

结构分化与温和修复

2026 年三季度，南华综合指数走势大致经历了“上行—震荡—快速拉升—回调震荡”四个阶段，6 月底至 7 月底震荡上行，8 月中旬至 9 月中旬快速上涨，9 月下旬高位回调。板块表现分化明显，能化指数上涨动力相对突出，工业品指数跟随走强；黑色产业指数出现阶段性趋势切换，贵金属指数冲高后转入震荡，有色金属整体维持区间运行，农产品指数 9 月中旬后有所走弱。整体市场更接近结构性行情，持仓规模有所增加，市场参与度保持活跃。

2026 年三季度中国经济延续结构性修复特征，供给端和外贸表现保持一定韧性，需求端修复相对温和，房地产及部分投资领域仍处于调整与优化阶段。PPI 在较高位置震荡，CPI 低位运行，工业生产保持正增长，但利润增速边际放缓、库存压力有所上升；货币环境总体平稳。财政支出以及国债、地方债发行对经济形成支持，税收收入表现相对稳健，但地方政府性基金和土地出让收入仍承压。房地产一线城市和二手房市场边际表现较好，但销售面积、开发投资和新开工仍需进一步观察；制造业、新能源汽车及汽车出口保持一定亮点，内需修复与行业分化并存。

2026 年四季度，黄金价格大概率维持高位宽幅震荡，短期方向仍取决于美债实际利率、货币政策预期与地缘风险的边际变化。原油价格的阶段性机会更多取决于供给扰动、OPEC+ 执行和库存变化，淡季需求可能使行情保持较高弹性。对于有色金属，铜的供给约束、库存水平与需求预期共同构成支撑，重点关注 LME 及国内库存、升贴水变化；铝受海外低库存和供给约束支持，但国内产能利用率较高、需求结构偏传统，上行弹性相对有限。黑色金属更适合区间博弈，关注粗钢产量调控、焦企减产、钢材库存以及基建和地产实物工作量的兑现节奏。

风险点： 美联储货币政策及实际利率变化超预期、地缘局势及 OPEC+ 减产执行变化、国内需求及房地产基建修复不及预期、铜铝高价抑制终端消费并引发库存回升、粗钢压减和焦企限产政策节奏变化。

风险提示： 文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华期货
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧 Z0000505
0571-87839251
cyh@nawaa.com

王怡琳 Z0022729
wyl@nawaa.com

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 2026 年三季度南华商品指数概况	1
1.1 最新权重.....	1
1.2 2026 年三季度商品指数市场概况.....	4
2. 2026 年三季度南华商品指数涨跌分析.....	9
2.1 宏观经济.....	9
2.2 房地产与基建行业	13
2.3 工业与出口	16
3. 2026 年四季度南华综合指数展望	20
3.1 贵金属板块：降息预期 vs 地缘缓和.....	20
3.2 能源板块.....	22
3.3 有色金属板块	24
3.4 黑色板块.....	27
4. 总结：	30

目录

图表

表 1.1 南华商品指数系列权重	1
图 1.1 南华综合指数中各板块权重占比	3
图 1.2 综合指数及主题指数 2026 年三季度走势	4
图 1.3 综合指数及主题指数历史走势	5
图 1.4 综合指数及主题指数波动率	6
图 1.5 综合指数及主题指数持仓额	7
图 1.6 主要单品种指数 2026 年三季度涨跌幅	8
图 1.7 南华综合指数与南华策略指数	8
图 2.1 宏观指标	11
图 2.2 房地产和建筑业	14
图 2.3 工业及汽车行业	17
图 2.4 出口金额	18
图 3.1 黄金	21
图 3.2 原油	23
图 3.3 铜、铝	25
图 3.4 铁矿石、钢材	28

1. 2026 年三季度南华商品指数概况

1.1 最新权重

2026年6月1日，按照《南华商品指数编制细则》的规定，我们对南华商品指数的品种及其权重进行了定期调整，根据品种在之前五个年度的交易金额和消费金额数据，对每个成分品种赋予新的权重。

同时，2026 年7月以来新推出三只商品指数，包含南华综指持仓精选指数、南华综指展期精选指数与南华综指动量精选指数，以价格指数为收益形式，丰富了商品策略指数工具矩阵，为机构开展商品大类资产配置、策略研究与业绩对标提供新标的。

南华综指持仓精选指数（NHCIOISI），基期为 2026 年 7 月 3 日，基点 1000。指数围绕产业套保规模、长期资金布局、产业参与深度三大核心逻辑筛选中长期核心品种，侧重底层产业资金行为，指数运行稳定性较强，能够有效降低短期投机资金带来的价格扰动，适合配置端锚定产业基本面的长期配置需求。

南华综指展期精选指数（NHCIRSI），同样以 2026 年 7 月 3 日为基期，基点 1000。指数在保留南华综指原有市场代表性与参考价值基础上，优先筛选期限结构具备优势的期货品种，通过捕捉商品期限结构溢价优化组合收益，聚焦商品展期收益维度，适配利用期限结构进行商品增强配置的投资思路。

南华综指动量精选指数（NHCIMSI），基期 2026 年 9 月 11 日，2026 年 9 月 14 日正式启用，基点 1000。该指数属于趋势增强类策略指数，在南华综合指数基础上，从量价关联度、相对趋势、日内承接三个维度评估动量质量，精选强势品种，并采用几何递减方式分配权重，兼顾商品宽基的市场代表性，同时捕捉阶段性强势品种的动量收益，适配趋势类商品投资策略。

表1.1展示了南华综合指数和南华一级分类指数的权重分布，其余南华指数的权重可以在南华官网查询获取：

表 1.1 南华商品指数系列权重

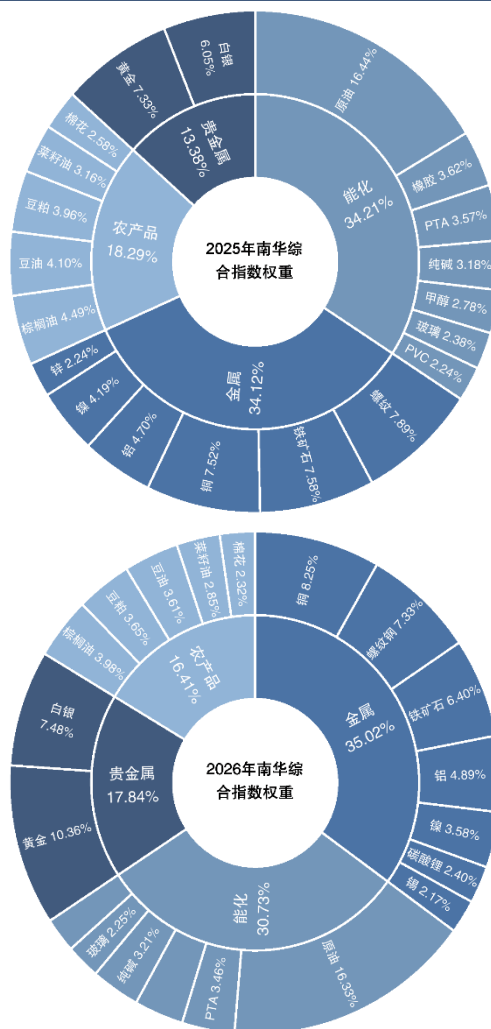
品种名称	南华综合指数	南华工业品指数	南华能化指数	南华金属指数	南华农产品指数	南华贵金属指数
代码	NHCI	NHII	NHECI	NHMI	NHAI	NHPMI
豆一					2.40%	
白银	7.48%					36.21%
铝	4.89%	5.42%		10.46%		
氧化铝		3.21%		6.18%		
苹果					4.89%	
黄金	10.36%					63.79%

丁二烯橡胶			2.00%
石油沥青			2.66%
玉米			10.37%
棉花	2.32%		7.54%
铜	8.25%	9.49%	18.29%
苯乙烯			2.93%
乙二醇			2.70%
玻璃	2.25%	3.03%	5.09%
铁矿石	6.40%	7.12%	13.76%
鸡蛋			3.10%
焦煤		5.31%	8.78%
碳酸锂	2.40%	3.23%	6.19%
生猪			15.18%
豆粕	3.65%		11.64%
甲醇		3.31%	5.53%
镍	3.58%	4.49%	8.63%
菜籽油	2.85%		9.45%
棕榈油	3.98%		13.44%
LPG			3.84%
聚丙烯		2.48%	4.13%
螺纹钢	7.33%	8.72%	16.79%
菜籽粕			4.65%
天然橡胶	3.24%	4.39%	7.38%
纯碱	3.21%	4.40%	7.40%
原油	16.33%	17.47%	25.00%
硅铁			2.00%
烧碱		2.61%	4.38%
锰硅			2.00%
锡	2.17%	2.98%	5.69%
纸浆		2.49%	4.15%
白糖			5.50%
不锈钢			4.89%
PTA	3.46%	4.29%	7.18%
尿素			2.00%
聚氯乙烯	2.24%	2.89%	4.85%

豆油	3.61%	11.84%
锌	2.67%	5.12%

资料来源：南华期货

图 1.1 南华综合指数中各板块权重占比



资料来源：南华期货

图1.1中是2025年和2026年南华综合指数的权重分布，2026年1月1日至5月31日，南华综合指数根据2025年权重进行计算，而6月1日之后，南华综合指数是根据2026年权重进行计算的。此次，南华综合指数的贵金属板块权重明显增加，从13.38%增加到17.84%。金属板块的权重变动较小，而能化和农产品板块的权重都有了明显减少。金属板块的权重前三名依然是铜、螺纹钢和铁矿石，但是铜从第三位变成了第一位。并且值得一提的是，碳酸锂首次加入到了南华综合指数，权重为2.4%。锡替换了锌加入进来。能化板块权重从34.21%减少到30.73%，原油的权重变动不大，不仅是能化板块中最高的品种，也是南华综合指数中权重最高的品种。甲醇则从能化板块中剔除，主要是因为流动性没有达到全市场前二十名的门槛。农产品板块权重从18.29%减少到16.41%，分布依然是油脂油料为主，另外附带棉花。三油的相关性虽然较高，但并没有达到剔除的门槛，所以无论是25年还是26年都一直保持在南华综合指数中。

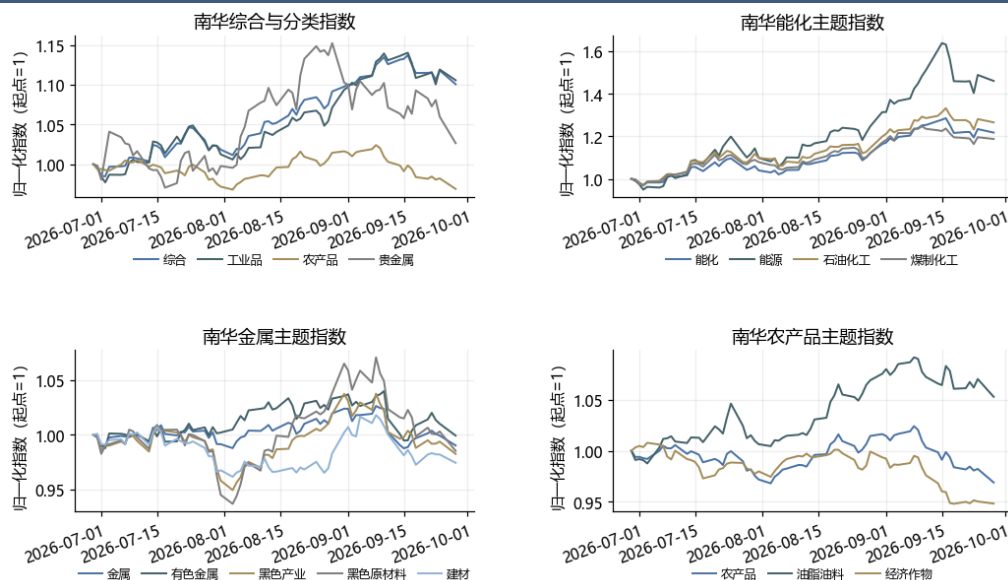
1.2 2026 年三季度商品指数市场概况

观测区间内，南华综合指数（NHCI）走出“上行—震荡—快速拉升—回调震荡”的行情路径，未识别出有效趋势反转信号。指数 6 月 30 日至 7 月 29 日阶段上行，随后进入短期震荡整理；8 月 10 日-9 月 18 日开启本轮核心快速上涨，区间涨幅 7.30%，为本阶段主要驱动。9 月下旬行情转弱，指数震荡回落。在 8 月 12 日-9 月 11 日多数指数普涨的环境下，南华综合指数区间涨幅 6.80%，涨幅与日均上涨速度均处于全部统计指数的中等水平。

细分板块行情结构性分化显著。南华工业品指数跟随大盘节奏，8 月中旬开启快速上行，整体表现偏强；能化板块攻势最为凌厉，自 8 月 12 日起持续快速上涨，区间涨幅位居前列。黑色产业指数是全样本中唯一发生趋势反转的板块，经历先跌后涨再回调的完整过程；贵金属指数前期冲高，9 月后转入震荡下行。有色金属全程维持窄幅震荡，未出现快速涨跌阶段；农产品指数前期震荡反复，9 月 14 日后出现快速下跌，显著跑输同期多数板块。

整体来看，本期大宗商品市场呈现强分化格局，多数板块未触发趋势反转阈值，仅黑色产业指数完成趋势切换。能化板块是市场核心上涨动力，带动工业品板块走强；而农产品、贵金属、有色金属表现偏弱，对冲部分多头收益。横向对比普涨窗口的排名可以看出，板块间收益差距拉大，市场并非整体性牛市，更多体现为结构性行情，强弱板块走势背离特征突出。

