

中金财富期货策略周报（2026 年第 37 期）

研究员：

周度投资视点

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小微

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

宏观策略：宏观面虽然存在压力，但是亚洲股市如此大的跌幅，呈现典型的超卖特征。韩国 KOSPI 指数未来 12 个月预期市盈率降至仅 4.2 倍，成为彭博 2006 年有数据以来首个跌破 5 倍关口的万亿美元级市场，这种资金流出导致的下跌有望在后市逐渐修复，我们建议后市重点关注权益市场的修复机会。

股指期货：上周五国家队买入力度加大，加上罕见的部分科技股在盘中发布利好，政策端呵护市场的态势非常清晰。不过历史规律看，政策底不等于市场底。目前市场悲观情绪的逆转需要行情转为稳定，政策端力度更大。建议稳健投资者继续观望，目前如此高的波动率仍显示市场尚不稳定，激进投资者继续关注逢调整买入机会。

铜：沪铜本周价格走势前高后低，量价齐跌，本质上是“非美偏紧”叙事被北美交仓证伪的即期反应，叠加加息预期压制估值与关税溢价消退的三重共振。矿端硬约束决定了深跌空间有限，但在 LME 库存压力被消化、现货升水企稳之前，盘面缺乏重新向上的催化，短期或以震荡消化利空为主。

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。另一方面，需求端正值传统旺季，镀锌及合金等领域接货意愿回暖，现货升水走强，对价格形成托举。锌价“矿紧需弱”的格局，呈现“下方有成本底、上方无需求顶”的震荡格局。

钢材：黑色产业链仍处于弱需求与成本支撑的博弈中，钢材自身上涨驱动不足，价格主要跟随原料波动。当前产业链的核心矛盾在于钢厂利润偏低，但原料端仍存在不同程度的供应约束，成本压力尚未完全向上游传导。

原油：随着美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡倒退回实质性封锁状态，全球能源体系将面临真实危机。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。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。

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重拾上涨趋势。天然橡胶供应端是本轮价格上涨的核心驱动，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，令期货盘面创九年来新高，长期上涨趋势具有一定持续性。

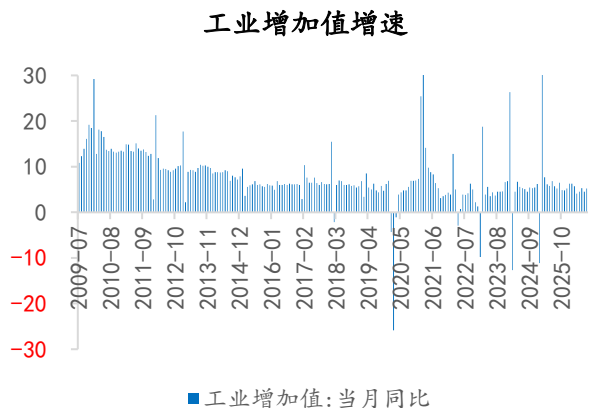
油脂油料：美豆收割渐入尾声，创纪录的产量压力陆续释放。中国需求强劲，暂缓美豆季节性供应压力。巴西大豆开局良好，乐观的产量前景有助于降低市场对超强厄尔尼诺的担忧。国内豆粕市场在成本端和情绪上与美豆保持较强联动，粕价整体跟随美豆波动。国内油脂品种因供需基本面差异而维持差异化行情。棕榈油库存同比高出一倍，低性价比削弱棕榈油需求，进口买船依然活跃，供需两端施压令棕榈油市场在三大油脂中表现最弱。豆油库存虽高，但季节性需求以及强势出口有助于缓解供应压力。菜油库存恢复缓慢，低位支撑较强。预计棕榈油较豆油的升水幅度将继续收窄。受春季种植面积下滑以及东北生长期关键期降雨偏多影响，国产大豆减产预期得到官方确认，民间评估的减产幅度高于官方，导致产区优质大豆供不应求，价格保持强势。豆一期货市场经历短暂调整后再度走强，如能得到需求端配合，有望继续冲高。

目录

周度策略：市场出现积极信号，等待波动率下降	- 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 月经济数据：总量企稳，结构延续分化	- 6 -
货币政策框架“换锚”方向明确	- 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 国内需求继续走弱，海外能源冲击强化通胀逻辑	- 15 -
2 焦煤供应预期改善	- 15 -
3 上周铁水继续回落，钢材需求明显走弱，库存去化速度放缓	- 16 -
4 小结	- 17 -
5 钢材期货现货数据	- 17 -
原油	- 20 -
1 伊朗加大袭船力度	- 20 -
2 原油供应骤然收紧	- 20 -
3 战事重启概率上升	- 20 -
4 紧急抛储扬汤止沸	- 21 -
5 库存降至安全红线	- 21 -
6 警惕油价尾部风险	- 21 -
7 原油期现数据	- 22 -
天然橡胶	- 24 -
1 超强厄尔尼诺确认	- 24 -
2 全年减产难以逆转	- 24 -
3 供应收缩核心驱动	- 24 -
4 下游缺乏增量支撑	- 24 -
5 预期先行等待验证	- 25 -
6 周期重拾上升大势	- 25 -
7 橡胶期现数据	- 25 -
1 外部豆类市场分析	- 29 -
4 油脂油料市场主要数据	- 30 -

重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



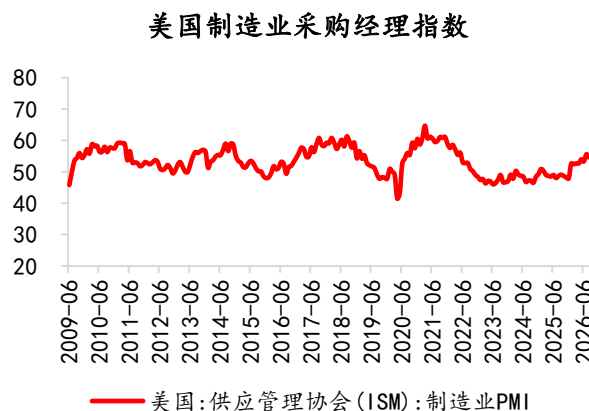
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



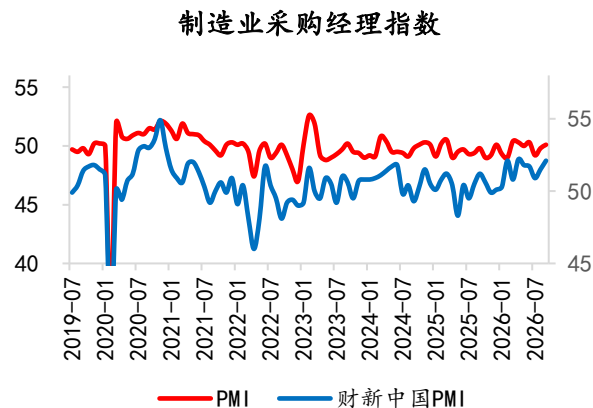
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



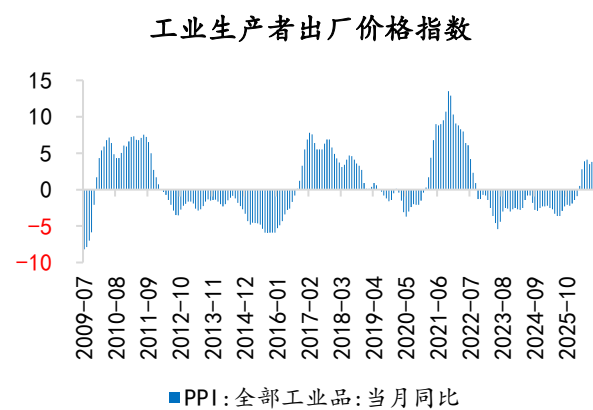
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



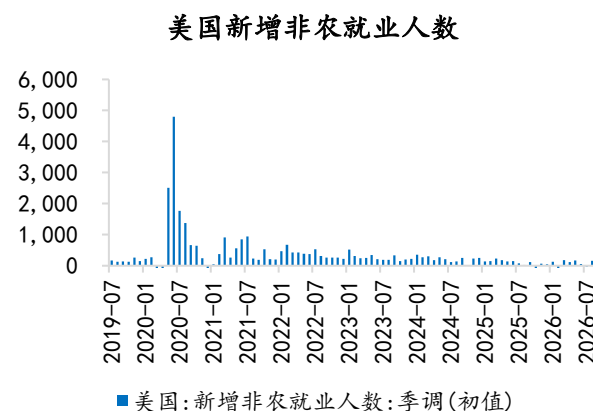
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：市场出现积极信号，等待波动率下降

近期的行情可以用一句话总结：“低迷情绪延续，低风险偏好带来高敏感”，尤其是亚洲股市出现明显的超卖行情，但是目前积极信号开始出现，短期内可等待波动率下降后的参与机会，重点关注权益市场。

短期内市场避险情绪显著升温

近期美债收益率下降，美股、黄金乃至 AI 金属回落，叠加欧洲债市收益率上行，是较为典型的避险情绪升温的迹象。

地缘扰动方面，10 月 27 日以色列选举后进行新政府组阁，11 月底美国三艘航母能够集结完毕，美伊有可能会在 11 月上演一轮打击来宣布胜利，市场已经在定价美伊可能再次升级一次的可能性。油价这里高位震荡后，存在随时往上再突破的可能性，另外欧洲骚乱也加剧了避险资金流入美国，资金先选择避险和做空风险资产。

美国市场方面，AI 资本开支从股权叙事切到债务融资，信用利差走阔，成长股先杀估值。这周的风险在于 FOMC 会议和 PCE 通胀数据，如果超预期将会进一步压制科技股的估值。美股近期持续调整，资金切换进入传统资产和国债。

