中金财富期货策略周报（2026 年第 41 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：近期全球黄金、股市、大宗商品集体同步下跌，是美联储鹰派加息预期升温、AI 高估值泡沫破裂、机构流动性挤兑三重核心力量共振的结果，打破了传统股债跷跷板、黄金避险的经典框架，属于极端流动性收缩下的全资产无差别抛售行情，这种情况的改善需要市场预期的好转，尤其是加息预期方面的变化，耐心等待积极因素出现。

股指期货：短期内看，在 AI 叙事变化的情况下，全球 AI 科技股普遍遭遇抛售，各地市场也出现不同形式的救市政策，但是政策底与市场底往往不同期，叠加海外科技股的波动仍未结束，建议耐心观察市场，等待指数企稳后再行参与。

铜：美国通胀与就业数据韧性较强，市场对美联储加息的预期随之升温，美元走强对有色金属板块形成普遍压制。同时，市场对 AI 相关需求的叙事出现动摇，部分资金挤出铜的长期需求溢价，进一步打压了远月合约的情绪。短期市场情绪主导行情走势。

锌：北方矿山进入季节性停产，矿端流通量难有增量，持货方挺价意愿较强，短期矿紧格局难以缓解。冶炼端虽亏损不断扩大，但 11 月检修炼厂复产带动精炼锌产量环比增长，叠加年末企业为完成产量目标，进一步减产的概率不大。需求端，北方供暖季环保督察对镀锌、氧化锌开工形成额外扰动。盘面上，有色板块近期跟随宏观情绪重心下移，沪锌延续震荡偏弱走势。

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：在当前的地缘形势和定价格局下，短期受高成本和低库存支撑，国际油价大概率仍将保持相对高位；预计 2027 年供需关系发生重大转变，油价长期趋势将进入下行通道；在冲突没有全面升级的情况下，油价缺乏强势反弹驱动。本轮全球能源危机经历了“石油危机-成品油危机-航运危机”三阶段演变，其冲击之大、持续之久实属历史罕见，其影响力难以快速消弥。

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：

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

yuruiguang@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@tqfutures.com

周度投资视点

油脂油料：本周，国际原油和全球主要股市均出现大幅下跌，宏观压力叠加豆类商品自身偏弱的基本面，国内外豆类市场纷纷结束上周的反弹行情再度调头向下。美豆收割基本结束，创纪录产量形成的供应压力持续释放，CBOT 大豆市场维持震荡偏弱节奏。巴西和阿根廷大豆开局良好，乐观的产量预期将降低天气炒作强度并有助于深化全球大豆供应宽松格局。弱势原油严重削弱棕榈油生柴需求前景，叠加自身供给压力，棕榈油在油脂板块中维持领跌状态，对其他油脂的弱势拖累效应仍不可忽视。受美豆下跌影响，成本端下行驱动再度增强，国内豆粕期货市场维持弱势震荡局面。随着国产大豆减产预期被证伪，上市之初的过高定价得到部分修正，在产区现货保持坚挺的状态下，豆一期货市场回调节奏有所放缓，在相关商品仍未止跌的背景下，豆一期货市场难言摆脱弱势。

油脂油料：美豆反弹遇阻，棕榈油大幅下挫

1 外部豆类油脂市场分析

美豆收割基本结束，创纪录产量压力持续释放

美国农业部公布作物生长报告显示，截至 11 月 15 日，美豆收割率为 96%，去年同期和五年均值分别为 93%和 95%。美国农业部在 11 月供需报告中小幅调高美豆单产和总产量，预计 2026 年美豆将实现 1.24 亿吨的创纪录产量。随着美豆收割结束，新季大豆集中上市的形成的季节性供给压力升高，市场密切关注美国国内压榨和出口需求能否有效降低因增产形成的供给压

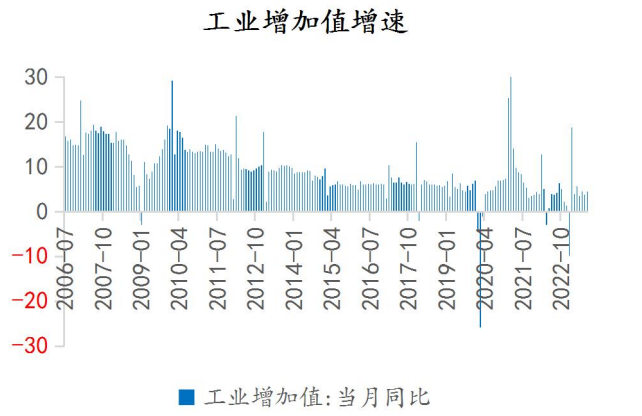
力。

目录

1 外部豆类油脂市场分析 - 2 -
周度策略： 美元流动性收紧，大类资产轮番下跌 - 6 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 7 -
2 中美俄三国元首会晤：促进大国关系战略稳 - 8 -
3 高利率环境或成为美国中期宏观主线 - 8 -
4 宏观策略 - 9 -
5 股指期货市场分析 - 9 -
铜 - 11 -
1 影响因素 - 11 -
2 结论 - 12 -
钢材 - 16 -
1 AI 资产重估开始挑战美国经济增长叙事 - 16 -
2 需求负反馈尚未结束，焦煤率先进入供应预期与估值修复的博弈 - 17 -
3 铁水继续回落，需求明显走弱下库存去化放缓 - 18 -
4 小结 - 20 -
5 钢材期货现货数据 - 20 -
原油 - 22 -
1 美伊冲突阶段降温 - 22 -
2 中东原油出口恢复 - 22 -
3 供需重新转向过剩 - 22 -
4 边际累库迹象出现 - 23 -
5 定价逻辑深刻改写 - 23 -
6 长期下行短期反复 - 23 -
7 原油期现数据 - 24 -
天然橡胶 - 26 -
1 提前计价进行修正 - 26 -
2 强预期弱现实博弈 - 26 -
3 天气题材难以证伪 - 26 -
4 关注两大关键指标 - 26 -
5 充分调整等待企稳 - 27 -
6 周期重拾上升大势 - 27 -
7 橡胶期现数据 - 27 -
1 外部豆类油脂市场分析 - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 - 31 -

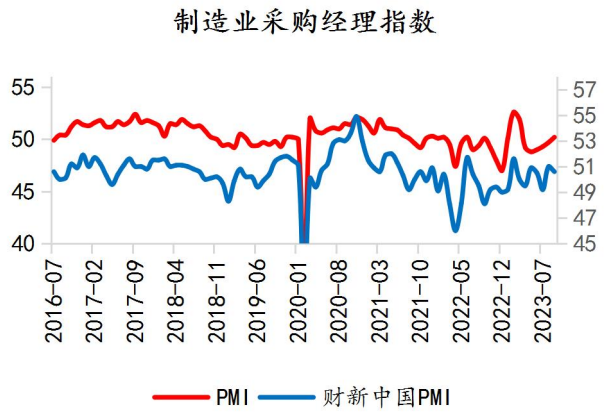
重要经济指标概况

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 2：中国制造业采购经理指数



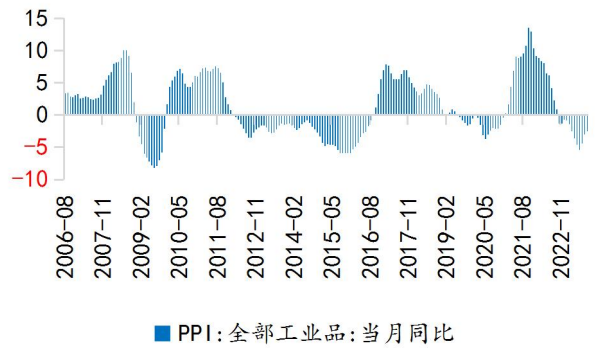
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



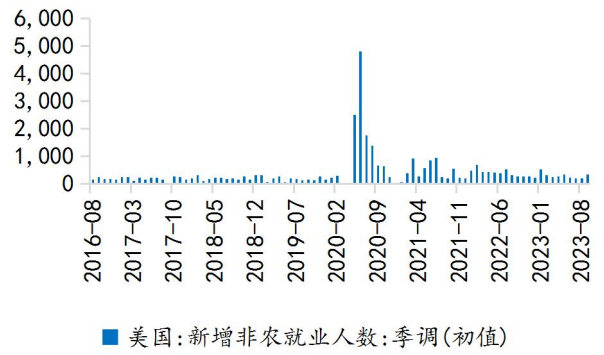
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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： 美元流动性收紧，大类资产轮番下跌

在美联储主席沃什主张少与市场沟通，前瞻指引缺位的环境下，非联储主席们的鹰派言论对市场造成巨大冲击。当然，政治因素更加明显，中期选举之后，特朗普的政治筹码明显缩水，联储官员公开唱反调的代价随之下降，叠加民主党对特朗普支持的 AI 建设大举打压，双向压力之下，大类资产呈现轮番下跌的态势。

10 月经济复苏放缓

2026 年 10 月工业增加值同比 4.8%；社会消费品零售总额同比 0.4%；固定资产投资累计同比-8.1%。10 月经济数据相对于 9 月的回升状况明显回落，结构维持分化。

10 月工业增长放缓，外需和 AI 仍是重要支撑。10 月工业增加值同比增长 4.8%，较 9 月同比增速 5.5%回落；季调后环比增长 0.21%，也较 9 月环比增速 0.61%放缓。10 月出口交货值同比增长 18.6%，进一步加快，反映外需仍然较强。计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长 19.4%，创年内新高。由于 PPI 增速加快，10 月工业增加值名义同比增速仍然维持高位。外需和 AI 相关需求仍然是当前经济的重要支撑力量。

