中金财富期货策略周报（2026 年第 38 期）

研究员：

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

周度投资视点

宏观策略：科技股大幅波动，叠加中期选举，美伊冲突等多重因素，预计本周权益市场波动幅度依然较大，AI 叙事不仅仅影响权益市场，对 AI 金属和贵金属板块也有明显影响，注意相关品种的波动风险

股指期货：指数持续回落，走势依然弱于预期，且 A 股走势逐渐与外围市场脱离，目前流动性问题仍较为明显，建议耐心观望，谨防极端行情出现。

铜：国内库存处于相对低位，且随着价格回落，下游逢低接货意愿较强。现货升水坚挺对近月合约形成支撑。“金九银十”成色一般，高铜价抑制了部分下游备货意愿。相对确定的亮点在于四季度电网投资赶工预期，以及新能源车与储能的韧性。沪铜当前处于“强供应约束”与“弱宏观压制”的博弈阶段，价格高位震荡、上下两难。

锌：国内部分锌矿停产，叠加全球锌精矿扰动加剧，原料流通收紧的局面并未松动。成本端提供了明确的下方边界，但减产迟迟不兑现，使得原料端无法有效传导为冶炼端；需求端又全面偏弱，无法从上方打开空间，盘面大概率延续震荡。

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。

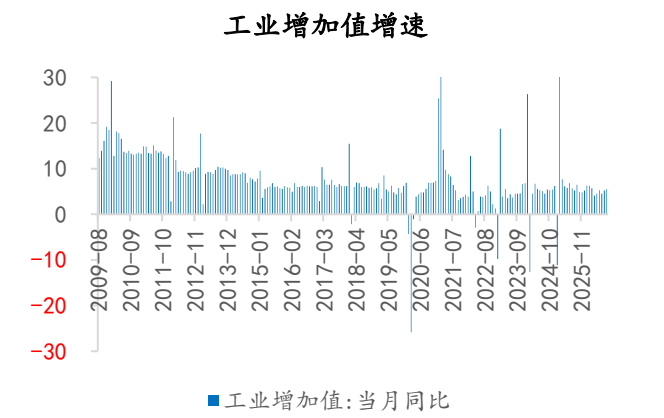
油脂油料：美豆收割近尾声，创纪录的产量压力集中释放。巴西大豆开局良好，巴西雷亚尔兑美元大幅贬值的影响仍在释放，美元大幅走高将削弱美豆出口优势。产地棕榈油和国内棕榈油均承受巨大的库存压力，导致棕榈油的生柴需求概念下降，与国际原油走势明显背离。超强厄尔尼诺对远期市场的支撑出现松动，棕榈油市场的“弱现实”开始动摇“强预期”。无论是棕榈油本身还是大豆供需基本面，目前对棕榈油市场的上行驱动均显不足。豆油累库速度放缓且有收储预期支撑，调整行情较为被动。菜油受低库存支撑，价格相对抗跌。整体来看，本轮油脂板块的下跌行情集中在棕榈油市场释放。国内豆粕市场在成本上高度依赖美豆，在美豆止跌前，国内豆粕市场仍缺少上行驱动。新季国产大豆定价偏高，已体现种植面积下滑和东北生长关键期降雨偏多造成的减产。随着需求端的负反馈增强以及众多农产品进入下跌节奏，资金层面挺价动力更易松动。豆一期货市场在技术上首次失守 20 日均线支撑，重回强势的阻力明显增加。

目录

周度策略：科技股加速回落 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 5 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 5 -
2 9 月工业企业数据：利润持续向科技与上游集中 ..... - 6 -
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 美联储鹰派暂停加息，能源通胀压力 ..... - 15 -
2 焦煤供应恢复节奏放缓，铁矿受 FMG 谈判扰动 ..... - 15 -
3 铁水继续回落，钢材需求边际改善，库存去化速度加快 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 中东供应稳步恢复 ..... - 20 -
2 油价依然居高不下 ..... - 20 -
3 伊朗施压中期选举 ..... - 20 -
4 白宫评估战争选项 ..... - 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 提前计价预期先行 ..... - 24 -
2 把握天气演变规律 ..... - 24 -
3 进出口仍节奏偏缓 ..... - 24 -
4 库存拐点尚未出现 ..... - 25 -
5 下游缺乏增量支撑 ..... - 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 -

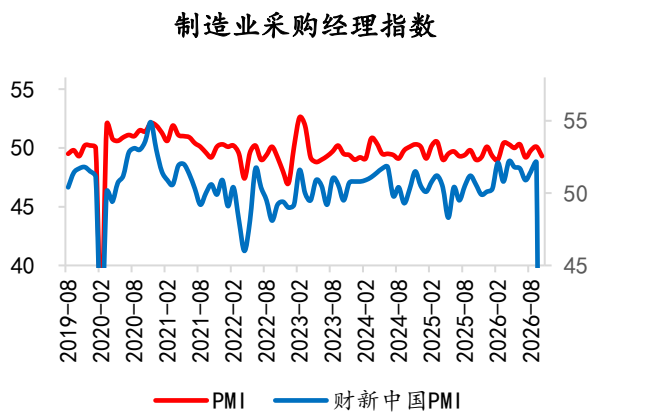
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



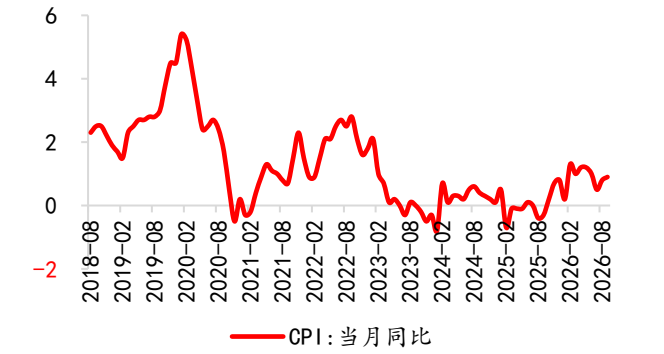
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



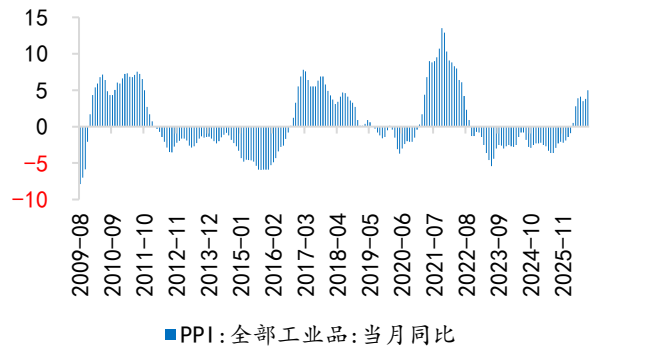
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



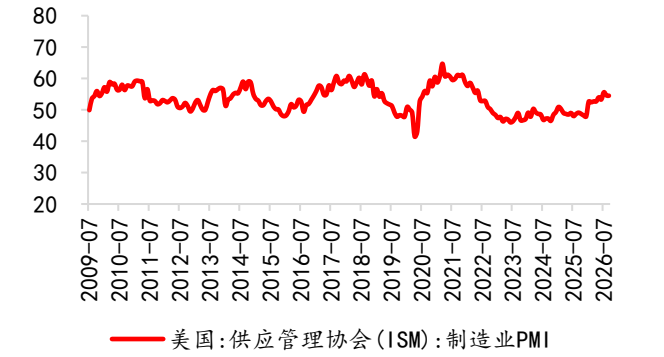
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



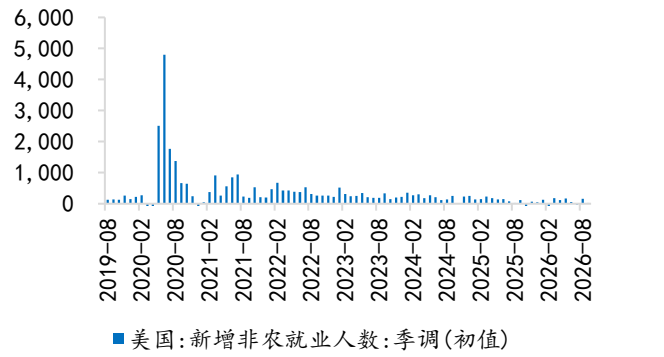
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：科技股加速回落

全球科技股上周集体下跌，最为强势的美股也未能幸免。英特尔上周五暴跌 29%，创有记录以来最大单日跌幅，纳指录得一年多来最差月份。谷歌搜索增长放缓、亚马逊单季自由现金流流出 335 亿美元，科技巨头靠利润“兜底”的逻辑开始松动。

美联储加息预期降温

自 AI 行情诞生以来，美股科技股演绎了长达三年的暴涨行情。甚至在此前数月，AI 交易的风险主要暴露在负债沉重的小公司身上，巨头凭借丰厚利润稳住了华尔街。但是近期情况逐渐变化：谷歌搜索广告增长放缓，亚马逊自由现金流大幅转负，英特尔预计 PC 销售将长期低迷。据 FactSet，“七巨头”第三季度盈利增速预计将低于标普 500 其余成分股。市场追问的问题，已经从 AI 需求有多大，变成谁来为 AI 买单。

更为关键的是，在让融资市场，廉价资金正在逐渐消失。AI 行业最受追捧的两家头部玩家在资本市场上相继碰壁：黑石表示，Anthropic 上市后恐怕只能拿到垃圾级评级；OpenAI 则把新一轮融资目标从 300 亿美元砍到约 200 亿美元。两件事指向同一个变化：对美国 AI 行业来说，廉价资金越来越难拿了。据美国银行统计，美国各类公司债市场上，与 AI 相关的发行规模 2025 年为 3940 亿美元，今年截至 10 月中旬已达 6550 亿美元，分析师预计明年将接近 1 万亿美元。