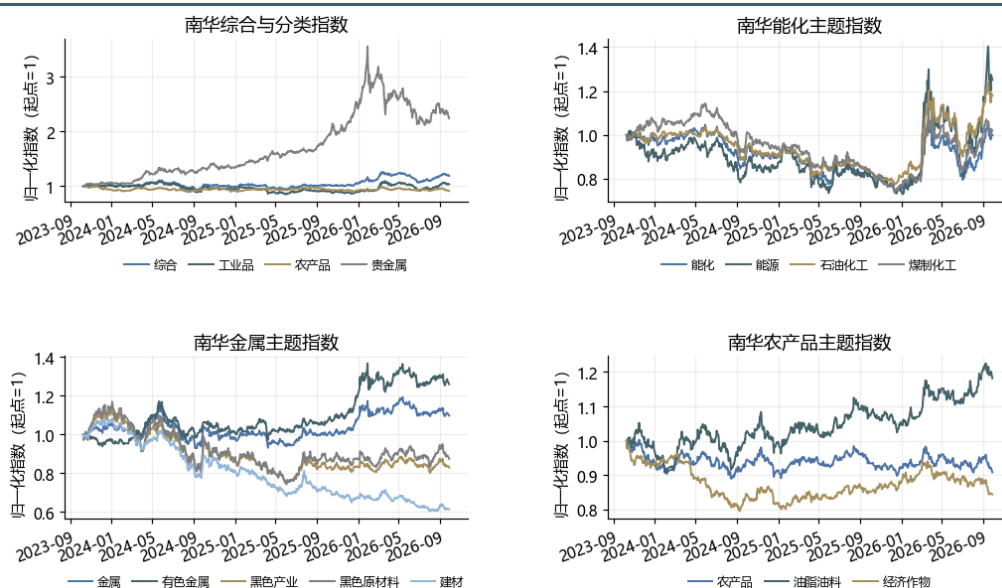
图 1.2 综合指数及主题指数 2026 年三季度走势



注：指数数据都进行了归一化

资料来源：南华期货

图 1.3 综合指数及主题指数历史走势



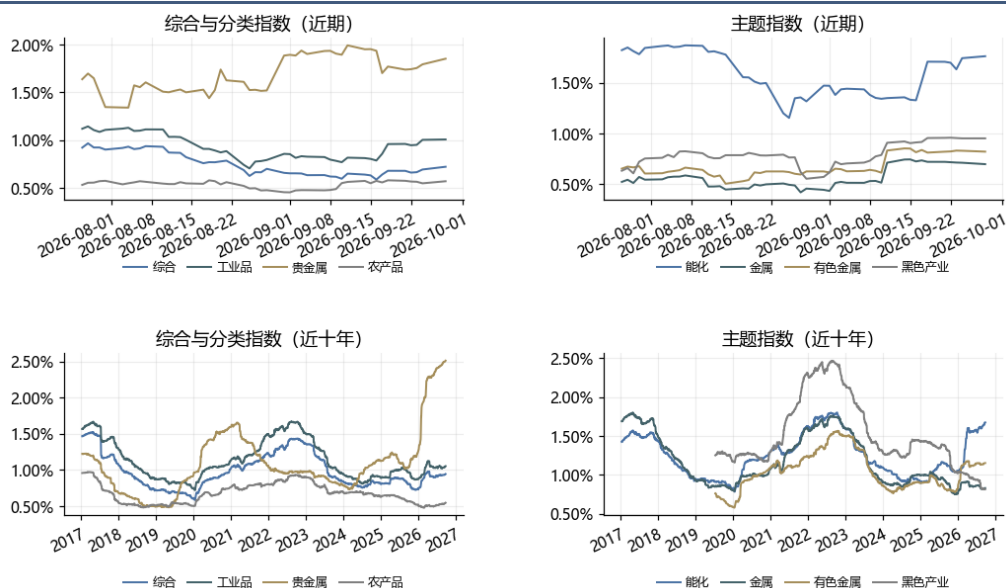
注：指数数据都进行了归一化

资料来源：南华期货

对比2026年3月末至6月末区间，2026年6月末至9月末市场各指数波动率呈现结构性分化。大类指数层面，综合、工业品指数波动显著抬升，分别环比上行20.6%、23.2%，市场波动韧性增强；贵金属指数波动明显回落，环比下行13.5%；农产品指数波动保持平稳，整体波动格局未发生显著变动。

细分板块走势分化特征突出。能化板块波动率大幅抬升，波动活跃度显著提升；金属、有色金属板块波动持续收敛，下行幅度较为突出；黑色板块波动小幅回落，整体态势稳健。从历史分位来看，贵金属、能化指数波动处于历史极高区间，风险溢价处于高位；综合、工业品、农产品及有色金属指数贴合历史中枢水平，波动表现中性；金属、黑色板块波动率跌至历史低位，波动弹性显著偏弱。

图 1.4 综合指数及主题指数波动率

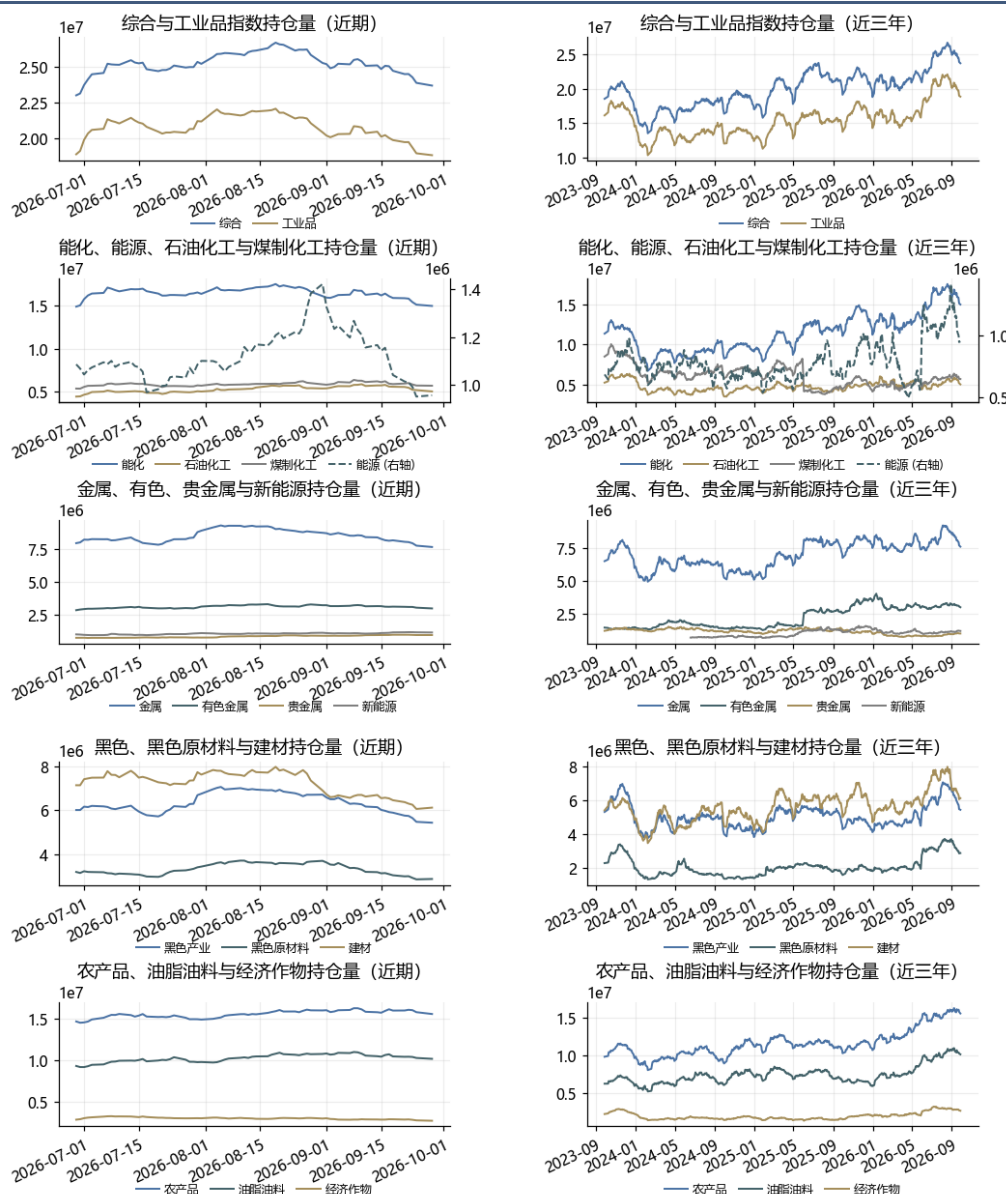


资料来源：南华期货

对比2026年3月末-6月末区间，6月末-9月末各品类南华指数持仓呈现结构性扩容。综合、工业品指数持仓显著抬升，分别环比变动+16.1%、+25.0%。能化板块多数指数持仓走高，能化、能源、煤制化工指数持仓明显增长，仅石油化工指数持仓基本持平。金属板块仅贵金属指数持仓小幅抬升，金属、有色及新能源指数持仓整体平稳。黑色系全品类持仓大幅扩容，黑色产业、黑色原材料、建材指数持仓均实现显著增长。农产品板块全线增仓，农产品、油脂油料、经济作物指数持仓均明显上行。

从近三年持仓分位来看，综合、工业品、能化、农产品、油脂油料指数持仓处于历史极高位；能源、有色、黑色原材料、建材、经济作物指数处于历史高位；石油化工、煤制化工、金属、新能源指数处于历史中位；贵金属指数持仓为历史中低位，整体商品市场持仓情绪偏活跃，各板块分化特征显著。

图 1.5 综合指数及主题指数持仓额



资料来源：南华期货

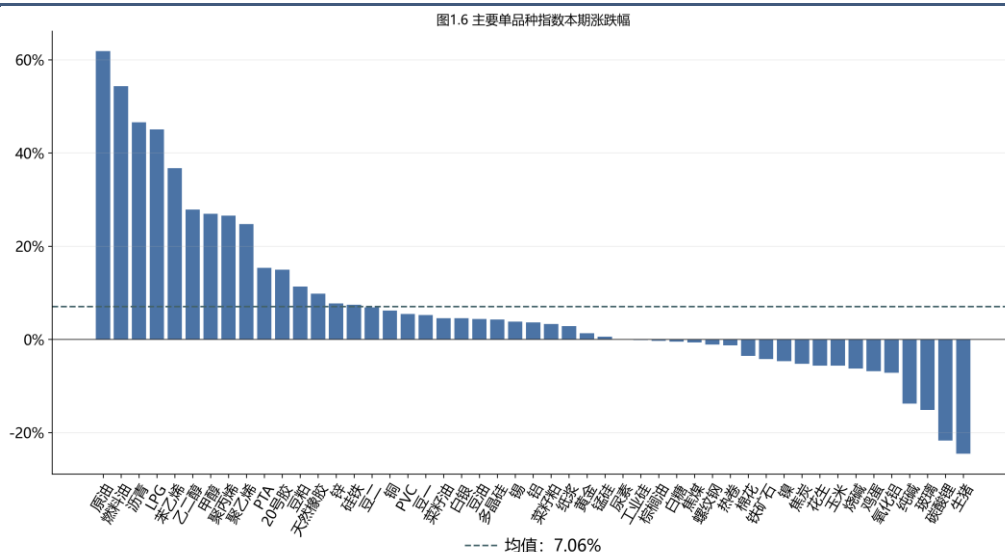
从统计的相对活跃的49个南华单品种指数来看，2026年6月30日至2026年9月28日，33个品种收益率为正，16个品种收益率为负，平均收益率为7.41%。

商品期货单品种指数中，33个品种上涨，16个品种下跌。

收益率排名前三位的分别是原油（63.24%）、燃料油（55.57%）、LPG（46.57%）。

收益率排名后三位的分别是碳酸锂（-26.24%）、生猪（-23.80%）、玻璃（-14.88%）。

图 1.6 主要单品种指数 2026 年三季度涨跌幅



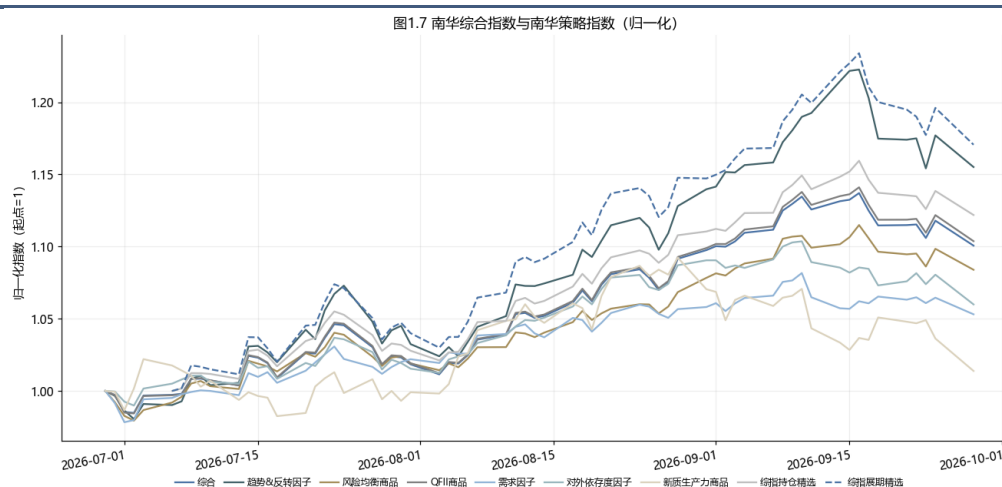
资料来源：南华期货

图1.7展示南华因子、策略指数的走势，选取南华综合指数（NHCI）作为核心业绩基准。区间内南华综合指数整体收益率达10.38%，行情呈现明显的阶段性特征，依次经历稳步上行、窄幅震荡、快速拉升、高位回调震荡四个阶段。