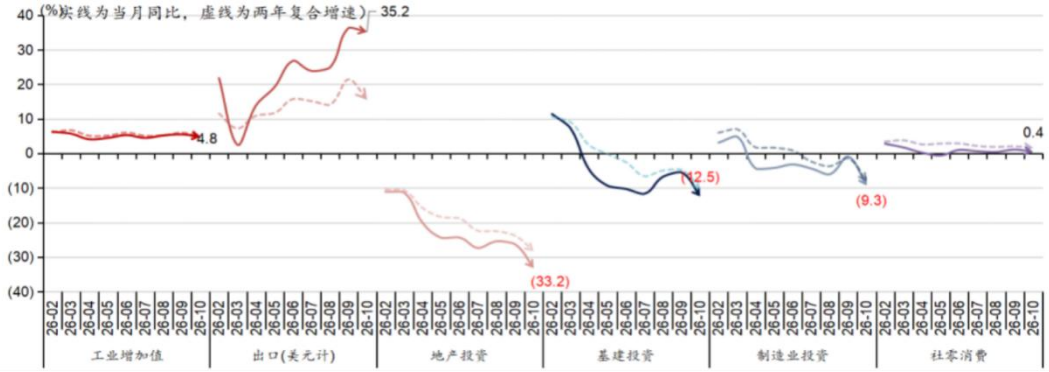
零售增速回落，居民消费持续低迷。10 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，较 9 月增速 1.1%回落；季调后环比增长 0.02%，也较 10 月环比增速 0.34%放缓。其中，商品零售同比增长 0.3%，餐饮收入同比增长 0.7%，均较 9 月增速放缓。汽车零售额同比下降 21.4%，延续下跌态势；金银珠宝首饰零售额同比下降 28.7%，跌幅加大；网上零售额同比下降 3.6%，预示“双十一”销售较为疲弱。最新的消费者信心指数数据也出现回落。总体上看，消费需求仍然低迷。

投资跌幅加大，基建投资对冲经济下行力度仍然不足。1-10 月固定资产投资累计下降 8.1%，较 1-9 月累计跌幅 7.2%扩大。10 月当月固定资产投资同比下降 16.9%，创年内新低。10 月制造业、基建、房地产开发投资同比跌幅都比 9 月扩大。在私人部门信贷收缩、需求增长乏力的背景下，基建投资未能形成有效的逆周期对冲，使得内需下滑缺乏有效的稳定力量。

房地产市场仍处在下行周期。月新建商品房销售面积同比下降 19.1%，销售额同比下降 18.6%，较 9 月跌幅扩大。70 大中城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均下降 0.2%。房屋新开工面积同比下降 18.2%，跌幅较上月收窄；房屋竣工面积同比下降 39.1%，跌幅进一步加大。总体上看，房地产各项指标下跌仍未结束。

10 月数据偏弱，本质上还是内需不足、经济动能偏弱，基于全年“保 4.5%”、四季度 GDP 增速只需 4.2%就可，预计 12 月政治局会议和中央经济工作会议的基调应会偏积极，建议耐心等待。

图表 1：10 月主要经济数据



资料来源：wind，中金财富期货

强美元撕裂全球流动性

10 月份美国就业与通胀双超预期，市场对美联储 12 月加息 25bp 已完全定价，并开始定价 12 月加息 50bp 的可能性。自 9 月议息会议以来，美国金融状况已实质性收紧约 20 个基点，其紧缩效应主要由美元升值和利率抬升驱动，相当于额外实施了一次小幅加息。

在强美元与高利率双重挤压下，全球主要风险资产与避险品种均未能幸免于流动性抽离的冲击。黄金已经跌破 3600 美元/盎司，为金价自历史高位回落以来的最低点；高贝塔风险资产的去杠杆进程更为剧烈，加密货币市场在周末迎来大规模多头清算，比特币一度下探至 61200 美元的四个月低点，年内跌幅加深至 19.2%。

美国财政部数据显示，今年 1 月至 9 月，外资流入美国股市规模同比大增 43%，达到 6700 亿美元，为至少 2016 年以来的最高水平。Anthropic 的上市进一步提升了美国股市对全球资本的吸引力，并有望使其跻身全球最重要的 AI 概念股行列。巴克莱、德意志银行和渣打银行均预计美元涨势将延续至 2027 年，核心逻辑在于美国在 AI 领域的主导地位及其对生产率和利率的潜在提振效应。

强势美元，叠加更猛烈的加息预期，配合一些走弱的基本面数据就可能推动某种衰退交易的发生，在当前极度脆弱的宏观环境面前，降速就足以引发更大的恐慌；因此，加息本身并不免费，但是代价非常昂贵，高位的大类资产正在加速下跌，如美股、贵金属和铜等。

大类资产轮番下跌，关注金融条件改善

近期全球黄金、股市、大宗商品集体同步下跌，是美联储鹰派加息预期升温、AI 高估值泡沫破裂、机构流动性挤兑三重核心力量共振的结果，打破了传统股债跷跷板、黄金避险的经典框架，属于极端流动性收缩下的全资产无差别抛售行情，这种情况的改善需要市场预期的好转，尤其是加息预期方面的变化，耐心等待积极因素出现。

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	11 月 16 日	证监会主席吴清：研究优化量化交易、减持等制度安排	加强科技企业发行上市制度适配性和风险应对机制研究	继续优化资本市场制度
	11 月 19 日	美联储纪要鹰声大作：几乎全体认为还需加息	更多人支持 10 月就行动	沃勒称 12 月应考虑加息 50 个基点，威廉姆斯认为无需激进收紧
数据	11 月 17 日	中国 10 月社零同比增长 0.4%	AI 硬件热潮为主引擎，进口同比较上月下滑 0.7 个百分点	1 至 10 月固定资产投资下降 8.1%，房地产开发投资下降 21.6%
	11 月 18 日	美国 10 月零售销售环比增长 0.2%	同比增长 6.8%	为 2022 年 10 月以来最强表现。
事件	11 月 18 日	APEC 会议在深圳召开	中美俄元首 APEC 会晤	各经济体与会代表上万人次，创造了 APEC 史上的纪录

资料来源：中金财富期货研究所

2 中美俄三国元首会晤：促进大国关系战略稳

2026 年 11 月 19 日中国国家主席习总书记同俄罗斯总统普京、美国总统特朗普在中国深圳举行 APEC（亚太经合组织）第 33 次领导人非正式会议期间会晤，是中国、俄罗斯、美国三国元首历史上首次面对面会晤。

会晤后和平宣言显示三方维护国际和平、增加石油供给、减少核风险等意愿。和平宣言称：亚 1 中国、俄罗斯、美国作为联组国安理会常任理事国，致力于推动联组国改革，使之更有效应对全球性挑战，并履行其维护国际和平与安全的基本使命。亚 2 三国计划增加精炼石油产品的生产和供应，以造福世界各国。三国重申能源稳定流动的重要性。亚 3 三国元首认可国家同意原则和尊重国家官员享有豁免至关重要，一致认为国际刑事法院以及其他类似机构不得滥用管辖权。亚 4 三国元首重申核战争打不赢也打不得。三国将就减少核风险、防止核扩散进行对话。

历史性的中俄美三方会晤，彰显中国引领大国关系走向的积极姿态：中美今年两次成功的元首互访以建设性战略稳定关系架起了跨越“修昔底德陷阱”的桥梁；11 月中俄美三方会晤中，习总书记的“4 点看法”也显示出在构建全球治理体系的时代命题中亮明的中国方案。而对于三方间存在的分歧，在坚持相互尊重、不干涉内政的基本准则上，中方表达出对分歧保持开放，保持沟通对话协商的务实态度。

3 高利率环境或成为美国中期宏观主线

上周公布的美国 10 月 CPI 与 PPI 数据进一步印证，美国通胀压力正在由前期能源价格冲击向核心商品和服务领域扩散。尽管能源价格涨幅有所回落，但核心 CPI 已连续三个月维持 0.3%的环比增速，核心商品通胀筑底回升，核心服务中的休闲服务、交通运输服务等非住房服务分项涨幅较高。生产端价格压力也没有缓解迹象，10 月最终需求 PPI 同比上涨 6.5%，为 2022 年 11 月以来最高水平，从分项来看，商品加工环节和运输服务是主要涨价来源，当前价格压力更多体现为加工、物流及部分商品成本的持续上涨。因此，企业端成本压力并未随着能源价格回落而同步消退，当前 PPI-CPI 剪刀差仍然偏高，企业端价格压力预计还会

进一步向消费价格传导，通胀预计持续粘性。

我们认为，本轮美国通胀上行风险幅度可控，但持续性可能较强。一方面，居民消费信心和企业经营景气度尚未达到全面繁荣的程度，通胀预期总体稳定，出现类似 2022 年全面通胀失控的概率不高；另一方面，就业市场逐步筑底回升，工资增速边际改善，企业提价意愿有所增强。美国经济的韧性使得服务价格进一步回落的空间受到限制，后续通胀下降的过程可能比市场预期更加缓慢。

4 宏观策略

近期全球黄金、股市、大宗商品集体同步下跌，是美联储鹰派加息预期升温、AI 高估值泡沫破裂、机构流动性挤兑三重核心力量共振的结果，打破了传统股债跷跷板、黄金避险的经典框架，属于极端流动性收缩下的全资产无差别抛售行情，这种情况的改善需要市场预期的好转，尤其是加息预期方面的变化，耐心等待积极因素出现。

5 股指期货市场分析

上周市场延续回落

上周全球科技股继续大幅下跌，拖累 A 股表现，但是救市资金扎堆 A50 板块，造成指数的巨大撕裂，上周表现看，上证 50 周+0.39%，沪深 300 周-1.54%，中证 500 周-7.11%，中证 1000 指数周-11.15%，小盘股迎来年内最惨烈的周度行情。

短期内科技股的压力主要来自外部传导。一是美股 AI 链走弱，Anthropic 以每股 83 美元定价、发行 9.8 亿股上市后表现不及预期，上周五险些破发。二是 11 月 19 日即时生效的 BIS 临时最终规则：境外数据中心向总部或最终母公司总部位于 D:5（含中国）、澳门的企业提供超 1200 万 TPP 的算力须获许可；对印尼、马来西亚、新加坡、巴西、泰国的先进 AI 芯片出口、再出口与境内转移新增许可。其性质不是对华禁令，而是把中资客户的算力资格全球许可化，实质上将中美 AI 竞争的焦点从模型可得性推向算力可得性，并使中国在先进算力一侧的劣势更难用集群规模对冲。短期加剧了国内科技板块的波动。

短期看，美国中期选举后，AI 叙事的基础被削弱，且 11 月 19 日立即生效的 BIS 临时最终规则，推动中美 AI 竞争焦点从模型可得性转向算力可得性，扩大了中国在先进算力一侧的劣势，短期加剧了国内科技相关板块的波动。

政策继续维稳，但中期底可能仍需等待

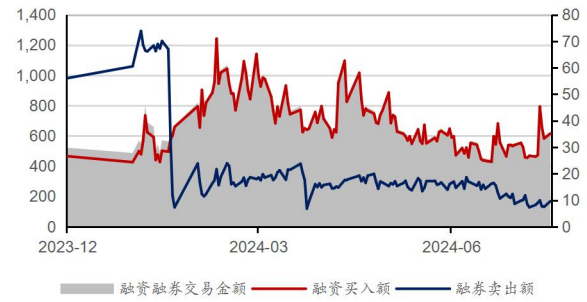
11 月 22 日，经中国证监会批准，沪深北交易所发布通知调整融资保证金比例，将投资者融资买入证券的最低保证金比例由 100%调低至 80%，相关规则调整自 2026 年 11 月 30 日起施行。

