

大宗商品市场的主线与节奏

— 2026年下半年宏观视角下的大宗商品走势分析

【内容摘要】

2026年初，延续自2025年的顺周期趋势推动大宗商品“超级周期”持续。美伊冲突爆发打断趋势，大宗商品“应激”式上行后见顶回落。2026年H1，工业品和农产品比价构筑“双顶”后，快速下降。能化和金属比价3月中旬即见顶下滑。伴随美伊冲突的发生，创新高的国内商品期货成交量快速下降。商品波动率大幅上升。市场预期纷乱也导致商品相关性下降。

从原油价格涨幅看，美伊冲突对宏观经济和商品需求的冲击历史未有。冲突造成的高通胀环境对货币收紧的压力至今仍影响市场。投资者核心资产缺乏下的被动选择使得科技板块呈现一定的“避险”属性，也支撑铜价走势。

油价成为2026年H2全球经济和金融市场最大的不确定性来源。变局之下，以油价低位运行为基准假设，美联储或维持基准利率稳定，货币收紧预期逐步放缓，金融条件稳定。对资产价格友好，市场预期进一步乐观。

宏观净需求、流动性环境等变化使得大宗商品“超级周期”的基础已不存在。2026年下半年，大宗商品自身的属性特征和基本面情况对商品价格影响权重加大。大宗商品机会体现在具有“三性”（货币属性、资源属性和新能演、新技术属性）的商品价格有支撑；低估值商品价格有保护；受厄尔尼诺影响直接的商品、补库或供需仍有缺口的商品价格有驱动。2026年下半年商品需求主要来自海外。2026年10月前商品需求保持旺盛的概率更高，Q4需要确认，但并不悲观。从PPI与CPI剪刀差将见顶下行的判断看，工业品机会先于农产品。

在原油价格相对稳定的情况下，能化行业在成本下行环境下的利润再分配是大宗商品市场下半年可见的主要驱动之一，供需格局调整后依然偏紧的品种或有机会。铜铁比价的劈叉是宏观经济“K”型分化的直观体现，短期科技对有色金属需求的支撑仍在，或支撑铜铁比价维持高位，但中期看，国内需求企稳和中东重建对钢铁需求的支撑等因素或改变比价走势。厄尔尼诺现象是宏观角度能看到的，对农产品价格明确的驱动因素。低估值或者受到天气影响较为显著的农产品也将在下半年出现交易机会。

风险提示：美伊冲突反复、国际政策冲突加剧、国内政策不及预期。

研究员：王鹏

邮箱：

wangpeng_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03127257

投资咨询资格证号：Z0020170

作者承诺

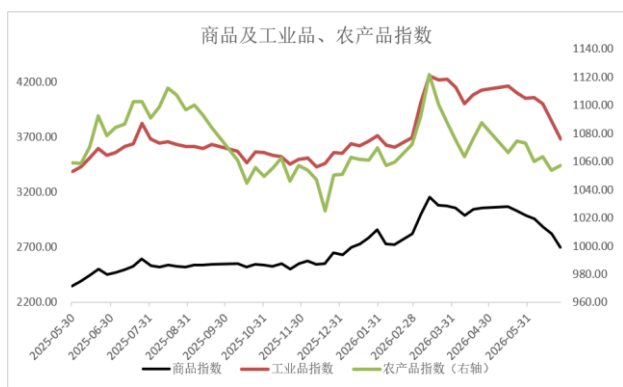
本人具有中国期货业协会授予的期货从业和期货投资咨询资格。本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。

2026年以来，大宗商品市场经历极致反转。Q1 延续顺周期环境，宏观经济和大宗商品呈现共振上行趋势。3月起，美伊冲突极大的冲击了经济和市场走势，全球进入“战时”状态。目前，美伊已开启和平进程，但全球仍处于高通胀、货币政策收紧、AI 叙事肯否持续等不确定因素影响下，下半年大宗商品市场可能呈现如下几条主线。

