

国金期货 2026 年半年报告

国金期货 (2026 年 7 月定制版)



国金期货有限责任公司制

[总部地址:四川省成都市武侯区人民南路四段 3 号成都来福士广场办公楼
塔一第 21 层 01*05 单元]

国金2026年度宏观半年报

——K型经济周期下，流动性预期博弈

1 核心观点

- 1、回顾 2026 年上半年时间，第一季度市场交易主线在于流动性政策预期博弈，市场经历了相对极端的弱美元、流动性宽松预期转变一季度中后期相对极端的加息预期。第二季度，市场交易主线切换到地缘政治博弈，霍尔木兹海峡问题成为了商品交易博弈的核心，由于属于供需平衡表以外的干扰要素，市场波动明显放大，体现为高波动行情；
- 2、三季度地缘政治扰动淡化后，市场交易主线或切换回到流动性政策博弈和科技行业发展周期及发展技术博弈，市场或论证强美元信用预期与实际政策落地之间的差异。科技资产则考验行业发展周期市场分歧的高波动和具体技术选择的资产博弈，科技资产景气赛道能否带动传统行业健康增长是关键点；
- 3、四季度在交易货币政策预期之外，国际政治博弈或扩大影响，观察美联储加息是否实质性落地，同时跟踪市场流动性的收紧程度或是博弈的主要方向。美国中期选举阶段关税方面的扰动或增加，政治方面的博弈或扩大影响，而农产品猪周期、粮食周期逻辑是否顺利表达与国内资产惯例的冬储交易或是四季度商品潜在的博弈点；
- 4、主要风险：①美联储出现预期之外的鹰派态度，导致市场加息预期加强，流动性超预期收紧；②美元指数超预期走强，强美元逻辑超预期，导致商品市场和非美金融市场流动性偏紧；③强美元逻辑被证伪，迫于债务利息成本压力，美联储继续选择量化宽松，市场上涨驱动力或转强。

2 行情回顾

1、一季度市场博弈重点在于流动性政策预期

一季度初期市场保持 2025 年年底流动性预期“超宽松”状态，美联储点阵图显示 2026 年联邦基金利率或下跌至 3.0%-3.25%，呈现为降息 2 次的预期为主，市场交易员极端乐观，押注降息 2-3 次观点成为主流，黄金价格最高突破 5600 美元/盎司，贵金属交易拥堵、黄金白银呈现高波动行情。

一季度末期美伊预期之外的地缘冲突是扭转市场预期的重要突发事件，霍尔木兹海峡运输受阻导致的高油价显著加强了市场通胀预期，美联储点阵图明显上移，市场交易员预期从降息 2-3 次扭转为押注 2026 年加息一次，造成了贵金属 3 月份历史级别的回调。

图1：美联储点阵图变化统计



来源：国金期货研究所 同花顺

2、二季度市场博弈主线切换为地缘政治博弈

霍尔木兹海峡地缘政治博弈成为了第二季度市场博弈主线，3 月以来霍尔木兹海峡过境船舶运力快速下跌至 0 轴附近，直至 6 月末期才存在恢复迹象。由于运输上的阻碍来自于商品供需平衡表之外的干扰要素，地缘政治博弈状态极不稳定，全市场石油化工品种尤其是气体、液体相关品种，进入高波动状态。原油价格最大波动幅度超

图2: 霍尔木兹海峡通行油轮运量估值统计



图3：美联储利率点阵图变化统计



3 下半年宏观展望

1、三季度流动性政策博弈主线回归科技周期博弈影响偏大

1、沃什执政风格初期“鹰风阵阵”，三季度即进入交易加息可能落地的关键周期。强美元信用背景下，早期市场去美元化逻辑或受较大考验，市场流动性回流美国市场的大环境下，全球非美国家流动性受到利率上涨和资金外流双重冲击，极大考验市场承受能力。

图4：美联储利率走势及预期统计



来源：国金期货研究所 同花顺

K 型经济周期下，传统行业需求恢复迟缓、景气度不足，全球非美国家“顺周期”逻辑表达偏弱，市场需求不足、产业顺价逻辑不顺的情况下，原油价格已回调至 1 月份水平。大宗商品在基本面支撑不足的情况下受流动性偏紧的冲击，容易形成较大的上涨压力。回顾 2011 年后期和 2018 年期间强美元周期，金属类品种压力偏强，化工类商品受成本回调影响亦存在较大压力，农产品受宏观影响偏小或逐步表现“顺周期”反弹行情，到四季度或者 27 年上半年有望加强。

图5：美原油价格走势统计



来源：国金期货研究所 Wind

科技资产处于相对景气赛道，受强美元逻辑影响偏小，更多在于行业发展周期博弈和技术选择博弈。科技资产在二季度地缘扰动周期下，由于市场选择的相对唯一性，二季度交易拥堵的周期性和三季度阶段性行业技术选择博弈交织，叠加上半年行情技术上的量价背离分歧，三季度进入高波动周期。股指期货及相关有色金属受科技资产影响，交易难度扩大，需要等待市场波动下降，较充分冷静市场情绪，再次选择交易主导方向。

2、四季度继续博弈流动性预期国际政治博弈扰动加强

四季度市场或继续验证加息政策是否实质性落地，强美元逻辑是否被证实或迎来检验。政治博弈影响扩大周期需要关注美国政府中期选举是否再次影响美联储货币政策的独立性，而美元信用强弱则与之存在重大关联。美元强弱问题还涉及到美伊扰动后，原油结算方面是否扩大美元结算比例，尤其是确认扩大美元结算范围后，政治方面的扰动或加强。

图6：美元指数走势统计

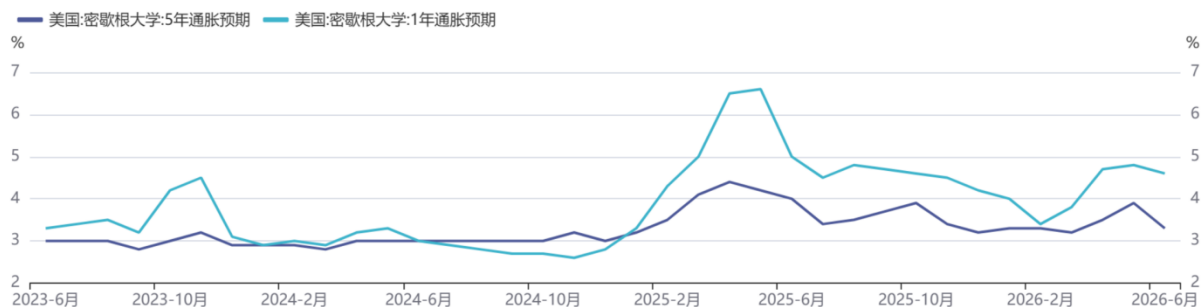


来源：国金期货研究所 Wind

（三）当期观点

美伊地缘政治扰动下半年或将逐渐缓和，市场交易主线将回归流动性政策博弈上，四季度中期选举和美伊谈判关于原油结算货币商讨等国际政治事件或扩大对美元信用的影响。考虑到全球处于非典型 K 型经济周期下，传统行业需求不足，霍尔木兹海峡扰动淡化后，原油价格回调走弱趋势或延续，通胀回落概率较高。受 AI 技术发展影响，传统行业景气不足的情况下，就业市场工资上涨驱动力不足、劳动力价格上涨动能不足，当前通胀并非长期通胀。26 年下半年加息实质性落地概率相对偏低，市场预期改变后商品价格的修正上涨，或属于下半年主要博弈的交易机会。

图7：美国通胀率预期走势统计



来源：国金期货研究所 同花顺

（四）中长期展望

中长期下 27 年中后期，在全球债务规模维持较高的情况下，流动性长期收紧可能性较低。考虑到全球康波周期筑底阶段或临近，AI 技术发展周期亦难以长期一帆风顺，行业盈利能力增长短期不及资本开支增长，行业现金流紧张阶段如果和加息周期重叠，则市场风险或显著扩大。AI 行业的现金流出现风险或“AI 泡沫”出现破裂，流动性方面的影响会传染到商品期货和股指期货，贵金属和股指期货影响或相对显著，需要观察行业发展进行规避。风险充分释放后，或迎来大部分资产相对便宜的黄金交易时间，届时机遇与风险并存，值得持续的跟踪和确认。

研究品种：有色金属 成文日期：20260714 报告周期：半年报
研究分析师：何宁（从业资格号：F0238922；投资咨询从业证书号：Z0001219）

国金2026年度有色金属半年报

—— 供给约束与需求共振下的结构性牛市

摘要

2026年上半年，全球有色金属期货板块呈现显著的结构分化行情。锡以LME涨27.35%、SHFE涨19.97%领涨板块，锌（LME涨13.92%、SHFE涨3.21%）紧随其后，铜维持高位震荡格局（SHFE铜价101,560元/吨），铝内外盘走势分化（LME涨3.66%、SHFE跌2.46%），镍和铅则承压下行（SHFE镍跌6.77%、SHFE铅跌8.28%）。宏观层面，美联储鹰派转向（利率维持3.50%-3.75%且释放加息信号）、美元指数走强（+4.6%至101.58）、中东地缘冲突推升能源成本，共同构成板块定价的宏观底色。供需基本面方面，铜矿端供给收缩超预期（TC跌至-125美元/吨历史新低）、锡矿供应持续紧张、铝海外减产冲击供给，成为支撑价格的核心驱动力。展望下半年，在供给约束持续强化、AI与新能源需求加速释放的背景下，铜、锡、铝有望延续强势，镍在成本支撑下底部抬升，锌维持区间震荡，铅则受制于供需双弱格局。

1 宏观环境——鹰派底色下的有色金属定价逻辑

1.1 美联储货币政策：从降息预期到加息转向

2026年上半年，全球宏观环境经历了从“降息交易”到“加息预期”的剧烈切换，成为影响有色金属定价的核心变量。

美联储在6月议息会议上维持联邦基金利率3.50%-3.75%不变，但释放了强烈的鹰派信号：删除了前瞻指引中的降息倾向表述，点阵图显示9位官员支持年内加息，中位数预测升至3.8%。联邦基金期货市场定价显示，市场预计9-10月加息一次、

2027 年 3-4 月再加息一次。这一政策路径的根本性转变，源于美伊冲突推升能源价格后通胀压力的再度抬头——中国 5 月 PPI 同比上涨 3.9%，创 2022 年 8 月以来新高。

美元指数上半年从 97.12 升至 101.58，涨幅 4.6%，对以美元计价的有色金属形成系统性压制。人民币同期升值 2.7% 突破 6.76，部分对冲了外盘价格对国内市场的传导效应，这也是 SHFE 品种表现普遍弱于 LME 的重要原因之一。

1.2 全球央行政策分化

欧央行 6 月加息 25bp 至 2.25%，日央行加息 25bp 至 1.0%，核心驱动均为美伊冲突推升能源价格带来的输入性通胀压力。全球主要央行同步收紧货币政策，对工业金属的金融属性定价形成持续压制。中国方面，M2 同比增长 8.6%，流动性环境相对宽松，为国内有色金属需求提供了一定支撑。

1.3 地缘政治：中东冲突重塑供给格局

美伊冲突是 2026 年上半年影响有色金属供给端最重要的地缘变量。霍尔木兹海峡运输受阻不仅推升了全球能源成本，更直接冲击了电解铝、湿法铜等能源密集型品种的供给。中东地区电解铝产能因能源供应不稳定出现大规模减产，且年内难以看到规模产能回归。与此同时，美伊和平协议在 6 月中旬出现积极信号，市场风险偏好一度修复，但供给端的实质性恢复仍需时日。

2 板块行情回顾——结构性分化显著

2.1 各品种涨跌幅排名

2026 年上半年，有色金属六大品种呈现“三涨三跌”格局，品种间分化程度为近年罕见：

锡以绝对优势领涨，LME 锡涨幅达 27.35%，振幅高达 46.60%，成为上半年表现最亮眼的品种。核心驱动来自全球半导体周期上行带来的焊料需求爆发，以及缅甸、印尼矿端供应的持续紧张。全球显性库存仅约 1.8 万吨，对应年需求量 40 万吨，库存消费比处于极低水平。

锌涨幅居次，LME 锌涨 13.92%，但 SHFE 锌仅涨 3.21%，内外价差显著。矿端紧张（进口 TC 跌至 -50 美元/干吨以下）构成底部支撑，但国内精锌产量维持高位（前 5 月累计 312.4 万吨），社会库存累积压制了内盘反弹空间。

铝呈现"外强内弱"格局：LME 铝涨 3.66%，SHFE 铝跌 2.46%。海外受中东地缘冲突冲击供给，LME 铝库存从年初的 50.7 万吨持续下降至 6 月末的 30.2 万吨，降幅达 40.4%；国内则受制于运行产能高位和社会库存偏高。

铜上半年维持高位宽幅震荡，SHFE 铜价在 101,560 元/吨附近，LME 铜在 13,322 美元/吨。矿端紧缺（TC 跌至-125 美元/吨）与宏观鹰派压力形成多空博弈，价格缺乏单边突破动力。

镍和铅成为上半年表现最弱的品种。SHFE 镍跌 6.77%，尽管印尼镍矿 RKAB 配额大幅收紧（从 3.79 亿吨降至约 2.6 亿吨），但 LME 镍库存从年初 25.5 万吨攀升至 27.4 万吨，过剩格局尚未完全扭转。SHFE 铅跌 8.28%，受铅酸蓄电池需求疲弱和锂电池替代效应双重压制。

2.2 板块运行特征

上半年有色金属板块整体呈现"宏观定方向、产业定强弱"的运行特征。一季度在美联储降息预期和中东冲突初期冲击下，板块整体冲高；二季度随着美联储鹰派转向和美元走强，板块承压回落，但供给端约束较强的品种（锡、铜）表现出明显的抗跌性。品种间相关性有所下降，结构性机会取代了系统性机会。

3 供需基本面分析

3.1 铜：矿端紧缺加剧，供需缺口扩大

供给端——系统性收缩已成定局

2026 年上半年，全球铜矿供给端经历了超预期的系统性收缩，成为支撑铜价最核心的基本面因素。

铜精矿加工费（TC）创历史新低：现货铜精矿 TC 跌破-125.1 美元/吨，为历史最低水平。这意味着冶炼厂不仅无法从矿商处获得加工费，还需倒贴费用采购铜精矿，矿端紧缺程度可见一斑。

全球铜矿产量不增反降：ICSG 数据显示，2026 年 1-3 月全球铜矿累计产量 559 万吨，同比减少 0.16%；4 月全球铜矿产量同比-3.4%、环比-3.6%。全球铜矿产量增幅预期从年初的 2.3%大幅下调至 1.6%。