今年 1 月，沪深北交易所根据当时的市场形势，将融资保证金比例由 80%调高至 100%，对于缓解杠杆风险顺周期累积、促进投资者理性交易起到了积极作用。近期，融资交易活跃度明显下降，整体杠杆水平不高，根据法定的逆周期调节安排，适当降低融资保证金比例，有助于适度提高杠杆比例、释放融资空间、提升市场流动性，促进市场长期稳定健康发展。对于本次调整前尚未了结的融资合约，证券公司可以按照修改后的规定计算投资者的保证金可用余额，进一

步盘活存量资金。

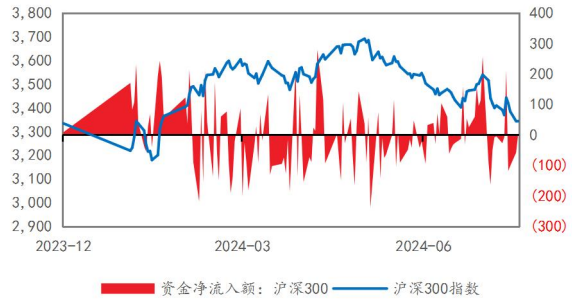
短期内看，在 AI 叙事变化的情况下，全球 AI 科技股普遍遭遇抛售，各地市场也出现不同形式的救市政策，但是政策底与市场底往往不同期，叠加海外科技股的波动，建议耐心观察市场，等待指数企稳后再行参与。

图表 8：融资融券数据图



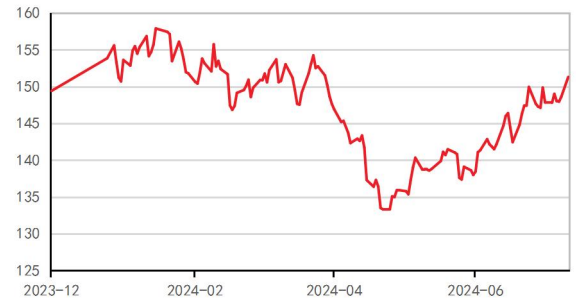
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



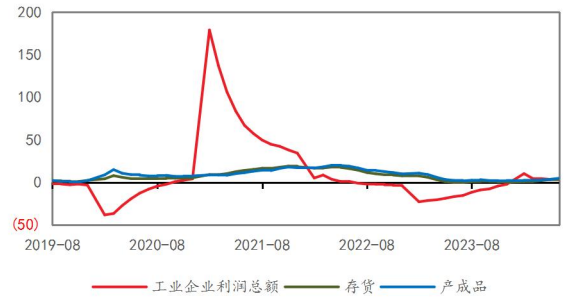
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 年全球铜矿累计产量 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

加工费已跌至历史极端负值，冶炼厂每处理一吨铜精矿即面临倒贴。然而，受制于连续生产属性与长单履约压力，冶炼厂难以大规模停炉，只能通过检修和降负荷被动减产。10 月中国电解铜产量降至 108.67 万吨，环比下降 3%，同比微降 0.45%；更值得关注的是，10 月冶炼开工率已创 2020 年 3 月以来新低。这一收缩并非需求疲软所致，而是原料约束下的被动结果，减产正在从“主动博弈”转向“被动兑现”。

从减产形式看，主要表现为检修提前或延长。国内冶炼厂检修增多，部分企业计划通过进一步减产倒逼海外矿山提高加工费。据市场信息，包括铜陵有色、大冶有色在内的主要冶炼集团已开始削减铜精矿加工量，部分工厂以最低负荷运行，并将原料转售回市场；其中铜陵方面受影响的粗炼产能可能高达其总量的 30%。

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，2026 年 1—10 月，房地产开发投资金额 5.7 万亿元，同比减少 21.6%，比上月跌幅扩大 1.0 个百分点，跌幅连续多月扩大。1—10 月，房地产新开工面积累计 3.7 亿㎡，同比减少 24.4%，同比跌幅比上月收窄 0.5 个百分点，为年内首次收窄。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

美国通胀与就业数据韧性较强，市场对美联储加息的预期随之升温，美元走强对有色金属板块形成普遍压制。同时，市场对 AI 相关需求的叙事出现动摇，部分资金挤出铜的长期需求溢价，进一步打压了远月合约的情绪。短期市场情绪主导行情走势。

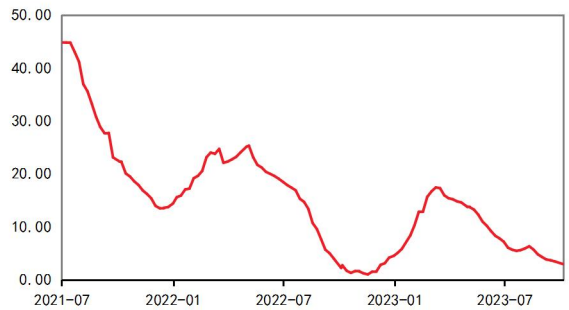
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



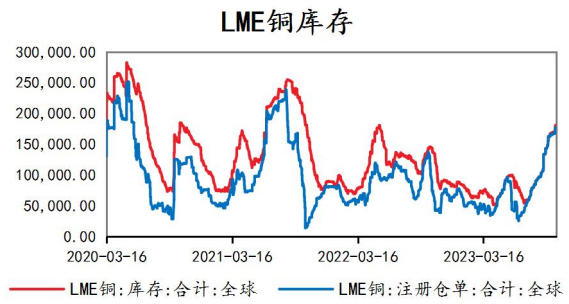
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



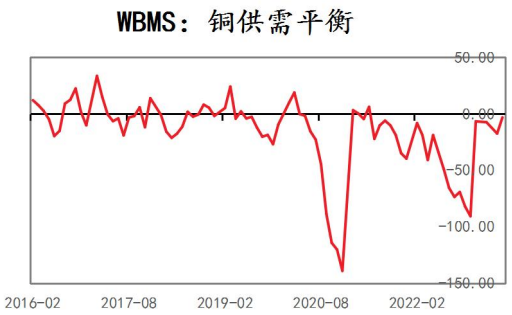
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



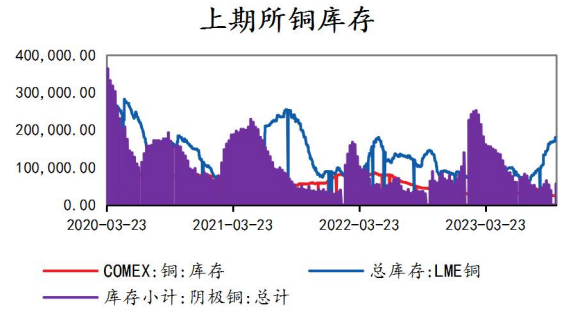
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



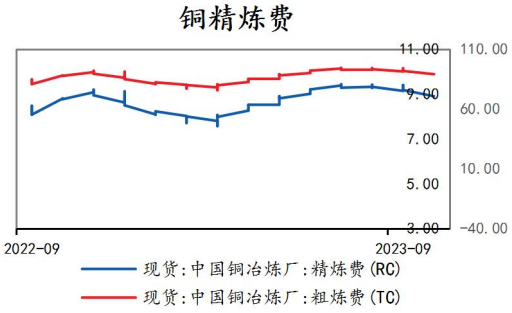
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

国产锌精矿加工费跌至-2350 至-2500 元/金属吨的历史负值，进口 TC 同样处于负值区间，冶炼端已连续 10 个月处于亏损状态。ILZSG 将 2026 年全球锌平衡从过剩 27.1 万吨上修为短缺 8.8 万吨。这意味着锌价的下方空间被刚性的成本线死死锁住。

矿紧与冶炼亏损，但传导迟缓

极低的加工费导致冶炼厂陷入深度亏损，不含副产品收益的冶炼利润亏损巨大。10 月精炼锌产量环比继续下降，大型与中型企业开工率双降。然而，由于一体化企业拥有矿山利润缓冲，且硫酸等副产品尚能弥补部分亏损，减产呈现渐进加速的特征，并未出现集中停产，这使得供应收缩对价格的向上驱动被打折扣。

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。SMM 分析指出，进入 10 月后，沪伦比价有所修复，锌锭出口至东南亚的亏损在 300-700 元/吨左右，出口窗口实际处于关闭状态。但由于国庆假期期间出口窗口一度打开，预计 10 月精炼锌出口量将维持在 2 万吨左右，较 9 月的 7 万吨显著回落，但仍远高于正常月份水平。

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。

新能源汽车是铜消费的结构性增量来源，但增速有所放缓。10 月传统“银十”旺季并未兑现。乘联会数据显示，10 月 1—25 日全国乘用车市场零售 114.5 万辆，同比去年 10 月同期下降 26%；厂商批发 138.4 万辆，同比下降 22%。全月狭义乘用车零售预估约 160 万辆，同比跌幅约 28%，且已连续两个月同比跌幅接近 28%。中国汽车流通协会指出，上半月受国庆假期和秋季车展带动客流订单有所增长，下半月迅速回落，消费者持币观望、等待年末优惠，购车决策周期拉长。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。

镀锌板库存高位、基建与地产数据承压、家电排产环比回落。同时，11 月出口订单面临明显减量预期，部分户外基建项目随北方气温下降逐步停工，进一步削弱需求承接能力。

2 总结

北方矿山进入季节性停产，矿端流通量难有增量，持货方挺价意愿强，短期矿紧格局难以缓解。尽管冶炼亏损不断扩大，但 11 月检修炼厂复产带动精炼锌产量环比增长，且年末为完成产量目标，进一步减产的概率不大。北方供暖季环保督察对镀锌、氧化锌开工形成额外扰动。近期有色板块走势跟随宏观情绪，重心下移，震荡偏弱。

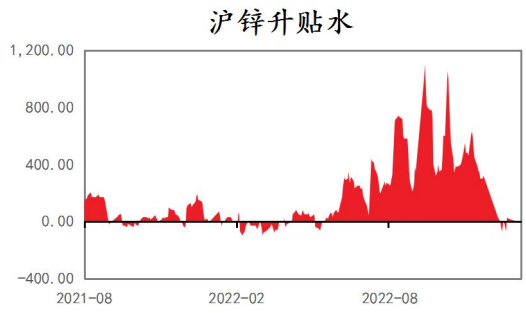
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



