

2H26 商品风险：

宏观逆风，风险管理良机待启



报告日期：2026年6月30日

★ 贵金属：宽松预期退潮

1) 美联储短期难以回到宽松路径，美元和美债收益率维持韧性；2) 美国经济虽存在结构隐忧，但尚未进入衰退交易；3) 地缘风险对黄金的正向驱动开始钝化，甚至可能通过能源价格和通胀预期反向推升利率压力；4) 央行购金与ETF等配置资金在高位后的持续流入动能减弱。

★ 有色金属：产业韧性，宏观逆风

单纯从中长期资源约束角度观察，有色价格仍具备底部上移的条件，但从半年维度看，宏观环境并不友好，价格波动可能显著放大。有色金属的风险不是产业逻辑完全被证伪，而是产业逻辑尚未转化为现实紧缺之前，价格受到宏观冲击。

★ 黑色商品：弱现实尚未出清

当前市场的核心矛盾在于价格已经处于产业利润偏薄，但成本支撑仍在的区域，而终端需求侧缺乏有效修复，原料端内部又存在显著分化。因此，2H26黑色商品的主要风险是产业定价逻辑从成本推动回到需求验证的过程中，价格支撑可能被逐层削弱，即成本强但需求无法消化可能带来的负反馈。

★ 能源化工：地缘溢价消退

若地缘溢价逐步退潮，原油价格回落，产业链重新回到供需平衡表定价，上游短期仍受炼厂补库和复航节奏扰动支撑，但中远期供给压力将显性化，化工成本支撑下移，中下游过剩品种估值继续承压。反之，若原油价格因地缘反复再度上行，则下游利润被挤压，需求负反馈可能提前出现。

★ 农产品：天气溢价下的弱现实与强预期

1) 多数农产品供应未出现系统性短缺，国内消费修复有限，终端需求更多体现为刚性托底；2) 厄尔尼诺天气逐步增强，主产国生长期和收获期风险集中暴露，天气升水很难被剔除。农产品板块较难形成单边顺畅趋势，板块整体呈区间宽幅震荡，低库存与天气风险构成下方韧性，现实供应宽松与消费弹性不足限制反弹高度，单边趋势性机会稀缺。

★ 风险提示

宏观流动性风险；地缘与能源风险；需求兑现风险；供给与库存风险；政策与交易风险。

吴奇翀 产业咨询资深分析师

从业资格号：F03103978

投资咨询号：Z0019617

Tel: 8621-63325888

Email: qichong.wu@orientfutures.com

相关研报

- 2022.12.28 《为之于未有，治之于未乱》
- 2023.1.20 《双重博弈视角下的大宗商品》
- 2023.2.21 《通胀回落不及预期下的避险》
- 2023.5.15 《宏观风起，大宗价摇。多舛之际，风险何在？》
- 2023.7.7 《防守反击：2H23的潜在风险》
- 2023.12.28 《未雨绸缪，破浪前行》
- 2024.3.31 《航程未卜，迷雾渐开》
- 2024.6.29 《远航未竟，曙光乍现》
- 2024.12.31 《商品高波动与特朗普 2.0 不确定性风险》
- 2025.6.30 《2H25 商品风险：从地缘冲突到关税升级》
- 2025.9.29 《4Q25 商品风险：结构性分化与波动加剧》
- 2025.12.25 《2026 商品风险：宏观主导的高波动与深分化》

产业研究

## 目录

1、贵金属：宽松预期退潮 .....	6
1.1、美联储货币政策路径改变 .....	6
1.2、美国经济韧性仍在，但隐忧亦在 .....	9
1.3、地缘风险与能源价格复杂传导 .....	10
1.4、央行与配置资金边际变化 .....	11
1.5、贵金属的交易风险与对冲思路 .....	12
2、有色金属：产业韧性，宏观逆风 .....	13
2.1、宽松不再的宏观环境 .....	13
2.2、科技股与资金配置的切换 .....	14
2.3、贸易政策与地缘扰动 .....	15
2.4、产业支撑仍在 .....	16
2.5、有色金属的交易风险与对冲思路 .....	18
3、黑色商品：弱现实尚未出清 .....	18
3.1、内需不足是风险的根源 .....	18
3.2、成本分化加大交易难度 .....	20
3.3、宏观与政策层面存在风险 .....	22
3.4、黑色商品的交易风险与对冲思路 .....	22
4、能源化工：地缘溢价消退 .....	23
4.1、地缘溢价消退是主线 .....	23
4.2、原油对化工品的风险传导并非线性 .....	25
4.3、能源化工的交易风险与对冲思路 .....	27
5、农产品：天气溢价下的弱现实与强预期 .....	28
5.1、天气升水的定价与证伪 .....	28
5.2、能源及政策对部分品种再定价 .....	30
5.3、农产品的交易风险与对冲思路 .....	31
6、风险提示 .....	34

## 图表目录

图表 1：美国通胀与利率.....	6
图表 2：6 月点阵图认为年内会有加息.....	6
图表 3：2026 年 5 月美国 CPI 分项权重、同比及环比变动.....	7
图表 4：截至 2026 年 6 月 29 日市场预测的利率区间概率.....	8
图表 5：美联储下调 2026 年经济增速、失业率预测，上调通胀预测.....	8
图表 6：美国经济的 K 型分化仍在加深.....	9
图表 7：沪金结算价与利率.....	10
图表 8：沪金结算价与美元指数.....	10
图表 9：黄金定价的传统逻辑已经改变.....	10
图表 10：部分国家央行购金数据.....	11
图表 11：截至 2026 年 5 月央行黄金持有量前十.....	11
图表 12：沪铜结算价与美元指数.....	13
图表 13：沪铜结算价与利率.....	13
图表 14：AI 相关产业与有色金属的关联.....	14
图表 15：特朗普第二任期以来，有色金属相关贸易政策变化.....	15
图表 16：全球电解铝月度产量.....	16
图表 17：全球精炼锌月度产量.....	16
图表 18：全球铜矿产量.....	17
图表 19：中国铝型材企业开工率季节性分析.....	17
图表 20：锌精矿和精炼锌企业生产利润.....	17
图表 21：国内锡锭社会库存季节性分析.....	17
图表 22：房屋新开工面积.....	19
图表 23：固定资产投资完成额.....	19
图表 24：钢材出口量.....	20
图表 25：五大品种材总库存.....	20
图表 26：澳大利亚+巴西发货量.....	20

图表 27 : 炼焦煤产量当月值.....	20
图表 28 : 产业链利润分配扭曲.....	21
图表 29 : 潜在的负反馈循环是系统性风险.....	21
图表 30 : 钢材分区域出口情况.....	22
图表 31 : 钢材净出口情况.....	22
图表 32 : 中东地区部分国家原油产量.....	23
图表 33 : 美国页岩油产量情况.....	23
图表 34 : 美国 EIA 商业原油库存.....	24
图表 35 : 中国炼厂开工率.....	24
图表 36 : 聚酯综合开机率.....	24
图表 37 : 中国甲醇制烯烃开工率.....	24
图表 38 : 中国表观沥青需求量.....	25
图表 39 : 中东部分国家 HSFO 经霍尔木兹海峡净出口.....	25
图表 40 : 中国 LLDPE 产量.....	26
图表 41 : 甲醇净进口量.....	26
图表 42 : 纯碱厂家库存.....	26
图表 43 : 烧碱表需.....	26
图表 44 : 浮法玻璃深加工订单天数.....	27
图表 45 : PTA 社会库存.....	27
图表 46 : 天气风险交易阶段.....	28
图表 47 : 厄尔尼诺对各品种及产区的影响.....	29
图表 48 : 2020 年以来, 印尼生物柴油政策演变情况.....	30
图表 49 : 美国大豆出口.....	31
图表 50 : 饲料企业豆粕物理库存可用天数.....	31
图表 51 : 北港玉米库存.....	31
图表 52 : 小麦替代玉米理论优势价差.....	31
图表 53 : 巴西中南部双周产糖量.....	32
图表 54 : NOPA 美豆油库存.....	32
图表 55 : 马棕月度库存.....	32

---

图表 56 : 华东菜油库存.....	32
图表 57 : 能繁母猪存栏同比及生猪出栏同比变化情况.....	33
图表 58 : 蛋鸡养殖盈利情况.....	33

## 1、贵金属：宽松预期退潮

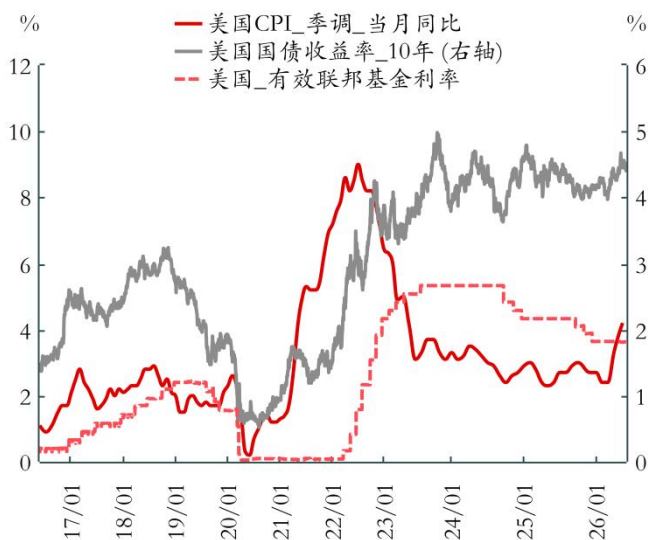
黄金仍是 2H26 贵金属板块风险定价的核心。黄金在过去两年积累了较高的估值溢价，来自美元信用折价、地缘避险需求、央行购金和投资资金的共同推动，但当前上述变量均出现边际弱化。1) 美联储短期难以回到宽松路径，美元和美债收益率维持韧性；2) 美国经济虽存在结构隐忧，但尚未进入衰退交易；3) 地缘风险对黄金的正向驱动开始钝化，甚至可能通过能源价格和通胀预期反向推升利率压力；4) 央行购金与 ETF 等配置资金在高位后的持续流入动能减弱。

### 1.1、美联储货币政策路径改变

2026 年年初，市场仍在较大程度上交易降息、美元信用下降与美联储独立性受扰带来的避险溢价，但在 2Q26 之后，能源价格抬升和经济数据韧性使通胀重新成为政策讨论的首要矛盾。进入 2H26 市场已基本计价一次加息的预期，即便 2H26 油价失控风险下降，通胀压力较 2Q26 边际缓和，其绝对水平预计仍可能明显高于美联储目标，据此我们认为利率交易的主要分歧或已从是否降息，转向是否需要更多次加息。此外，新一轮政策框架调整或降低前瞻指引的稳定性，市场需要在更少政策锚的环境下自行定价利率路径，从而放大每一次通胀、就业和金融数据对加息次数预期的扰动。

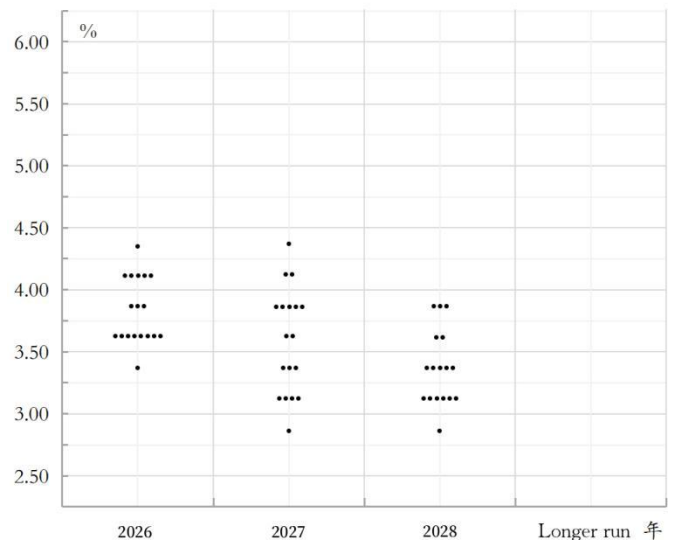
对于贵金属尤其是黄金而言，一旦通胀粘性高于预期，市场进一步上修政策利率终点或增加加息次数预期，美债实际利率抬升，美元走强，黄金持有机会成本上升，投资资金和杠杆资金或被迫从贵金属撤离。若政策预期进一步鹰化，由 2H26 一次加息的基准预期演化为多次加息，则贵金属面临的压力将不只是估值压缩，而是交易结构的再平衡。考虑到前期黄金价格已经计入较多长期叙事溢价，一旦短端利率预期和美元流动性同步收紧，其价格下跌风险或较为显著，即利空数据本身并不需要极端恶化，也能触发拥挤多头的集中减仓。

图表 1：美国通胀与利率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：6 月点阵图认为年内会有加息



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3: 2026 年 5 月美国 CPI 分项权重、同比及环比变动

CPI 分项	权重 (%)	2026 年 5 月未经调整 (%)		2026 年季调环比 (%)		
		同比	环比	2026 年 3 月	2026 年 4 月	2026 年 5 月
<b>所有项目</b>	<b>100.00</b>	4.20	0.60	0.90	0.60	0.50
<b>食品</b>	<b>13.512</b>	3.10	0.20	0.00	0.50	0.20
<b>家庭食品</b>	<b>8.235</b>	2.70	0.10	-0.20	0.70	0.10
谷物烘焙	1.017	1.90	0.50	-0.60	0.10	0.40
肉禽鱼蛋	1.959	1.80	-0.20	-0.60	1.30	-0.20
乳制品	0.740	-1.00	-0.60	-0.60	0.80	-0.60
水果蔬菜	1.288	6.10	0.60	1.00	1.80	0.20
非酒精饮料	0.999	5.80	0.00	-0.30	1.10	0.60
其他食物	2.231	2.00	0.00	0.00	-0.40	0.00
<b>非家用食品</b>	<b>5.277</b>	3.50	0.00	0.20	0.20	0.30
<b>能源</b>	<b>7.474</b>	<b>23.50</b>	<b>4.90</b>	<b>10.90</b>	<b>3.80</b>	<b>3.90</b>
<b>能源商品</b>	<b>4.238</b>	<b>40.60</b>	<b>8.10</b>	<b>21.30</b>	<b>5.60</b>	<b>6.70</b>
燃油	0.117	58.90	0.40	30.70	5.80	3.80
发动机燃料	4.064	40.90	8.40	21.50	5.70	6.80
汽油	3.937	40.50	8.60	21.20	5.40	7.00
<b>能源服务</b>	<b>3.237</b>	<b>5.30</b>	<b>0.70</b>	<b>0.40</b>	<b>1.60</b>	<b>0.40</b>
电力	2.495	5.90	1.00	0.80	2.10	0.60
燃气服务	0.741	3.00	-0.20	-0.90	-0.10	-0.50
<b>核心项目</b>	<b>79.014</b>	2.90	0.30	0.20	0.40	0.20
<b>核心商品</b>	<b>18.856</b>	1.10	0.00	0.10	0.00	-0.10
服装	2.483	4.80	-0.40	1.00	0.60	0.30
新车	3.759	0.20	0.00	0.10	-0.20	-0.30
二手车	2.607	-2.00	1.50	-0.40	0.00	0.10
医疗保健品	1.428	-1.80	-0.70	-1.00	-0.40	-0.70
酒精饮料	0.825	2.10	0.10	0.30	0.30	0.10
烟草	0.445	7.80	1.00	0.10	0.50	1.00
<b>核心服务</b>	<b>60.158</b>	3.40	0.40	0.20	0.50	0.30
住宅	<b>35.237</b>	3.40	0.40	0.30	0.60	0.30
主要房租	7.705	2.90	0.30	0.20	0.50	0.40
其他租金	25.790	3.30	0.30	0.30	0.50	0.30
医疗服务	6.832	3.60	0.50	0.00	0.00	0.50
医生服务	1.669	2.90	0.00	0.70	0.60	0.00
医院服务	2.145	5.70	0.70	0.40	-0.30	0.70
运输服务	6.400	4.10	0.30	0.60	0.30	-0.60
车辆保养修理	1.032	6.10	0.80	1.30	-0.20	0.80
车辆保险	2.684	-2.00	-1.90	0.00	0.10	-1.70
机票	1.042	26.70	6.90	2.70	2.80	2.70