国内方面，三季度 GDP 增速小幅回升，全年目标压力显著缓解，但环比动能仍弱于季节性。生产端由出口与 AI 产业链主导，工业增加值连续两月改善，高技术制造维持高景气，传统行业亦随天气扰动消退而修复。消费超预期反弹主要源于中秋假期错位与低基数，剔除汽车后的可选消费改善面扩大，但居民消费意愿仍偏谨慎。投资累计降幅持平，单月增速边际改善，制造业与基建在政策性金融工具落地下降幅收窄，地产投资仍在筑底，一线城市局部回暖难以对冲整体压力。四季度经济增长焦点从“保目标”转向存量政策转化效率与政策跨年布局。近期的金融街论坛涉及货币政策以隔夜利率为新锚、流动性支持工具向非银机构延伸、资本市场中长期资金由主动产品承接以及机构体系减量提质换取风险收敛等长期维度下金融市场运行框架重构的诸多内容。方向明晰后，关注后续执行细则和首批操作的落地。

分拆来看，我们上周强调的市场“情绪颠簸期”仍待走稳，AI 下跌属于拥挤交易的阶段性估值消化，不是逻辑终结，因此板块内部分化加剧：算力芯片承压，网络安全受益。法国债风险为区域性尾部风险，暂不具备 2011 年欧债危机全面爆发条件，但会持续压制风险偏好。本轮避险回归传统债券与低息货币，黄金走弱，说明当前核心矛盾是增长担忧，而非恶性通胀。A 股是信心与估值驱动的弱势行情，无系统性危机，但缺乏强催化，外资信心偏弱。高油价压缩央行降息空间，是高估值成长股的长期约束。

社融总量回升，内需修复待验证

前三季度金融统计数据：2026 年 9 月末广义货币 M2 同比增长 7.2%；狭义货币 M1 同比增长 3.2%。2026 年 9 月末社会融资规模存量同比增长 7.1%；2026 年前三季度社会融资规模增量累计 27.46 万亿元，比上年同期少 2.63 万亿元。

政府债券发力支撑，社融同比多增。2026 年 9 月新增社融初值为 35,491.00 亿元，较上年同期多增 153.00 亿元，高于万得市场预测。但社融同比增速为 7.10%，延续下行。政府融

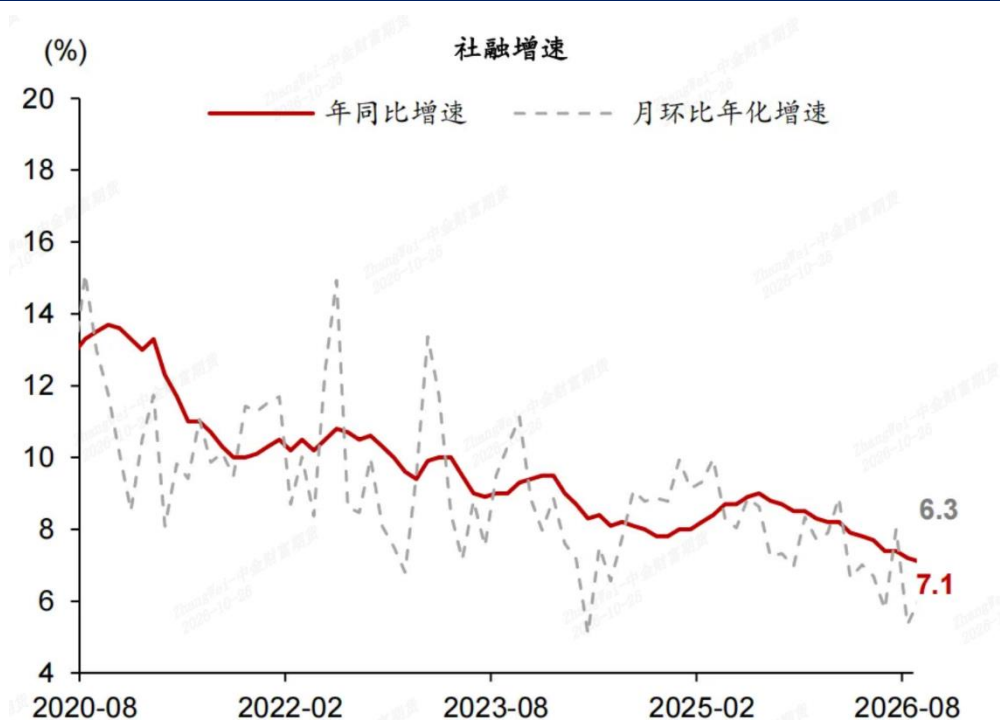
资同比多增，政府债券净融资同比多增 3,438.00 亿元。社融口径下新增人民币贷款比上年同期少增 3,342.00 亿元。直接融资：9 月企业债净融资同比多减 561.00 亿元；非金融企业境内股票融资同比多增 159.00 亿元。新增非标融资同比少增 1,102.00 亿元。我们认为在新旧动能转换的过程中，当前融资结构正从传统银行信贷向债券等直接融资渠道延伸，但融资结构变化的背后，实体融资需求的改善程度有待进一步跟踪。

信贷同比少增，信贷结构仍待改善。9 月金融机构口径下新增人民币贷款为 10,800.00 亿元，同比少增 2,100.00 亿元。企(事)业部门信贷：9 月企(事)业贷款增加 12,900.00 亿元，同比多增 700.00 亿元。其中，票据融资减少 500.00 亿元，企业短贷增加 4,600.00 亿元，中长期贷款增加 8,900.00 亿元。居民部门贷款：9 月居民贷款同比少增 3,890.00 亿元。其中，居民短期贷款减少 900.00 亿元，居民中长贷款增加 874.00 亿元。企业贷款呈现边际改善、但居民信贷需求有待提振。

M1 与 M2 增速同步回落，货币宽松的传导仍需观察。9 月末广义货币(M2)同比增长 7.20%，较前值回落 0.3 个百分点；狭义货币(M1)同比增长为 3.20%，回落 0.9 个百分点；M1-M2 剪刀差为-4.00pct。M2 增速保持高位边际小幅回落，而 M1 增速下行或受到上年同期基数、季末资金流动及存款结构变化影响，也可能反应了市场活力有待改善。

贷结构或反映融资需求依旧有待修复。结构上政府债券及企业债券融资对社融形成支撑，人民币贷款增速放缓，而在新旧动能转换的过程中融资结构正从传统银行信贷向债券等直接融资渠道延伸，但融资结构变化的背后实体融资需求的改善程度还有待进一步跟踪。

图表 1：社融增速



资料来源：Wind 资讯，中金财富期货

重点关注权益市场反弹机会

宏观面虽然存在压力，但是亚洲股市如此大的跌幅，呈现典型的超卖特征。韩国 KOSPI 指数未

来 12 个月预期市盈率降至仅 4.2 倍，成为彭博 2006 年有数据以来首个跌破 5 倍关口的万亿美元级市场，这种资金流出导致的下跌有望在后市逐渐修复，我们建议后市重点关注权益市场的修复机会。

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 22 日	中共中央、国务院：开展颠覆性技术挖掘甄别，加强新技术应用监管	加强基础理论研究和底层技术研发，开展颠覆性技术挖掘甄别，加速科学发现和技术突破	科技是第一生产力
	10 月 23 日	韩国央行连续两次加息后按兵不动	基准利率维持 3.00%	韩国央行行长称暂停不等于紧缩周期终结
数据	10 月 22 日	美国上周首次申请失业救济人数降至 19.4 万	创三个月新低	四周移动均值为 2022 年以来最低
	10 月 20 日	中国三季度 GDP 同比增长 4.5%	前三季度增 4.6%、经济运行总体平稳	全年经济目标完成无压力
事件	10 月 19 日	中国商务部、科技部拟对人工智能、生物医药、光伏三个领域 40 项技术实施出口管制	其中禁止出口 14 项、限制出口 26 项，并同步实施出口前登记管理	有效保证科技安全，相关行业科技领先

资料来源：中金财富期货研究所

2 9 月经济数据：总量企稳，结构延续分化

总量落在目标区间，出口走强与内需拖累并存。按不变价计算，2026 年第三季度我国 GDP 同比增长 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，高于 Wind 一致预期的 4.41%。2026 年前三季度 GDP 同比增长 4.6%，较上半年回落 0.1 个百分点，但仍高于 Wind 一致预期的 4.56%，增速仍处于全年 4.5%-5%的预期目标区间内。

分产业看，第三季度第一、二、三产业同比分别增长 3.6%、3.4%和 5.2%，其中第一产业增速回落 0.1 个百分点，二、三产业增速均回升。从增长动力看，出口和高技术制造业是三季度经济增长的重要支撑。受益于全球 AI 产业景气，电子产业链中游产品需求保持强劲，前三季度进出口表现超出市场预期，高技术产品出口的竞争优势持续巩固。与出口和制造业生产的较强韧性相比，内需表现仍相对偏弱，投资和消费恢复偏慢，经济增长的内生动力有待增强。

三季度名义 GDP 增速约为 6%，GDP 平减指数连续两个季度为正，三季度初步核算为 1.33%，价格因素对名义经济增长的支撑有所增强。但价格回升仍主要集中在上游能源和 AI 相关行业，PPI 回升的同时，CPI 仍受居民消费需求偏弱影响，整体处于低位。这表明上游涨价向下游商品和服务价格的传导仍不充分，居民收入与消费之间也尚未形成明显的正向循环，价格回暖向内需扩散仍需时间。预计出口韧性与政策支持仍是四季度 GDP 的主要支撑。

全球 AI 产业链景气有望带动四季度出口维持较高增速；同时，5500 亿元地方债结存限额、PSL 利率下调至 1.5% 并支持“六张网”建设，以及 8000 亿元新型政策性金融工具持续投放，有望推动基建项目形成更多实物工作量，并对制造业投资形成支撑。但以旧换新政策的拉动效应有所减弱，房地产市场仍处于深度调整阶段，内需恢复仍面临约束。整体来看，四季度经济仍将呈现外需支撑较强、内需修复偏慢的格局。

