

科技巨震之后，商品价值凸显

— 2026 年 8 月宏观视角下的大宗商品走势分析

【内容摘要】

以主要商品与当天布伦特油价比值观察，2 月 26 日以来，这一比值伴随美伊冲突加剧不断下降，又随着冲突缓和重新回到 2 月 26 日水平附近，而随着美伊冲突再次爆发，比值再度下降，目前只有 EG 等少数商品的比值高于 2 月 26 日，大部分商品比值仍低，这反映出目前大部分商品处于低估状态。

经历美伊重复反复等因素影响，中美经济整体维持韧性一定程度上保证了大宗商品的需求。宏观经济看商品整体库存不高；需求旺季伴随美伊冲突再度缓解逐步到来，低库存和需求韧性是大宗商品价格的保证。

从资产属性变迁看，2026 年 4-6 月美伊冲突趋于缓和，以存储短缺为代表的科技板块成为资产追逐的核心，科技资产体现出“避险”特征，如果美伊冲突再度趋于缓和，美国财政部增加美债供给，科技股调整结束，科技上游的确定性高景气度可能再被投资者关注。美联储 7 月保持基准利率不变，9 月加息逐步定价。科技公司二季报/中报反映出的 FCF 下降直接反映在股价下挫上，这是科技行业高估值下，出现调整的重要原因之一，但随着财报冲击过去，科技行业，尤其是上游公司的确定性可能再度被市场关注。以韩国杠杆为代表的杠杆也已经下降到正常水平。历史经验看，美国大幅度下跌的宏观环境是经济环比走弱和流动性收紧，目前不符合美国持续大跌的宏观条件。综合看，从宏观环境；货币收紧预期定价；财报冲击逐步过去；市场过度集中得到缓解等角度看，科技板块大幅调整或已临近结束，美股或进入轮动、科技股分化阶段，科技上游确定性对应的是并未大幅上的相关商品价格。

风险提示：美伊冲突反复、国际政策冲突加剧、国内政策不及预期。

研究员：王 鹏

邮 箱：

wangpeng_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03127257

投资咨询资格证号：Z0020170

作者承诺

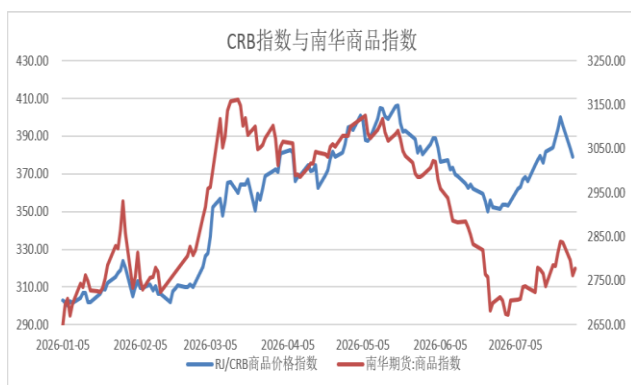
本人具有中国期货业协会授予的期货从业和期货投资咨询资格。本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。

2026 年 7 月以来，美伊再起导致市场再度进入“战争”阶段，原油价格触及 100 美元/桶，科技股大幅调整，美债收益率突破前高，大宗商品市场也受到冲击。伴随市场诱发科技板块调整的各类因素逐个靴子落地，预计股市大幅冲击阶段临界结束，市场将重演 4-6 月逻辑，大宗商品可能上演亮眼表现。

一、大宗商品估值情况——整体低估，结构分化

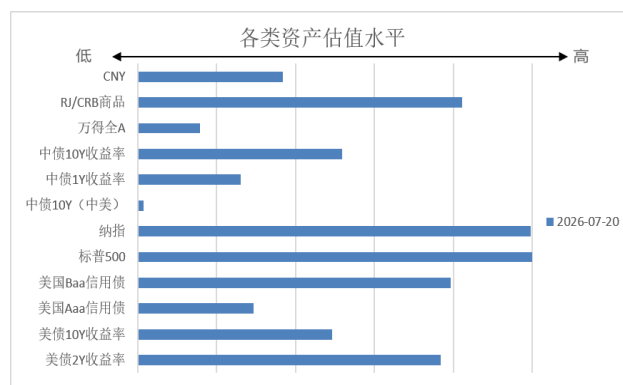
以商品指数观察，目前商品指数处于历史同期较高水平，同时，不同类别的商品价格处于大幅分化的状态，化工品，有色金属和油价处于相对高位，黑色金属、农产品价格重回低位。跨资产比较，商品也处于相对高位，但与全球估值最高的美股相比，还有一定差距。

