

多因素共振，商品市场或继续反弹

投资观点：

报告日期 2026-08-23

- **海外：**1) 美伊围绕霍尔木兹海峡博弈再度升级。双方60天谈判窗口17日到期同时未达成协议，美方随即叫停谈判、强化施压，伊朗坚持海峡关闭立场，阿联酋宣布暂停与伊朗全部经贸往来，地缘风险溢价重新注入原油与航运。2) 美联储发布7月FOMC会议纪要。本次会议虽维持利率不变，但内部政策分歧明显，除三位投反对票的票委外，纪要显示还有数位与会者支持7月加息25个基点。纪要指出通胀前景不确定性高、上行风险突出，充分体现美联储对通胀粘性的警惕，高利率政策底线并未松动。3) 全球债市出现联动性抛售，美国长期国债收益率冲高至2007年6月以来新高，德、法、日等多国长债收益率同步上行。本轮美债长端上行的驱动力已经由短期政策利率预期转向财政赤字与债券供给冲击，期限溢价抬升是核心变量，倘若美国财政与债务供给压力难以得到缓解，高利率环境对全球风险资产的压制或将延续。4) 日本内阁府公布的日本二季度GDP数据不及预期，个人消费低迷、企业投资下滑成为经济拖累项，出口成为增长的核心引擎，内需走弱与外需回暖形成明显分化。在增长放缓但通胀回升的组合下，日本央行加息大方向并未改变，但后续收紧步伐或将更为审慎渐进。
- **国内：**1) 7月宏观经济延续总量放缓、结构优化态势。其中，工业生产、消费、投资增速都有不同程度下行，而高技术制造业增加值、高技术制造业投资、升级类消费增速都保持高增，宏观经济“K型”分化特征进一步凸显。展望未来，7月政治局会议明确要求“加大逆周期调节力度”，要求“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。考虑到极端天气的扰动将减弱，2025下半年基数偏低，且专项债、“六张网”以及政策性金融工具仍有发力空间，预计三季度经济增速可能较二季度略有回升，但考虑到政策落地的滞后性，四季度和明年一季度才会看到更大反弹。
- **多因素共振，商品市场或继续反弹。**一是，中东局势尚不明朗，海峡仍处于封锁状态，国际油价料将继续高位运行；二是，全球国债利率走升，美元指数反弹，压制有色等基本金属，但将加速推动去美元化进程，黄金预计偏强运行；三是，煤炭供应端受安全因素影响，短期内或难明显放量，叠加旺季预期来临，黑色系有望延续反弹走势；四是，厄尔尼诺确定形成，可能存在炒作预期，但实际影响可能要到明年，短期基本面偏弱的压力仍存，农产品波动加大。

宏观

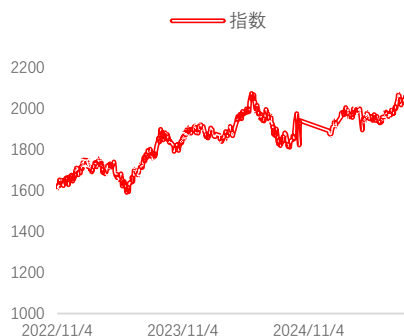
专题报告

国贸期货研究院：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】宏观情绪改善，商品或延续反弹 20260816
- 2、【ITF-宏观】风险偏好有所改善，商品或有反弹空间 20260809
- 3、【ITF-宏观】不确定因素上升，商品指数走势或偏震荡 20260802
- 4、【ITF-宏观】宏观局势充满变数，商品或延续分化走势 20260726

1 海外形势分析

1.1 地缘政治：美伊谈判窗口破裂重归对峙

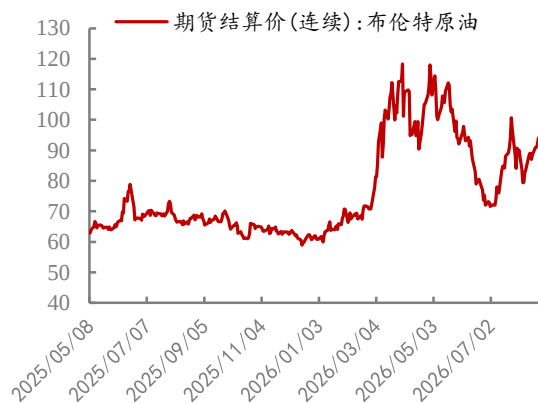
当地时间 8 月 17 日至 20 日，美伊围绕霍尔木兹海峡博弈再度升级。双方 60 天谈判窗口 17 日到期同时未达成协议，美方随即叫停谈判、强化施压，伊朗坚持海峡关闭立场，阿联酋宣布暂停与伊朗全部经贸往来，地缘风险溢价重新注入原油与航运。