核心矿山扰动频发：

印尼 Grasberg 铜矿：全球第二大铜矿，2025 年 9 月遭遇严重泥石流事故后复产一再推迟。最新公告将全面复产时间推迟至 2028 年初，2026 年产量指引下调至 36.3 万吨，较 2025 年的 45.4 万吨减少超 9 万吨（降幅 27%）。目前仅维持正常产能的 40%-50%。

智利铜产量持续下滑：智利 1-2 月铜产量降至 2017 年以来最低水平，受暴雨、道路封堵、罢工、矿山检修多重因素影响。Codelco 旗下 El Teniente 矿山产量预期降至 30.1 万吨。Escondida 铜矿 3 月产量同比降 15.75%。

刚果（金）Kamoa-Kakula：2026 年 Q1 产铜 6.2 万吨，同比大降 53%。艾芬豪将 2026 年生产指引由 38-42 万吨下调至 29-33 万吨。

20 家海外主要铜企产量指引集体下调：2026 年铜产量指引中值为 1255 万吨，同比减少 22.5 万吨，降幅 1.76%。

全球精炼铜供给增速预计仅 0.5%，若考虑霍尔木兹海峡运输受阻对湿法铜的潜在冲击，供给增速可能进一步降至零附近。

需求端——新兴领域驱动增长

与供给端的收缩形成鲜明对比，铜需求端呈现"新兴强、传统稳"的格局：

电网投资超预期：中国 1-5 月电网基本建设投资完成额累计 2309 亿元，同比大幅增长。国家电网"十五五"期间计划投资 4 万亿元，较"十四五"增加 1 万亿元。

AI 数据中心建设：AI 算力硬件需求持续高增，数据中心铜消费成为新的结构性增量。

新能源车：中国 1-5 月新能源汽车累计产量 584 万辆，月均产量约 117 万辆，维持高景气。

铜材出口：4 月铜材净出口同比增 43.4%，海外需求拉动明显。

库存——持续去化

全球三大交易所铜库存合计 113.5 万吨（6 月 26 日），国内铜社库 20.6 万吨创年内新低。LME 去库节奏加快，非美市场库存已降至中性水平。COMEX 库存因美国关税前囤货需求攀升至 45.7 万吨历史高位，全球库存结构性分化加剧。

供需平衡：ICSG 最新预测 2026 年全球铜市场出现 15 万吨供需缺口，与此前过剩预测形成逆转。精炼铜需求增速约 2.4%，供需增速差持续扩大。

3.2 铝：海外供给冲击，外强内弱格局

供给端——海外减产规模空前

全球电解铝产能约 7970 万吨，国内受 4500 万吨产能天花板约束，增量空间极为有限。

中东地缘冲突导致海外铝厂减产规模较大，且年内难以看到规模产能回归。中信期货预计 2026 年全球铝供应增速仅 0.1%，中国供应增速 1.8%。

中国电解铝 1-6 月累计产量约 2245 万吨，月均 374 万吨，运行产能维持高位但增量有限。

需求端——新旧动能切换

新能源车：轻量化趋势持续拉动铝消费，1-5 月新能源汽车产量 584 万辆。

光伏：光伏支架、边框等用铝需求维持增长。

电网与储能：特高压、储能领域延续高景气。

建筑：房屋竣工面积 1-5 月累计 1.41 亿平方米，建筑用铝需求持续收缩，但新兴领域需求已基本对冲传统领域下滑。

铝材出口：增量明显，海外供应缺口推动中国铝材出口增长。

库存——LME 大幅去库

LME 铝库存从年初的 50.7 万吨持续下降至 6 月末的 30.2 万吨，降幅高达 40.4%，反映海外供给紧张格局。国内社会库存相对偏高，但去库趋势已现。

供需平衡：预计 2026 年中国过剩 17 万吨、全球短缺 80 万吨。海外缺口显著，外强内弱格局下半年有望延续。

3.3 锡：半导体周期驱动，矿端紧缺格局明确

供给端——多重扰动叠加

缅甸：佤邦锡矿禁采政策持续，5-7 月为传统雨季，露天矿无法正常开采，矿端供给维持紧平衡。

印尼：出口许可证审批缓慢，政策不确定性持续压制供应稳定性。

非洲锡矿：存在供应风险，南美秘鲁能源危机进一步推升市场做多情绪。

加工费：持续低位运行，印证矿端紧缺现状。

需求端——半导体上行周期

全球半导体：2026 年 Q1 全球半导体销量 2700 亿颗，半导体周期上行趋势明确。

AI 与数字化：能源转型、人工智能及数字化发展成为核心驱动力，焊料需求持续增长。

光伏焊带：光伏装机扩容带动锡基焊料需求。

新能源车电子：汽车电子化率提升增加单车用锡量。

库存——极低水平

LME 锡库存从年初的 5415 吨波动至 6 月末的 8575 吨，全球显性库存约 1.8 万吨，对应年需求量 40 万吨，库存消费比仅约半个月，处于极低水平。

3.4 镍：过剩收窄，成本支撑上移

供给端——印尼政策收紧

印尼 RKAB 配额：从 2025 年的 3.79 亿吨大幅收紧至约 2.6 亿吨，降幅超过 30%，全球镍生铁产量预计同比下降 7%-10%。

硫磺短缺：中东地缘冲突导致硫磺供应紧张，作为湿法冶炼核心辅料，硫磺价格大幅攀升推高 MHP 生产成本，部分印尼湿法项目已减产 10%-50%。

镍矿基准价（HPM）新公式：印尼自 2026 年 4 月起实施新公式，将钴、铁等伴生元素纳入计价，推高矿山实际销售成本。

全球镍市场正从“深度过剩”向“紧平衡”过渡，供需平衡从 2025 年约 42 万吨过剩大幅收窄。

需求端——不锈钢与电池双轮驱动

不锈钢：中国 1-3 月不锈钢累计产量 1577 万吨，铬镍系不锈钢 487 万吨，维持稳定增长。

电池用镍：增速放缓但仍是重要增量来源。

库存：LME 镍库存从年初 25.5 万吨攀升至 6 月末 27.4 万吨，绝对水平仍偏高，但累库速度已放缓。

3.5 锌：矿端偏紧与需求疲弱的艰难平衡

供给端——矿端紧张但冶炼高位

锌精矿进口 TC 跌至-50 美元/干吨以下，矿端紧张格局明确。

中国精锌产量 1-5 月累计 312.4 万吨，月均约 64 万吨，冶炼厂依托前期储备维持高开工。

锌矿砂进口均价 1-5 月维持在 1.22-1.39 美元/千克区间。

需求端——镀锌板产量稳定

镀锌板 1-5 月月均产量 234 万吨，表现平稳。

房地产与基建步入传统淡季，终端需求支撑有限。

LME 锌库存从年初 10.6 万吨攀升至 6 月末 12.0 万吨，社会库存连续累积压制价格反弹。

3.6 铅：供需双弱，过剩格局延续

供给端——矿端偏紧但再生铅补充

铅精矿：供应偏紧，加工费维持负值。

再生铅：废电瓶成本高企、利润压缩，开工意愿偏弱。再生铅纳入交割范围后，中长期价格中枢下移。

全球铅矿产量：预计 2026 年增长 2.2%至 466 万吨。

需求端——替代效应压制

铅酸蓄电池：受锂电池替代影响需求偏弱，电动自行车以旧换新补贴取消及新国标切换进一步拖累。

汽车启动电池：全球汽车产量增速面临下降。

库存：LME 铅库存从年初 23.9 万吨攀升至 6 月末 29.7 万吨，海内外铅锭库存均处高位。

供需平衡：预计 2026 年国内精炼铅过剩 5 万吨，全球过剩 11 万吨。

4 下半年展望——供给约束与需求共振

4.1 宏观情景判断

下半年宏观环境的核心变量包括：

美联储政策路径：市场定价 9-10 月加息一次，若落地将对有色金属形成短期压制，但供给端约束较强的品种（铜、锡）回调空间有限。若经济数据走弱导致加息预期降温，有色金属有望迎来系统性修复。

中东局势演变：美伊和平协议若达成，霍尔木兹海峡重开将缓解能源成本压力，但海外铝厂供给恢复仍需时日（预计年内难以看到规模产能回归）。若冲突再度升级，能源成本飙升将进一步冲击供给端。

美元指数：在美联储鹰派基调下，美元指数短期仍有上行风险，但中长期美国财政压力与“去美元化”趋势可能限制美元上行空间。

中国经济：PPI 同比上涨 3.9% 显示工业品价格回暖，电网投资超预期和新能源产业高景气为有色金属需求提供支撑。

4.2 各品种展望

铜：供需缺口扩大，价格中枢上移

核心逻辑：矿端供给收缩已成定局，需求端 AI+电网+新能源三重驱动，供需缺口将持续扩大。

供给：Grasberg 复产推迟至 2028 年，Kamoa-Kakula 产量指引大幅下调，智利老矿山品位持续下滑，2026 年全球铜矿供给或降至零增速。TC 深度负值倒逼冶炼减产，精炼铜供给增速预计仅 0.5%。

需求：电网投资超预期（“十五五”4 万亿）、AI 数据中心建设、新能源车维持高景气，全球精炼铜需求增速预计 2.4%。

平衡：ICSG 预测 2026 年全球缺口 15 万吨。

风险因素：美联储超预期加息、全球经济衰退、矿山复产超预期。

铝：海外缺口支撑，价格震荡偏强

核心逻辑：海外供给缺口短期难以弥补，国内产能天花板约束明确，价格中枢有望上移。

供给：中东铝厂减产规模较大且年内难以恢复，全球供应增速仅 0.1%。国内运行产能接近天花板，增量极为有限。

需求：新能源车轻量化、光伏支架、电网储能对冲建筑需求下滑，铝材出口增量明显。

平衡：全球短缺 80 万吨，中国小幅过剩 17 万吨。

风险因素：中东和平协议后铝厂复产超预期、国内需求不及预期。

锡：半导体周期驱动，上行空间可期

核心逻辑：矿端紧缺格局明确，半导体周期上行驱动需求增长，库存极低下价格弹性充足。

供给：缅甸雨季（5-7 月）矿端供给维持紧平衡，印尼政策不确定性持续，非洲锡矿存在供应风险。

需求：全球半导体周期上行，AI 与数字化渗透加速，焊料需求持续增长。下半年传统旺季叠加宏观情绪推动，有望开启新一轮上行。

库存：全球显性库存仅 1.8 万吨，库存消费比极低，价格弹性大。

风险因素：海外锡矿复产超预期、半导体需求不及预期。

镍：成本支撑上移，底部逐步抬升

核心逻辑：印尼政策收紧与硫磺短缺推升成本曲线，过剩格局收窄但尚未扭转。

供给：印尼 RKAB 配额收紧 30%，硫磺短缺推高 MHP 成本，部分湿法项目减产 10%-50%。全球镍市场从深度过剩向紧平衡过渡。

需求：不锈钢稳定增长，电池用镍增速放缓但仍是增量来源。

库存：LME 库存 27.4 万吨，绝对水平仍偏高。

风险因素：印尼政策转向、新增产能投放超预期。

锌：区间震荡，缺乏单边驱动

核心逻辑：矿端成本支撑与高库存压制并存，价格维持区间运行。

供给：矿端 TC 深度负值提供底部支撑，但冶炼厂维持高开工，精锌产量高位运行。

需求：镀锌板产量稳定，房地产与基建步入淡季，需求缺乏亮点。

库存：LME 库存 12.0 万吨，社会库存连续累积。

风险因素：矿端复产超预期、需求超预期回暖。

铅：供需过剩，弱势震荡

核心逻辑：供需双弱叠加高库存，铅价缺乏上行驱动。

供给：全球铅矿产量预计增长 2.2%，再生铅纳入交割范围后中长期价格中枢下移。

需求：铅酸蓄电池受锂电池替代影响偏弱，汽车产量增速下降。

平衡：国内过剩 5 万吨，全球过剩 11 万吨。

风险因素：废电池价格大幅波动、供应端意外收缩。

5 总结

2026 年上半年，有色金属板块在宏观鹰派压力与供给端约束的博弈中走出显著的结构分化行情。铜矿 TC 跌至历史新低、锡库存处于极低水平、铝海外供给遭受地缘冲击——供给端的系统性收缩已成为板块最核心的定价逻辑。展望下半年，在 AI 与新能源需求加速释放、全球铜矿供给或降至零增速、海外铝缺口短期难以弥补的背景下，铜、锡、铝有望延续强势格局。

下半年可以把握“供给约束+需求共振”的主线，重点关注供需基本面最为扎实的品种，同时密切关注美联储政策路径和中东局势演变对宏观情绪的阶段性扰动。

铜、锡：锚定供给约束最强、需求驱动最明确。

铝：海外供给缺口短期难以弥补。

镍、锌：镍关注成本支撑逻辑的进一步兑现，锌维持区间震荡思路。

铅：供需过剩格局明确，缺乏趋势性机会。

6 风险提示

美联储超预期加息：若通胀持续超预期，美联储加息幅度和节奏可能超出市场定价，对有色金属形成系统性压制。

全球经济衰退：主要经济体增速放缓或衰退将拖累工业金属需求。

中东局势突变：地缘冲突烈度波动可能引发能源价格大幅波动，影响供给端和成本端。

矿山复产超预期：Grasberg 等大型矿山复产进度若超预期，可能扭转铜矿供给紧缺格局。

国内需求不及预期：房地产持续低迷或新能源产业增速放缓可能拖累有色金属需求。

贸易摩擦升级：全球贸易保护主义抬头可能影响有色金属贸易流向和区域定价。

国金2026年度黑色系半年报

——宏观流动性博弈与产业供需分化的交织

1 上半年行情回顾

2026年上半年，黑色系行情由两条线索共同塑造。一条是宏观事件线：一季度市场围绕流动性宽松预期展开，二季度霍尔木兹海峡地缘冲突骤起，推升油价与通胀、强化强美元与加息预期，商品在高波动中估值受压。另一条是产业现实线：黑色金属上半年整体呈外强内弱、供给稳定、库存承压的格局——地产新开工与投资数据持续下行，房建用钢继续拖累；基建项目开工及资金到位节奏偏慢，用钢支撑减弱；制造业出口保持较强动能，工程机械、造船等用钢增长亮眼，但汽车、白电等内销板块承压。

节奏上，3月后地缘冲突从加剧到缓和，主导板块多数品种先扬后抑；年中重大煤矿事故的突发，使焦煤供给收紧预期升温，煤焦价格阶段性强势，成为上半年黑色内部少有的结构性亮点。整体而言，上半年黑色系在弱现实与海外宏观收紧的共振中重心先升后降、节奏反复，下有底但上无持续驱动。