资料来源: BLS, 东证衍生品研究院

图表 4: 截至 2026 年 6 月 29 日市场预测的利率区间概率

区间 (bp)	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026/7/29	0.0%	0.0%	69.5%	30.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	40.4%	46.9%	12.8%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	31.9%	45.5%	20.0%	2.7%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	22.1%	41.3%	27.8%	8.0%	0.8%
2027/1/27	0.0%	6.1%	27.4%	37.6%	22.3%	6.0%	0.6%
2027/3/17	0.0%	3.5%	18.2%	33.2%	28.9%	13.0%	2.9%
2027/4/28	0.0%	3.0%	16.3%	31.3%	29.5%	15.1%	4.2%
2027/6/9	0.8%	6.3%	20.1%	30.8%	25.9%	12.4%	3.3%
2027/7/28	1.4%	7.9%	21.2%	30.3%	24.4%	11.4%	3.0%
2027/9/15	2.3%	9.8%	22.5%	29.4%	22.5%	10.2%	2.6%
2027/10/27	3.3%	11.5%	23.5%	28.5%	20.8%	9.1%	2.3%
2027/12/8	4.2%	12.8%	24.0%	27.7%	19.6%	8.4%	2.1%

资料来源: CME, 东证衍生品研究院

图表 5: 美联储下调 2026 年经济增速、失业率预测, 上调通胀预测

预测指标	年份	25/12 预测值	26/03 预测值	26/06 预测值
GDP 增速	2026	2.30%	2.40%	2.20%
	2027	2.00%	2.30%	2.30%
	2028	1.90%	2.10%	2.20%
失业率	2026	4.40%	4.40%	4.30%
	2027	4.20%	4.30%	4.30%
	2028	4.20%	4.20%	4.20%
PCE	2026	2.40%	2.70%	3.60%
	2027	2.10%	2.20%	2.30%
	2028	2.00%	2.00%	2.00%
核心 PCE	2026	2.50%	2.70%	3.30%
	2027	2.10%	2.20%	2.50%
	2028	2.00%	2.00%	2.10%
联邦基金利率	2026	3.40%	3.40%	3.80%
	2027	3.10%	3.10%	3.60%
	2028	3.10%	3.10%	3.40%

资料来源: FED, 东证衍生品研究院

## 1.2、美国经济韧性仍在，但隐忧亦在

2H26 美国经济并未明确切换至衰退交易。1) AI 资本开支、数据中心、电力设施、制造业投资以及能源出口仍对增长形成托底，财政支出也尚未明显转向收缩。只要增长仍有底，就业市场未出现衰退式恶化，美联储便缺乏快速转向宽松的理由，贵金属也难以获得持续的利率下行动能；2) 居民部门实际购买力受到高利率和能源成本挤压，非 AI 部门投资面临融资成本和关税的约束，经济的 K 型分化仍在加深。此二者的组合对黄金并非单纯利多。在衰退确认之前，会强化利率“Higher for Longer”的定价，一旦风险资产出现调整，又或将先引发流动性收缩，导致黄金与其他资产同步承压，而不是立即获得避险买盘。

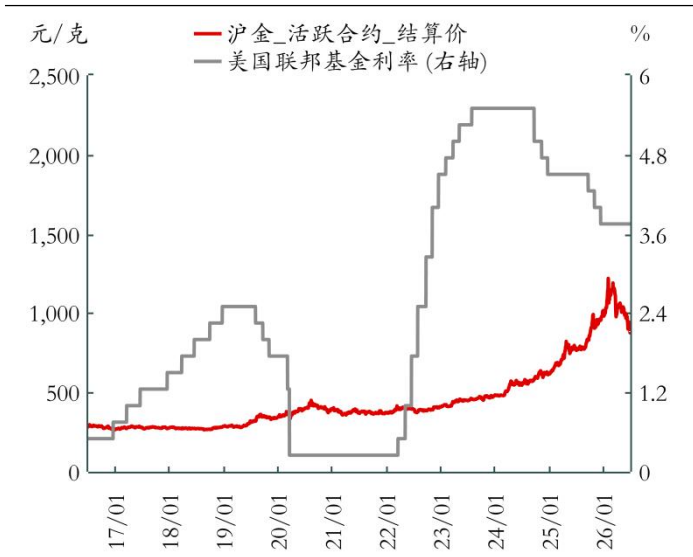
图表 6：美国经济的 K 型分化仍在加深

K 的上支： 表现韧劲、持续受益	AI 与科技产业	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 投资热潮推动资本开支、研发与算力需求高增</li> <li>科技巨头盈利强劲，股价与市值创新高</li> </ul>
	高端服务业	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融、法律、咨询、专业服务需求旺盛</li> <li>资产管理规模扩大，投行与并购活动活跃</li> </ul>
	优质资产持有者	<ul style="list-style-type: none"> <li>股市、房价上涨带来财富效应</li> <li>高收入/高净值人群财富与收入同步增长，消费韧性较强</li> </ul>
	高端消费	<ul style="list-style-type: none"> <li>奢侈品、旅游、娱乐、高端汽车等需求旺盛</li> <li>企业定价能力较强，利润率维持高位</li> </ul>
	能源与相关产业	<ul style="list-style-type: none"> <li>能源价格虽回落但仍处偏高水平，现金流充裕</li> <li>传统能源、核能等获政策支持，投资增加</li> </ul>
K 的下支： 增长乏力、承压明显	低收入群体	<ul style="list-style-type: none"> <li>实际工资增长滞后，购买力下降</li> <li>储蓄耗尽，信用卡债务与违约率上升</li> </ul>
	小型企业	<ul style="list-style-type: none"> <li>融资成本高、信贷紧缩</li> <li>成本上升、需求疲弱、利润率承压，破产增加</li> </ul>
	制造业传统领域	<ul style="list-style-type: none"> <li>全球需求放缓，关税与成本上升冲击</li> <li>产能利用率偏低，就业与投资疲弱</li> </ul>
	房地产下游链条	<ul style="list-style-type: none"> <li>高利率抑制需求，房价区域分化</li> <li>建筑、装修、经纪等就业与投资低迷</li> </ul>
	公共/非营利部门	<ul style="list-style-type: none"> <li>财政压力上升，预算收紧</li> <li>招聘放缓或冻结，就业增长停滞</li> </ul>

资料来源：东证衍生品研究院

因此，2H26 贵金属交易的难点在于，经济转弱信号未必马上转化为贵金属价格的上涨。若数据只是从强韧转向温和走弱，但通胀仍高、失业率未明显上行，市场反而可能继续交易高利率和强美元，贵金属价格将承受实际利率与风险偏好下降的压力。只有当经济下行压力足以改变美联储反应函数（Monetary Policy Reaction Function），且市场重新定价宽松周期时，贵金属才会重新获得较强上行动能。因此，交易层面不宜简单地将美国经济边际走弱等同于贵金属买点，需要观察实际利率是否下行、美元是否转弱、ETF 与期货资金是否重新流入。

图表 7: 沪金结算价与利率



资料来源: Bloomberg, Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 沪金结算价与美元指数

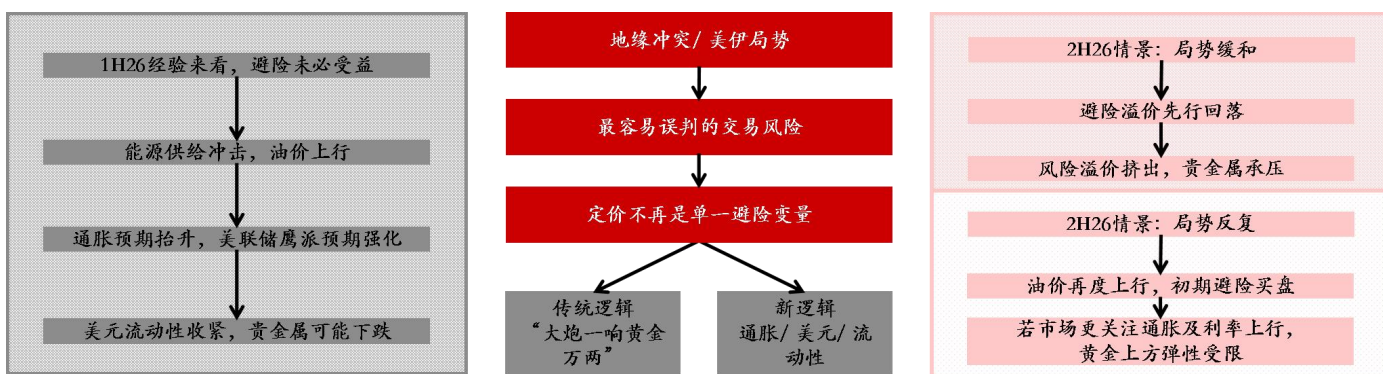


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

### 1.3、地缘风险与能源价格复杂传导

过往而言，地缘冲突会提高黄金避险需求，但 1H26 的市场经验已经显示，当地缘冲突通过能源供给冲击推升通胀并强化美联储鹰派预期时，贵金属未必受益，反而可能因美元流动性收紧而下跌。若美伊局势 2H26 继续缓和，避险溢价会先行回落，贵金属可能面临风险溢价挤出。若局势反复并推动油价再度上行，初期可能带来避险买盘，但只要市场更关注通胀和利率上行，贵金属上方弹性仍会受限。换言之，地缘事件对黄金的定价，已经从“大炮一响黄金万两”的传统逻辑，转变为如何影响通胀、美元和流动性的逻辑。我们认为，这是 2H26 交易中最容易误判的风险之一。

图表 9: 黄金定价的传统逻辑已经改变

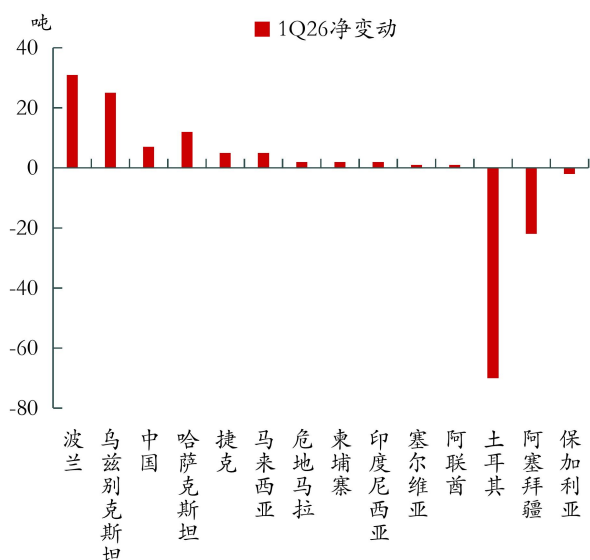


资料来源: 东证衍生品研究院

### 1.4、央行与配置资金边际变化

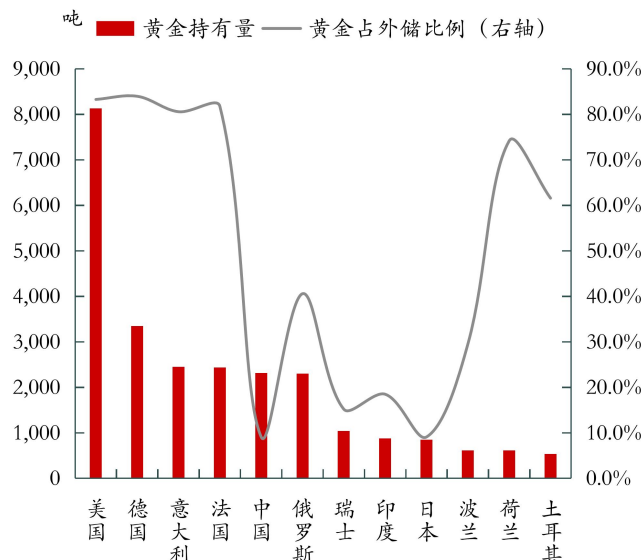
过去几年，各国央行购金和长期资金配置是支撑黄金估值上移的重要力量，但 2H26 这一支撑存在放缓的可能。美伊冲突后全球能源贸易格局发生变化，强美元回归以及新兴市场外贸条件恶化，或加大部分经济体汇率压力和外汇储备消耗。此环境下，即便各国央行长期增持黄金的意愿仍在，实际购买能力亦将受到美元流动性约束。若部分央行阶段性放缓购金甚至被动出售黄金，黄金市场将失去一部分稳定买盘。同时，金价高位回落后，ETF、期货投机资金和配置资金均可能更倾向于等待下一轮信用宽松信号，而非在政策不确定时期主动加仓。由此，黄金的下方支撑将更多依赖价格本身的估值吸引力，而非资金持续流入。

图表 10：部分国家央行购金数据



资料来源：世界黄金协会，东证衍生品研究院

图表 11：截至 2026 年 5 月央行黄金持有量前十



资料来源：世界黄金协会，东证衍生品研究院

此外，从资金的角度看，AI 相关资产在 1H26 形成较强赚钱效应，对全球资本产生明显虹吸。只要科技股盈利预期和资本开支叙事未被证伪，部分资金便会继续从无息资产转向高成长资产。黄金作为不产生现金流的资产，在实际利率较高且风险资产仍有上升趋势的阶段，配置吸引力会下降。若美股维持强势，黄金可能缺乏主动买盘，反之若美股快速回调，初期或触发流动性减仓，黄金同样面临压力。只有在科技叙事退潮且政策宽松预期同步升温时，黄金才更容易重新成为宏观资金的主要承接资产。

### 1.5、贵金属的交易风险与对冲思路

2H26 贵金属交易的核心风险在于，市场或反复在长期信用风险未消失和短期流动性不再宽松之间切换。前者决定黄金长期底层逻辑仍有支撑，后者决定中短期价格难以顺畅上行。若投资者仍以过去两年的趋势牛市思维追涨，容易在政策预期转鹰、美元反弹和美债收益率上行阶段遭遇较大回撤。**更合理的做法是降低收益预期，将黄金视为高位震荡寻底资产，而非趋势性突破资产，同时将地缘冲突、通胀数据和美联储表态视为波动来源，而非单向交易信号。**