AI 叙事的“反身性”也开始逐渐出现，以前信心支撑融资，融资支撑投资。但是信心一旦转弱，资金收缩又会反过来打击投资和增长预期。当前 AI 收入每年增长约 25%至 30%，资本开支增速则接近 60%至 70%，两者的缺口随每一轮业绩指引扩大。

上周费城半导体出现进一步回调，周内多个交易日波动较大，英特尔、超微半导体、美光科技等个股近期回调幅度较大，费城半导体市盈率上升至 31.75。纳斯达克指数的市盈率下降至 30.34。由于现阶段一些重要的美股科技公司基本面出现变化，美联储后续还将出现加息，预计即使未来短期美股科技股出现超跌反弹，中期维度美股科技股内部仍然会有进一步的调整和分化，尤其位置偏高的热门科技股即使未来短期经历超跌反弹但是中期维度容易出现进一步下跌。

AI 叙事一旦走弱，近期 AI 叙事驱动的大宗商品会明显受到影响，而权益市场受到的影响更大，近期全球科技股大跌，A 股的创业板和科创板已经提前大跌，饶是如此，短期走势也明显受到外围市场影响。

10 月 PMI 再度转弱

10 月制造业 PMI 为 49.3%（前值 50.1%）；非制造业 PMI 为 49.7%（前值 50.2%），再度跌破荣枯线。

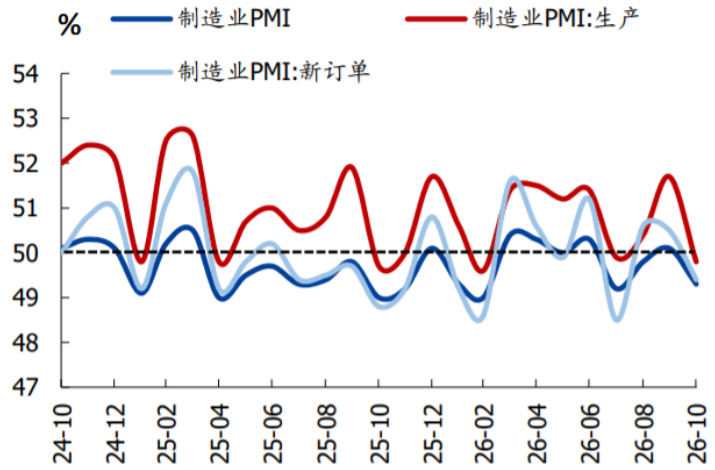
通过分析可以发现，10 月制造业、非制造业 PMI 双双回落，再度降至收缩区间，主因 9 月赶工透支与内需不足。分项看，生产受 9 月超季节性回升影响，10 月出现明显下降，但 9-10 月合并看基本符合季节变化；新订单指数、新出口订单指数均连续两个月超季节性回落，指向需求不足问题仍然突出，但外贸高频数据表现较强，外需尚具韧性，预计 10 月出口增速仍将维持相对高位，紧盯未来持续性；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数高位回落，涨势边际放缓，但仍在扩张区间，预计 10 月 PPI 同比增速将继续上行；假期带动出行消费

回暖，但 A 股调整导致金融业景气度明显回落，拖累服务业小幅下行；受前期赶工、专项债发行放缓、资金向实物量转化不足等因素影响，建筑业超季节回落。

综合看，虽然 10 月国内经济活动有所放缓，但基于全年“保 4.5%”、四季度 GDP 增速只需 4.2%就可，考虑到低基数、出口仍强、财政延续发力，实现目标应已无忧，进一步预示短期政策重心还是抓落实，增量政策则更多是为明年布局。

虽然 10 月国内经济活动有所放缓，但基于全年“保 4.5%”、四季度 GDP 增速只需 4.2%就可，考虑到低基数、出口仍强、财政延续发力，实现目标应已无忧，也进一步预示短期政策重心还是抓落实，增量政策则更多留到明年。四季度仍有多个大事需要关注：其一是中美关系进展，紧盯 11 月 18-19 日深圳 APEC 会议中美俄最高层可能的会晤，以及 12 月 14-15 日美国迈阿密 G20 峰会中美最高层可能的再会晤，其次是 11 月 3 日美国中期选举，这对市场预期和资产价格仍可能造成明显影响。第三是美联储加息节奏，紧盯美伊局势、油价走势；第四是 12 月政治局会议和中央经济工作会议，关注主要指标的设定，重点是 2027 年 GDP 目标。

图表 1：10 月 PMI 再度回落



资料来源：wind，中金财富期货研究所

科技股下跌情况下权益市场继续波动

科技股大幅波动，叠加中期选举，美伊冲突等多重因素，预计本周权益市场波动幅度依然较大，AI 叙事不仅仅影响权益市场，对 AI 金属和贵金属板块也有明显影响，注意相关品种的波动风险。

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	10 月 31 日	中国央行：继续实施适度宽松的货币政策，保持流动性充裕	央行要求实施好适度宽松的货币政策，综合使用多种货币政策工具保持流动性充裕，优化调整结构性货币政策工具，做好金融"五篇大文章"	央行政策未变：为经济稳健发展提供充裕的流动性
	10 月 31 日	证监会：全力稳市场稳预期，持续提升资本市场韧性和信心	中国证监会主席吴清 10 月 30 日主持召开党委（扩大）会议，传达学习习近平总书记重要讲话和党的二十届五中全会精神	着力稳定资本市场
数据	10 月 29 日	中国 9 月规模以上工业企业利润同比增长 14.4%	为 6 月以来最强	出厂价格涨幅创 2022 年以来最快
	10 月 30 日	美国 9 月 PCE 物价指数同比涨 3.6%	创 5 月以来最高	核心 PCE 同比升至 3.1%，个人储蓄率降至 2022 年 10 月以来最低
事件	10 月 31 日	美国中期选举临近	博彩市场押注民主党横扫国会两院的概率升至 67%	警惕 AI 数据中心电力成本转嫁风险

资料来源：中金财富期货研究所

2 9 月工业企业数据：利润持续向科技与上游集中

在美伊冲突反复拉锯的背景下，9 月工业企业利润进一步向上游原材料和高技术行业集中，构成当月利润增速回暖的最主要动能；中游装备制造业（不含电子等高新技术行业）与下游消费则仍系统性面临"增收不增利"的困境。9 月工业企业营收、利润累计同比分别为 6.6%、15.5%（前值 6.6%、15.7%，后同），当月同比（推算值）分别为 5.3%、12%（5.3%、2.6%），利润端主要依靠采掘业支撑。

9 月美伊冲突仍在反复，且随着全球能源安全垫变薄趋紧，利润愈发向上游原材料行业集中，尤其是与能源、AI 相关的品类。9 月采矿业利润、营收累计同比分别为 38.2%、9.6%（35.1%、8.6%）；按绝对值推算，采掘与原材料行业占当月工业企业利润的比重同比提高 7.5 个百分点（4.5 个百分点），利润率（推算值）同比提高 12 个百分点（3.6 个百分点），均在上月基础上进一步抬升。分行业看，上游内部明显分化：与能源、AI 相关的品类（如铜、铝等有色金属）利润维持高增，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、有色金属相关行业利润累计同比均保持较快增长；形成鲜明对比的是，黑色金属相关行业和非金属矿物制品业利润累计同比增速回落。

中游设备中，AI 与非 AI 的利润分化加剧。受益于算力与数据中心建设带动光纤、光缆制造以及计算机、服务器相关产业链利润大幅增长，9 月高技术行业利润累计同比仍高达 52%（54.7%），其中电子设备制造业利润累计同比达 103.8%（109.9%）；高技术制造业占全部规模以上工业企业利润的比重为 25.5%，比上年同期提高 6.2 个百分点。相比之下，传统中游设备行业面临较大压力：按绝对值推算，9 月中游装备制造业（不含电子）营收、利润当月同比分别为 6.1%、-9.6%（10.1%、1%），当月利润占工业企业利润的比重同比下降 3.4 个百分点（提高 2 个百分点），利润率同比下降 3.1 个百分点（下降 1.9 个百分点）。

消费层面，中秋假期错位叠加天气转好后线下消费常态化，消费动能边际修复，拉动消费品行业利润增速改善。按当月值推算，9 月消费品制造业利润同比增速回升至 0.1%（-31%），利润率同比提高 1.2 个百分点（下降 0.9 个百分点），若剔除汽车，修复幅度更大。分行业看，利润边际修复主要集中在与节日、送礼需求相关的农副食品加工业，酒、饮料和精制茶制造业，烟草制品业等行业；家具制造业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业等可选消费需求整体仍较为疲软。

3 美国中期选举：前瞻与影响

2026 年 11 月 3 日，美国将举行中期选举，决定第 120 届国会两院归属。随着投票日临近，两党争夺日趋激烈，不同选举结果对美国后续政策与市场的影响明显不同。

2026 年美国中期选举进入最后冲刺阶段，各州提前投票参与热情较高、民主党登记选民更为积极，但其对最终结果的指示意义有限。选情方面，民主党优势扩大，众议院悬念渐小，参议院仍是胜负关键。截至 10/29，预测市场定价民主党重掌参众两院的概率超 60%，其中众议院预期相对一致，民主党胜率超九成；参议院则接近三七开，民主党保持领先、但选情仍然胶着，最终结果仍取决于少数关键州，尤其是艾奥瓦和堪萨斯两州。

就中选影响而言，政策看，不同国会组合将改变特朗普后两年的政策推进空间，但贸易、移民等行政政策延续性应仍较强；财政方面，两党财政诉求虽有结构性差异，高赤字、高债务的长期困局仍难改变；AI 方面，AI 发展的大方向难以逆转，但监管约束可能强化。市场看，选后政治不确定性的消退有望提振风险偏好，1946 年以来的历史经验显示，美股选后 100 个交易日上涨概率达 95%、中位数涨幅 9.1%；但不同选举结果会带来政策预期差，短期仍将有扰动，中长期走势应会回归基本面。

