

大宗商品 2026 年展望：秩序新章的三重奏（要点版）

郭朝辉 分析员

SAC 执证编号：S0080513070006
SFC CE Ref: BBU524
chaohui.guo@cicc.com.cn

李林惠 分析员

SAC 执证编号：S0080524060004
linhui.li@cicc.com.cn

王炎鹿 分析员

SAC 执证编号：S0080523030003
zhilu.wang@cicc.com.cn

陈雷 分析员

SAC 执证编号：S0080524020004
lei.chen@cicc.com.cn

赵烜 分析员

SAC 执证编号：S0080525070002
xuan6.zhao@cicc.com.cn

庞雨辰 分析员

SAC 执证编号：S0080524070004
SFC CE Ref: BVQ564
yuchen.pang@cicc.com.cn

2025 年美国关税政策正在加速全球贸易格局重塑，由此带来了全球产业分工和秩序重构，资产波动和经济前景不确定性或显著提高。大宗商品市场也在变局中，不仅有传统需求动能不足的挑战，也有与地缘博弈和行业革新随之而来的机会。下半年以来，商品市场逐步走出较为悲观的一致预期的泥潭，交易重心回归各自基本面，比如石油供给风险，黄金避险和获利了结，以及铜短缺预期等。展望 2026 年，我们认为地缘政治博弈、资源安全诉求和新兴需求或有望成为全球大宗商品市场进入秩序新章后的三重奏。

首先，地缘博弈和资源保护主义或为本就脆弱的供应弹性带来更多挑战。全球能源和金属上游投资的下行周期已持续近十年，资本开支欠缺对供给弹性的约束已经形成，具体表现为存量供应不稳和增量供应不足。秩序重构之中，地缘政治风险和资源保护主义等宏观不确定性或系统性上升，进一步挑战能源和金属市场本就脆弱的供应弹性。同时，贸易摩擦风险与天气周期变数交织，也为全球农产品丰产预期增添更大不确定性。

其次，战略安全更受需求侧关注，能源转型和储备建设是大势所趋。伴随着传统经济体的增长更加注重安全，全球大宗商品需求内生增长动能不足，因此，全球存量需求的分配竞争或加剧。我们认为这既意味着能源转型仍是大势所趋，也代表着储备建设依然势在必行，或有望为绿色转型金属、生物燃料原料，以及原油、黄金等战略资源带来额外需求。

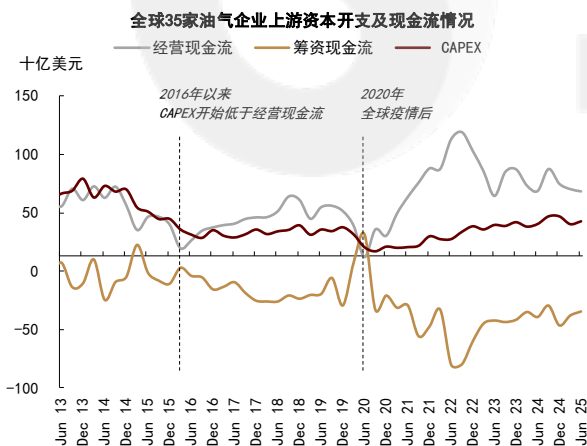
最后，从传统经济体 AI 投资到新兴经济体工业化，新需求或已在蓄势。展望明年，秩序重构仍在继续，宏观面临诸多不确定性，需求逆风或难言消散。同时，新兴需求也已有蓄势。一方面，AI 叙事方兴未艾，除了数据中心对铜等原材料投入的直接诉求，我们认为全球电气化水平持续提升或有望带来更持续的需求增量。另一方面，贸易格局和产业分工重塑或为新兴经济体工业化提供更多助力，需求增量或已初步体现在了我国钢材为代表的中间品出口韧性之中。长期看，商品需求强度处于上行通道的印度和“一带一路”需求仍可能是下一轮超级周期的驱动力量。

地缘博弈和资源保护主义或为供应弹性带来更多挑战

全球能源和金属上游投资的下行周期已持续近 10 年。虽然商品价格在 2020 年后有所反弹、使得上游企业经营现金流明显改善，但向资本开支的有效转化效率却进一步下降。在美国关税政策冲击下，2025 年全球宏观环境不确定性大幅上升，我们提示或进一步抑制上游企业投资意愿。截至上半年，我们已经初步观察到全球主要油气上游公司和金属矿企的资本开支较 2024 年水平有所下降。