2 下半年黑色宏观定调

据宏观年中报告研判，下半年地缘扰动将逐步缓和，市场交易主线回归流动性政策博弈。映射到黑色系，这一框架带来三层含义：第一，强美元与紧流动性对工业品估值整体施压，但黑色系以人民币计价、由内需主导，受美元与海外流动性的直接冲击明显小于有色与贵金属，更多是情绪与比价层面的拖累，而非系统性崩塌；第二，地产、基建、制造等传统行业恰处K型周期的弱势一端，需求弹性有限，限制反弹高度，黑色难以复刻此前的趋势性牛市；第三，预期差才是黑色下半年的主要矛盾——

国内稳增长政策、粗钢压减执行力度以及四季度冬储行为，都可能成为阶段性反弹的触发点，这也与宏观报告强调的修正性反弹是下半年主要机会一脉相承。

3 下半年黑色基本面定调

下半年黑色系将呈现需求承压、供给分化、成本驱动各异的复杂格局，与宏观定调形成上下呼应。需求端，房地产持续拖累的态势不改，基建存在政策预期，后置发力或逐步显现，制造业结构性分化延续——机械、造船用钢保持增长，汽车、白电需求依旧疲软；直接出口在欧美贸易壁垒、新兴市场需求及地缘博弈影响下总量温和回落，结构向半成品、高附加值产品集聚。供给端，钢厂利润维持中低位，叠加季节性检修与产能管控，产量难有明显增量，整体稳中趋降。

库存与成本是两个关键约束。钢材库存同比偏高，淡季累库、旺季慢去，高库存压力贯穿下半年；成本端铁矿石供需宽松压制价格重心，双焦偏强形成局部支撑，综合成本支撑力度较上半年减弱。综合来看，钢价下半年大概率延续磨底表现、等待政策与外需共振带来的低位反弹契机，而高库存与弱需求的基本面压制仍会反复出现。

4 分品种下半年展望

1. 螺纹钢：地产拖累下的磨底，等待政策与冬储契机

螺纹需求由地产与基建主导，二者均缺乏趋势性亮点：新开工与投资持续下行，房建用钢继续成为拖累；基建托而不举，资金到位偏慢使支撑后置。供给端产量稳中趋降，但高库存贯穿下半年，使价格易跌难涨。成本上铁矿偏弱、双焦偏强，综合支撑力度减弱。下半年螺纹整体以筑底运行为主，若稳增长加码、粗钢压减兑现与冬储启动形成共振，有望迎来低位反弹，但在 K 型弱需求下反弹高度受限，基本面弱于热卷。

2. 热卷：制造业韧性支撑，相对螺纹钢强势

热卷下游对应汽车、家电、船舶、能源与出口，制造业属性更强，在 K 型经济中韧性优于地产链条的建材。机械、造船用钢增长与出口结构性支撑，使其需求相对稳

健；但需警惕下半年海外贸易壁垒与关税扰动对出口的抑制。综合看，热卷基本面强于螺纹，二者价差存在阶段性走扩基础。

3. 不锈钢：成本支撑与供需改善预期共振

不锈钢虽列入黑色系期货品种，但核心驱动来自镍系与印尼资源政策，与黑色内部基本面关联较弱。供给端印尼矿端政策持续收紧、资源国保护主义边际趋紧，尽管年中 RKAB 二次配额存在增量预期，但新增量级相对有限，预计难以扭转镍矿整体偏紧格局。需求端，国内不锈钢供需呈边际改善、趋于紧平衡，全年过剩幅度显著收窄；不过净出口同比下滑，外需支撑减弱。整体看，下半年不锈钢或维持震荡易涨难跌的格局。

4. 铁矿石：供需宽松，定价回归基本面

铁矿石下半年供增需稳格局延续：海外矿山增量持续释放，国内到港补充充足，而国内铁水刚需虽维持高位，但受粗钢压减与检修趋降影响，全年需求增速预期下调。作为美元定价资产，强美元与资本回流对其估值压制更直接；地缘扰动弱化后，定价将回归供需基本面，供应压力释放使价格上方持续承压，需关注向下突破的风险。节奏上随钢价先弱后修复，但宽松供给限制修复弹性。

5. 焦煤：供应缺口支撑，黑色中的相对强势品种

焦煤是下半年黑色内部少有的偏强品种。重大煤矿事故使 6—7 月国内供应出现明显缺口，8 月后煤矿或逐步复产，但产量难以回到事故前水平；进口端蒙煤维持高通关，澳煤到港有望增加，但仍难以完全填补国内缺口。库存短期显著去化，金九银十旺季趋于平衡，年底略有累积。现货端因主焦煤等优质煤资源稀缺而上行动力更强，期货端则受仓单交割压力与焦炭持仓放宽分流影响，上涨动力弱于现货，但整体价格重心较事故前上移。

6. 焦炭：成本驱动叠加流动性修复

焦炭需求端铁水刚需维持高位，三季度持稳，四季度随检修增多逐步下滑，刚需支撑不减；供应同比基本持平，呈现短期受制于原料紧缺、中期旺季回升、长期检修

环保扰动的节奏特征。价格上焦炭跟随焦煤成本运行，短期仍有部分上行动力，中长期回归区间震荡。值得一提的是，焦炭持仓限额放宽后，盘面流动性、波动率及价格表现均有望修复，且无仓单交割问题，或将分流部分焦煤市场资金。

7. 锰硅：库存消化艰难，成本支撑存疑

锰硅需求由钢招主导，钢材产量难有超预期增长，使锰硅日产回到年初高位的可能性偏低，但市场供需宽松状态难改，下半年库存压力恐进一步增加，价格上方压力难以缓解。成本端远期锰矿价格趋于下调，拖累综合成本整体向下，锰硅估值将围绕成本线附近运行。下半年锰硅以承压低位运行为主，关注锰矿发运节奏、外矿山报价及厂家集中控产动向带来的边际变化。

8. 硅铁：低库存难续，上方压力渐增

硅铁需求端提振有限：炼钢需求难有明显增量，金属镁产量高位维稳，出口缓解供应压力的作用有限。供给端当前产量处于年内高位，成本压力有限环境下厂家控产驱动不足，市场供应压力趋增而需求承接能力有限，低库存状态难以维持，下半年库存或逐渐累积，对价格的压制作用趋增。盘面价格高于成本估值的状态难以为继，需关注兰炭与用电成本调整，以及主产区能耗、限电力度带来的扰动。

5 节奏与结构研判：先抑后扬，分化延续

综合宏观与产业，下半年黑色系大概率先抑后扬，结构分化。三季度在强美元、紧流动性与需求淡季、高库存的多重压制下，板块整体偏弱、波动放大，煤焦因供应缺口相对抗跌，合金与原料则承压更甚。四季度随着地缘缓和、通胀回落、加息预期降温，叠加基建后置发力、冬储启动、政策加码与煤焦供应缺口收敛，预期修正与基本面边际改善共振，带动低位反弹。

从品种强弱排序看，煤焦（事故供应缺口+铁水刚需）相对最强，热卷（制造韧性）次之，螺纹（地产拖累）再次，铁矿石与合金（供需宽松）弹性偏弱、修复节奏滞后。这意味着下半年黑色的主线并非整体性趋势，而是供需博弈下的价格筑底与结

构分化，结构性机会重于方向性机会。但需再次强调，本轮反弹更多源于预期差而非真实需求全面回暖，空间与持续性不宜过度乐观。

6 风险提示

宏观面：美联储全面转鹰、美元指数超预期走强，导致流动性偏紧、商品估值再受压；地缘局势反复或美国中期选举关税冲击超预期。

政策面：国内稳增长政策力度不及预期，地产与基建需求复苏落空；粗钢压减执行力度超预期或不及预期，引发供应端大幅波动。

产业面：煤矿安监趋严或超预期复产、进口资源持续紧张，改变煤焦供需；合金厂家大规模集中控产或能耗限电扰动供应。

外贸面：欧美贸易壁垒加码、出口受阻，或制造业下滑幅度超预期，削弱热卷与钢材外需支撑。

国金2026年度化工半年报

—— 弱复苏底色下的成本塌陷与需求K型分化

摘要：2026 年上半年，全球经济处于第五轮康波（信息技术）萧条期末尾至第六轮（AI/新能源）复苏期的过渡阶段。美联储受制于通胀粘性，陷入政策两难，降息预期反复落空。中国经济呈现“宽货币、紧信用、弱复苏”的特征，地产链持续收缩，社融增速走低，实体融资需求不足。尽管各地出台地产松绑政策，但效果滞后，销售与投资仍未触底。信贷资金未能有效传导至实体订单端，导致化工下游备货意愿低迷，仅维持刚需采购。相比之下，外需韧性略强于内需，制造业与出口成为主要亮点。地缘脉冲退潮后，原油回归供需宽松格局。油化工品种在成本塌陷主导下呈现“跟涨不跟跌、近强远弱”的结构性特征；煤化工受地产链拖累及产能投放压制，品种间走势分化。总体而言，当前化工市场趋势性行情未至，以结构性机会为主，后续需观察企业中长贷持续放量及主动补库周期的启动信号。

1 宏观环境

2026 年上半年，全球经济处于康波周期切换的关键节点。美国通胀粘性超预期，降息预期屡次落空，高利率环境持续压制全球需求。国内方面，央行维持稳健偏宽松基调，M2 增速平稳，但未出现“大水漫灌”。矛盾在于“宽货币”未能转化为“宽信用”，社融增量同比下滑，实体融资需求疲软。地产链条持续收缩，新开工与竣工数据双双承压，尽管多地出台松绑政策，但传导时滞较长，销售与投资拐点尚未显现。信贷资金在金融体系内空转，未能有效刺激下游订单，化工企业多以刚需采购为主，囤货意愿极低。

— 中国：货币供应量同比：M2（月）

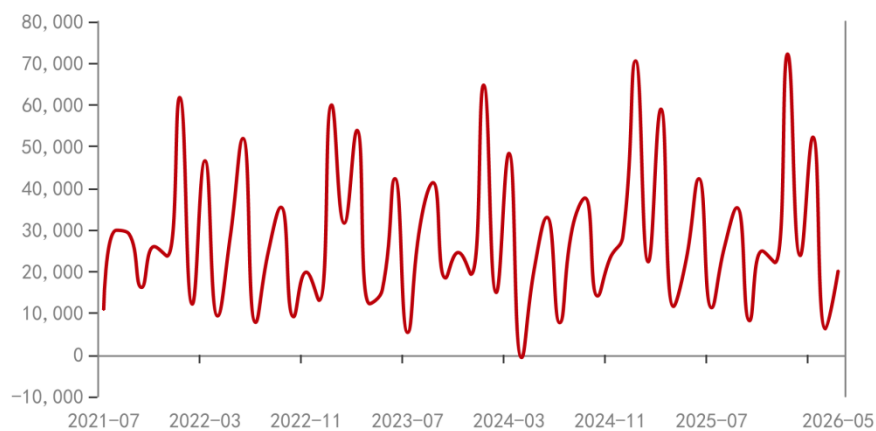
单位：百分比



数据来源：钢联数据

— 中国：社会融资规模增量（月）

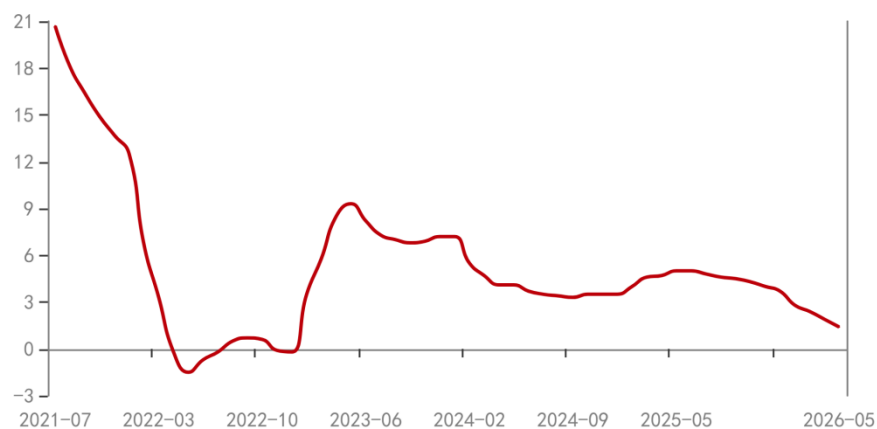
单位：亿元



数据来源：钢联数据

— 中国：社会消费品零售额累计同比（月）

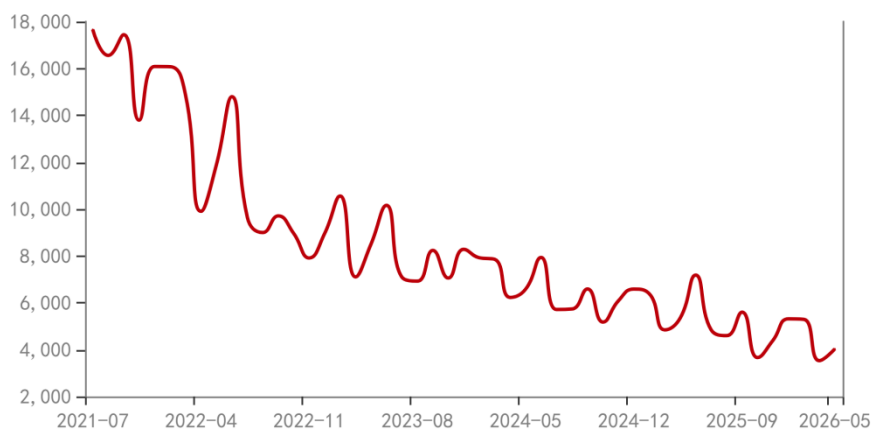
单位：百分比



数据来源：钢联数据

— 房地产开发企业：房屋：新开工面积：中国（月）

单位：公顷



数据来源：钢联数据



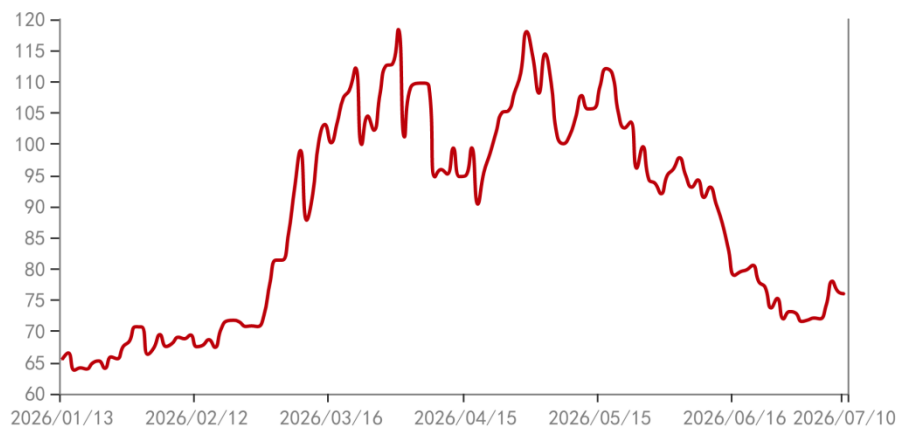
数据来源：钢联数据

下半年展望：美国通胀虽缓慢回落，但仍高于 2% 的目标中枢。美联储大概率在 7 月、9 月会议维持利率不变，但措辞可能逐步转鸽，市场将博弈 9 月或 11 月的降息时点。国内上半年 GDP 增速约 4.8%，为实现全年 5% 的目标，下半年政策加码概率提升。预计三季度将有一次降准，LPR 有望下调以降低实体融资成本。若经济数据边际改善且补库周期启动，化工品有望迎来一轮需求驱动的反弹；反之，若政策效果不及预期，化工品将继续弱势寻底。

