

首席周观点：2026 年第 38 周

2026 年 9 月 24 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：供需博弈强化定价逻辑，流动性定价影响市场宽度

金属行业强势定价具有四大核心要素，流动性市场分化式定价影响估值弹性及市场宽度。我们认为决定此轮金属强势定价周期的核心要素分别为刚性化的供给、弹性化的需求、持续化的政经扰动以及分化的金融定价。从决定商品定价重心的供需层面观察，金属行业刚性化的供给源于全球矿业上游资本勘探弱朱格拉周期的显现及延续，上游矿端产量实际有效供给增速的低迷对中游金属冶炼产品的产出增速形成刚性垂直化扩散；但需求端则受益于全球算力基建投资及新质生产力升级等产业链迭代而加深了金属的科技生产要素定义，科技金属需求端结构性的扩张令金属需求曲线的右移弹性发生质变，从而在供需平衡的角度强化了各金属品种的定价逻辑。另一方面，全球政经环境依然呈现高扰动，全球多线冲突僵持且经济对抗加剧，货币储备体系及贸易结算体系显现重构，而资源民族保护主义则抬头明显，这一方面加剧了金属供应链的扰动风险，另一方面则大幅推升了各金属隐含波动率的定价。此外，利率及流动性市场的远期定价对金属市场的估值变化形成扰动。全球再通胀预期强化下，流动性市场已经回到“再通胀收紧”与“再衰退宽松”的分化式定价，我们认为全球央行资产负债表的再调整政策对金属行业的估值弹性及市场宽度或起到实质影响，亦是年内需要关注的流动性核心变量。

厄尔尼诺是赤道中东太平洋海温异常升高引发的一种全球气候扰动。在厄尔尼诺现象下，正常堆积在印尼及澳大利亚附近的暖水会往中东及太平洋区域扩散，热带太平洋海温变化会令全球降雨和温度格局出现转变，表现为东南亚及澳洲地区进入干旱，南美西岸地区则面临暴雨洪涝，而我国亦易显现南涝北旱。

厄尔尼诺将明显推升全球通胀水平。厄尔尼诺发生后将对全球农产品种植及矿产品开采形成直接影响，从而从供给端收缩角度再定价相关产品的供需平衡状态并形成显著的价格上行压力。厄尔尼诺会令全球降水格局出现转变，表现为东南亚地区及澳大利亚干旱（传统的农产品、软商品及矿产品生产区域），南美的巴西、秘鲁、智利等地出现洪涝（传统重要的矿产品生产区域）；而我国可能出现的南涝北旱则会影响南方水稻、蔬菜，以及北方大豆、玉米的产量。由于商品的定价基于自身供需平衡表状态的调整，厄尔尼诺现象的出现会带动商品开始交易天气因素造成的供给收缩，并且推升商品价格的的上行压力。从近 20 年历史三轮强厄尔尼诺现象的数据统计观察，全球 CPI 抬升幅度约+0.7%--+2%，全球食品 CPI 抬升幅度约+3.5%--+6%，而该阶段中国平均 CPI 约 2.7%。

从农产品供给角度观察，厄尔尼诺现象将对棕榈油、白糖、天然橡胶、大豆及棉花形成较大供给冲击。棕榈油是对厄尔尼诺反应最敏感品种，厄尔尼诺引发干旱的核心区域占全球 80% 的棕榈油产量（印尼及马来西亚），且油棕树在花期与果串膨大期对水分高度敏感。白糖的产出基于甘蔗产量，而全球的甘蔗主产国则位于东亚及东南亚的印度及泰国，以及南美的巴西。厄尔尼诺所导致印度及泰国的干旱会令甘蔗单产下降，而巴西可能出现的洪涝则会令甘蔗含糖量下降。天然橡胶的主要供给区域同样集中在东南亚（区域供给量超过 1100 万吨，占全球比例 80% 之上），泰国（供给占全球 32%）、印尼（15%）、越南（8.8%）及印度（6.1%）均为全球主要的橡胶生产国，而厄尔尼诺所带来的干旱会导致生胶产量明显下降。鉴于全球橡胶的供给状态已经进入结构性的收缩阶段，干旱风险的出现或推升橡胶价格上行弹性的显现。大豆供给的收缩概率同样受厄尔尼诺影响而攀升。南美的巴西及阿根廷是全球大豆的主要生产国，厄尔尼诺会令巴西北部出现高温少雨而令阿根廷面临洪涝风险；此外，我国北方可能出现的干旱亦会令中国本土大豆产量受损。考虑到巴西及阿根廷分别生产全球大豆的 40% 及 12%，而中国东北亦是国内大豆主产区，大豆供给将受厄尔尼诺影响而面临收缩风险。棉花的产出状态易受厄尔尼诺而出现实质性扰动。印度及巴基斯坦是全球第二大及第四大产棉国（印度棉花产量约占全球 22%，巴基斯坦约占全球 6%），厄尔尼诺所带来的干旱会导致棉花在关键生长阶段缺水并造成单产实质性下降。

