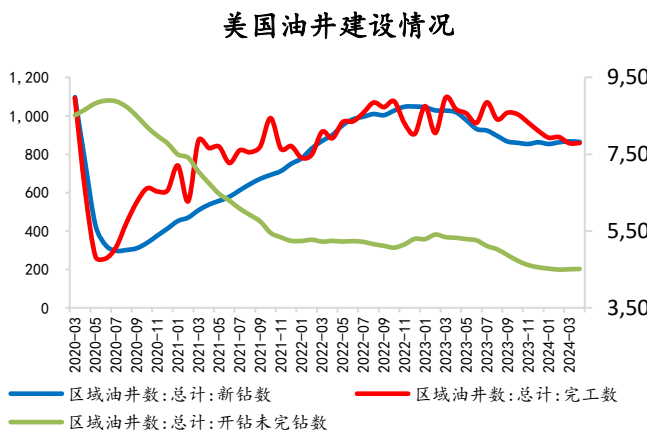
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



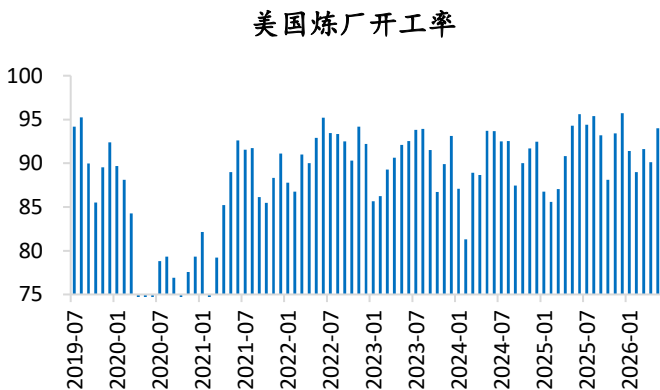
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



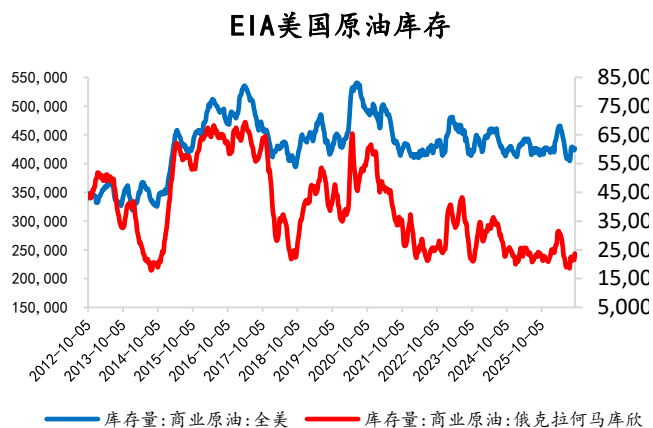
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



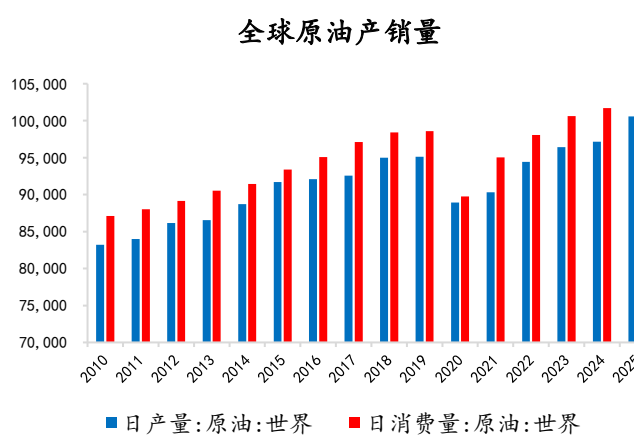
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

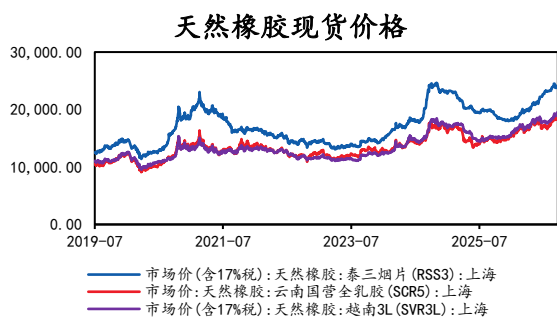
未来一两个月国内橡胶进口量难有大幅回升，港口及社会库存大概率延续下降趋势，现货端强势支撑沪胶表现。