货币政策框架“换锚”方向明确

2026 年金融街论坛主题聚焦全球金融发展与合作、金融发展新生态等。央行推出五项增量举措统筹流动性管理与市场开放，货币政策框架“换锚”方向明确。

央行行长潘功胜在会议上宣布五项增量举措，政策聚焦流动性管理、市场建设等领域。流动性方面，设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具，扩大常备借贷便利适用机构范围。市场与开放方面，推动债券市场互联互通落地、便利境外金融机构在境内外汇市场开展人民币购售业务、出台金融支持建设北京（京津冀）等国际科技创新中心的指导意见。另外，央行还表示，增强高质量政策供给，推进人民币国际化。

货币政策框架的中长期转型方向同步明确，核心是公开市场操作品种与政策利率的“换锚”。央行将研究择机把公开市场主要操作品种期限由 7 天切换为隔夜，使隔夜回购利率成为主要政策利率，并推进贷款定价基准多元化和存贷款基准利率退出。政策利率换锚后，或有助于引导社会融资成本进一步下行，并提振信用需求、稳定宏观预期。后续央行或提高隔夜操作频率，带动市场逐步适应，为政策利率最终平稳衔接创造条件。

新设工具与开放举措均附有前置条件，政策在稳定市场与防范风险之间保持平衡。新工具定位为债券市场稳定机制和宏观审慎管理新工具，仅在资管机构群体性流动性风险、赎回与抛售负向循环等特定情景下启用，工具适用的机构包括银行理财子公司等。新工具开展操作须满足宏观审慎要求、提供高等级抵押品，以防止定价扭曲和兜底幻觉。外汇市场开放以境外清算行自营交易为切口，重在提升境外机构参与深度，整体节奏渐进可控。

4 宏观策略

宏观面虽然存在压力，但是亚洲股市如此大的跌幅，呈现典型的超卖特征。韩国 KOSPI 指数未来 12 个月预期市盈率降至仅 4.2 倍，成为彭博 2006 年有数据以来首个跌破 5 倍关口的万亿美元级市场，这种资金流出导致的下跌有望在后市逐渐修复，我们建议后市重点关注权益市场的修复机会。

5 股指期货市场分析

指数连续调整后回升

近期指数持续回落，但是上周五出现探底回升态势，科技股认识下行的主要压力，预计反弹也需要其有积极表现，上周表现看，上证 50 周-0.39%，沪深 300 周-1.57%，中证 500 周+0.62%，中证 1000 指数周+0.79%。

美伊局势再度升级，推动油价升至多年高位；法国财政与政治风险发酵，欧债承压，美债受益

于避险资金流入；此外，Meta 最新财报显示现金流转负、Anthropic 巨额算力承诺加剧市场对 AI 资本回报与融资可持续性的担忧，全球科技板块再度承压，其中 A 股核心指数触发超卖信号，恒指、恒科接近超卖，且情绪、估值均处相对低位。10 月 19 日至 10 月 23 日，美元计价下，全球大类资产综合表现上：大宗>债>股。ICE 布油、越南胡志明指数、巴西里尔领涨，恒生科技、COMEX 白银、NYMEX 天然气领跌。情绪端，沪深 300/创业板指触发超卖信号，布油触发超买。港股行业层面，基础化工、轻工制造和机械表现靠前，电力设备及新能源、商贸零售和计算机行业领跌。

情绪低点已过，逐渐关注指数超跌反弹行情

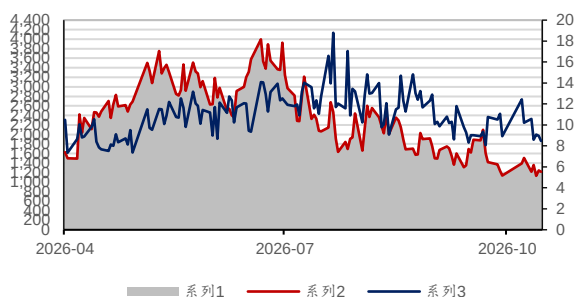
本次先从较为基础的三方面展开。一是，融资买入额占全部 A 股成交额，自 9 月下旬以来，经我们处理后的该指标持续处于 10% 下方的冰点水平。二是，万得全 A 的 RSI (21)，10 月 22 日回落至 30 之下，处于超卖。三是，市场宽度指标，站上 20 日均线个股占比，截至 10 月 22 日，经处理后该指标回落至 23% 的低位水平。

综合三个指标初步构建成的 A 股情绪指标，回顾历史来看，该指标低于 20% 时，往往指示市场已处于冰点水平，或为市场阶段性低点。截至 10 月 22 日，该指标已回落至 17%。这或意味着当前市场已进入阶段性底部区域。

10 月 23 日周五，午间，A 股多家科技股集体发布公告，披露近期生产经营情况，向资本市场传递信心。午后，A 股多只宽基 ETF 显著放量，资金抄底迹象明显，A 股强势深 V 反弹。可关注后续市场资金承接力度及风险偏好的边际改善，从而把握阶段性修复行情。

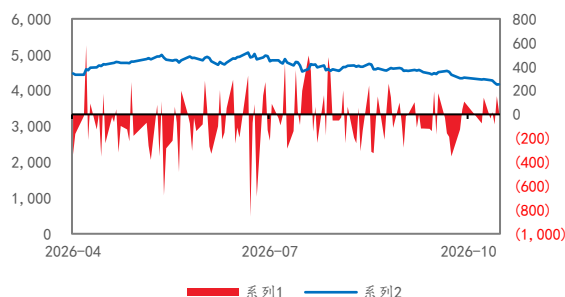
基本面方面，后续需关注中东局势的边际变化，以及美股科技巨头三季报。同时，关注北京时间 10 月 29 日美联储公布的议息决议和 9 月美国 PCE 物价指数，当前市场已基本计入美联储 10 月维持利率不变的预期。

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



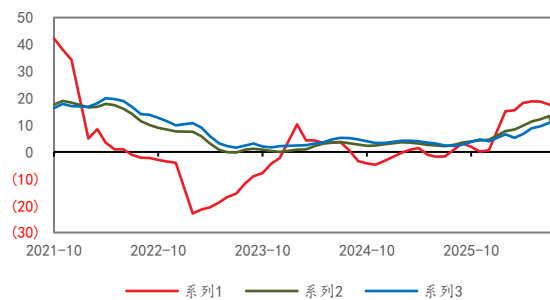
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

2004 年至 2025 年全球铜矿供应中断情况，涉及矿坑边坡、罢工、技术问题、项目爬坡和天气等因素。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。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。Escondida 等矿山的产量变化可能抵消部分新增供应。这意味着，未来铜矿供应并非完全没有增长，而是新增产量需要不断弥补老矿减产、生产扰动以及其他矿山的问题。

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，2026 年 9 月，我国进口铜废料及碎料（海关编码：74040000）23.66 万实物吨，环比增加 33.37%，同比增加 28.54%。2026 年 1-9 月累计进口量达 236.62 万实物吨，累计同比增长 10.35%。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。

“反向开票”政策针对再生铜杆企业执行标准愈发严格下，对含税再生铜原料需求只增不减。

9 月进口量环比大幅增加，一方面是 7-8 月进口窗口明显打开，进口贸易商采购规模环比有所提升，9 月市场流通量边际上略有宽松；另一方面，国际铜价高位运行，长单集中到港并且较前期增量较为明显。

“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。

据国家统计局数据，国家统计局发布数据显示，1—9 月份全国固定资产投资（不含农户）334115 亿元，同比下降 7.2%。1-9 月份全国房地产开发投资 53364 亿元，同比下降 20.6%；新建商品房销售面积 56483 万平方米，同比下降 13.2%；新建商品房销售额 53799 亿元，下降 13.9%。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。

LME 库存暴增，挤仓叙事瓦解

10 月 21 日 LME 数据显示，铜库存单日暴增 11475 吨，较一周前增加 8%；更关键的是注册仓单单日激增 38350 吨，而注销仓单骤降 26,875 吨。这意味着此前支撑“非美地区现货偏紧”逻辑正遭受北美集中交仓的直接冲击。此前市场关注的欧洲现货高升水、CodeIco 创纪录的 350 美元/吨升水报价，在即期交仓压力面前暂时失去了对盘面的拉动效力。“非美偏紧”叙事被北美交仓证伪的即期反应。

2 结论

沪铜本周价格走势前高后低，量价齐跌，本质上是“非美偏紧”叙事被北美交仓证伪的即期反应，叠加加息预期压制估值与关税溢价消退的三重共振。矿端硬约束决定了深跌空间有限，但在 LME 库存压力被消化、现货升水企稳之前，盘面缺乏重新向上的催化，短期或以震荡消化利空为主。

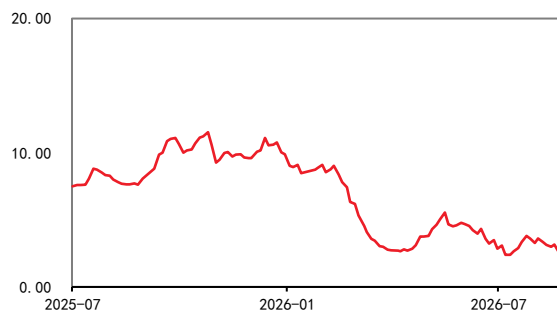
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



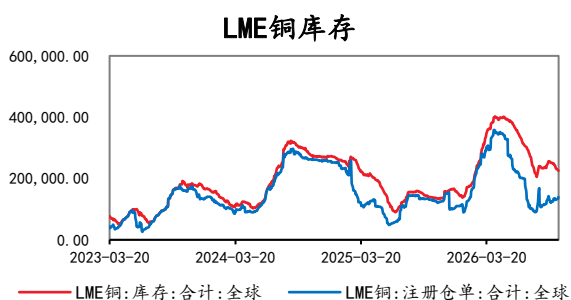
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