一、2026年上半年大宗商品市场简要回顾

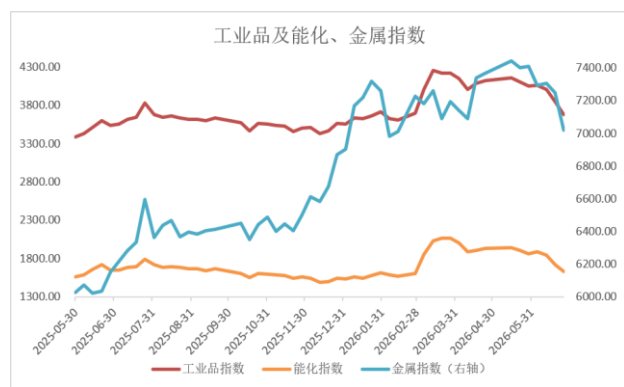
2026年1、2月份，延续自2025年的顺周期趋势推动“大宗商品超级周期”持续。宏观经济传导和基本面趋势改善提振商品价格共振上行。2月28日美以对伊朗展开军事行动，美伊冲突爆发，大宗商品“应激”式上行后，集体见顶回落。

图 1：大宗商品价格指数走势



数据来源：银河期货，ifind

图 2：工业品指数及金属、能化指数价格走势



数据来源：银河期货，ifind

2026年HI，工业品中金属表现稍好，工业品和农产品比价在3月下旬和5月中旬构筑“双顶”后，快速下降。能化和金属比价3月中旬即见顶下滑。6月比价双双出现加速迹象。伴随美伊冲突的发生，创新高的国内商品期货成交量快速下降，成交量恢复到历史偏低水平。

图 3：工业品与农产品比价与金属与能化比价

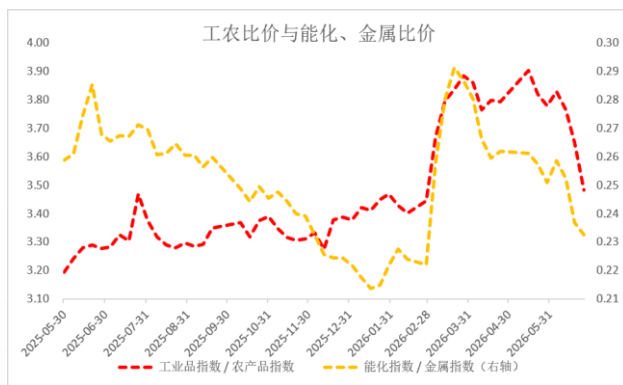
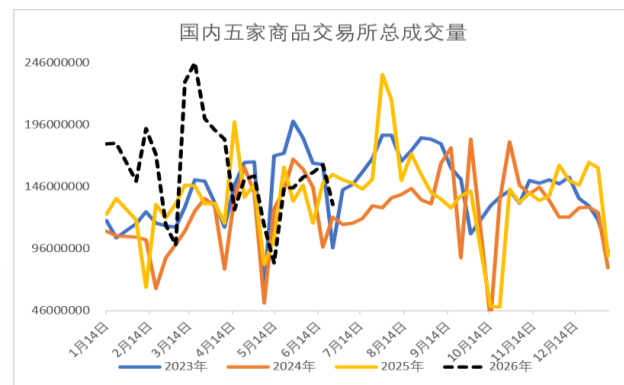