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。

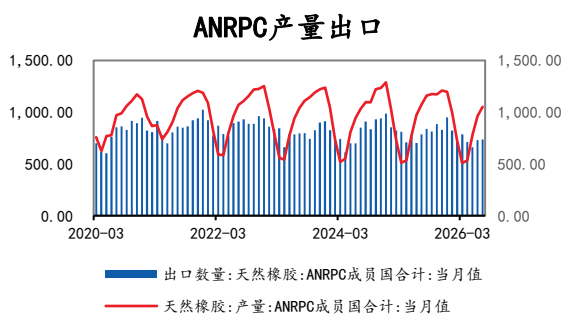
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



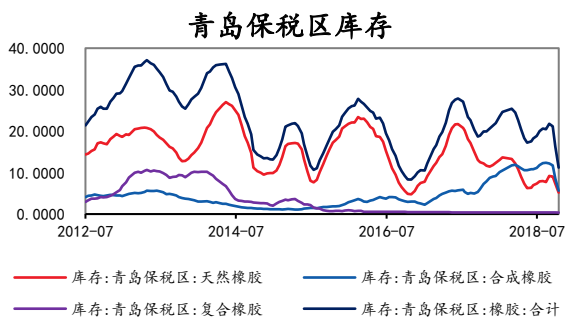
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



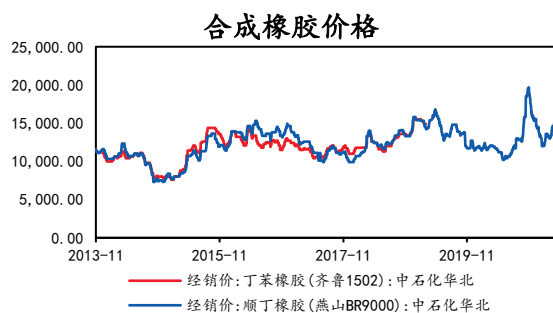
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



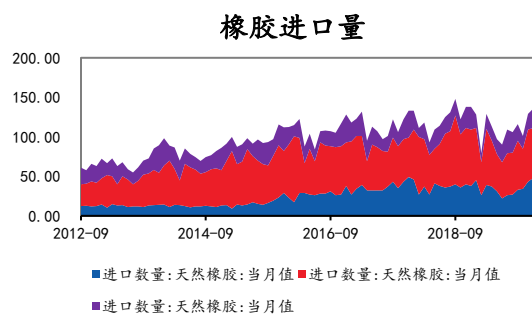
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



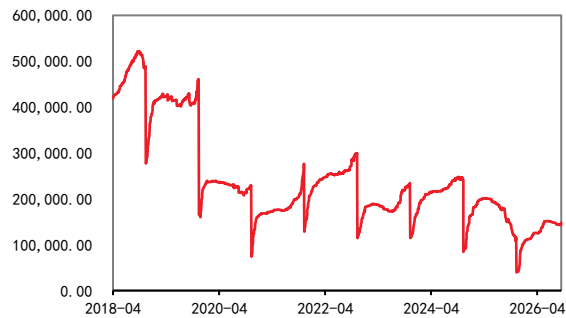
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



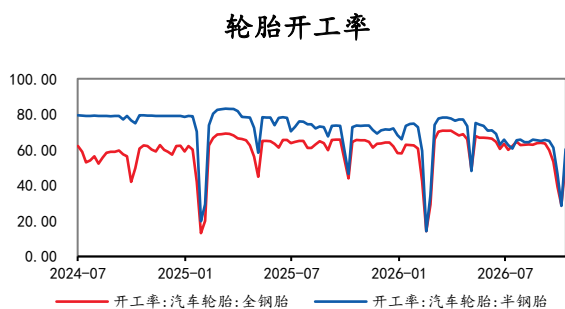
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



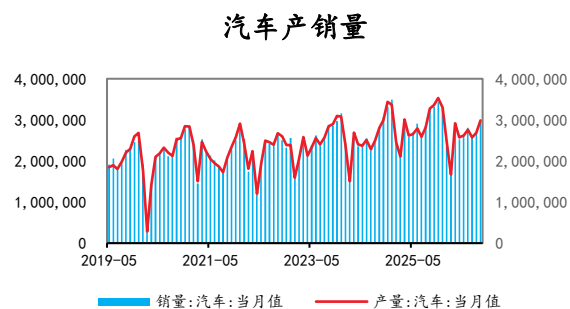
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆跌至七周低点，国内油脂油料市场全线回落