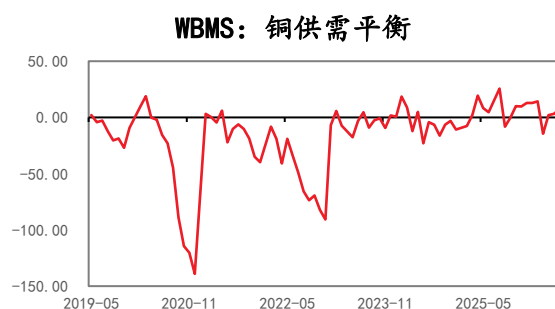
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



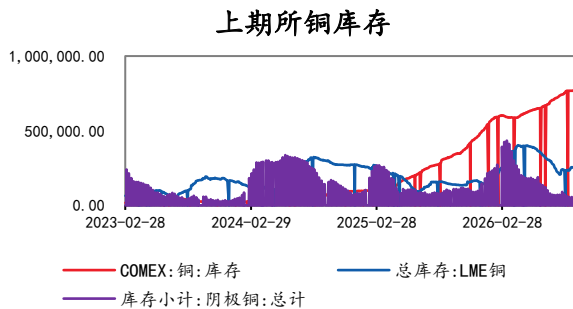
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



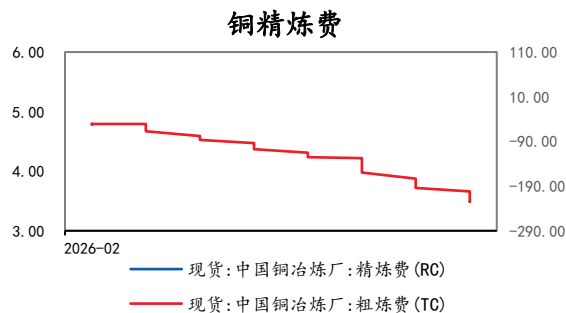
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

全球锌矿供应收紧

今年海外锌矿供应增量低于预期，且部分东南亚及国内炼厂对伊朗矿依赖度较高，伴随美伊冲突升级，将加剧市场对锌矿供应趋紧的预期。开年洪水、罢工、封路、地缘冲突等对海外锌矿供应构成干扰，且部分矿企下调全年产量指引，2026 年海外矿山产量预计同比下滑 10-20 万吨，而去年年底的预期 2026 年海外矿山供应将增长 20 万吨，若燃料供应问题造成矿山开采被迫停产，海外矿山产量预期将会进一步下滑。

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。

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。

9 月，汽车产销分别完成 299 万辆和 295.6 万辆，环比分别增长 11.4% 和 9%，同比分别下降 8.7% 和 8.4%。11-9 月，汽车产销分别完成 2324.6 万辆和 2327.1 万辆，同比均下降 4.5%。前三季度，我国汽车产销小幅下滑，市场总体呈现“内冷外热”运行态势。由于多重因素影响，国内汽车市场持续承压，尚未得到有效改善；尽管外部环境复杂严峻，出口继续保持高速增长，展现出强劲韧性；国内新动能持续释放，新能源汽车销量占比稳步提升。

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。另一方面，需求端正值传统旺季，镀锌及合金等领域接货意愿回暖，现货升水走强，对价格形成托举。锌价“矿紧需弱”的格局，呈现“下方有成本底、上方无需求顶”的震荡格局。

3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



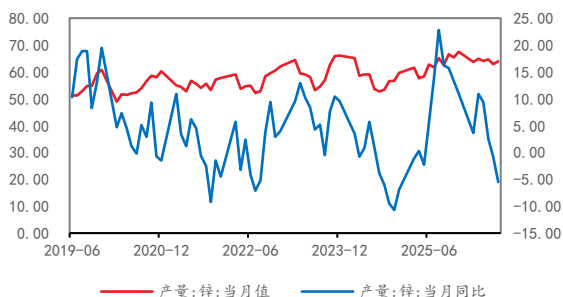
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



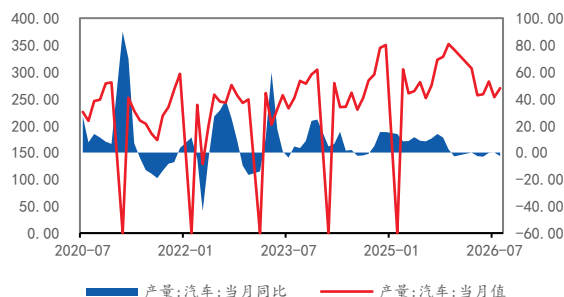
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 国内需求继续走弱，海外能源冲击强化通胀逻辑

国内三季度经济数据进一步确认传统投资需求疲弱，而中东地缘冲突升级推动国际油价再度上涨，海外通胀与货币政策紧缩预期持续扰动商品市场。国内前三季度 GDP 同比增长 4.6%，三季度同比增长 4.5%，工业生产和出口仍保持一定韧性，但投资端延续收缩趋势，前三季度固定资产投资同比下降 7.2%，其中房地产开发投资下降 20.6%，基建投资下降 4.2%，制造业投资下降 2.1%。尤其值得注意的是，房地产新开工面积同比下降 24.9%，房企到位资金同比下降 21.6%，显示地产开发端尚未出现明显改善，房地产投资下行压力仍在向建筑产业链传导。当前宏观经济增长与黑色金属需求之间的分化较为明显，工业生产韧性并未转化为传统投资需求回升，钢材终端需求缺乏趋势性改善基础。

海外方面，中东冲突升级对市场形成较大扰动。胡塞武装对沙特能源设施及区域航运的袭击引发市场对原油供应中断的担忧，布伦特原油周五收于 116.72 美元/桶，单周上涨约 6%，创近半年收盘新高。能源价格持续上涨加剧全球通胀压力，也使美联储货币政策转向宽松的空间进一步受到约束。市场普遍预计美联储 10 月议息会议维持利率不变，但 12 月仍有较强加息预期，海外高利率环境短期难以明显改善。对于黑色系而言，本轮油价上涨的影响具有明显分化：燃油及国际海运成本抬升对进口铁矿石形成阶段性支撑，但全球通胀及利率压力上升并不利于工业品整体需求与估值。特别是在国内钢材需求不足、钢厂利润偏低的背景下，能源成本上涨难以顺畅向终端钢价传导，反而可能加剧产业链内部的利润分配矛盾。

整体来看，国内经济数据说明传统投资需求偏弱仍在加深，海外能源冲击虽对部分原料形成成本支撑，但难以构成黑色系整体上涨的驱动。宏观层面黑色系整体弱勢的格局不变，短期行情仍将更多由产业链内部成本变化及利润再分配主导。

2 焦煤供应预期改善

焦煤供应预期持续改善。10 月 16 日国家发展改革委、国家能源局等部门在山西召开煤矿复产增产保供工作推进会，明确提出加快停产煤矿复工复产、优化复产验收程序，并推动复产煤矿尽快达产满产。与此前安全监管下的阶段性减产不同，本轮政策对恢复供应提出了更加明确的要求，市场开始重新评估前期煤矿停产形成的供应溢价。实际产量亦有所恢复，523 家样本炼焦煤矿山原煤日产量本周继续增加 2.6 万吨，复产正逐步由政策预期转化为实际供应。不过，相较前一周较大幅度的产量回升，本周增量有所放缓，表明复产节奏仍受到安全生产及矿山生产组织等因素约束，供应尚未完全恢复正常。

进口端同样出现新的利空信号。市场预计 11 月甘其毛都口岸通关量逐步恢复，蒙古国 ETT 公司又于 10 月 22 日下调后续多场煤炭竞拍起拍价，其中 10 月 23 日 1/3 焦煤竞拍起拍价由 190 美元/吨下调至 170 美元/吨；10 月 22 日一场 3.2 万吨洗选半软焦煤竞拍则全部流拍。进口煤竞拍降价及成交转弱，说明此前由供应收缩形成的价格支撑正在松动，市场对后续供应恢复的预期已开始影响贸易商采购行为。国内矿山复产与蒙煤进口恢复预期形成共振，是本周焦煤价格明显走弱的主要原因。

但焦煤供应恢复与供应全面宽松仍存在距离。当前部分主焦煤现货供应仍偏紧，市场库存水平不高，期货在连续下跌后已较大程度反映后续增产预期。周五冀中地区煤矿安全事故消息再度引发供应扰动担忧，焦煤期货明显反弹，说明安全监管仍是影响短期价格的重要变量。不过，局部事故与全国煤炭稳产稳供的政策方向并不矛盾，除非后续安全检查范围显著扩大并影响实际产量，否则供应预期改善逻辑延续。焦煤中期价格重心仍面临下移压力，但短期在期现价差较大、现实供应尚未完全宽松的背景下，不宜在快速下跌后继续追空。

从后续演绎来看，煤焦成本下降可能首先推动产业链利润由上游向下游转移，在一定程度上改善钢厂利润，延缓铁水减产及原料需求收缩；但若钢材终端需求持续疲弱，成本下移又带动成材价格重心下降，则钢厂利润修复空间仍将受到限制，产业链最终可能重新进入减产驱动的负反馈。

3 上周铁水继续回落，钢材需求明显走弱，库存去化速度放缓

上周钢材市场呈现“铁水继续下降、成材产量小幅回落、需求明显走弱、库存去化放缓”的格局。高炉产能利用率和铁水产量进一步下降，五大品种钢材产量小幅回落，但螺纹钢和热卷产量略有增加。需求端在节后短暂恢复后重新走弱，五大品种表观消费明显下降，尤其螺纹钢表需回落幅度较大，建筑钢材成交也未见明显改善。库存方面，钢厂库存和社会库存继续同步下降，但总库存去化速度明显放缓。钢材现货价格和即期毛利均有所走弱，钢厂盈利率则小幅回升，整体来看，当前钢材市场仍处于供应收缩与需求疲弱并存的格局，弱需求对价格的压制仍然明显。