图 4：国内商品期货成交量

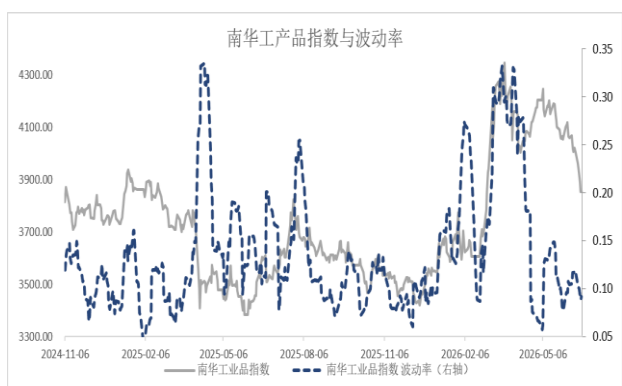


数据来源：银河期货，ifind

数据来源：银河期货，ifind

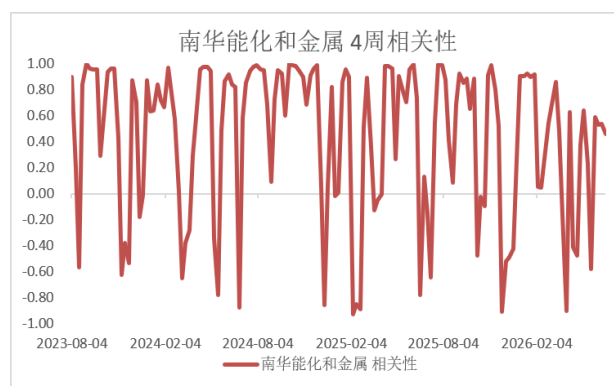
美伊冲突爆发还造成大宗商品波动率大幅上升，纷乱的影响因素和不断转向的市场预期也导致冲突后期商品相关性下降。

图 5：工业品走势与波动率



数据来源：银河期货，ifind

图 6：国内商品相关性



数据来源：银河期货，ifind

二、美伊冲突对宏观环境和商品需求的影响

历史总是惊人的相似，又押着不同的韵脚。纵观第二次世界大战以来，美国参与的，与资源或地缘相关国家的武装冲突共有七次，包括 1989 年入侵巴拿马、1991 年海湾战争、2001 年阿富汗战争、2003 年伊拉克战争、2011 年利比亚战争、2014 年叙利亚战争和 2026 年对伊朗的袭击，上述冲突过程中的大宗商品的走势存在很多惊人的相似，也体现出本次冲突对宏观环境和商品需求的冲击。

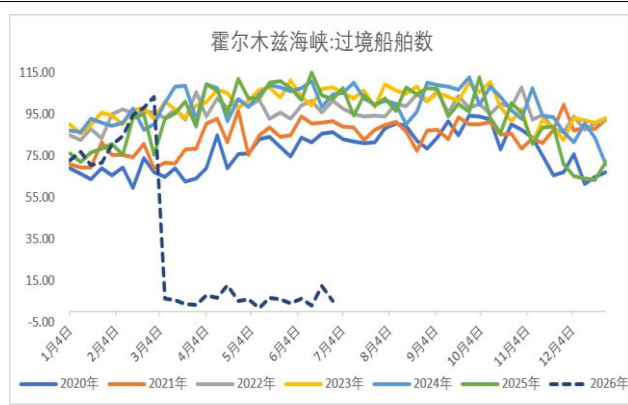
1、美伊冲突对宏观经济和商品需求的冲击历史未有

如果以上述七次冲突爆发当天为统一时间原点，观察从冲突开始到结束后 50 个交易日 WTI 原油价格的走势，可以发现，原油价格在七次冲突中四次下跌，三次上涨。油价上行的三次冲突分别与地缘相关（入侵巴拿马）；与冲突进程超预期相关（利比亚战争和袭击伊朗）。比较冲突发生当日到冲突过程中油价最高点的涨幅，入侵巴拿马和利比亚战争涨幅均为 10% 左右，而本次袭击伊朗，油价已上涨 71.12%。从油价涨幅看，本次袭击影响超过历史所有经验，可见本次影响之大，对经济和商品需求的冲击。（详细请参考前期报告《战争启示录—从历史、宏观和行业变化角度，展望美以袭击伊朗后的大宗商品走势》）

表 1：美国参与部分战争期间原油价格涨跌幅

图 7：霍尔木兹海峡通航情况

美国参与战争中，油价上涨幅度及时间				
	开战油价	油价高点	涨幅 %	时长 (交易日)
巴拿马	21.58	23.81	10.33	10
利比亚	102.36	113.39	10.78	30
伊朗	66.96	114.58	71.12	26