2 原油行情——地缘退潮，回归基本面宽松

—— 布伦特原油：轻质：国际市场：期货价格：英国（日）

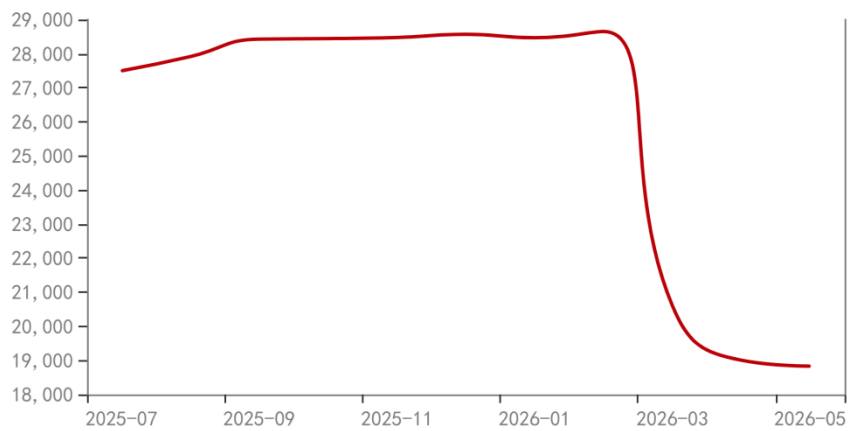
单位：美元/桶



数据来源：钢联数据

—— OPEC：原油：产量：石油输出国组织+（月）

单位：千桶/日



数据来源：钢联数据



数据来源：钢联数据

1-5 月回顾：年初市场主要交易美联储降息预期，美元指数回落支撑油价。OPEC+将自愿减产延长至二季度，构筑了政策底。1-2 月北半球极寒天气推高取暖用油需求，馏分油库存去化，裂解价差走强。3 月底中东地缘冲突爆发，引发市场恐慌，油价冲高。

5-7 月回顾：地缘溢价消退后，市场重回疲弱的基本面。美国通胀粘性导致降息预期从年内 3 次降至 1 次甚至不降息，高利率压制全球制造业 PMI。尽管 OPEC+减产，但美国、巴西、圭亚那等非 OPEC+国家产量屡创新高，抵消了 OPEC+的努力。5-6 月传统需求旺季不及预期，美国汽油消费同比下滑，商业原油库存连续 6 周累积，库欣库存止跌回升。

7-9 月展望：地缘风险常态化，市场将更多交易“高利率下的需求破坏”逻辑。

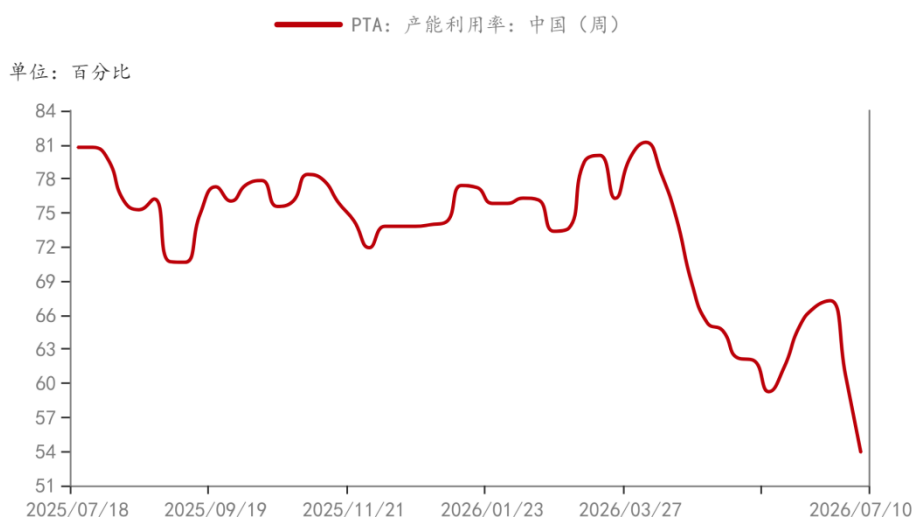
OPEC+可能讨论恢复产量，非 OPEC+供应持续增长。7-8 月北美驾驶旺季将带来季节性支撑，但 9 月后旺季结束叠加宏观走弱，需求担忧将重燃。美联储 9 月议息会议为关键节点。

10-12 月展望：如果高利率诱发欧美经济衰退，原油需求面临断崖式下滑风险，届时 OPEC+深化减产亦难以对冲。

3 化工品种分析——成本塌陷与弱需求压制

化工品整体供大于求，下游消费不振，涨价缺乏持续性。聚酯链受油价及检修支撑相对偏强；地产链受地产拖累表现疲软；甲醇受煤炭企稳及低库存支撑表现坚挺。

1、PX&PTA



数据来源: 钢联数据

上半年回顾: 2026 年国内外均无新增 PX 产能, PTA 亦无新投产预期。3-4 月为季节性检修高峰, 供应收缩, 加工费压缩至低位。3 月初地缘冲突及关税缓和预期一度提振市场, 终端备货带动聚酯开工回升。但 6 月后地缘风险降温, 成本下行, 叠加纺织淡季来临, 终端织造采购谨慎, 聚酯库存压力增大。PTA 社会库存虽延续去化但幅度收窄, 流通货源偏紧。

7-9 月展望: 预计三季度原油宽幅震荡, 成本支撑有限。7 月装置检修集中, 但 8-9 月将陆续复产, 供给边际转向宽松。由于上半年宏观表现不佳, 且“抢出口”可能透支了部分订单, 三季度旺季成色存疑。预计 PX/PTA 呈修复性反弹, 高度受限; 若“旺季不旺”, 产业链负反馈将加剧。

10-12月展望：国内多套PX装置预计四季度投产，叠加PTA检修装置复产，供给压力达年内峰值。PX/PTA将进入季节性累库阶段。旺季过后织造开工率下滑，聚酯库存累积，负反馈加剧。

(2) EG:



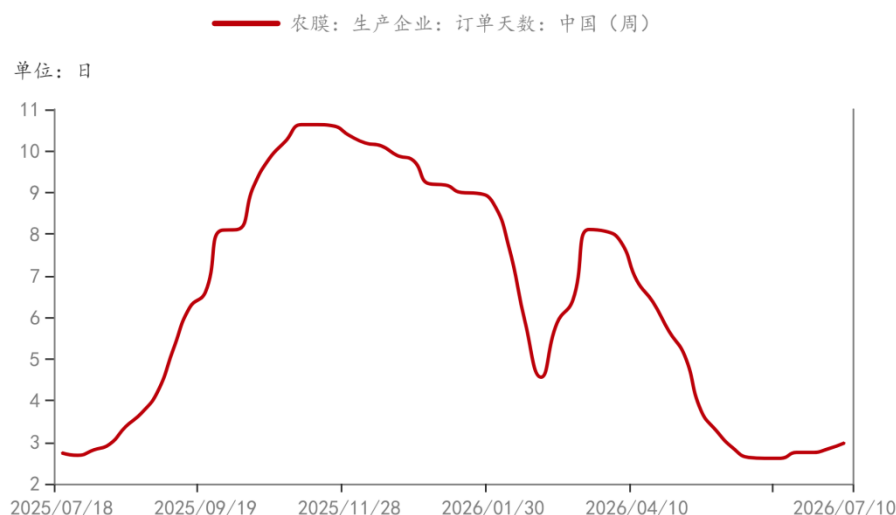
数据来源: 钢联数据

上半年回顾：年初MEG价格处于历史低位，油制及煤制利润均承压，开工率中性偏低。2月底地缘冲突引发上涨，但随后因终端订单疲软、聚酯库存累积，价格回吐大部分涨幅。6月迎来年内检修高峰，开工率降至低点，华东主港库存持续去化至历史低位。

7-9月展望：7月为检修损失量高峰，叠加中东装置重启缓慢，三季度进口到港量偏低，港口库存预计延续去化。传统旺季备货临近，但终端订单疲软及聚酯高库存未根本改变，旺季需求成色存疑。

10-12月展望：2026年投产的四套新装置及复产产能主要集中在四季度，供应压力回升。随着沙特、伊朗装置重启，进口量预计恢复。需求端将面临旺季过后的季节性下滑，MEG供需格局将从三季度去库逆转为四季度累库。

(3) 聚烯烃：一体化装置成本优势明显，是主要产能增量。目前传统农地膜/包装淡季，下游开工低迷，刚需采购。



数据来源：钢联数据

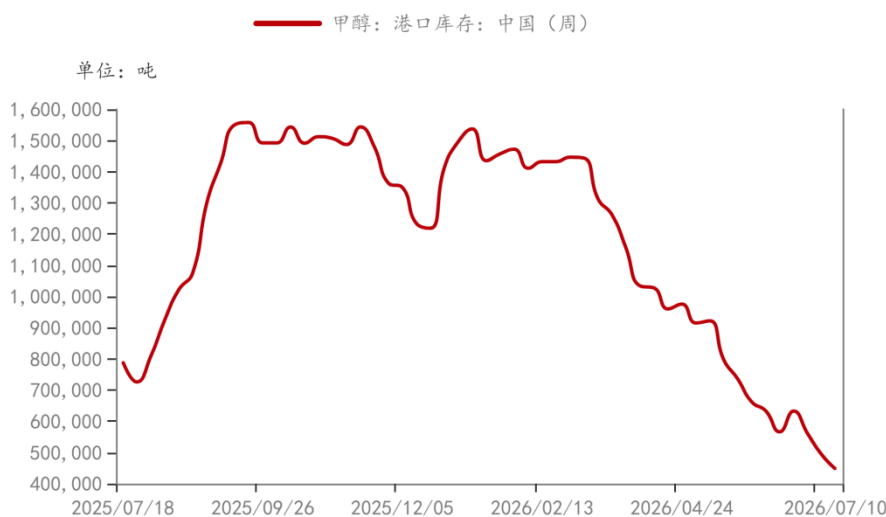
上半年回顾：一体化装置凭借成本优势成为扩能主力。1-2 月受原油走强及地缘冲突影响，聚烯烃成本支撑明显，价格上行。但下游处于传统淡季，开工低迷，对高价原料承接力有限。4 月后地缘溢价消退，价格回落。尽管国内需求受淡季和利润挤压表现不佳，但塑料制品出口亮眼，对总需求形成补充。

7-9 月展望：随着地缘缓和，原油回落，油制利润修复，炼厂“减油增化”动力增强，开工率有望抬升。需求端，农膜生产逐步转旺，负荷预计提升，呈现供需双增局面。

10-12 月展望：新产能集中投产叠加检修复产，且进口窗口打开、出口窗口关闭，供应压力将进一步累积。需求端，旺季过后织造开工下滑，汽车产销增速放缓，地产相关持续低迷，仅改性料需求温和，整体供需宽松。

(4) 甲醇：上半年最强行情驱动是港口库存大幅去化，地缘扰动使得甲醇价格抬升，内地甲醇企业利润丰厚支撑高开工率，油头一度支撑聚烯烃价格偏强，拉高了 MTO

装置开工率，但随着地缘风险降温，甲醇供需宽松现状浮出水面，使得价格再次承压。



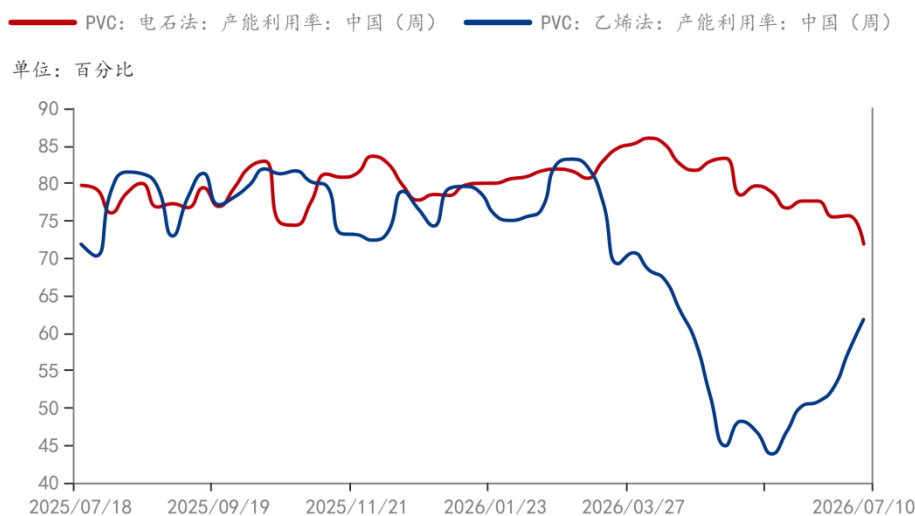
数据来源：钢联数据

上半年回顾：港口库存大幅去化是主要驱动。地缘冲突引发进口断供担忧，价格抬升。但随着风险降温，供需宽松现状显现。下游方面，甲醛受地产低迷拖累开工率低；醋酸利润一般；MTBE 受汽油支撑尚可。高价原料导致沿海 MTO 装置亏损降负，削弱需求。

7-9 月展望：港口库存已至近三年低位，价格弹性增大。7-8 月传统检修季叠加 MTO 利润修复，开工率有望回升，供需边际改善，价格存在反弹动能。

10-12 月展望：供暖季天然气制甲醇面临限气停车，国内开工率季节性下降。但中东进口量通常处于高位，将部分对冲国内减量。需求端，醋酸、MTBE 等维持稳定，甲醛旺季后回落。