**单边交易方面，建议避免在缺乏实际利率下行确认的反弹中追多。**若贵金属因地缘消息或技术修复快速上行，但同时美元指数走强、美债收益率抬升、降息预期继续降温，则反弹更可能是风险敞口下降或空头回补带来的阶段性行情，而非新一轮趋势启动。对于已有贵金属多头或现货库存敞口，可在关键宏观数据前适度降低净多头，或利用期货空头进行阶段性套保。若市场重新定价美联储加息风险、美元流动性紧张或美债实际利率突破上行，应优先控制回撤，而非等待避险逻辑自行修复。

**跨品种交易方面，白银的交易风险高于黄金。**1H26 白银受投机资金、库存扰动和挤仓交易推动出现极端波动，但随着投资热度下降、库存修复以及工业需求分化的问题，白银价格弹性或从上行放大转为下行放大。若宏观流动性继续收紧，银价相对黄金更容易承压，金银比存在阶段性回升的可能。因此，在贵金属板块整体偏弱的环境下，可关注金银比多头。此策略核心逻辑并非看多黄金，而是利用黄金相对抗跌的属性对冲白银更高的 Beta 风险。

需要强调的是，2H26 贵金属并非没有上行风险。若美国经济下行速度快于预期，AI 资本开支叙事降温，风险资产显著调整，并最终迫使市场重新交易宽松周期，贵金属将重新获得上行动能。若地缘冲突升级但未显著推升全球通胀，或者美元信用担忧重新发酵，贵金属也可能出现快速反弹。因此，对冲贵金属下跌风险并不意味着战略性看空贵金属，而是在宏观定价尚未重新转向宽松之前，优先管理高位资产的回撤风险。交易上应将美债实际利率下行、美元走弱、ETF 资金回流、央行购金节奏恢复、风险资产回调后流动性压力缓和，作为贵金属重新转强的确认信号。

总体来看，2H26 贵金属的主要风险在于宏观叙事的先后顺序发生变化。长期去美元化、财政可持续性和全球秩序重构仍构成贵金属的底层支撑，但中短期市场更关注流动性、通胀和美联储政策。只要通胀仍高于目标，美国经济仍有韧性且美元流动性未重新转松，贵金属价格就难以摆脱反弹受限的状态。**对于投资者而言，2H26 贵金属交易最重要的纪律，是不把避险叙事等同于上涨趋势，不把经济隐忧等同于宽松交易，也不把长期逻辑当作短期止损的替代品。在政策预期和流动性重新转向之前，贵金属应以防守和对冲为主，等待更清晰的配置窗口。**

## 2、有色金属：产业韧性，宏观逆风

截至 1H26，有色金属尤其铜仍具备较清晰的资源约束逻辑，铝也存在成本与供给扰动带来的阶段性托底，价格很大程度上已反映出供给扰动和新兴需求预期，而宏观流动性、科技股波动和传统需求韧性的风险尚未充分释放。对于 2H26 有色金属，我们认为市场正处于预期与现实错位的阶段，产业基本面的触底回升逻辑正在增强，但宏观环境的收紧对估值形成持续压制。铜的产业趋势最强，铝次之，其他金属更多体现为各自供需节奏和资金偏好的阶段性交易。若单纯从中长期资源约束角度观察，有色价格仍具备底部上移的条件，但从半年维度看，宏观环境并不友好，价格波动可能显著放大，且任何一次宏观共振，均可能导致有色金属价格出现快速回撤。换言之，2H26 有色金属最大的风险，不是产业逻辑完全被证伪，而是产业逻辑尚未转化为现实紧缺之前，价格先受到宏观变量的冲击。

### 2.1、宽松不再的宏观环境

与贵金属类似，有色金属 2H26 的第一重风险仍来自宽松不再的宏观环境。1H26 市场一度预期美联储将随着经济动能放缓而转向宽松，但地缘冲突推升能源价格后，美国通胀约束重新强化，政策讨论的重心从就业转向物价稳定。即便 2H26 能源价格较 2Q26 边际回落，只要核心通胀仍有粘性，且美国经济未出现衰退式恶化，美联储快速降息的概率便难以明显提高。对于有色金属而言，此环境意味着价格将持续承受三方面压力：1) 美元维持高位，削弱非美需求的购买力；2) 美债收益率上行压制远期需求估值；3) 高利率环境则抑制地产、制造业补库和资本品投资的弹性。

图表 12：沪铜结算价与美元指数



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：沪铜结算价与利率



资料来源：Bloomberg，Wind，东证衍生品研究院

## 2.2、科技股与资金配置的切换

需要注意的是，**有色金属不同于贵金属，其本身具备更强的增长资产属性**。当市场相信全球制造业修复和 AI 投资扩张时，铜、铝等工业金属往往能够获得较强支撑，但当利率保持高位且消费端承压时，增长资产的估值也更容易被压缩。2H26 美国经济大概率将延续底部有支撑，但复苏动能偏弱态势，AI 资本开支、数据中心、电网投资和高端制造仍能托住总量，但居民消费、房地产和传统制造业需求已受到高利率的负面影响。我们在《1.2、美国经济韧性仍在，但隐忧亦在》所述的 K 型结构对有色金属并非绝对利多，尽管其支撑铜的长周期需求叙事，却难以同步支撑所有传统终端需求。一旦市场发现新兴增长动能的拉升效应，尚不足以完全对冲传统动能走弱带来的拖累，前期估值较高、资金拥挤度较高的品种便会面临预期修正。

目前来看，1H26 全球资金显著集中于 AI 和科技成长资产。一方面支撑了铜、铝等与算力、电网及电力设备相关的需求叙事，另一方面亦抬高了全球风险资产的估值敏感性。若科技股继续强势，有色金属或将获得 AI 需求外溢的估值支撑，但资金未必大规模流入商品。反之，若科技股出现快速回调，市场或首先交易流动性冲击和风险资产去杠杆，而非立即交易商品补涨。对有色金属而言，科技股回调初期更可能带来多头资金撤离和跨资产风险偏好下降，铜价即便有产业支撑，也可能先出现被动下跌。因此，2H26 不能简单将科技股回调视为商品资金切换的利多，只有当权益回调并未演化为流动性危机，且资金确实从权益转向实物资产和资源品时，有色金属才可能获得新一轮配置买盘。

图表 14: AI 相关产业与有色金属的关联

AI 相关产业	关联有色金属	主要用途	关联度
AI 芯片/GPU/ASIC	铜、金、银、锡、钨、钽	芯片封装、焊料、引脚、互连、PCB 电路、服务器主板	高
先进封装/HBM/CoWoS 等	铜、锡、金、银、钨、钽	高密度互连、焊接、封装基板、电容材料	高
化合物半导体	镓、锗、铜	GaN、GaAs、InP 等材料，用于高速通信、功率器件、光电器件	中高
光模块/光通信	铜、镓、锗、金、银、铜	数据中心高速互连、光收发模块、激光器、光探测器	高
AI 服务器	铜、铝、锡、金、银、钽	主板、连接器、电源模块、散热器、电容、线缆	高
数据中心供配电	铜、铝	电缆、母线槽、变压器、开关柜、UPS 连接系统	很高
数据中心散热	铝、铜	散热片、液冷板、冷却管路、热交换器	高
电网扩容/变压器/输配电	铜、铝	AI 数据中心用电增长带动电网、变压器、输电线路投资	很高
储能/UPS/备用电源	锂、镍、钴、锰、铜、铝	锂电池、储能系统、备用电源、电池集流体	中高
AI+新能源调度	铜、铝、锂、镍、钴、稀土	电网数字化、储能、新能源并网、风电/电机材料	中
机器人/自动驾驶/AI 终端	铜、铝、镁、锂、镍、钴、稀土	电机、传感器、电池、轻量化结构件、线束	中高
稀土永磁电机	钕、镨、镝、铽等稀土	机器人关节、电动车电机、风电、伺服系统	中高
PCB/电子元件	铜、锡、银、金、钨、钽	覆铜板、焊料、MLCC、电容、电阻、电连接	高

半导体设备	钨、钼、钽、钛、铝、铜	靶材、腔体、导电件、耐高温/耐腐蚀部件	中高
AI 手机/PC/边缘终端	铜、铝、镁、锡、金、银、钽、稀土	主板、散热、外壳、电池、摄像头、扬声器马达	中
电力电子/高效电源	铜、铝、镓、银、锡	服务器电源、逆变器、功率模块、GaN 器件	中高

资料来源：东证衍生品研究院

### 2.3、贸易政策与地缘扰动

2H26 美国进入中期选举前的政策敏感期，关税、产业保护和资源安全议题可能反复升温。对有色金属而言，关税政策的影响不是单向利多或利空。若美国对部分金属加征关税，短期将造成区域价差扩大、库存迁移及阶段性逼仓，尤其铜或因美国市场虹吸效应而推升海外盘面波动。但从更长交易链条看，关税会抬升制造成本，扰乱全球贸易流，降低终端企业补库意愿，并通过通胀渠道强化高利率预期。因此，关税冲击的前半段可能表现为价格上行和结构扭曲，后半段则可能转化为需求走弱和宏观压制。投资者若仅依据关税消息追涨，容易在政策预期兑现或需求负反馈显现后被动承受回撤。

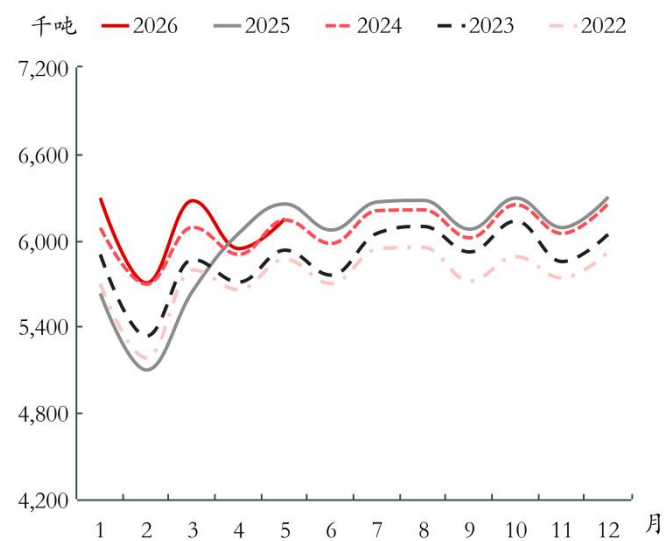
图表 15：特朗普第二任期以来，有色金属相关贸易政策变化

时间	政策变化	涉及有色金属	对有色金属的影响
25/01	“美国优先贸易政策”启动	全部进口商品	贸易政策从个案关税转向系统性保护主义
25/02	恢复并强化 Section 232 钢铝关税	铝	直接利多美国铝冶炼/加工，利空进口铝及下游制造成本
25/04	“对等关税”	铜、铝、锌、镍等	有色金属下游制品进口成本上升，贸易流向更不稳定
25/04	启动关键矿产 Section 232 调查	稀土等	关键矿产被正式纳入国家安全贸易工具箱
25/06	钢铝关税从 25% 提高到 50%	铝	铝进口成本大幅上升，铝制品、汽车、机械、包装等下游承压
25/07	对铜实施 Section 232 关税	铜	铜从普通工业金属升级为战略安全金属
25/07	铜后续政策预留空间	铜	市场关注点从铜制品扩展到精炼铜、铜废料和铜供应链
25/04 至 25/11	中美关税与稀土/关键矿产博弈	稀土等	稀土和小金属成为中美贸易谈判筹码
25/11	中美阶段性贸易缓和	稀土等	稀土和小金属供应短期缓和，但长期不确定仍高
25/11	中国暂停对美镓、锗、锑出口禁令	稀土等	小金属供应改善，但许可证制度保留，供应链风险未消失
26/01	关键矿产不立即加税，转向谈判	加工关键矿产	从直接加税转为关税威胁、供应链联盟、价格机制
26/04	修改钢、铝、铜 Section 232 执行方式	铝、铜	含铜、含铝设备和零部件的关税计算更严
26/06	再次调整钢、铝、铜关税制度	铝、铜	政策开始从一刀切高关税转向鼓励使用美国金属原料

资料来源：东证衍生品研究院

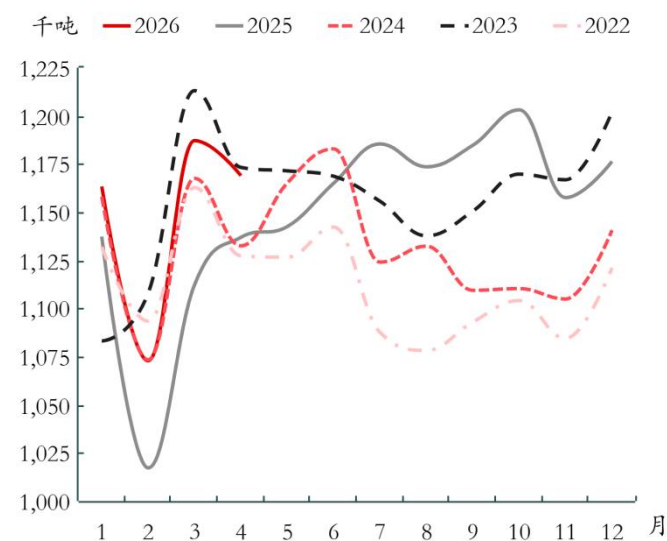
地缘风险同样需要重新理解。1H26 的经验表明，地缘冲突对有色金属价格的影响并非冲突立刻带来上涨。当冲突影响矿山、冶炼、运输时，确实会提升供给侧的风险溢价，但若冲突推升通胀，并进一步强化美联储鹰派预期，则有色金属价格可能反而承压。尤其铝、锌等能源成本敏感品种，海外冶炼端或因电力问题出现供给扰动，但终端需求也会因通胀和利率环境恶化而被压制。由此形成的交易风险在于，供给侧扰动推升价格的同时，也在削弱需求端可承受能力，价格越高，终端采购越谨慎，产业链补库越容易转为观望。

图表 16: 全球电解铝月度产量



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 17: 全球精炼锌月度产量



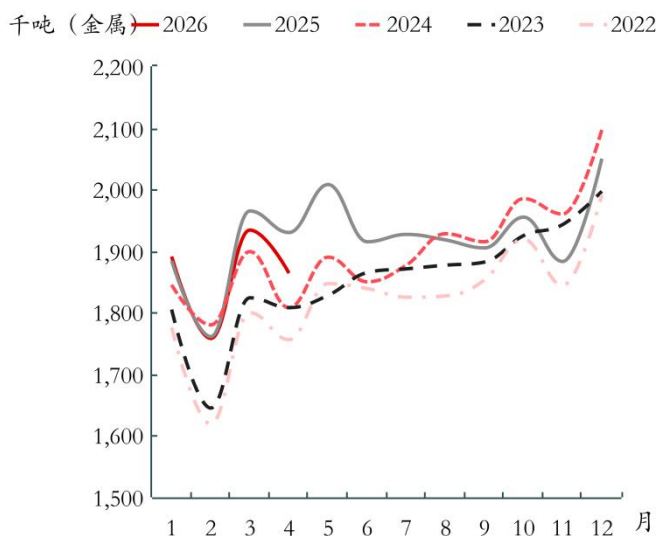
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 2.4、产业支撑仍在