各南华细分指数区间业绩表现分化显著。其中，南华综指展期精选指数表现最优，区间收益率17.06%，相对基准超额收益6.68%，位列首位；南华趋势&反转因子指数、南华综指持仓精选指数紧随其后，均实现正向超额收益，走势显著优于基准。南华QFII商品指数、南华风险均衡商品指数收益贴近基准，业绩波动与市场整体节奏基本同步。

其余因子类指数整体表现偏弱，均未能跑赢基准。南华需求因子、对外依存度因子指数区间收益持续走弱，后者在9月中旬出现趋势反转、快速回落行情；南华新质生产力商品指数表现垫底，区间超额收益大幅收负，阶段性回撤特征凸显。

图 1.7 南华综合指数与南华策略指数



资料来源：南华期货

2. 2026 年三季度南华商品指数涨跌分析

2026 年 6-8 月，海外总需求偏弱、海外长端利率维持高位，大宗商品供给端压力边际缓和，外部环境通过成本与资本流动两条路径作用于国内经济，并未形成剧烈外生冲击，经济主要矛盾集中于国内总需求不足。海外大宗商品压力缓和，使得国内工业端物价得到缓解，但外需的弱势对国内生产活动形成间接约束；美债收益率高位运行之下，跨境资本并未出现大幅异动，保障了国内货币政策操作的独立性，国内政策得以集中力量对冲内部实体经济下行压力。

2.1 宏观经济

物价方面，PPI 与 CPI 呈现明显分化，反映国内供需结构的错位。PPI 当月同比 6 月为 4.1%，7 月回落至 3.5%，8 月小幅反弹至 3.8%，6-8 月首期到末期累计下降 0.3 个百分点，工业生产者价格整体高位震荡，既体现前期工业品成本的滞后影响，也说明工业部门仍保有一定韧性。CPI 当月同比 6 月 1.0%、7 月 0.5%、8 月 0.8%，首期至末期回落 0.2 个百分点，CPI 持续处在偏低区间，表明终端消费需求偏弱，下游消费市场供给相对充足但需求拉动不足，消费端存在弱通缩压力。PPI 与 CPI 走势背离，意味着上游工业价格难以顺畅向下游消费传导，利润在上下游之间传导不畅，会进一步压制企业扩大生产与增加雇佣的意愿。

全社会用电量是观测国内总供给与各产业生产活跃度的高频指标，6-8 月全社会用电量累计同比由 6 月 7.1% 下行至 7 月 6.0%、8 月 5.3%，首期到末期下降 1.8 个百分点，整体生产活动逐步降温。分产业看，第一产业用电量累计同比 6 月 5.8%、7 月 4.0%、8 月 3.8%，下降 2.0 个百分点，农业生产活动随季节因素边际放缓；第二产业用电量累计同比 6 月 8.0%、7 月 7.1%、8 月 6.3%，下降 1.6 个百分点，工业生产扩张动能减弱，产能利用率随终端需求走弱被动回落；第三产业用电量累计同比 6 月 9.0%、7 月 8.1%、8 月 7.6%，下降 1.4 个百分点，服务业活跃度同步回落，线下商贸、服务消费修复力度不及预期。三大产业用电量同步下行，印证总需求走弱带动供给端被动收缩，不存在供给冲击，属于典型的需求驱动型的生产降温。

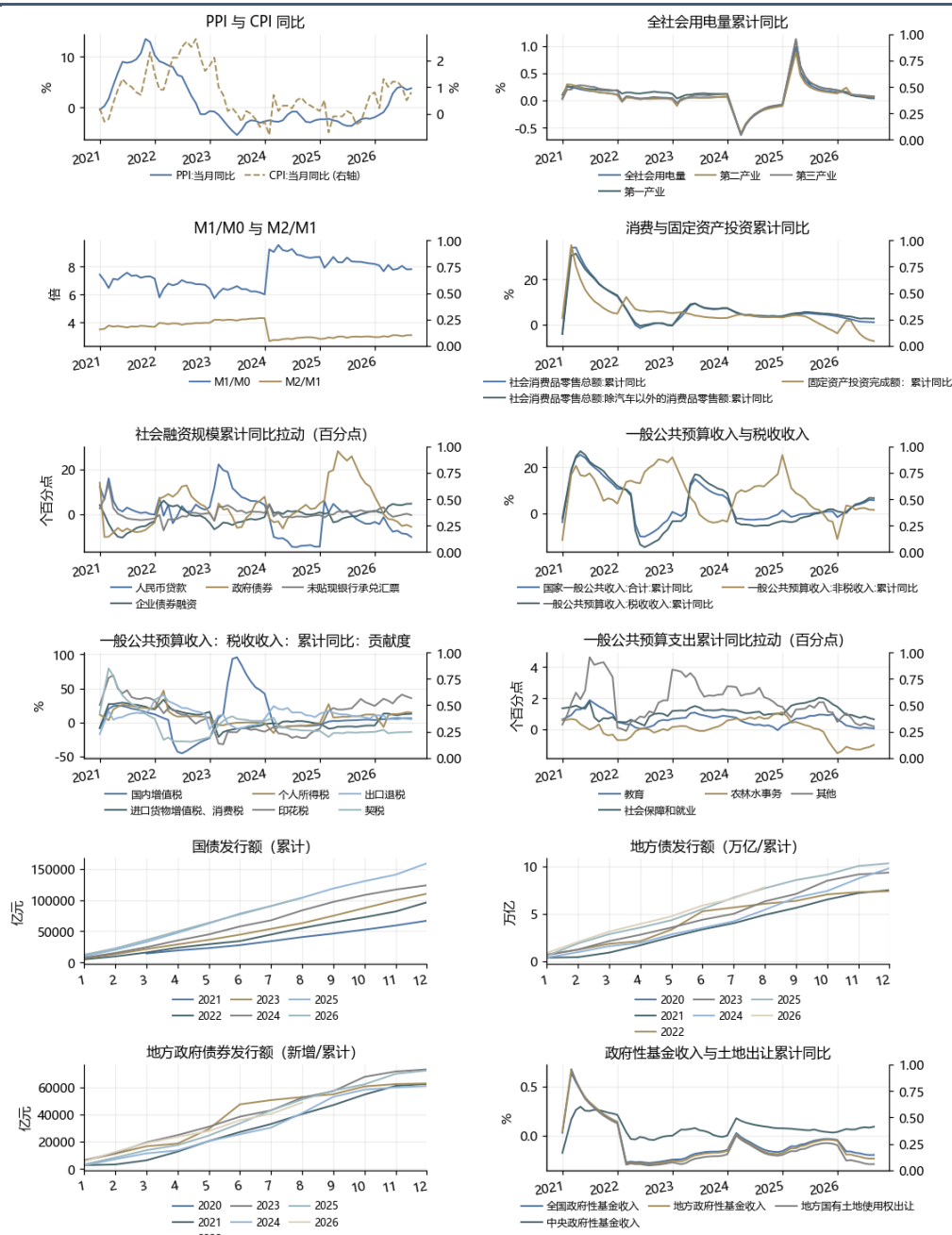
货币指标可以观察市场流动性充裕程度与货币活化水平。M1/M0 比值 6 月 8.04 倍、7 月 7.79 倍、8 月 7.81 倍，首期至末期下降 0.23 倍；M2/M1 比值 6 月 3.01 倍、7 月 3.08 倍、8 月 3.08 倍，上升 0.07 倍。M1/M0 回落代表交易性货币占比下降，企业经营层面的活期资金活跃度降低；M2/M1 抬升，说明广义货币向狭义活跃货币转化受阻，大量资金以储蓄、定期形式沉淀在金融体系内部，货币流通速度走低。市场整体流动性并不紧张，但资金向实体经济的传导存在梗阻，宽松流动性更多滞留金融体系，对消费和实体投资的撬动效果有限。

消费与投资数据直接反映国内总需求的两大支柱。社会消费品零售总额累计同比 6 月 1.3%、7 月 1.2%、8 月 1.1%，首期到末期下降 0.2 个百分点，整体消费修复步履维艰。剔除汽车后的消费品零售额累计同比 6 月 2.8%、7 月 2.7%、8 月 2.7%，下降 0.1 个百分点，扣除汽车这一波动较大的耐用品之后，核心消费同样缺乏向上动力，体现居民消费意愿偏弱，收入预期谨慎，制约内需恢复。固定资产投资完成

额累计同比 6 月-5.7%、7 月-6.7%、8 月-7.2%，首期至末期下降 1.5 个百分点，投资负增长持续加深，地产与制造业私人部门投资意愿不足，企业主动收缩资本开支，成为总需求重要拖累项。消费温和下行叠加投资降幅扩大，显示内需两大引擎同时承压，经济内生增长动力不足。

社会融资规模分项拉动数据，能够看清实体不同融资渠道的贡献变化。人民币贷款拉动 6 月-8.6 个百分点、7 月-8.9 个百分点、8 月-10.2 个百分点，首期到末期下降 1.5 个百分点，信贷对社融的拉动持续转弱，反映实体内生信贷需求不足，银行信贷投放难以有效撬动实体扩张。企业债券融资拉动 6 月 4.0 个百分点、7 月 4.6 个百分点、8 月 4.6 个百分点，上升 0.6 个百分点，直接融资渠道表现相对亮眼，企业通过债券市场融资得到一定改善，在间接融资走弱背景下起到部分对冲作用。政府债券拉动 6 月-5.3 个百分点、7 月-4.8 个百分点、8 月-5.7 个百分点，首期到末期下降 0.3 个百分点，政府债券对社融的拉动出现波动，尽管债券发行规模持续走高，但对整体社融的边际拉动并未持续放大。未贴现银行承兑汇票拉动 6 月-0.3 个百分点、7 月 0.2 个百分点、8 月-0.4 个百分点，首期到末期下降 0.1 个百分点，表外票据融资依旧疲弱，企业短期经营性票据需求未见明显回暖。综合来看，社融呈现间接融资走弱、直接融资局部修复的格局，实体内生融资需求不足，需要依靠财政债券发力进行外部托举。

图 2.1 宏观指标



资料来源：Wind 南华期货

财政收入数据显示，一般公共预算收入累计同比合计 6 月 4.7%、7 月 5.8%、8 月 5.7%，首期到末期上升 1.0 个百分点；其中税收收入累计同比 6 月 5.3%、7 月 6.7%、8 月 6.6%，上升 1.3 个百分点；非税收入累计同比 6 月 2.3%、7 月 1.6%、8 月 1.5%，下降 0.8 个百分点。税收收入成为一般公共预算收入改善的核心来源，非税收入持续回落，财政收入质量有所优化。进一步拆解税收贡献结构，国内增值税贡献度 6 月 6.0%、7 月 6.1%、8 月 5.9%，下降 0.1 个百分点，增值税与工业生产高度相关，小幅回落和工业用电量降温的趋势互相印证。进口货物增值税、消费税贡献度 6 月 11.8%、7 月 12.3%、8 月 12.6%，上升 0.8 个百分点，进口相关税收改善，对应进口端活动边际修复。个人所得税贡献度 6 月 13.1%、7 月 14.9%、

8 月 14.5%，上升 1.4 个百分点，一定程度反映居民工资薪金相关税基保持韧性。印花税贡献度 6 月 40.9%、7 月 38.0%、8 月 35.6%，下降 5.3 个百分点，出现明显回落，和资本市场交投活跃度降温相匹配。出口退税贡献度 6 月 5.4%、7 月 5.2%、8 月 4.5%，下降 0.9 个百分点，外需偏弱对外贸退税端形成约束。契税贡献度 6 月-14.7%、7 月-14.5%、8 月-14.2%，上升 0.5 个百分点，虽仍处于深度负增长区间，但降幅小幅收窄，房地产市场有微弱边际信号，但并未出现实质性反转。

财政支出端，从各科目对公共预算支出的拉动看，教育拉动 6 月、7 月、8 月均维持 0.1 个百分点，波动为 0，教育类刚性支出保持稳定。社会保障和就业拉动 6 月 1.3 个百分点、7 月 1.2 个百分点、8 月 1.1 个百分点，下降 0.2 个百分点，民生保障类支出拉动边际减弱。农林水事务拉动 6 月-0.6 个百分点、7 月-0.5 个百分点、8 月-0.5 个百分点，上升 0.2 个百分点，农林水领域支出边际改善。其余其他项拉动 6 月 0.7 个百分点、7 月 0.6 个百分点、8 月 0.4 个百分点，下降 0.3 个百分点，非重点领域支出拉动收缩。整体财政支出优先保障刚性民生科目，但对总需求的总量拉动有限，难以完全对冲消费与私人投资下行。

债券发行是财政扩张的重要抓手，国债累计发行额 6 月 7.69 万亿元、7 月 9.03 万亿元、8 月 10.37 万亿元，首期至末期上升 26733.50 亿元，国债供给持续放量。地方债累计发行额 6 月 5.87 万亿、7 月 6.61 万亿、8 月 7.80 万亿，首期到末期上升 1.93 万亿；其中新增地方政府债券累计发行额 6 月 3.57 万亿元、7 月 4.04 万亿元、8 月 4.87 万亿元，首期到末期上升 12995.00 亿元。国债与地方债特别是新增债大规模投放，为基建与稳增长提供资金来源，成为对冲私人投资下滑的主要政策工具。

政府性基金收入集中反映土地财政运行状态，全国政府性基金收入累计同比 6 月-19.1%、7 月-19.7%、8 月-19.5%，首期到末期下降 0.4 个百分点，依旧处于深度负增长。中央政府性基金收入累计同比 6 月 8.6%、7 月 8.1%、8 月 9.0%，上升 0.5 个百分点，中央层面基金收入具备韧性。地方政府性基金收入累计同比 6 月-22.7%、7 月-23.3%、8 月-23.2%，首期到末期下降 0.5 个百分点，地方基金收入压力突出。地方国有土地使用权出让收入累计同比 6 月-28.3%、7 月-28.9%、8 月-28.9%，首期到末期下降 0.6 个百分点，土地出让持续大幅负增长，土地财政未见改善，地方财政更加依赖一般公共预算税收和债券发行，地方财政收支压力持续存在。