数据来源: 银河期货, ifind

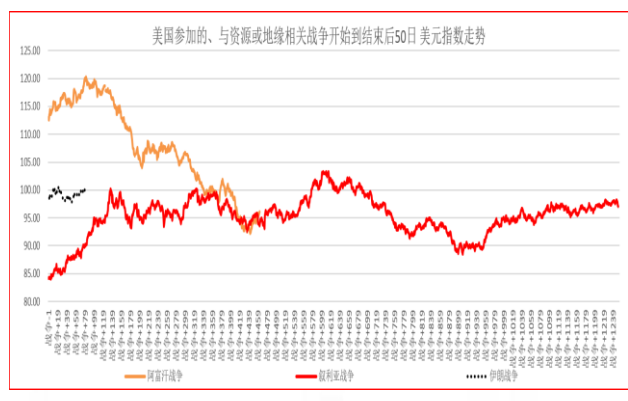
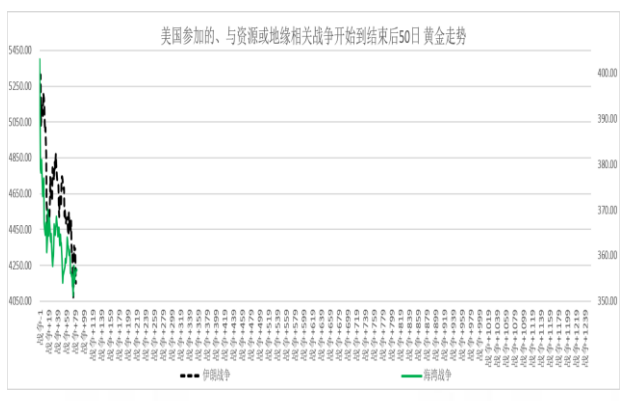
数据来源: 银河期货, ifind

2、高通胀环境对货币收紧的压力至今仍影响市场

对比上述七次冲突期间的黄金价格走势可以发现，在 1989 年入侵巴拿马、2001 年阿富汗战争、2003 年伊拉克战争、2011 年利比亚战争、2014 年叙利亚战争期间，黄金价格均震荡上行。尽管存在利比亚战争期间金价上行趋势更稳定；入侵巴拿马和阿富汗战争期间，黄金价格上行较为波折的差别，但最终黄金走势相对一致。不同的是，海湾战争和本次袭击伊朗期间，黄金价格出现下跌。对比可见，黄金下跌的核心原因是海湾战争期间和本次袭击伊朗期间，市场对通胀极度敏感，美联储也处于警惕通胀模式。对通胀的担忧显著压制了货币宽松方向，使得黄金价格明显承压。

图 8: 美国参与部分战争期间黄金价格走势

图 9: 美国参与部分战争期间美元指数走势



数据来源: 银河期货, ifind

数据来源: 银河期货, ifind

在美国发起入侵巴拿马、海湾战争、伊拉克战争和利比亚战争中，当战事进展顺利，美国实力得到彰显，美元国际安全资产地位就得到强化，美元指数就走强。这一现象也发生在“911”后，美国发起对阿富汗战争期间和为打击 ISIS 而发动叙利亚战争期间。美国发动攻

击的正当性强化了美国和美元的地位，推动美元指数中短期持续走强，但在经济走势的差异使得美元指数最终还是回归常规定价逻辑，也就有了阿富汗战争和叙利亚战争后期，美元指数的差异化表现。这种逻辑在 2010s 后逐渐开始变化。

2018 年后，伴随页岩油产量的提升，美国逐步成为全球原油总产量最多的国家。在本次袭击伊朗对原油价格影响大超历史的情况下，美国充足的原油产量将使得本次原油价格大涨对美国的影响小于对欧洲和日本等国经济的影响。相较之下，美元资产的安全性和收益可能仍有吸引力。同时，伊朗对周边国家的报复也可能造成“石油-美元”体系的阶段性强化，这些都将使得本次美以对伊朗袭击过程中，美元指数的走势更具韧性。在战事陷入焦灼，避险需求逐步退化后，中期可能仍有力量支持美元指数走势。但长期资产逃离美元体系仍是大势，美元指数长期趋弱恐不能避免。（详细请参考前期报告《战争启示录—从历史、宏观和行业变化角度，展望美以袭击伊朗后的大宗商品走势》）

3、科技板块资产“避险”属性提升对铜价走势的影响

对比上述七次冲突期间的铜价走势，可以发现二条规律，一是冲突发生后，铜价均出现下跌，显示出在冲突过程的某些阶段，铜价出现了短暂的“衰退交易”；二是伴随冲突影响不断被消化，铜价均再度涨超前高。本次袭击伊朗造成强美元、高通胀环境并不利于铜价突破前高的再度拉升，但科技行业的异军突起直接保证铜需求，也使得铜价维持高位。

