

宏观深度报告 20260826

如何看待金铜油共振的持续性？

2026 年 08 月 26 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 李沛

执业证书：S0600526080003

lip@dwzq.com.cn

相关研究

《谁能给美债利率降温？——海外周报 20260824》

2026-08-24

《食品价格回暖有望带动 CPI 环比转正》

2026-08-23

► **核心观点：**2026 年 6 月末至今，黄金、原油与铜共振走强，三者共同受益于地缘风险溢价抬升与海外流动性的阶段顺风期，亦折射出全球供应链脆弱性与美元信用的削弱。①国际金价 8 月下旬触及 4700 美元/盎司，联储加息预期收敛叠加美日联合干预汇率，美元强势基础阶段转弱；美国财政可持续性担忧+美联储独立性的削弱为核心催化；中国央行增持黄金至外储占比 9%，去美元化逻辑持续；AI 板块调整驱动资金外溢，SPDR 黄金 ETF 转为净流入。②铜价年初至今涨 15%，近历史新高。铜价的稳健走强主要源于美国对铜关税预期的博弈、供给结构性约束、高需求景气度、铜冶炼厂粗炼费 TC 下行及地缘因素带来战略资源溢价的多重共振。铜关税政策落地前预计铜价难有深度回调。③布油 6-8 月呈 V 型走势，美伊局势反复致油价先跌后涨至 90 美元，霍尔木兹海峡通行量压缩过半，美国战略石油储备库存 SPR 创 1982 年以来新低。技术面布油月线 MACD 金叉指向油价中枢或难大幅下移。

■ 黄金：多重属性提振，反弹有望更上台阶

► 金价于 8 月 5 日技术性突破低位区间。经过二季度的震荡降波，黄金投机筹码明显下降，对油价上行反应钝化。当前技术面周线 MACD 确认金叉形态。**金融属性层面**，7 月 FOMC 会议后联储加息概率收敛，美元强势基础转弱；**货币属性层面**，美国财政可持续性担忧+美联储独立性的削弱为核心催化。美债总规模触及 40 万亿美元，美元占全球外储比重降至 57%；**供需层面**，中国央行低位加码增配黄金，叠加 AI 板块调整驱动资金外溢至贵金属，SPDR 黄金 ETF 转向净流入。当前黄金 ETF 波动率仍未升至过热区间，乐观情境下金价有望触及 5000 美元/盎司。

► **如何理解美债利率上行与金价上涨共存？**黄金的定价并非由单一因素决定。从主导传统框架的金融属性理解，黄金作为不生息资产，通常受益于弱美元或美债利率下行。但通过观察 2004 年-2005 年、2015 年-2018 年、2022 年 11 月-2023 年 6 月等窗口期，金价并非与美债利率完全形成负向性，甚至可能不跌反涨。美债利率的易上难下使得利息支出占比提高，削弱美元信用的同时，强化去美元化逻辑对黄金支撑。2026 财年美国累计财政赤字至 6 月达到 1.37 万亿美元，超过 2025 财年同期。2024 年-2025 年美国利息支出在财政赤字中占比分别为 55%与 48%，超过当年国防支出对应占比。

■ 铜：关税博弈叠加供给约束，延续偏强震荡概率较高

► 年初至今铜价涨幅达 15%，接近历史新高。一是美国精炼铜关税预期引发全球库存区域错配。7 月芝商所与伦铜价差月均维持 350-380 美元/吨，当月美国进口到港超 20 万吨创 2014 年以来单月新高，COMEX 库存升至 74 万吨百年新高，而非美市场库存处多年低位；二是供给端主要矿山频繁扰动，智利二季度铜产量同比降 7.7%创 2007 年以来新低，Codelco 下修产量目标，8 月铜精矿加工费 TC 已跌至-181 美元/千吨，冶炼厂为获取原料相互竞争。需求端，铜价与美国库销比负向联动，库销比低位显示经济景气；美国 Sentix 投资者信心指数延续走高，叠加 AI 新能源需求提振，铜价难有深度回调，后续关注关税政策落地节奏。

■ 原油：资产定价核心变量，年内中枢或难系统性下移

► 2026 年 6-8 月油价呈现 V 型走势。7 月美伊谅解备忘录存续基础动摇，美军恢复对伊海上封锁，局势逆转再度抬升油价，布油一度回到 90 美元/桶高位。供给层面，美伊对峙常态化影响中东原油出口，至 2026 年 8 月 21 日，美国战略石油储备 SPR 库存较 4 月高点 4.13 亿桶下降至 2.9 亿桶，为 1982 年以来最低水平。通航情况来看，霍尔木兹海峡运力仍然紧张。7 月 10 日至今，每日通过油轮数仍维持在 10 艘以下，8 月上旬日均通过油轮数仅为 1 艘。技术面来看，2026 年 2 月 ICE 布油月线 MACD 金叉形态成立，历史映射油价未来半年中枢或难系统下移。