往后看，重点关注 3 个时间节点：1）11/3 投票日，重点关注两院控制权及实际席位变化的预期差；2）11 月-12 月，关注选举结果认证（关键选区可能出现重新计票、诉讼甚至决选）及旧国会的政策安排。需注意，在 119 届国会的“跛脚鸭”会期中，12/11 临时拨款到期是重要节点，警惕政府停摆风险；3）2027 年 1 月，关注新国会履职、关键人事变化及政策方向调整。

4 宏观策略

科技股大幅波动，叠加中期选举，美伊冲突等多重因素，预计本周权益市场波动幅度依然较大，AI 叙事不仅仅影响权益市场，对 AI 金属和贵金属板块也有明显影响，注意相关品种的波动风险

5 股指期货市场分析

指数继续下探

上周市场延续下跌行情，尤其是创业板周线上连续六周下跌，历史上也较为罕见。上周沪深 300 指数周-2.92%，上证 50 指数周-0.56%，中证 500 指数周-6.06%，中证 1000 指数周-6.51%，科技股连续下跌，指数持续弱势。

上周五科技股下跌之后，美国信用市场也释放了危险信号，多家科技巨头的信用违约互换（CDS）成本创下新高。ICE Data Services 数据显示，英特尔五年期债券的违约保护成本一度上涨 22.4 个基点，达到每年 127.9 个基点，单日升幅和绝对水平均创纪录。博通的相关成本同样创下新高，AMD 则升至 2019 年初以来最高水平。亚马逊的五年期信用保护成本一度上涨 6.9 个基点，达到每年 94 个基点。微软、Alphabet 和 SpaceX 等公司的相关风险指标也明显上升。

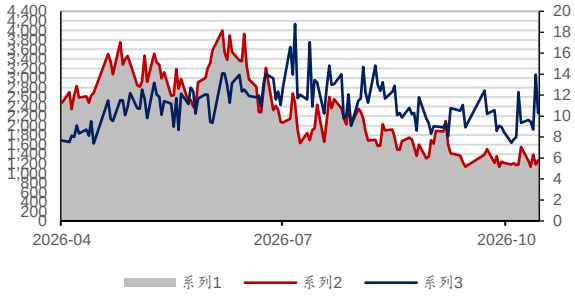
CDS 上涨不代表这些公司即将违约，但说明信用市场正在提高对科技企业融资风险的定价。今年以来，企业为数据中心、芯片和其他 AI 项目融资接近 5000 亿美元，而 2025 年全年约为 2000 亿美元。AI 已经成为一场高度资本密集的军备竞赛。问题是，资本开支越大，投资回报的压力就越大。数据中心需要持续维护，芯片和服务器存在折旧周期，电力、土地和融资成本也不会凭空消失。如果 AI 收入无法覆盖这些支出，企业就必须面对更高的资金压力。这也是为什么本周科技股的调整值得警惕。市场不再只关心 AI 订单有多少，还开始计算这些订单究竟能带来多少利润。AI 最大的风险，不是需求突然消失，而是需求虽然存在，却不足以支撑如此庞大的资本投入。

耐心等待科技股调整行情结束

上周市场延续调整，指数的弱势显著超出我们预期，但是超跌反弹的条件进一步改善：长期性价比出清时间表更近，短期性价比指标更加普遍地指向高性价比。各类资金进一步减仓，重建资金供需平衡的条件也改善。超跌反弹出现的概率增加，而随着指数下跌，中长期低点可能在年底逐渐出现。

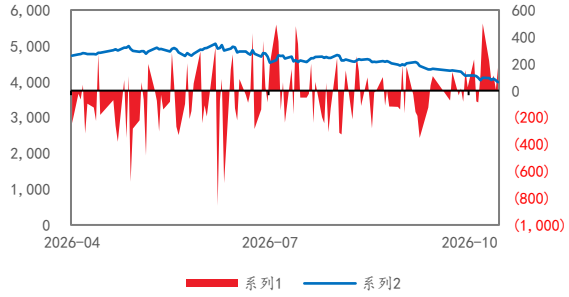
近期科技股的下跌，是去杠杆行情的延续，复盘历史行情，指数不是固定一个数字见底，而是看两融余额相对高点的回撤幅度、占流通市值比例，以及场外杠杆是否出清。

图表 8：融资融券数据图



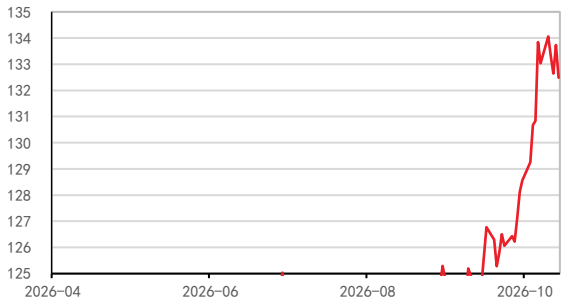
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



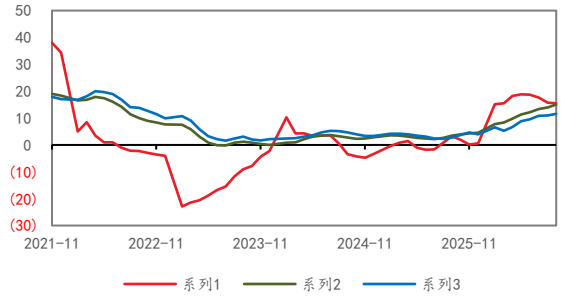
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。根据当前覆盖全球约 80%市场份额的上市矿企 8-9 月发布的半年报产量指引中值测算，2026 年全球铜矿产量增速已下调至-2.6%，对应样本内减产 40 万吨。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追产动作有限。

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

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。

市场寄予厚望的 AI 算力用铜，目前仍处于“故事”阶段，资本开支到真实铜杆、电缆订单之间隔着开工与通电进度，短期内难以兑现为爆发性增量。相对确定的亮点在于四季度电网投资赶工预期，以及新能源车与储能的韧性。

2 结论

国内库存处于相对低位，且随着价格回落，下游逢低接货意愿较强。现货升水坚挺对近月合约形成支撑。“金九银十”成色一般，高铜价抑制了部分下游备货意愿。相对确定的亮点在于四季度电网投资赶工预期，以及新能源车与储能的韧性。沪铜当前处于“强供应约束”与“弱宏观压制”的博弈阶段，价格高位震荡、上下两难。

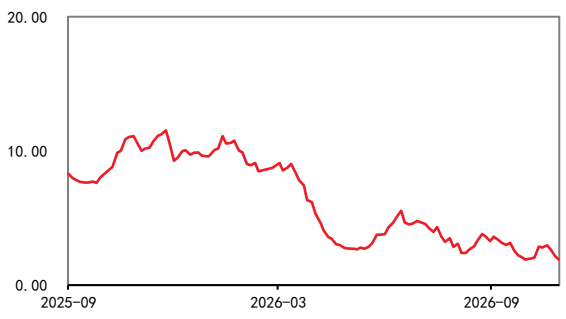
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



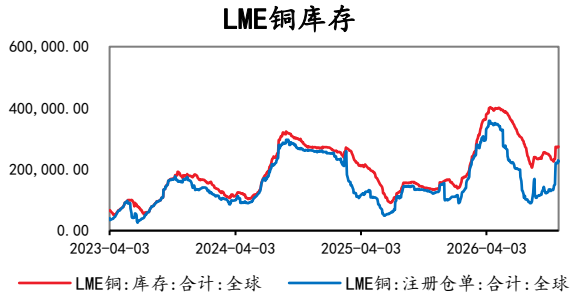
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



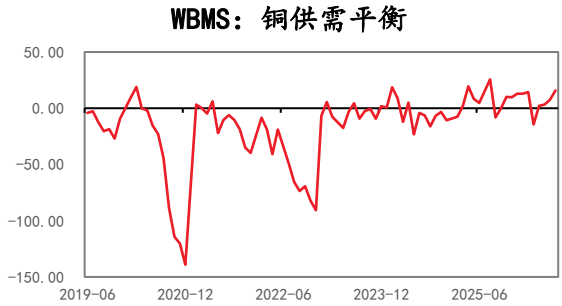
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



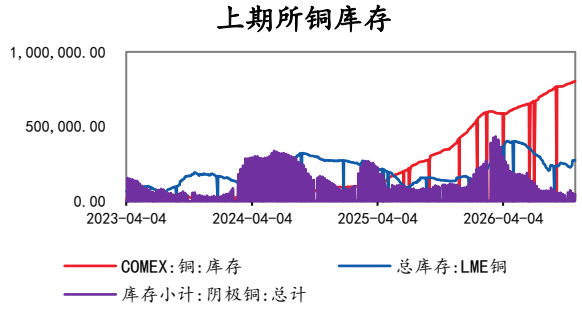
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



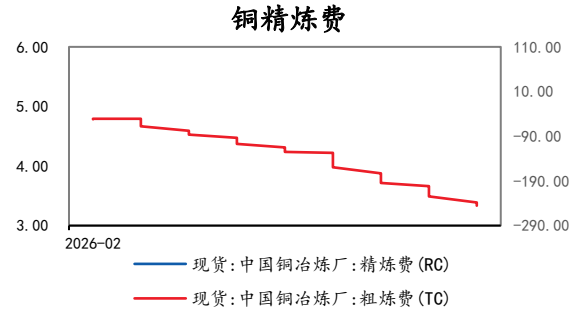
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