我们倾向于本次科技板块的大幅向上，一方面是科技周期推动，另一方面是科技产业投资持续增长作保障，还有一方面是市场高点不确定性下，投资者核心资产缺乏的被动选择，这不仅体现在科技行业与许多长期相关指标走势的劈叉，也为后续高波动埋下风险。

图 10：美国参与部分战争期间铜价走势

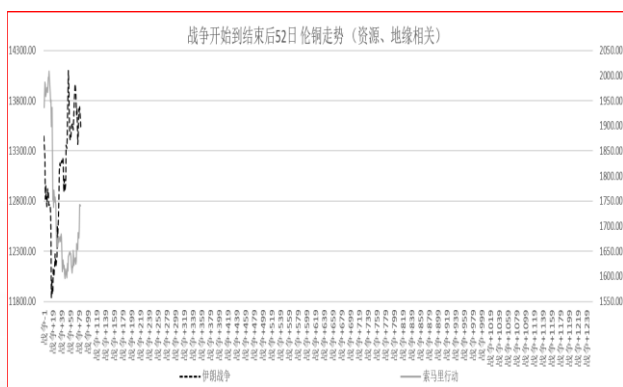


图 11：费城半导体指数与美债期限利差走势



数据来源：银河期货，ifind

数据来源：银河期货，ifind

三、2026 下半年大宗商品市场的几条主线

面对仍有变数的美伊和平进程，油价成为 2026 年下半年全球经济和金融市场最大的不确定性来源。变局之下，以油价月度时间维度低位运行为基准假设，大宗商品市场或呈现如下交易主线。

1、油价短期维持波动假设的基础和货币政策方向

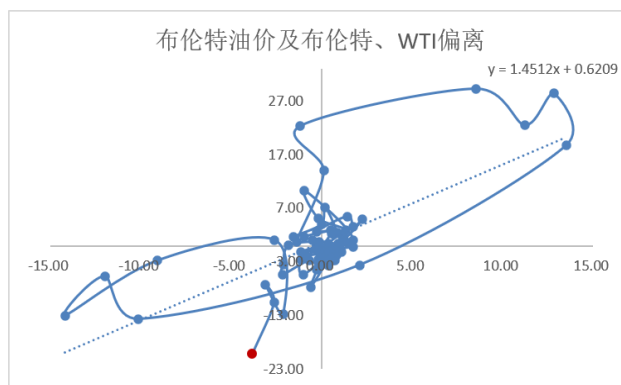
从美伊冲突的经验看，油价始终对冲突结果给予乐观定价。美伊签署谅解备忘录后，原油价差已经恢复，偏离也回到第三象限，油价战争溢价已经大幅度压缩。

图 12：布伦特、WTI 油价及价差



数据来源：银河期货，ifind

图 13：布伦特油价及价差偏离



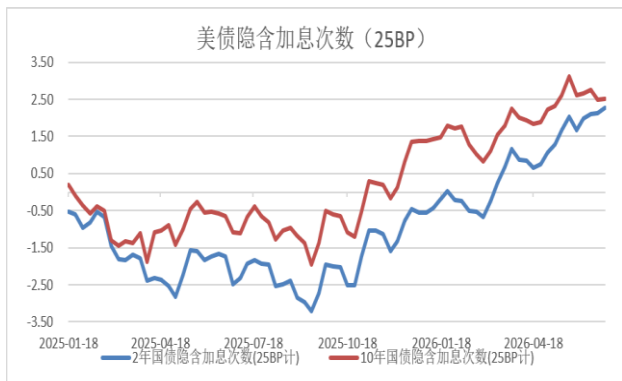
数据来源：银河期货，ifind

美伊冲突的不确定性导致美国通胀下行幅度可能有限。从油价角度看，美国通胀高点已过，但无论 CPI 同比、PCE 同比还是截尾 CPI 同比、截尾 PCE 同比，2026 年 H2 恢复到 2% 以下均有难度。这使得美联储在下半年加息、保持利率不变，还是降息出现较大分歧。