(5) PVC:



数据来源: 钢联数据

上半

年回顾: 地产竣工数据大幅下滑导致表需萎缩, 库存持续累积至历史新高。电石供应充裕, 价格走弱, 成本支撑坍塌。尽管行业普遍亏损, 但企业减产意愿不强, 开工率维持偏高位置。4-6 月传统旺季呈现显著的“旺季不旺”特征。

7-9 月展望: 鉴于新开工面积持续低迷, 未来竣工端压力仍大。尽管处于传统旺季, 但下游订单匮乏, 开工难升, 社会库存去化压力巨大, 预计旺季力度显著弱于往年。

10-12 月展望: 供暖季电石环保限产可能推升成本, 且企业可能集中检修, 供给端存在收缩预期。需求端进入淡季, 虽有“保交楼”政策边际支撑及春节前的冬储预期, 但若对明年需求预期悲观, 冬储力度将大打折扣, 需求整体难有起色。

(6) 纯碱&玻璃:



数据来源：钢联数据



数据来源：钢联数据

上半年回顾：地产竣工崩塌导致玻璃表需萎缩，库存创历史同期新高。尽管行业亏损，但企业为维持现金流和市场份额，冷修进度缓慢，高供给叠加弱需求，价格重心下移。纯碱则受光伏玻璃投产支撑，表现相对强于玻璃。

7-9 月展望：7-8 月检修装置重启，开工率回升。光伏玻璃投产延续，对重碱需求形成刚性支撑，有望对冲浮法玻璃冷修带来的需求减量，延缓库存累积。玻璃则因需求无改善，库存压力依然巨大。

10-12 月展望：纯碱检修装置复产及新增产能释放，开工率回升，库存可能温和累积。玻璃冷修或进一步深化，11-12 月下游或有冬储行为，但力度取决于对 2027 年的需求预期。

4 风险提示

- 1、原油上行风险：OPEC+重新减产推动油价大幅上涨，但油化工终端需求承接有限，除炼化一体化装置外，单体装置亏损将加剧。
- 2、出口下行风险：欧美经济衰退导致化工出口链失血，聚酯下游订单面临砍单风险。
- 3、地产失速风险：国内地产风险爆发，政策托底无法扭转销售和开工的惯性下滑，地产后周期化工品需求面临坍塌。

国金2026年度农产品半年报

——结构性分化延续，供给逻辑主导

摘要

上半年农产品市场呈现显著分化：鸡蛋在供给缺口与成本支撑下走出趋势上涨行情，上半年现货低点 2.90 元/斤、高点 5.29 元/斤，涨幅 82.41%；生猪受制于产能去化缓慢与需求疲软，持续低位震荡磨底；棉花在面积缩减与产区天气扰动下偏强运行；豆粕、棕榈油受南美大豆集中到港与高库存压制，价格重心持续下移；玉米在替代品围剿与需求疲弱下弱势难改。

展望下半年，在全球债务规模维持高位、流动性长期收紧可能性较低的宏观背景下，美联储加息实质性落地概率相对偏低，市场预期改变后，商品价格的修正上涨或成为下半年主要博弈的交易机会。农产品受宏观影响偏小或逐步表现“顺周期”反弹行情，到四季度或者 2027 年上半年有望加强。

1 K 型经济周期下的农产品定位

在 K 型经济周期下，传统行业需求恢复迟缓、景气度不足，全球非美国家“顺周期”逻辑表达偏弱，市场需求不足、产业链逻辑链不顺的情况下，原油价格已回调至 1 月份水平。大宗商品在基本面支撑不足的情况下受流动性偏紧的冲击，容易形成较大的上涨压力。

回顾 2011 年后和 2018 年期间强美元周期，金属类品种压力偏强，化工类商品受成本回调影响亦存在较大压力，农产品受宏观影响偏小或逐步表现“顺周期”反弹行情，到四季度或者 2027 年上半年有望加强。这一特征在 2026 年上半年已初步显现——尽管宏观环境对大宗商品整体形成压制，但鸡蛋、棉花等品种仍走出了独立的上涨行情，供需基本面成为主导价格的核心变量。

2 板块行情回顾

鸡蛋 2026 年上半年，鸡蛋期货价格呈现趋势上涨行情。春节后至清明节之前，国内需求淡季，市场缺乏实质性利好，鸡蛋期货合约 2603 一直维持 3000 元左右震荡。进入 2604 合约，由于 2025 年 11 月份的淘汰鸡超淘、新开产低位叠加清明节日利好，鸡蛋现货价格开始连续上涨。上半年蛋价现货低点 2.90 元/斤，高点 5.29 元/斤，涨 2.39 元/斤，涨幅 82.41%。鸡蛋期货同样跟随现货大幅上涨，在 2608 合约高点出现在 4936 元，低点 3885 元，价差 1051 元，涨幅 27.05%。进入 6 月中旬梅雨季后开始下跌，纵观上半年来看，鸡蛋期货价格仍呈现趋势上涨行情。

生猪 2026 年上半年生猪市场呈现"供给日均增压、需求端午失色、屠宰环比回落"的弱平衡状态。期货方面，LH2605、LH2607 以养殖套保空头为主，核心交易短期供需需弱、现货深度亏损逻辑，临近交割空头逐步平仓，基差持续修复收敛。LH2609 远月多头持续增仓，博弈产能去化远期拐点，长期维持大幅负基差（期货大幅升水现货），形成近弱远强正向期现结构。上半年期货整体呈近月持续探底、远月震荡偏强走势，端午备货仅带来短期支撑，且提振力度有限。

棉花 2026 年上半年棉花市场偏强震荡运行，市场围绕新疆面积管控、美棉产区天气、内外棉进口节奏与海外订单展开。郑棉主连盘中最高 17000 元/吨，最低 15590 元/吨。年初郑棉迎来上涨行情，国内稳增长政策托底以及新季棉花种植面积缩减预期，为上半年期货价格奠定基础。3-4 月进入需求旺季，内需消费稳步回暖，纺企开工率回升，成品订单充足。5 月国内供给收缩预期持续升温，阶段性冲高触及 17000 元/吨上半年高位。随后受多头获利了结、抛储预期增加，加之短期终端需求持续性不足影响，盘面自高位震荡回落。6 月美联储货币政策预期转向偏鹰，降息预期降温，美元指数走强，压制大宗商品整体氛围。

豆粕 2026 年上半年，国内豆粕现货价格整体呈现"冲高回落、重心下移"的走势。一季度在多重因素共振下走出阶段性上涨行情；进入二季度后，随着南美大豆集中到港、供应压力逐步释放，价格中枢持续下移。6 月沿海区域现货进一步跌破 2800 元/吨关口，截至 6 月 26 日全国现货均价 2848 元/吨，同比去年下跌 54 元/吨，跌幅 1.86%。

棕榈油 2026 年上半年棕榈油市场呈现"先强后弱、高位回落"的走势。一季度受地缘政治扰动（美伊冲突、霍尔木兹海峡航运受阻）及印尼生物柴油政策预期提振，棕榈油价格大幅上涨。进入二季度后，随着马棕出口边际走弱、增产逐步确认，棕榈油强势边际减弱。

玉米 2026 年上半年玉米市场弱势运行。玉米期货在 1 季度震荡上行，3 月创出上半年年内高点。二季度玉米期货价格承压回落，震荡磨底。上半年主力合约高点 2442 元/吨（C2605，3 月上旬），上半年玉米期货价格运行区间 2205-2445 元/吨。3 月上旬期货连续冲高至年内高点随后价格下滑。国储加大陈小麦拍卖投放，拍卖价低于玉米，饲料厂开始增加小麦替代；生猪持续亏损，大型饲料企业主动降低玉米添加比例。6 月下探 2300 支撑后窄幅震荡，6 月初盘面放量下探最低 2303 元/吨，触及上半年强支撑，随后企稳修复。

3 下半年展望

鸡蛋：进入下半年后，伴随鸡苗新开产逐渐进入高峰阶段，蛋价或在下半年逐渐转弱。虽然有 2025 年上半年部分延养老鸡必须淘汰，但 3-8 月新开产数量为历史高位补栏，蛋价在供应端或受此压制。尽管有短期中秋节日利好提振，或有短暂的高点出现，但中秋后或将再次进入"供强需弱"的行情。下半年中秋、国庆、元旦、春节多重消费节点形成需求支撑，养殖端对蛋价行情存在乐观预期；不过当前市场整体在产存栏体量偏大，叠加冷库存储鸡蛋数量上升，中秋、国庆行情上涨空间存在约束，全年养殖端实际盈利表现或将不及市场前期乐观预期。

生猪：7-8 月高升水压制盘面反弹空间，现货出栏压力仍在，叠加高温淡季、需求难起，猪价大概率维持低位震荡，不排除小幅下探可能。9-10 月前期能繁母猪持续去化效果逐步显现，按繁育周期推算，四季度供给压力将实质性缓解。伴随中秋、国庆旺季启动，生猪价格有望企稳回升，期现基差逐步收敛，远月升水幅度收窄。11-12 月随着天气转凉需求攀升，且年底产能去化或初见成效，市场看涨预期增强。11-12 月份价格或稍高，有望达到成本线（12 元/公斤）左右水平。但需注意，充足的产能格局尚未根本扭转，猪价难以走出单边大涨行情，预计维持宽幅震荡。

棉花：2026 下半年国内棉花价格或震荡上行。全球新年度供给收紧逻辑仍对棉价形成支撑，新疆面积管控与产区天气扰动持续。美联储降息预期若在三季度后逐步兑现，美元走弱将有利于大宗商品整体氛围改善。下游纺织需求在四季度传统旺季有望回暖，海外订单或延续修复趋势。

豆粕：2026/27 年度全球大豆供需宽松基调难改，价格仍受压制，南美供应的持续增长、美豆出口的竞争压力、全球库存的高位运行，共同压制了大豆价格的上行空间，下半年豆粕市场大概率维持偏弱震荡格局，缺乏持续上涨的动力。后续需持续关注美国大豆生长季天气、全球生物柴油政策变化及中国进口需求的边际变动。

棕榈油：下半年棕榈油后程发力。印尼 B50 政策落地为棕榈油需求提供实质性支撑，但需关注国际油价回落对 B50 经济可行性的影响。马棕增产周期下库存偏高，供需宽松格局短期难以根本扭转。但进入四季度后，季节性消费旺季叠加 B50 政策效应逐步显现，棕榈油价格有望获得支撑。

玉米：预计 7 月区间震荡，市场处于"上有顶、下有底"的格局。上行方面，受制于替代品冲击、政策粮投放和需求疲软的三重压制；下行方面，基层余粮见底、贸易商成本支撑及政策托底预期，使得价格进一步下跌空间有限。8-9 月处于新季玉米上市前，市场关注天气窗口，若厄尔尼诺导致减产预期升温，或带来阶段性反弹机会 10 月后新粮上市后供给压力释放，价格或再次承压。

4 风险提示

宏观风险：美联储政策超预期收紧、美元大幅走强将压制大宗商品整体估值。

地缘风险：美伊冲突再度升级可能推高运输成本及商品风险溢价。

天气风险：厄尔尼诺事件对农产品主产区的影响存在不确定性，需密切关注 7-8 月关键生育期天气变化。

政策风险：抛储政策、进出口政策调整可能改变品种供需格局。

需求风险：国际宏观经济下行，终端消费需求恢复不及预期。

国金2026年度碳酸锂半年报

——供需博弈加剧，紧平衡格局延续

摘要

2026年上半年，碳酸锂市场经历了一轮波澜壮阔的宽幅震荡行情，价格中枢整体上移，供需博弈贯穿始终。上半年行情可划分为三个阶段：年初受春节补库驱动企稳回升，海外供给扰动持续发酵推升价格至阶段性高点，随后因隐性库存显性化与高仓单压制下大幅回撤。供给端，全球锂矿增量落地节奏普遍低于预期，海外资源国政策调整与地缘冲突形成持续扰动，国内锂盐生产则展现较强韧性，多元原料路线互补支撑产量稳步增长。需求端迎来结构性拐点，储能领域订单爆发式增长，正式接棒成为锂需求核心增量引擎，动力电池依靠出口放量与单车带电量提升维持需求韧性，双轮驱动的增长格局正式确立。展望下半年，供需紧平衡格局仍将延续，价格预计维持区间震荡，四季度在旺季驱动下有望重回上行通道。

1 行情回顾

2026年上半年，广期所碳酸锂期货价格经历了一轮完整的“预期驱动—现实验证—预期修正”周期，价格从年初约13万元/吨起步，经历两轮大幅上涨后于5月中旬创下历史新高，随后在6月出现深度回调，整体波动幅度之大、节奏转换之快，充分反映了新能源材料期货市场在供需紧平衡格局下对边际变化的极度敏感。本章将从价格运行节奏、核心驱动因素、重大事件影响三个维度，对上半年碳酸锂期货市场进行系统性复盘。

上半年碳酸锂期货价格走势可划分为三个核心阶段，各阶段的主导逻辑和价格表现差异显著，共同构成了一轮完整的市场周期。

阶段划分	时间区间	加权价格起始价格	终点/顶点价格	区间涨跌幅	核心特征
------	------	----------	---------	-------	------

		(元/吨)	(元/吨)		
年初狂飙	1月	121960 (12月31日)	189580 (1月26日)	55.44%	政策预期与储能需求共振驱动上行
5月冲高见顶	4-5月	158640 (4月1日)	209060 (5月13日)	31.78%	供给硬约束叠加需求超预期
6月回落	5月中旬-6月	209060 (5月13日)	145120 (6月26日)	-30.58%	仓单压力与复产预期引发回调

表 1 上半年碳酸锂行情阶段分析



图 2 碳酸锂上半年日 k 图/来源：同花顺期货通

第一阶段：年初狂飙（1-2 月）——预期驱动的单边上行。开年第一个月，碳酸锂涨幅超过 55%。这一阶段的核心逻辑在于“弱现实”与“强预期”的博弈——尽管短期社会库存去化放缓，但市场对 2026 年供需缺口的预期成为价格上行的核心支撑。政策层面，2026 年汽车报废更新与置换政策落地直接提振了新能源汽车需求信

心，而 2025 年 12 月新能源汽车产销同比增长 30.5%、零售渗透率达 59.1% 的数据，为需求韧性提供了现实佐证。更关键的是，储能市场成为新的需求增长引擎，机构预测 2026 年储能需求将推动锂盐成本曲线右移，部分电池产线甚至被高利润储能订单占据，强化了市场对中长期需求的乐观预期。