矿紧与冶炼亏损，但传导迟缓

这是当前锌市最“拧巴”的地方。尽管亏损持续，但 1—10 月国内锌锭累计产量同比仅下降超 1%，供给弹性被重资产属性锁死，减产更多由现金流倒逼而非价格倒逼。

进出口方面， 9 月进口仅约 594 吨，同比降幅超 97%。进口亏损长期存在，海外锌锭流入国内缺乏经济性，进口量已连续多月处于 0.06 万—0.60 万吨的极低区间。累计格局已从净进口彻底翻转为净出口，1—9 月精炼锌累计出口约 14.11 万吨，累计进口仅约 6.77 万吨，净出口规模约 7.34 万吨，而去年同期尚为净进口状态。这一贸易流向的反转，本质上反映的是国内外锌市场供需与比价关系的深度失衡。

需求未现爆发式增长

锌消费超六成来自镀锌领域，镀锌板库存总体处于高位。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的约束，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。

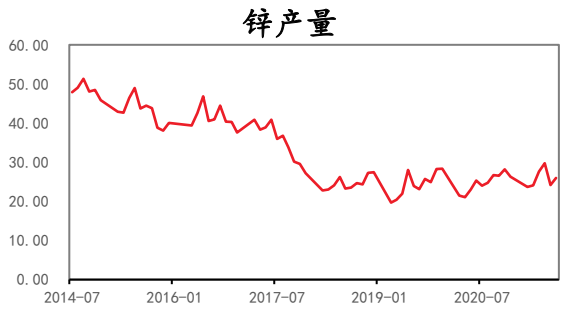
2 总结

国内部分锌矿停产，叠加全球锌精矿扰动加剧，原料流通收紧的局面并未松动。成本端提供了明确的下方边界，但减产迟迟不兑现，使得原料端无法有效传导为冶炼端；需求端又全面偏弱，

无法从上方打开空间，盘面大概率延续震荡。

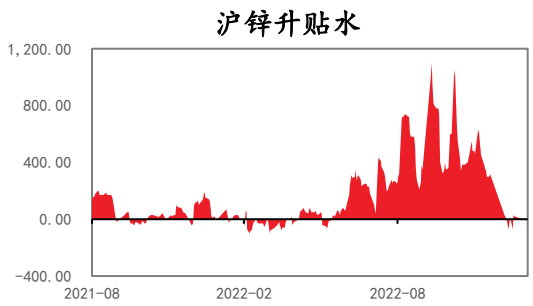
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



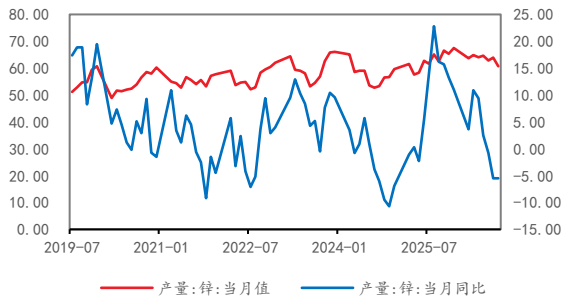
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



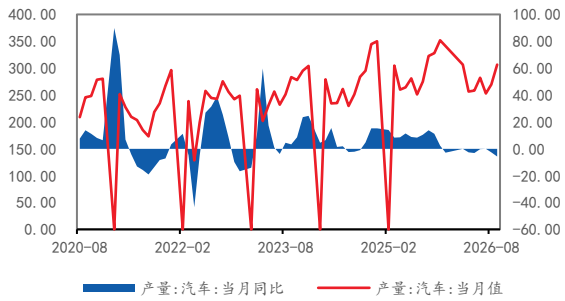
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美联储鹰派暂停加息，能源通胀压力

海外宏观方面，本周美联储议息会议及中东地缘冲突仍是主要扰动。10 月 28 日，美联储以 10 比 2 的投票结果维持联邦基金利率在 3.75%—4.00%不变，其中两名委员支持继续加息 25 个基点。会议声明上调了对美国经济活动的评价，强调经济增长强劲、就业市场相对稳定，同时指出通胀仍处于较高水平。随后公布的美国三季度 GDP 环比折年率增长 3.4%，9 月 PCE 通胀同比升至 3.6%，进一步强化市场对美联储 12 月加息的预期。本次暂停加息并不意味着货币政策转向宽松，美国经济韧性与通胀黏性使高利率环境仍可能延续，对全球工业品估值和风险偏好形成约束。

与此同时，中东地缘风险进一步升级，胡塞武装袭击沙特能源设施，霍尔木兹海峡油轮遇袭，市场对原油供应中断的担忧再度升温，布伦特原油升至 117 美元/桶以上。高油价一方面通过燃油及国际海运成本对进口铁矿石形成支撑，另一方面进一步加剧全球通胀压力，强化海外货币政策维持紧缩的预期。对于黑色系而言，能源成本上升的支撑主要集中于进口矿等上游原料，而终端需求不足制约成本向成材价格传导，反而可能加剧钢厂利润压力。整体来看，海外宏观仍呈现能源成本偏强、货币环境偏紧的格局，对黑色系的影响更多体现为原料成本扰动，尚不足以形成商品整体趋势性上涨的驱动。

2 焦煤供应恢复节奏放缓，铁矿受 FMG 谈判扰动

此前煤焦市场持续交易国内煤矿复产及蒙煤供应恢复预期，价格重心明显下移，但本周国内焦煤产量恢复有所反复，蒙古运输受阻亦对市场情绪形成扰动，供应预期由紧转宽。与此同时，FMG 与中国矿产资源集团的铁矿石谈判仍未达成协议，短期为铁矿石提供一定支撑。不过，上述扰动尚未改变黑色产业链需求偏弱的整体格局，原料反弹缺乏持续性，市场仍处于弱现实与供应预期变化的博弈中。

焦煤方面，本周供应恢复节奏有所放缓。山西部分煤矿受到安全监管、月度产量任务及生产组织等因素影响，实际产量小幅回落，前期快速复产的趋势有所减弱。进口端，10 月 27 日蒙古国塔本陶勒盖—曼莱—杭吉公路因道路安全整改未完成而暂停运输，对应国内满都拉口岸，短期引发市场对蒙煤供应收缩的担忧。值得注意的是，该线路并非蒙煤进口的主要通道，甘其毛都口岸线路未受直接影响，且满都拉口岸铁路运输仍正常运行，因此本次事件对全国蒙煤供应的实际冲击相对有限。至周五，甘其毛都口岸又因境外查干哈达路段车辆积压，一度暂停新装车作业以疏导交通，蒙煤供应的不稳定性有所上升。

不过，供应扰动并未改变焦煤现货市场的弱势格局。本周炼焦煤线上竞拍流拍率明显上升，成交价格跌多涨少，反映下游焦钢企业采购仍较谨慎，市场对高价煤的接受程度下降。当前焦煤面临的主要矛盾并非供应全面转紧，而是供应恢复预期已经较为充分地反映在期货价格中，但实际产量释放仍受到安监、生产指标和运输等因素制约。短期供应扰动可能推动价格阶段性反弹，但在煤炭稳产稳供政策方向未变、下游需求缺乏增长的情况下，焦煤中期价格仍面临下行压力。随着 11 月煤矿复产继续推进，供应增量能否重新加速，将是未来的重点。

铁矿石方面，上周 FMG 对外表示与中矿集团的谈判未达成协议。继必和必拓之后，力拓近期亦与中矿达成新的供应协议，FMG 成为主要矿山中尚未完成谈判的一方。受谈判影响，FMG 部分产品对华销售受到限制，矿山销售量低于发运量，库存积压压力逐步显现。FMG 已表示，若谈判至年底仍未结束，可能影响后续生产经营安排。

回顾过去，力拓谈判达成协议后，中矿的采购议价能力进一步集中，FMG 面临的库存与资金压力可能促使双方加快达成协议。因此，谈判僵局虽然能够提供阶段性供应风险溢价，却未必真正造成供应冲击。更长期来看，中矿集中采购能力的增强，以及西芒杜等新增供应逐步释放，仍可能对传统矿山定价权形成约束，难以据此判断铁矿石中期供应宽松格局发生逆转。

从产业链内部来看，煤焦价格下移有助于缓解钢厂成本压力，对铁水需求形成一定支撑，而 FMG 谈判及高油价带来的海运成本上升，又进一步增强了铁矿石相对于煤焦的抗跌表现。但钢材终端需求尚未形成持续修复，钢厂利润仍处于较低水平，原料需求缺乏明显增长空间。当前原料价格的相对强弱更多反映供应风险及成本结构变化，而非产业链需求整体转强。焦炭方面，前期焦企提涨仍未有效落地，钢厂采购维持谨慎，焦煤价格回落亦削弱了成本支撑，焦炭整体缺乏独立上涨动力。

3 铁水继续回落，钢材需求边际改善，库存去化速度加快

上周钢材市场呈现“铁水继续下降、成材产量小幅回升、需求边际改善、库存加速去化”的格局。高炉产能利用率和铁水产量进一步回落，日均铁水降至 232 万吨以下，但五大品种钢材产量小幅增加，其中螺纹钢产量增幅大于热卷。需求端较此前有所改善，五大品种和螺纹钢表观消费均出现回升，带动社会库存和钢厂库存同步下降，总库存去化速度有所加快。不过需求同比仍然明显偏弱，钢材现货价格和即期毛利继续下降，钢厂盈利率维持低位，说明当前供需关系虽有边际改善，但弱需求对钢价的压制尚未消除。

上周全国高炉产能利用率降至 87.0%，环比下降 0.2 个百分点，同比下降 2.9 个百分点；日均铁水产量下降 0.4 万吨至 231.8 万吨。铁水延续此前的下降趋势，已经降至 232 万吨以下，较前期 237—238 万吨的高位明显回落，说明钢厂利润压力和需求偏弱仍在持续约束高炉生产。不过本周铁水降幅较此前有所收窄，减产节奏有所放缓。从绝对水平来看，当前铁水供应压力已经得到一定缓解，对铁矿石等原料的刚性需求也随之减弱。后续仍需关注钢厂盈利情况能否改善，以及低利润环境下铁水是否继续下降。