图 1：全球商品指数走势



数据来源：银河期货，ifind

图 2：全球资产估值



数据来源：银河期货，ifind

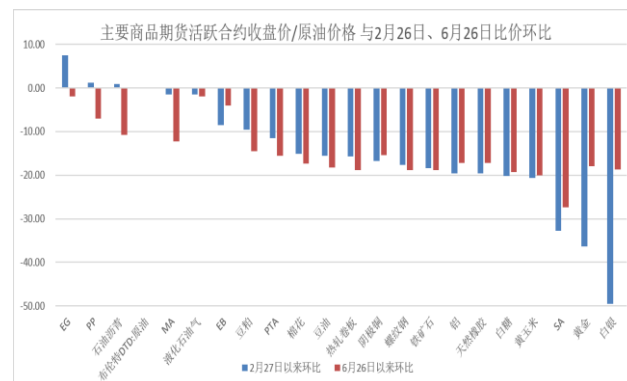
如果以 2 月 26 日和 6 月 26 日商品价格为基期，计算目前商品价格环比，以 EG 为代表的部分化工品价格不仅高于 6 月 26 日时的价格水平，也高于 2 月 26 日时的价格水平，以黄金、白银为代表的部分商品，价格低于 6 月 26 日时的价格水平，也低于 2 月 26 日时的价格水平。更清晰的是以这些商品与当天布伦特油价比值的状态，2 月 26 日以来，这一比值伴随美伊冲突加剧，油价上涨不断下降，又随着冲突缓和，油价下跌重新回到 2 月 26 日水平附近，而随着美伊冲突再次爆发，比值再度下降。分商品看，只有 EG 等少数商品的比值高于 2 月 26 日，大部分商品比值仍低，有了 3-6 月美伊冲突对商品影响的经验，这一比值反映出目前大部分商品处于低估状态。

图 3：全球商品指数与原油价格比价走势

图 4：主要商品与原油价格比价走势



数据来源：银河期货，ifind



数据来源：银河期货，ifind

二、商品宏观驱动展望——宏观市场趋稳，商品价值突显

经历美伊反复等因素影响，中美经济整体维持韧性一定程度上保证了大宗商品的需 求。从资产属性变迁；货币收紧影响落地；财报影响逐步过去；以韩国杠杆降至正常水平为 代表的市场拥挤程度逐步缓解等角度看，科技板块大幅调整临近结束，美股市场进入轮动和 科技板块分化加剧的环境。大宗商品估值相对不高；宏观经济看商品整体库存不高；需求旺 季伴随美伊冲突再度缓解逐步到来；叠加与科技短期等确定性相关的大商品并未因科技板块 的走势而大幅上涨，综合看“三性”商品价值突显，预计 2026 年 4-6 月的商品逻辑可能再 度重演，大宗商品短期上行机会值得关注。