上周全国高炉产能利用率降至 87.2%，环比下降 0.5 个百分点，同比下降 3.1 个百分点；日均铁水产量下降 1.3 万吨至 232.3 万吨。铁水继续保持下降趋势，目前已经降至 233 万吨以下，较前期 237—238 万吨的高位明显回落，说明钢厂减产正在持续推进。从绝对水平来看，当前铁水供应压力已经有所缓解，但在钢材需求持续偏弱的情况下，减产尚未带来供需关系的明显改善。对于原料而言，铁水连续下降意味着钢厂炉料刚需持续减弱，铁矿石需求支撑进一步下降，后续仍需要关注钢厂利润变化对高炉生产的影响。

上周五大品种钢材周产量为 792.1 万吨，环比下降 0.3%，同比下降 8.5%，其中螺纹钢和热卷产量略有增加。五大材产量继续维持在 800 万吨以下，整体供应仍处于相对偏低水平。值得注意的是，铁水产量明显下降，但螺纹钢和热卷产量反而小幅增加，说明高炉端减产并未完全同步传导至主要成材品种，钢厂生产结构仍在调整。从同比来看，五大材产量下降 8.5%，当前供应收缩已经较为明显，对缓解库存压力形成一定支撑，但由于需求同步下降，低供应尚未转化为明显的价格上涨动力。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1061.7 万吨，环比下降 2.1%，同比下降 3.5%；钢厂库存为 386.1 万吨，环比下降 2.3%，同比下降 15.2%。钢材总库存环比下降 2.2%，继续保持去化，但降幅较此前明显收窄。社会库存和钢厂库存均有所下降，两者降幅基本接近，说明库存仍在持续消化，但去化速度有所放缓。值得关注的是，当前钢厂库存同比已经下降 15.2%，社会库存也低于去年同期，整体库存压力较前期明显缓解。不过在钢材产量继续下降的情况下，库存去化速度反而放缓，说明需求走弱正在抵消供应收缩带来的改善，库存端对钢价的支撑有所减弱。

需求端明显走弱。上周五大品种钢材表观消费为 824.1 万吨，环比下降 4.5%，同比下降 7.7%；其中螺纹钢表观消费降至 201 万吨，环比下降 9.6%，同比下降 11.1%。五大材整体需求在节后短暂回升后重新下降，尤其螺纹钢表需降幅接近 10%，建筑材需求明显转弱。建筑钢材成交周均值为 8.9 万吨，环比下降 0.7%，高频成交同样缺乏改善，反映终端采购仍然偏弱。与节后首周受到假期低基数推动的表需大幅反弹不同，本周需求数据更能反映正常交易周的实际情况，五大材和螺纹钢表需同比降幅均有所扩大，说明当前旺季需求依然不足，终端需求尚未形成持续恢复的趋势。

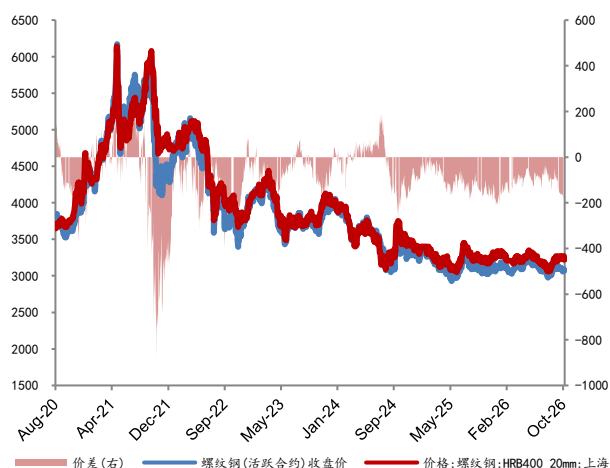
价格与利润方面，上周钢材现货价格整体走弱，主流钢材品种即期毛利有所回落，但 247 家钢厂盈利率回升至 11.3%，环比增加 3.1 个百分点。即期毛利下降与盈利钢厂占比回升出现一定分化，反映钢厂盈利状况并未随钢价下跌而全面恶化。不过当前盈利钢厂占比仍然较低，行业整体利润水平依然偏弱。钢价在库存持续下降、供应维持低位的情况下仍然走弱，说明市场交易重心已经重新回到需求不足的问题上。低利润对供应端仍有一定约束，但目前钢厂减产尚不足以推动钢材价格明显回升。

4 小结

黑色产业链仍处于弱需求与成本支撑的博弈中，钢材自身上涨驱动不足，价格主要跟随原料波动。当前产业链的核心矛盾在于钢厂利润偏低，但原料端仍存在不同程度的供应约束，成本压力尚未完全向上游传导。

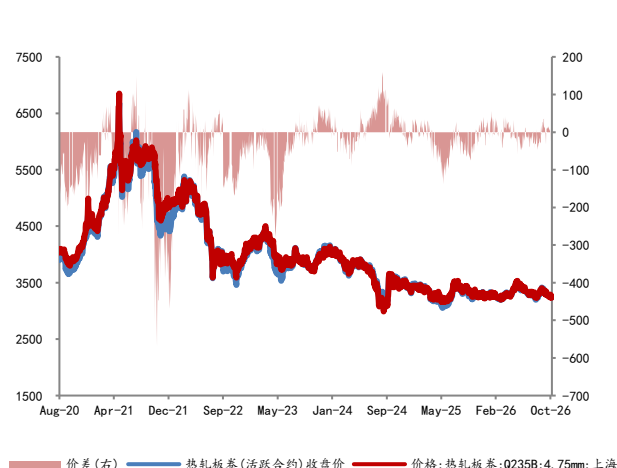
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



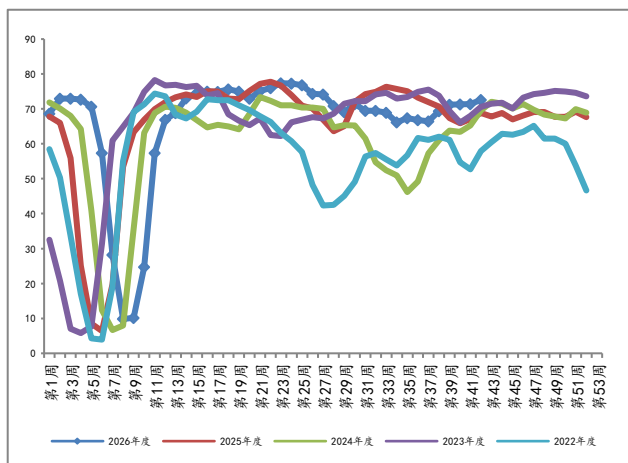
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



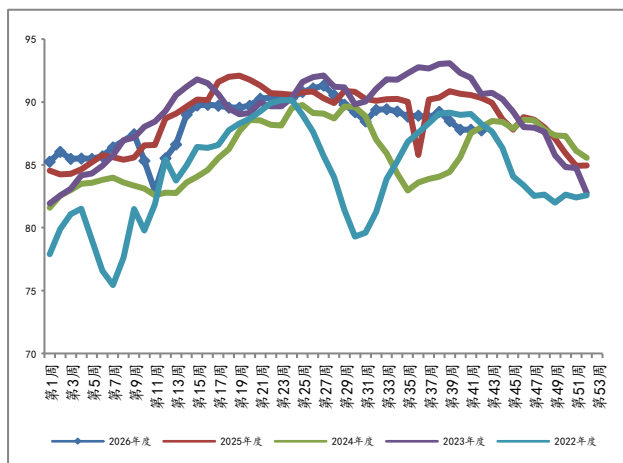
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



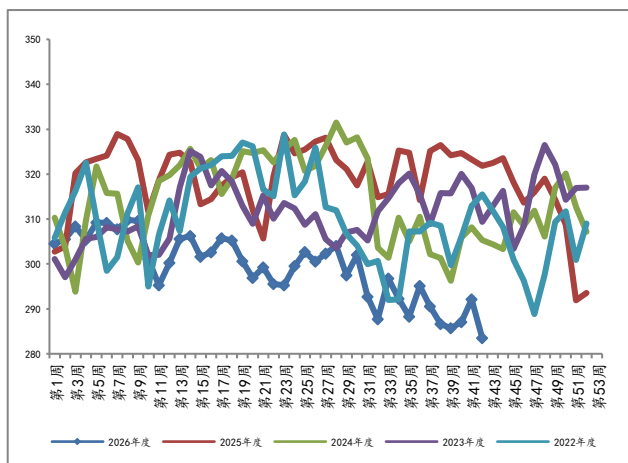
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



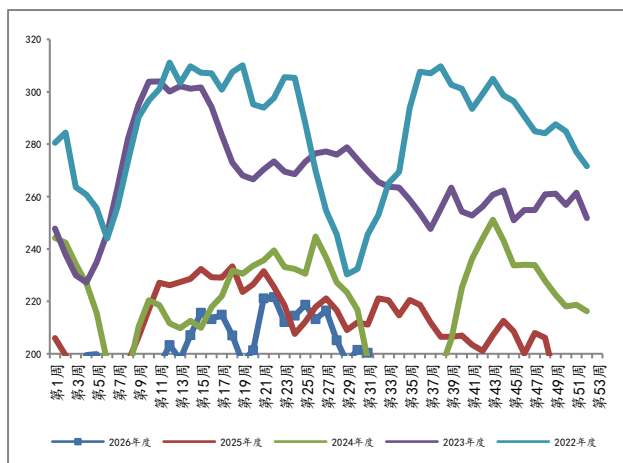
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