上周五大品种钢材周产量为 797.8 万吨，环比增加 0.7%，同比下降 8.9%，其中螺纹钢产量增幅大于热卷。五大材产量在此前连续下降后出现小幅回升，但仍维持在 800 万吨以下，整体供应水平依然偏低。值得注意的是，本周铁水产量继续下降，而成材产量反而小幅增加，说明高炉端减产与五大材供应变化再次出现一定背离，可能与钢厂品种结构调整、钢坯资源转化以及生产节奏变化有关。从同比来看，五大材产量下降接近 9%，说明当前供应收缩仍然较为明显，对缓解库存压力形成一定支撑。不过，如果后续铁水降幅继续收窄、成材产量逐步恢复，供应端对供需平衡的改善作用可能有所减弱。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 1030.6 万吨，环比下降 2.9%，同比下降 4.3%；钢厂库存为 374.2 万吨，环比下降 3.1%，同比下降 14.3%。钢材总库存环比下降 3.0%，较此前降幅扩大 0.8 个百分点，去库速度有所加快，社会库存和钢厂库存继续同步下降。当前钢厂库存同

比降幅仍超过 14%，社会库存也进一步低于去年同期，说明前期库存压力已经得到较明显缓解。与此前需求走弱导致去库放缓不同，本周在成材产量小幅增加的情况下，库存去化反而有所加快，表明需求改善对供需平衡形成了一定支撑。不过，当前库存下降仍与低供应密切相关，需求能否持续回升仍是后续库存能否保持较快去化的关键。

需求端边际改善。上周五大品种钢材表观消费为 840.8 万吨，环比增加 2.0%，同比下降 8.3%；其中螺纹钢表观消费为 206.1 万吨，环比增加 2.5%，同比下降 11.2%。五大材整体表需重新回升，螺纹钢需求也有所改善，建筑钢材成交周均值升至 9.0 万吨，环比增加 1.1%，高频成交与周度表需变化方向一致，说明终端需求较此前有所恢复。但从同比来看，五大材表需仍下降 8.3%，螺纹钢表需同比降幅超过 11%，反映需求绝对水平依然偏弱。当前已进入传统需求旺季尾声，终端需求缺乏持续扩张的动力，因此本周表需改善更多体现为弱需求背景下的阶段性回升，尚不足以确认需求趋势发生明显变化。

价格与利润方面，上周钢材现货价格继续走弱，主流钢材品种即期毛利环比下降，247 家钢厂盈利率为 11.3%，与此前基本持平。钢价在需求边际改善、库存去化加快的情况下仍然走弱，说明市场对于后续需求持续性的预期依然偏弱，基本面改善尚未转化为明显的价格支撑。同时，钢厂盈利率仍维持在较低水平，行业整体经营压力较大，低利润状态继续约束钢厂扩大生产的积极性。当前钢价和利润同步承压，意味着产业链仍未形成需求改善、价格上涨和利润修复的正向循环，供应端的收缩压力也尚未完全解除。

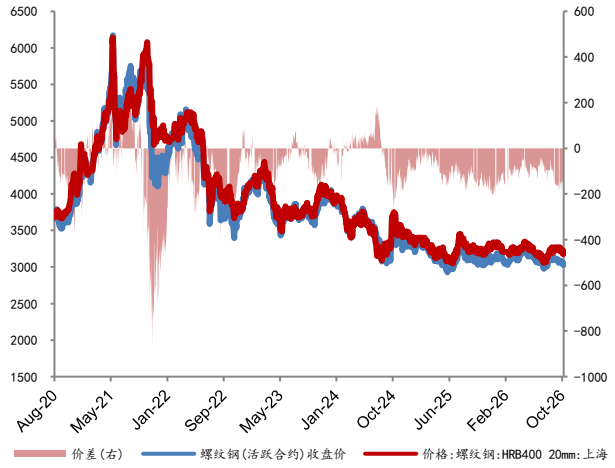
综合来看，当前钢材市场呈现“铁水继续下降、成材供应偏低、需求边际改善、库存去化加快、利润维持低位”的格局。本周最明显的积极变化来自需求和库存端，五大材表需环比增长 2.0%，带动总库存降幅扩大至 3.0%，社会库存和钢厂库存均进一步低于去年同期，说明当前供需矛盾较此前有所缓解。同时，铁水继续下降至 231.8 万吨，五大材产量仍低于 800 万吨，低供应格局对库存去化形成支撑。但另一方面，五大材和螺纹钢表需同比仍然明显下降，钢材现货价格继续走弱，钢厂盈利率维持在 11.3%的低位，说明市场尚未形成持续改善的预期。当前钢材基本面虽然有所修复，但仍属于低供应支撑下的阶段性供需改善，而非需求趋势性反转。后续重点关注进入需求淡季后表需能否维持、库存去化是否重新放缓，以及钢厂低利润能否推动铁水进一步下降。

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。

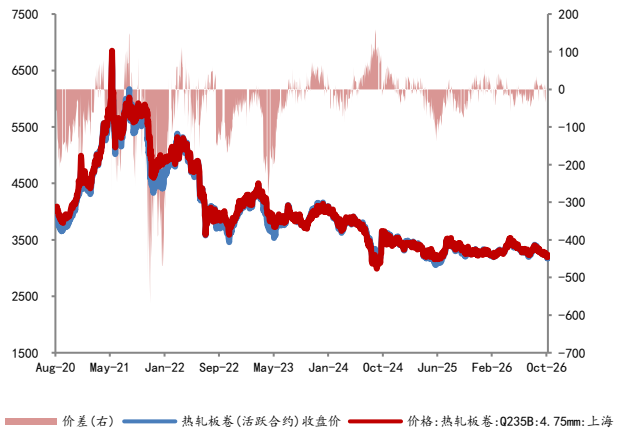
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



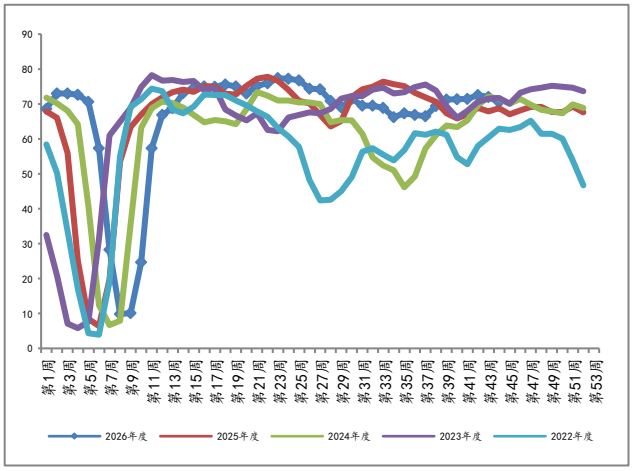
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



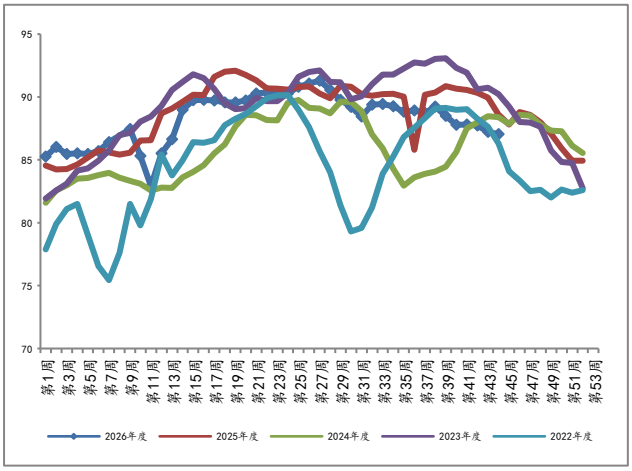
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



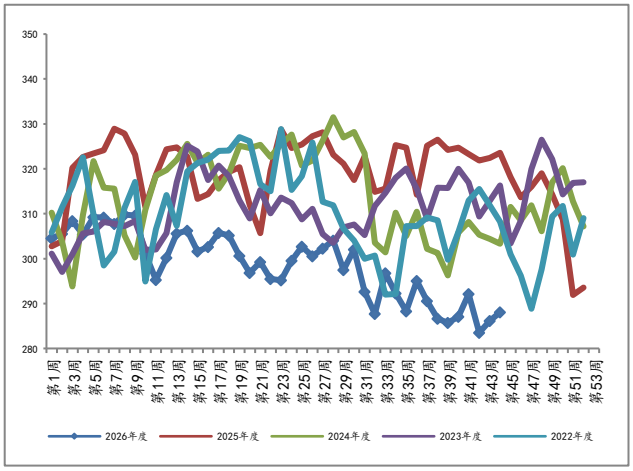
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



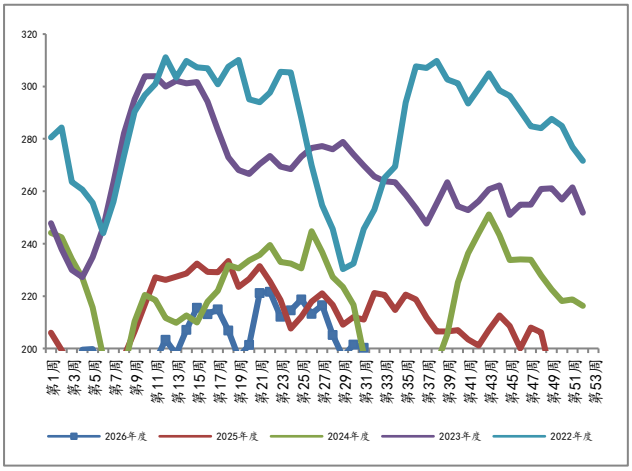
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