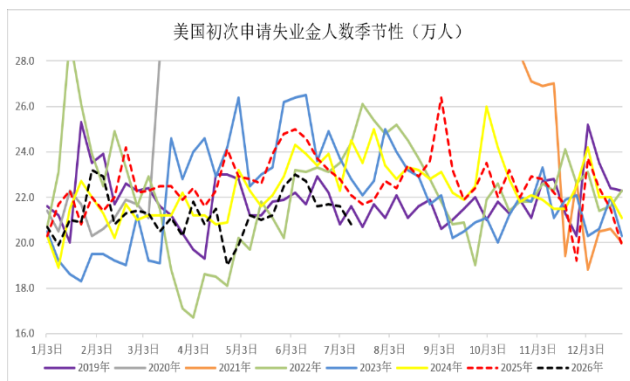
1、宏观经济保持韧性是商品需求的保证

经历近 5 个月的美伊冲突，霍尔木兹海峡时开时断，全球通胀高企和加息预期持续，但 美国和中国经济基本面均保持韧性。

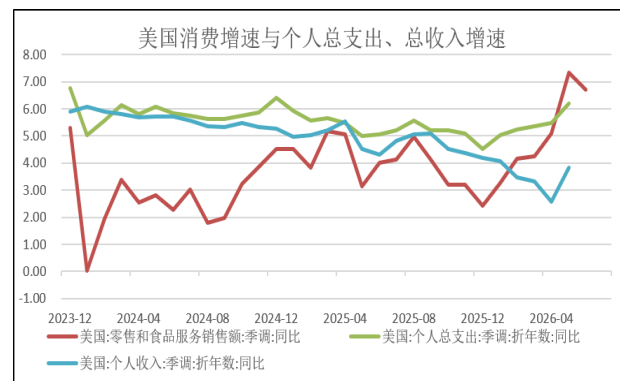
美国 6 月季调后消费增速虽有所下降，但更多是通胀因素的影响。美国居民个人支出增 速持续增长、个人收入增速也触底反弹，收入的主要来源财产性收入和劳动报酬增速均较为 稳定，可见收支方面仍可支撑消费。美国产出增速尽管也略有调整，但依然维持高位。数据 显示美国经济“K”型的传统领域具有韧性。

图 5：美国初次申请失业金人数

图 6：美国消费增速



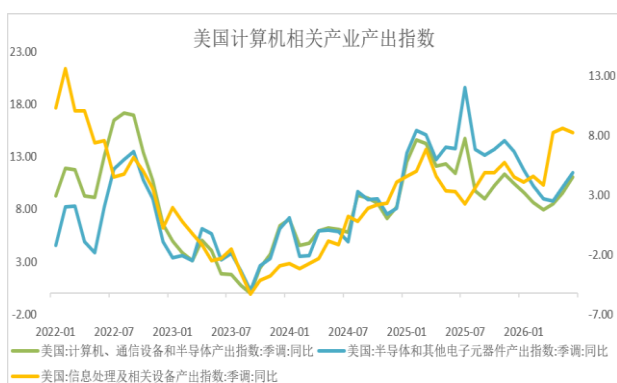
数据来源：银河期货，ifind



数据来源：银河期货，ifind

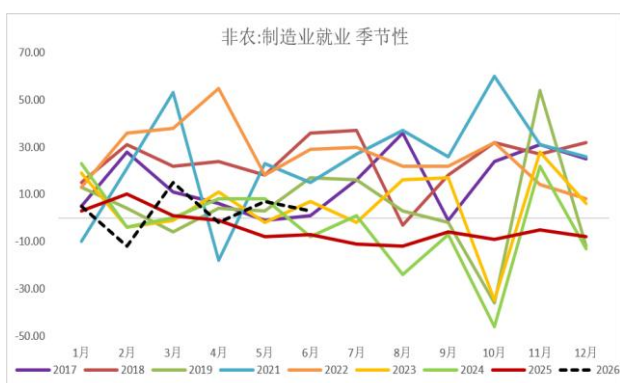
科技行业是美国经济“K”型的支撑项。围绕科技的支撑短期看不到拐头的迹象，就业也并未因人工智能的发展受到影响，尽管短期市场出现调整，但伴随市场企稳，预计 2026 年 H2，科技依然是美国经济、甚至是全球经济重要的支撑力量。

图 7：美国科技及相关行业产出增速



数据来源：银河期货，ifind

图 8：美国制造业就业季节性



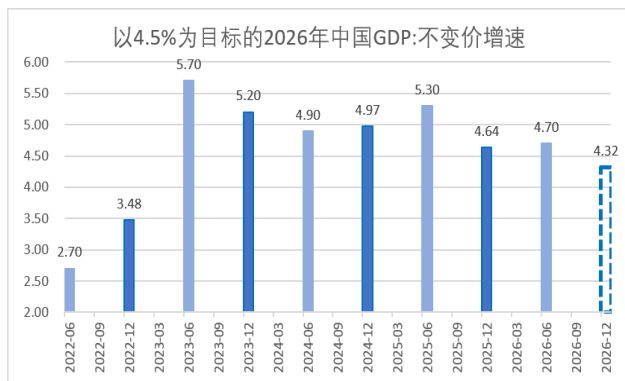
数据来源：银河期货，ifind

需要注意的是国内主流机构统计的美国科技企业 2027 年投资规模仍在增长，但增速却在下降。短期市场调整或源于市场交易的是数据的增速、甚至二阶导；也可能是资产属性的短期变化、科技公司中报的预期调整、全球货币收紧担忧、投资者过度集中，但并不符合股市冲击的宏观环境，预计市场调整仍是阶段性的，主要的冲击将伴随宏观市场的落地，美股科技公司财报冲击过去和杠杆调整到位而逐步企稳。