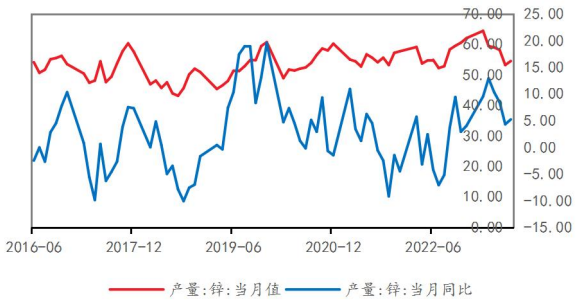
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



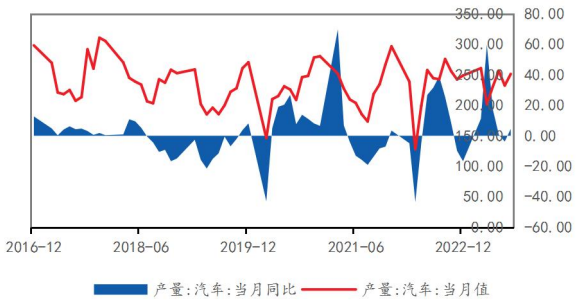
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 AI 资产重估开始挑战美国经济增长叙事

海外宏观最值得关注的变化，除了美联储紧缩预期本身，更需关注的是高利率开始与 AI 投资的融资风险形成相互强化的反馈。11 月 18 日公布的美联储 10 月议息会议纪要显示，几乎所有与会者认为后续仍有必要加息，部分官员甚至提出，在通胀数据不利的情况下，12 月可能需要超过 25 个基点的加息幅度。与此同时，美联储已经明确关注 AI 投资所带来的金融稳定风险，包括数据中心建设相关债务增长、表外租赁承诺以及 AI 企业之间的循环融资安排。会议纪要指出，如果 AI 投资回报不及预期，这些融资结构可能放大资产价格调整带来的损失。值得注意的是，美联储在金融稳定讨论中专门涉及 AI 投资，意味着其风险已不再局限于科技企业估值，而可能进一步影响信用市场与整体金融条件。

这一风险在本周金融市场得到集中体现。11 月 19 日 Anthropic 完成 IPO，但未能有效稳定 AI 板块的风险偏好。11 月 20 日，路透进一步披露美国 SEC 正在调查英伟达的会计处理问题，成为科技股抛售的直接催化剂。英伟达当日下跌约 14%，全周跌幅约 23%；纳斯达克指数周五下跌 5.3%，全周累计下跌约 10%，创下 2020 年以来最差单周表现。虽然针对英伟达的监管调查属于公司特定事件，且调查本身并不意味着存在违法行为，但在投资者已经担忧 AI 资本开支回报的背景下，个别龙头企业风险迅速演变为板块性去风险，反映出市场对 AI 增长叙事的信心正在减弱。

我们认为，此轮调整值得重视的并不是科技股跌幅本身，而是 AI 投资可能存在的融资与增长反馈机制。过去一段时间，大型科技企业通过持续增加资本开支推动芯片、服务器、数据中心及电力基础设施需求，形成了较强的投资增长循环。但大规模投资的现金回收周期较长，部分项目依赖持续融资及远期收入增长预期。当利率维持高位、风险资产估值下降时，企业融资成本和投资回报要求可能同步提高。若资本市场对 AI 盈利兑现的信心进一步减弱，企业未来资本开支计划可能受到约束，进而影响设备采购、数据中心建设以及相关工业品需求。这里存在一个潜在的自我强化机制：估值下降削弱融资能力，融资条件收紧影响投资扩张，而投资增长放缓又可能进一步削弱此前支撑估值的增长预期。

跨资产表现也显示市场定价重心正在发生变化。尽管美联储加息预期仍然较强，美国 10 年期国债收益率本周却由约 5.15%回落至 4.91%附近，而股票市场显著下跌。这说明债券市场已开始反映避险需求和对未来经济增长的担忧，贴现率上升不再是解释风险资产下跌的唯一因素。与此同时，黄金及部分工业金属亦出现下跌，表明市场调整还伴随着去杠杆和流动性需求，而非简单的资金从股票转向传统避险资产。

当前市场开始降低对 AI 资本开支持续高速增长的确信程度，并提高对融资结构及投资回报的风险补偿要求。如果后续信用利差继续扩大、企业融资计划调整或数据中心项目延期，金融资产重估才可能进一步传导至实体投资。对于大宗商品，尤其需要关注前期受益于 AI 基础设施建设的铜、电力设备及能源需求预期是否发生实质性修正。

国内宏观方面，11 月 16 日公布的 10 月经济数据进一步显示生产与投资的分化。规模以上工业

增加值同比增长 4.8%，但 1—10 月固定资产投资同比下降 8.1%，房地产开发投资同比下降 21.6%，反映出工业生产仍有韧性，传统投资需求则持续偏弱。国内政策仍对经济形成支撑，但目前尚未出现足以改变黑色商品中期需求预期的新增刺激。相比之下，本周海外风险资产的调整更值得关注，其直接影响首先体现在市场风险偏好和估值层面，能否进一步压制中国工业品价格，取决于海外金融条件收紧的持续性及其对全球实体需求的实际影响。

宏观层面，我们倾向于将本周视为 AI 投资逻辑由乐观增长定价转向风险与回报重新评估的重要阶段。短期高利率与资产价格调整可能继续压制风险偏好，但如果 AI 企业实际经营和资本开支仍然保持增长，市场也可能在集中去风险后出现修复。后续最重要的验证指标，是信用利差、科技企业资本开支指引以及 AI 基础设施融资条件，而不仅是纳斯达克指数的反弹幅度。

2 需求负反馈尚未结束，焦煤率先进入供应预期与估值修复的博弈

上周黑色商品先跌后反弹，周度整体仍然收跌，但后半周原料价格走势开始分化。11 月 19 日焦煤期货下探至阶段性低位后减仓反弹，20 日双焦进一步走强，焦炭涨幅超过焦煤，而铁矿石和钢材的反弹相对有限。我们认为，当前市场的主要矛盾仍是钢厂盈利低迷、采购谨慎引发的原料负反馈，但随着价格持续调整，期货市场已经开始重新评估未来供应恢复的确定性，以及此前较为悲观的价格预期是否已经得到充分反映。不同原料在供应约束及库存结构方面的差异，可能使黑色市场由前期的同步下跌逐步转向分化运行。

今年以来，焦煤定价经历了由供应紧张向供应逐步恢复的转变。前期国内煤矿复产、蒙煤进口增加的预期，叠加钢厂和焦化企业需求走弱，推动焦煤价格持续调整。但近期国内供应恢复并不完全顺畅。根据汾渭调研，截至 11 月 19 日，山西部分地区停产炼焦煤矿共 29 座，涉及年产能 3350 万吨，较前一日增加 2 座，部分煤矿因完成生产任务或安全检查暂停生产。上周新增停产规模，且这一水平较此前停产高峰已有明显下降。因此，现阶段更合理的判断是国内煤矿复产仍在推进，但安监及生产安排制约了恢复速度，而不是新一轮大规模供应收缩已经形成。

进口供应同样存在现实与预期之间的差异。海关数据显示，10 月中国自蒙古国进口炼焦煤 482 万吨，环比下降 15.3%，甘其毛都口岸近期通关也仍处于相对低位。这一变化与此前市场对蒙煤供应持续增加的预期存在差距，容易引发短期供应扰动的交易。但从更大范围看，10 月我国炼焦煤进口总量仍达到 1264 万吨，1—10 月累计进口约 1.20 亿吨，同比增长 27.1%，说明全年进口供应增长的趋势尚未改变。蒙古煤炭供应的短期扰动，是否足以扭转焦煤总体供应格局，仍需要持续的通关下降及实际可售资源收紧来验证。

11 月 19 日，炼焦煤线上竞拍挂牌 10.7 万吨，实际成交仅 4.5 万吨，流拍率达到 57.9%，反映出下游采购意愿仍然不足。与此同时，焦煤主力合约相对于部分主焦煤现货报价存在较大价差，价格已经反映了对后续现货下跌的较强预期。需要注意的是，不同产地、煤种和交割品质之间存在差异。但当市场对供应恢复的预期出现变化时，较深的贴水结构确实会提高继续做空的风险，前期空头减仓也可能放大反弹幅度。周内焦煤期货上涨伴随减仓，而现货竞拍及进口煤成交尚未同步改善，与这一解释基本一致。

我们倾向于认为，本轮焦煤反弹主要是前期悲观预期的修复，而不是供应约束已经重新成为市场的主导矛盾。不过，焦煤后续也未必会简单恢复此前的下跌趋势。当前焦化企业利润承压，主动补库意愿有限，但下游炼焦煤库存和可用天数已经处于相对偏低水平，意味着持续去库存

的空间正在收窄。随着冬季临近，部分企业可能产生阶段性补库需求。由于采购行为受到现金流和利润约束，冬储未必形成明显的需求增量，但在供应扰动持续的情况下，低库存可能放大短期采购对价格的影响。因此，焦煤下一阶段的关键是下游企业是否从被动压低库存转向主动增加采购，以及这一转变能否与供应扰动同时发生。

相较而言，铁矿石的供需宽松更具确定性，因此短期反弹缺乏焦煤所具有的供应预期差。 当前钢厂采购仍受到盈利能力偏低的约束，海外主要矿山供应保持相对稳定，新增矿山产能逐步释放也使中期供给增长预期较为明确。上周铁矿石港口库存有所下降，47 港库存降至约 1.76 亿吨，但绝对库存仍然较高，单周去库尚不足以改变供给宽松的判断。随着铁矿石价格跌破 90 美元/吨，部分高成本非主流矿的供应调整预期开始增强，可能限制价格继续下跌的空间，但主流矿山尚未出现明显的主动减产，供给端对价格的支撑仍相对有限。铁矿石近期更可能处于低估值与供应过剩之间的博弈，短期可能出现技术性修复，中期价格上方仍受到库存及新增供应约束。

从产业链传导来看，后续最值得关注的是原料让利能否真正改善钢厂利润。若钢材价格相对稳定，而铁矿石与焦煤进一步下跌，钢厂利润有望修复，并可能逐步推动生产企稳与原料补库，进而削弱负反馈；反之，如果钢材价格继续跟随成本下降，则产业链可能始终难以形成有效的利润修复，原料需求仍将承压。短期来看，焦煤供应扰动和期货估值修复已经开始制约负反馈向下传导的速度，但尚不足以确认整个产业链已经进入正反馈阶段。