综合来看，2026 年 6-8 月，外部环境没有形成剧烈冲击，经济矛盾集中于内需不足。消费修复乏力，固定资产投资降幅持续扩大，带动各产业生产活动同步降温，物价呈现 PPI 高位震荡、CPI 低位偏弱的结构性分化。货币层面流动性充裕，但货币活化不足，资金沉淀于金融体系，实体信贷需求偏弱，企业债券直接融资形成局部补充。财政端税收收入质量改善，国债、地方债大规模发行托底稳增长，但土地出让收入深度下行制约地方财力，财政支出以民生刚性保障为主，总量拉动有限。整体经济不存在系统性风险，但内生复苏动能偏弱，政策传导效率有待进一步提升，后续需要着力疏通货币向实体的传导，进一步激活消费与私人部门投资需求。

2.2 房地产与基建行业

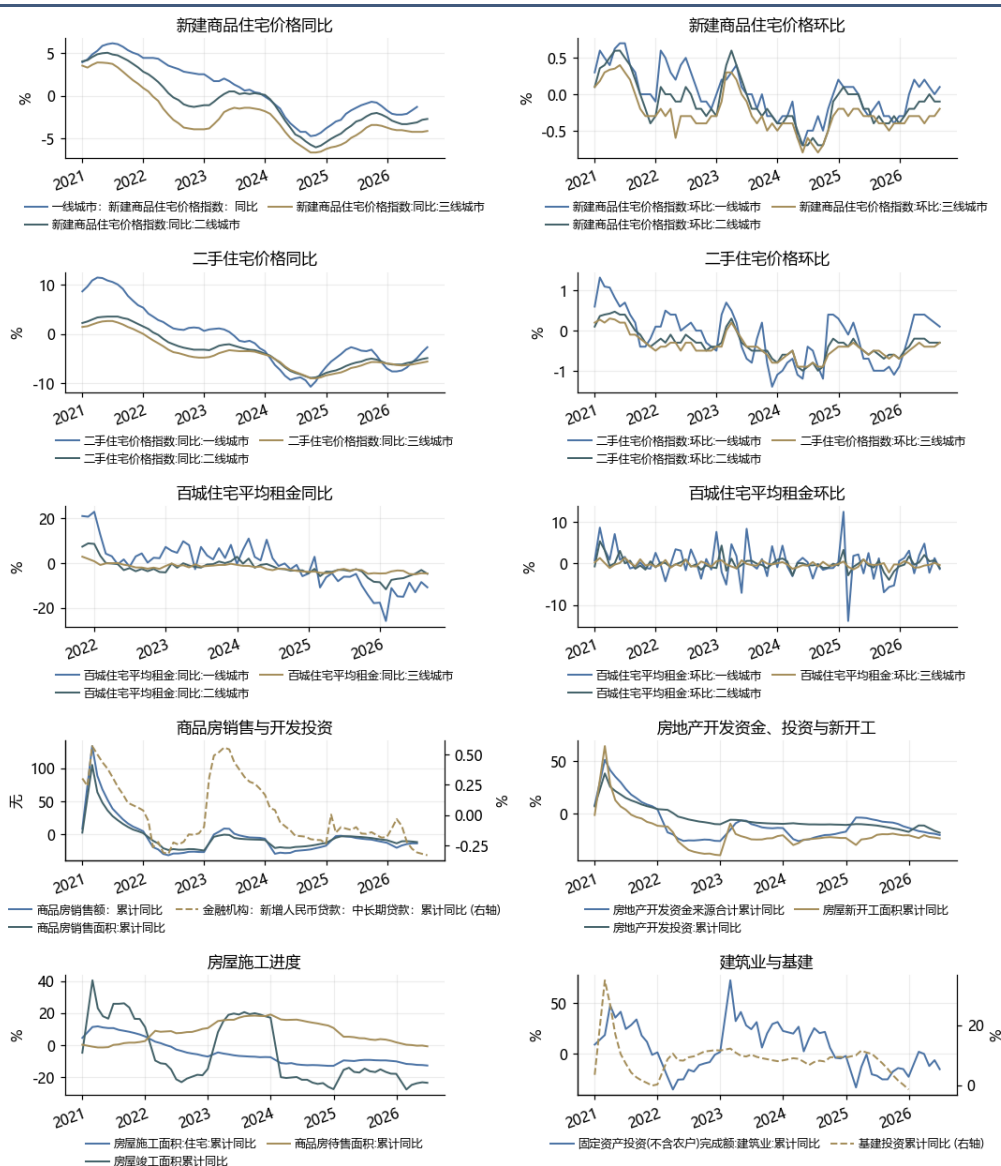
2026年6-8月国内房地产价格端呈现同比跌幅普遍收窄、环比城市层级显著分化的格局，行业总量指标依旧承压，需求边际修复向核心城市集中，供给端投资、新开工、房企资金来源延续下行，基建投资走弱而建筑业投资出现阶段性反弹，整体处于总量筑底、结构分化的运行阶段。新建商品住宅价格同比维度，一线城市6-8月同比读数依次为-1.3%、-1.1%、-0.9%，三个月区间内同比读数抬升0.4个百分点，价格下行压力持续缓释；二线城市同比由-3.1%上行至-2.7%，同样抬升0.4个百分点，修复节奏与一线城市同步；三线城市同比自-4.2%小幅改善至-4.1%，仅抬升0.1个百分点，价格调整的底部特征更为突出，反映低线城市需求修复动能偏弱，价格同比改善主要由一、二线城市拉动，三线城市改善幅度有限。新建商品住宅价格环比层面，一线城市6月0.1%、7月0.0%、8月0.1%，区间整体持平，在新房市场中成为唯一能够维持正环比的梯队，核心城市新房价格韧性得到验证；二线城市环比从0.0%回落至-0.1%，环比小幅转弱；三线城市环比由-0.3%收窄至-0.2%，跌幅边际小幅修复，但仍处于负增长区间。新房市场呈现“一线韧性强，二线小幅走弱，三线跌幅收窄但仍承压”的格局，价格修复并未形成全国普涨，城市层级之间的分化进一步固化。

二手住宅价格同比改善幅度显著高于新房，存量市场价格弹性更大。一线城市二手住宅价格同比6-8月分别为-4.9%、-3.7%、-2.7%，三个月内同比读数上行2.2个百分点，跌幅快速收窄，是全口径价格指标中改善力度最强的分项，体现核心城市二手房交易活跃度提升带动价格预期修复；二线城市二手住宅同比由-5.4%抬升至-4.9%，上行0.5个百分点；三线城市由-6.0%抬升至-5.6%，上行0.4个百分点。对比新房，二手房各线城市同比跌幅收窄幅度整体更大，其中一线城市表现尤为突出，也印证当前市场交易重心向存量端迁移的现实，二手房所见即所得、交付风险低的优势，推动核心城市存量房价格率先出现明显边际改善。二手住宅价格环比上，一线城市从0.3%回落至0.1%，环比涨幅逐月收敛，价格上行动能有所衰减，但依旧维持正向增长；二线城市连续三个月保持-0.3%，环比表现保持稳定；三线城市环比由-0.4%收窄至-0.3%，跌幅小幅改善。二手房市场呈现一线城市环比涨幅回落但仍为正，二线保持负向平稳，三线小幅修复，存量市场价格修复更多体现为同比跌幅收窄，环比尚未形成全面上行趋势。

百城住宅平均租金指标显示租赁市场波动加剧，同比、环比均缺乏稳定趋势，城市之间扰动较强。百城住宅平均租金同比，一线城市6-8月依次为-13.1%、-8.6%、-10.9%，区间读数抬升2.2个百分点，但7月短暂修复后8月再度回落，租金同比依旧维持深度负增长，租赁需求恢复并不稳固；二线城市租金同比-4.8%、-3.2%、-4.9%，期末与期初基本持平，中间月份短暂改善后再度转弱；三线城市租金同比-5.1%、-4.6%、-4.7%，小幅抬升0.4个百分点，整体保持温和负增长。租金环比层面，一线城市-2.2%、1.3%、-1.3%，月度大起大落，短期扰动因素突出；二线城市租金环比0.5%、0.8%、-1.1%，前期环比正向增长后8月明显下行，期末较期初回落1.6个百分点；三线城市-0.3%、0.2%、-0.4%，同样呈现月度反复，期末小幅回落0.1个百分点。租金端数据反映，住房租赁市场尚未走出调整，短期受季节性、供应扰动影响明显，尚未形成持续性修复，租金的反复波动也侧面说明居民居住消费信心仍处于修复过程，租赁市场尚未对购房需求形成稳定的比价传导条件。

商品房销售与信贷数据呈现量价分化、居民中长期信贷持续走弱特征。商品房销售额累计同比6-8月为-13.6%、-13.1%、-13.0%，累计同比降幅持续收窄，销售额端边际改善；商品房销售面积累计同比-11.6%、-11.8%、-12.1%，累计同比降幅反而扩大，销售额与销售面积走势背离，反映成交结构向更高单价的核心城市项目倾斜，价格因素对销售额形成支撑，但实际成交面积并未回暖，需求总量依旧偏弱。金融机构新增人民币中长期贷款累计同比-30.8%、-32.0%、-33.1%，累计同比降幅持续扩大，期末较期初回落2.3个百分点，居民部门中长期信贷的持续下行，意味着居民加杠杆购房意愿仍然不足，即便销售金额出现边际改善，更多依靠结构因素，信贷端尚未出现实质性修复，这也是制约地产市场全面企稳的关键约束变量。将销售与中长期信贷结合来看，销售金额改善不等于需求总量回暖，居民购房信贷的持续收缩提示市场仍处在弱修复阶段，不宜过度解读销售额边际好转的信号。

图 2.2 房地产和建筑业



资料来源：Wind 南华期货

房地产开发资金、开发投资、房屋新开工三项供给端核心指标同步走弱，企业经营

压力持续加大。房地产开发企业资金来源合计累计同比6-8月-20.2%、-20.3%、-21.0%，期末较期初回落0.8个百分点，房企整体到位资金同比降幅进一步扩大，销售回款、外部融资均未出现明显改善，现金流压力未见缓解。房地产开发投资累计同比-18.0%、-19.2%、-19.9%，回落1.9个百分点，开发投资持续负增且降幅扩大，房企拿地与项目投入意愿偏弱。房屋新开工面积累计同比-23.4%、-24.0%、-24.8%，回落1.4个百分点，新开工持续深度负增长，反映行业对远期销售预期偏谨慎，新增供给持续收缩。资金来源、开发投资、新开工三者同步下行，形成负向循环：销售回款偏弱压制房企资金，资金约束进一步抑制投资与新开工，供给端主动收缩仍在延续，短期难以看到投资端的反转信号。

房屋施工进度相关指标显示施工保持下行，竣工维持低位震荡，待售面积小幅波动。房屋施工面积住宅累计同比-12.9%、-13.0%、-13.2%，小幅回落0.3个百分点，住宅施工规模持续收缩，存量在建项目规模逐步压降；房地产竣工面积累计同比-23.7%、-23.2%、-23.7%，期末与期初持平，竣工在低位震荡，保交楼任务下竣工阶段性脉冲之后重回原有低位区间，尚未出现持续性回升；商品房待售面积累计同比-0.9%、-0.8%、-1.1%，回落0.2个百分点，待售面积同比维持小幅负增长，行业库存处于缓慢去化过程，但去库存速度偏慢。施工持续收缩、竣工低位震荡、待售小幅去化，说明行业处于存量项目消化阶段，在建项目逐步出清，新供给不足，整体库存压力并未快速释放，低线城市的库存压力依旧客观存在。

建筑业与基建投资出现明显分化，固定资产投资（不含农户）建筑业累计同比-14.8%、-15.7%、-12.7%，区间抬升2.1个百分点，8月出现明显修复，建筑业投资的反弹，一部分来自保交楼相关建安施工推进，同时也包含统计口径与项目进度的阶段性扰动；基础设施投资累计同比-2.4%、-4.1%、-5.4%，回落3.0个百分点，基建投资累计同比持续走弱，基建对宏观经济的托底力度阶段性下降。建筑业与基建的背离提示，地产链建安活动有局部修复，但广义基建发力不足，难以对冲地产开发投资的大幅下滑，地产链对上下游产业链的拖累仍客观存在。

综合6-8月全部指标观察，当前房地产市场的核心特征为“价格结构性修复、总量依旧承压、供给持续收缩、信贷约束仍强”。价格层面，二手房尤其是一线城市二手房同比改善最为显著，新房同比同步收窄，但三线城市修复力度偏弱，环比层面尚未实现普涨，城市层级分化格局十分清晰，市场修复集中于核心一二线城市，低线城市依旧处在深度调整区间。需求端，销售额累计降幅收窄但销售面积走弱，居民中长期信贷持续下行，说明需求修复更多来自结构性因素，居民购房杠杆意愿并未实质性回暖。供给端，房企资金、开发投资、新开工同步下行，形成资金-投资-新开工的负反馈循环，施工持续收缩，竣工低位震荡，行业仍在主动压缩新增供给，消化存量项目。租赁市场指标月度波动剧烈，并未形成稳定修复，居住消费信心仍待修复。建筑业阶段性反弹而基建走弱，地产链对宏观的拖累尚未明显缓解。往后看，价格端的同比跌幅收窄属于边际积极信号，但在居民中长期信贷没有出现趋势性改善之前，行业很难迎来总量反转，市场大概率延续强分化格局，核心城市存量市场韧性更强，低线城市仍将面对库存、需求双重压力，供给端投资、新开工的企稳仍需要等待销售回款、融资环境的进一步改善。