1 外部豆类市场分析

美豆产量不降反增，USDA 10 月报告利空程度超预期

美国农业部（USDA）于上周五公布 10 月供需报告，美国农业部将 2026 年美国大豆单产预估值从上月的 52.8 蒲式耳/英亩调高到 53.1 蒲式耳/英亩，美豆产量升至创纪录的 45.62 亿蒲式耳（合 1.24147 亿吨），美豆期末结转库存量也高于市场预期值。报告前市场根据美豆优良率水平预计美豆单产会被下调，因此本次报告的利空程度超过市场预期。受美豆供给压力升高影响，CBOT 大豆期货市场反弹遇阻，11 月合约重回 1300 美分之下运行。

美豆 9 月压榨量明显低于预期，中国重启美豆大单采购

全美油籽加工商协会（NOPA）发布的压榨月报显示，美国 9 月大豆压榨量为 1.963 亿蒲式，创 13 个月低位，环比下降 4.5%，同比下降 0.8%。美国国内大豆压榨量下滑，增加美豆高位运行的难度。继本周三民间出口商向美国农业部报告向中国出口销售 47 万吨大豆，周四民间出口商报告向中国出口销售 33 万吨大豆，向未知目的地出口销售 28.345 万吨大豆。中国进口商再度对美豆展开大单采购，有助于降低美豆集中上市形成的供应压力。

巴西大豆播种提速，产量前景保持乐观

据巴西农业部下属的国家商品供应公司（CONAB），截至 10 月 9 日，巴西大豆播种率为 15.6%，上周为 9.4%，去年同期为 11.1%，五年均值为 15.2%。马托格罗索、南马托格罗索、巴拉那州进度靠前，播种率分别达 25.2%、25.0%、36.0%；圣保罗州本周期尚未启动播种；南里奥格兰德州还未开展播种作业。该机构对巴西 2026/2027 年度大豆产量的最新预估值为 1.816 亿吨，同比增长 0.7%。美国农业部在 10 月报告中维持对巴西 1.86 亿吨产量的评估。咨询公司 Patria AgroNegocios 上周五表示，巴西大豆播种进度创历史最快纪录，达到 19.77%，远高于去年同期的 12.86%和五年均值 11.55%。在超强厄尔尼诺背景下，巴西大豆良好开局有助于降低不利天气对产量的影响。

印度需求回升难解马来西亚棕榈油库存压力

本周一，马来西亚棕榈油局（MPOB）公布月度供需报告，报告显示 9 月份马来西亚棕榈油供需强弱格局呈升级态势。从 MPOB 报告的主要数据看，产量强劲攀升叠加出口下滑，库存压力在持续升高。报告显示，马来西亚 9 月底棕榈油库存达到 351 万吨的创纪录新高，环比增长 24.54%，高于报告前市场预期的 337 万吨；9 月棕榈油产量连续第四个月攀升，环比增长 16.48%至 212 万吨，同样创出历史新高；出口环比下降 12.13%至 112 万吨，需求下滑明显。受印度进口需求回暖影响，马来西亚 10 月 1-15 日棕榈油出口数据大幅反弹。船运调查机构 ITS 和 AmSpec Agri 发布的数据显示，10 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口量环比增长 43.2%—58.3%。印度需求能否化解库存压力仍需时间验证。本周马来西亚棕榈油经历短暂冲高后重回下行节奏，足见供给压力仍在限制价格回升。

2 国内豆类市场分析

需求增长乏力，高库存限制粕价回升

受双节期间油厂停机影响，全国大豆周度压榨量从 200 万吨之上快速下降到不足 100 万吨。近日全国油厂陆续恢复开机，大豆压榨量逐步回到正常水平。中国 9 月进口大豆 1188 万吨，同比下降 7.7%。10 月进口大豆到港量预计回落至 850 万吨左右，供给压力虽有所减轻，但进口大豆高库存现状仍在持续。根据上海钢联（Mysteel）的最新统计，截至 10 月 12 日，国内主要油厂豆粕库存为 109.08 万吨，周度减少 21.03 万吨。随着油厂开机率升高，国内豆粕库存有望