► **风险提示：**（1）海外机构预测或存在误差；（2）高油价或对工业生产需求形成抑制；（3）美伊地缘因素强化联储货币政策不确定性。

内容目录

1. 如何看待金油铜的共振走强?4

2. 黄金：多重属性提振，反弹有望更上台阶5

3. 铜：关税博弈叠加供给约束，延续偏强震荡概率较高12

4. 原油：资产定价核心变量，年内中枢或难系统性下移15

5. 风险提示19

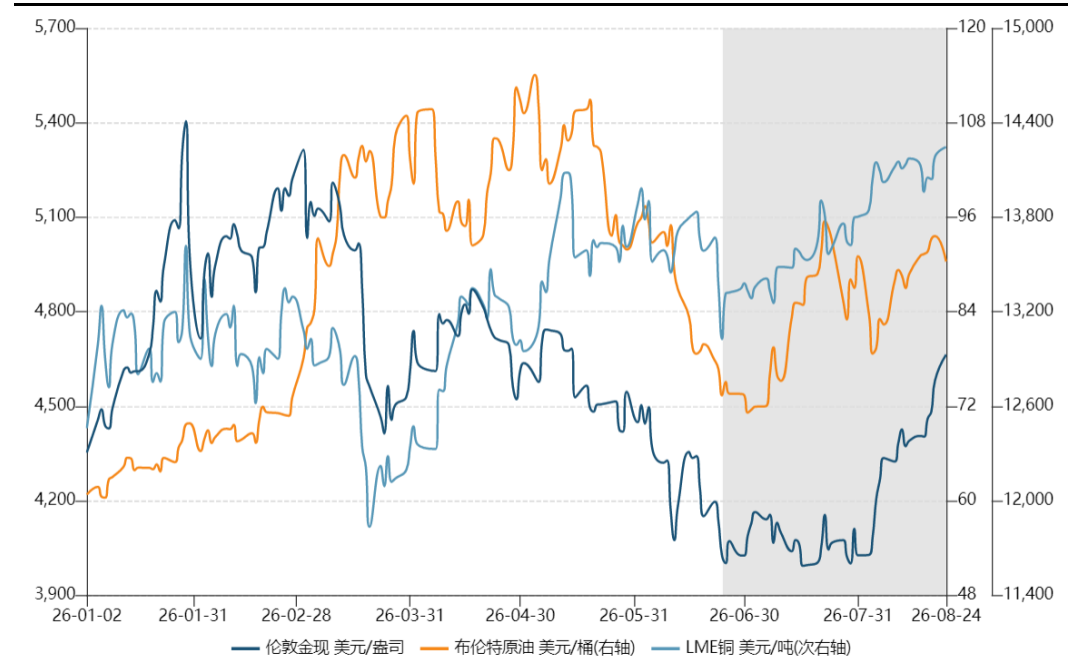
图表目录

图 1:	6 月末至今金油铜价共振走强.....	4
图 2:	美林+库存周期的资产映射.....	4
图 3:	黄金 ETF 波动率与伦敦金现.....	5
图 4:	白银价格与金银比.....	5
图 5:	黄金定价的四重属性.....	6
图 6:	黄金的金融属性呈现非对称性.....	7
图 7:	美国历年财政赤字.....	7
图 8:	2024-2025 财年美国利息支出高于国防支出.....	7
图 9:	美国累计财政赤字.....	8
图 10:	美元占全球公开储备金比重自 2016 年初下降.....	8
图 11:	中国央行在金价低位加码购金.....	9
图 12:	SPDR 黄金 ETF 持有量及国际金价.....	9
图 13:	上金所黄金现货成交额仍处低位.....	9
图 14:	境内外黄金价差与汇率关系.....	9
图 15:	主要国家央行黄金储备.....	10
图 16:	2026 年 7 月欧洲和亚洲资金 ETF 需求较高.....	10
图 17:	新兴市场国央行仍为 2026H1 黄金增配主力.....	11
图 18:	1970 年以来金价运行的三轮牛市.....	11
图 19:	黄金股的上涨需要大盘和实物金价的共同提振.....	12
图 20:	CME 利率期货对美联储政策利率预期.....	12
图 21:	LME 铜库存下降 现货-期货价差走高.....	13
图 22:	2021 年流动性宽松+绿色转型叙事下的铜价逼仓.....	13
图 23:	全球显性铜库存概况.....	14
图 24:	铜冶炼厂现货粗炼费 TC.....	14
图 25:	LME 铜价与 MSCI 秘鲁指数联动性较强.....	14
图 26:	LME 铜价及美国库销比.....	14
图 27:	美国消费投资信心指数温和上行.....	15
图 28:	美联储资产负债表规模及联邦基金目标利率.....	15
图 29:	原油中东出口量 千桶/天.....	16
图 30:	美国战略石油储备库存迅速消耗.....	16
图 31:	霍尔木兹海峡过境船舶数.....	16
图 32:	OPEC 产油国的原油日产量.....	17
图 33:	原油与美国 CPI 联动较强.....	17
图 34:	美国原油与石油:商业及储备库存.....	18
图 35:	2026 年 2 月布伦特原油月线 MACD 出现金叉形态.....	19

1. 如何看待金油铜的共振走强？

2026 年 6 月下旬至今，黄金、原油和铜价共振走强，区间最大涨幅分别达到 17%、30%与 9%。三者共同受益于地缘政治风险溢价抬升+海外流动性的顺风期，但分别受各自宏观供需逻辑驱动。7 月末，美日联合干预提振日元+联储年内紧缩定价收敛使得美元强势基础阶段转弱。市场步入美元流动性阶段顺风期，多数风险资产呈现温和上涨态势。

图1：6 月末至今金油铜价共振走强



数据来源：Wind，东吴证券研究所

三者共振背后，亦折射出全球供应链脆弱性与美元信用弱化的深层忧虑。黄金除 AI 板块调整下的避险需求外，还受益于全球央行持续购金、美国财政赤字扩张等结构性因素。铜价上涨受多重供给冲击支撑：国内低库存带来的现货紧张预期升温、智利矿山受极端天气扰动减产以及美国拟对精炼铜加征关税的预期博弈，同时新能源转型对铜的长期需求依然坚实。原油则直接受霍尔木兹海峡通行受阻导致的供应中断担忧推动，油价中枢难以回到冲突前的水平。

图2：美林+库存周期的资产映射

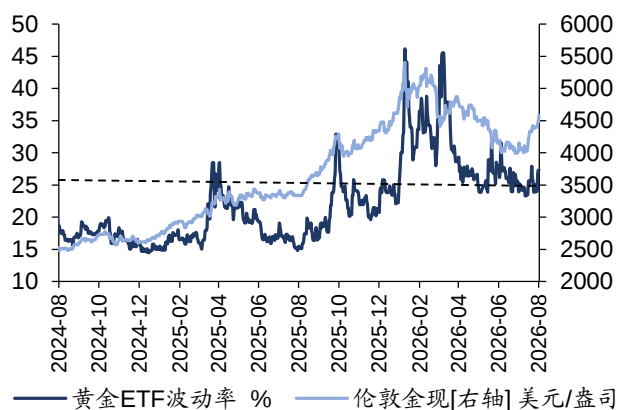
周期	轮动规律			
经济周期	复苏	过热	滞胀	衰退
美林时钟	权益>债>现金>商品	商品>权益>现金~债	现金>商品~债>权益	债>现金>权益>商品
权益资产表现	↑	↑	↓	↓
库存周期	被动去库存	主动补库存	被动补库存	主动去库存
生产活动表现	需求升，库存降	需求升，库存升	需求降，库存升	需求降，库存降

数据来源：东吴证券研究所整理

2. 黄金：多重属性提振，反弹有望更上台阶

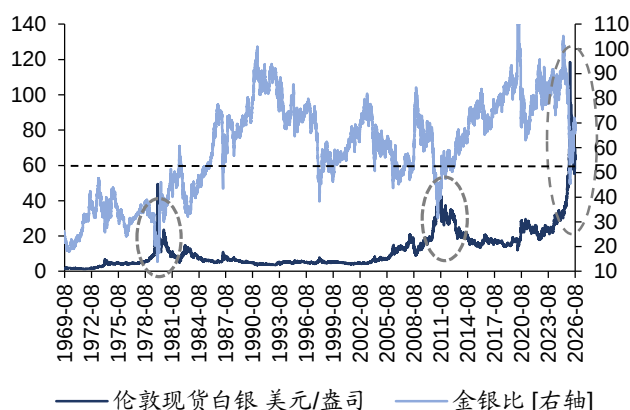
2026 年 1 月 29 日，伦敦金盘中创 5600 美元/盎司历史新高，黄金 ETF 波动率一度升至 46% 的高位，此时贵金属对多重利多定价极致。1 月 28 日，美国财长贝森特提出仍希望维持强美元储备地位；1 月 29 日，“沃什交易”强化贵金属脆弱性。金银比盘中一度触及 42 历史低点，白银价格触顶回落。回溯历史，白银的加速补涨往往意味着贵金属阶段行情步入中后段。至 6 月下旬，国际金价和银价分别一度回撤近 30% 与 50%。

图3：黄金 ETF 波动率与伦敦金现



数据来源：CBOE，东吴证券研究所

图4：白银价格与金银比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3 月初美伊冲突推动国际油价迅速翻倍，布油一度冲高至近 120 美元/桶，通胀预期上修带动海外流动性收敛。美联储年内降息概率削弱，金融属性支撑下降，金价明显承压。6 月油价回落，但贵金属整体对利好开始钝化，6 月 18 日，伦敦金正式跌破年线（日线 MA250），整体运行弱势。

6 月下旬至 7 月中旬，油价中枢触底后再度抬升，联储加息预期略有升温，美债利率整体易上难下，但金价对其逐步“脱敏”，并于 4000 美元关口呈现较强韧性。7 月末黄金 ETF 波动率收敛至 23% 的年内最低位，指向投机盘占比大幅下降，筹码结构相比前期更为健康。