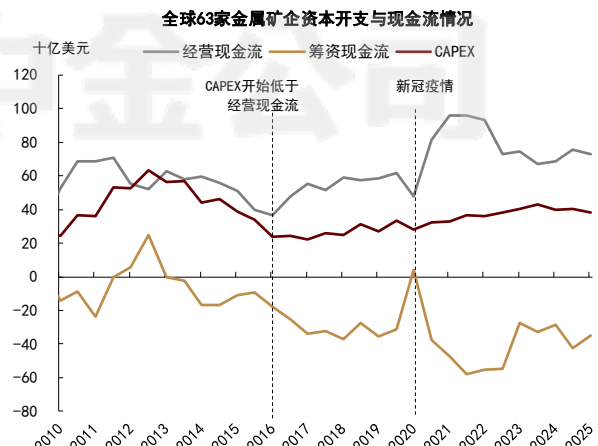
资本开支欠缺对供给弹性的约束或已形成，具体表现为存量供应不稳和增量供应不足。我们以铜和石油为例。铜市场中，上游投资强度不足导致矿端产能持续不及预期，其中既有铜矿干扰率自 2016 年以来持续处于高位、现有矿山品位趋于下降的存量影响，也有新增产能、特别是大型项目储备不足的增量约束。石油市场中，油气上游投资强度下行周期自 2015 年开始，或对应全球成熟油田衰竭加快周期的起点在 2024-25 年出现，即未来 10 年全球成熟油田衰竭速度或将进入上行通道；叠加 2025 年可能已是非 OPEC 新增常规项目的峰值之年，今年油价下跌也已触发北美页岩油的成本挑战，我们认为非 OPEC 原油产量由攻转守的中长期拐点或将到来。

图表 1：全球主要油气公司现金流和资本开支



资料来源：FactSet，中金公司研究部

图表 2：全球主要金属矿企现金流和资本开支



资料来源：FactSet，中金公司研究部

宏观博弈风险或成为供应影响要素中的第三维度，可能是商品市场中值得关注的投资主线之一。除了投资周期和地理分布等传统的时间、空间维度因素，我们认为宏观环境秩序重构过程中，地缘政治风险和资源保护主义等宏观博弈风险或系统性上升，对于能源和金属供给侧的扰动或愈发不容忽视。就 2026 年而言，我们认为供应扰动或是决定铜和石油现货平衡的关键变量。其中，今年印尼铜矿意外事故可能已经扭转了全球铜元素的纸面过剩，而地缘局势风险也依然是可以扭转“油价硬币”倒向一致过剩的意外力量。

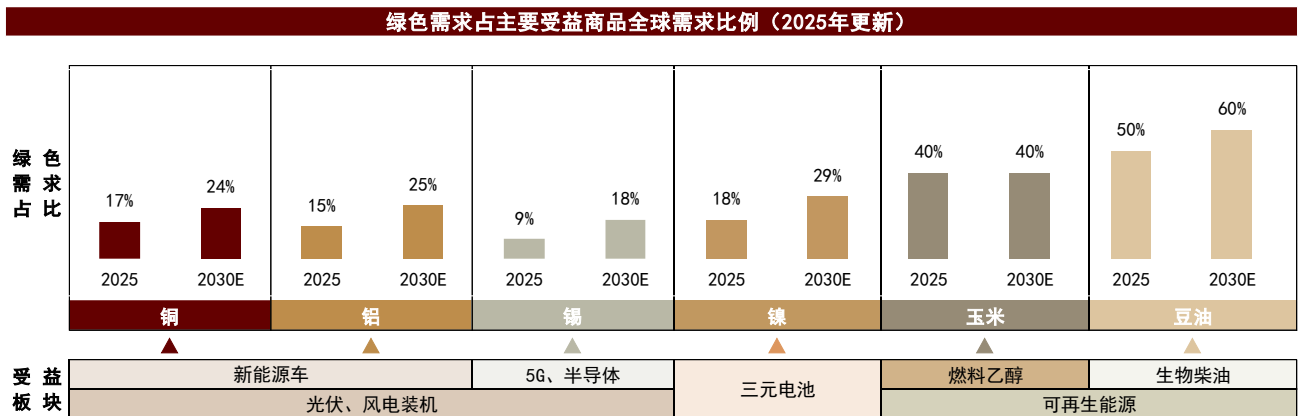
贸易博弈升温叠加天气周期拐点，农产品丰产预期中或有潜在风险。今年全球贸易摩擦推升农产品供需错配风险，大豆市场对于南美供应的依赖度上升，因而今冬作物生长季的天气条件或较为重要。近几年全球农产品基本面大多持续处于过剩状态，使得市场对天气风险的敏感度并不高；我们认为这背后的重要原因或为过去3年太阳黑子活动较为频繁，水热条件良好。但往前看，未来3-5年全球太阳黑子数量或大概率进入下行通道，拉尼娜现象发生可能性或提升。从历史经验看，在拉尼娜年份，阿根廷和巴西南部的农作物易因干旱天气而出现减产。我们提示天气周期变数或为全球农产品价格带来波动风险。