再次回升。目前国内生猪养殖亏损程度扩大，产能持续去化，饲企多维持刚需采购，看涨预期不足导致豆粕基差维持弱势，需求端对粕价提振作用有限。

国内棕榈油库存压力最大，棕榈油在三大油脂中表现最弱

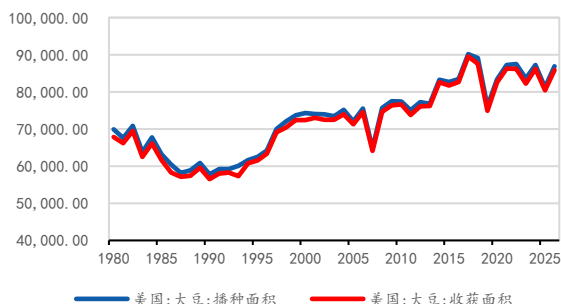
国内棕榈油快速攀升的库存仍是市场面临的现实压力。据 MySteel 发布的统计数据，截至 10 月 9 日，全国重点地区三大油脂商业库存总量为 280.94 万吨，周度增加 18.96 万吨。其中棕榈油库存量为 116.07 万吨，周度增加 19.27 万吨，同比增幅达到 111.96%。国内棕榈油价格相对豆油缺乏性价比，替代消费长时间被抑制，高库存叠加低性价比，是导致近阶段国内棕榈油较其他油脂走势明显偏弱的核心原因。因此，在巨大的库存压力下，本周国内棕榈油市场再遇抛压，重回此前下跌节奏。

3 油脂油料市场展望

美豆收割进度近半，2026 年美豆产量创出新纪录基本确定，新豆集中上市形成的季节性供应压力逐步增强。巴西大豆开局良好，有助于降低市场对超强厄尔尼诺对南美大豆生产的不利影响。美豆上行驱动减弱承压回调，国内豆粕市场在成本端高度依赖美豆，美豆下跌升高国内市场看空预期，国内豆粕和豆油期货市场跟随美豆进入回调节奏。国内棕榈油维持高库存状态，低性价比削弱棕榈油需求，进口买船依然活跃，不断累积的供给压力导致在国内商品普跌环境下棕榈油市场表现更弱。受春季种植面积下滑以及东北生长关键期降雨偏多影响，国产大豆减产预期得到官方确认，民间的减产担忧存在被高估的可能。豆一期货市场自高位快速回落，农户和贸易商挺价看涨心态将出现松动，豆价甚至存在阶段性见顶的可能。

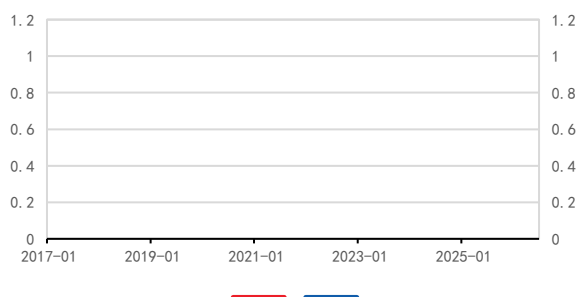
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



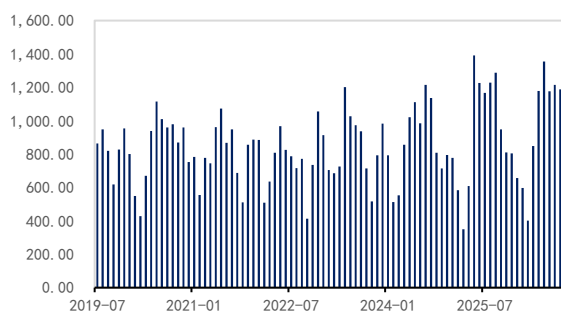
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



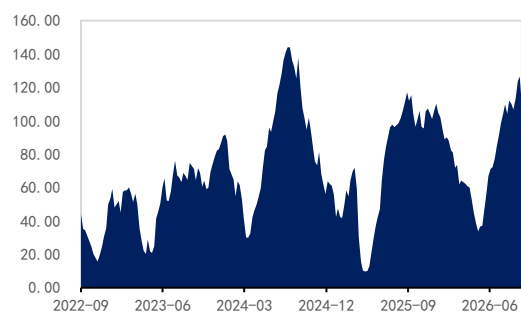
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