如何理解美债利率上行与金价上涨共存？

黄金的定价并非由单一因素决定，其运行趋势需要综合金融属性、货币属性、避险属性、商品属性及交易拥挤度等多因素综合观察。

图5：黄金定价的四重属性

黄金属性	影响因素/指标	对金价影响方向	对交易指引信号
金融属性	美元指数	-	较强
	美债实际利率[TIPS]	-	较强
	美债名义利率	-	较强
货币属性/去美元化	美国债务规模	+	较强
	法币信用	-	较强
避险属性	VIX波动率[地缘冲突/流动性冲击-]	+	较强
	通胀水平	+	一般
商品属性	供给水平	-	一般
	需求水平	+	较强

数据来源：东吴证券研究所整理

美债利率对黄金的影响呈现非对称性。从主导黄金定价传统框架的金融属性理解，黄金作为不生息资产，通常受益于弱美元或美债利率（或美债实际利率 TIPS）下行。但通过观察 2004 年-2005 年（美联储激进加息）、2015 年-2018 年（联储加息周期）、2022 年 11 月-2023 年 6 月（联储加息周期）等窗口期，我们会发现金价并非与美债利率完全形成负向性，甚至可能在利率走高时不跌反涨。

2013 年伯南克主席提出缩减购债，向市场释放逐步退出 QE 的紧缩信号，金价在 2011 年 Q3-2012 年 Q3 高位震荡 1 年后正式步入下行期。2011 年 8 月-2015 年 12 月，伦敦金自 1920 美元/盎司的高点回撤 45% 至 2015 年末的 1050 美元/盎司。2015 年 12 月联储加息周期开启，但金价表现利空出尽，至 2018 年 12 月加息周期结束，金价在这三年录得正收益。

再以 2022 年 11 月为例，此时联储加息正处最激进阶段，金价开始止跌企稳，对金融属性层面的利空逐步钝化。同月中国央行开启本轮购金周期，叠加 2022 年 3 月俄乌冲突后在俄美元资产被冻结，新兴市场央行购金步伐提速。

图6: 黄金的金融属性呈现非对称性

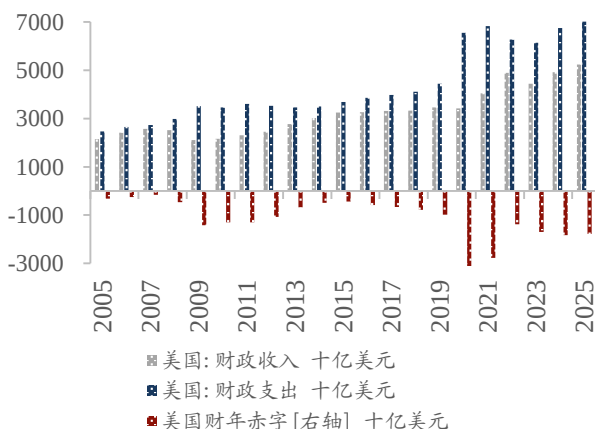


数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

美债利率中枢高位对金价的影响具备两面性。一方面，利率走高削弱黄金作为不生息资产持有的吸引力。另一维度，美债利率的易上难下将使美国利息支出居高不下，强化市场对美国财政可持续性的担忧，美元信用的弱化反而强化去美元化逻辑对金价的支撑。2024年-2025年美国财政赤字分别为1.83万亿美元、1.78万亿美元，利息支出在财政赤字中占比分别为55%与48%，分别超过当年国防支出对应占比50%与46%。

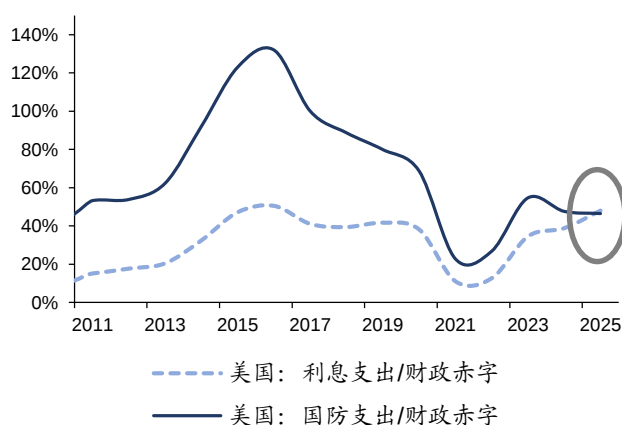
2023年-2025年美国高利率和金价上涨共存也并不矛盾。正是因为财政扩张支撑美国经济，美债利率持续高位运行，此时债务规模扩大-削弱美元信用-去美元化叠加央行购金-黄金上涨。此外，金价对利空不敏感本身亦是趋势开始由弱转强的体现。

图7: 美国历年财政赤字



数据来源: CBO, 东吴证券研究所

图8: 2024-2025财年美国利息支出高于国防支出



数据来源: CBO, 东吴证券研究所

为何 8 月金价突破了低位震荡区间？

8 月 5 日，黄金技术面向上突破低位运行区间。经过二季度的震荡降波，黄金的投机筹码明显下降，且技术面周线 MACD 于 8 月 21 日确认金叉形态。

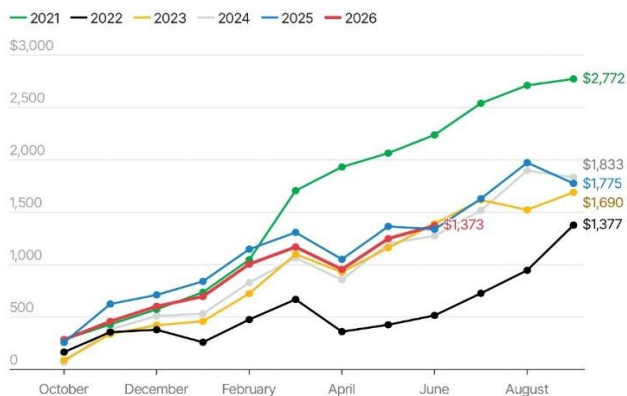
1) 金融属性维度，美元流动性在 8 月转向顺风期。7 月 FOMC 议息会议结束后，年内联储加息概率收敛形成边际利多。叠加 7 月劳动力市场与通胀数据的边际降温，美元和美债利率的强势基础转弱。7 月末美日联合干预提振日元汇率，反映贝森特愿意配合日本对美元适度趋贬，虽日本经济自身的结构性问题可能决定了日元中长期运行趋势的易贬难升，但美元的阶段回落为黄金提供支撑。

2) 货币属性维度，去美元化逻辑仍未明显松动，美国财政可持续性担忧+美联储独立性的削弱为核心催化。至 2026 年 8 月末，美债总规模触及 40 万亿美元关口，接近 2025 年 7 月《大而美法案》上调至 41 万亿美元的债务规模上限。由于美国经济温和增长格局并不支持美债市场利率大幅下行，特朗普对美联储独立性干预信号明显增多。8 月 19 日，美国财政部提出增加回购规模，海外长端利率上行斜率放缓，但此举更类似缓兵之计。2026 财年美国累计财政赤字至 6 月达到 1.37 万亿美元，超过 2025 财年同期。至 2026 年 6 月，美元占全球央行外储比重为 57%。