战略安全更受关注，能源转型和储备建设是大势所趋

秩序重构过程中，由于需求内生增长动能不足，全球存量需求的分配竞争或加剧，传统经济体的增长或更加侧重安全，我们认为这既意味着能源转型仍是大势所趋，也代表着储备建设依然势在必行，或均有望为战略性商品资源提供需求韧性，也是商品市场中值得关注的投资主线之二。

一方面，绿色转型对有色金属和油脂油料的需求利好或将继续。我们认为新能源为铜、铝等有色金属提供的需求增长亮点可能已经从量变走向质变，或将继续主导需求增长，并已基本可以抵消国内地产周期对传统需求的拖累。此外，2025年海外各国生物燃料政策加速推进，印尼、马来西亚、美国 and 巴西等国相继通过上调掺混比例、明确长期目标、完善补贴机制等方式推动生物燃料市场发展，我们认为或有望进一步打开棕榈油、豆油等油脂的工业消费增长空间。

图表 3：绿色需求占主要受益商品全球需求比例（2025 年更新）



资料来源：CRU, USDA, 中金公司研究部

另一方面，逆全球化下，区域资源储备建设诉求或为战略性商品提供需求韧性。我们认为具有代表性的或为非 OECD 国家的原油补库需求和新兴国家的央行购金需求。今年二季度以来，全球石油现货供应过剩已经形成，但与市场定价挂钩的 OECD 商业原油库存的累积压力却不及预期，背后主要是非 OECD 国家

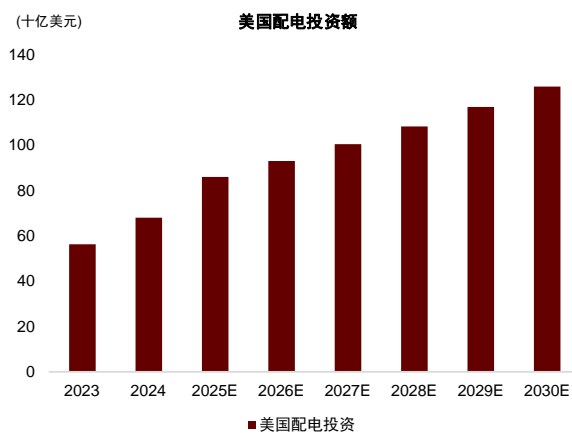
的补库需求为其分担了累库压力，我们认为这或反映了非 OECD 国家在贸易摩擦和宏观不确定性上升之际对资源安全的诉求有所提高。全球央行对于黄金储备的增持需求或也类似。出于对冲风险和多元化配置的考虑，2022 年以来全球央行购金量从 500 吨/年升至 1000 吨/年，今年上半年虽然购金步伐边际放缓、但明显仍高于 2011-2019 年水平。

从 AI 投资到新兴经济体工业化，新需求或已正在蓄势

秩序重构推升宏观不确定性，或继续为商品传统需求增长带来逆风。展望明年，全球贸易摩擦对经济增长的不利影响或仍待显现，美国关税和移民政策带来的供给冲击或也难免对美国经济增长形成拖累，我们预期全球石油需求同比增速或维持历史偏低水平。国内而言，地产周期或继续寻求企稳，内循环也仍待政策发力来进一步解锁，以黑色系为代表的传统商品需求逆风或难言完全消散。

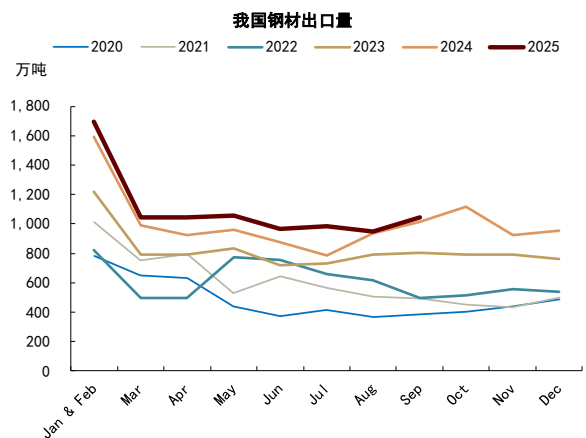
而传统需求之外，新兴需求或已正在蓄势，有望成为商品市场中值得关注的投资主线之三。一方面，AI 叙事方兴未艾。除了数据中心对铜等原材料投入的直接诉求，我们认为全球电气化水平的持续提升或有望为相关商品实物消费带来更持续的增量，未来几年海内外电网新建与改造投资的增长趋势仍然具备较强的确定性。另一方面，贸易格局和产业分工的加速重构或为新兴经济体的工业化进程提供更多动力。1900 年至今的四次大宗商品“超级周期”相继伴随着欧美、日本、中国等经济体的城镇化与工业化进程。往前看，我们认为大多数商品需求强度仍处于上行通道的印度和“一带一路”国家或是驱动新一轮超级周期开启的可期力量。2025 年美国关税政治加速全球贸易格局和产业分工重塑，我们认为可能有望为这些新兴经济体的工业化进程提供更多助力。目前看，对商品需求的边际提振或已初步反映在了我国钢材为代表的中间品出口的韧性之中。