本周美伊冲突烈度较上周回升，由“谈判僵局”转向“外交破裂与多线施压并存”。8 月 17 日谅解备忘录 60 天谈判窗口到期未达成协议，伊朗高级官员称政策由防御转向进攻取向，将军事外交同步应对美方违约。18 日特朗普施压升级，公开表示目前和未来不会与伊朗进行任何会谈，并在社交媒体发布将霍尔木兹海峡标注为“美国新领土”的地图；19 日凌晨阿联酋宣布暂停与伊朗一切贸易、商业往来及金融交易，成为本轮危机中首个公开切割经贸往来的海湾国家。美伊双方核心矛盾在于谈判前提，美方欲先恢复海峡通行再谈核问题，伊朗坚持将制裁解除、资产解冻作为谈判前置条件，重开海峡的谈判空间趋于关闭。

市场方面，8 月 19 日布伦特原油收于 91.62 美元/桶、WTI 收于 85.83 美元/桶，均创 7 月 24 日以来收盘新高，地缘风险溢价持续发酵。总体来看，美伊关系已由“临时协议接近落地”转向“谈判破裂与军事施压并存”，多个关键变量尚未明朗。

后续需重点关注：阿联酋经贸断联后伊朗是否反制、其他海湾国家是否跟进；油价能否突破 95 美元并维持高位、海峡航运是否进一步萎缩，上述变量将决定地缘风险溢价后续演绎方向。

图表 1、期货结算价(连续):布伦特原油



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、期货结算价(连续):WTI 原油



资料来源：Wind、国贸期货研究院

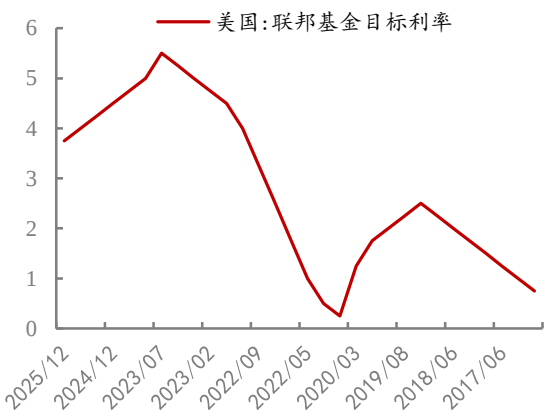
1.2、美国：美联储鹰派分歧扩大

当地时间 8 月 20 日凌晨，美联储发布 7 月 FOMC 议息会议纪要。7 月 28-29 日召开的会议以 9 票赞成、3 票反对的表决结果，连续第五次维持联邦基金利率目标区间 3.5%-3.75% 不变；同时，沃什在会议上向委员会征集意见，提出缩减年度议息会议频次的设想。

美联储 7 月 FOMC 会议纪要鹰派基调明确，经济降温并未撼动美联储抗通胀的核心立场。本次会议虽维持利率不变，但内部政策分歧明显，除三位投反对票的票委外，纪要显示还有数位与会者支持 7 月加息 25 个基点，认为当前物价压力覆盖面广，提前收紧可规避后续激进紧缩风险。许多官员亦表示，若通胀无法持续回落，后续仍有收紧政策的必要。纪要指出通胀前景不确定性高、上行风险突出，充分体现美联储对通胀粘性的警惕，高利率政策底线并未松动。纪要重点点明两大市场风险：一是中东地缘局势升级抬高霍尔木兹海峡油气航运风险，扰动全球能源供应链，推升能源价格与通胀反弹风险。二是 AI 行业暗藏金融隐患，行业资本开支高度依赖银行及非银信贷，估值依托乐观盈利预期，一旦预期下修，或将触发大范围资产重定价，推动金融风险传导扩散。制度层面，沃什提出将年度 8 次议息会议缩减至 6 次的改革设想，目前尚未落地。