铜是 2H26 有色板块中产业支撑最强的品种。铜的价格风险并不在于矿端紧张逻辑消失，而在于市场已经充分认可矿端扰动、冶炼利润恶化和新兴需求增长等逻辑，价格对利多的反应可能边际钝化，而对宏观利空的敏感性反而提高。当前铜的长期矛盾在于资源端增量不足，且主产国扰动频发，供给侧风险决定了铜价下方不宜过度悲观。短期矛盾在于，美国高利率与强美元环境仍在压制全球制造业补库，传统需求仍偏弱，新兴需求虽然增长较快，但更多以预期形式存在，真正转化为显性消费仍需要时间。若 3Q26 宏观利空与政策扰动共振，铜价不排除先抑，当美元走弱、需求旺季兑现或供给减产进一步显性化后，铜才更容易重回归强势。

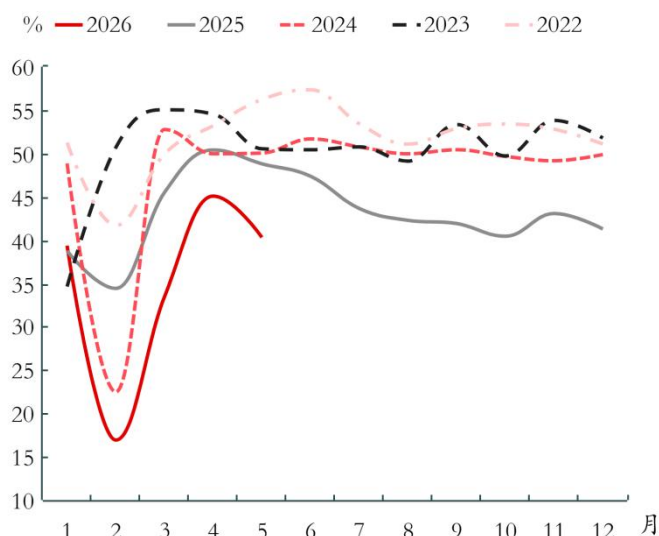
铝价中长期受到产能天花板及能源成本的支撑，但 2H26 供需同步修复意味着价格上方空间未必顺畅。国内电解铝利润较高，供给维持高位，部分海外供给在 4Q26 修复，同时物流恢复释放库存，铝价或面临供给回归压力。需求端虽同比改善，但更多来自低基数和季节性修复，环比弹性仍依赖政策刺激，地产偏弱和加工环节利润压缩，限制铝价持续上行能力。因此，铝的主要风险并非大幅失速下跌，而是在市场交易供给扰动和旺季去库后，需求弹性不足导致反弹难以延续。若铝价短期内过快拉升至高位，产业套保盘及贸易商获利了结的出货意愿会同步增强，反弹越高，抛压越重。

图表 18: 全球铜矿产量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

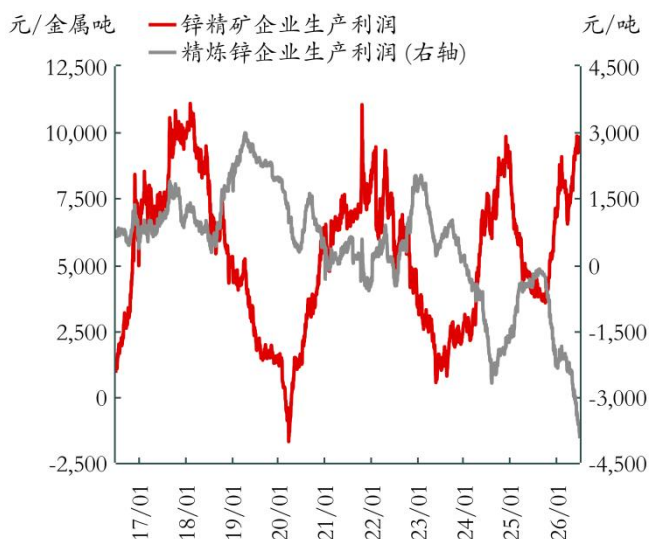
图表 19: 中国铝型材企业开工率季节性分析



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

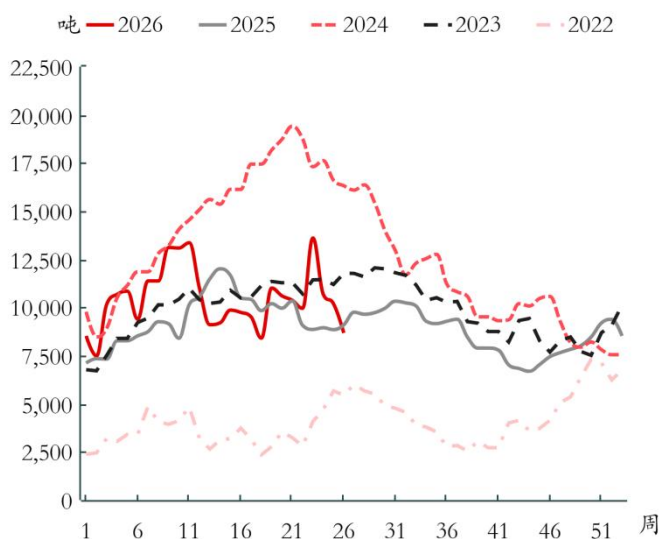
从组合风险的角度看, 其他有色金属共性在于波动更多受资金、政策和局部扰动的影响, 趋势稳定性弱于铜。部分品种存在矿端或原料端收紧, 亦有部分品种则仍处于过剩或弱修复阶段。若宏观流动性收紧, 有色板块整体风险偏好下降, 中小品种往往因流动性较弱而出现更大波动。反之, 若风险偏好修复, 资金又或阶段性放大供给扰动或政策主题。因此, 对于其他有色金属, 2H26 不宜将局部供需矛盾简单外推为持续趋势, 而需评估行情的可持续性, 重点观察四个维度的交叉验证: 1) 库存是否真实去化; 2) 现货升贴水能否给予正向配合; 3) 产业链利润能否得到有效修复; 4) 资金持仓是否过度拥挤。

图表 20: 锌精矿和精炼锌企业生产利润



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

图表 21: 国内锡锭社会库存季节性分析



资料来源: SMM, 东证衍生品研究院

## 2.5、有色金属的交易风险与对冲思路

2H26 有色金属应以控制净敞口，并等待宏观压力释放后的低吸为主，而非在高位追逐供给扰动。

铜可作为有色板块中长期多头的核心品种，但需要通过仓位和期权管理宏观回撤风险。对于持有现货库存或远期采购敞口的企业，可在价格快速上冲且宏观利率未转松时，适度卖出期货或买入看跌期权保护库存价值。对于中长期看多铜的资金，则更适合等待3Q26 宏观扰动造成回落后分批布局，而非在政策消息刺激下追高。若价格因流动性冲击快速下跌，但矿端和冶炼端收缩逻辑未被破坏，可考虑逐步降低套保比例或通过牛市价差参与反弹。

铝的交易策略应更偏区间思路。淡季或宏观冲击导致价格回落时，可关注成本和库存去化带来的低吸机会，但若价格需求尚未充分兑现前快速反弹，则应警惕库存释放和套保盘增加带来的反转压力。对于铝产业链企业，可在高利润和高价格阶段强化卖保，尤其在4Q26 海外供给恢复预期升温时，应避免过度暴露库存敞口。

总体来看，2H26 有色金属并非趋势彻底转弱。铜的长期主线仍是资源约束与新兴需求扩张，铝的核心支撑仍来自产能天花板和海外供给扰动，但板块整体上方空间将受到宏观和传统需求偏弱的共同约束，即宏观流动性收紧压缩估值，贸易和地缘扰动放大波动，需求兑现不及预期削弱补库意愿，资金拥挤导致回撤较快，而供给扰动又限制价格深跌空间。因此，2H26 有色金属更可能呈现高波动宽幅震荡行情。交易上应坚持强产业逻辑优于弱资金主题、低位布局优于高位追涨、期权保护优于期货杠杆的思路。

## 3、黑色商品：弱现实尚未出清

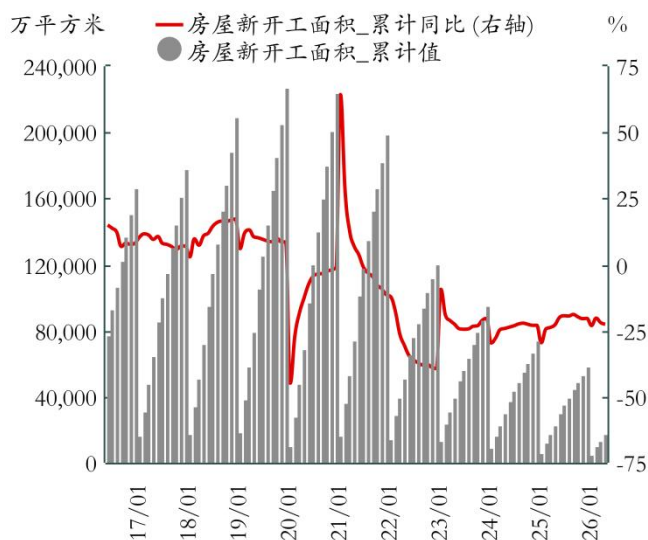
1H26 宏观和事故等事件不断抬升原料成本，黑色产业链商品的价格获得被动支撑，但若终端需求无法承接成本上涨，钢厂利润将继续受到挤压，产量和补库意愿均会受到抑制，最终成本端的支撑也会有所松动。黑色商品价格波动较过去几年有所收敛，但并非风险下降，相反，当前市场的核心矛盾在于，价格已经处于产业利润偏薄，但成本支撑仍在的区域，而终端需求侧缺乏有效的修复，原料端内部又存在显著分化。因此，2H26 黑色商品的主要风险是产业定价逻辑从成本推动回到需求验证的过程中，价格支撑可能被逐层削弱，即成本强但需求无法消化可能带来的负反馈。

### 3.1、内需不足是风险的根源

房地产链条仍是拖累项，房建用钢需求大概率延续低位运行。过去几年市场多次交易地产政策预期，但政策对实物工作量的传导链条较长，且当前行业约束已从融资端扩展至销售、拿地和企业资产负债表修复，单一政策很难迅速改变用钢需求趋势。对成材而言，地产弱势导致建材需求缺乏趋势性弹性，而对炉料而言，建材产量低位又限制铁水上行的空间。因此，地产风险最终会体现为钢材终端需求的实质性走弱，进而拖累库存去化偏慢，在钢厂利润持续压缩的背景下倒逼铁水产量从高位回落，最终传导至整个黑色产业链。

基建需求存在发力的可能，但其对价格的支撑需要谨慎评估。财政政策和项目储备仍可对 2H26 需求形成托底，或在 3Q26 后逐步体现实物量，但资金到位情况和施工节奏均存疑。黑色商品往往先交易政策预期，再等待现实验证，一旦旺季需求未能同步兑现，前期因政策预期形成的反弹很容易回吐。此外，需要注意，基建对钢材需求的拉动更偏托底而非扩张，无法弥补房地产收缩带来的缺口，故黑色价格即便出现政策驱动的反弹，也大概率是阶段性修复，而非趋势性反转。

图表 22: 房屋新开工面积



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 23: 固定资产投资完成额

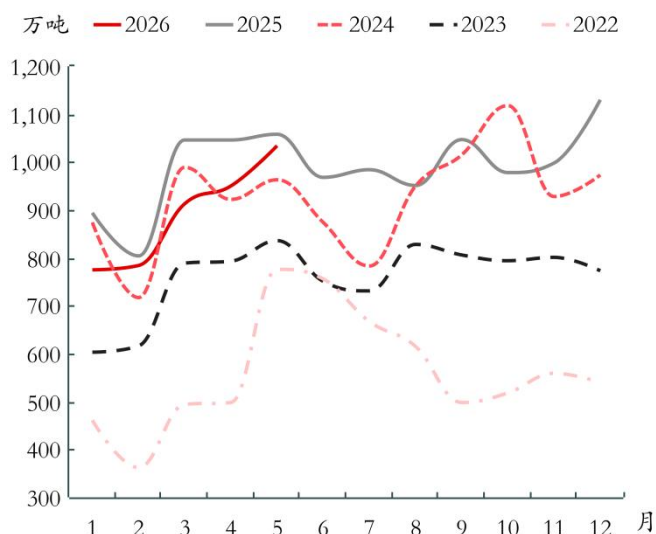


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

制造业和出口是 1H26 黑色需求的亮点，但 2H26 边际风险上升。部分出口链条仍有韧性，钢材间接出口对冲了地产和基建的部分下滑，但支撑并不稳固。海外高利率、高能成本成本和贸易壁垒将逐步影响外需弹性，钢材直接出口还面临管理规则和反倾销的扰动。若海外补库需求回归平淡，而国内需求又没有明显接力，钢材将重新面临内外需同步走弱的压力。出口风险向价格传导的路径则较为直接，海外订单减少将使资源回流国内，现货销售压力增加，钢厂被迫压价接单，盘面反弹失去成交验证，最终形成库存累积和利润再压缩。

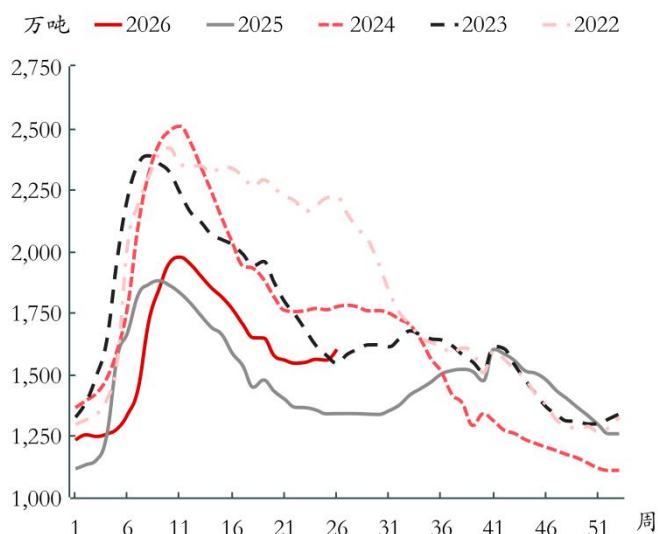
库存或将放大 2H26 黑色商品风险。钢材库存同比偏高，淡季累库、旺季去库慢的特征或许会贯穿 2H26。若需求只是季节性修复而非趋势性改善，则高库存将在价格反弹中转化为现货抛压与产业套保的动力，使得反弹高度受限。铁矿石库存压力更为突出，全球发运量维持增长，国内铁水产量虽处高位，但进一步增产难度较大，故港口库存持续累积将压制现货价格弹性。库存的风险在于，它决定了市场对低价的理解：1) 低库存环境下，低价易触发补库，形成底部支撑；2) 高库存环境下，低价则被市场解读为供给过剩的结果，买盘延后，卖盘前置，价格重心进一步下移。