图9：美国累计财政赤字

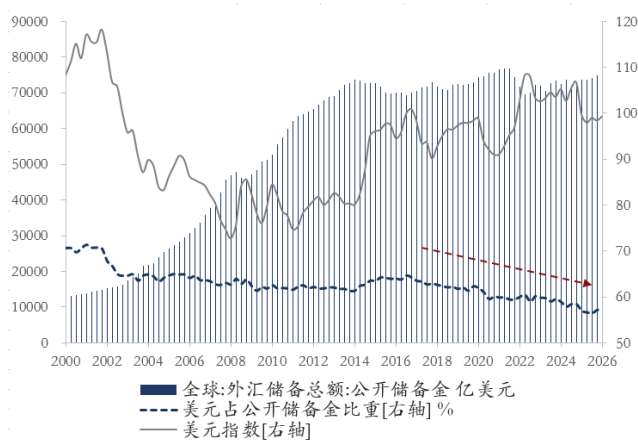
Deficit Tracker

Cumulative federal deficit in billions of dollars (nominal), FY2021-2026



数据来源：Deficit Tracker，东吴证券研究所

图10：美元占全球公开储备金比重自 2016 年初下降

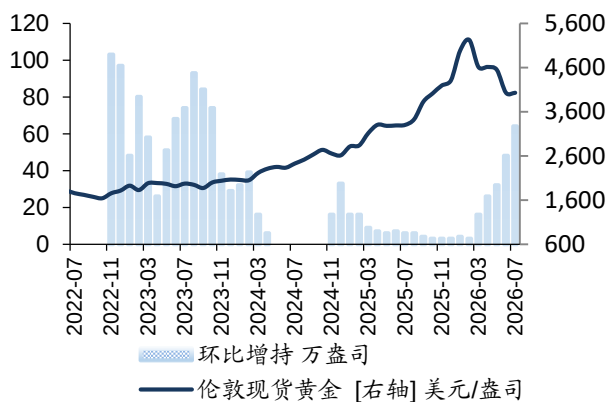


数据来源：IMF，东吴证券研究所

3) 供需层面维度，中国央行低位加码购金，AI 板块高拥挤度驱动部分资金外溢至贵金属，SPDR 黄金 ETF 转向净流入。7 月末中国央行黄金储备为 7608 万盎司，环比增加 64 万盎司，为 2024 年 11 月重启购金周期以来最大月度买入量。3 月至 6 月央行单月增持黄金规模分别为 16 万、26 万、32 万、48 万盎司。7 月全球 AI 板块的调整对科技高拥挤度和叙事二阶导博弈定价，部分止盈资金可能转向配置黄金。全球最大黄金 ETF SPDR 2026 H1 整体对黄金净减持，但 2026Q3 转向净增持。1 月 30 日其总规模触及 1087 吨的历史高位，至 7 月 3 日累计减持 8%至 1001 吨。进入三季度，SPDR 黄金

ETF 转向净增持，至 8 月 21 日总规模回升 5% 至 1047 吨。以上官方储备及市场资金行为侧面印证了贵金属情绪的回暖。

图11: 中国央行在金价低位加码购金



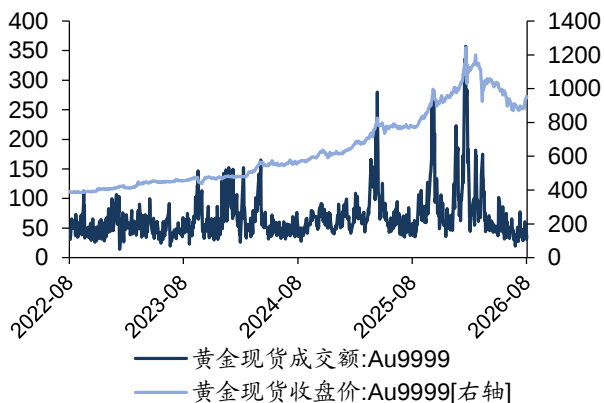
数据来源：中国央行，东吴证券研究所

图12: SPDR 黄金 ETF 持有量及国际金价



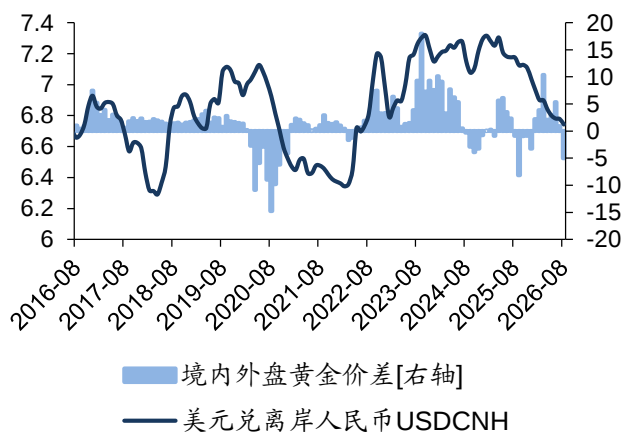
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 上金所黄金现货成交额仍处低位



数据来源：上金所，东吴证券研究所

图14: 境内外黄金价差与汇率关系



数据来源：中国央行，上金所，东吴证券研究所

中国央行黄金配置与外汇储备比例升至 9%。据世界黄金协会 WGC 完整披露，至 2025 年 Q4，黄金储备在全球央行总储备中占比超过 20%。具体来看，央行持有黄金储备规模前五的国家为美国、德国、意大利、法国和俄罗斯，分别持有 8133 吨、3350 吨、2452 吨、2437 吨和 2326 吨，在其本国央行总储备中比例分别为 82.4%、82.2%、79.3%、79.9%和 40%。中国央行位居第六位，持有黄金 2306 吨，在总储备中占比近 8.6%。至 2026 年 7 月，中国央行外汇储备总额 3.42 万亿美元；黄金储备 3064 亿美元，在外储中占比近 9%。

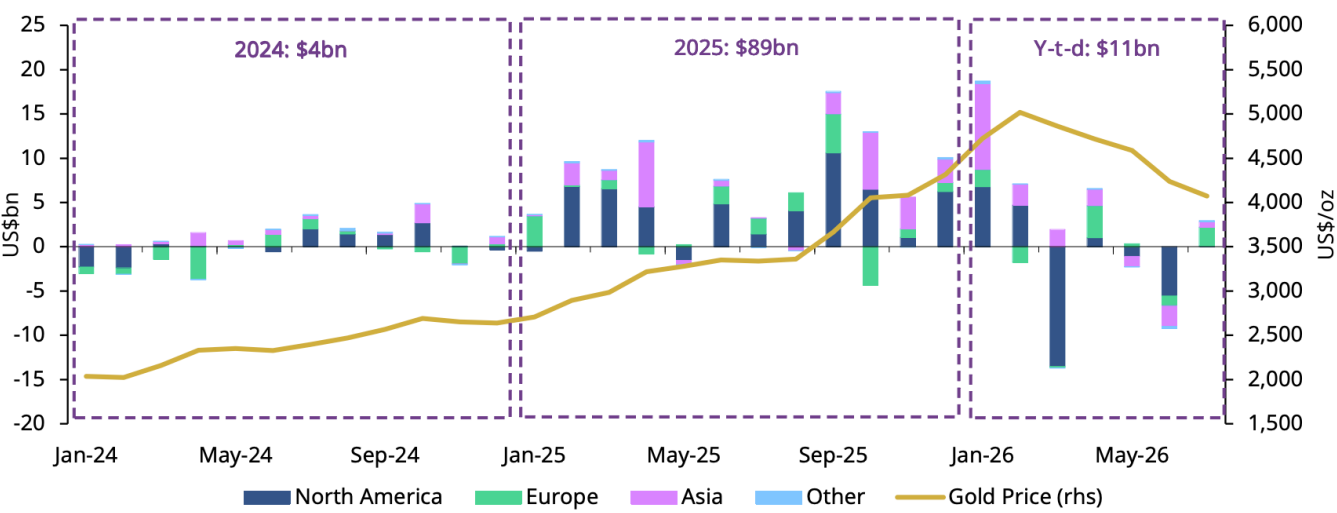
图15：主要国家央行黄金储备

国家/地区	黄金储备 亿美元	黄金储备 吨	占本国央行总储备比例 %	占全球黄金总储备比例 %
美国	11421	8133	82.4	22.2
德国	4704	3350	82.2	9.1
意大利	3443	2452	79.3	6.7
法国	3422	2437	79.9	6.6
俄罗斯	3267	2326	40.0	6.3
中国	3238	2306	8.6	6.3
瑞士	1460	1040	13.6	2.8
印度	1236	880	17.7	2.4
日本	1188	846	8.7	2.3
土耳其	863	614	54.6	1.7
荷兰	860	612	72.9	1.7
波兰	773	550	28.4	1.5