3 铁水继续回落，需求明显走弱下库存去化放缓

上周钢材市场呈现“铁水继续下降、成材产量回升、需求明显走弱、库存去化放缓”的格局。高炉产能利用率进一步回落，日均铁水降至 230 万吨以下，但五大品种钢材产量继续增加，其中螺纹钢产量下降、热卷产量回升。需求端弱势进一步显现，五大品种表观消费继续下降，尤其螺纹钢表需和建筑钢材成交明显走弱。库存方面，社会库存延续下降，但钢厂库存重新累积，总库存去化速度进一步放缓。钢材现货价格继续走弱，即期毛利有所改善，但钢厂盈利率仍然处于低位。整体来看，当前钢材市场正逐步进入冬季需求淡季，虽然铁水持续下降，但成材供应未能同步收缩，需求下滑正在加大供需平衡压力。

上周全国高炉产能利用率降至 86.2%，环比下降 0.3 个百分点，同比下降 2.6 个百分点；日均铁水产量下降 0.8 万吨至 229.5 万吨。铁水在前期持续回落的基础上进一步下降，已经跌破 230 万吨，较此前 237—238 万吨的高位明显收缩，说明钢厂低利润和需求偏弱仍在持续约束高炉生产。本周铁水降幅较此前有所扩大，供应端减产压力继续释放。对于原料而言，铁水持续下降意味着钢厂对铁矿石等炉料的刚性需求进一步减弱，原料端供需平衡面临一定压力。不过，当前铁水减产已经持续较长时间，后续下降空间还需要结合钢厂利润、检修安排以及季节性生产变化判断，不能简单线性外推。

上周五大品种钢材周产量为 807.5 万吨，环比增加 0.6%，同比下降 5.0%，其中螺纹钢产量下降，热卷产量增加。五大材产量连续两周维持在 800 万吨以上，且在铁水持续下降的背景下继续回升，说明高炉减产尚未充分传导至五大品种成材供应。铁水与成材产量走势持续背离，可能与钢厂生产结构调整、钢坯资源转化及不同生产环节的节奏变化有关。尤其热卷产量继续增加，而建筑钢材供应有所收缩，反映钢厂在不同品种之间仍存在生产调整。从供需平衡角度来看，

当前铁水下降对原料需求的影响已经较为明确，但成材供应并未同步明显收缩，意味着钢材供应端对需求淡季的适应仍然不够充分，后续仍需要观察成材产量能否跟随铁水进一步回落。

库存方面，上周五大品种钢材社会库存为 962.1 万吨，环比下降 1.8%，同比下降 6.5%；钢厂库存为 379.2 万吨，环比增加 0.8%，同比下降 6.1%。钢材总库存环比下降 1.1%，较此前降幅收窄 0.6 个百分点，库存去化速度继续放缓。结构上，社会库存进一步下降，但钢厂库存连续第二周回升，说明当前库存消化主要集中在流通环节，钢厂端销售和出货压力有所增加。值得关注的是，社会库存和钢厂库存目前均低于去年同期，整体库存压力仍然相对有限，但在五大材产量继续增加、表需进一步下降的背景下，总库存降幅已经连续收窄，厂库也持续累积，表明供需关系正在边际转弱。随着冬季需求淡季逐步深入，后续库存能否继续下降，将越来越依赖钢厂成材供应的主动收缩。

需求端进一步走弱。上周五大品种钢材表观消费为 822.5 万吨，环比下降 0.5%，同比下降 8.0%；其中螺纹钢表观消费降至 188.3 万吨，环比下降 5.4%，同比下降 18.4%。五大材整体需求延续回落，其中建筑钢材需求走弱尤为明显，螺纹钢表需重新跌破 190 万吨，同比降幅扩大至接近两成。建筑钢材成交周均值降至 7.9 万吨，环比下降 9.5%，与螺纹钢表需明显下降相互印证，说明终端采购需求正在进一步减弱。当前北方地区逐步进入冬季施工淡季，建筑钢材需求受到季节性因素制约，而南方地区需求尚不足以形成明显对冲。与此前需求低位波动不同，本周螺纹钢表需和高频成交同步明显下降，意味着建筑材需求的季节性下行压力正在逐步显现。后续即使冬储预期逐渐升温，也需要区分贸易商阶段性补库和终端实际消费，不能简单将冬储需求视为终端需求的改善。

价格与利润方面，上周钢材现货价格继续走弱，但主流钢材品种即期毛利环比有所改善，247 家钢厂盈利率下降至 10.8%，环比减少 0.4 个百分点。钢价下跌的同时即期利润有所改善，说明原料成本回落可能在一定程度上缓解了成材价格下行带来的利润压力。不过，盈利钢厂占比仍然不足一成多，行业整体经营状况依然较差，且即期毛利改善尚未体现为盈利钢厂范围的扩大。当前钢材价格持续偏弱，主要反映终端需求不足以及市场对冬季供需格局的谨慎预期；与此同时，原料需求随铁水下降而减弱，成本支撑也存在进一步松动的可能。如果后续原料价格继续回落，而成材供应收缩不足，钢价仍可能跟随成本重心下移，产业链负反馈压力尚未完全解除。

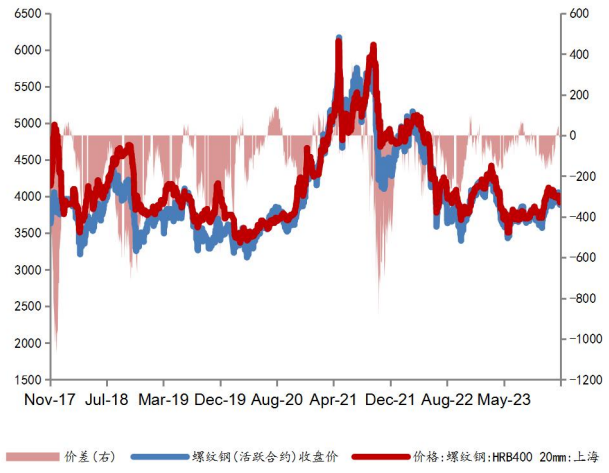
综合来看，当前钢材市场呈现“铁水持续下降、成材供应回升、需求明显走弱、库存去化放缓、利润维持低位”的格局。本周最值得关注的变化是铁水与成材供应进一步背离，日均铁水下降至 229.5 万吨，但五大材产量反而增加 0.6%；与此同时，五大材表需环比下降 0.5%，螺纹钢表需下降 5.4%，建筑钢材成交下降 9.5%，推动总库存降幅进一步收窄至 1.1%，钢厂库存连续累积。当前社会库存和钢厂库存均低于去年同期，说明前期库存压力已经得到较大缓解，但低库存本身并不能改变需求持续走弱的现实。随着冬季施工淡季到来，建筑钢材需求仍有进一步下降的可能，而五大材供应尚未充分响应需求变化，供需平衡面临新的压力。另一方面，铁水持续下降使原料需求逐步收缩，如果后续原料价格走弱，成本端对钢价的支撑也可能减弱。因此，当前钢材基本面仍然偏弱，低库存和低利润对价格形成一定支撑，但需求淡季与成本下移风险仍限制钢价反弹空间。后续重点关注冬季需求下降幅度、铁水减产能否进一步传导至成材供应、钢厂库存是否持续累积，以及冬储启动后市场能否形成有效的库存承接。

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。

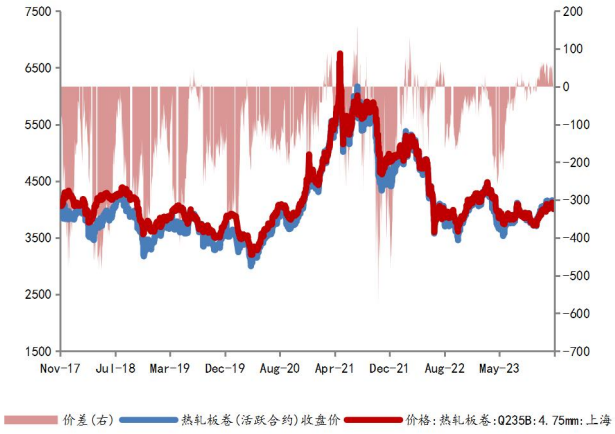
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



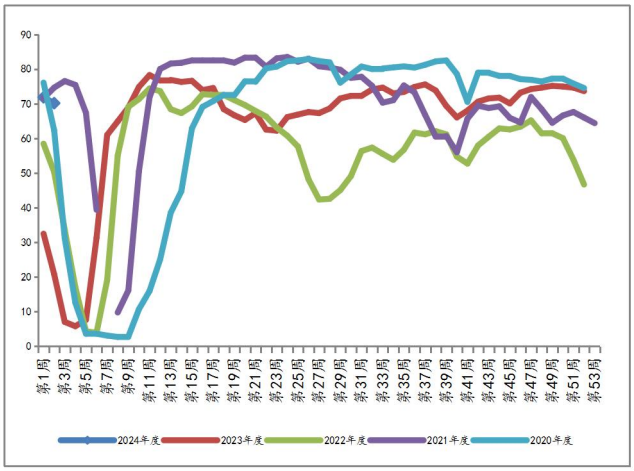
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



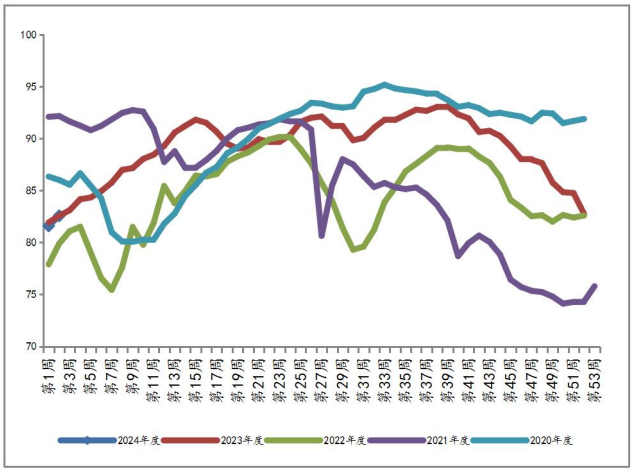
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



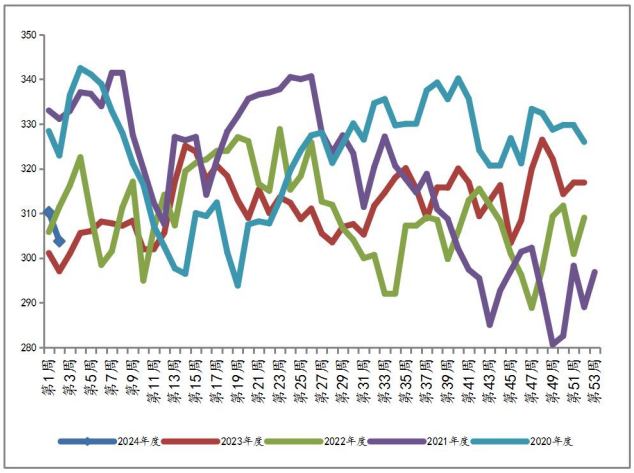
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