图表 24: 钢材出口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 25: 五大品种材总库存

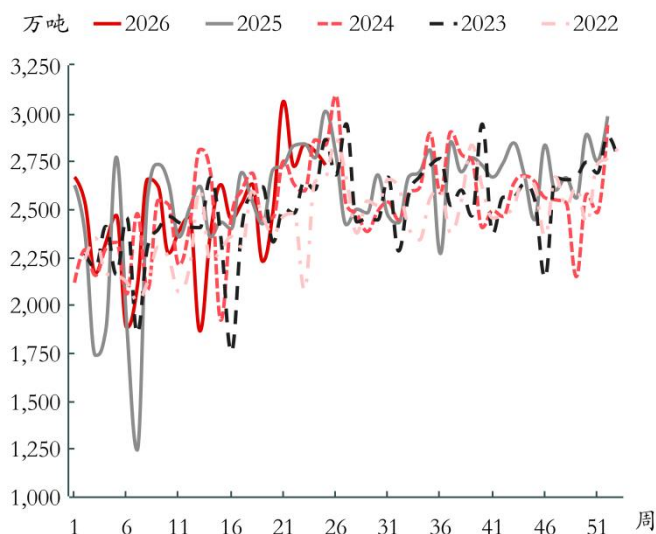


资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

### 3.2、成本分化加大交易难度

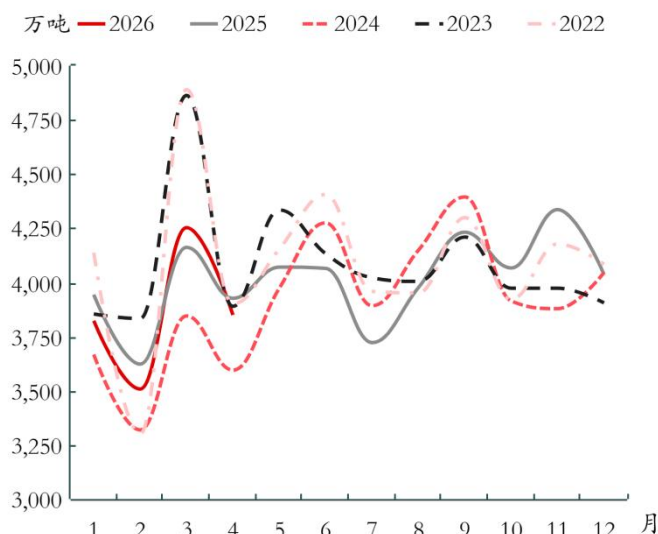
黑色商品 2H26 成本端或将呈现铁矿弱、双焦强的组合。铁矿石长期弱势格局较为清晰，运费虽阶段性上移成本曲线，但无助于需求改善，反而掣肘矿价。若能源高位则海外钢厂利润与需求承压，反之若能源回落则成本曲线下移，价格支撑松动。叠加库存累积，反弹动能大概率逐步弱化。双焦安全事故后，安监趋严下优质焦煤短期受限，阶段性表现预计强于钢矿。但复产、进口增量及采购转弱或导致前期因结构性紧缺形成的溢价回落，此外价格高位而钢需不接，钢厂利润受挤后将通过减产反向抑制双焦。因此，双焦的强势并非黑色板块整体看涨，更多体现为钢厂利润再分配，当成本无法传导至钢价则将抬升成材与炉料的负反馈风险。

图表 26: 澳大利亚+巴西发货量



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

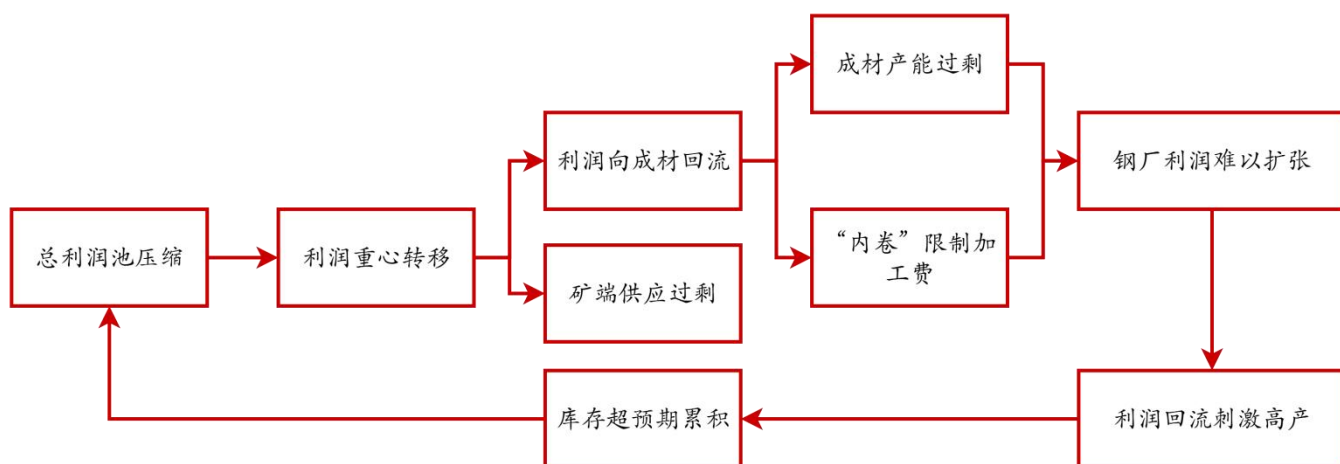
图表 27: 炼焦煤产量当月值



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

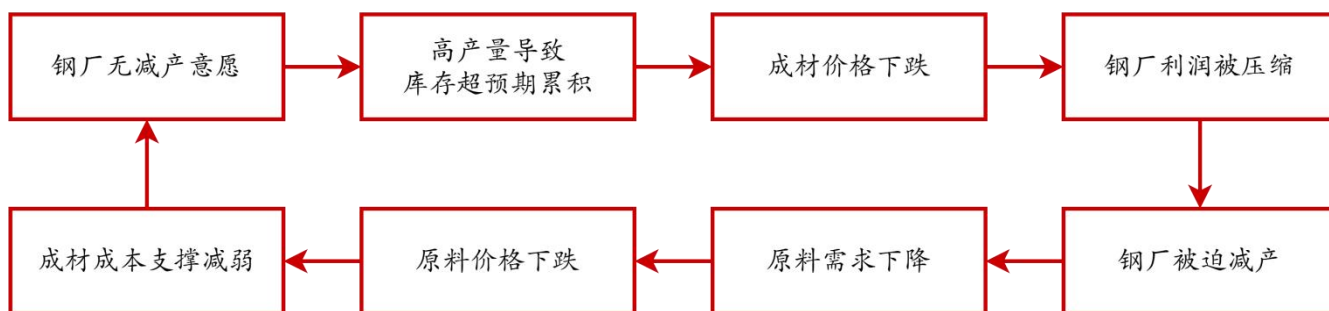
钢厂利润是连接终端需求和原料价格的核心变量。当前钢厂利润总体偏薄但尚未大面积深亏，产业链尚未触发强负反馈，因此黑色价格短期仍可能维持磨底震荡。但这也意味着市场缺乏出清力度，供给侧没有明显收缩，需求侧没有明显扩张，库存去化速度不快，价格只能在成本线和现实需求之间反复震荡。若 2H26 原料端继续偏强，钢厂利润被动压缩，则钢厂将优先降低采购强度、控制库存，并在利润恶化后增加检修。届时价格风险将从成材端扩散至炉料端，先表现为成材反弹乏力，再表现为铁水下滑、矿石累库加速，最终双焦也会因需求收缩而承压。

图表 28：产业链利润分配扭曲



资料来源：东证衍生品研究院

图表 29：潜在的负反馈循环是系统性风险

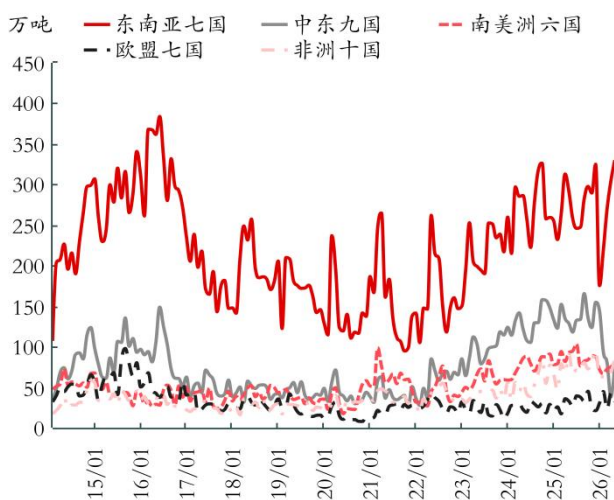


资料来源：东证衍生品研究院

### 3.3、宏观与政策层面存在风险

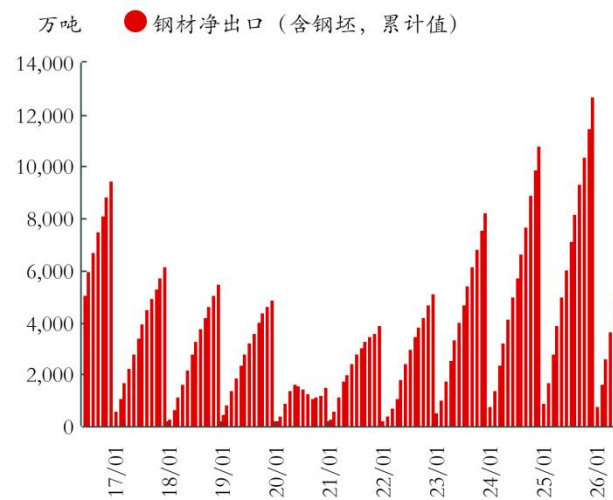
宏观对黑色商品的影响不应被低估。此前贵金属和有色金属的分析中业已提及，全球流动性环境从宽松预期转向紧缩，美元和海外利率维持高位，商品需求端的远期估值受到抑制。黑色商品虽然以内需定价为主，但仍会通过出口或成本受到外部环境影响。若海外经济放缓或贸易壁垒抬升，制造业出口和钢材间接出口的韧性将被削弱。此外，若能源价格高位反复，则原料成本上升与终端需求下滑并存。宏观风险的传导路径往往是渐进式的，反弹持续性下降，现货端成交难以放量，基差修复困难且产业补库意愿下降。

图表 30: 钢材分区域出口情况



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 31: 钢材净出口情况



资料来源: Wind, 上海钢联, 东证衍生品研究院

政策或许是 2H26 黑色商品价格的主要上行风险，但同样也是交易节奏风险。若国内增量政策明显加码，黑色商品可能出现阶段性修复，叠加环保或安全政策强化，则供给侧收缩亦将抬升钢价和双焦价格。但政策交易的难点在于，黑色商品的现实约束较强，若政策只停留在预期层面而未带来需求兑现，反弹会被迅速压制。此外，若政策同时压缩钢铁产量，则成材或将受益，但铁矿石需求将承压，板块内进一步分化。因此，应区分政策作用于需求端还是供给侧，以及其最终对铁水和库存的影响。

### 3.4、黑色商品的交易风险与对冲思路

对于持有钢材库存的企业，若价格因宏观政策预期或双焦扰动出现反弹，则可适度提高卖保比例，尤其在现货成交未同步放量或库存去化较慢的阶段，不宜过度暴露库存敞口。对于钢厂而言，若原料价格强于钢价，需关注利润收缩风险，可适当通过做空钢厂利润进行对冲。但若铁矿库存持续累积或双焦复产预期增强，则应及时避免原料端高价采购或盘面追涨操作。期权策略方面，对于铁矿石和成材库存敞口，可用看跌价差保护下跌风险，而对于等待政策反弹的资金，则可用低成本牛市价差替代裸多期货，避免政策预期落空后的回撤。

总体而言，交易坚持三个思路：1) 以实际需求数据的改善为锚，不盲目交易政策预期；2) 库存去化优先于成本支撑，不单纯依赖成本曲线判断底部；3) 跨品种对冲为主，减少单边方向性持仓。在反弹中管理库存风险，在回落中等待政策和现实需求的共振信号。

#### 4、能源化工：地缘溢价消退

对于 2H26 的能源化工板块，前期地缘事件抬升了原油成本和风险溢价，若供给恢复速度快于需求修复，溢价将被挤出，反之供给恢复较慢，则近端仍或维持强势。而后，原油价格将会带来油化工品种波动的放大及跨品种强弱的变动。若地缘溢价逐步退潮，原油价格回落，产业链重新回到供需平衡表定价，上游短期仍受炼厂补库和复航节奏扰动支撑，但中远期供给压力将显性化，化工成本支撑下移，中下游过剩品种估值继续承压。反之，若原油价格因地缘反复再度上行，则下游利润被挤压，需求负反馈可能提前出现。

##### 4.1、地缘溢价消退是主线

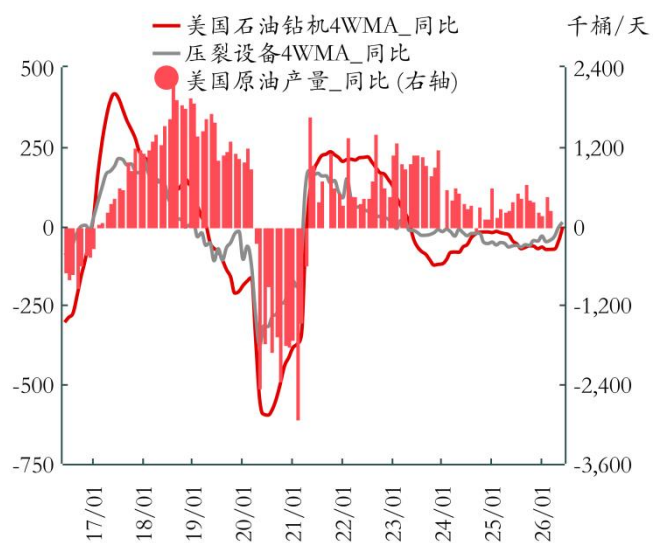
原油仍是能源化工定价的根本。1H26 油价的强势主要来自中东地缘政治和成品油低库存环境，但 2H26 市场需要从供给中断的大背景，切换回供给回归后的再平衡。若霍尔木兹海峡通行修复，海湾国家原油出口、OPEC+配额增产、部分非核心产油国供给恢复以及前期被地缘事件掩盖的供给压力将重新进入交易框架。3Q26 是成品油旺季，叠加海外炼厂高利润和补库需求的支撑，原油或仍存在阶段性偏强运行的基础。但进入 4Q26 后，若中东供给恢复至接近战前水平，而中国油品需求同比仍偏弱，全球原油库存累积压力将明显上升，油价远端价格中枢存在下移风险。