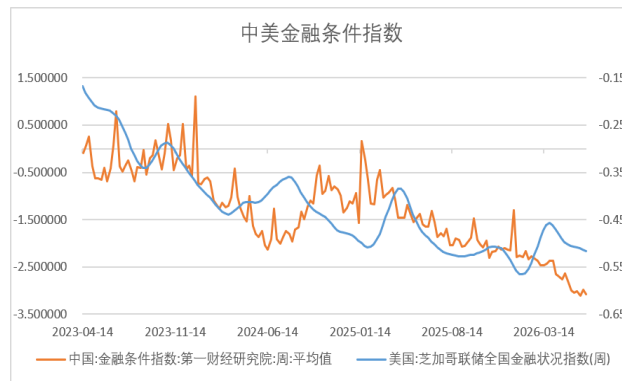
我们认为，沃什在 6 月议息会议上的偏“鹰”表态并不能完全作为其未来货币政策倾向的判断依据。一方面沃什首次发言，在其希望实现改革的情况下，他需要宁静市场共识；另一方面，美国经济韧性，通胀高企，给了“鹰”偏表态的基础和环境。仍需要 7 月、8 月、9 月逐步确认是货币政策倾向。预计下半年，伴随通胀有所下降，美联储维持基准利率稳定，货币收紧预期逐步放缓，金融条件稳定。对资产价格友好，市场预期进一步乐观。

图 14：美债隐含加息次数

图 15：中美金融条件指数



数据来源：银河期货，ifind

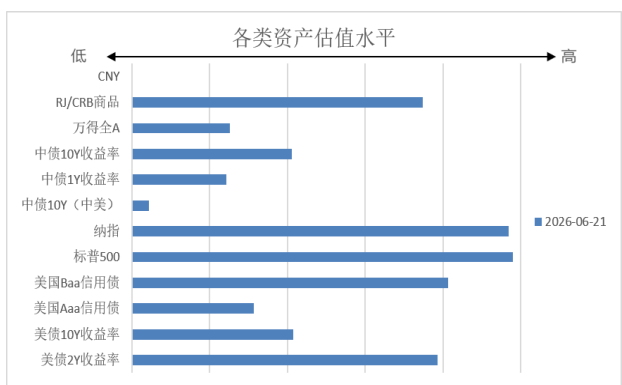


数据来源：银河期货，ifind

2、商品自身特性和基本面因素对价格走势影响权重增长

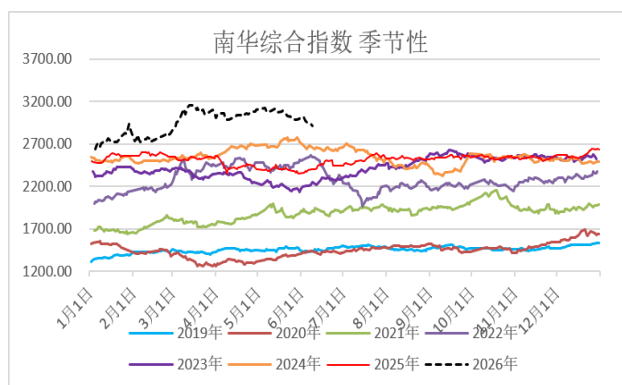
商品指数处于历史同期高位。与美股、美债、国内股市、国内债券等资产估值比较，商品整体估值处于中性偏高水平，即使是与高高在上的美股估值相比，商品估值也不便宜。

图 16：跨资产估值比较



数据来源：银河期货，ifind

图 17：大宗商品指数季节性走势



数据来源：银河期货，ifind

商品价格已对宏观净需求变化有所体现；流动性环境短期没有明显趋于宽松的动力；与前几年相比，商品整体基本面或许仍有改善，但美伊冲突的影响对商品需求存在抑制，因此，与 2025 年四季度宏观环境相比，目前大宗商品“超级周期”的基础已不存在。

大宗商品自身的属性特征和基本面情况对商品价格影响权重加大。大宗商品机会体现在具有“三性”（货币属性、资源属性和新能演、新技术属性）的商品价格有支撑；低估值商品价格有保护；受厄尔尼诺影响直接的商品、补库或供需仍有缺口的商品价格有驱动。2026 年下半年商品需求主要将来自海外。