数据来源：WGC，东吴证券研究所

注：数据截至 2025 年 Q4

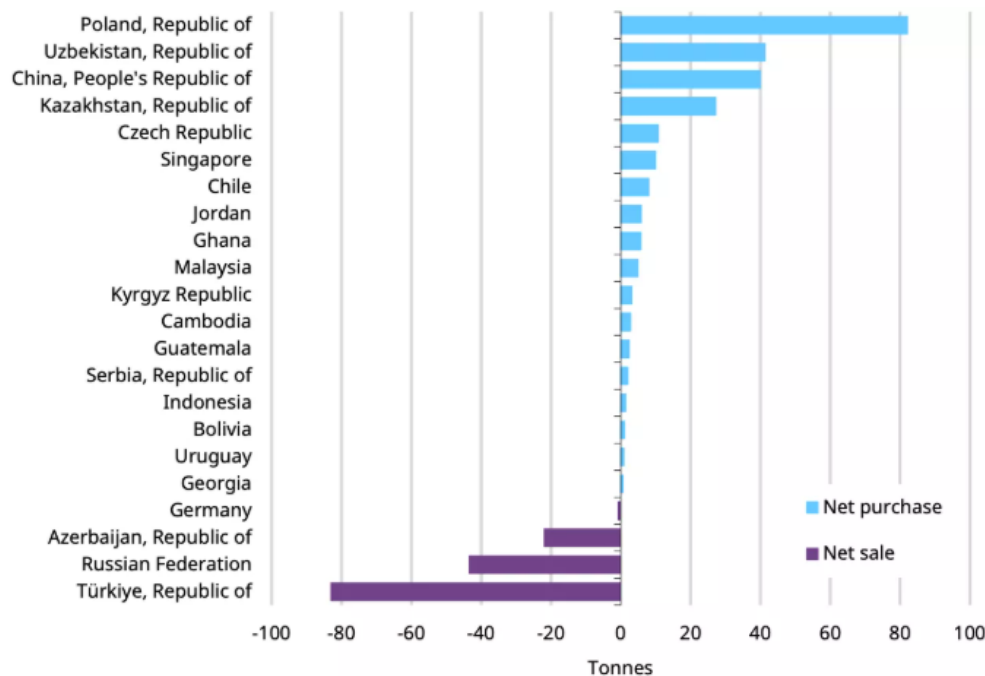
图16：2026 年 7 月欧洲和亚洲资金 ETF 需求较高



数据来源：WGC，东吴证券研究所

注：数据截至 2026 年 7 月末

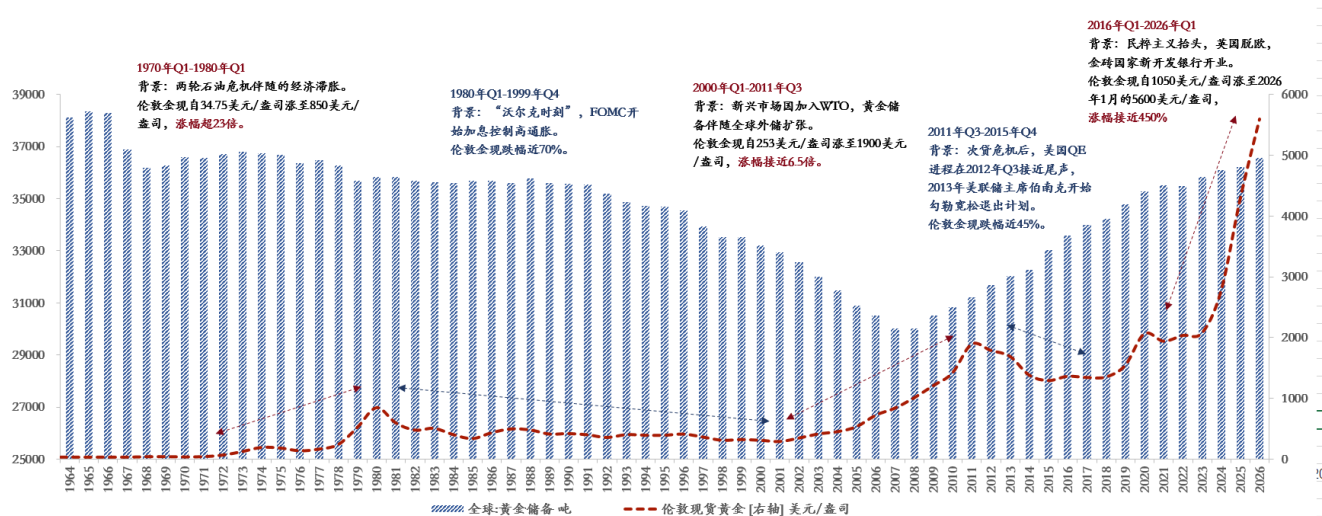
图17: 新兴市场国央行仍为 2026H1 黄金增配主力



数据来源: WGC, 东吴证券研究所

中期而言, 我们对黄金本轮上行初步以反弹看待。至 8 月 22 日黄金 ETF 波动率为 27%, 拥挤度并未明显抬升, 预计上行动能有望延续, 乐观视角国际金价有望触及 5000 美元/盎司。而对于权益板块, 黄金股的上涨需要大盘和实物金价的共同提振。

图18: 1970 年以来金价运行的三轮牛市



数据来源: 东吴证券研究所整理

图19：黄金股的上涨需要大盘和实物金价共同提振



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：CME 利率期货对美联储政策利率预期

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES			
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425
2026/9/16	61.64%	38.36%	0.00%
2026/10/28	39.50%	60.50%	0.00%
2026/12/9	0.00%	99.87%	0.13%
2027/1/27	0.00%	81.50%	18.50%
2027/3/17	0.00%	56.07%	43.93%
2027/4/28	0.00%	47.50%	52.50%
2027/6/9	0.00%	39.39%	60.61%
2027/7/28	0.00%	40.50%	59.50%
2027/9/15	0.00%	41.91%	58.09%
2027/10/27	0.00%	46.50%	53.50%
2027/12/8	0.00%	65.37%	34.63%