图表 32：中东地区部分国家原油产量



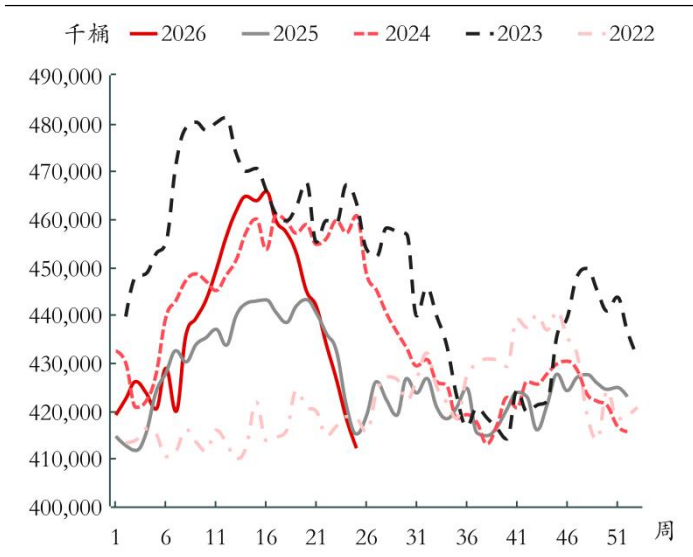
资料来源：Refinitiv，东证衍生品研究院

图表 33：美国页岩油产量情况



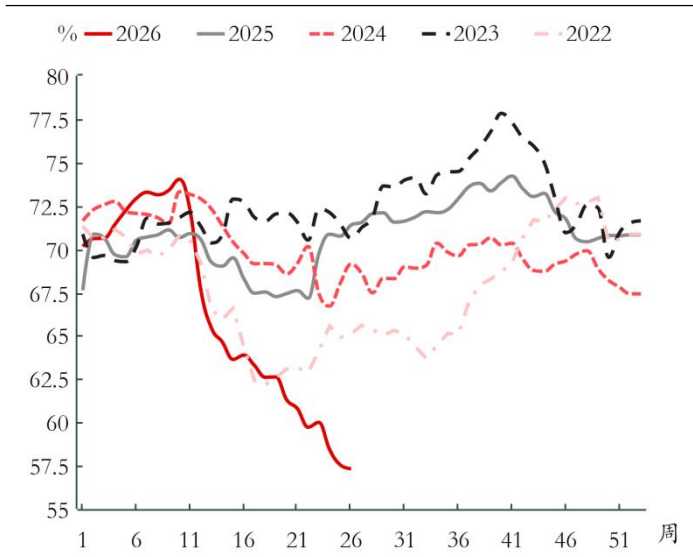
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 34: 美国 EIA 商业原油库存



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

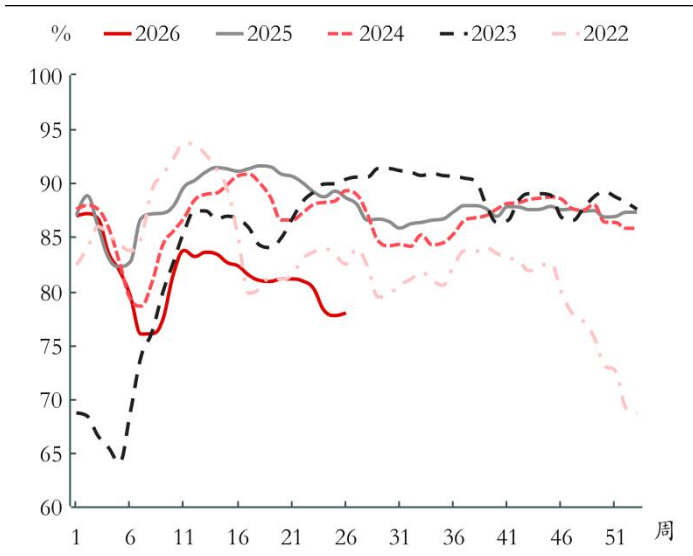
图表 35: 中国炼厂开工率



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

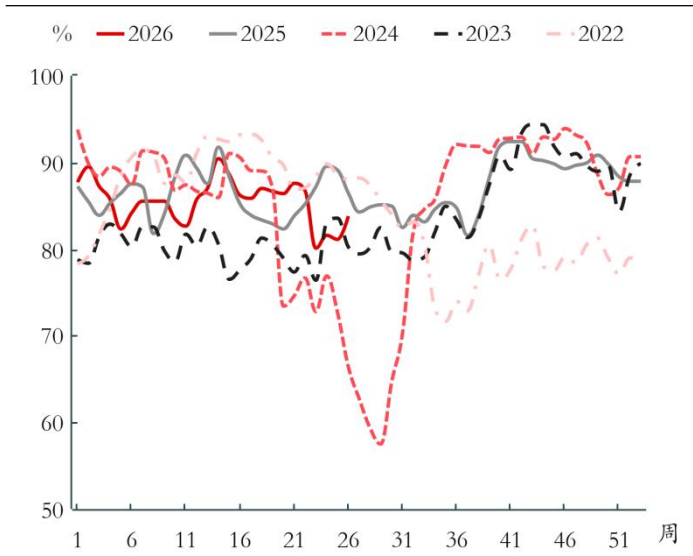
宏观环境同样会放大 2H26 能源化工板块的风险。对于化工品而言，宏观风险的表现不是需求暴跌，而是旺季不旺、补库偏短、订单持续性不足或库存去化慢于预期。此前贵金属、有色和黑色部分业已提及，全球流动性环境仍难以快速转向宽松，海外通胀粘性、高利率和贸易政策问题将抑制终端消费。能源化工品的终端需求分散在众多下游链条中，对居民消费和制造业订单较为敏感。1) 若海外经济维持有底的逻辑，则需求不会崩塌，但也难以提供强补库周期；2) 若高油价推升通胀并强化货币政策压力，则终端利润和补库意愿会进一步下降。

图表 36: 聚酯综合开机率



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 37: 中国甲醇制烯烃开工率



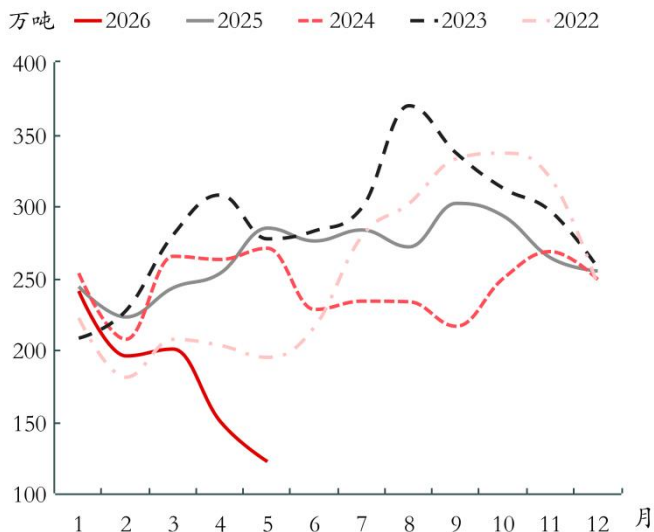
资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

#### 4.2、原油对化工品的风险传导并非线性

原油下跌会使化工品失去成本托底，尤其对前期依靠油价和地缘溢价抬升估值的品种而言，价格回落可能快于产业利润修复。原油上涨也未必利多化工品，因为高油价会通过原料成本抬升压缩下游利润，并削弱终端订单和补库意愿。换言之，油价上行阶段，化工品若无法同步涨价，利润受损，而油价下行阶段，化工品又因成本支撑塌陷而跟跌。**2H26 能源化工价格的核心交易风险，在于原油不是单纯方向性驱动，而是通过利润、库存和装置开工改变各品种的定价弹性。**

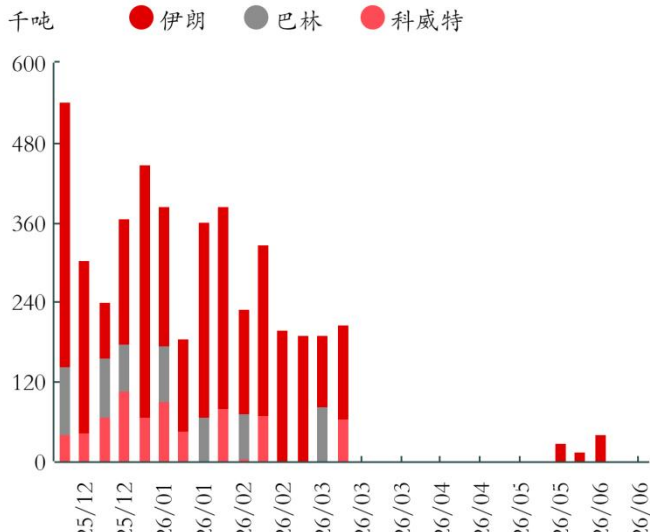
沥青和燃料油代表了油品端的近端韧性。2H26 供给修复方向较为确定，但关键在于节奏。重质原油和调合组分的回归不会在霍尔木兹海峡通航恢复后立即完成，而与此同时，道路施工可能在 3Q26 集中释放。因此，3Q26 若需求释放快于供给恢复，近月价格与裂解价差仍可能偏强，而一旦供给回归速度超预期或需求兑现不及预期，高位裂解利润和强月差将面临修正。

图表 38：中国表观沥青需求量



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 39：中东部分国家 HSFO 经霍尔木兹海峡净出口



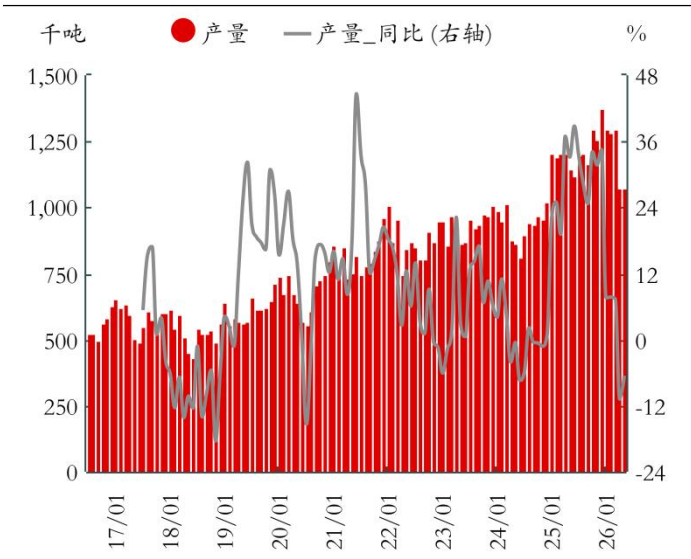
资料来源：Kpler，东证衍生品研究院

**与油品不同，大部分化工品更容易受到供给回归和需求不足的压制。**

烯烃 1H26 受原油和物流冲击支撑，但地缘扰动钝化后，供给侧将重新回到增量格局。随着原料供给恢复，叠加前期因原料短缺降负或停车的装置重启，及 2Q26 新产能上线，PP、PE、丙烯等品种面临供给边际增加。需求端虽有旺季前补库，但此补库行为更多依赖低价，视为托底而非推涨。若价格维持高位，下游制品企业则更倾向于随用随采和低库存经营，一旦价格回落，补库可以缓和跌幅，却难以改变供给增量带来的趋势压力。

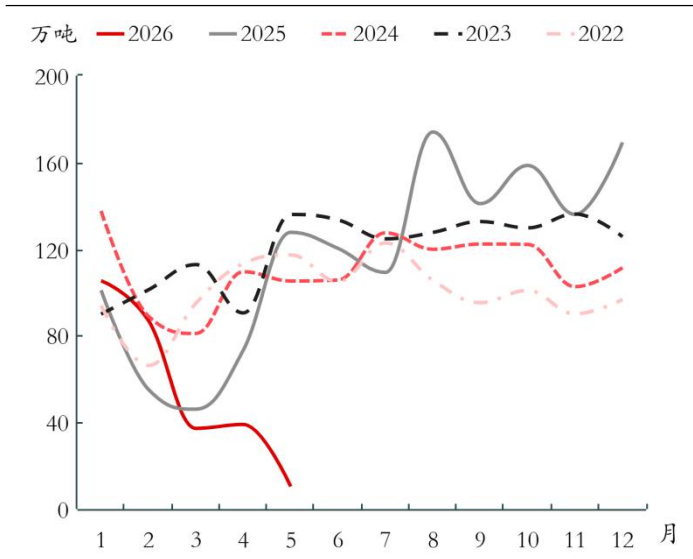
甲醇的核心风险更集中于进口恢复和库存周期切换。1H26 地缘冲突使中东货源受限，盘面获得进口收缩和低库存支撑，但 2H26 若海峡通行恢复，海外存量装置复产，进口量将在运输周期后逐步回升，前期地缘溢价将持续回吐。需求端，MTO 利润虽可能因原料回落获得阶段性修复，但下游烯烃自身也处于供给增量和利润压缩周期，难以持续放大甲醇需求。传统下游对价格的支撑更偏刚需，出口窗口关闭后也缺乏增量需求。

图表 40: 中国 LLDPE 产量



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

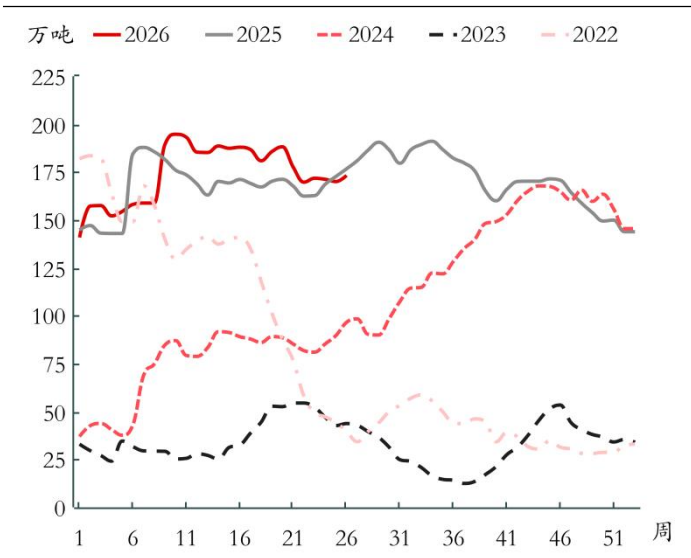
图表 41: 甲醇净进口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

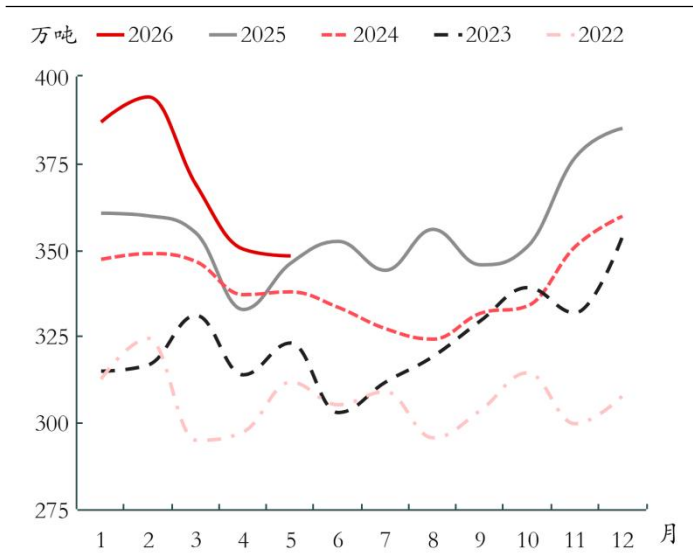
纯碱、PVC、烧碱等品种则存在更深层的过剩风险。1) 纯碱仍处于扩能周期和库存高位阶段, 低成本产能扩张提高了行业抗压能力, 也延缓了高成本产能出清, 即便轻碱需求存在韧性, 重碱端仍受浮法和光伏玻璃收缩拖累, 供给侧高开工与新增产能投放使库存继续累积; 2) PVC 的矛盾在于地产磨底和内需缺乏弹性, 出口难以完全对冲供给恢复; 3) 烧碱则面临新增产能落地和需求增速不足的压力。上述品种价格的风险并不主要来自原油, 而来自供给刚性与需求弹性不足之间的矛盾。成本可以形成阶段性支撑, 但在高库存和利润未充分出清前, 反弹高度往往受限。若宏观或地缘因素推动价格反弹, 产业套保和库存释放可能迅速压制盘面。