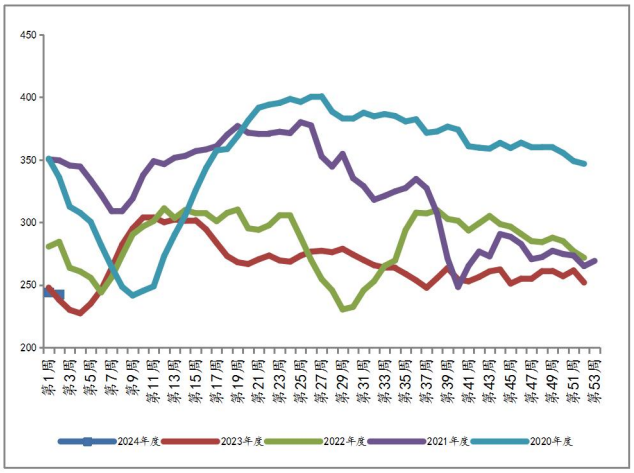
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



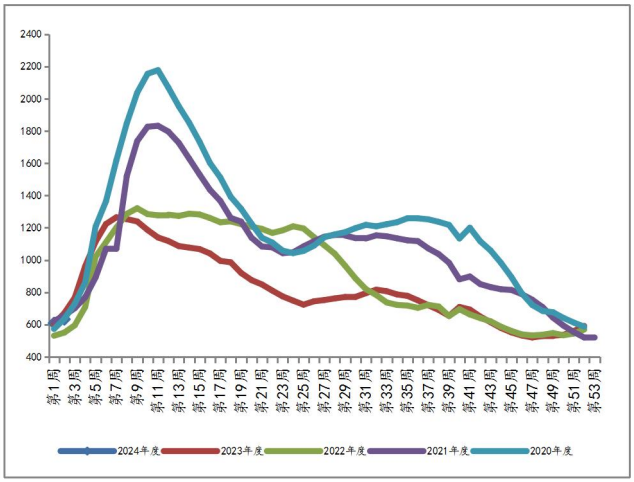
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



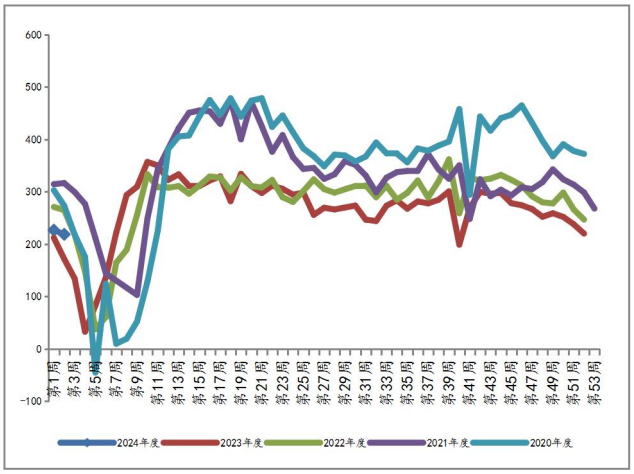
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 美伊冲突阶段降温

近期国际油价大幅下行，主要原因是特朗普班子中期选举失利，同时中东地区原油出口恢复，使全球能源危机从根源上得到一定程度的化解。

11 月初的美国中期选举结果超出预期，共和党痛失对参众两院的控制，甚至深红州选情遭到逆转，可见特朗普悍然发动战争何其不得人心。据外媒传闻，目前 MAGA 阵营出现分歧裂解迹象，加上民主党的掣肘和指控，特朗普在其余两年任期内将举步维艰，理论上很难对伊朗再次发起大规模军事打击。然而，美伊冲突状态短期内难以单纯依赖外交手段化解，国际原油市场依然将保有一定风险定价。

在基准情景假设下，未来中东地缘政治演变和能源体系适应性之间的博弈仍将延续。事实证明，在国际社会的压力下，伊朗难以长期封锁海湾原油出口，随着船对船转运和陆上输油管线等替代渠道逐渐完善，预计 2027 年中东地区原油供应量将超过 2025 年平均水平。

2 中东原油出口恢复

油轮追踪数据显示，包括"影子船队"在内的海湾地区原油出口量，近期已经恢复至 2025 年均值水平或之上，表明全球能源体系正在作出有效的适应性调整。据 OPEC 秘书处发布，沙特自报 10 月平均原油产量升至 1056 万桶/日，环比 9 月激增 26%，创美伊冲突爆发以来最高水平。

国际能源署 IEA 披露，10 月全球原油供应升至 1.054 亿桶/日，环比 9 月增加 230 万桶/日；海湾地区出口回升至 1840 万桶/日，其中沙特 10 月产量升至约 1000 万桶/日。由于供应恢复速度明显快于需求增长，使得全球原油供需平衡表由上月的约 200 万桶/日赤字转变为近 200 万桶/日的过剩。

解铃还须系铃人，这场由供应中断引发的石油危机也将以供应恢复而告终，市场正显现出初步的再平衡迹象。然而，边际出现过剩并不意味着低库存状态立即解除，即使明年全球原油市场持续过剩，也需要数月时间才能补充此前消耗的巨量库存。更何况，本轮成品油库存下降幅度远超原油，原油供应增加并不能立即缓解成品油短缺问题。

3 供需重新转向过剩

在美伊冲突爆发八个月后，全球原油供需平衡表首次从短缺重新转向过剩，从而令市场基本预期或发生实质性逆转。

包括 IEA 等能源机构和高盛等投资机构纷纷修改观点，认为尽管霍尔木兹海峡船只遇袭事件依然频发，但随着中东地区出口迅速恢复，且高于油品需求增速，全球原油市场于 2026 年四季度重新进入供应过剩状态。

总体来看，全球原油及成品油库存目前仍表现为结构性分化，但已观察到去库边际放缓迹象。据 IEA 统计，10 月全球显性原油库存平均每天回升 170 万桶，录得 6 月以来首次增长，而在此

前三个月日均去库 190 万桶。高盛统计显示，全球显性原油库存在 9-10 月期间基本保持稳定，这意味着，即便霍尔木兹海峡处于封锁状态，全球原油供需平衡仍可维持韧性。11 月开始全球陆上商业原油库存去化速度明显下降，亚太地区商业库存亦出现企稳，后续关注夏秋出行旺季过后，全球原油库存能否在明年一季度逐渐回归正常水平。

4 边际累库迹象出现

近期，中东地缘局势的影响力逐渐消退，随着显性库存持续回升，供需过剩前景令国际原油走势承压。

美国能源信息署 EIA 最新数据显示，美国原油产量刷新历史记录，商业库存连续两周攀升。截至 11 月 13 日当周，美国原油库存增加 338 万桶，超出市场预期的 270 万桶；值得注意的是，美国汽油库存大增 519 万桶，创 1 月以来最大单周增幅，柴油在内的馏分油库存增加 157 万桶。

不过，EIA 数据同样表明，WTI 交割中心库欣地区库存下降 121 万桶，依然接近“罐底”警戒水平。美国战略石油储备（SPR）再度大幅下降约 317 万桶，录得 8 月以来最大单周降幅，当前储备规模距历史最低点仅有约 600 万桶，后期存在大量回补的需要。

EIA 报告中预测：2026 年四季度全球原油库存开始重回上升趋势，到 2027 上半年将以 350 万桶/日的速度增加。但考虑到目前原油和成品油库存处于历史低位，回升至美伊冲突前水平尚需时日，因此油价向下崩跌亦存在阻力。

5 定价逻辑深刻改写

尽管供需过剩叙事卷土重来，但国际油价并未发生崩跌，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，亚洲炼油商支付的综合到岸成本居高不下，使中东出口恢复难以传导至国际油价下行。

以沙特为首的海湾国家通过多种手段成功恢复了大部分出口，主要归功于陆上输油管线和船对船穿梭转运。然而，与战前的传统运输模式相比，这些方法具有风险大、成本高、浪费运力的缺点，况且航运危机并未真正解除。持续高昂的海运价费和战争保险构成了国际油价相当大一部分权重，至此美伊冲突深刻改写了原油市场定价逻辑。

在过去的一个月，基于地缘政治等复杂因素，油轮运价遭遇大幅下挫，主要基准航线运价较峰值跌幅甚至超过 50%。但考虑到之前运价曾达到史无前例的高位，即使目前也仍处于相当高的水平，原油运费在货物总价值中所占比例依然是不可思议的。亚洲市场每桶原油到岸综合成本中的运输成本部分，历史上长期在 2-3 美元左右，而现阶段飙升至 20-30 美元，**简单来讲，当前油价近三成都是运费。**

6 长期下行短期反复

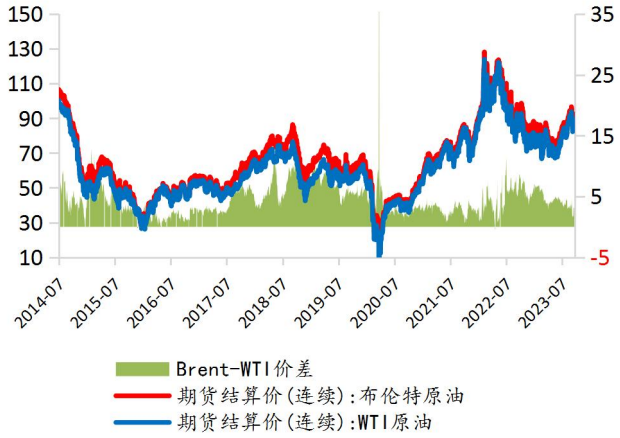
我们认为，在当前的地缘形势和定价格局下，短期受高成本和低库存支撑，国际油价大概率仍将保持相对高位；预计 2027 年供需关系发生重大转变，油价长期趋势将进入下行通道；在冲突没有全面升级的情况下，油价缺乏强势反弹驱动。

本轮全球能源危机经历了“石油危机-成品油危机-航运危机”三阶段演变，其冲击之大、持续之久实属历史罕见，业界评估其影响力在短期内难以消弥，何况特朗普的行为难以用常理推测，因此当前原油定价中依然包含一定风险定价。