数据来源：CME，东吴证券研究所

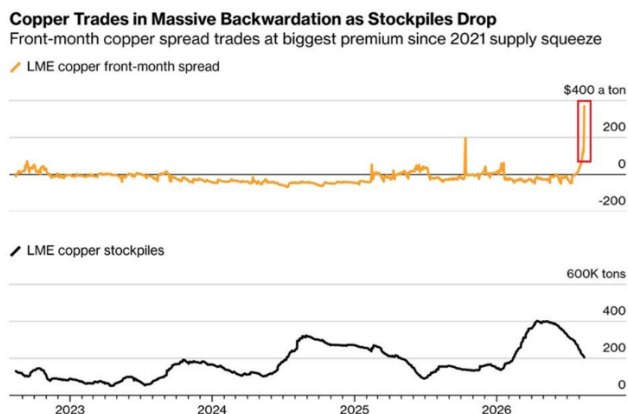
注：截至 2026 年 8 月 26 日

3. 铜：关税博弈叠加供给约束，延续偏强震荡概率较高

“铜博士”是预期通胀输入变量之一，亦是实体工业生产景气度的观测指标。作为基础工业原料，铜具有极佳的导电导热性，与新能源、电子、电力、交通、家电产业链和建筑等行业相关性较强。铜的商品属性较强，对于我国而言，精炼铜的供需缺口为铜价的直接因素，可通过库存情况和实体需求变化、现货升贴水变化来观察。

年初至今，铜的涨幅达到 15%，铜价接近历史前高 1.45 万美元/吨。自年初商品板块的系统性下行叠加美伊冲突的流动性冲击过后，其在二季度开始重拾升势稳步上行。铜价的稳健走强主要源于美国对铜关税预期的博弈、供给结构性约束、高需求景气度、铜冶炼厂现货粗炼费 TC 的下行及地缘因素带来的战略资源溢价的多重共振。8 月 17 日，伦交所 LME 现货相对期货升水幅度明显走高，呈现贴水 Backwardation 结构，指向短期供给明显趋紧，间接强化市场多头格局，该价差仅次于 2021 年铜逼仓行情时期的水平，当时美元流动性宽松+新能源渗透率提升下绿色转型叙事提振+智利秘鲁在公共卫生事件下对铜矿产出预期的扰动等因素共同对铜价形成支撑。

图21: LME 铜库存下降 现货-期货价差走高



数据来源: LME, Bloomberg, 东吴证券研究所

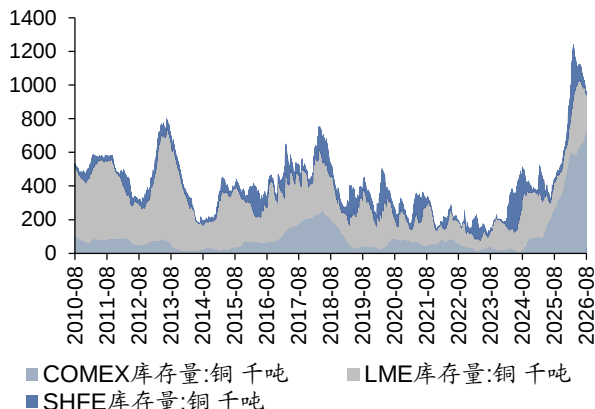
图22: 2021 年流动性宽松+绿色转型叙事下的铜价逼仓



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

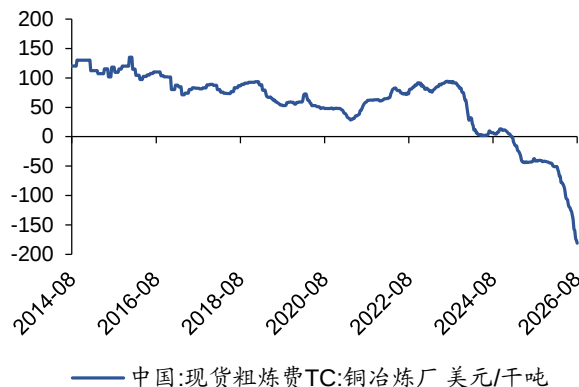
美国精炼铜关税预期引发全球铜库存的区域错配。市场对特朗普政府出台铜半成品及衍生产品加征高额关税较强预期。2025 年 7 月首批政策落地: 铜半成品征收 50% 关税, 精炼铜暂豁免, 但要求美国商务部 2026 年 6 月提交评估报告, 计划 2027 年起对精炼铜加征 15% 关税, 2028 年升至 30%。按照规则, 美国总统拥有 90 天窗口期决定是否签署精炼铜关税执行令。因此全球交易商持续将大量铜库存抢运至美国, 铜资源形成跨区抢运, 导致非美市场的铜现货趋于紧张, 该趋势在 2026 年 H1 持续演绎。持货主体更倾向于将铜资源运输至美国市场, 而非直接交割入库。这类套利并不会直接减少全球铜的总供应量, 但会改变不同商品交易所的铜库存分布。2026 年 7 月芝商所与伦铜价差一度达 600 美元/吨, 月均维持 350-380 美元/吨高位, 吸引全球铜资源涌入, 当月美国进口到港超 20 万吨, 创 2014 年以来单月最高纪录。回溯 2025 年 2 月美国启动铜产品 232 国家安全调查, 市场提前交易加征关税预期, COMEX 铜库存当时仅 8.4 万吨。2026 年 8 月初 COMEX 铜库存上升至 74 万吨, 创百年新高。2026 年 7 月单月到港量超 20 万吨, 创 12 年来新高。非美市场来看, LME 库存降至 23.84 万吨, 中国上期所铜库存也跌至 4.11 万吨, 处于多年低位。

图23: 全球显性铜库存概况



数据来源: CME、LME、SHFE, 东吴证券研究所

图24: 铜冶炼厂现货粗炼费 TC



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

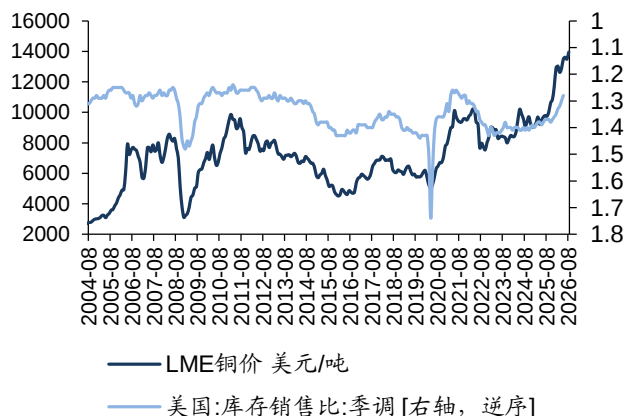
全球主要矿山频繁扰动，铜精矿加工费 TC 负值加深。2026 年智利、秘鲁、印尼等地矿山等全球主要铜矿因抗议、事故、品位下降等问题减产或停产。例如，全球最大产铜国智利二季度铜产量同比下降 7.7%，创 2007 年以来同期新低，全球最大铜企 Codelco 下修产量目标并暂停新项目审批，2026 年 8 月铜精矿加工费 TC 已跌至 -181 美元/干吨，反映出冶炼厂为获取稀缺矿石甚至愿意支付额外费用为获取原料相互竞争，而矿山则由于铜进口的紧缺而掌握主动权。近五年 LME 铜价与 MSCI 秘鲁指数呈现较高的联动性。铜价上涨一定程度可以改善矿业公司利润，还可以提振秘鲁出口收入及政府财政收入，推动秘鲁本地资产价格走高。