7 月美国零售、非农数据走弱，CPI 小幅回落，9 月加息预期显著降温，但这仅为加息时点延后，并未改变“高利率维持更久”的核心政策路径。整体来看，美联储鹰派定力稳固，加息选项并未关闭。后续通胀、就业数据及中东局势是核心观测指标，若地缘冲突推升油价、刺激通胀反弹，加息预期将再度升温，带动美债收益率、美元走强，进而扰动全球风险资产。

图表 3、美国:联邦基金目标利率（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、芝商所 FedWatch 工具利率走势预测

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	60.1%	39.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	46.8%	44.3%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	28.4%	45.3%	22.8%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	22.5%	41.8%	27.5%	7.5%	0.7%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	16.4%	36.6%	31.4%	12.9%	2.5%	0.2%	0.0%
2027/4/28	0.0%	14.3%	34.0%	32.0%	15.3%	3.9%	0.5%	0.0%
2027/6/9	0.0%	12.3%	31.3%	32.3%	17.6%	5.4%	1.0%	0.1%
2027/7/28	0.0%	12.1%	30.9%	32.3%	17.9%	5.7%	1.1%	0.1%
2027/9/15	0.0%	12.0%	30.8%	32.3%	17.9%	5.8%	1.1%	0.1%
2027/10/27	0.3%	12.5%	30.8%	31.9%	17.7%	5.6%	1.1%	0.1%
2027/12/8	1.3%	13.9%	30.9%	30.8%	16.7%	5.3%	1.0%	0.1%

资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.3、美国：长债收益率创多年新高

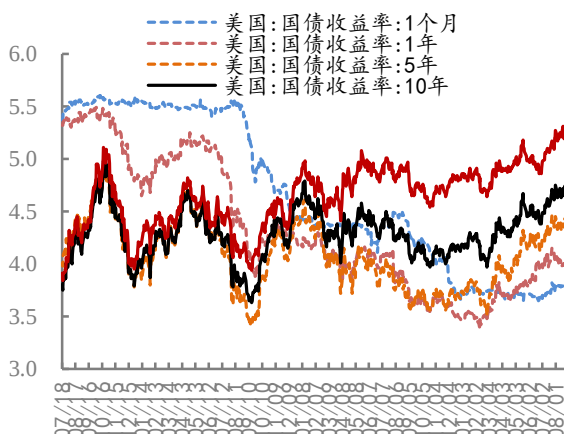
当地时间 8 月 18 日，全球债市出现联动性抛售，美国长期国债收益率冲高至 2007 年 6 月以来新高，德、法、日等多国长债收益率同步上行。本轮行情由短期地缘风险与中长期财政、供给因素交织驱动，全球市场正对利率中枢展开整体性重估。

长端利率上行主要源于全球无风险利率与期限溢价的同步重估，8 月 18 日 30 年期美债收益率收盘报 5.28%，10 年期收益率收于 4.71%，8 月 13 日拍卖的 30 年期美债中标收益率 5.22%，为 2001 年以来最高水平。本轮利率上行是短期催化与中长期结构性压力共同作用的结果，短期维度下，中东地缘冲突推升国际油价，抬升市场远期通胀预期；中长期维度，美国联邦债务规模逼近 40 万亿美元，市场预测 2026 财年国债净利息支出将首次突破 1 万亿美元，规模超过国防预算，叠加全球 AI 相关债务发行显著扩张，长久期企业债与美债形成对长线资金的竞争。据高盛测算，2026 年年初至 7 月 18 日，全球 AI 相关债务发行规模已达 4890 亿美元，显著高于 2025 年全年的 3220 亿美元。美联储受持续高于 2% 目标的通胀约束维持政策利率不变，市场降息预期随之延后，通胀与财政风险共同推高投资者所要求的期限溢价，美债利率上行进一步向全球溢出，引发风险资产估值重估。

对国内市场而言，8 月 18 日中美 10 年期国债利差倒挂约 3 个百分点，会从跨境资本流动、成长股估值、人民币汇率等维度带来外部压力，而我国贸易顺差与跨境宏观审慎管理能够形成有效缓冲。