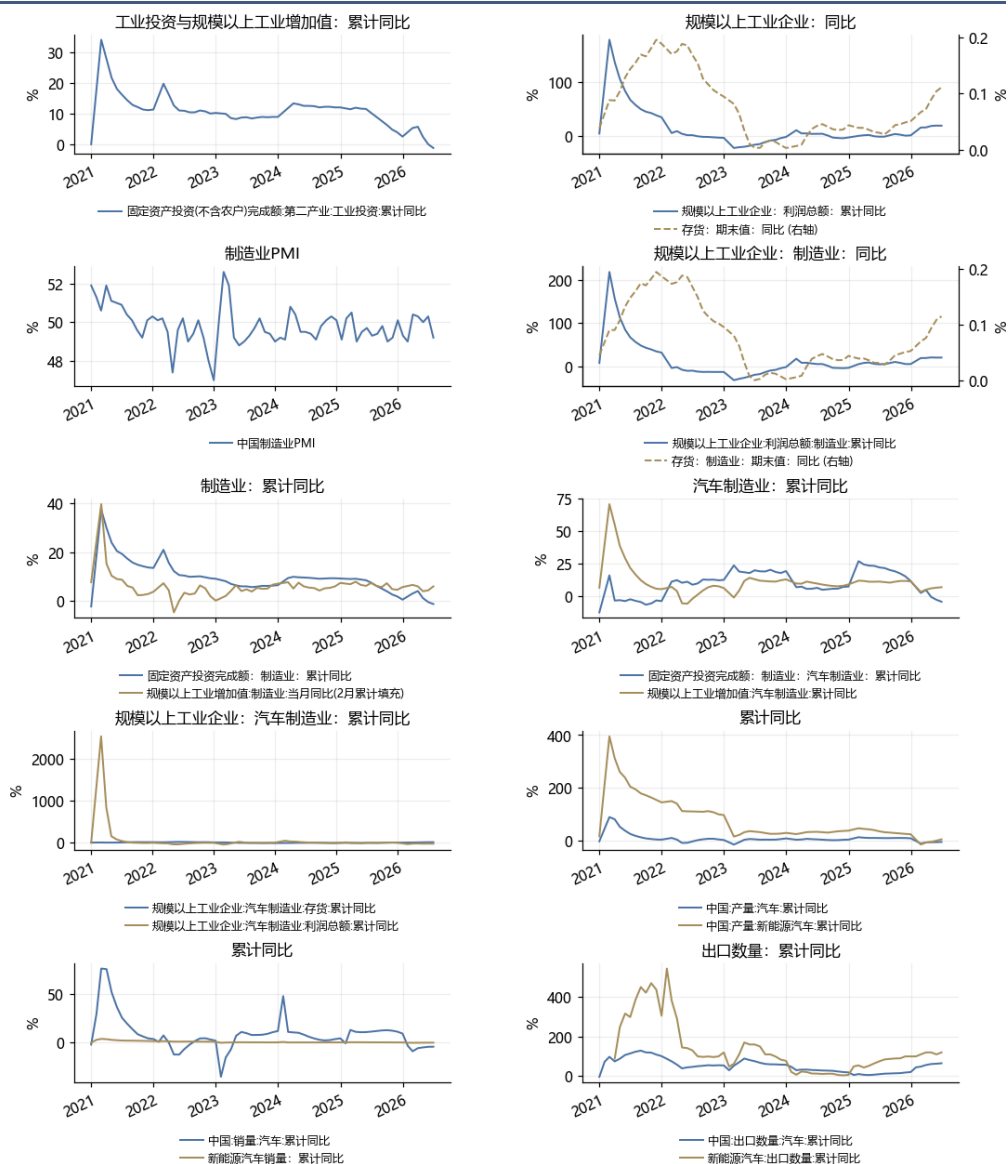
2.3 工业与出口

2026年6至7月，我国工业经济整体呈现出明显的结构性分化特征，整体运行呈现投资持续收缩、企业盈利增速放缓、产成品库存持续累积、行业景气度阶段性回落的态势，制造业整体保有生产韧性，汽车产业链新旧动能切换特征显著，外需与新能源赛道成为行业核心支撑力量，而国内终端需求偏弱成为制约工业整体复苏的主要因素。从工业投资维度来看，这一时期全行业资本开支意愿持续走弱，各项投资指标均呈现持续下滑态势。固定资产投资（不含农户）第二产业工业投资累计同比由6月的-1.1%下滑至7月的-2.1%，降幅持续扩大，反映出工业领域企业扩产意愿低迷，实体经济中长期投资信心不足。制造业固定资产投资表现与工业整体趋势一致，6月累计同比为-1.2%，7月进一步降至-1.7%，制造业作为工业核心板块，投资收缩直接拖累整体工业投资表现。汽车制造业投资颓势更为突出，累计同比从6月的-4.2%回落至7月的-5.3%，大幅跑输工业及制造业整体水平，即便行业新能源赛道展现出良好发展势头，但传统燃油车市场的激烈价格竞争、盈利不确定性，让企业整体谨慎控资，不敢开展新增产能投入。综合来看，6-7月工业、制造业、汽车制造业投资全线承压，暂无有效力量扭转投资收缩格局。

工业生产端则与投资端形成明显反差，整体保持较强韧性，细分领域稳步向好，并未跟随投资出现下行压力。目前规模以上工业增加值全部当月同比暂无可用数据，但累计口径数据能够清晰反映生产基本面，制造业规模以上工业增加值累计同比6月为6.0%，7月小幅回落至5.5%，始终维持中高速正增长，证明制造业核心生产体系运行稳定，行业产能释放节奏平稳，不存在生产失速风险。汽车制造业生产表现更为亮眼，其规模以上工业增加值累计同比从6月的7.0%小幅抬升至7月的7.2%，持续高于制造业整体生产增速。这种生产与投资的反向走势，主要是因为行业依托现有存量产能挖掘生产潜力，依靠新能源汽车产能释放和海外订单支撑生产扩张，企业在需求未完全企稳前，优先盘活现有产能，暂缓新增投资布局，造就了生产韧性凸显、投资持续收缩的分化格局。

工业企业盈利与库存数据充分体现出当前工业运行的核心矛盾，盈利增速持续回落的同时，全行业普遍出现累库现象，终端需求偏弱问题凸显。整体规模以上工业企业利润总额累计同比6月为18.7%，7月回落至17.6%，虽然整体盈利仍保持正向增长，但增长动能持续弱化，前期工业品价格支撑的盈利红利逐步消退。与之对应，工业企业产成品存货期末值同比从6月11.1%攀升至7月12.5%，库存规模持续扩张，反映出国内终端市场消化能力不足，企业生产产出无法有效向终端传导，形成被动累库的局面，行业整体经营压力逐步上升。细分到制造业领域，制造业企业盈利表现优于工业整体，利润总额累计同比6月达20.1%，7月回落至18.8%，依旧是工业盈利的核心支撑，但同样面临增速放缓的问题；制造业存货期末值同比由6月11.5%升至7月12.9%，累库幅度超过工业整体水平，说明制造业是工业库存压力的主要集中领域。汽车制造业的经营困境最为突出，行业存货累计同比6月为15.4%，7月微升至15.5%，库存压力远超普通制造业，同时行业利润总额持续负增长，从6月的-19.5%进一步下滑至7月的-20.4%，深度亏损的叠加高库存的态势，让汽车制造业整体经营承压，行业价格战持续压缩企业利润空间，即便生产端持续扩张，也未能转化为实际盈利增量。

图 2.3 工业及汽车行业



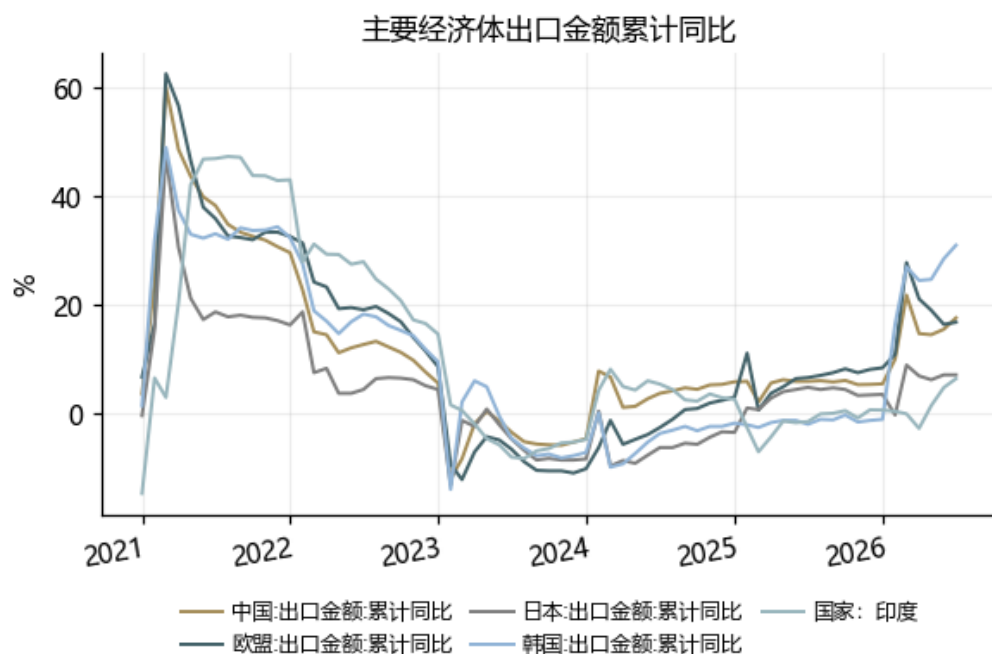
资料来源：Wind 南华期货

制造业PMI数据直观印证了6-7月工业景气度的阶段性回落，行业整体需求端压力逐步显现。6月制造业PMI为50.3%，小幅处于荣枯线上方，行业整体维持微弱扩张状态，工业经济运行基本平稳；但7月PMI大幅回落至49.2%，跌破50%荣枯分界线，行业景气度由扩张转为收缩。短短一个月的景气度快速下行，贴合工业投资下滑、企业持续累库、盈利增速回落的整体趋势，充分说明7月国内制造业内需出现阶段性降温，尽管海外市场需求形成一定对冲，但仍无法抵消国内终端需求走弱带来的负面影响，行业企业对短期市场预期趋于谨慎。

汽车产业链作为工业重要细分板块，6-7月呈现出“内冷外热、新旧分化”的鲜明运行特征，新能源赛道与出口业务成为行业稳增长的核心支柱，传统燃油车业务持续拖累行业表现。产量层面，整体汽车产量累计同比始终为负，6月为-3.9%，7月收窄至-3.4%，传统燃油车产量持续收缩压制行业整体产量表现；而新能源汽车产量增长势头强劲，累计同比从6月6.0%大幅提升至7月9.5%，持续提速的增量有效

对冲了燃油车产量的下滑缺口，支撑汽车制造业生产端稳步扩张。销售层面，国内汽车终端消费整体偏弱，整体汽车销量累计同比6月为-4.1%，7月为-3.7%，始终保持负增长，国内整车消费市场尚未实现复苏；新能源汽车国内销量表现亮眼，累计同比由6月7.3%升至7月9.8%，持续正增长，但增量规模有限，无法扭转汽车整体内销的低迷态势。出口层面成为汽车行业最大亮点，整体汽车出口数量累计同比6月为65.3%，7月升至66.8%，维持超高增长态势；新能源汽车出口数量累计同比在6、7月稳定维持120.0%的爆发式增速，海外市场持续扩容，有效消化了国内汽车产能，对冲了国内产销低迷的压力，也解释了汽车行业生产向好、内需疲软、盈利承压的结构性矛盾。整体而言，2026年6-7月中国工业经济整体韧性犹存但压力凸显，传统工业领域投资、盈利、内需持续偏弱，库存压力持续累积，而制造业、新能源汽车、汽车出口等细分赛道的高景气，构筑起工业经济的核心支撑，行业结构性分化成为当前工业运行的核心特征。

图 2.4 出口金额



资料来源：Wind 南华期货

结合2026年6-8月主要经济体出口累计同比数据及同期全球贸易基本面来看，当期全球贸易整体保持韧性增长，但区域分化特征显著，市场结构冷热不均，叠加外部不确定性，增长稳定性偏弱。

整体出口增长动能持续修复，亚洲新兴及东亚经济体增长表现亮眼。中国出口累计同比连续三个月稳步攀升，6-8月增速从17.6%升至19.3%，累计提升1.7个百分点，外贸基本盘持续向好。韩国出口增长势头最为迅猛，三期增速从31.0%大幅上涨至35.3%，增幅达4.3个百分点，领跑主要观测经济体，凸显其外贸强劲复苏态势。日本、印度出口同样持续回暖，分别实现1.0个、3.5个百分点的增速提升，反映出亚洲区域贸易活力持续释放。

欧美市场贸易走势承压下行，成为全球贸易复苏的拖累项。中国对欧盟27国欧元计

价出口持续走弱，6-8月增速从16.8%回落至15.3%，连续三个月递减，体现出欧洲市场需求疲软、消费与进口动能收缩的现状。这也印证了当期全球贸易不均衡增长的格局，欧美发达经济体需求放缓，与亚洲新兴市场的强劲复苏形成鲜明反差。

综合来看，2026年6-8月全球贸易呈现“东强西弱”的分化格局。结合同期经贸环境来看，全球贸易虽有亚洲市场支撑保持增长，但受地缘摩擦、海外需求分化等因素影响，增长基础并不稳固，整体复苏呈现结构性分化、韧性有余、稳定性不足的特点。