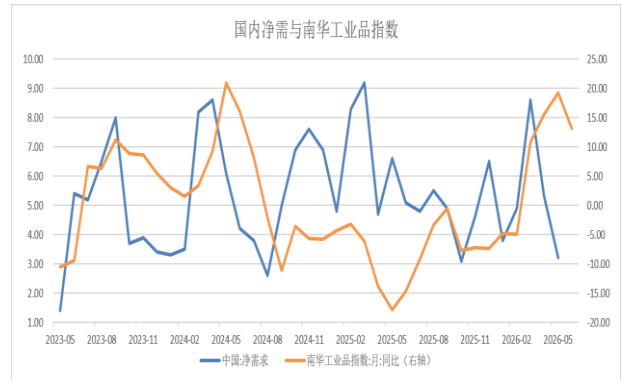
图 18：海外净需求与商品价格

图 19：国内净需求与商品价格



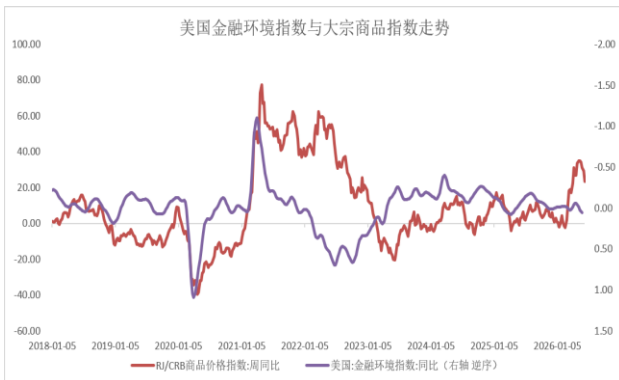
数据来源：银河期货，ifind

图 20: 美国金融环境与商品价格



数据来源：银河期货，ifind

图 21: 商品整体基本面情况

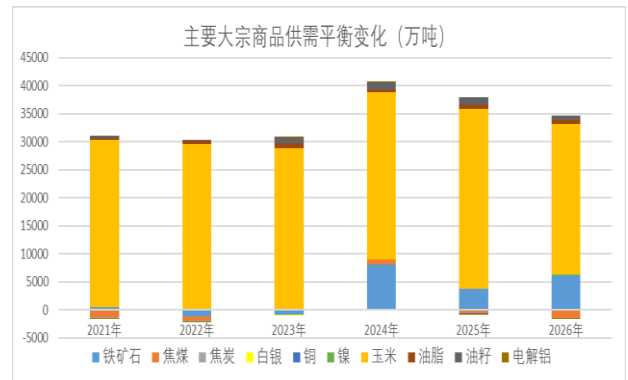


数据来源：银河期货，ifind

3、大宗商品市场的节奏与主题

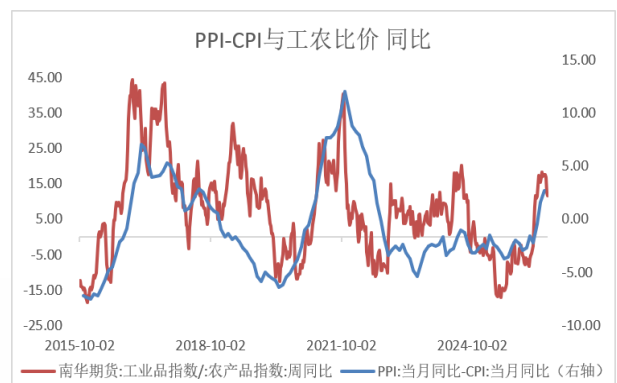
先行指标显示，2026年10月前商品需求保持旺盛的概率更高，Q4 需要确认，但并不悲观，10月是价格走势很重要的观察时点。从PPI与CPI剪刀差将见顶下行的判断看，工业品机会先于农产品。