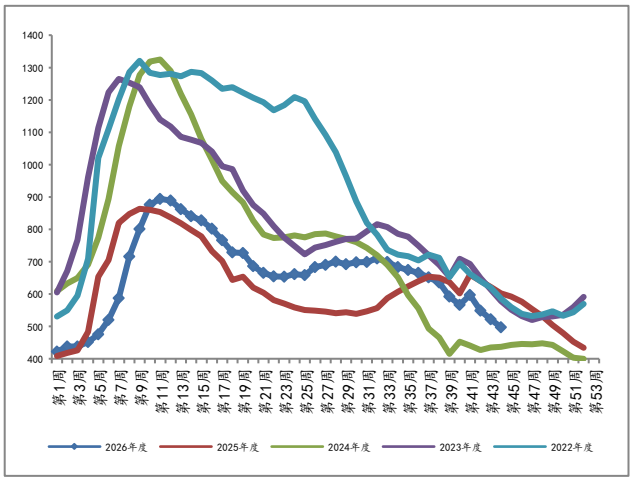
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



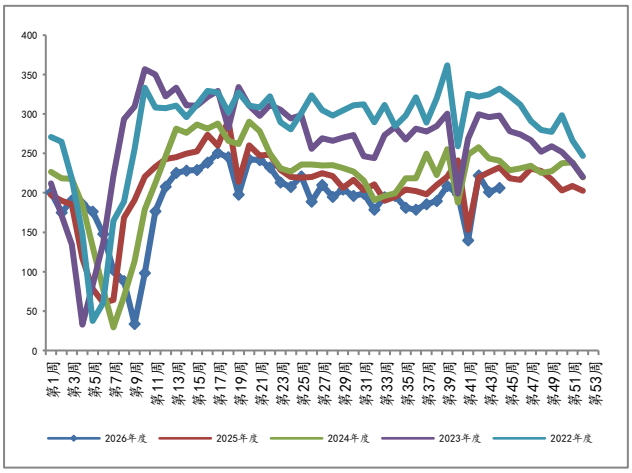
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 中东供应稳步恢复

尽管中东地缘局势依旧剑拔弩张，但沙特已经打通霍尔木兹海峡和红海两大出口渠道，令实物原油市场供应水平正在向美伊冲突前回归。

综合机构船舶追踪初步统计，10 月沙特原油出口量仍维持在战时偏高位水平，整体与 9 月上下相当。Vortexa 数据显示，10 月迄今，沙特经红海渠道延布港的原油出口量为 250 万桶/日，高于 9 月的 240 万桶/日；经波斯湾渠道霍尔木兹海峡的原油出口量为 400 万桶/日，较 9 月的 420 万桶/日略有回落；沙特原油出口总计约 650 万桶/日，与 9 月的 660 万桶/日基本持平。

沙特得以在伊朗和也门胡塞武装封锁下保持出口韧性，得益于其迅速恢复了东西管道运输，并有效组织油轮进行穿梭式船对船转运。与此同时，阿联酋、科威特、伊拉克等国出口量亦回升至接近战前水平，使得海湾地区原油出口形势整体趋于正常化。

供应全面回升已经传导至实物原油市场，中东现货指标阿曼-迪拜原油价差已降至约 6 美元/桶，而 9 月曾一度高达近 34 美元/桶，表明对供应中断的担忧已在相当程度上得到缓解。

2 油价依然居高不下

据了解，目前中东地区原油供给量已经恢复至战前水平以上，但国际油价依然维持在百元大关，这似乎违背常识。

援引华尔街日报，截至 10 月 18 日当周，包括霍尔木兹海峡及替代出口渠道在内的中东日均原油流量已超过 2400 万桶，略高于美伊冲突爆发前的 2330 万桶。原油供应链恢复之所以未能带动油价回落，是因为伊朗封锁导致原油运价和保费等运输成本结构性抬升，全球能源危机从原油和成品油危机，逐渐演变为航运危机。

路透社调查经霍尔木兹海峡至亚洲的运费已达 34 美元/桶，国际能源署（IEA）统计中东至亚洲运费平均约 36 美元/桶。运费飙升的直接原因是，油轮隐蔽穿梭时面临遭伊朗袭击风险，航司需要收取高昂的溢价补偿，保险公司则对潜在索赔定价。

因此，原油供应回升不等于成本下降，亚洲炼油商支付的综合到岸成本居高不下，中东出口恢复难以传导至国际油价下行。

3 伊朗施压中期选举

有舆论观点指出，伊朗无须严密封锁霍尔木兹海峡，仅需展示出足够的威慑态势，便可使能源价格长期维持高位，并以此削弱特朗普在美国国会的影响力。

据英国海事贸易组织（UKMTO）统计，10 月 15-21 日当周，在霍尔木兹海峡、波斯湾及阿曼湾地区报告油轮袭击事件 5 起，频率已较上半月明显降低。这意味着伊朗开始调整封锁策略：完全阻断供给将激怒包括主要原油进口国在内的国际社会，且大幅增加美国发动军事打击的可能性，只需要让航司和保险开出高风险溢价，令原油运输成本居高不下，就可以让特朗普和共和

党在中期选举中失利。

业界分析认为，伊朗希望油价高到足以惩戒特朗普，但又不至于引发大规模军事冲突，这个“恰到好处”的目标区间大致在 Brent 原油 110-120 美元/桶。然而，伊朗的如意算盘结果或适得其反。民调显示特朗普政府大概率将输掉中期选举，在共和党失掉国会大量席位后，特朗普反而更加难以妥协，甚至铤而走险诉诸武力。

因此，在美国中期选举过后，美伊对抗可能会开启下一阶段，原油市场多头仍占据优势。

4 白宫评估战争选项

美国总统特朗普近期公开表示，美国或许会再对伊朗来一次小规模的“史诗怒火”行动，引发外界关于其重启战争选项的猜测。

特朗普声称，“美国已经得偿所愿，可以迅速结束冲突，问题是要不要给伊朗最后一击”，向外界释放出“美国随时可能再对伊朗动手，也可能达成协议”的烟雾弹。特朗普此前曾表示，美国中期选举前不会对伊朗动武，但从近来美以领导人的强硬表态，及美国在中东地区的军事部署来看，美以或在美国中期选举后再次对伊朗发起军事打击。

美国前总统奥巴马批评了特朗普当局对伊朗发动的战争，“美国非但没有取得胜利，还让伊朗拥有了对霍尔木兹海峡的一票否决权”。伊朗外长表示，霍尔木兹海峡现状已经无法回到战争爆发前，如果美方还要再试一次，“结果也不会和以往有任何不同”。

目前原油交易员已经抱有充分预期，一部分地缘风险溢价被提前计入，然后转入观望等待关键信号释放，接下来应做好规避油价剧烈波动的准备。

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

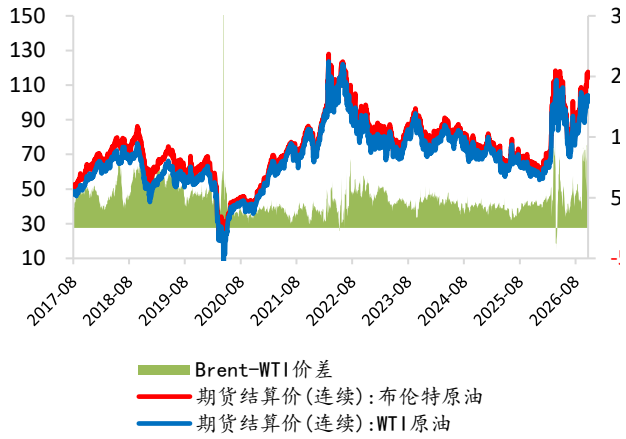
22 美元/桶，远超 2022 年俄乌冲突初期 16 美元/桶的峰值水平。市场博弈结果表明，交易者普遍担忧能源危机成为现实，从而支付接近 4 月高点的恐慌性溢价。

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。

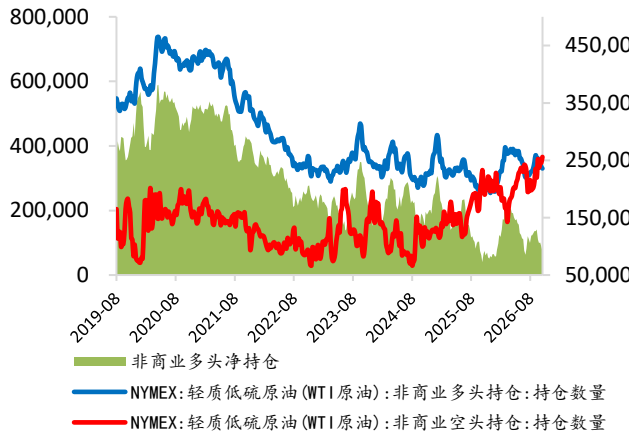
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



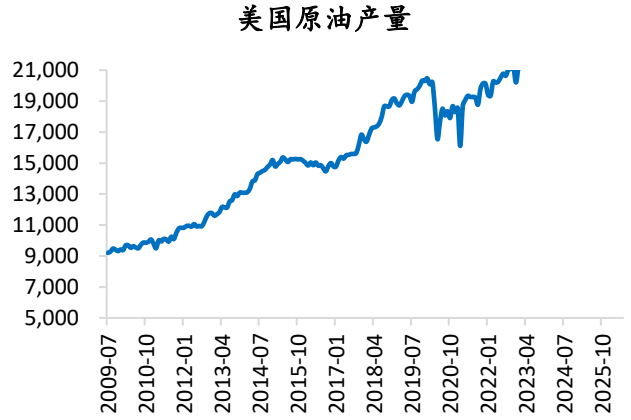
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