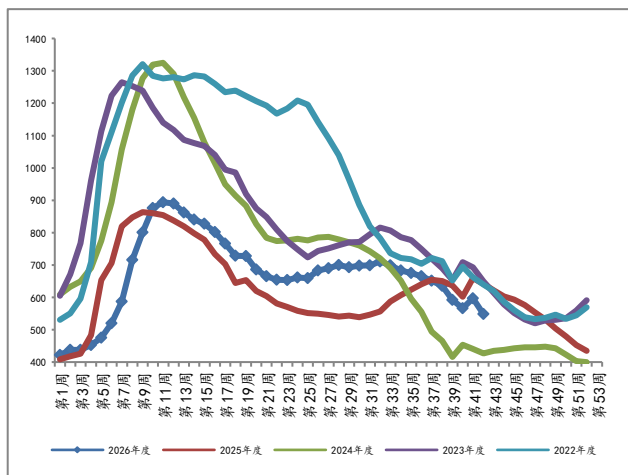
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



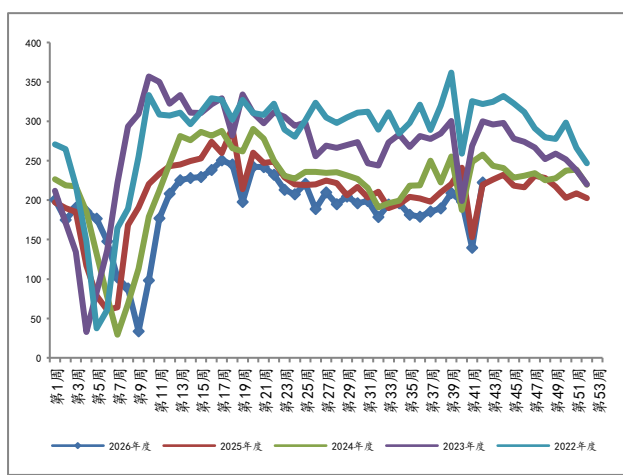
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 伊朗加大袭船力度

近期，伊朗持续加大对经过霍尔木兹海峡船只的袭击力度，该水道通航风险达到美伊冲突爆发以来高峰。

9 月伊朗对霍尔木兹海峡的控制力似乎出现松动，据国际能源署 IEA 说法，海湾国家平均原油出口量回升至 1390 万桶/日，恢复到战前水平的 75%。这很大程度上是美军“护航行动”的结果，引导油轮在夜色掩护下从靠近阿曼一侧航道隐蔽通过霍尔木兹海峡，其间会关闭应答器和定位装置以躲避伊朗的追踪。

然而，10 月以来船只遇袭次数显著增多，英国海事贸易行动中心数据显示，已有 24 起船只袭击事件报告，周度频率达到战时最高水平。据统计 3 月迄今，霍尔木兹海峡及周边海域累计已有超过 100 艘船只遭到各类投射物袭击。

伊朗对霍尔木兹海峡及周边海域船只的威胁全面升级，其目标是进一步推高国际油价，对特朗普 11 月中期选举造成不利。

2 原油供应骤然收紧

回顾此前，美军空袭摧毁或重创伊朗海军和雷达设施，使其对霍尔木兹海峡态势感知减弱，为油轮隐蔽穿行提供掩护，海湾国家借此恢复大量原油出口。

然而，10 月开始伊朗调整袭击模式，组织非武装观察员乘坐小艇搜寻目标，并将打击范围扩展至阿曼湾及更远海域。Kpler 初步统计数据显示，经过霍尔木兹海峡的能源产品运输量近期骤然下降，9 月平均水平曾恢复到 1550 万桶/日，到 10 月中旬锐减至约 290 万桶/日。

Kpler 同样证实，美国对伊朗港口的封锁非常奏效，伊朗海上原油出口量已降为零。伊朗高层表示，如果伊朗无法出售原油，那么其他海湾国家也无法出售原油。目前伊朗的威胁和袭击已造成海峡通航量迅速枯竭，高昂的航运和保险成本也增加了出口难度，全球能源体系正面临断供风险。

3 战事重启概率上升

在美国中期选举的敏感窗口期，伊朗趁机加大对油轮的袭击力度，旨在破坏特朗普平抑油价的举措，令原油风险溢价继续攀升。

据路透社报道称，随着国际原油和汽柴油等能源价格飙升，美国民众对特朗普当局的不满情绪日益高涨，最新民调显示特朗普支持率仅为 31%，创两届任期以来新低，使其在 11 月 3 日即将举行的国会中期选举中面临被动处境。如果民主党夺回众议院甚至参众两院，特朗普未来施政空间将被极大压缩。

据外媒援引美国官员透露，尽管美国总统特朗普此前曾表示，不会在中期选举前攻击伊朗，但美军已制定针对伊朗的下一轮打击方案。另一方面，以色列总理内塔尼亚胡公开表示，他向以

色列国防军、摩萨德等机构下达了“推翻伊朗政权”的指令，并重申美国总统特朗普对他态度明确的支持。

特朗普在中期选举前压低油价的企图落空，未来重新转向军事冒进的风险增加，地缘政治风险溢价或长期维持高位。

4 紧急抛储扬汤止沸

即使身为全球第一大产油国，美国亦不能免受中东地缘风险冲击，高企的能源成本对通胀与中期选举造成沉重压力，特朗普当局再次祭出抛储试图平抑油品价格。

美国能源信息署（EIA）数据显示：截至 10 月 16 日当周，美国除战略石油储备（SPR）外的商业原油库存下降 310 万桶至 4.125 亿桶，低于五年同期均值水平 3%；战略石油储备库存下降 30 万桶至 2.827 亿桶，创 1982 年以来新低。更严峻的是以汽柴油为代表的成品油危机：EIA 汽油库存降至 2.053 亿桶，低于五年均值 5%；馏分油库存降至 1.043 亿桶，低于五年均值 9%。

油价正在成为影响中期选举的关键因素，9 月美国汽油价格环比上涨 9.1%，占 CPI 月度涨幅的一半以上。面对油价飞涨带来的不利形势，特朗普指示美国能源部从缅因州、马萨诸塞州和康涅狄格州释放最多 315000 桶取暖油，约占紧急取暖油储备的三分之一，预计交付将于 11 月 13 日前完成。

我们认为，美国乃至 IEA 战略储备坐吃山空，抛储政策犹如扬汤止沸，全球原油可用库存正逼近安全红线。

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

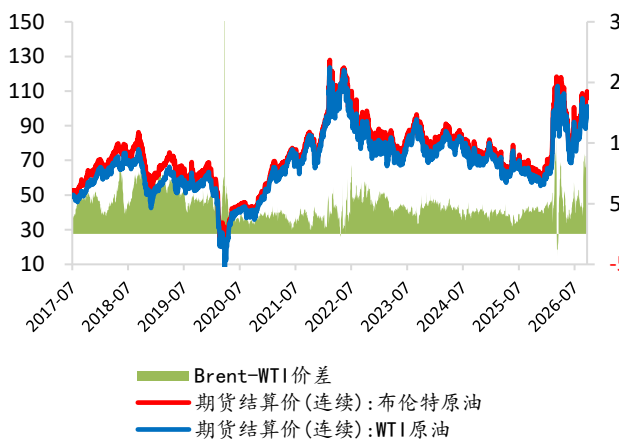
遍担忧能源危机成为现实，从而支付接近 4 月高点的恐慌性溢价。

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。

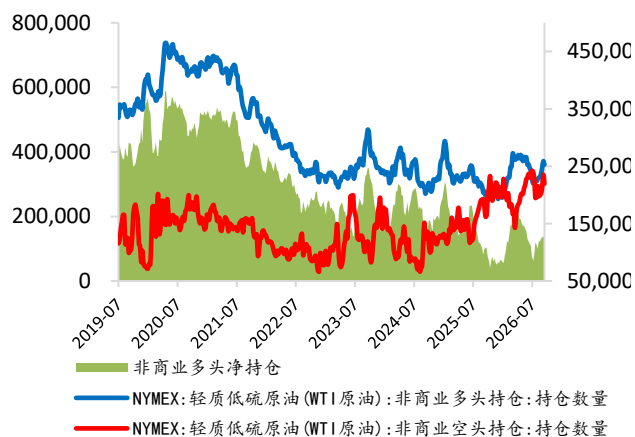
7 原油期现数据

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



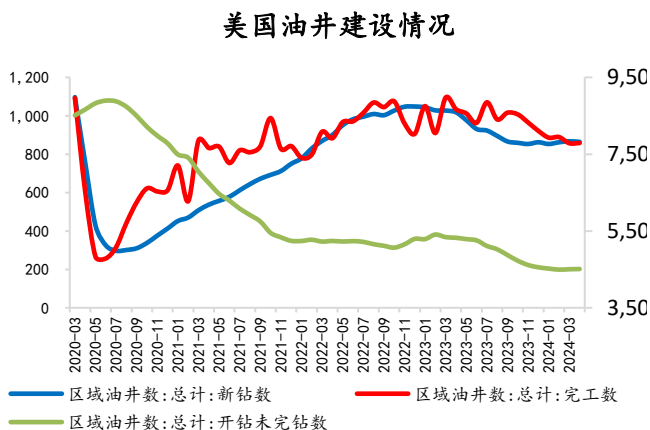
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



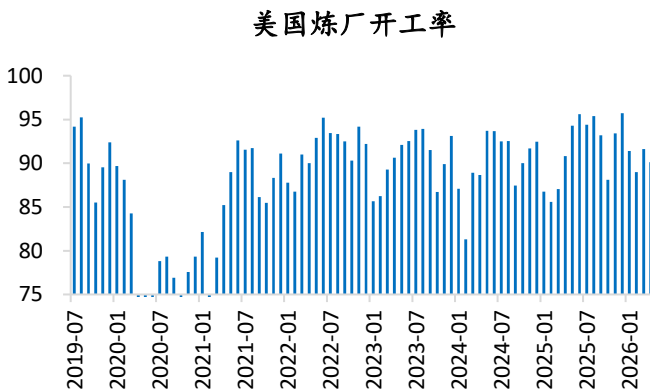
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