我们对油价路径合理进行预测，风险溢价将在未来数月内反复计入和挤出，并随 2027 年局势明朗逐步回落，至于短期内油价上行与下行风险并存，警惕特朗普孤注一掷铤而走险、伊朗对船舶袭击事件升级、中东原油基础设施遭到破坏等极端事件。

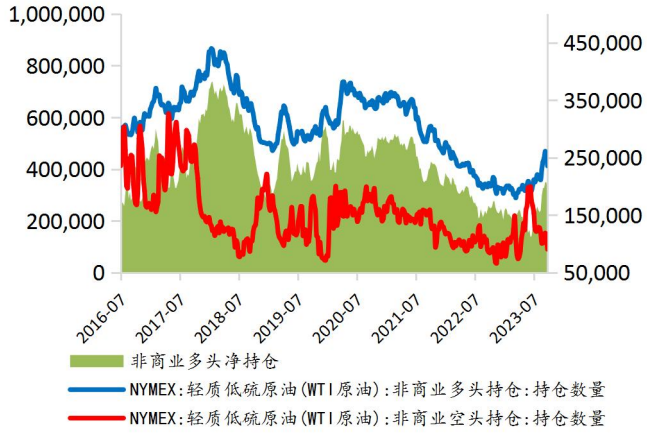
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



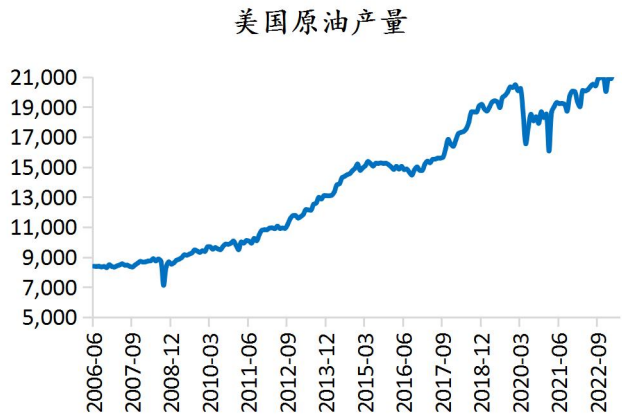
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



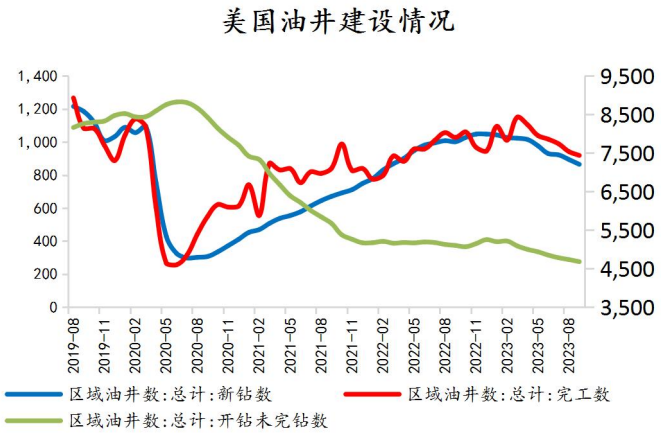
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



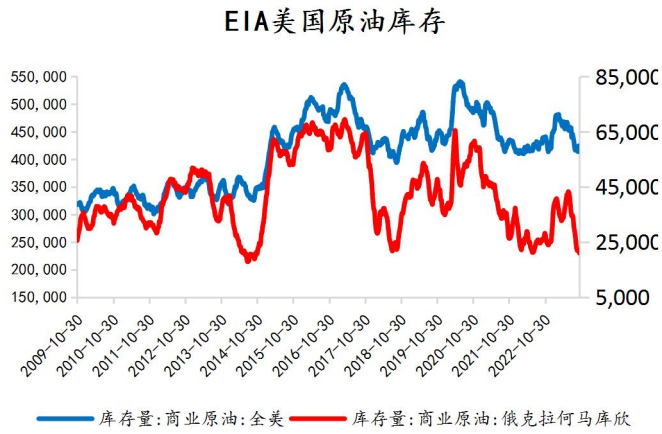
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



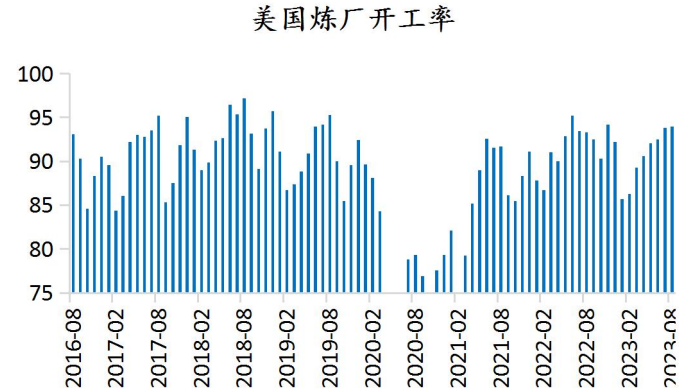
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



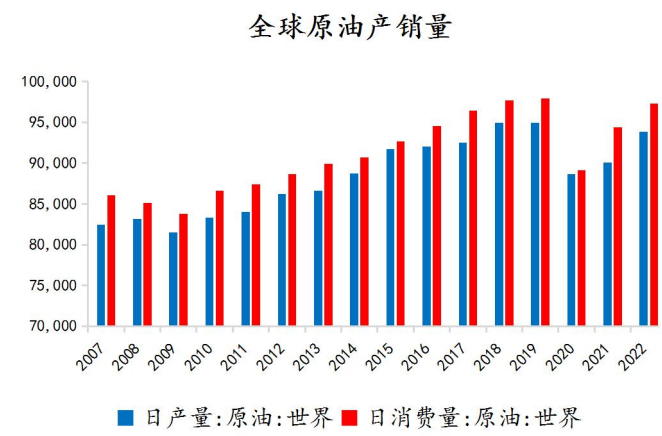
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 提前计价进行修正

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。11 月东南亚雨季逐渐结束，原料进入季节性上量阶段，胶水、杯胶收购价格有所松动。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 强预期弱现实博弈

当前，沪胶呈“供应提前交易预期，需求偏弱照进现实”的博弈阶段，市场多空拉锯博弈激烈。

原料端，泰国合艾地区杯胶报盘在 74 泰铢/公斤左右，国内云南产区逐渐向减产停割期过渡，成本支撑维持坚挺。供应端，泰国南部主产区进入传统旺产季，但厄尔尼诺预期持续扰动，减产题材后期仍有可能卷土重来。需求端一直是制约胶价上行的关键，下游轮胎企业开工提升有限，原料按需采购为主，高价补库意愿不强。库存端，青岛保税及一般贸易库存延续缓慢去库，社会库存整体呈中性，现货没有大规模抛压。此外值得注意的是，11 月 RU 老全乳仓单集中注销后，剩余仓单数量大概率创新低，虚实比或急剧拉大，对沪胶盘面大跌形成一定约束。

3 天气题材难以证伪

当前，东南亚天然橡胶主产区进入旺季放量的关键窗口期，泰国降雨天气明显减弱，有利于割胶作业和胶水释出。此前，厄尔尼诺减产预期已经提前交易，上游供应偏紧以及进口利润倒挂等利多因素逐步消化，同时面临宏观层面压制，使沪胶期价重心回到 2 万大关以内。

然需注意，泰国杯胶价格依然坚挺，胶厂加工利润整体承压，现货成本端对期货盘面形成有效托底支撑，限制了胶价大幅下行空间。尽管四季度出现供强需弱的边际变化，但东南亚橡胶树龄老化、新种植面积不足，产能周期性见顶持续制约供应增量，且厄尔尼诺天气题材难以证伪，中长期到长期依然维持回调看多思路，不过未来行情进一步催化需要实际减产证据。

4 关注两大关键指标

12 月东南亚主产区即将进入传统割胶旺季，原料放量兑现程度是沪胶盘面多空博弈的焦点。接下来需要重点关注两大关键指标：泰国产地胶水-杯胶价差，青岛地区天然橡胶现货库存。

近期合艾地区原料价格：胶水 78.25 泰铢/公斤，杯胶 74 泰铢/公斤，若后续胶水-杯胶价差走扩，则有可能表明天然橡胶原料释放节奏不及预期。库存方面：截至 11 月中上旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存合计 54.76 万吨，环比下滑 1.44 万吨或 2.57%；其中，保税区库存 4.22 万吨，下降 12.05%；一般贸易库存 50.53 万吨，减少 1.68%；中国天然橡胶社会库存 106.8 万吨，环比下降 1.2 万吨或 1.1%。青岛地区库存是衡量橡胶供需边际变化的风向标，由于去库向累库拐点尚未确认，令橡胶价格调整空间相对有限。

5 充分调整等待企稳

沪胶期货盘面创近年新高后，开启了一轮大幅调整，其本质是市场对提前计价的修正，估值逻辑从预期拉回现实。

主要矛盾仍集中在供应端，国内产区逐渐向减产停割期过渡，但泰国主产区降雨和洪涝逐渐收敛，未来两个月天气条件相对有利于割胶作业。厄尔尼诺减产叙事虽难证伪，但此前已进行过充分交易，真正兑现要等到明年一季度后期。同时，美国中期选举结果对特朗普形成掣肘，中东局势缓和预期下油价回落，带动能化板块估值整体下移。

综上，橡胶短期面临多重利空因素，从天气炒作回归现实定价，但重估完成后将逐渐企稳，等待新一轮题材酝酿。

6 周期重拾上升大势

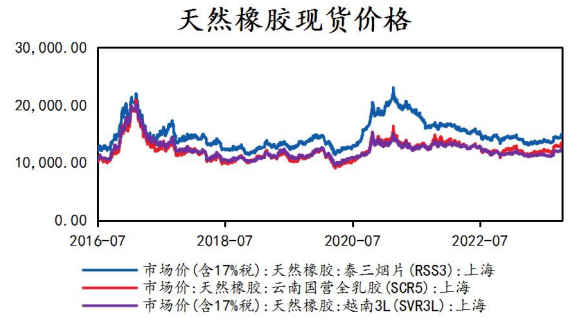
天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，橡胶市场价格时隔十余年重拾上涨趋势。

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



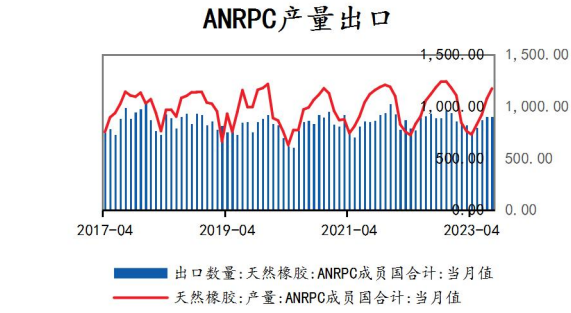
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