图表 42: 纯碱厂家库存



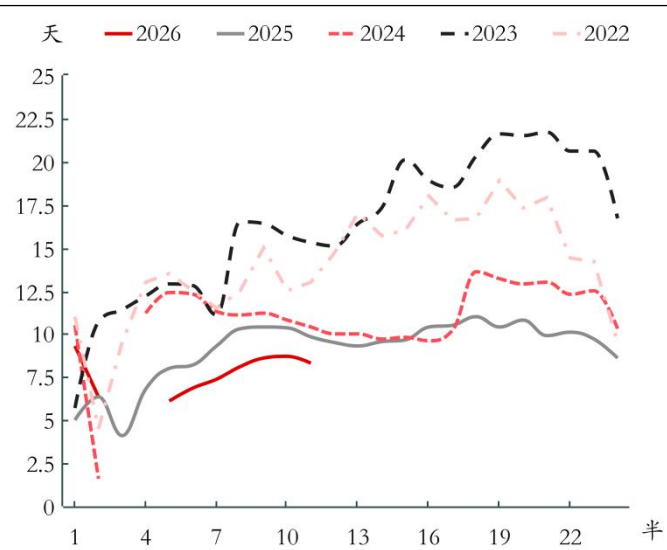
资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 43: 烧碱表需



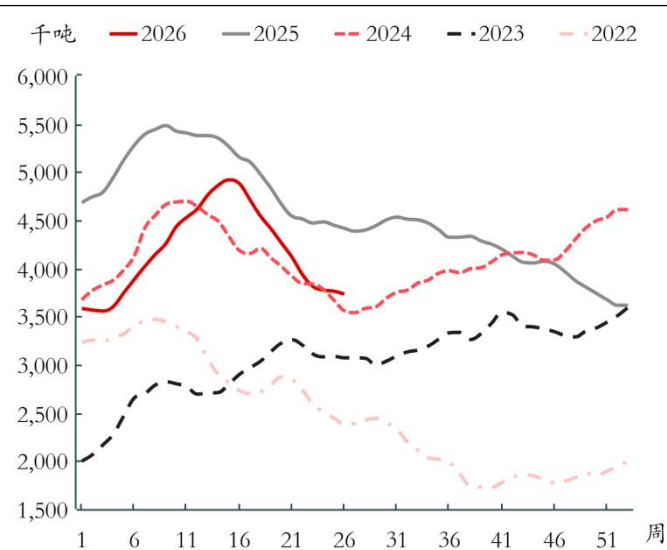
资料来源: 中国国家统计局, 中国海关总署, 东证衍生品研究院

图表 44: 浮法玻璃深加工订单天数



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 45: PTA 社会库存



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

### 4.3、能源化工的交易风险与对冲思路

**2H26 能源化工交易应从地缘冲突驱动的趋势追涨思路, 转向供需节奏和结构强弱管理。**

原油端短期仍需尊重低库存和复航节奏存疑带来的近端支撑, 但远端在供应恢复和库存累积预期下不宜过度追高。对于产业而言: 1) 若原油因地缘消息快速冲高, 可考虑通过卖出远月虚值看涨期权或远月空头配置管理高位采购风险; 2) 若近月库存仍低、月差偏强, 则不宜过早做空近端结构, 避免被补库和供应时滞反复挤压。

**油品内部可更重视结构交易而非单边方向。** 3Q26 沥青和燃料油仍可能受需求释放和低库存支撑, 适合在回调时关注低位买保或正套机会, 但裂解价差处于高位时, 需要警惕供应修复后的利润回落风险。1) 对于沥青下游企业, 可在价格回落但库存仍低时分批锁定采购成本; 2) 对于炼厂和贸易商, 若裂解利润快速扩张且供应恢复信号增强, 则可逐步增加卖保或锁定加工利润。

**化工品更适合逢高管理卖出套保。** 前文所述之品种若因原油反弹或阶段性检修出现价格修复, 但库存趋势和供给增量未改善, 反弹更多应被视为套保窗口而非趋势反转。1) 对于生产企业, 可利用盘面反弹逐步建立卖保; 2) 对于下游企业, 则应避免在高位一次性追涨采购, 更多采用分批次价和库存滚动管理。期权策略方面, 过剩品种可考虑卖出虚值看涨或构建熊市价差, 但需警惕地缘反复导致的短时跳涨风险。

## 5、农产品：天气溢价下的弱现实与强预期

2H26 农产品价格预计将继续处于现实偏弱，但有预期托底，且波动可能放大的环境之中。1) 全球多数农产品供应并未出现系统性短缺，国内消费修复有限，终端需求更多体现为刚性托底而非趋势扩张；2) 厄尔尼诺天气逐步增强，主产国生长期和收获期风险集中暴露，天气升水很难被剔除。由此，农产品板块将较难形成单边顺畅趋势，板块整体呈区间宽幅震荡，低库存与天气风险构成下方韧性，现实供应宽松与消费弹性不足限制反弹高度，单边趋势性机会稀缺。

### 5.1、天气升水的定价与证伪

厄尔尼诺已经成为市场共识，但共识本身并不等同于价格趋势。天气风险的交易逻辑通常经历三个阶段：预期形成、升水计入、产量验证。当前市场大体处于第二阶段，资金已在油脂、糖、棉花、玉米等品种上不同程度计入天气扰动，但实际产量损失仍需通过未来几个月的天气和产量数据验证。一旦影响弱于预期，前期计入的风险升水将面临回吐。而若极端天气进一步强化，尤其影响东南亚棕榈油、印度和泰国甘蔗、北美新作玉米大豆以及印度棉花生长，则天气升水将重新扩张，推动价格阶段性上行。

图表 46：天气风险交易阶段



资料来源：东证衍生品研究院

天气风险的复杂性在于，其对不同品种并非同向影响。厄尔尼诺可能提高部分地区降雨，也可能导致其他地区干旱，同时高温对各品种的影响路径亦不相同。1) 白糖的风险在于，旧季全球产需宽松仍在压制价格，但如果新季印度、泰国等主产国产量预期下调，市场会提前交易下一榨季缺口；2) 油脂的风险在于，棕榈油减产具有滞后性，若 3Q26 产量尚未明显下降而政策预期先行升温，价格容易高位震荡，若 4Q26 减产兑现，则低位空头容易被动回补；3) 玉米远月的风险在于，近月受替代和政策粮压制，但一旦新季生长期出现北方干旱或单产忧虑，远月将重新获得天气市支撑。

图表 47: 厄尔尼诺对各品种及产区的影响

农产品	主要受影响产区	典型影响	对供应的影响
棕榈油	印尼、马来西亚、泰国	东南亚偏干、高温，油棕受水分胁迫，棕榈油产量通常有滞后反应	减产风险较高，常滞后数月体现
豆油	全球油脂市场，受棕榈油替代影响	若棕榈油减产，豆油替代需求上升	间接受益于棕榈油供应收缩
大豆	美国、巴西、阿根廷	南美部分产区降雨改善，尤其阿根廷常受益，全球层面研究显示厄尔尼诺对大豆单产可能偏正面	美洲供应可能改善
玉米	美国、阿根廷、印度、东南亚、非洲	亚洲、非洲部分地区干旱压制作物，阿根廷降雨改善可能利于玉米，美国夏季影响相对不稳定	区域分化明显
小麦	澳大利亚、印度、阿根廷、美国平原	澳大利亚、亚洲部分产区偏干，阿根廷可能因降雨改善受益	澳洲减产风险与阿根廷改善并存
白糖	印度、泰国、巴西	印度、泰国降雨减少不利甘蔗，巴西可能降雨偏多，利于生长但或影响压榨和物流	亚洲供应偏紧，巴西或有改善
棉花	印度、美国、巴基斯坦、中国新疆	印度、巴基斯坦若季风偏弱，棉花播种和单产承压，美国若南部降雨改善，可能缓解干旱	印度偏负面，美国可能偏正面
咖啡	越南、印尼、巴西	越南、印尼罗布斯塔可能遭遇高温少雨，巴西阿拉比卡影响更复杂，短期减少霜冻风险，后期干热可能伤害下一季	罗布斯塔减产风险较高
可可	科特迪瓦、加纳、西非	西非若降雨不足，开花、结荚和病虫害结构受影响	减产风险上升
天然橡胶	泰国、印尼、马来西亚、越南	东南亚干旱可能影响割胶节奏和胶树产胶	供应阶段性收缩
菜籽/菜油	加拿大、澳大利亚、欧盟、中国	澳洲若偏干，菜籽产量承压，加拿大影响取决于北美生长季天气	澳洲减产时利多

资料来源：东证衍生品研究院

## 5.2、能源及政策对部分品种再定价

此前能源化工部分已经指出，原油市场 2H26 或呈现近强远弱的结构，而原油直接影响油脂工业需求。生物柴油需求已成为全球油脂定价的重要因子，原油价格中枢若下移，将削弱生物柴油掺混经济性，进而压制豆油、棕榈油和菜油的工业消费估值。但若印尼等政策端维持强制掺混，并通过财政补贴托底实际消耗，棕榈油又可能获得独立支撑。此外，糖价同样受乙醇经济性影响，若巴西乙醇价格承压，糖厂制糖意愿上升，短期糖供应压力会加重。若能源价格反弹带动乙醇相对收益修复，则糖醇分流可能减轻糖市供应压力。由此，原油下跌未必简单利空全部农产品，但会显著改变油脂和糖的估值。

图表 48：2020 年以来，印尼生物柴油政策演变情况

时间	政策阶段	掺混比例	对棕榈油/油脂市场影响
2020 年	B30 全国执行	B30	印尼成为全球最高生物柴油强制掺混国家之一，棕榈油能源端需求显著放大
2022 年	B30 延续	B30	棕榈油出口量受国内吸收影响，油脂价格获得政策支持
2023 年	B35 启动	B35	国内棕榈油消费进一步抬升，对马棕、豆油、菜油形成间接支撑
2024 年	B35 稳定运行，B40 测试	B35 / B40 试验	市场开始提前交易 B40 预期，棕榈油出口可用量预期下降
2025 年 1 月至 3 月	B40 落地	B40	B40 显著提高国内棕榈油消耗，2024 年市场曾提前交易印尼出口减少的预期
2025 年	B40 执行压力显现	B40	印尼棕榈油更多被国内能源端吸收，外部可出口量受挤压
2026 年初	B50 准备但存在不确定性	B40 为主，准备 B50	当 CPO 相对柴油过贵时，补贴压力上升，政策推进可能放缓
2026 年 7 月计划	B50 启动	B50	若顺利落地，将进一步压缩印尼棕榈油出口供应，对全球植物油形成偏多影响
中长期	B50 全面覆盖及更高比例	B50 → B100 远期	棕榈油的能源属性继续增强，价格更受政策、补贴、柴油价和出口税影响

资料来源：东证衍生品研究院

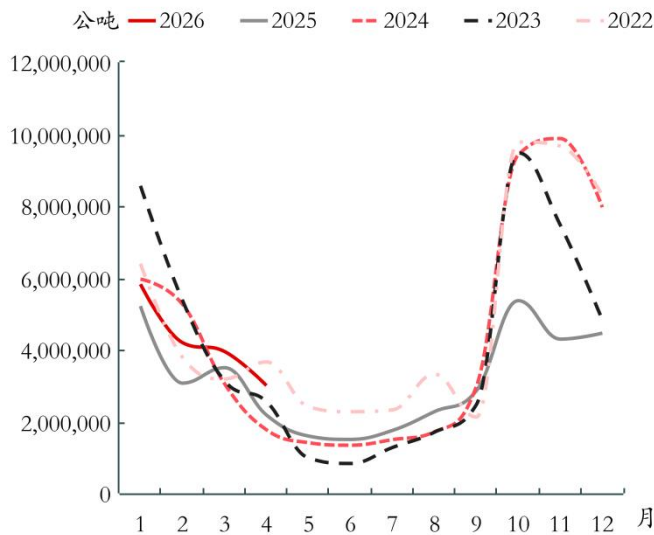
政策风险通常改变交易节奏，而非立即改变年度供需格局，因此更容易造成盘面短期和价差的波动。1) 玉米近月面临替代谷物、进口谷物和政策粮投放的现实压力，远月则受种植成本和新作天气支撑；2) 豆粕受进口大豆采购节奏、压榨利润和到港周期影响，任何采购政策变化都会改变成本曲线和基差；3) 白糖受进口配额、糖浆进口监管和储备政策影响，内外盘联动可能阶段性减弱；4) 棉花则需关注抛储规模，一旦供应端阶段性宽松，盘面上方空间将受到明显约束；5) 生猪价格则受产能调控和政策预期影响，若去产能政策进一步强化，远月估值可能抬升，但 3Q26 供应压力仍将限制现货反弹。

### 5.3、农产品的交易风险与对冲思路

从板块视角看，2H26 农产品价格风险可以分为三类。

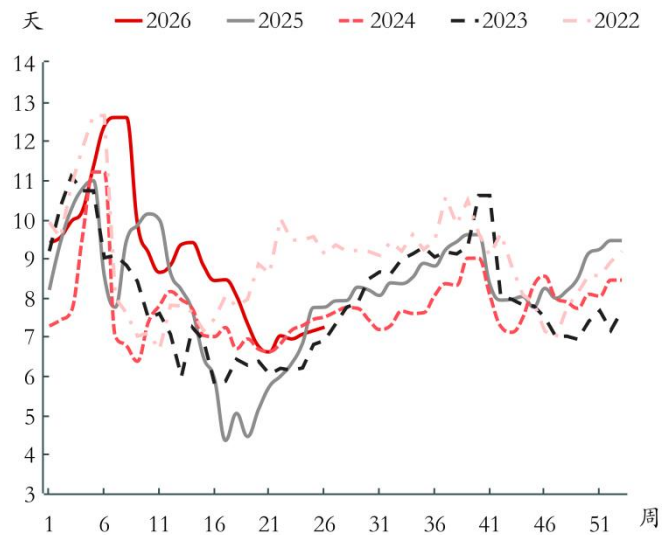
**第一类是供应宽松下反弹受限，主要体现在豆粕和玉米等品种。**1) 全球大豆供应宽松格局尚未实质改变，美洲丰产概率较高，国内 3Q26 到港和压榨维持高位，豆粕进入季节性累库周期，基差偏弱，盘面上方空间受限，但与此同时，天气扰动和 4Q26 到港回落又构成底部支撑，因此价格更可能区间运行，而非顺畅下跌；2) 玉米近月同样受替代谷物和政策粮压制，但贸易商成本和新季种植成本限制下方空间。此类品种的交易风险在于，低位追空容易遭遇成本和天气支撑，高位追多又容易被库存和现实供应压制。