从金属产品角度观察，厄尔尼诺现象对铜、镍及白银的生产扰动较大。从厄尔尼诺对矿产品生产影响的传导路径观察，大体可以分为四部分：物理停产（暴雨洪涝导致矿区及运输直接受损）+被动减产（干旱缺水导致选矿及冶炼产能利用率下降）+成本抬升（水+电+高温能耗等资源成本攀升及单位产量下降导致综合成本上涨）+伴生收缩（伴生金属跟随原产矿同步减产，如全球 70% 的白银供应源于伴生矿产）。铜受厄尔尼诺影响最为明显，智利（约 23%）及刚果（约 14%）是全球第一及第二大产铜国，二者年累计产量超过 860 万吨，约占全球总产量 2300 万吨的 37.4%。厄尔尼诺的出现会导致智利面临暴雨及洪涝风险，容易直接造成当地矿山生产及运输中断；而对刚果则会令其南部矿区出现干旱并造成河流水位下降，水资源供给的不足会间接影响矿山及冶炼厂出现减产（水电下降+采选工作取水受限）。镍的全球供给主产区位于印尼（占 50% 以上）及菲律宾（约 11%），厄尔尼诺带来的强干旱会令镍矿产区水资源及水电双降，从而对镍矿的生产起到实质性干扰。由于印尼主产区水电占比约 40%，而其红土镍矿采用的是湿法冶炼工艺（湿法耗电强度高），采选及浸出又均需大量用水（吨镍耗水量超百吨），限电及限水易令矿商出现减产停产事件（如 2015 年强厄尔尼诺现象下印尼湿法矿山出现平均约 20% 减产，2023 年厄尔尼诺导致印尼部分地区限电 25% 令其镍产量同比降幅约 7%）。厄尔尼诺同样会对全球白银产出造成干扰。秘鲁（约 24%）及墨西哥（14%）是全球白银主要供给国，二者合计占全球白银总供给量约 38%，其中秘鲁的白银供给以铜/铅锌等伴生矿为主，而墨西哥的白银供给则以原生矿为主。厄尔尼诺出现时，秘鲁遭受的暴雨洪涝会令矿区生产及运输受损（如 2017 年厄尔尼诺造成秘鲁白银产量-5%）；墨西哥面临的干旱缺水则会限制选矿及冶炼的有效产能利用率。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2026 半年度展望（II）：有色及贵金属——供需博弈强化定价逻辑，

流动性定价分化影响市场宽度》，2026-6-18



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递 2026 年 8 月数据点评：反内卷持续发力，近期江苏安徽等地迎来提价

2026 年 8 月全国快递服务企业业务完成量约 166.0 亿件，同比增长 2.8%，增速较上月的 4.1% 略降，其中同城件业务量同比下降 5.5%，异地件业务同比增长 3.7%。

8 月行业件量增速环比略降。申通增速继续领跑但环比略降；圆通件量增速逆势提升；韵达和顺丰业务量同比有所下滑。整体来看，8 月行业件量增速降至年内较低水平，圆通对市场份额的诉求依旧较强。

价格方面，8 月行业单票价格同比提升 4.0%，价格同比指标稳中有增。环比看则基本持平。

通达系总部方面，8 月申通单票收入同比增长 3.4%，增幅收窄；韵达同比增长 10.4%，涨幅维持在较高水平；圆通同比下降 4.7%，降幅扩大。圆通件单价 5 月有较大下调，后维持稳定，我们认为系口径变化导致。环比看，申通单票收入环比提升 0.07 元，提升较明显，申通 7 月件单价偏低而 8 月明显反弹，可能是 7 月部分收入的确认滞后导致的；韵达单票收入环比下降 0.02 元，圆通下降 0.01 元。

结合件量与单价数据看，8 月行业在件量低增速的背景下，价格端依旧保持稳定，反内卷起到了持续正面效果。我们认为当前行业竞争烈度可控，申通与圆通谋求市场份额稳健提升，韵达则重点稳固存量客户。

进入 9 月后，行业监管进一步发力。9 月 8 日至 11 日，国家邮政局领导赴江浙地区调研，强调持续治理行业“内卷式”竞争，并深入调研末端派费保障等工作情况。9 月 20 日，中通、圆通等快递公司皆发布通知，要求江苏地区所有网点和合作客户的快递服务费统一上调不低于 0.1 元/票；次日安徽地区也迎来提价通知。

投资建议：我们认为今年行业反内卷的力度与持续性都有望超预期，短期的单票价格波动并不改变行业长期向好的趋势，行业提价则是反内卷成效最直观的映证。我们预计提价会为快递企业带来更大的旺季盈利空间，建议重点关注服务品质领先的龙头中通和圆通，以及经营数据改善最明显的申通。

风险提示：行业价格战加剧；反内卷持续时间低于预期；人力成本攀升；政策面变化等

参考报告：《反内卷持续发力，近期江苏安徽等地迎来提价》，2026-9-22

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息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建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526