3. 2026 年四季度南华综合指数展望

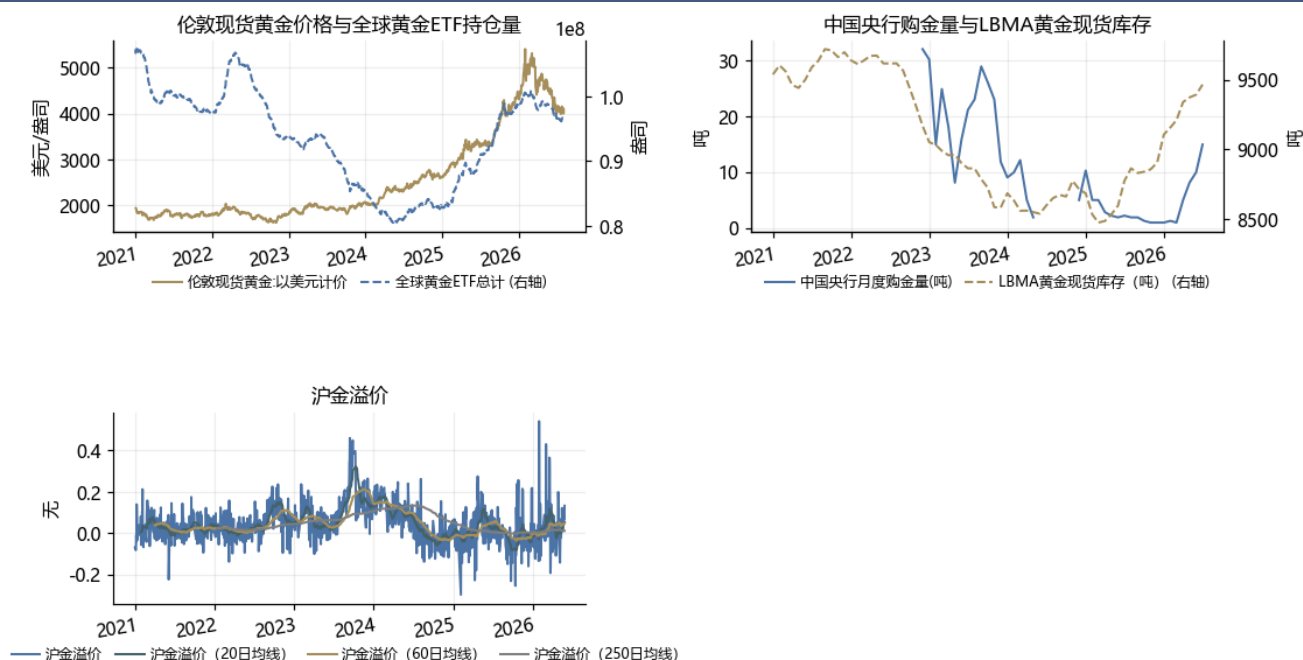
2026年三季度，黄金市场完成筑底修复行情，整体呈“探底企稳、反弹冲高、高位震荡”走势。伦敦金于6月末触底后震荡回升，8月加速冲高，月末受美联储鹰派表态回落。本轮行情主要依托全球央行持续购金的底部支撑，叠加美债实际利率下行、ETF资金回流提振金价，仅宏观政策扰动引发阶段性高位波动。同期国际原油震荡走强，价格中枢较二季度显著上移。市场供需格局持续收紧，供给增量有限、需求边际回落，推动市场由供过于求转为供不应求，叠加全球原油持续去库、OPEC+减产落地及中东地缘扰动，多重利好支撑油价稳步修复，全季度未出现趋势反转行情。展望四季度，黄金大概率维持高位宽幅震荡。央行购金的中长期托底逻辑延续，但高金价压制实物消费，美联储货币政策节奏、ETF资金流向将主导价格波动，多空博弈加剧。原油行情聚焦供给扰动与淡季需求的博弈，低位库存、地缘风险及稳固减产政策为油价提供支撑，但全球原油消费进入传统淡季，宏观弱势或压制需求，若供给端增量释放，油价将面临回调压力，整体波动弹性将有所放大。

3.1 贵金属板块：降息预期 vs 地缘缓和

2026 年 6-8 月，黄金市场完成从二季度末回调筑底到三季度初强势修复的切换，整体呈现“先探底企稳、后反弹冲高、月末高位震荡”的运行格局，价格中枢较 6 月下旬低点显著抬升，但尚未回到 1 月年内高点水平。从伦敦现货黄金（LBMA）来看，6 月末价格下探至 3962 美元 / 盎司阶段低位，7 月整体在 3960-4150 美元 / 盎司区间反复震荡筑底；随着美国经济数据走弱、美债实际利率阶段性下行，7 月下旬开启反弹，8 月加速上行，8 月 25 日盘中触及阶段高点 4697 美元 / 盎司，月末受美联储偏鹰表态影响快速回调，回落至 4430 美元 / 盎司附近。6-8 月三个月均价约 4308 美元 / 盎司，较 2026 年二季度月均 4489 美元 / 盎司小幅回落，但仍远高于 2025 年同期水平。

从驱动逻辑拆解来看，6-8 月黄金价格先抑后扬，核心驱动来自以下层面：第一，全球央行购金延续高景气，形成坚实底部支撑。二季度全球央行净购金 289 吨，同比大幅增长 62%，创下历年二季度购金新高，尽管 6 月金价回调阶段全球黄金 ETF 出现阶段性资金流出，但主权机构“越跌越买”的配置行为有效约束金价下行空间。中国央行延续连续增持态势，6-8 月持续加码，成为亚洲实物买盘的重要代表，同时多国新兴市场央行持续推进储备多元化配置，黄金的非主权资产对冲价值持续得到认可。第二，全球黄金 ETF 资金完成从流出到回流的反转。6 月受价格下跌影响 ETF 出现阶段性止盈流出，7 月起随着价格企稳，资金重新回流，7 月全球黄金 ETF 实现净流入，结束连续单月净流出格局，8 月增持规模进一步扩大，资产配置型资金再度入场，助推金价反弹上行。第三，美国宏观预期快速修正成为本轮反弹的核心催化剂。7-8 月美国非农、就业相关数据边际走弱，市场下调美联储进一步加息的预期，美债长端实际利率阶段性回落，降低无息黄金的持有成本；叠加美国财政债务风险受到市场关注，美元信用重估逻辑再度发酵，共同推升黄金的配置溢价。

图 3.1 黄金



资料来源：MySteel 南华期货

7 月上旬至中旬，市场仍在消化二季度美联储鹰派信号，美债实际利率维持高位，黄金反复测试 4000 美元 / 盎司整数关口支撑，价格呈现低位震荡格局，ETF 持仓维持低位徘徊，市场交易情绪偏谨慎。7 月下旬起，美国就业数据降温，叠加美国财政部宣布扩大长期国债回购规模，长端美债收益率下行，驱动黄金开启修复行情，多头资金、空头回补共同推动价格突破震荡区间，8 月上涨行情加速，月内价格振幅明显放大。8 月末杰克逊霍尔央行年会释放偏鹰信号，市场重新计价高利率延续风险，金价自阶段高点快速回落，高位获利了结盘集中涌现，短期波动明显加大。LBMA 黄金月度交易量显示，6 月成交活跃度回落之后，7-8 月市场成交规模再度回升，随着价格反弹，市场交易热度重新抬升，8 月下旬价格冲高回落，市场再度进入高位博弈阶段。展望 2026 年四季度，黄金价格中枢有望维持相对高位，但上行空间将持续受制于美联储货币政策落地节奏，宏观预期反复扰动下，宽幅震荡分化特征或将进一步凸显。核心逻辑如下：

其一，全球央行购金的中长期支撑并未削弱。全球货币储备多极化转型趋势没有逆转，二季度央行购金超预期印证高位金价下主权机构的配置意愿，预计四季度全球央行购金仍将维持较高体量，仍是托底金价的长期锚；但单季度购金节奏存在波动，主权机构以平稳配置为主，难以单独驱动金价持续单边大涨。

其二，国内供给端维持回升态势，同时高金价对实物消费形成压制。国内产金维持放量，再生金供给随金价反弹有所增加，国内实物金消费在高价格环境下整体偏谨慎，国内现货溢价波动加大，对沪金相对外盘的定价形成扰动。

其三，全球黄金 ETF 持仓由跌转升，但高位稳定性有待观察。本轮 ETF 回流主要来自配置型资金，若后续美国通胀再度超预期反弹、降息预期延后，ETF 持仓存在再度松动风险，可能放大金价回调压力；若价格在 4200-4300 美元 / 盎司区间站

稳，将吸引更多价值型资金入场承接。

综合来看，四季度伦敦现货黄金核心运行区间预计在 3800—4800 美元 / 盎司，中性预期中枢在 4200—4500 美元 / 盎司。若地缘风险再度发酵、美国通胀显著回落，市场交易美联储降息预期，金价存在再度试探 5000 美元 / 盎司上方的可能性；若美国经济韧性超预期，美联储延续高利率政策，金价存在下探 3800 美元 / 盎司附近的回调风险。

3.2 能源板块

2026年三季度，国际原油市场走出震荡走强的修复行情，价格在阶段性波动中稳步抬升，整体走势相较于二季度的大幅回落呈现明显反转态势。细分时段来看，6月末各大原油价格跌至阶段性低位，WTI原油6月25日收于70.34美元/桶，为三季度行情奠定低位修复基础。7月油价开启快速反弹模式，WTI、布伦特原油期货价格单月区间涨跌幅分别达22.00%、21.34%，日均涨跌幅均为0.94%，反弹力度显著。8月市场涨势放缓，整体进入高位震荡阶段，价格波动幅度收窄，多空博弈趋于均衡。9月油价再度启动上行走势，中下旬小幅震荡收尾，全季度未出现明确趋势反转信号。分品种表现来看，WTI库欣现货价格波动弹性更强，7月快速上涨、8月稳步抬升后，9月末小幅回落，整体跟随国际原油主力价格节奏运行，内外盘原油价格走势高度联动。

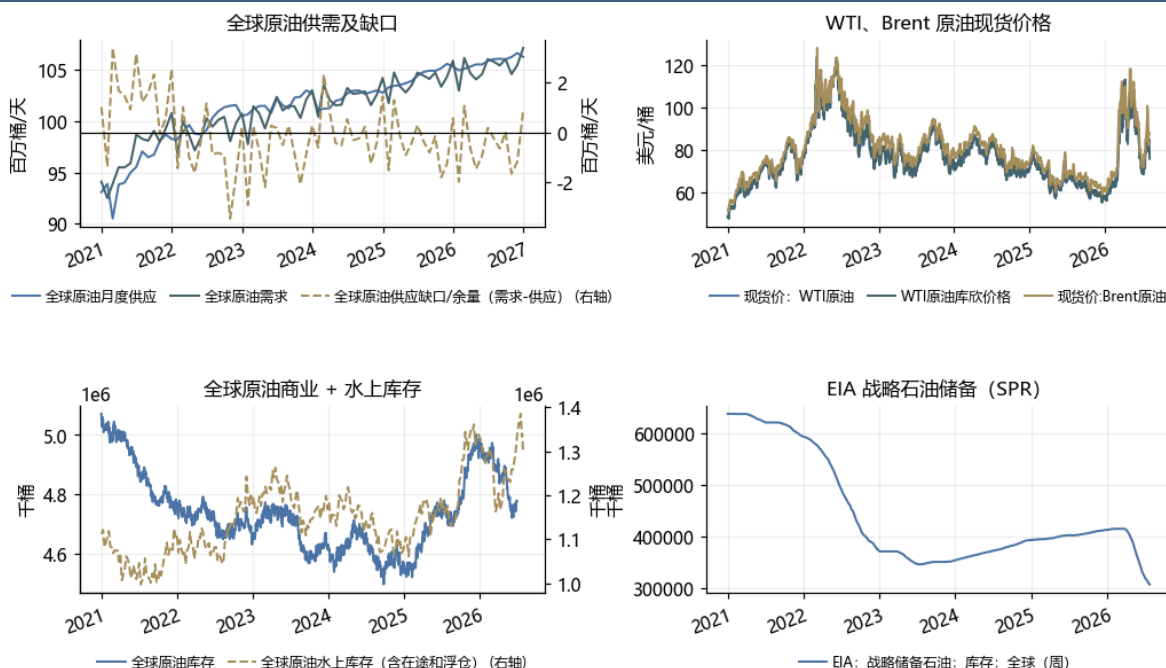
从供需基本面来看，2026年6—8月全球原油供需格局持续迭代，市场从二季度末的供过于求逐步转向供不应求，供需紧平衡态势再度回归。供应量端呈现稳步抬升态势，全球原油供应量从6月105.87百万桶/天，微升至7月106.05百万桶/天、8月106.09百万桶/天，两个月累计供应量小幅增长0.22百万桶/天，整体供给增量有限、释放节奏偏缓。需求端则呈现持续收缩态势，全球原油需求量从6月106.05百万桶/天，回落至7月105.81百万桶/天、8月105.44百万桶/天，累计需求降幅达0.61百万桶/天，需求边际走弱特征凸显。供需格局的反向变动带动缺口持续收紧，全球原油供需缺口由6月+0.19百万桶/天的供过于求，持续回落至7月-0.24百万桶/日、8月-0.65百万桶/日的供不应求状态，三期累计缺口降幅达0.84百万桶/天，8月供需紧张程度达到阶段峰值，为三季度中后期油价反弹提供了核心基本面支撑。

库存方面，2026年6—9月全球原油库存整体呈现震荡后持续去库的走势，与供需缺口收紧趋势相互印证。6月全月全球原油库存维持窄幅震荡态势，多时段小幅波动，整体无明显涨跌趋势。7月中旬至8月末，库存开启持续下行通道，区间跌幅达3.23%，日均降幅0.09%，去库节奏稳步推进。9月上旬库存去化速度显著加快，9月1日至7日单周区间跌幅1.67%，日均跌幅扩大至0.21%，短期去库力度大幅增强。细分库存结构来看，水上库存与战略储备库存呈现分化走势，9月中下旬全球原油水上库存稳步回升，三期观测值从127.73万千桶升至130.45万千桶，累计增加27147.00千桶，海上流通货源边际增多；而EIA全球战略石油储备持续回落，9月11日至25日累计下降1190.00千桶，储备库存持续走低，市场整体库存缓冲能力有所收缩。