行业定价体系的重构在这一阶段起到了推波助澜的作用。龙头企业天齐锂业自 1 月 1 日起将产品定价锚定 Mysteel 价格或广期所碳酸锂期货价格，强化了期货对现货的指引作用，使得期货市场的强势表现顺利传导至现货，推动期现价格同步走强。此外，津巴布韦暂停锂矿出口的传闻及大国资源博弈叙事，进一步提升了资金对碳酸锂的配置意愿，推动价格延续上行态势。

第二阶段：5 月冲高见顶——现实验证下的供需共振。5 月中旬，碳酸锂期货盘中创下近两年新高。这一阶段价格突破前高的核心动力来自供给端的双重硬约束与需求端的超预期表现，市场逻辑从年初的“预期驱动”转向“现实基本面趋紧”。

供给端的扰动成为行情引爆点。江西宜春 4 座主力锂云母矿山自 5 月起进入换证停产阶段，月均减少碳酸锂供应约 2.4 万吨，占国内月产量的 12%-15%，且复产周期不明。与此同时，津巴布韦 2 月出台的锂精矿出口禁令导致全球约 10% 的锂供应中断，尽管 4 月放行部分配额，但物流周期导致大规模到港推迟至 7 月，造成 5-6 月国内原料供应出现实质性断档。澳洲主流矿山格林布什下调年度产量指引，进一步收紧全球供给预期。三重供给约束叠加，使得市场对供应短缺的担忧急剧升温。

需求端的强劲韧性则为价格上行提供了坚实支撑。2026 年一季度国内储能电池出货量同比增长 139%，头部电芯企业订单已排产至 2026 年底甚至 2027 年第二季度。尽管国内新能源车内销增速放缓，但出口市场增长及单车带电量提升有效对冲了内销波动，5 月国内新能源乘用车零售量预计达 95 万辆，环比增长 12%，渗透率创历史新高。叠加当时仅 10 万吨出头的社会总库存，库销比不足 5 天，市场缓冲能力极弱，任何供给扰动都极易引发价格剧烈反弹。资金在“供弱需强”格局下集中做多，最终推动价格突破 20 万元关口。

第三阶段：6 月回落——预期修正下的深度回调。进入 6 月，碳酸锂期货价格出现深度回调，从 20 万元/吨的高点快速回落至 14 万元/以下的阶段性低点。这一阶段

的核心矛盾从供需基本面转向了库存结构与市场预期修正，尽管现实层面供需偏紧格局未完全打破，但情绪面的冲击导致价格向理性位置回归。

期货仓单的激增成为价格回调的直接导火索。碳酸锂期货仓单规模攀升至 5.6 万手的历史高位，大量隐性库存从现货端转移到期货交割库，形成巨大的显性库存压力，直接锁死了短期反弹空间。第三方机构调整库存统计口径，新增 3.6 万吨此前未被纳入的隐性库存，更是打破了前期“低库存支撑价格”的交易逻辑，引发市场认知修正和恐慌性抛售。

供给端复产预期的升温进一步削弱了“供应短缺”的叙事。江西柘下窝锂矿项目获得用地预审与选址行政许可，市场担忧国内供给增量释放。尽管津巴布韦出口受限，但市场开始交易 6 月中旬后锂矿陆续到港的预期，供应紧张局面边际缓解。叠加前期积累的大量获利盘在高位集中止盈离场、美联储加息预期再起导致大宗商品投资情绪降温，以及下游对高价原料接受度下降、现货承接力不足等因素，最终推动价格出现深度回调。

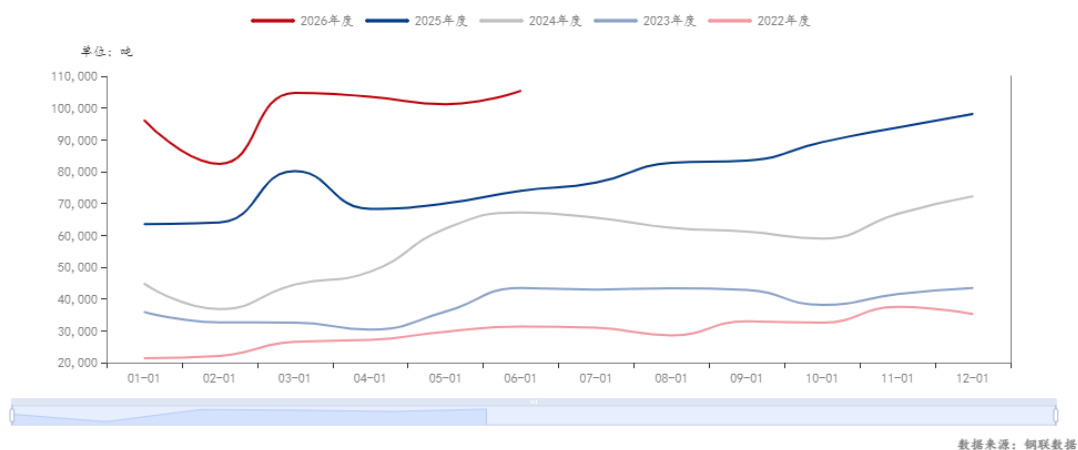
2 核心运行逻辑

上半年碳酸锂整体运行逻辑围绕供给端扰动、成本支撑以及下游需求的持续增长展开。

产量、库存与消费量数据变化

2026 年上半年，中国碳酸锂产量呈现季节性波动但整体维持高位。1 月产量为 9.62 万吨，环比下降 2.0%，主要受部分企业检修和春节假期影响。2 月产量进一步下降至约 8.25 万吨，环比下滑 8.2%。随着假期结束和产能恢复，3 月产量大幅回升至 10.48 万吨，环比增长 27.1%。此后产量持续攀升，4 月和 5 月分别维持在 10.36 万吨和 10.12 万吨的水平，6 月产量达到 10.54 万吨，环比增长 4.2%，上半年累计产量约 57.4 万吨。

碳酸锂：产量：中国（月）



碳酸锂：产量：中国（月）

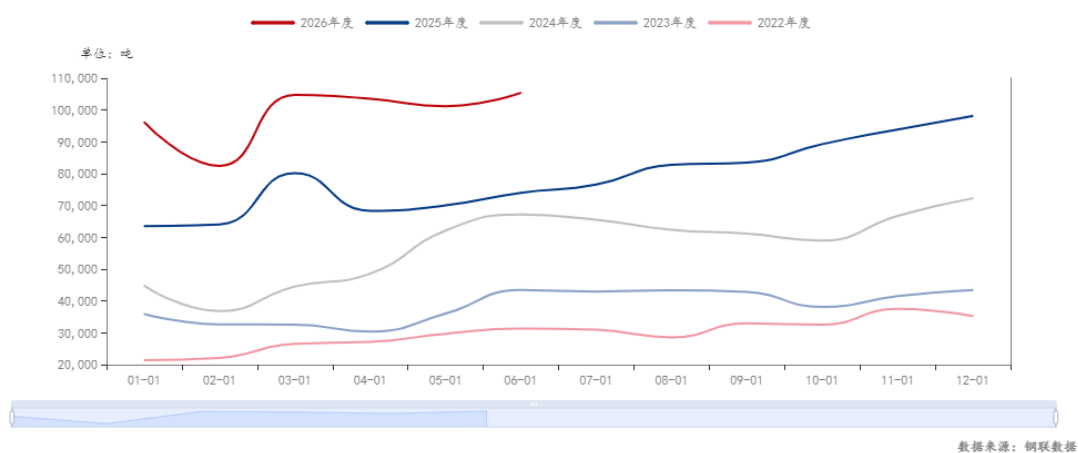


图3 碳酸锂产量同环比情况/来源：钢联数据

库存方面，社会库存经历了先累积后去化的过程。1月库存为2.98万吨，2月短暂下降至2.47万吨，3月回升至3.06万吨的高点。此后，随着下游需求强劲增长，库存开始显著去化，4月降至2.71万吨，5月进一步下降至2.23万吨，6月末小幅回升至2.47万吨。

碳酸锂：库存：中国（月）

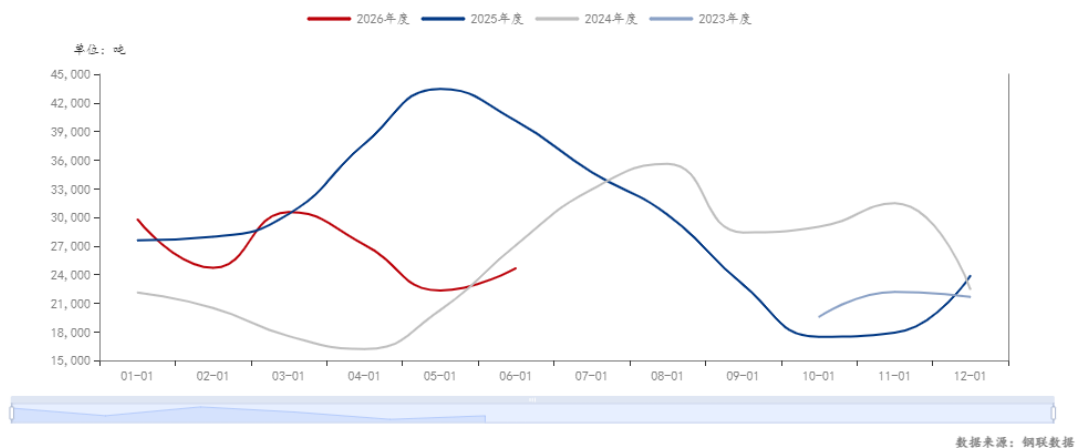


图 4 碳酸锂库存同环比情况/来源：钢联数据

消费端，碳酸锂消耗量在 2026 年上半年逐月攀升，显示出下游需求的强劲韧性。1 月消耗量为 12.49 万吨，2 月因春节因素降至 11.94 万吨。3 月起，消耗量大幅增长至 13.75 万吨，4 月和 5 月分别达到 14.55 万吨和 15.20 万吨，均创下历史同期新高。这表明上半年碳酸锂市场处于供不应求的格局，尤其在二季度，库存的持续去化和消耗量的创新高是市场的主要特征。

碳酸锂：消耗量（月）

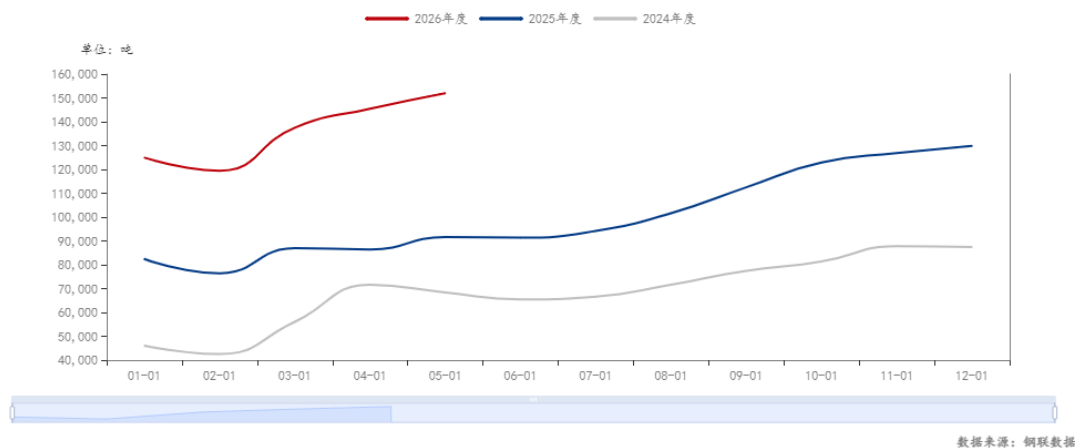


图 5 碳酸锂消耗量同环比情况/来源：钢联数据

上游成本与利润变化

2026 年上半年，上游原材料成本对碳酸锂价格形成了强有力的支撑。以马里产 5-5.5% 锂辉石精矿为例，其远期现货价格从 1 月初的 1510 美元/吨一路上涨，在 5 月中旬触及 2885 美元/吨的年内高点，随后在 6 月末回落至 2115 美元/吨。雅保公司在 5 月 20 日举行的锂辉石拍卖，成交价折合 SC6 CIF 为 2704.5 美元/吨，进一步印证了当时原料市场的紧张格局。锂矿价格的上涨直接推高了碳酸锂的生产成本，主流外采矿锂盐厂的成本压力显著增加。

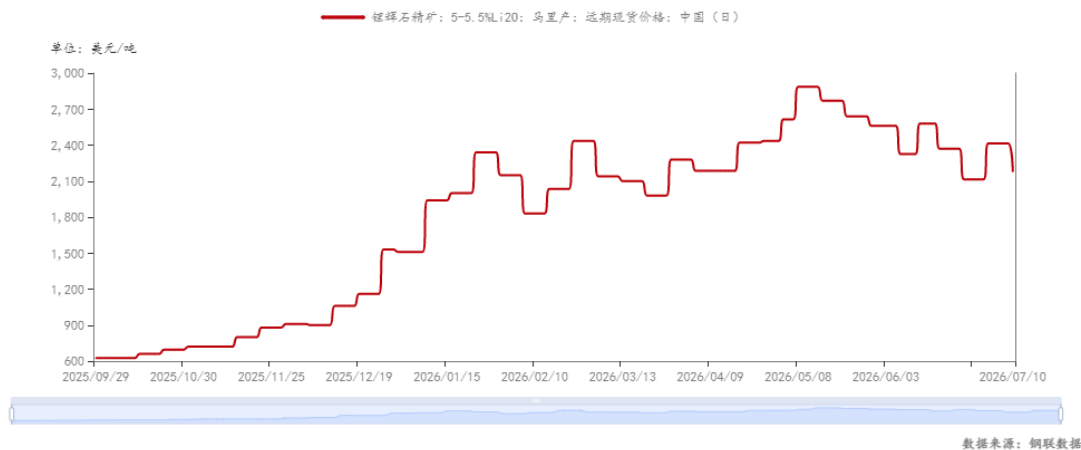


图 6 锂辉石精矿远期价格/来源: 钢联数据

锂盐厂的利润状况与原料价格及碳酸锂售价紧密相关。上半年，随着碳酸锂价格在 3-5 月的上涨，锂盐厂利润空间一度改善，但成本端的同步抬升使得利润波动剧烈。例如，1 月初，在碳酸锂价格快速上涨初期，主流外采矿锂盐厂在年前排产备库基本完成，市场观望情绪较浓。而到了 3 月底，锂盐厂逢高放货意愿较强，现货成交基差偏弱，显示在高位区间，锂盐厂更倾向于锁定利润。进入 5-6 月，尽管碳酸锂价格有所回落，但锂矿现货流通市场维持偏紧格局，持货商挺价意愿较强，锂盐厂的原料成本依然高企，挤压了部分加工利润。