图表 49：美国大豆出口



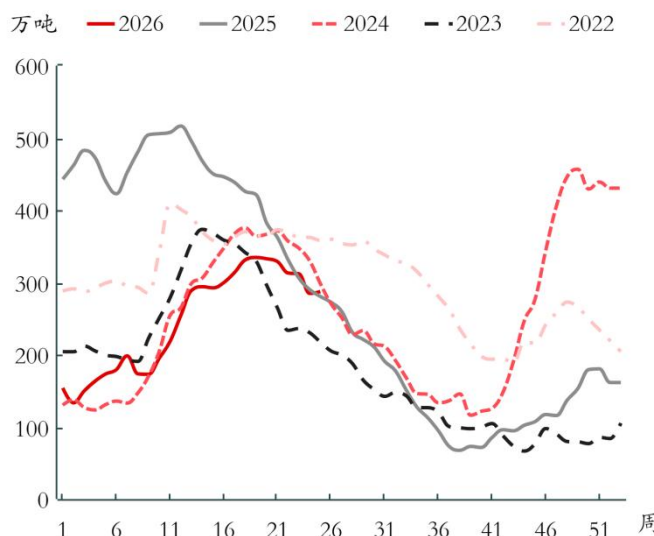
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 50：饲料企业豆粕物理库存可用天数



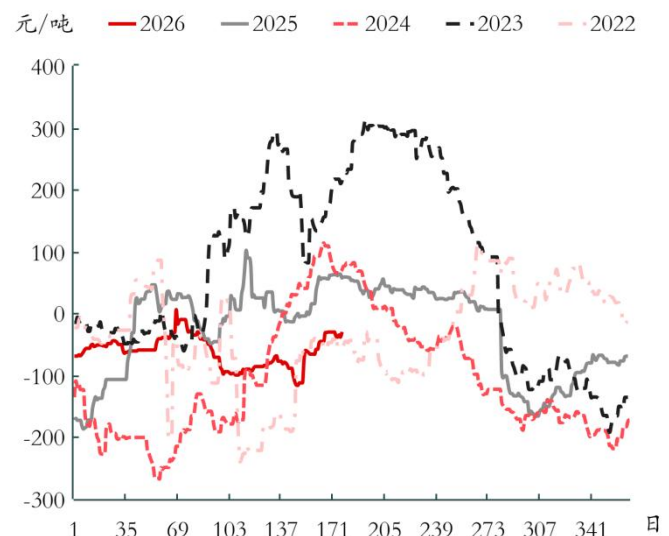
资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

图表 51：北港玉米库存



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

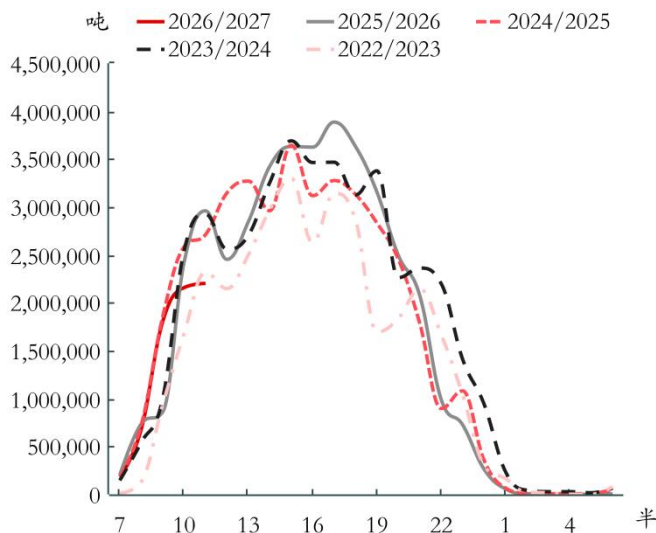
图表 52：小麦替代玉米理论优势价差



资料来源：东证衍生品研究院

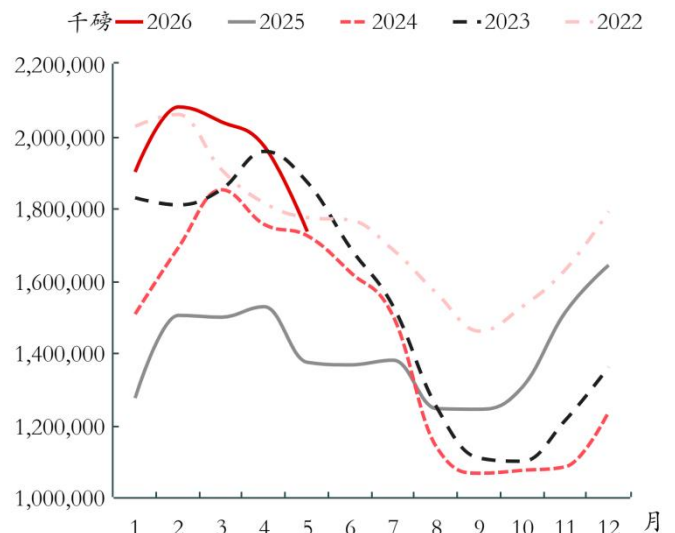
第二类是弱现实与强预期并存，主要体现在白糖、油脂和棉花。1) 白糖旧季全球过剩、国内供应偏松，3Q26 巴西压榨高峰和乙醇价格承压仍对糖价形成现实压力，但国际糖价若长期低于主产国成本，同时厄尔尼诺对下一榨季产量形成潜在威胁，则下方空间被强预期限制；2) 油脂同样处于分歧之中，豆油受大豆丰产与累库拖累，棕榈油和菜油则受生柴政策和天气风险支撑，板块内部强弱分化可能持续；3) 棉花的多配价值仍在，但减面积、紧平衡和天气风险已经部分计价，若抛储或需求走弱出现，价格上方高度需要谨慎。此类品种的风险在于，预期交易容易提前透支，现实未兑现时价格回落，但一旦天气或政策风险兑现，又可能快速修复。

图表 53: 巴西中南部双周产糖量



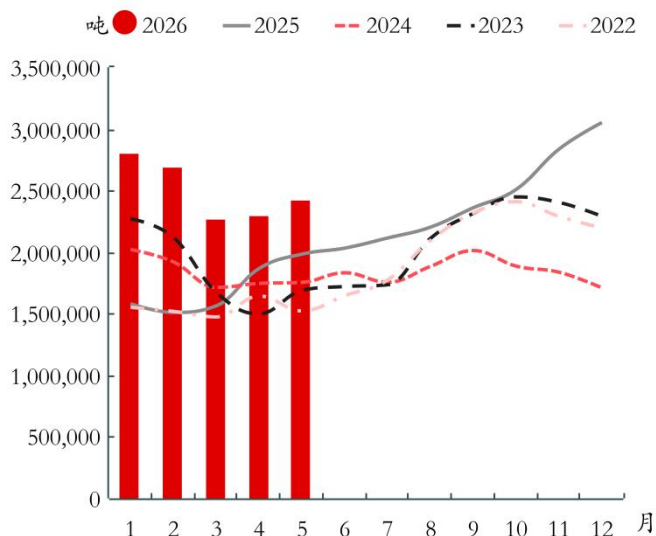
资料来源: UNICA, 东证衍生品研究院

图表 54: NOPA 美豆油库存



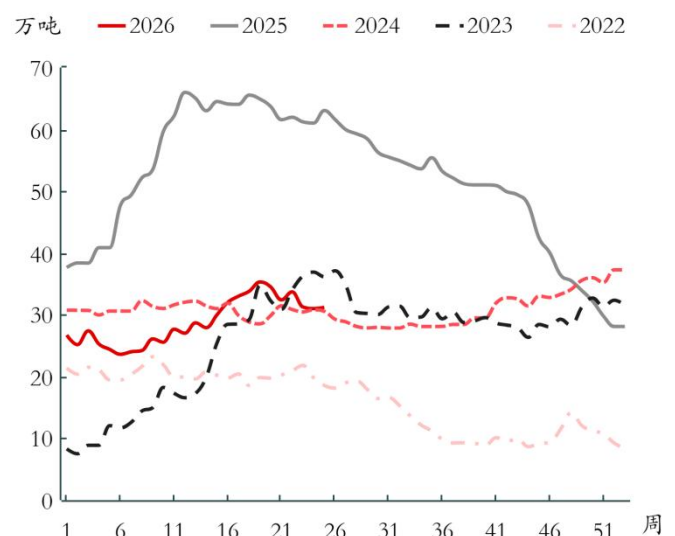
资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 55: 马棕月度库存



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

图表 56: 华东菜油库存



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

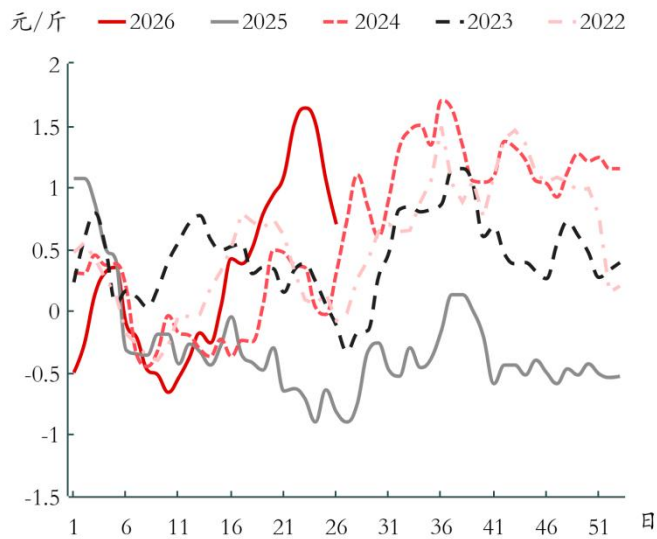
第三类是周期拐点临近但尚未确认，主要体现在生猪和鸡蛋。1) 生猪 3Q26 仍面临较大出栏压力，母猪去化幅度尚不足以支撑现货快速反转，生产效率提升也会推迟供应拐点，但持续亏损和政策呵护意味着远月价格存在底部修复预期，4Q26 后市场将更关注产能去化效果；2) 鸡蛋 1H26 受产能结构性错配和低库存驱动价格大幅修复，但高利润已经刺激补栏和延淘，2H26 市场将进入新增开产、淘汰节奏与库存变化的竞速阶段，若库存从极低水平转向被动累积，价格对利空的敏感度会迅速上升。此类品种的风险在于，现货强势可能掩盖中长期供应恢复压力，而远月深贴水又使空头需要谨慎管理节奏。

图表 57: 能繁母猪存栏同比及生猪出栏同比变化情况



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 58: 蛋鸡养殖盈利情况



资料来源: 上海钢联, 东证衍生品研究院

油脂板块可维持强弱分化思路，棕榈油、菜油相对豆油的强势逻辑仍在，但需警惕原油深跌或印尼生柴政策执行不及预期带来的回撤。1) 若企业持有油脂库存，可在天气升水快速扩张、盘面高位时逐步卖保；2) 若下游采购成本暴露较大，则可在价格回落至成本支撑附近分批买保，并通过买入看涨价差控制追高风险。

豆粕和玉米更适合区间思路。1) 豆粕 3Q26 基差偏弱，饲料企业可利用现货弱基差锁定部分低成本原料，但不宜过早大规模锁定远期高价，4Q26 若到港减少或天气扰动增强，可逐步提高远月保值比例；2) 玉米近月受替代压力压制，现货采购仍可随用随采并搭配替代谷物库存，远月若回落至本季种植成本附近，可轻仓试多天气窗口，但若天气适宜或政策粮投放强化，应及时止盈。

白糖和棉花应谨防低位空头风险。1) 白糖虽然现实仍弱，但熊市尾端的核心风险是天气预期兑现后形成趋势修复，因此低位不宜过度追空，产业端若有销售压力，可在盘面因天气升水反弹时分批卖保；2) 棉花仍有天气和紧平衡支撑，但上方高度需警惕抛储和需求走弱，适合区间下沿买保、区间上沿降低库存风险。

生猪和鸡蛋则更适合顺周期套保。1) 3Q26 生猪仍可逢高管理卖出风险，养殖端可利用盘面反弹锁定利润，远月若低于成本线且产能去化持续，可关注轻仓做多或反套机会；2) 鸡蛋产业端在高利润阶段应顺势出货并分批锁定利润，远月反弹若缺乏库存去化配合，可关注逢高布空机会。

## 6、风险提示

- 1) **宏观流动性风险**：若美国通胀粘性高于预期、降息延后甚至政策重新鹰化，美元及美债收益率走强，贵金属、有色及黑色商品均可能承受估值压缩和资金撤离压力；
- 2) **地缘与能源风险**：地缘冲突对价格影响不再单向利多，若推升油价和通胀，可能强化高利率预期，反之若局势缓和，前期风险溢价亦可能回吐；
- 3) **需求兑现风险**：AI、电网等新兴需求虽构成支撑，但地产、传统制造、居民消费及饲料需求修复不足，可能导致旺季补库不及预期；
- 4) **供给与库存风险**：原油供给回归、有色及化工新增产能释放、黑色成本支撑松动、农产品到港和政策投放变化，均可能引发库存累积和价格回撤；
- 5) **政策与交易风险**：关税、储备、抛储、限产及产业政策存在不确定性，资金拥挤和杠杆交易将放大波动。

## 上海东证期货有限公司

### 【分析师声明】

本人具备期货交易咨询执业资格，保证本报告所采用的数据和信息均来自合规渠道，且本人力求报告内容、引用信息和数据的客观与公正，**但不对所引用信息和数据本身的准确性和完整性作出保证**。本报告分析逻辑基于本人的研究与职业判断，研究结论独立、客观，不受任何第三方授意或影响。本人及利益相关方不曾因、亦不会因本报告中的具体观点而直接或间接获取任何形式的不当利益。本报告所载的观点仅代表分析师个人研究判断，并不代表本公司立场，特此声明。

### 【风险提示及免责声明】

本报告仅供上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）符合监管及公司相关规定的适当客户参考，本公司不因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本公司与本报告所涉品种及相关主体不存在可能影响研究独立性、客观性的利益冲突。

本报告**不构成任何投资建议**，未考虑特定客户的投资目标、财务状况及个体需求。在任何情况下，本公司不对投资结果作出任何保证，不与客户分享投资收益，亦不对任何人因使用本报告内容所引致的任何损失承担责任。投资者应**独立判断、自主决策、自行承担全部投资风险**。

### 【研究分析意见的局限性】

本报告研究结论基于发布当日可获取的信息及市场环境形成，存在时效性局限，市场波动、政策变化、相关变量调整等均可能导致研究结论发生变更，**本公司不承担另行通知义务**。

### 【版权声明】

任何人不得对本报告的任何内容进行发布

改编、转载或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则本公司将保留追究其法律责任的权利。

如征得本公司同意进行引用、转载、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“东证衍生品研究院”，标注报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 10 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)