国内经济保持韧性，政策保持定力，外需强内需弱的特点也未发生很大变化。7 月政治局会议仍以存量政策为主，预计 2026 年中国实现全年经济增长目标的难度不大。进出口韧性、财政进度加快对重点领域基建的支撑、消费企稳回升和固定资产投资触底是国内商品需

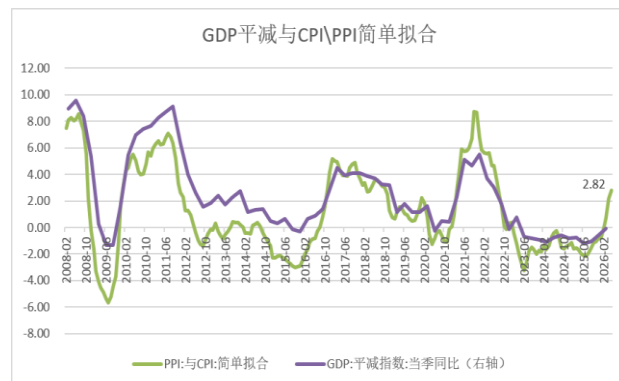
求的扩张方向。

图 9：2026 年中国经济目标测算



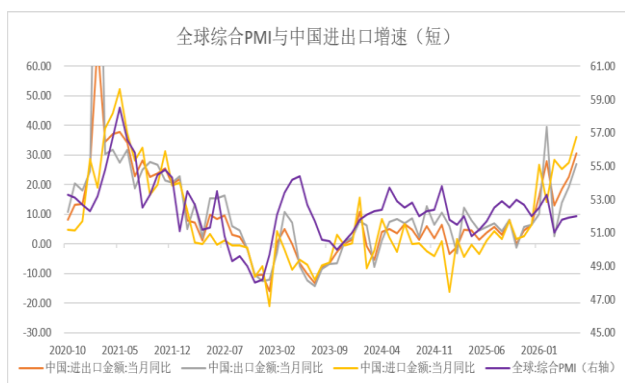
数据来源：银河期货，ifind

图 10：2026 年中国通胀走势



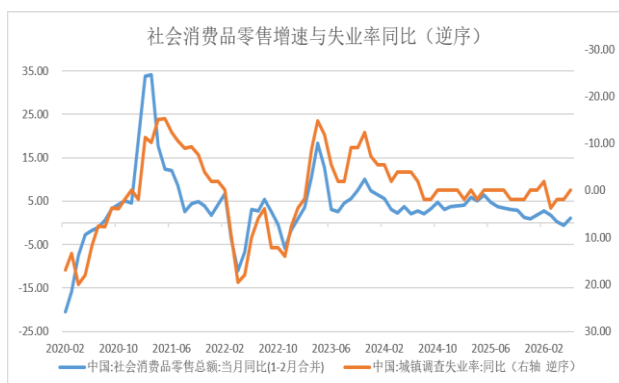
数据来源：银河期货，ifind

图 11：中国进出口增速与全球 PMI 走势



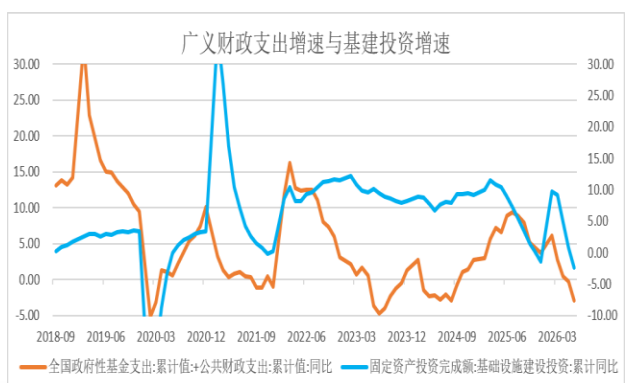
数据来源：银河期货，ifind

图 12：中国失业率与消费增速



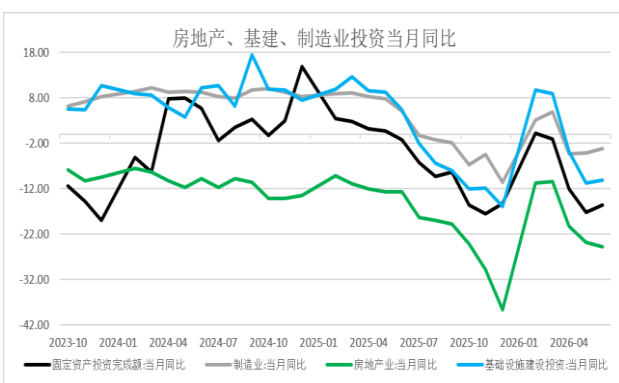
数据来源：银河期货，ifind

图 13：中国基建增速与广义财政支出



数据来源：银河期货，ifind

图 14：中国固投增速



数据来源：银河期货，ifind

2、科技板块临近企稳是商品市场再度体现价值的前提

科技板块的加速发生在 2026 年 4-6 月，从资产属性的角度看，当时正在美伊冲突趋缓，

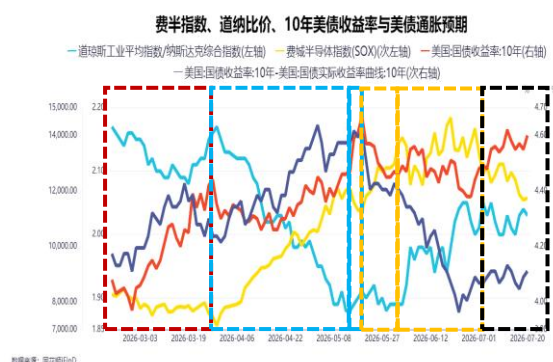