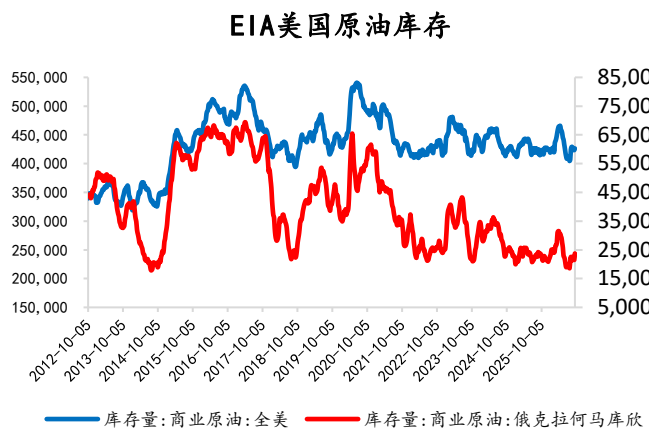
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



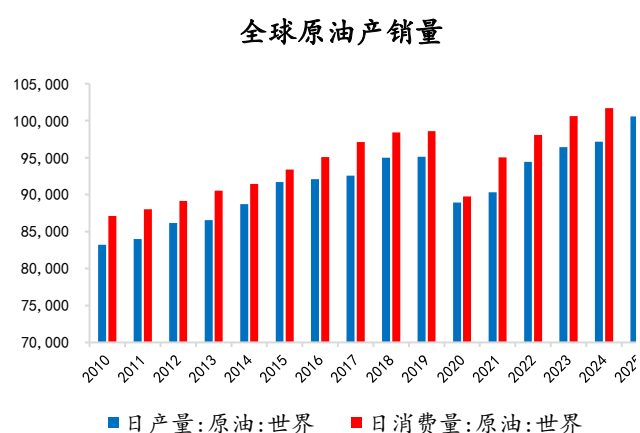
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 超强厄尔尼诺确认

本轮超强厄尔尼诺事件正式确认，权威气象机构和科学家警告称，或将成为史上最强厄尔尼诺，其对天然橡胶供应预期的影响难以证伪。

中国国家气候中心监测显示，超强厄尔尼诺事件已于 9 月形成。世界气象组织预测，10-12 月期间，热带太平洋中部和东部的表层温度将升至创纪录水平，这反映出厄尔尼诺正在持续增强直至达峰。资深研究人员表示，此前从未观测到过如此强烈的厄尔尼诺信号，本轮厄尔尼诺持续至 2027 年 2 月的可能性接近 100%，并且可能成为至少自 1950 年以来最强的厄尔尼诺事件之一，其对全球气候的影响将远超以往厄尔尼诺水平。

厄尔尼诺现象的影响通常滞后 3-6 个月，在形成后的第二年最为显著，今年的超强厄尔尼诺事件将可能使 2027 年成为有记录以来最热年份，增加了东南亚干旱导致天然橡胶大幅减产的风险。

2 全年减产难以逆转

沪胶行情历史性冲高后进入回调盘整阶段，其核心逻辑厄尔尼诺引发减产预期未变。

就现实情况来看，今年全球天然橡胶主产区原料释放节奏整体不畅。ANRPC 统计显示，2026 年 1-8 月全球天然橡胶产量 867.8 万吨，同比下滑 3%，其中 ANRPC 成员国天然橡胶产量同比下降 4.9%；ANRPC 将 2026 年全球天然橡胶总产量预期下调至 1503.9 万吨。

泰国作为全球第一大产胶国，前 8 个月天然橡胶产量同比微增 0.2%，表现相对稳健。但气候异常使得今年雨季格外漫长，连绵不断的降雨干扰割胶作业，直接推高原料收购价格，10 月泰国胶水、杯胶价格较年初涨幅均超过 55%，上游原料短缺是天然橡胶供需收紧的核心动因。进入四季度，泰国南部主产区逐步过渡到旺产季，若天气正常则原料供应将环比回升，配合盘面高位调整需要，但全年减产基调已难逆转。

3 供应收缩核心驱动

东南亚主产区进入传统旺产季，泰国南部持续降雨扰动割胶作业，有效割胶天数缩短难以弥补，前期显现出旺季不旺的势头。产地胶水、杯胶原料收购价格保持坚挺，橡胶加工厂成本居高不下，产量和出口季节性放量节奏偏缓。国内来看，青岛保税区和一般贸易库存维持低位，社会库存去化趋势延续，RU 及 NR 仓单数量不足，现货流通资源偏紧，基差限制期价深度下行空间。

目前，沪胶盘面对厄尔尼诺减产预期给出充分定价，即价格已经包含较高的天气风险溢价，接下来市场将对实际影响兑现情况进行评估。供应端仍为橡胶行情的核心变量，长期趋势将取决于供应收缩的持续性，2026 年四季度至 2027 年一季度为关键验证窗口。临近年末产区天气风险随时间递增，未来 3-6 个月减产预期料应支撑估值，但继续向上需要新的利好因素。

4 下游缺乏增量支撑

天然橡胶冲高回落后企稳震荡，和 2016-2017 年初行情相比，最显著的区别是本轮主要由供应收缩驱动，而缺乏下游需求增长支撑。

截至 10 月中旬统计，国内全钢胎样本企业产能利用率为 53.31%，环比+26.67 个百分点，同比-10.65 个百分点；半钢胎样本企业产能利用率为 57.80%，环比+33.28 个百分点，同比-13.27% 个百分点。抛开十一节后复工因素，轮胎行业实际开工仍明显低于去年同期水平。山东地区轮胎厂成品库存环比累增，半钢胎样本企业平均库存周转 37.61 天，全钢胎样本企业平均库存周 26.6 天。

鉴于主要原料天然橡胶价格大幅上涨，中国轮胎企业纷纷发出涨价函，产业链上中游环节成本传递差强人意，但后市轮胎出货压力依然存在，抑制厂商开工负荷维持偏低状态。金九银十过后需求季节性转淡，使天然橡胶高位面临验证风险。

5 预期先行等待验证

我们仍坚持观点：天然橡胶长期产能出清和中期厄尔尼诺形成共振，供应端收缩是大势所趋，然而就未来数周到两三个月来看，需要正视产区阶段性增产带来的压力。

10 月下旬起泰国雨季料将逐渐结束，若无异常天气因素扰动，原料将进入季节性上量阶段，胶水、杯胶收购价格预计会有所松动，使天然橡胶成本端支撑边际减弱。根据世界权威气象机构预测，本次超强厄尔尼诺事件将于 11-12 月达峰，但其对东南亚物候条件产生实际影响，可能要等到明年一季度延迟兑现。从天气转晴后到干旱发生前，存在一段有利于割胶作业的时间窗口，且与旺产季高峰期大部分重合。

在预期先行的市场风格下，前期沪胶已经对大规模减产进行充分计价，如果接下来产量出现不降反增，或将面临较大的反向波动风险。

6 周期重拾上升大势

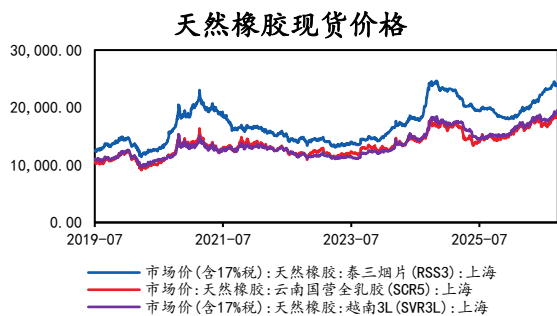
天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，橡胶市场价格时隔十余年重拾上涨趋势。

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。供应端收缩是本轮胶价上涨的核心驱动，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，超强厄尔尼诺推波助澜。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。

目前沪胶期货盘面已创九年来新高，长期上涨趋势具有一定持续性。

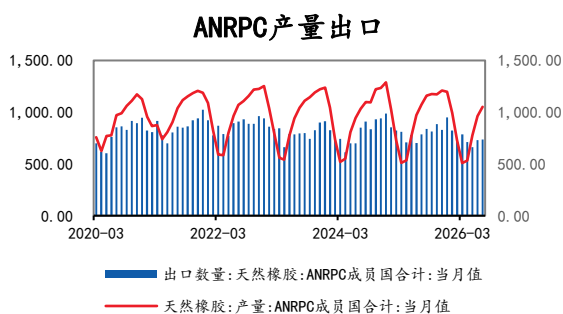
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



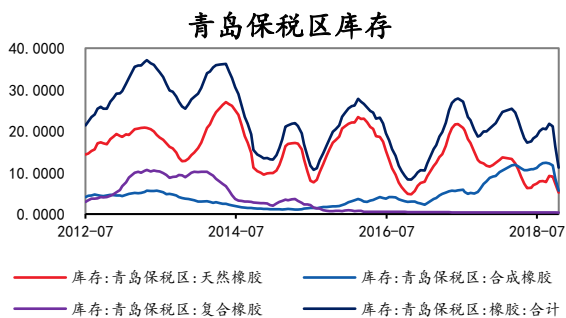
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



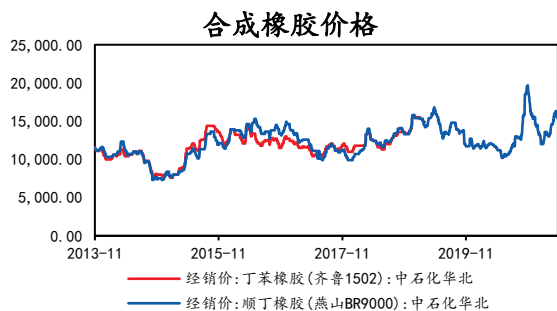
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