进入三季度末，全球原油市场供需、库存、宏观预期多重因素交织，市场格局较上半年进一步演变，油价在多重利好支撑下脱离二季度低位区间，震荡中枢稳步上

移。供给端OPEC+减产政策持续落地，叠加中东地缘扰动持续，部分区域原油供应受限，新增供给增量始终相对有限；需求端虽整体边际走弱，但刚需支撑仍在，供需紧平衡格局持续延续。库存端持续去库叠加战略储备库存低位运行，市场货源供给韧性不足，对油价形成持续托底作用。

图 3.2 原油



资料来源：MySteel 南华期货

展望四季度，原油市场核心矛盾将聚焦于中东地缘供给扰动持续性、OPEC+减产执行力度与全球终端需求走弱节奏的博弈，市场大概率延续宽幅震荡、脉冲式波动的走势，价格中枢整体高于三季度，波动弹性进一步放大。

支撑因素层面：其一，全球原油持续去库格局尚未逆转，整体库存水平偏低，市场库存缓冲空间有限，能够有效限制油价下行空间，托底作用持续凸显；其二，四季度中东地缘局势仍存不确定性，区域原油生产、运输环节的扰动风险尚未完全消退，供给中断风险溢价仍有反复抬升空间；其三，OPEC+减产纪律整体稳固，四季度中东受限产量仍将维持高位，新增供给增量难以快速释放，供给端紧平衡格局难以根本性扭转。

压制因素层面：其一，四季度全球原油需求步入传统淡季，主要经济体工业、成品油消费需求边际走弱，需求端对油价的拉动作用持续消退；其二，全球宏观经济复苏力度偏弱，经济下行风险持续存在，或进一步压制原油终端消费预期；其三，部分产区产量存在边际回升预期，若OPEC+减产执行力度松动、供给增量超预期释放，将对油价形成明显压制。

综合来看，四季度WTI原油核心运行区间预计在68—95美元/桶之间，中性运行中枢集中在75—85美元/桶附近。极端情景下，若中东地缘冲突加剧引发大规模供给中断，油价有望短期冲击95—105美元/桶区间；若全球需求超预期走弱、供给端增量

集中释放，油价存在下探65美元/桶以下的阶段性风险。

3.3 有色金属板块

2026 年 6 月末至 9 月末，LME 铜价延续上半年高位运行特征，整体呈现“快速上行—区间震荡—小幅回调”的三阶段格局。6 月 29 日起铜价启动上涨行情，6 月 29 日至 8 月 20 日快速拉升，区间涨幅 6.52%，日均涨跌幅 0.17%；8 月 21 日至 9 月 21 日转入区间震荡，区间涨跌幅 3.48%，日均涨跌幅 0.21%；9 月 22 日至 9 月 29 日再度震荡走弱，区间跌幅 2.18%，日均涨跌幅 -0.36%。从全球交易所库存来看，LME 与 COMEX 铜库存同步出现先大幅去库后小幅回补的走势：6 月 29 日至 8 月 19 日库存快速下行，区间跌幅 36.54%，日均跌幅 1.20%；8 月下旬至 9 月上旬维持弱势震荡，9 月 11 日至 9 月 29 日库存小幅回升，区间涨幅 5.89%，日均涨幅 0.44%，全时段未出现达到阈值的趋势反转信号。

全球铜矿供给端产量与产能利用率呈现波动回落特征。ICSG 数据显示，全球铜矿产量 5 月为 1961.90 千吨、6 月 1962.50 千吨、7 月 1953.40 千吨，5 月至 7 月产量合计下降 8.50 千吨；全球铜矿产能利用率 5 月 77.6%、6 月阶段性抬升至 79.9%，7 月回落至 76.8%，首期至末期下降 0.8 个百分点，反映铜矿生产端释放节奏存在扰动，供给增量释放并不顺畅。国内电解铜现货库存持续去库，6 月 29 日至 8 月 10 日库存快速下行，区间跌幅 40.13%，日均跌幅 3.97%；8 月中旬至 8 月末延续回落态势，区间跌幅 15.54%，日均跌幅 2.13%；9 月 3 日至 9 月 28 日库存继续走低，区间跌幅 22.63%，日均跌幅 3.71%，国内显性库存持续收缩。消费端来看，中国电解铜实际消费量 6 月 142.84 万吨、7 月小幅抬升至 143.52 万吨，8 月回落至 131.77 万吨，6 月至 8 月消费量下降 11.07 万吨，终端消费在高价环境下出现阶段性走弱。

从价格与库存联动的结构特征来看，6 月末至 9 月末铜行情有几个值得关注的细节。其一，6 月末至 8 月中旬铜价快速上涨的同时，国内外交易所电解铜库存同步大幅去库，价格上涨具备库存收缩的现货基本面支撑，并非单纯宏观驱动的投机行情。其二，8 月下旬后 LME+COMEX 库存小幅回补，但国内电解铜现货库存并未跟随反弹，依旧维持持续去库态势，内外库存走势分化，近端国内现货紧平衡格局仍在延续。其三，国内电解铜消费 7 月小幅冲高后 8 月明显回落，高价对终端消费的抑制效应逐步显现，消费走弱成为 9 月末铜价小幅回调的重要微观因素，本轮回调属于高价区间内的阶段性调整，数据层面尚未识别出趋势反转信号。

展望 2026 年四季度，铜价的核心定价逻辑将围绕以下几条主线展开：

第一，全球矿端供给释放仍存在约束。5-7 月全球铜矿产量与产能利用率整体波动下行，铜矿产能利用率冲高后回落，短期铜矿增量释放不及预期，矿端扰动仍是支撑铜价底部的中长期基础。若四季度主要矿区生产扰动再度出现，铜矿供给收缩预期或将再度抬升铜价估值。

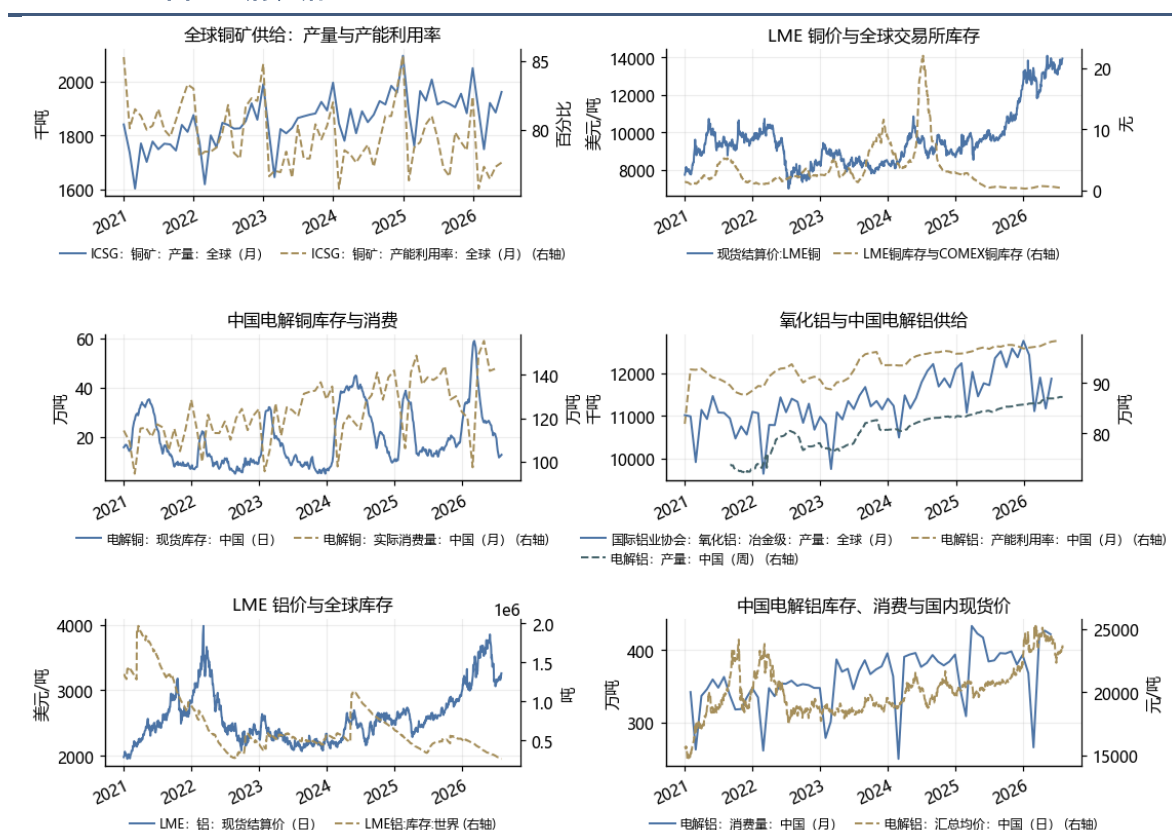
第二，国内显性库存持续去库支撑现货紧平衡。6 月末至 9 月末国内电解铜现货库存持续下行，即使 8 月国内电解铜消费有所回落，库存依旧维持去化，说明国内现货端并未出现明显宽松。四季度国内电网、新能源基建等领域用铜需求的兑现力

度，将决定库存去化能否延续，进而影响现货端对铜价的支撑强度。

第三，高价对终端消费的负反馈压力需要持续关注。国内电解铜消费量 8 月出现明显下滑，高价压制下游需求的特征已经显现。若四季度铜价继续维持高位运行，建筑、低端制造等价格敏感型终端的消费收缩可能进一步加深，形成压制铜价的利空因素。

综合来看，四季度 LME 铜价格走势将在矿端供给约束、国内库存低位与高价抑制消费三者之间博弈。若国内基建与新能源领域用铜需求回暖叠加矿端供给扰动，铜价有望维持高位；反之，若国内终端消费持续走弱，高价负反馈进一步发酵，铜价存在高位回落的压力。国内外电解铜库存的边际变化，将是判断行情拐点的重要先行指标，国内电解铜库存由持续去库转为持续累库时，需要警惕现货紧平衡格局松动的风险。

图 3.3 铜、铝



资料来源：MySteel iFind 南华期货

2026 年 6 月末至 9 月末，LME 铝价延续上半年大幅波动后的修复行情，整体呈现“快速上行—区间反复震荡—小幅回落”的三阶段格局。6 月 29 日起铝价开启反弹，6 月 29 日至 8 月 17 日快速拉升，区间涨幅 3.53%，日均涨跌幅 0.10%；8 月 18 日至 8 月 28 日转入窄幅震荡，区间涨跌幅 0.09%，日均涨跌幅 -0.17%；9 月 1 日至 9 月 15 日继续区间博弈，区间涨跌幅 -0.03%，日均涨跌幅 0.11%；9 月 16 日至 9 月 29 日震荡走弱，区间跌幅 2.55%，日均涨跌幅 -0.10%，全时段未识别出达到阈值的趋势反转信号。国内电解铝现货价格走势与外盘高度趋同，6 月 29 日至 8 月 18 日快速上涨，区间涨幅 4.09%，日均涨跌幅 0.11%；此后多轮区间震

荡，9 月中下旬小幅回调，内外盘价格联动特征持续显现。LME 铝全球库存延续单边去库态势，6 月 29 日至 9 月 29 日持续快速下行，区间跌幅 20.92%，日均跌幅 0.36%，低库存格局进一步强化。

供需基本面仍是本阶段铝价运行的核心支撑。供给端，国际铝业协会数据显示，全球冶金级氧化铝产量稳步抬升，6 月 1190 千吨、7 月 1230 千吨、8 月 1240 千吨，6 月至 8 月累计增量 529 千吨，氧化铝原料供给有所宽松。国内电解铝生产维持高位稳定，国内电解铝产能利用率 6 月 98.3%、7 月 98.4%、8 月 98.4%，首期至末期小幅抬升 0.1 个百分点；国内电解铝周度产量稳步上行，9 月 10 日 87.34 万吨、9 月 17 日 87.37 万吨、9 月 24 日 87.40 万吨，首期至末期增加 0.06 万吨，国内产能充分释放，冶炼端供给维持高位。需求端，中国电解铝消费量呈现先升后降特征，6 月 418.30 万吨、7 月抬升至 428.70 万吨，8 月回落至 413.20 万吨，6 月至 8 月消费总量下降 5.10 万吨，高价环境下国内终端消费出现阶段性承压。

从价格运行的微观特征来看，6 月末至 9 月末铝价行情呈现两个显著特点：其一，库存与价格再度形成正向共振，LME 铝库存在 6 月末至 9 月末持续单边去库，与 6 月下旬价格见底后的反弹行情相互印证，低库存仍是铝价向上弹性的基础，即便国内电解铝产能维持满产，海外显性库存仍在持续收缩。其二，内外盘铝价走势保持较强同步性，国内电解铝现货均价与 LME 铝价在上涨、震荡阶段节奏基本一致，反映内外市场定价逻辑连通，国内现货需求强弱对海外铝价的传导作用较为明显；8 月之后价格转入震荡区间，国内消费 8 月环比回落，成为制约铝价进一步冲高的重要因素，当前行情尚未出现趋势反转信号。

展望 2026 年四季度，铝价核心矛盾仍将在“海外持续低库存支撑”与“国内高产能 + 高价抑制消费”之间博弈。当前 LME 铝库存延续快速去库，库存低位意味着铝价仍具备较高波动弹性，一旦出现供给扰动，现货偏紧格局或将快速推升价格。但国内电解铝产能利用率维持接近满产的高位，国内冶炼端供给释放充分，对价格上行形成持续压制。