资产再平衡阶段，宏观环境导致市场不确定性仍在，资金向相对确定的大宗商品和存储缺乏的科技板块集中。伴随通胀预期回落，再定价后期资金逐步关注非美国债，但整个过程科技板块体现出明显的“避险”特征，直至冲突再起。因此，未来美伊冲突再度趋缓后，不确定的市场环境仍在，投资者可能继续关注科技板块的确定性，因此，从资产类别看，科技板块的大幅冲击正在临近结束。

图 15：2026 年 3-7 月部分资产走势 I



数据来源：银河期货，ifind

图 16：2026 年 3-7 月部分资产走势 II



数据来源：银河期货，ifind

从历史经验看，美股大幅下行一般存在两个宏观条件，一个是经济环比走弱，一个是流动性收紧。目前看，即使市场已经定价流动性收紧，经济环比走弱的因素也未达成，因此，预计目前不是美股大幅冲击的阶段，也造成科技板块仍有支撑的基础，但短期调整后，美股面临的是估值轮动环境，科技股涨势或将受限，但指数更存整体企稳的动力，科技板块内部将出现分化，上游确定性更强的公司更有支撑。

图 17：美股走势及宏观环境



数据来源：银河期货，网络整理

综合复盘 2000 年互联网资本开支链条传导对股市影响的经验，经营性现金流同比率先预警，自由现金流与息税折旧摊销前利润绝对值转弱是股价走弱明显信号。就当前而言，标普 500 成分股已公布 30% 的半年报财报或中报。以科技行业为例，FCF 转弱存在较为明显的“上游火热、中下游承压”的特征，FCF 转弱是科技股出现调整的自身行业变化因素。预计伴随财报冲击结束，科技股整体企稳，科技股对资金的吸引将更为聚焦科技上游，其背后的商品需求也将得到支撑。