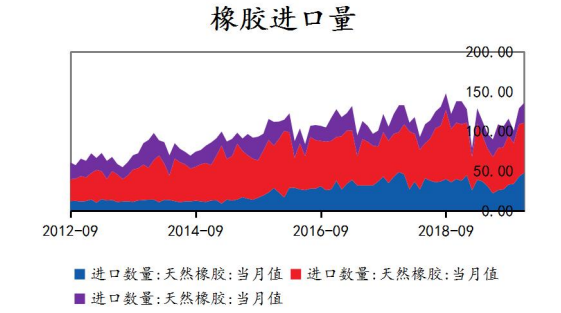
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



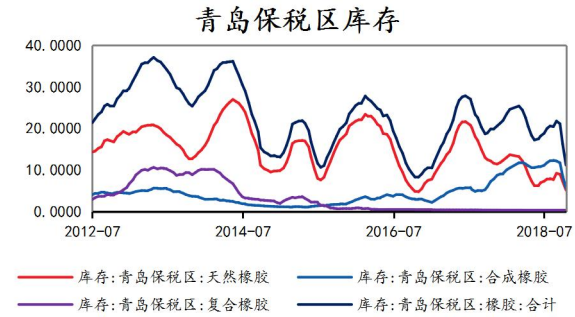
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



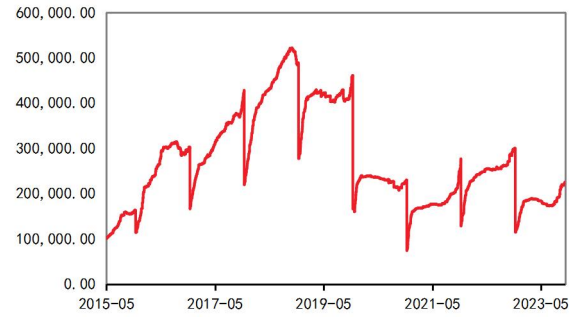
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



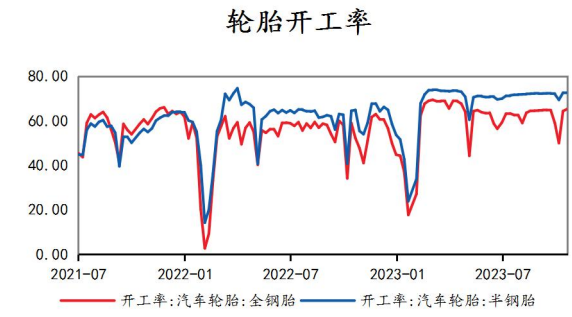
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



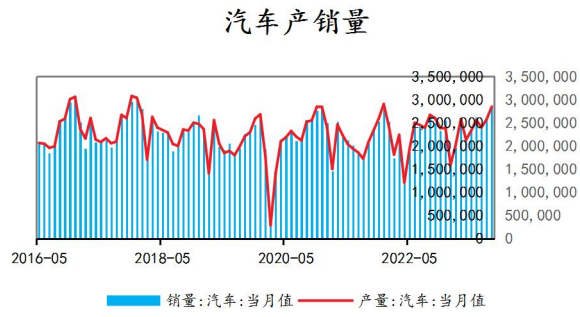
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆反弹遇阻，棕榈油大幅下挫

1 外部豆类油脂市场分析

美豆收割基本结束，创纪录产量压力持续释放

美国农业部公布作物生长报告显示，截至 11 月 15 日，美豆收割率为 96%，去年同期和五年均值分别为 93%和 95%。美国农业部在 11 月供需报告中小幅调高美豆单产和总产量，预计 2026 年美豆将实现 1.24 亿吨的创纪录产量。随着美豆收割结束，新季大豆集中上市的形成的季节性供给压力升高，市场密切关注美国国内压榨和出口需求能否有效降低因增产形成的供给压力。

巴西大豆播种已过七成，阿根廷大豆开局较好

农业咨询机构 AgRural 表示，截至 11 月 12 日当周，巴西大豆播种率已达到 78%，高于去年同期的 71%。该机构创始人表示，美元兑巴西雷亚尔走强已将巴西新季大豆价格推至年内最高水平，提升农户卖豆积极性。AgRural 还将巴西大豆产量上调至 1.828 亿吨。美国农业部预估的巴西大豆产量为 1.86 亿吨。布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）最新调查显示，截至 11 月 11 日，已完成计划面积的 17.8%，较上周的 4.7%大幅推进 13.1 个百分点，明显快于去年同期和五年均值。美国农业部预计阿根廷大豆产量为 5000 万吨。南美大豆开局良好，当前天气条件较佳。南美大豆稳产增产是全球大豆供应整体保持宽松的重要条件。

产地棕榈油进入减产周期，库存压力依然偏高

随着 MPOB 月报的利多效应释放，本周棕榈油市场在国际原油大跌的拖累下重回弱势。船运机构发布的高频数据显示，11 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口环比下降 1.0%-3.9%，SPPOMA 发布的同期产量环比下降 16.27%。马来西亚棕榈油库存高企，季节性减产支撑力度下降。印尼棕榈油协会（GAPKI）公布的 9 月份棕榈油产量环比增加 12.03%，产量增幅超过预期。国际能源署表示全球石油市场将在四季度重现供应过剩，棕榈油生柴题材持续降温将进一步推高库存压力。

2 国内豆类油脂市场分析

上周大豆压榨量下降，国内豆粕库存连续两周回落

根据 Mysteel 农产品对全国动态全样本油厂调查情况显示，2026 年第 46 周（11 月 7 日至 11 月 13 日）国内油厂大豆实际压榨量 180.09 万吨，较上一周实际压榨量减 12.10 万吨，较预估压榨量低 16.09 万吨；实际开机率为 48.88%。全国油厂豆粕库存高位继续回落至 125.23 万吨，较上周减少 9.46 万吨，减幅 7.02%，同比去年增加 25.94 万吨，增幅 26.13%。当周油厂压榨量继续下滑，豆粕产出减少，养殖端需求依旧偏弱，豆粕表观消费量为 151.73 万吨，较上周减少 4.35 万吨，减幅 2.79%，同比去年减少 12.97 万吨，减幅 7.87%。豆粕产出的降幅大于提货降幅，因此库存连续两周明显下降，但仍高于去年同期水平。

国内棕榈油降库缓慢，供给压力重新主导棕榈油市场下跌

国内棕榈油库存高企且去库缓慢仍是制约棕榈油价格持续上涨的现实压力。据机构统计，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 311.12 万吨，周度下降 8.62 万吨。其中食用棕榈油库存为 117.06 万吨，周度下降 2.39 万吨，同比增幅为 110.35%。国内棕榈油库存远超常年水平，冬季通常为棕榈油需求淡季，高库存压力不断后延，令成本端对棕榈油市场的上行驱动大打折扣。国内棕榈油市场在经历一周超跌反弹后，供给压力重新主导市场回到下跌节奏。

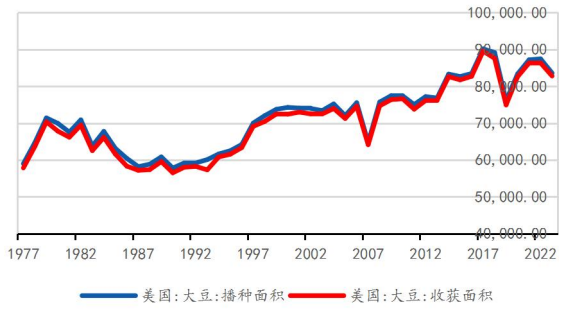
3 油脂油料市场展望

本周，国际原油和全球主要股市均出现大幅下跌，宏观压力叠加豆类商品自身偏弱的基本面，国内外豆类市场纷纷结束上周的反弹行情再度调头向下。美豆收割基本结束，创纪录产量形成

的供应压力持续释放，CBOT 大豆市场维持震荡偏弱节奏。巴西和阿根廷大豆开局良好，乐观的产量预期将降低天气炒作强度并有助于深化全球大豆供应宽松格局。弱势原油严重削弱棕榈油生柴需求前景，叠加自身供给压力，棕榈油在油脂板块中维持领跌状态，对其他油脂的弱势拖累效应仍不可忽视。受美豆下跌影响，成本端下行驱动再度增强，国内豆粕期货市场维持弱势震荡局面。随着国产大豆减产预期被证伪，上市之初的过高定价得到部分修正，在产区现货保持坚挺的状态下，豆一期货市场回调节奏有所放缓，在相关商品仍未止跌的背景下，豆一期货市场难言摆脱弱势。

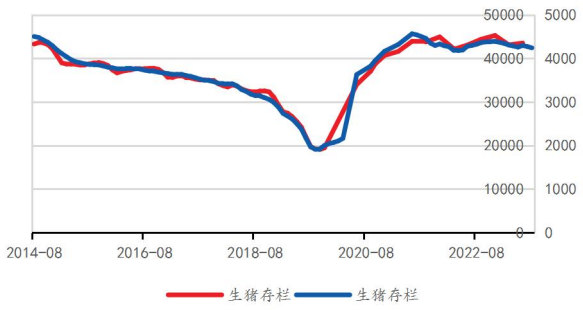
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



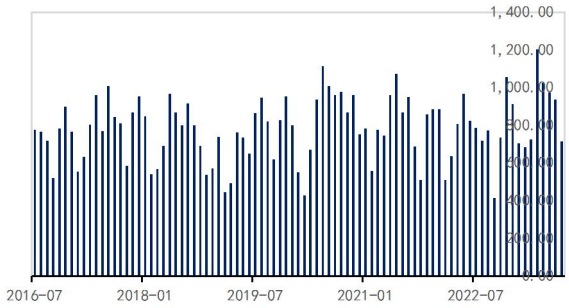
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



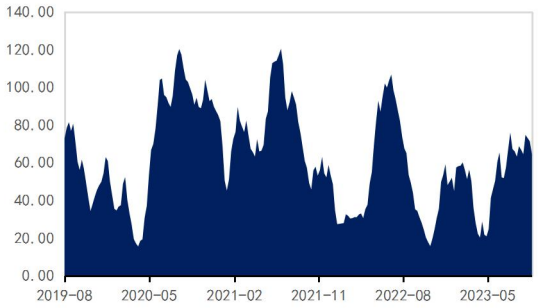
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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