支撑因素方面：其一，LME 铝库存持续快速下行，海外显性库存进一步走低，低库存环境下，若海外能源成本再度抬升、海外铝厂减产范围扩大，容易触发现货偏紧预期，放大铝价向上弹性；其二，全球氧化铝产量稳步提升，原料端约束边际缓解，国内电解铝企业生产稳定性有保障；其三，光伏支架、汽车轻量化、电网投资等领域中长期用铝需求仍有增量，若四季度国内基建、制造业回暖，有望带动国内铝消费修复。

压制因素方面：国内电解铝产能维持高位运行，产能利用率接近满产，国内供给增量对铝价上行形成天花板；国内电解铝消费 7 月冲高后 8 月明显回落，高价对下游加工环节利润挤压仍在，若铝价再度反弹，终端消费负反馈风险将再度上升；同时海外宏观、贸易政策变动仍可能对铝材出口需求带来边际扰动。

综合来看，四季度 LME 铝核心运行区间预计在 2900—3700 美元 / 吨之间，中性预期中枢在 3100—3400 美元 / 吨区间。LME 铝持续去库的背景下，铝价波动率仍将维持高位，若海外供给扰动叠加国内终端需求回暖，铝价存在再度试探 3500—3700 美元 / 吨的可能。若国内消费持续走弱，高价负反馈持续发酵，则价格下探至

2900—3000 美元 / 吨区间，但考虑 LME 铝库存持续走低，有效跌破 2900 美元 / 吨的概率相对有限。

3.4 黑色板块

2026 年 6 月末至 9 月末，黑色金属链（铁矿石、螺纹钢、热轧卷板、冶金焦）整体呈现“低位震荡、阶段性反弹、强弱分化”的格局，板块内部品种走势差异明显，焦炭弹性显著大于钢材与铁矿石。

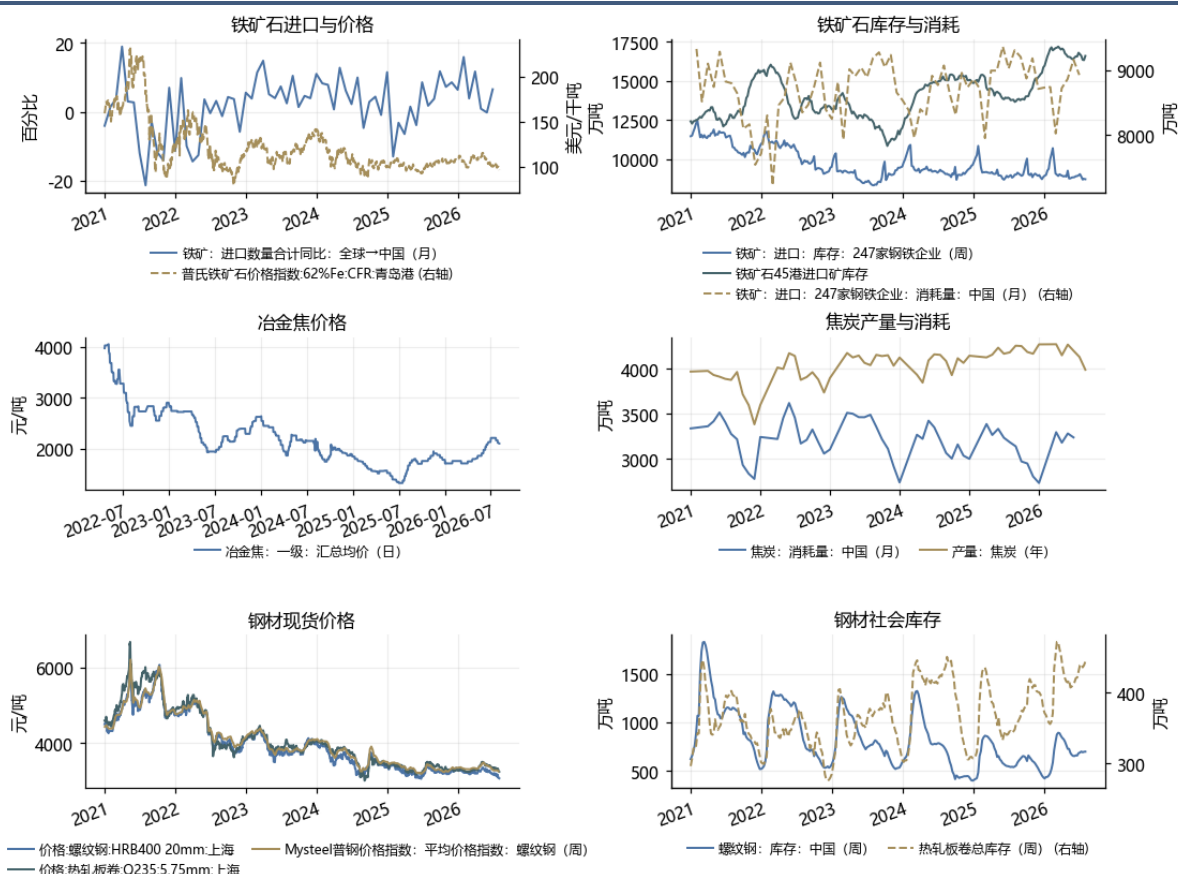
铁矿石方面（普氏 62% Fe CFR 青岛），6 月 29 日之后行情以区间震荡为主，6 月 29 日至 7 月 21 日小幅走弱，区间跌幅 1.18%；7 月 22 日至 8 月 11 日延续弱势震荡，区间跌幅 0.61%；8 月 12 日至 9 月 10 日迎来修复反弹，区间涨幅 2.24%；9 月 11 日至 9 月 29 日再度回落，区间跌幅 3.13%，全时段未出现快速单边行情，也未识别出满足波动阈值的趋势反转。进口端来看，中国铁矿石进口增速持续下行，6 月同比 6.5%、7 月 3.5%、8 月 3.3%，首期至末期回落 3.2 个百分点。库存端压力再度抬升，247 家钢企铁矿石库存 9 月 11 日 9044.46 万吨、9 月 18 日 9331.36 万吨、9 月 25 日 9563.31 万吨，首期至末期累库 518.85 万吨；45 港口进口矿库存同步上行，9 月 11 日 16232.90 万吨、9 月 18 日 16355.37 万吨、9 月 25 日 16419.34 万吨，首期至末期累库 186.44 万吨。247 家钢企铁矿石消耗量 6 月 8925.00 万吨、7 月 9067.00 万吨、8 月 8982.00 万吨，6 月至 8 月消耗小幅抬升 57 万吨，钢厂维持较高原料消耗，但进口持续落地带动港口与厂内库存同步累积，对矿价形成压制。

螺纹钢方面（HRB400 20mm 上海），6 月末至 7 月中旬维持弱势震荡，7 月 10 日至 8 月 7 日继续偏弱运行；8 月 10 日至 9 月 14 日迎来一轮阶段性快速上涨，区间涨幅 2.89%；9 月中旬之后维持高位震荡，未出现趋势反转信号。Mysteel 螺纹钢普钢价格指数 9 月 4 日 3337.73 元 / 吨、9 月 11 日 3336.93 元 / 吨、9 月 18 日 3315.47 元 / 吨，首期至末期小幅回落 22.27 元 / 吨。热轧卷板（Q235 5.75mm 上海）波动更强，6 月末至 8 月 11 日震荡下行，区间跌幅 2.40%；8 月 12 日趋势反转并开启快速上涨，区间涨幅 3.36%；9 月 9 日再度发生趋势反转转入下跌通道，区间跌幅 2.37%，板材价格多空切换节奏快于螺纹。库存端，9 月中旬国内钢材社会库存延续去库，螺纹钢库存 9 月 11 日 651.11 万吨、9 月 18 日 635.57 万吨、9 月 25 日 592.07 万吨，首期至末期去库 59.04 万吨；热轧板卷库存 9 月 11 日 432.20 万吨、9 月 18 日 429.42 万吨、9 月 25 日 424.46 万吨，首期至末期去库 7.74 万吨，建材去库幅度显著强于板材。

冶金焦作为黑色产业链成本端，本阶段价格弹性突出。一级冶金焦汇总均价 6 月 29 日至 7 月 17 日震荡上行，区间涨幅 3.81%；7 月 20 日至 8 月 20 日持续下跌，区间跌幅 7.11%；8 月 21 日发生趋势反转，开启一轮快速上涨行情，区间涨幅 23.10%。供需层面，焦炭产量持续收缩，6 月 4203.60 万吨、7 月 4134.80 万吨、8 月 3992.40 万吨，首期至末期下降 211.20 万吨；焦炭消费量同步回落，6 月 3239.55 万吨、7 月 3075.75 万吨、8 月 3044.43 万吨，首期至末期下降 195.12 万吨，供给收缩幅度大于消费回落幅度，成为 8 月下旬后焦炭强势反弹的基本面支撑。

从产业链运行的微观特征来看，6 月末至 9 月末黑色板块行情呈现几个显著特点：其一，铁矿石价格缺乏趋势性行情，始终在区间内反复震荡，尽管钢厂原料消耗维持高位，但港口与钢企厂内库存同步累积，高库存约束矿价上行空间，矿端表现弱于焦炭。其二，钢材品种分化明显，螺纹钢在 8 月启动反弹后维持高位震荡，未出现趋势反转；热卷经历两轮趋势切换，先反弹后回落，板材受制造业、出口预期影响波动更大，与建材地产需求逻辑形成差异。其三，焦炭成为本阶段行情核心变量，焦炭产量持续下行带来供给收缩，在 8 月 21 日触发趋势反转，焦炭大幅上涨抬升钢铁生产成本，自上而下对钢材底部形成支撑，黑色链成本端驱动特征凸显。

图 3.4 铁矿石、钢材



资料来源：MySteel 南华期货

展望 2026 年四季度，黑色金属的核心矛盾将在**原料端供给收缩、钢厂库存累积压力与终端用钢需求修复力度**之间博弈。

铁矿石方面，当前港口及 247 家钢企原料库存同步上行，库存累积仍是压制矿价最核心因素。若四季度粗钢产量维持韧性、基建项目集中落地带动钢厂持续补库，铁矿石有望维持区间震荡；但若终端需求不及预期，钢厂主动减产、原料采购意愿回落，叠加港口库存继续走高，矿价承压下行风险将加大。中性预期下，四季度普氏 62% Fe 铁矿石运行区间预计 92—112 美元 / 干吨。

螺纹钢和热卷方面，四季度进入传统施工淡季，建筑端用钢需求存在季节性走弱压力，但前期社会库存持续去库对价格形成一定托底。螺纹钢更多依赖国内地产、基

建实物工作量兑现；热卷则继续受制造业景气、钢材出口变化影响，波动弹性高于螺纹。预计螺纹钢四季度运行区间约 3050—3400 元 / 吨，热卷运行区间约 3150—3550 元 / 吨。

冶金焦方面，四季度焦炭供给收缩的逻辑仍值得重点跟踪，焦企产量能否继续压减将决定焦炭价格强弱。若焦企维持限产、供给持续收缩，焦炭价格仍具备向上弹性，抬升钢企生产成本；若下游钢材需求走弱，钢厂利润压缩后主动压减焦炭采购，焦价上涨动能将受限。粗钢产量调控政策仍是产业链重要变量，若四季度粗钢压减政策落地，将自上而下影响钢材、原料需求，需要持续跟踪政策落地节奏。

综合来看，四季度黑色金属板块大概率维持品种分化格局，焦炭价格波动弹性或将继续强于钢材与铁矿石。需求端是决定行情方向的核心变量，基建、地产实物工作量兑现情况将主导建材走势，制造业景气度决定热卷强弱；原料库存、焦企开工与粗钢调控政策是重要观测指标。若终端需求超预期回暖，钢材与矿价有望反弹；若终端需求持续偏弱，叠加钢厂主动降产，产业链价格将承压，焦炭上涨行情也存在回调风险。

4. 总结

在 2026 年四季度，南华综合指数大概率延续板块分化行情，有色板块内强于黑色，贵金属维持高位宽幅震荡，原油波动弹性放大。铜价依托低库存与需求预期博弈，整体上行逻辑相对完整；铝受海外产能刚性约束支撑，但传统需求掣肘，上涨弹性弱于铜。黑色金属板块品种分化显著，铁矿石受港口与厂内累库压制，焦炭供给收缩带来较强价格弹性，钢材受淡季需求约束，更适合区间操作。黄金在央行持续购金托底下中枢维持高位，价格波动主要由美联储政策预期驱动。原油行情受地缘扰动、OPEC + 减产与淡季需求共同影响，脉冲式行情概率较高。

2026 年四季度国内经济仍呈现 “内需修复偏缓、外部环境多变、板块结构性分化延续” 的格局。基建实物工作量落地节奏、地产边际改善程度决定建材用钢需求上限；制造业景气强弱影响热卷、铜铝板材等工业金属消费。海外方面，美联储货币政策预期反复扰动贵金属定价，全球原油需求步入季节性走弱阶段，OPEC + 减产执行与中东地缘风险构成供给侧变量。国内粗钢调控、焦企限产政策是黑色链核心变量，电解铝国内产能维持高位，一定程度抵消海外低库存带来的价格支撑。信用端若边际回暖，有望带动工业品预期修复，但若地产、居民消费信心未见明显改善，商品总需求难以出现全面走强。

2026 年四季度，黄金价格中枢有望维持高位，宽幅震荡特征突出，行情核心取决于美债实际利率与地缘风险的边际变化。原油的阶段性的机会更多来自供给端突发扰动，淡季需求将持续压制趋势性上行空间。对于有色金属来说，铜仍是大宗商品中做多逻辑相对完整的品种，可重点跟踪 LME 库存与升贴水变化作为择时参考。相较于铜，铝海外供给约束刚性较强，但需求偏传统，增量弹性不及铜。黑色金属四季度以区间博弈为主，重点关注粗钢压减政策、焦企减产落地以及基建资金兑现节奏。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