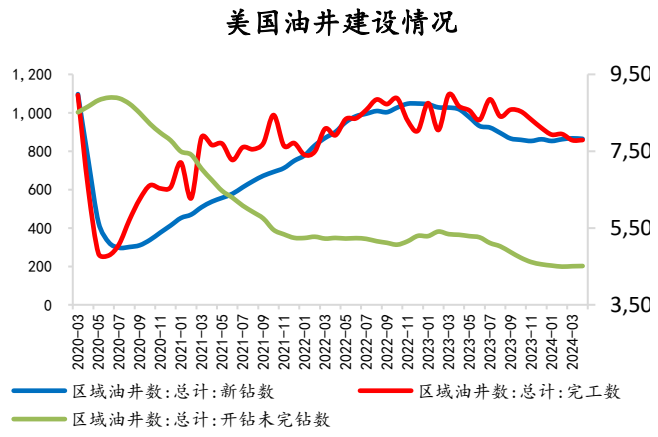
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



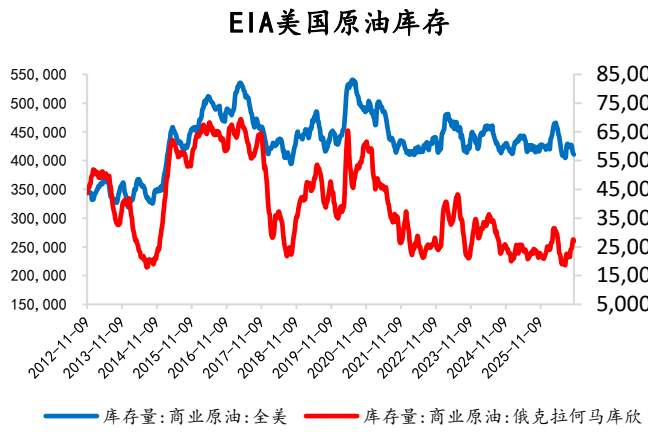
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



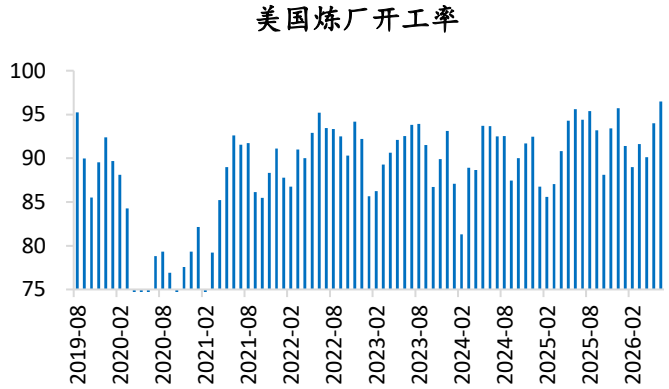
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



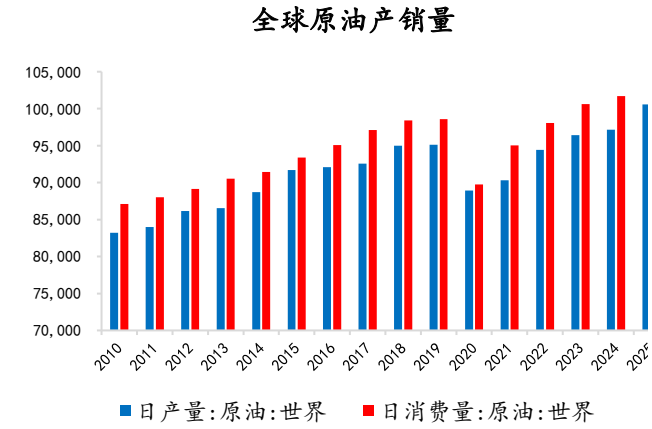
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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 提前计价预期先行

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。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。

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。

2 把握天气演变规律

目前沪胶市场多空分歧较大，争议核心是厄尔尼诺是否已经被提前过度交易。

权威气象机构普遍预测，本轮厄尔尼诺事件有望超过 1982-83、1997-98、2015-16 三次超强事件，成为有观测以来最强的一次。天然橡胶天气炒作逻辑清晰：厄尔尼诺将给东南亚带来高温干旱天气，从上游原料端造成全球天然橡胶大规模减产，进而引发供应驱动的历史性行情。

我们认为，中长期上这一逻辑难以证伪，但中短期节奏不排除反向波动。按照预期先行的市场风格，厄尔尼诺对标历史数据的影响已基本兑现，而本轮可能出现的超预期因素，要等到 2027 年一季度后验证，在此期间内很可能会对估值进行重估。后市来看，泰国南部降雨季节性减弱，开割天数增加有利于旺季上量，近端增产预期对盘面施加偏空作用。

3 进出口仍节奏偏缓

截至目前，今年泰国对华天然橡胶出口和中国天然橡胶进口量均呈同比降幅。

2026 年前三季度，泰国出口天然橡胶（不含复合橡胶）合计 182.7 万吨，同比下降 8%，标胶、乳胶、烟片胶出口量均有不同程度下降；其中，出口到中国的天然橡胶为 57.6 万吨，同比大幅减少 24%。同期，泰国混合胶出口量为 135.1 万吨，同比增加 8%，其中绝大部分出口到中国。综合来看，泰国前三季度广义天然橡胶出口总计 317.8 万吨，同比下降 2.1%；出口到中国 192.3 万吨，同比下降 4%。

中国海关总署公布数据显示，2026 年 9 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 58.8 万吨，同比大幅下降 20.8%；1-9 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）共计 568.3 万吨，较上年同期的 611.4 万吨下降 7.1%。

统计数据存在一定滞后性，未来泰国主产区季节性增产或将通过进出口链反映到青岛库存边际变化上。

4 库存拐点尚未出现

据悉泰国主产区原料有季节性上量迹象，但目前尚未传导至青岛主港现货库存拐点上。

截至 10 月下旬统计，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易库存合计 57.71 万吨，环比上期减少 0.27 万吨或 0.46%；其中，保税区库存 5.29 万吨，降幅 2.23%；一般贸易库存 52.42 万吨，降幅 0.28%。当期，青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 2.27 个百分点，出库率减少 0.22 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 0.15 百分点，出库率增加 0.75 个百分点。

青岛天然橡胶仍录得环比小幅去库，显性库存压力暂时有限。期货方面，目前 NR 仓单处于历史低位，进入旺产季后或有小幅增量，但整体仍明显低于往年水平；RU 有交割利润下库存增速依然偏慢，推测加工厂更看好远月。综合来看，现阶段天然橡胶市场在旺季增产与天气炒作之间多空拉锯，继续重点跟踪青岛港口库存变化。

5 下游缺乏增量支撑

相比天然橡胶上游炙手可热的题材，下游需求端表现略显平淡。

国家统计局数据显示，2026 年 9 月中国橡胶轮胎外胎产量 10084.7 万条，同比下降 3.3%；1-9 月橡胶轮胎外胎累计产量 9.10951 亿条，较上年同期增长 0.8%。中国海关总署公布的数据显示，2026 年 1-9 月中国橡胶轮胎出口量 748 万吨，同比增长 2.7%；其中，新的充气橡胶轮胎出口量 719 万吨，同比增长 2.5%；按条数计算出口量 54401 万条，同比增长 1.7%。

根据汽车行业预测机构 LMC Automotive 报告，2026 年前三季度全球轻型车市场平均季调年化销量为 8800 万辆，较 2025 年水平下滑 4.4%，其中中国乘用车销量同比出现明显下滑，主要因上年购置税补贴政策抬高了基数。因此，不同于 2016 年重卡配套市场的爆发式增长，未来宏观压力和产业政策将对橡胶下游及终端需求构成制约，本轮牛市仅靠供应端一条腿走路。

6 周期重拾上升大势

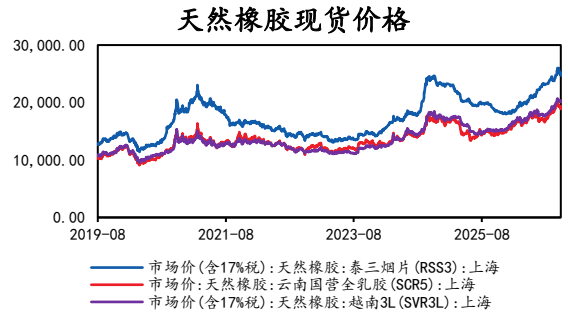
天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，橡胶市场价格时隔十余年重拾上涨趋势。

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。

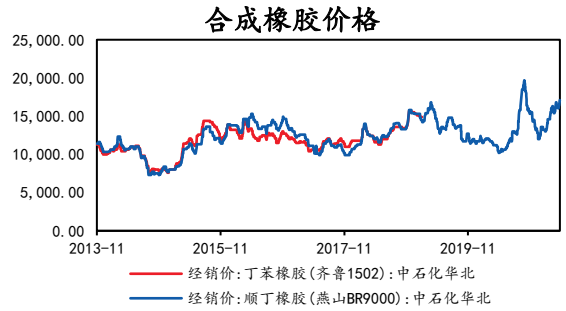
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



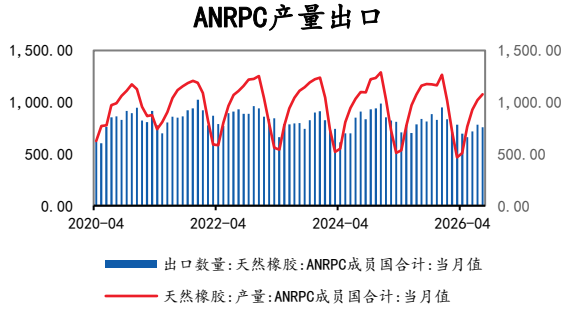
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