下游正极材料及动力电池需求

2026 年上半年，下游正极材料需求持续旺盛，是拉动碳酸锂消费的核心驱动力。

磷酸铁锂（LFP）表现尤为突出。其产量从 1 月的 39.08 万吨持续增长至 6 月的 52.88 万吨，月度产量屡创新高。产能利用率也从年初的 74.01% 提升至 6 月的 80.52%，头部企业基本保持满产状态。价格方面，动力型磷酸铁锂价格从 1 月初的 43800 元/吨上涨至 4 月底的 60100 元/吨，随后在 6 月末小幅回落至 58800 元/吨，整体跟随碳酸锂价格波动。下游需求强劲，主要得益于新能源汽车的持续景气和储能领域的高增长，下游企业订单饱满。

磷酸铁锂：产量：中国（月）

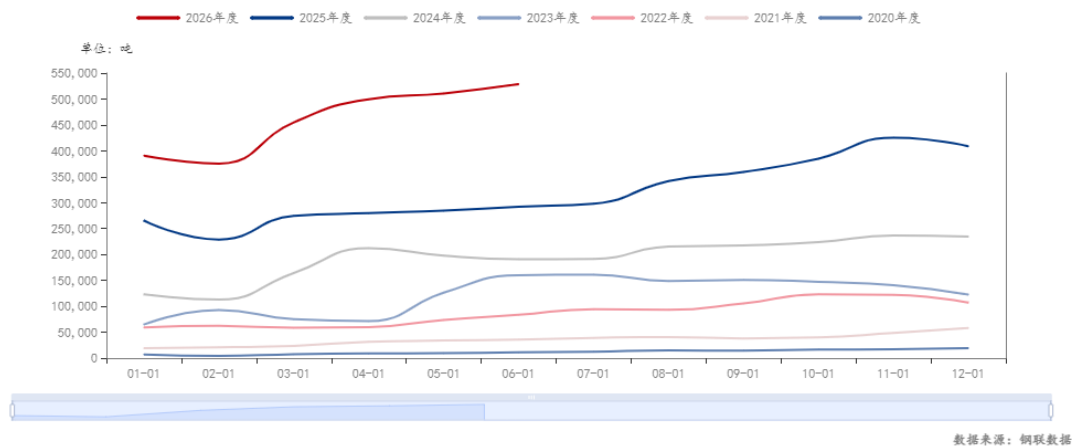


图 7 磷酸铁锂产量同环比情况/来源：钢联数据

磷酸铁锂：产能利用率：中国（月）

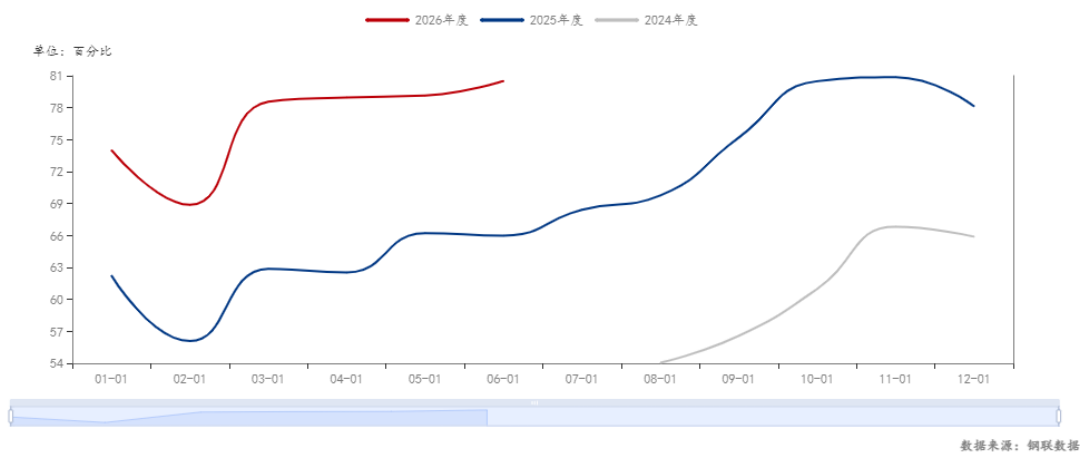


图 8 磷酸铁锂产能利用率同环比情况/来源：钢联数据

磷酸铁锂：动力型：市场价：中国（日）

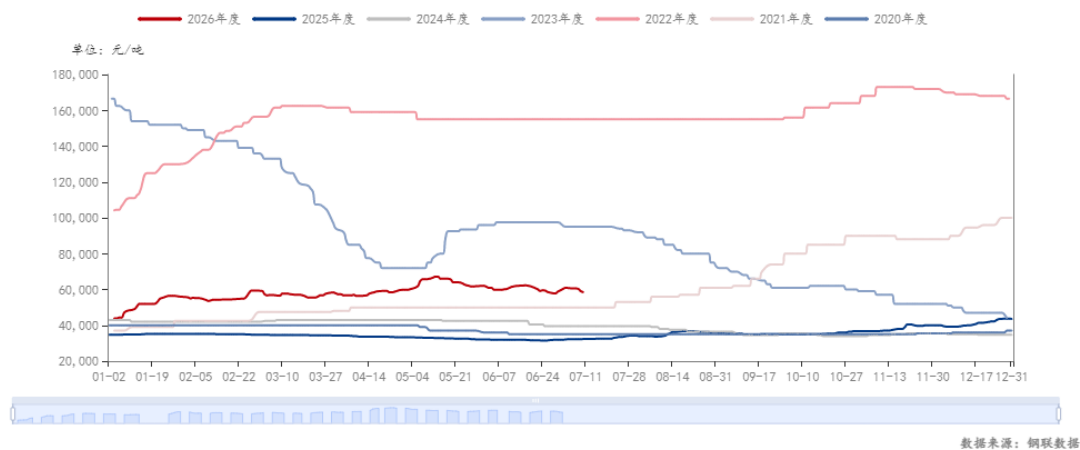


图 9 磷酸铁锂价格同环比情况/来源：钢联数据

三元材料 市场在上半年也保持了较高的景气度。1 月三元材料产量为 8.53 万吨，2 月受春节影响环比下降，但 3 月迅速恢复至 8.36 万吨。尽管 4 月产量因出口退税取消的“抢跑”透支效应而环比小幅下滑，但 5 月排产预计将恢复增长。价格方面，以动力多晶型 8 系为例，其价格从 1 月初的 16.5 万元/吨一路上涨至 5 月中旬的 22.59 万元/吨，随后小幅回落，整体运行中枢显著上移。然而，三元材料企业面临成本压力，多数时期处于亏损或微利状态，如 1 月中旬 523 型和 811 型生产成本分别高达 17.42 万元/吨和 19.34 万元/吨，利润为负。

三元正极材料：动力多晶型：8系：市场价：中国（日）

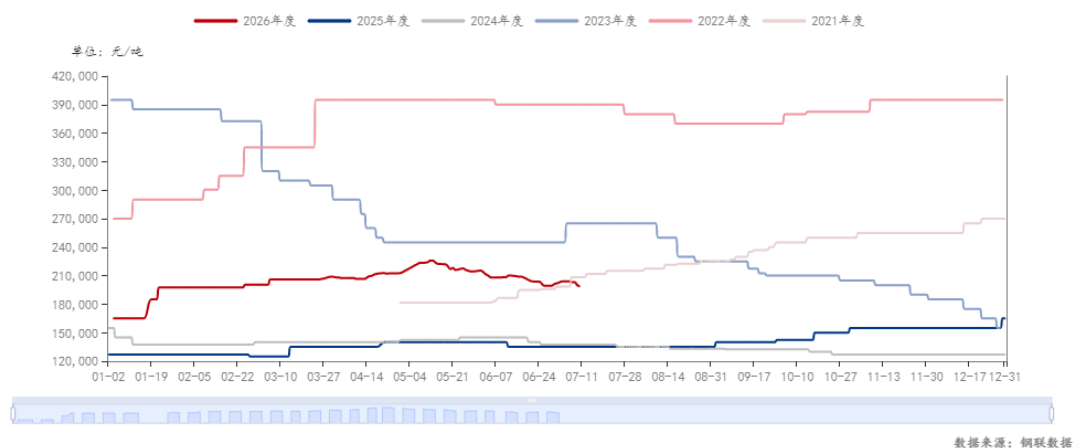


图 10 三元正极材料市场价同环比情况/来源：钢联数据

动力电池 端，产量同样保持了高速增长。3 月，我国动力和储能电池合计产量为 177.7GWh，同比增长 50.2%，其中动力电池销量为 114.7GWh。4 月和 5 月，锂离子电池产量分别达到 183.9GWh 和 191.7GWh，持续创下新高。电池产量的高速增长直接拉动了上游正极材料和碳酸锂的需求。

创新联盟：锂离子电池：产量：中国（月）

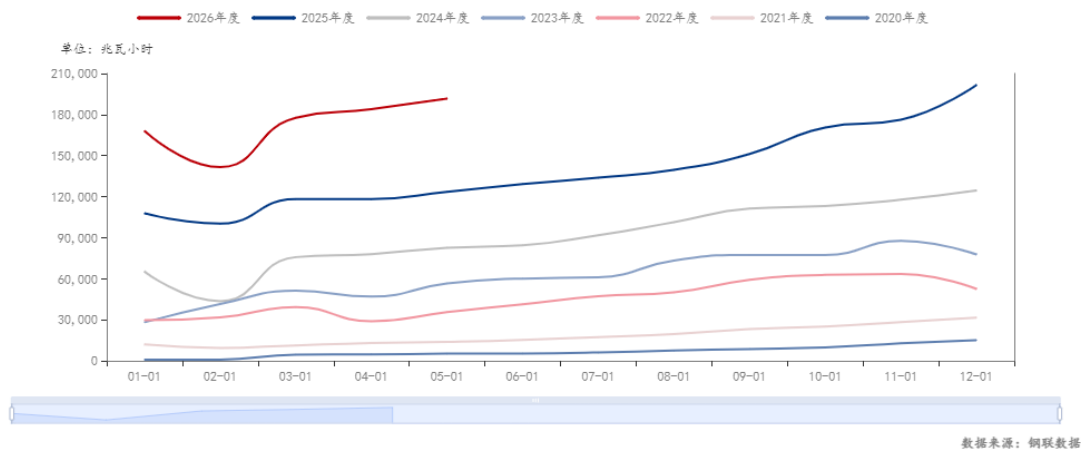


图 11 动力电池产量对比/来源：钢联数据

市场供需平衡状态及主要矛盾

综合供需两端数据，2026 年上半年碳酸锂市场整体处于 供需紧平衡 状态，并在二季度进入 阶段性供不应求 的局面。从月度数据看，1-2 月产量和消耗量基本匹配，但 3 月起消耗量开始超过产量，导致社会库存从 3 月的高点持续去化至 5 月的 2.23 万吨。这一格局与多家国际投行的预测一致，摩根士丹利预计 2026 年全球将出现 8 万吨碳酸锂当量的缺口，瑞银则预估缺口为 2.2 万吨。

上半年市场的主要矛盾集中在以下几点：

供给端扰动与成本支撑：津巴布韦矿业部在 2 月宣布暂停锂矿出口，引发市场对供给收紧的担忧，直接导致期货价格大幅波动。同时，锂辉石精矿价格在上半年大部分时间维持高位，为碳酸锂价格提供了坚实的成本支撑。

需求强劲增长与产能释放节奏：以磷酸铁锂为代表的下游需求持续超预期增长，是推动碳酸锂消耗量屡创新高的根本原因。然而，上游矿山的复产和新产能的爬坡进度（如柘下窝项目）存在不确定性，导致供应增量难以完全匹配需求的爆发式增长。

库存结构矛盾：尽管社会库存总量在二季度去化，但市场存在“隐性库存显性化”的问题，即仓单库存对价格形成压制。市场参与者需要持续关注仓单拐点的到来，以判断库存压力是否真正缓解。

宏观情绪与资金博弈：上半年碳酸锂价格波动剧烈，除了基本面因素外，宏观情绪（如地缘政治、宏观经济预期）和期货市场的资金博弈也起到了推波助澜的作用。例如，1月初和2月初的行情受宏观因素和资金博弈影响较大，与基本面关联度较低。

3 重大事件梳理

上半年碳酸锂市场经历了多起重大事件，这些事件在不同阶段触发了市场情绪的转变和价格方向的逆转。

出口退税政策调整与“抢出口”效应。电池出口退税政策的调整在年初引发了市场的广泛关注，政策变化预期推动了产业链的提前备货行为，形成阶段性的“抢出口”效应，对一季度碳酸锂需求产生了额外的拉动作用。这一政策因素与储能需求爆发形成共振，共同推动了年初价格的快速上行。

碳酸锂涨停潮（1月12-13日）。1月中旬碳酸锂期货出现连续涨停，成交量急剧放大。这一事件标志着市场情绪从谨慎乐观转向积极做多，资金大规模涌入碳酸锂期货市场，推动价格进入加速上行通道。涨停潮的背后，是政策利好、需求预期改善与资金面共振的结果。

盐湖提锂技术突破与澳洲锂矿扩产获批（5月）。5月盐湖提锂技术取得突破性进展，同时澳洲锂矿扩产项目（Mount Holland）获批，这两项供给端的长期利好因素在价格高位引发市场对远期供给增量的担忧。尽管短期供给紧张格局未改，但远期供给宽松预期开始影响市场定价，为后续的价格回调埋下了伏笔。

柘林锂矿复产进展（6月）。6月江西柘林锂矿项目获得用地预审与选址行政许可，市场对国内供给增量释放的担忧升温。这一事件成为6月价格回调的重要催化剂，叠加仓单压力显性化和获利盘集中离场，推动价格从高位快速回落。

4 总结与展望

2026年上半年碳酸锂供需基本面呈现出清晰的“结构性矛盾”特征：供给端受制于资源国政策扰动、国内矿山停产和新增产能释放滞后，实际有效供给远低于市场预期；需求端则受益于储能领域的爆发式增长和动力电池的稳健表现，展现出超预期的

韧性；低库存水平进一步放大了供需矛盾的边际影响，使得价格对供给扰动的敏感度急剧上升。

这一结构性矛盾的核心在于，碳酸锂市场的供给弹性与需求弹性出现了显著分化——供给端受到资源禀赋、政策周期和产能建设周期的刚性约束，短期内难以快速响应需求变化；而需求端在“双碳”目标和能源转型的大背景下，储能与新能源汽车双轮驱动的增长惯性正在强化。