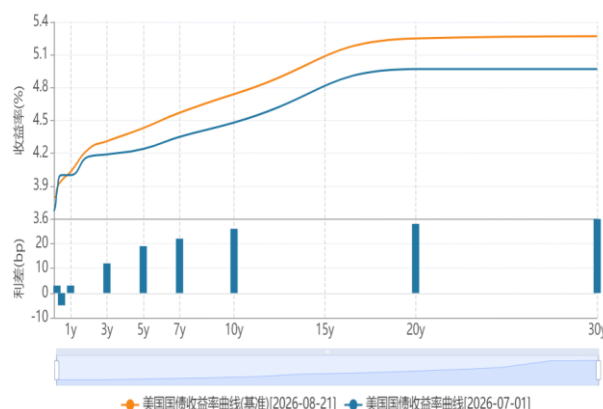
总体来看，本轮美债长端上行的驱动力已经由短期政策利率预期转向财政赤字与债券供给冲击，期限溢价抬升是核心变量，倘若美国财政与债务供给压力难以得到缓解，高利率环境对全球风险资产的压制或将延续。

图表 5、美国主要国债利率走势（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、美国国债收益率曲线



资料来源：Wind、国贸期货研究院

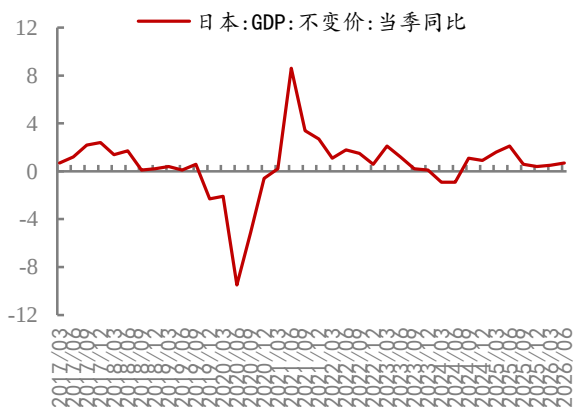
1.4、日本：二季度 GDP 不及预期

当地时间 8 月 17 日，日本内阁府公布的日本二季度 GDP 数据不及预期，个人消费低迷、企业投资下滑成为经济拖累项，出口成为增长的核心引擎，内需走弱与外需回暖形成明显分化。在增长放缓但通胀回升的组合下，日本央行加息大方向并未改变，但后续收紧步伐或将更为审慎渐进。

日本 2026 年二季度实际 GDP 季环比增长 0.3%、按年率计算增长 1.1%，均低于市场预期。从分项看，二季度个人消费环比微降 0.02% 近乎停滞、设备投资环比下降 1.2%，经济仅靠外需拉动贡献约 0.5 个百分点，内需拖累 0.2 个百分点，消费与投资双双失速。二季度通胀上行属于成本推动型，主要由于中东局势推升能源价格，并非国内需求过热所致。物价上涨通过侵蚀实际购买力压制消费、推高投入成本抑制投资，形成“高物价-弱内需”的负向循环。7 月先行指标东京核心 CPI 同比上涨 1.9%，连续第 2 个月加速上行，进一步印证这一压力仍在累积。二季度出口环比增长 0.5%，主要受美国混动车需求旺盛、全球 AI 资本开支带动半导体设备出口的支撑，叠加日元走弱的汇率因素。内冷外热的分化意味着增长对外需依赖度上升，经济韧性更多取决于外部环境而非内生动能。

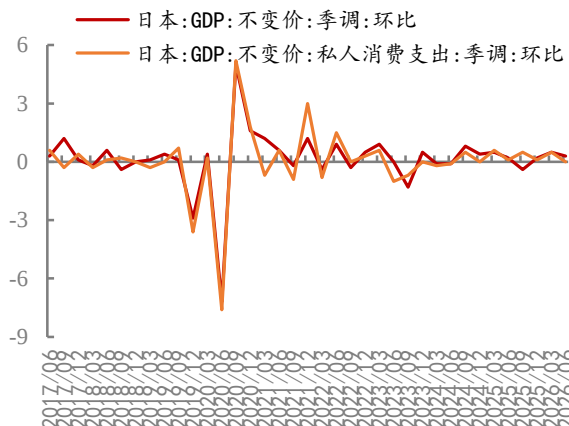
总体来看，二季度 GDP 的疲弱表现难以扭转日央行的加息路径，在通胀持续上行叠加日元贬值压力的背景下，增长放缓制约的更多是加息节奏，而非加息方向。不过考虑到日本 370 万亿日元中长期财政扩张框架，日本央行对过快收紧仍保持警惕，即便 9 月如市场预期落地加息，后续加息步伐预计仍将渐进推进。