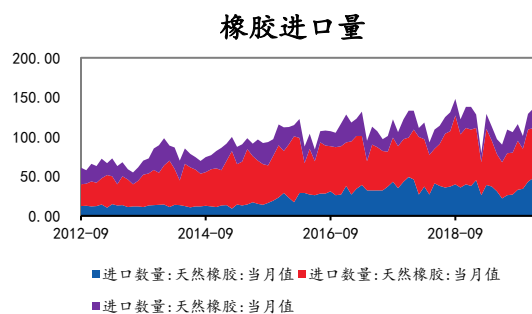
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



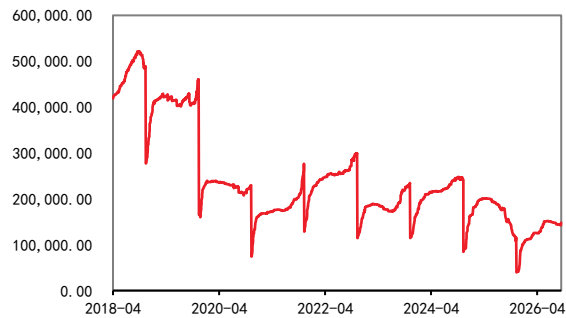
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



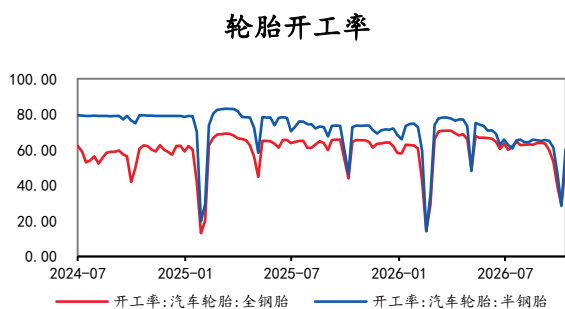
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



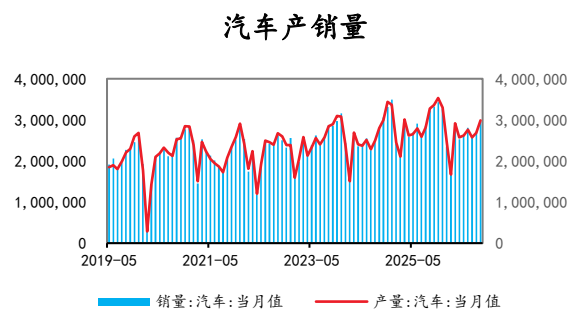
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：收割压力推动美豆回调，国内豆类市场走势较为分化

1 外部豆类市场分析

美豆收割率已过六成，季节性供应压力升高

天气预报显示，本周美国中西部作物区天气转为干燥，利于农户加快大豆收获进度，大豆集中上市压力成为盘面上行的主要阻力。美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 10 月 18 日当周，美国大豆收割率为 64%，五年均值为 65%。美国农业部在 10 月供需报告中预估 2026 年美豆产量将达到 1.24147 亿吨。随着美豆收割进度加快，创纪录的产量压力将从预期变为现实。

美豆出口强势回升，中国积极增加美豆大单采购

美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截至 10 月 15 日当周，美国大豆出口销售合计净增 284.1199 万吨，处于市场预估区间的高端。报告显示，中国为最大买家，周度采购量为 217.86 万吨。本年度中国累计购买美豆量达到 1344.72 万吨。从上周开始，几乎每个工作日都有民间出口商向美国农业部报告向中国出口大豆。据统计，从 10 月 14 日以来已七次确认的对华大豆销售总量已超过 230 万吨，预计下周发布的美豆出口销售数据仍会维持高位。中方积极采购美豆，有助于缓解美豆季节性供应压力。

巴西大豆开局良好，产量前景保持乐观

巴西大豆播种进展顺利，农业咨询机构 AgRural 表示，截至上周四，巴西大豆播种率为 26%，高于去年同期的 24%。巴西国家商品供应公司（Conab）公布的数据显示，截至 10 月 16 日当周，巴西大豆播种率为 30.1%，高于去年同期的 21.4%和五年均值 26.4%。Conab 发布的巴西大豆播种进度处于历史最快水平。在超强厄尔尼诺背景下，巴西大豆良好开局对稳定或提升产量至关重要。目前美国农业部预计新季巴西大豆产量将达到 1.86 亿吨新高，其他分析机构预估的产量虽有差异，但整体维持增产预测。

马来西亚棕榈油 10 月出口强劲，库存压力能否缓解仍待观察

船货检验机构 ITS 发布的数据显示，马来西亚 10 月 1-20 日棕榈油产品出口环比增长 58.5%，检验机构 AmSpec 发布的同期数据为环比增长 78.4%。印度是棕榈油最大进口国，该国 9 月下旬大幅下调植物油进口关税的举措立竿见影。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的 10 月 1-15 日产量降幅为 1.79%。产地棕榈油逐步进入季节性减产周期，产量下滑的同时出口激增，有助于缓解库存压力。本周马来西亚棕榈油表现较为抗跌，但市场追涨持续性不足，各方对供给压力能否有效化解仍存分歧。

2 国内豆类市场分析

成本联动，国内豆粕市场跟随美豆回调

美豆震荡回调，成本端下行驱动增强叠加国内豆粕供应宽松是近期国内豆粕震荡下跌的主要原因。9 月中国进口大豆 1188 万吨，同比下降 7.7%，环比下降 2.1%。1-9 月累计进口大豆 8608.30 万吨，同比减少 0.1%。国内进口大豆供给整体较为充裕。目前油厂开机率已恢复到 60%以上，国内豆粕库存维持高位，美豆连跌削弱油厂挺价动力，需方放缓采购节奏，粕价保持回调节奏。

供需基本面存差异，国内三大油脂走势不同步

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 310.45 万吨，周度增加 1.02 万吨；其中豆油库存为 149.37 万吨，周度下降 2.39 万吨；棕榈油库存为 120.01 万吨，

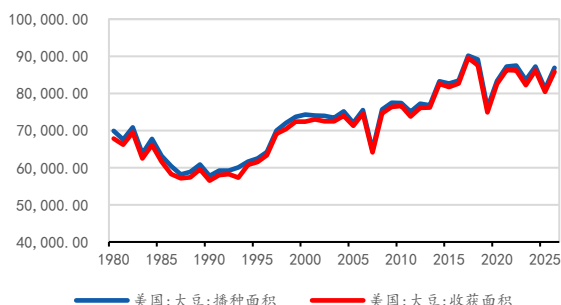
周度增加 3.08 万吨，同比增加 126.52%；菜油库存为 41.07 万吨。受产地棕榈油震荡回升提振，本周国内棕榈油跟随外盘止跌反弹，对此前的下跌行情展开修正，但国内棕榈油巨大的库存压力仍不可忽视。成本驱动暂缓高库存对国内棕榈油价格的压制，但进口买船依然活跃，棕榈油较豆油性性价比偏低，供需双重压力下棕榈油市场的反弹之路并不会太顺畅。国内豆油和菜油市场表现偏强，与棕榈油之间的价差关系得到部分修正。

3 油脂油料市场展望

美豆收割渐入尾声，创纪录的产量压力陆续释放。中国需求强劲，暂缓美豆季节性供应压力。巴西大豆开局良好，乐观的产量前景有助于降低市场对超强厄尔尼诺的担忧。国内豆粕市场在成本端和情绪上与美豆保持较强联动，粕价整体跟随美豆波动。国内油脂品种因供需基本面差异而维持差异化行情。棕榈油库存同比高出一倍，低性价比削弱棕榈油需求，进口买船依然活跃，供需两端施压令棕榈油市场在三大油脂中表现最弱。豆油库存虽高，但季节性需求以及强势出口有助于缓解供应压力。菜油库存恢复缓慢，低位支撑较强。预计棕榈油较豆油的升水幅度将继续收窄。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，民间评估的减产幅度高于官方，导致产区优质大豆供不应求，价格保持强势。豆一期货市场经历短暂调整后再度走强，如能得到需求端配合，有望继续冲高。

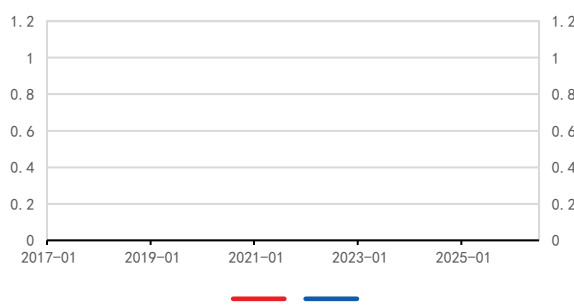
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



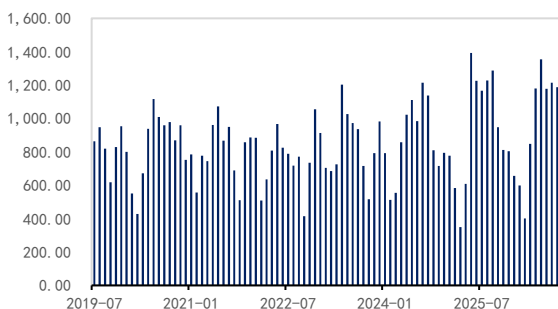
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



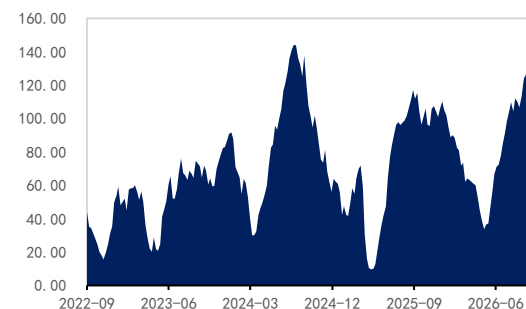
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