上半年碳酸锂价格波动主要受供给端事件驱动，包括江西宜春矿山停产换证、津巴布韦出口禁令、枧下窝复产预期等。下半年价格驱动逻辑将逐步转向需求端验证，重点关注三季度旺季需求成色、储能项目落地进度以及新能源汽车销量持续性。

综合供需格局分析，预计下半年碳酸锂价格整体维持“易涨难跌”走势，价格中枢有望进一步上移，但阶段性波动将加剧，未来或将沿以下三种情形推进。

基准情景：假设枧下窝锂矿四季度小幅复产、津巴布韦锂精矿 7-8 月集中到港、下游需求旺季如期兑现，预计电池级碳酸锂现货价格将维持区间宽幅震荡。三季度受旺季需求拉动，价格可能上探；四季度随着供给边际改善，价格或再次季节性回落。

乐观情景：若枧下窝复产进度显著低于预期、江西其他矿山停产时间延长、储能需求持续超预期，供需缺口可能阶段性扩大，价格有望突破突破新高。摩根士丹利预测，到 2026 年底碳酸锂价格将上涨至 25 万元/吨，主要基于储能需求爆发叠加电动车渗透率提升导致供应链短缺的判断。

悲观情景：若海外锂矿产能超预期释放、储能项目落地进度放缓、新能源汽车需求不及预期，价格可能持续下探。高盛预测，到 2026 年下半年全球锂矿将出现显著供应过剩，预计过剩量可能达到全球需求的 20%-22%，碳酸锂价格将向成本靠拢。

国金2026年度多晶硅半年报

——产能过剩驱动价格单边下行，丰水期复产加剧磨底

摘要

2026年上半年，多晶硅市场在严重产能过剩的背景下，价格经历深度调整。市场运行受到反垄断约谈、出口退税政策调整以及“反内卷”政策预期等多重政策因素的显著扰动。核心逻辑在于名义产能远超实际需求，叠加高库存压力与成本驱动，导致价格持续向边际成本靠拢。展望下半年，行业底部确认需要等待供给出清、库存去化及政策效果等信号的共振。

1 行情回顾

2026年上半年，多晶硅期货市场经历了一场由基本面深度过剩主导、政策预期博弈加剧的剧烈调整。与碳酸锂市场的“紧平衡”叙事截然不同，多晶硅市场始终笼罩在产能严重过剩的阴影之下，期货主力合约价格从年初 5.8 万元/吨上方单边下行至 6 月底的 3.5 万元/吨附近，累计跌幅超过 40%。这一过程并非简单的线性下跌，而是伴随着政策干预引发的剧烈情绪波动：从年初反垄断约谈打破价格联盟，到出口退税取消引发的需求预期崩塌，再到“反内卷”政策传闻带来的短暂反弹，政策因素成为上半年多晶硅期货价格波动的核心扰动项。

阶段划分	时间区间	量仓特征	核心特征
高位震荡与急跌	1 月	1 月 9 日成交量达 4.6 万手年初高点，空头增仓打压	政策利空引发情绪崩盘，价格快速下探

中期阴跌与成本博弈	2-5 月	持仓量稳步攀升，基差维持深度贴水	供需压力持续释放，价格向成本线靠拢
低位震荡与反弹尝试	5 月-6 月	6 月 8 日成交量激增至 12.4 万手，多空分歧加剧	政策预期触发短期反弹，但趋势未改

表 1 上半年多晶硅行情阶段分析



图 2 多晶硅上半年日 k 图/来源：同花顺期货通

2 核心运行逻辑

2026 年上半年多晶硅期货价格的单边下行，其根本驱动力在于行业供需格局的严重失衡。产能过剩不仅是现货市场的痛点，更是期货市场定价的核心锚点，直接决定了价格运行的长期趋势。

名义产能与实际需求的巨大鸿沟。2025 年末产能逐年递增，并且截至 2026 年上半年，国内多晶硅总产能已达 332 万吨/年，较 2022 年增长了 207%。然而，终端实际需求仅维持在 130-150 万吨/年的水平，导致行业产能利用率长期不足 40%，上半年实际产量仅为 150 万吨。名义产能是实际需求的两倍以上，意味着即使全行业开足

马力，也将产生巨大的库存积压。尽管新版《硅多晶单位产品能源消耗限额》实施后，行业有效产能从 350 万吨缩减至 240 万吨，淘汰了约 30% 的落后产能，但剩余的 240 万吨有效产能相对于 130-150 万吨的需求而言，依然处于严重过剩状态。

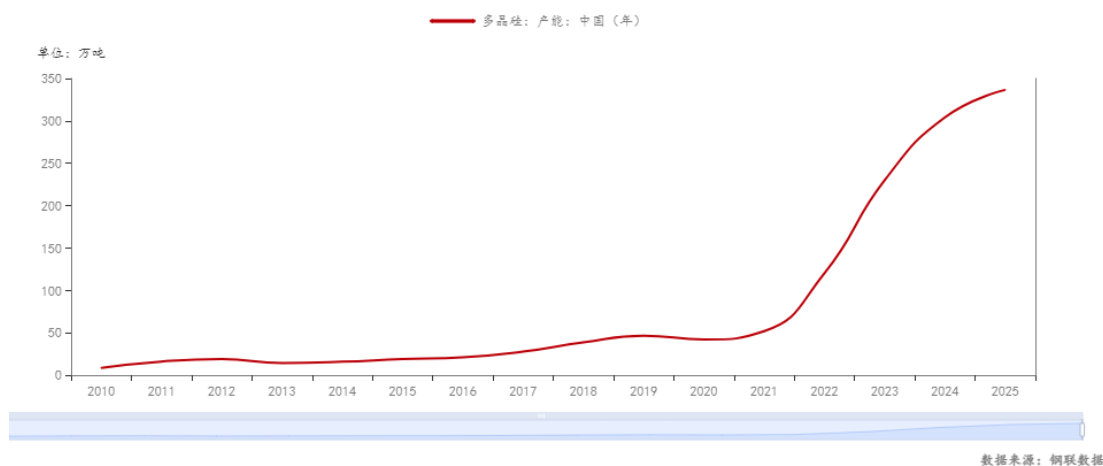


图 3 多晶硅年产能情况/来源：钢联数据

高库存也是悬在头顶的“达摩克利斯之剑”。产能过剩最直接的体现是库存的累积。截至 5 月末，多晶硅行业社会库存超过 50 万吨，其中工厂库存约 30 万吨，折合近 5 个月的可用天数。到了 6 月，全产业链等效库存更是攀升至 60 万吨，部分库存已注册至广期所盘面，仓单量升至上万手。如此庞大的库存规模，使得任何试图通过减产来挺价的努力都显得杯水车薪。头部企业如通威股份自 2 月起暂停大部分生产，协鑫科技新疆及宁夏基地计划停产 2-3 个月，但 4 月多晶硅产量仅减产 8%，远低于市场预期。减产力度不足叠加高库存压力，导致去库进程极其缓慢，库存成为压制价格反弹的最沉重枷锁。

GFEX：多晶硅：仓单数量（日）

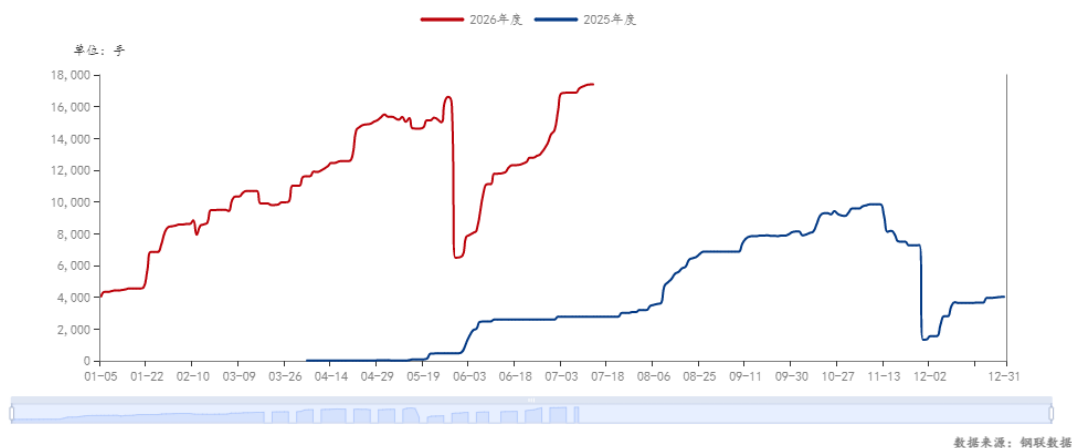


图 4 多晶硅仓单数量/来源：钢联数据 广期所

价格向边际成本收敛的必然性。在严重过剩的格局下，多晶硅价格运行的逻辑从“利润驱动”转向“成本驱动”。现货价格从年初的 54 元/千克一路跌至 6 月的 33 元/千克，最低价触及 32 元/千克，已逼近行业现金成本线。期货价格持续贴水现货，正是市场在交易“价格将进一步向边际成本靠拢”的预期。当产能过剩导致供给曲线极度平坦时，价格将由最高成本的边际产能决定。只要高成本产能未大规模退出，价格就难以获得实质性反弹。上半年期货持仓量的持续攀升，本质上是空头资金在押注产能出清速度慢于库存累积速度，从而推动价格不断测试成本支撑位。

而随着新疆及西南地区进入丰水期，电力成本的下降成为多晶硅市场新的压制因素。电价下降刺激复产意愿。多晶硅生产是高耗能产业，电力成本占总成本的 35% 以上。丰水期到来后，云南、四川等地水电价格大幅下降，云南电价降至 0.3-0.37 元/度，较枯水期降低约 2000 元/吨生产成本；四川电价约 0.36 元/度，降低约 2600 元/吨。成本的显著下降直接刺激了停产产能的复产意愿。尽管上半年行业开工率一度降至历史低位的 31%，但 6 月通威股份计划复产 37 万吨产能，月增量 5000 吨；新特、亚洲硅业等企业同步提产，合计月度增量超 1 万吨。

供给增量加剧过剩格局。丰水期复产带来的供给增量，进一步加剧了本已严重的产能过剩格局。6 月多晶硅月度产量预计增加至 9-9.9 万吨，开工率从低位逐步回升。这一供给端的边际变化，使得市场对供需改善的预期落空。期货盘面上，丰水期复产预期成为 6 月价格维持低位的核心因素，尽管政策传闻引发短期反弹，但市场对供给增量的担忧迅速压制了反弹空间，价格始终围绕 3.4-3.6 万元/吨区间震荡。

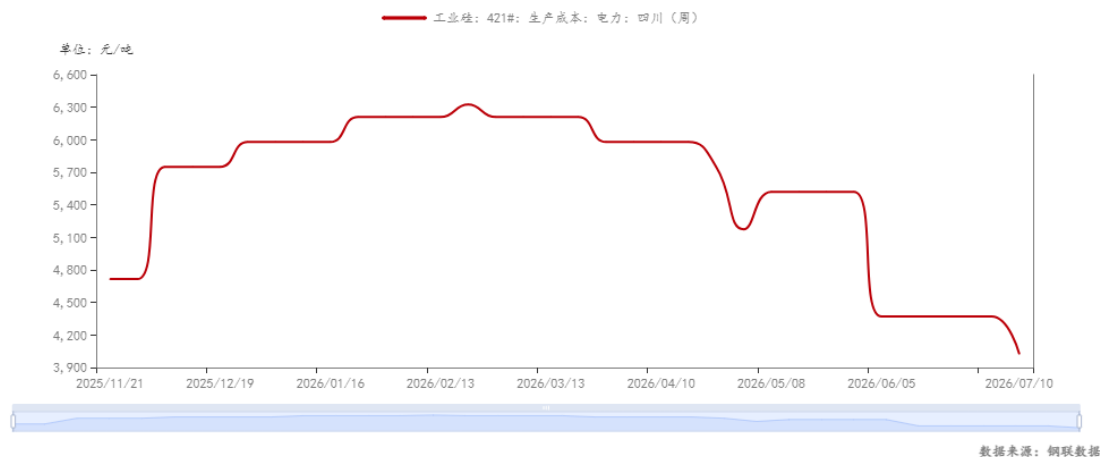


图 5 电力成本统计/来源：钢联数据

成本支撑下移的风险。丰水期电价下降不仅刺激了复产，更降低了行业的边际成本线。部分低成本企业在电价下降后，即便在较低的价格水平下也能维持生产，这导致价格底部支撑下移。市场开始交易“价格将向新的、更低的边际成本线靠拢”的逻辑，使得期货价格在低位难以获得有效支撑。持仓量的持续攀升，也反映了空头资金在布局丰水期复产带来的供给过剩逻辑，进一步强化了价格的下行压力。

3 总结与展望

综合来看，多晶硅行业底部确认需要多重信号的共振：价格在成本线附近企稳并拒绝进一步下跌、库存出现持续性的总量去化而非结构性转移、开工率因产能实质性退出而被动回升、以及政策执行效果得到数据验证。当前阶段，上述信号尚未形成共振，行业仍处于磨底过程中，但底部区域的特征已逐步清晰。

在多晶硅行业周期磨底与格局重塑的关键阶段，交易者需密切关注以下核心观测指标与风险变量，以把握底部确认信号和趋势转折点。

重点观察指标方面，首先是丰水期复产进度，若 7 月多晶硅产量持续上行，将进一步加剧供需失衡，价格可能创新低；若复产规模低于预期，库存去化速度有望加快。其次是能耗标准执行力度，若 2026 年下半年高能耗产能退出规模达到一定规模，将显著改善供需格局，价格有望触底反弹；若执行力度不足，磨底周期将延长。第三是库存转移情况，若硅片企业原料库存持续上升，说明下游需求未有效复苏，价格反弹动力不足；若下游库存开始去化，将带动上游价格企稳。最后是并购基金进

展，若头部企业并购基金在 2026 年底前完成首期资金募集并启动产能收购，将增强市场对产能出清的信心，推动价格阶段性反弹。

风险揭示及免责声明

国金期货已取得中国证监会期货交易咨询业务资格。本报告由国金期货有限责任公司制作，未获授权，任何单位或个人不得对本报告进行任何形式的修改、复制和发布。

本报告基本资讯、数据、图片均来源于公开资料、第三方数据或调研结果。报告制作者基于专业研究方法审慎审核、甄别和判断信息内容，但由于信息获取和展示的局限性，无法绝对保证信息内容的真实性、完整性和准确性。报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司对报告内容及最终操作不作任何担保。

本公司建议交易者应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定情形，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，并不构成对任何人的交易建议。本公司不对投资者因使用本报告中的内容所引致的损失承担任何责任。

同时提醒期货交易者，期市有风险，入市需谨慎！