图25: LME 铜价与 MSCI 秘鲁指数联动性较强



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

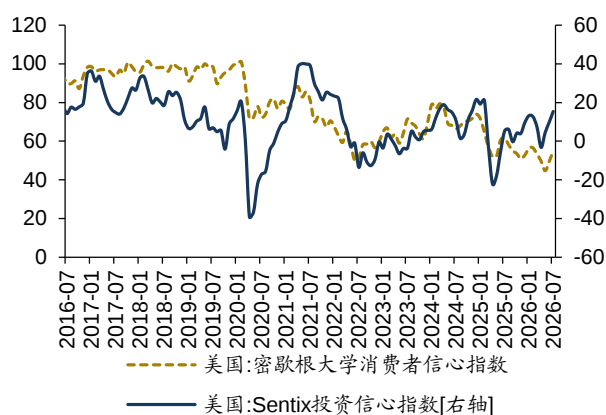
图26: LME 铜价及美国库销比



数据来源: USBC、LME, 东吴证券研究所

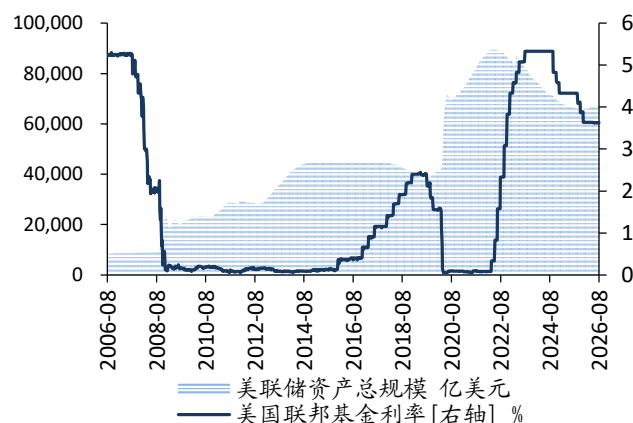
从需求层面理解，铜价和美国库销比负向联动较强。当库销比下降，意味着美国社会库存紧缺，经济基本面整体景气。同时铜与全球制造业 PMI 的同向性亦较为显著。最新美国消费者信心指数延续走高，我们认为美国经济系统性转弱的风险较为有限，叠加战略能源叙事及 AI+新能源产业需求提振，铜难有深度回调。后续需要观察美国商务部审查推进的节奏，关注白宫对铜关税征收范围最终生效时间，同时观察伦交所 LME 铜库存的交割情况是否改善。

图27：美国消费投资信心指数温和上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：美联储资产负债表规模及联邦基金目标利率



数据来源：美联储，东吴证券研究所

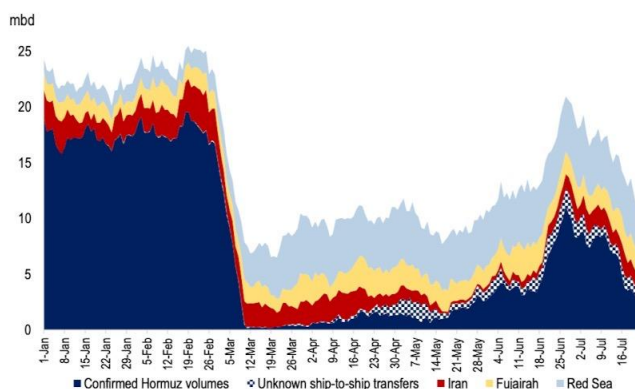
4. 原油：资产定价核心变量，年内中枢或难系统性下移

2026年6-8月油价呈现“V型”走势。2026年6月，乐观预期开始压低油价，美伊达成临时谅解备忘录，市场押注美伊冲突趋于缓和，霍尔木兹海峡加速通航后伊朗原油供给恢复，布伦特油价一度回落至68美元/桶。进入7月，美伊谅解备忘录存续基础动摇，美军恢复对伊海上封锁，局势逆转再度抬升油价，布油价格一度回到90美元/桶高位。根据国际能源署IEA，自美伊冲突爆发以来，全球观测到的石油库存累计减少约4.1亿桶。其中，仅2026年7月单月就减少了6900万桶，至7月底全球可观测石油库存总量不足79亿桶，创下自2025年4月以来的最低水平。目前OECD库存已接近运营警戒水平，市场安全缓冲空间较为有限。

供给层面，美伊对峙常态化影响中东原油出口，美国战略石油储备SPR库存降至1982年以来新低。霍尔木兹海峡承载30%以上的海运原油，美伊对峙常态化使得海峡通行量压缩一半以上。2026年8月12日国际能源署IEA月度展望中，提到全球石油供应在2026年7月达到1.015亿桶，较上月增加240万桶，但同比降幅约为830万桶。环比增长主要来自非OPEC产区的产能释放，其中美洲地区的页岩油及深海项目贡献主要

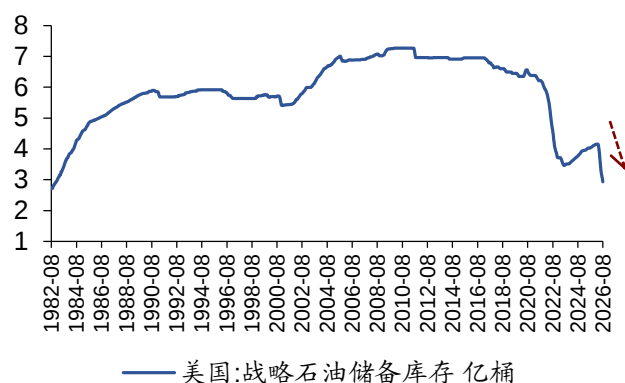
增量。IEA 预计 2026 年三季度市场缺口约为 180 万桶/日，较上月预测值 80 万桶明显走扩。回顾 2026 年 3 月 11 日，特朗普授权能源部释放 1.72 亿桶石油，以应对美伊冲突中海峡油轮的原油供应中断。随后商业和战略石油库存消耗速率明显加快。截至 2026 年 8 月 21 日，美国战略石油储备 SPR 库存较 4 月高点 4.13 亿桶下降至 2.9 亿桶，这是自 1982 年以来最低水平。市场缓冲力量明显不足，油价波动率走高。

图29：原油中东出口量 千桶/天



数据来源：Kpler, J.P.Morgan, 东吴证券研究所

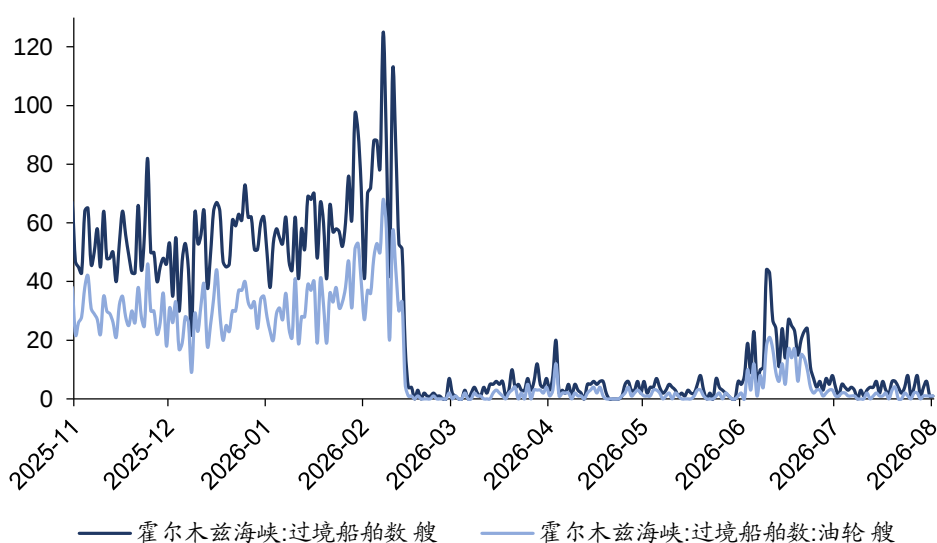
图30：美国战略石油储备库存迅速消耗



数据来源：EIA, 东吴证券研究所

从通航情况来看，霍尔木兹海峡运力仍然紧张。3月初美伊冲突开启前后，霍尔木兹海峡每日通过船只数从 120 艘降至 10 艘以下。6 月下旬每日通过油轮数一度达到 43 艘，但 7 月上旬开始逐步回落。7 月 10 日至今，每日通过油轮数仍然维持在 10 艘以下，8 月上旬日均通过油轮数仅为 1.25 艘。