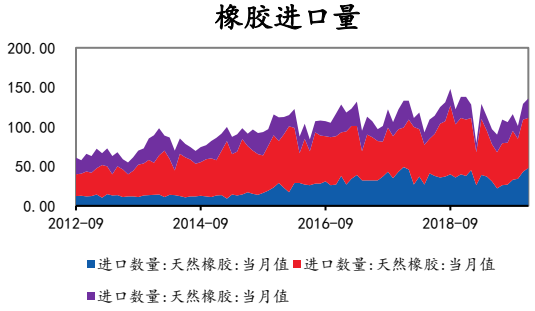
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



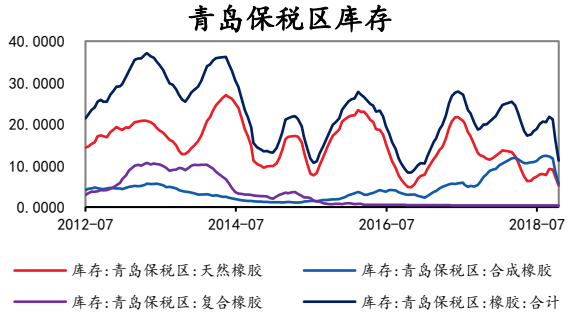
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



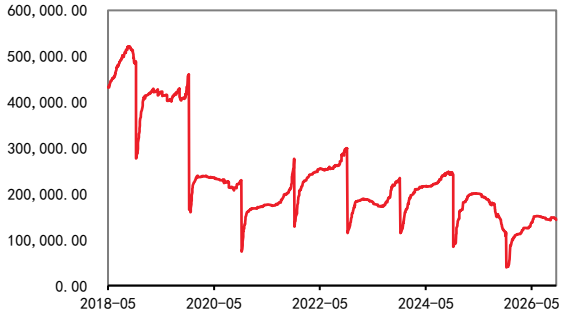
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



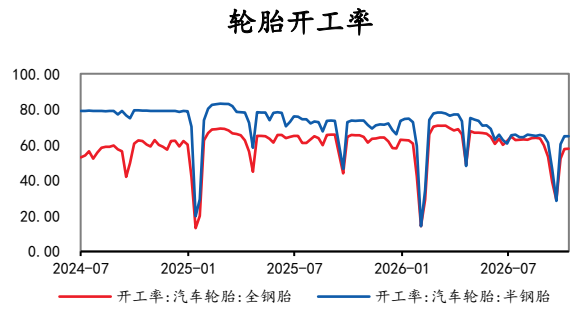
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



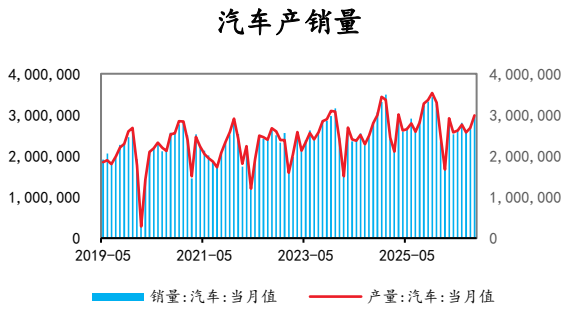
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆连续回调，国内豆粕弱势跟跌

1 外部豆类市场分析

美豆收割压力显现，巴西大豆开局良好

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 10 月 25 日当周，美国大豆收割率为 79%，五年均值为 77%。美豆收割步入尾声，新季大豆集中上市形成的季节性供应压力正在释放。农业咨询机构 AgRural 表示，巴西 2026/2027 年度大豆已完成播种计划的 40%，领先于去年同期的 36%。巴西国家商品供应公司（Conab）公布的数据显示，截至 10 月 23 日当周，巴西大豆种植率为 42.8%，去年同期为 34.8%，五年均值为 40.2%。巴西大豆良好开局，有助于稳定和深化全球大豆供应。

美豆上周出口强劲，本周中国对美豆大单采购显著下降

美国农业部公布的出口销售报告显示，截至 10 月 22 日当周，美国大豆出口销售合计净增 257.6396 万吨，符合预期。当周中国采购量为 179.11 万吨，中国累计购买美国大豆数量达到 1507.42 万吨。不过，本周美国农业部未报告有民间出口商向中国出口销售大豆大单，显示从巴西总统选举结束后，中国进口商对美豆的大单采购量快速下降。

10 月马来西亚棕榈油出口回升，能否化解库存压力尚需观察

马来西亚棕榈油局（MPOB）在 10 月供需报告中指出，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%。进入 10 月，马来西亚棕榈油基本面出现一些积极变化。受印度进口需求回暖提振，10 月初以来马来西亚棕榈油出口大幅反弹。船运调查机构 ITS 和 AmSpec Agri 发布的数据显示，10 月 1-25 日马来西亚棕榈油出口量环比增长 46.9%-67.7%。棕榈油出口形势好转，有助于降低库存压力，但马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的 10 月 1-20 日棕榈油产量环比增长 6%。市场预计马来西亚 10 月棕榈油出口增量不及产量增量，10 月底库存有望继续攀升。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕库存大幅增加，豆粕市场跟随美豆连续回调

MySteel 发布的数据显示，截至上周末，全国主要油厂豆粕库存升至 129.54 万吨，周度增加 19.94 万吨。国内进口大豆供给充裕，油厂开机率维持高位，美豆连跌重挫买方信心，生猪养殖持续亏损，需方放缓采购节奏，观望情绪升温。豆粕库存居高不下，国内油厂挺粕动力不足，豆粕现货保持跌势。与此同时，期货市场因美豆下跌而导致成本端下行驱动增强，价格重心连续下移。期现货市场弱势联动，粕价尚未止跌。

国内棕榈油库存居高不下，内盘较外盘更弱一筹

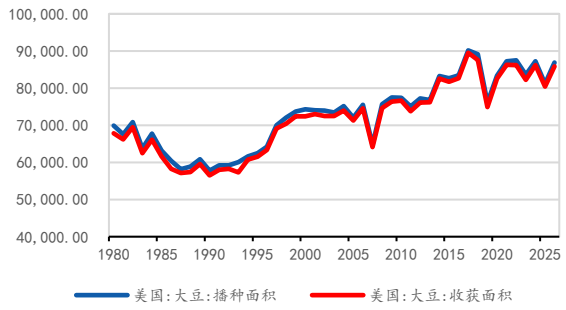
据中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 320.91 万吨，周度增加 9.73 万吨，其中食用棕榈油库存为 120.69 万吨，同比增加 121.33%。国内棕榈油库存处于历史高位，在三大油脂中库存压力最为突出，而且从目前买船情况看，远期定价偏高仍吸引买盘保持活跃，棕榈油后续到港压力并未缓解。尽管近期棕榈油和豆油价格持续收敛，但棕榈油仍较豆油保持升水，性价比偏低进一步拖累棕榈油需求。高库存叠加低性价比，是导致近阶段国内棕榈油较马来西亚棕榈油和国内豆油及菜油表现更弱的核心原因。

3 油脂油料市场展望

美豆收割近尾声，创纪录的产量压力集中释放。巴西大豆开局良好，巴西雷亚尔兑美元大幅贬值的影响仍在释放，美元大幅走高将削弱美豆出口优势。产地棕榈油和国内棕榈油均承受巨大的库存压力，导致棕榈油的生柴需求概念下降，与国际原油走势明显背离。超强厄尔尼诺对远期市场的支撑出现松动，棕榈油市场的“弱现实”开始动摇“强预期”。无论是棕榈油本身还是大豆供需基本面，目前对棕榈油市场的上行驱动均显不足。豆油累库速度放缓且有收储预期支撑，调整行情较为被动。菜油受低库存支撑，价格相对抗跌。整体来看，本轮油脂板块的下跌行情集中在棕榈油市场释放。国内豆粕市场在成本上高度依赖美豆，在美豆止跌前，国内豆粕市场仍缺少上行驱动。新季国产大豆定价偏高，已体现种植面积下滑和东北生长关键期降雨偏多造成的减产。随着需求端的负反馈增强以及众多农产品进入下跌节奏，资金层面挺价动力更易松动。豆一期货市场在技术上首次失守 20 日均线支撑，重回强势的阻力明显增加。

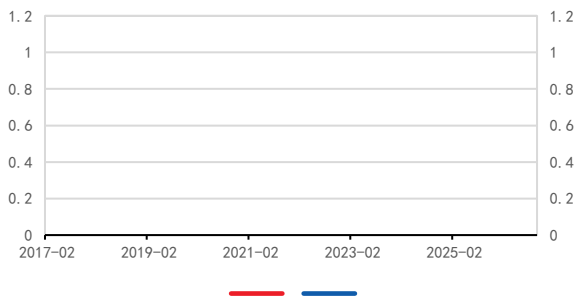
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



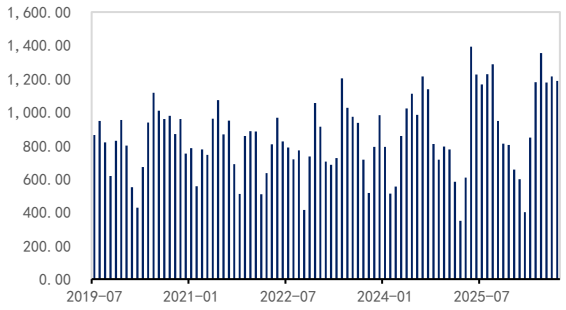
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



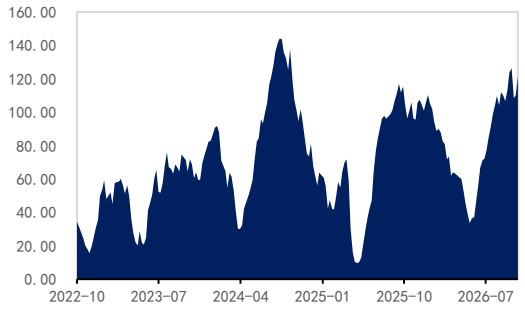
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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