图表 7、日本：GDP：不变价：当季同比（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、日本：GDP：不变价：季调：环比（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

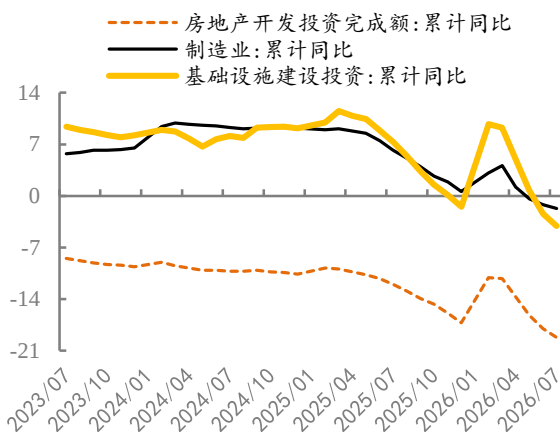
2 国内宏观形势分析

1.1 经济增速放缓，结构延续分化

主要经济数据：（1）生产端：中国7月规模以上工业增加值同比4.5%，预期4.8%，前值5.3%。1-7月份，规模以上工业增加值同比增长5.3%，涨幅较前值小幅回落0.1个百分点。

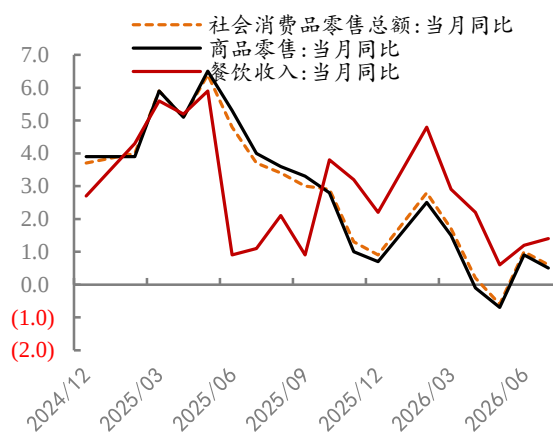
（2）需求端：1）固定资产投资增速降幅继续扩大。中国1-7月城镇固定资产投资累计同比-6.7%，预期-6.0%，前值-5.7%。其中，制造业投资同比下降1.7%，降幅扩大0.5个百分点；房地产开发投资同比下降19.2%，降幅较前值扩大1.2个百分点；基础设施投资同比下降3.6%，降幅较前值扩大1.2个百分点。2）7月社会消费增速再度回落。中国7月社会消费品零售总额同比0.6%，预期1.5%，前值1.0%。1-7月份，社会消费品零售总额同比增长1.2%，涨幅较前值回落0.1个百分点。

图表 9、三大门类投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、社会消费同比增长（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

7月宏观经济延续总量放缓、结构优化态势。其中，工业生产、消费、投资增速都有不同程度下行，而高技术制造业增加值、高技术制造业投资、升级类消费增速都保持高增，宏观经济“K型”分化特征进一步凸显。与此同时，内需偏弱仍然是经济最大的拖累，投资方面，受极端天气、工业产能利用率下降、房地产调整等因素的影响，7月基建、制造业、房地产三大投资板块降幅都有所扩大，拖累固定资产投资增速降幅扩大；消费方面，7月社零增速放缓，服务消费增速亦有所走低，主要归因于补贴政策效应减弱、房地产市场延续下行、居民人均可支配收入增速放缓以及极端天气多发等因素的叠加影响。