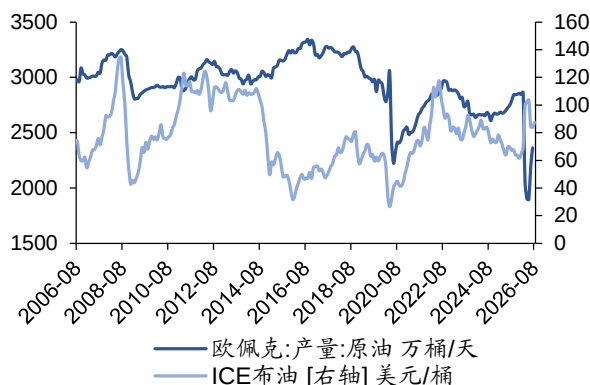
图31：霍尔木兹海峡过境船舶数



数据来源：IMF, 东吴证券研究所

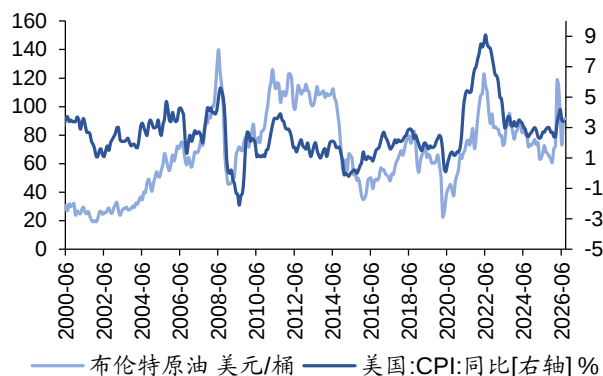
OPEC 原油日产量有所修复，但未回到美伊冲突前。霍尔木兹海峡供应终端风险促使各国加快石油储备建设。2026 年 7 月 OPEC 原油日产量录得 2363 万桶/日，较 5 月的 1897 万桶/日增加 466 万桶，但仍比美伊冲突前 2850 万桶/日左右的水平少近 500 万桶/日。尽管 OPEC+持续增产，但内部分歧可能削弱稳定供给，同时，中东闲置的产能高度集中于受地缘冲突约束的波斯湾地区，难以有效转化为实际出口量。

图32: OPEC 产油国的原油日产量



数据来源：OPEC、ICE，东吴证券研究所

图33: 原油与美国 CPI 联动较强

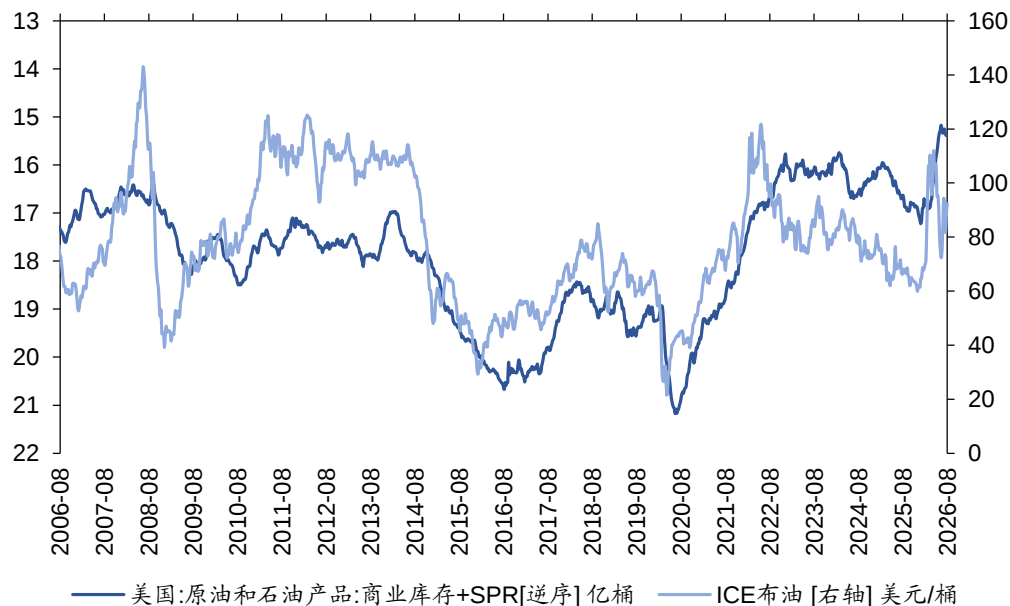


数据来源：Wind，东吴证券研究所

从需求端来看，受霍尔木兹海峡通行受阻及燃料价格高企影响，全球石油消费持续受到抑制，2026 年原油需求下滑的概率较大。2026 年 8 月 12 日国际能源署 IEA 月度展望中，预计 2026 年全球需求为 1.0329 亿桶/日，同比将下降 156 万桶/日，较 7 月报告预测值下调 51 万桶/日，这是自 2020 年全球公共卫生事件后首度出现年度需求下滑。

IEA 表示，原油市场的关注点从短期波动逐步转向中长期再平衡路径，其中战略储备和产能弹性将成为稳定预期的核心变量。8 月中旬，美国原油与石油的商业及储备库存合计 15.39 亿桶，较 1 月中旬的 17.16 亿桶下降 10%。中期来看，美国原油和石油总库存与油价整体呈现负向性。

图34: 美国原油与石油:商业及储备库存



数据来源: EIA、ICE, 东吴证券研究所

从技术形态的关键前瞻信号来看，半年维度油价系统性下移的概率或较小。从大周期的技术形态来看，我们曾在2026年2月下旬观测到ICE布油月线MACD金叉形态的逐步形成。从2002年-2003年、2007年-2008年、2009年-2010年、2015年-2016年、2020年-2022年历轮月线MACD金叉形态的规律来看，这意味着油价中期走强的概率较大。此时技术面信号走在基本面变化之前。2026年3月初，美伊冲突爆发，中东原油出口量迅速下降，油价在一周内接近翻倍。

原油作为资产定价核心变量，我们认为年内其中枢或难回落至美伊冲突前水平。如果美伊对峙长期僵持，海峡半封锁状态持续，布油价格或延续80-90美元/桶区间的运行中枢震荡。若曼德海峡与霍尔木兹海峡封锁时长超预期，则不排除原油价格再创新高。如果双方重启有效谈判，则油价可能再度回落至70美元/桶附近，但库存低位仍将托举其下行空间。

图35：2026 年 2 月布伦特原油月线 MACD 出现金叉形态



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- (1) 部分数据源于海外机构预测，可能存在误差；
- (2) 高油价可能影响全球工业生产活动，对全球经济需求形成抑制；
- (3) 美伊地缘因素提升美联储货币政策不确定性，对全球流动性造成扰动。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>