图 18：美国科技巨头 2026 年 Q2 现金流与盈利概览

公司名称	总营收 (\$亿)	EBITDA (\$亿)	经营现金流 (\$亿)	资本开支 (\$亿)	自由现金流 (\$亿)
Alphabet (GOOGL)	1,197.96	~342.00	390.69	449.24	-58.55
特斯拉 (TSLA)	282.36	32.73	46.90	57.89	-10.92
博通 (AVGO)	221.87	152.44	104.93	2.31	102.62
美光 (MU)	-	-	119.00	50.00	69
苹果 (AAPL)	H1累计	~348	826.27	~110	≈716
微软 (MSFT)	预期值	326~335	245~255	315~330	-8~40
Meta(META)	预期值	228~236	205~215	330~340	-115~-125

数据来源：银河期货，网络整理

韩国 KOSPI 指数自 6 月高点大幅回撤，本轮调整呈现“低估值、高恐慌”特征。指数估值仍处历史低位，说明下跌并非主要由估值泡沫驱动，风险更多来自市场过度拥挤和投资者对 AI 资本开支、存储景气和盈利持续性的担忧。从韩国股市杠杆情况观察科技板块的拥挤程度也可以发现，KOSPI 已经经历一轮大幅去杠杆，历史经验是经历首轮去杠杆后，股市将经历一段反弹回补，或者之后还将再度震荡去化，但短期拥挤程度已经一定程度缓解。

图 19：KOSPI 市场主要的三类杠杆与场外衍生品情况



数据来源：银河期货，广发证券

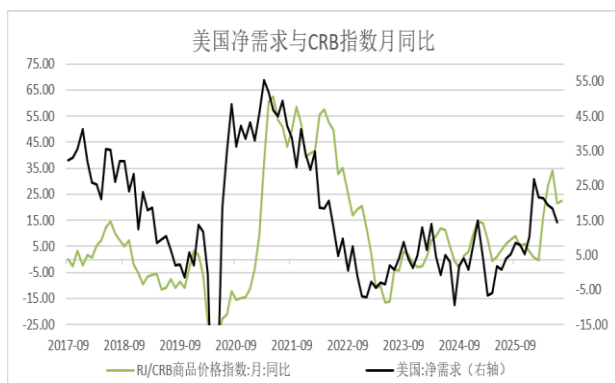
整体看，伴随美联储 7 月议会会议尘埃落定；美国科技公司财报影响逐步消化、股市投资者拥挤程度等到调整，本轮科技冲击或临近结束。美联储保持政策利率不变，美国经济保持韧性情况下，科技行业将更为分化，股市也将迎来轮到，大宗商品等估值没那么高点资产的价值更为凸显，宏观经济的影响权重将有所增加。

3、“三性”商品价值突显

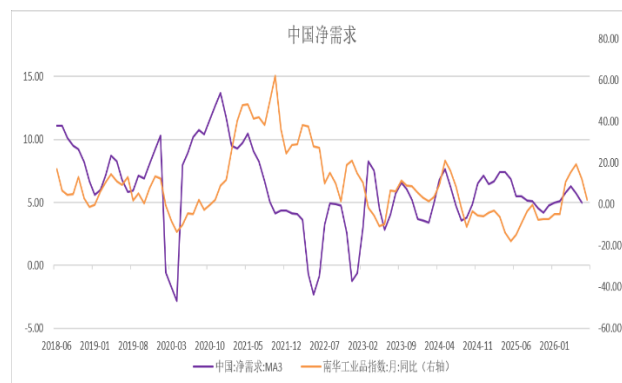
在大宗商品估值不高，宏观驱动稳定，金融市场逐步企稳的背景下，预计商品另外的几方面优势将再度受到投资者重视。一是大部分是商品仍处于低库存状态，而 8、9 月以中美为代表的需求旺季逐步到了，如果美伊冲突能够逐步趋缓，市场重新演绎 2026 年 4-6 月逻辑大宗商品价格有上行动力；二是冲突趋缓环境下，股市经历科技板块冲击后，更为谨慎和分化，美国财政部国债供给增加叠加高通胀的加息预期，使得债券机会有限，相对有供需缺口、受厄尔尼诺影响的的大宗商品将再度受到市场关注；三是与科技股大幅上涨再回调相比，与其需求相关的大宗商品价格上行幅度有限，再科技板块确定性进一步向上游公司聚焦的同时，其相关的大宗商品也将受益。

图 20：美国净需求与大宗商品走势

图 21：国内净需求与大宗商品走势



数据来源：银河期货，ifind



数据来源：银河期货，ifind

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容以及数据的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799