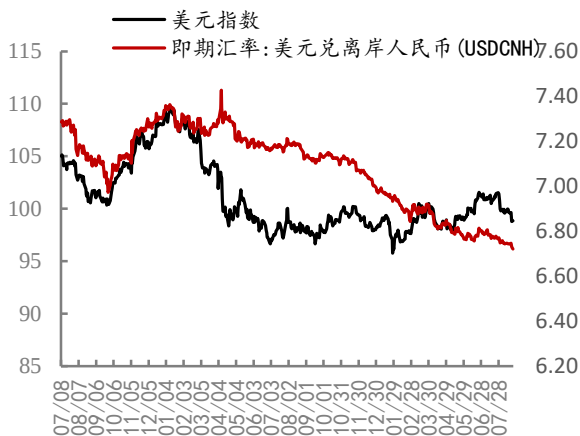
展望未来，7月政治局会议明确要求“加大逆周期调节力度”，要求“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。考虑到极端天气的扰动将减弱，2025年下半年基

数偏低，且专项债、“六张网”以及政策性金融工具仍有发力空间，预计三季度经济增速可能较二季度略有回升，但考虑到政策落地的滞后性，四季度和明年一季度才会看到更大反弹。

1.2 人民币升破 6.74 创新高，基本面支撑汇率走强

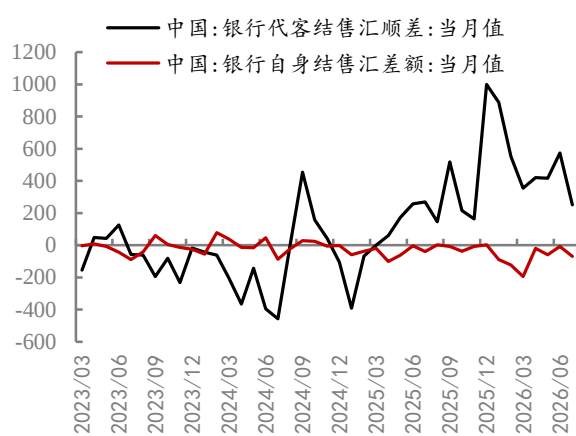
8 月 17 日，在岸、离岸人民币对美元汇率盘中双双升破 6.74 关口，创下 2023 年 2 月上旬以来新高；当日人民币对美元中间价调升 5 个基点至 6.7873。本轮人民币升值，是出口高增带来的结汇需求与美元指数回落共同作用的结果，央行二季度货币政策执行报告也延续“保持汇率弹性、防范汇率超调风险”的政策定调。

图表 11、即期汇率:美元兑离岸人民币(USDCNH)



资料来源: Wind、国贸期货研究院

图表 12、中国:银行代客结售汇顺差:当月值



资料来源: Wind、国贸期货研究院

本轮人民币升值由基本面与外部因素共同驱动。从基本面来看，上半年我国出口同比增长 13.4%，连续 11 个季度保持增长。出口持续高增带动企业结汇资金顺势释放，在岸与离岸价差明显收窄，反映本轮升值具有较强的真实结汇需求支撑，而非单边投机推动。出口高增带来的贸易顺差扩张及增量结汇资金，为人民币汇率中枢上移提供了扎实的基本面支撑，外部因素则构成本轮升值的短期催化。近期日美联合干预汇市大幅推高日元，美元指数显著下行，带动非美货币普遍走强，为人民币升值提供了外部环境。从升值进程看，人民币汇率呈稳步走强态势，6 月末人民币对美元较上年末升值 3%、一篮子汇率指数升值 4.7%，7 月底汇率一度突破 6.75，8 月以来连续达到新高，中间价亦同步走强。从政策端来看，央行二季度货币政策执行报告重申“保持汇率弹性”“防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。政策层面延续“稳汇率”基调，为人民币双向波动预留空间。从对国内经济的影响来看，一方面，人民币走强可降低进口能源与原材料成本，对冲输入型通胀压力，并增强人民币资产对外资的吸引力；另一方面，也会挤压出口企业利润，外贸企业需进一步强化汇

率风险管理。

总体来看，本轮人民币升值由出口韧性主导、美元回落助推，短期基本面与外部环境仍形成支撑，但单边升值难以持续，市场主流机构预计下半年延续“双向波动、稳中有升”格局，后续关键仍取决于出口增势与美联储政策路径。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务学硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