图表 4：美国配电投资额及预测



资料来源：EEl, FERC, NREL, 中金公司研究部

图表 5：我国钢材出口受益于成本优势和规模效应



资料来源：海关总署, 中金公司研究部

2026 年大宗商品内部板块排序及核心展望观点

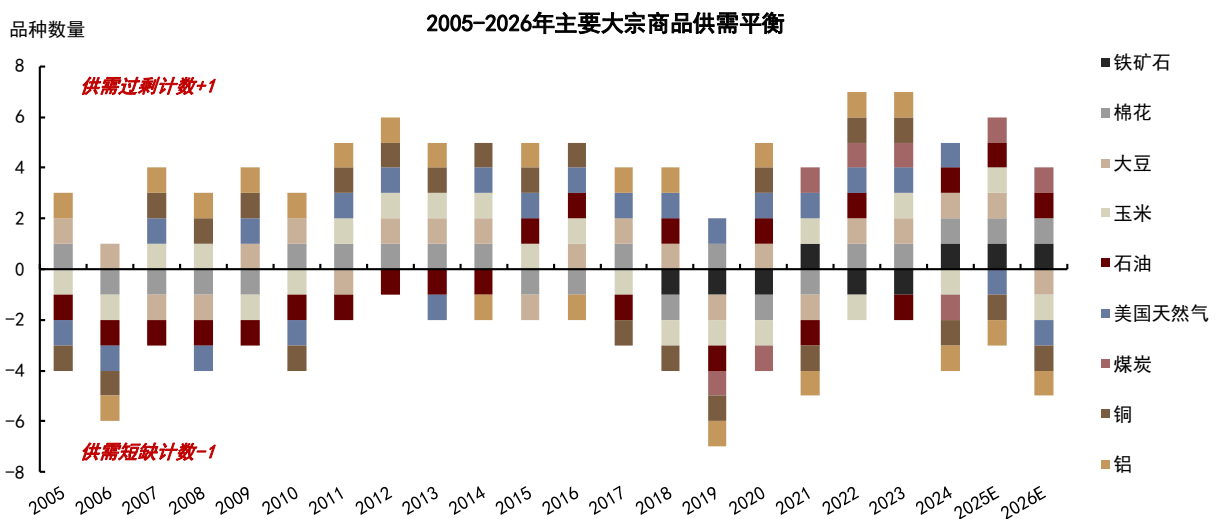
虽然宏观经济增长依然面临较高不确定性，但在微观层面上，随着供应扰动影响显现和局部需求量变在途，我们预期 2026 年商品市场的多数过剩格局或有望边际改善，因而不必对商品市场表现过于悲观。

内部排序上，我们认为明年有色金属和贵金属有望成为上涨趋势延续的第一梯队。其中，铜的供给侧既有长期资本开支约束、又有短期意外事件扰动，需求侧既有绿色转型大势延续、又有 AI 叙事的新亮点，短缺格局或从明年开始由预期转为现实，价格上行周期或有望继续打开；铝的供给侧约束依然较强，电解铝环节高利润或仍有支撑；黄金可能综合受益于逆全球化下的储备建设诉求和美联储降息周期下的市场配置需求。

原油和农产品作为明年的第二梯队，在价格超跌后，成本反馈或提供底部支撑，供应风险和需求利好或带来反弹机会。其中，OPEC+增产在途，石油现货供应过剩仍为基准情形，非 OECD 补库需求和地缘供应风险可能带来预期差机会；与此同时，北美页岩油的成本挑战已经开始，我们预期非 OPEC 供应扩张周期或在明年下半年迎来中长期拐点，有望为油价中枢提供趋势突破支撑。海外大豆、玉米等谷物价格均已跌破成本线，贸易博弈和天气变数或增添供给侧不确定性；海外生物燃料政策加码，也有望为棕榈油和豆油需求提供新的增长点。

最后，我们维持对黑色系的谨慎态度，作为第三梯队。黑色金属下游制造业相关需求或继续受出口支撑，但地产与基建需求或仍未见底，内需边际放缓压力可能延续；叠加西芒杜等铁矿项目投产及爬产，冶炼原料受供给曲线扩张或进一步宽松，可能带动铁矿价格中枢在明年继续下移。

图表 6：2026 年商品市场多数过剩格局或边际改善



资料来源：IEA, CRU, USDA, EIA, 国家统计局, 海关总署, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及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。中金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。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：金灿

北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560