图 22: 库存周期与先行指标



数据来源：银河期货，ifind

图 23: PPI与CPI剪刀差与工农比价



数据来源：银河期货，ifind

数据来源：银河期货，ifind

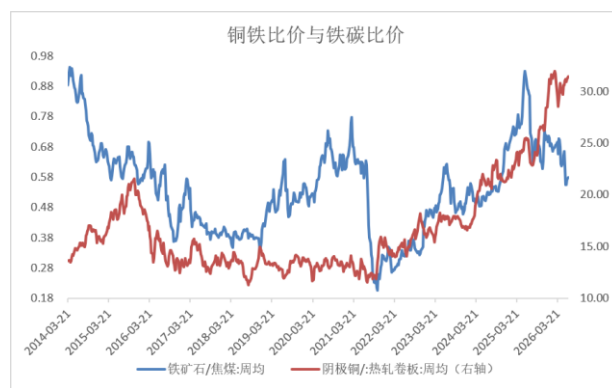
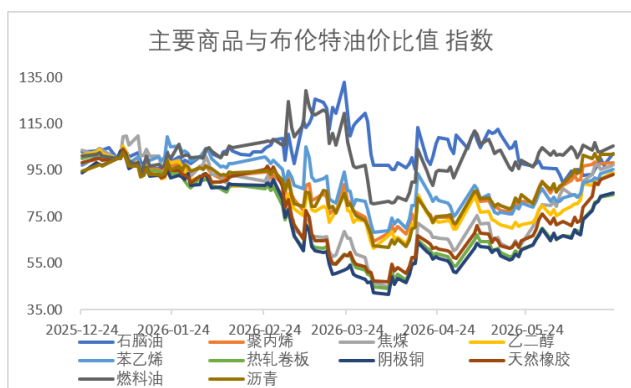
在原油价格相对稳定的情况下，能化行业在成本下行环境下的利润再分配是大宗商品市场下半年可见的主要驱动之一，供需格局调整后依然偏紧的品种或有机会。

铜铁比价的劈叉是宏观经济“K”型分化的直观体现，短期科技对有色金属需求的支撑仍在，或支撑铜铁比价维持高位，但中期看，国内需求企稳和中东重建对钢铁需求的支撑或改变比价走势。

铁矿石高供给背景下，铁元素和碳元素正在影响铁碳比价的走势，短期目前或许即是铁碳比价合适水平，焦煤、焦炭逐步消化事故影响后，黑色板块或在相应区间波动。

图 24：主要能化产品价格与布伦特油价比值

图 25：铜铁比价与铁碳比价



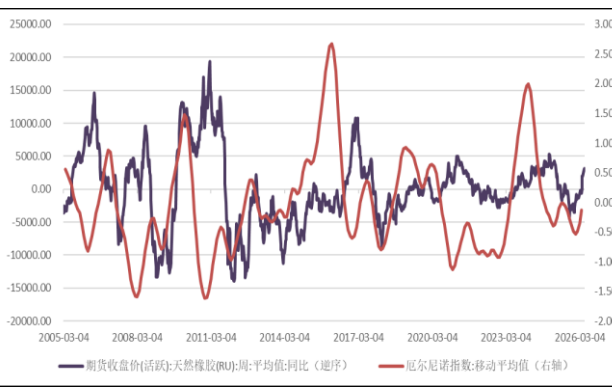
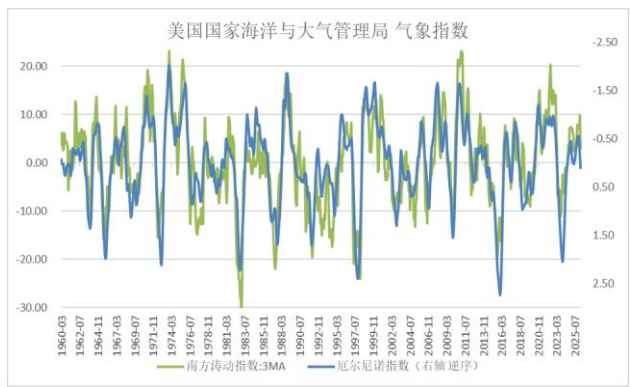
数据来源：银河期货，ifind

数据来源：银河期货，ifind

厄尔尼诺现象是宏观角度能看到的，对农产品明确的驱动因素。低估值或者受到天气影响较为显著的农产品也将在下半年出现交易机会。

图 26：美国国家海洋与大气管理局气象指数

图 25：天气指数与橡胶价格走势



数据来源：银河期货，ifind

数据来源：银河期货，ifind

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容以及数据的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799