

量价结构待验，大宗主线重塑

摘要

在 2026 年上半年，南华综合指数走势大致分成两个阶段，1、2 月份出现趋势性上涨，而 3-6 月份则是持续性的下跌，工业品指数也基本保持一致。同时，贵金属指数表现更加激进，1 月份快速上涨，之后就进入到了漫长的震荡下跌之中。相比于前几个指数，农产品指数长期处于窄幅的区间震荡之中。

2026 年上半年中国经济呈现“供给端价格修复、需求端持续疲软、结构性分化加剧”的复杂格局。PPI 通缩逆转，工业企业利润大幅改善。但需注意，利润高增主要源于价格因素而非产量扩张——工业增加值增速从 6.3% 小幅降至 5.4%，量价背离意味着利润改善的可持续性仍需观察。投资端急剧收缩，基建“断崖”是最大拖累。制造业投资也从 3.1% 降至 -0.4%，企业扩产意愿谨慎。房地产深度调整持续，一线边际改善但全局未止跌。土地出让收入 -28.7% 的暴跌进一步加剧了地方财政困境。出口超预期高增，全球贸易回暖。进出口数据是上半年最明确的正面外生变量。货币宽松但信用传导不畅，消费温和但信心不足。消费者信心指数在 89—92 低位震荡，社消增速从 2.8% 降至 1.4%，消费复苏动力不足。

2026 年下半年，黄金价格大概率维持区间震荡，短期方向上取决于实际利率走势与地缘风险的边际变化。原油的趋势性机会更依赖于对供给冲击事件的准确判断，而非单纯的基本面趋势跟踪。对于有色金属来说，铜仍是大宗商品中做多逻辑最为完整的品种之一，重点关注 LME 升贴水的边际变化作为择时参考。相较于铜，铝的供给端约束更为刚性（欧洲产能关停难以逆转），但需求结构更依赖传统领域，增量弹性略逊于铜。黑色金属下半年更适合区间操作而非趋势跟踪，重点关注粗钢减产政策动向及基建资金落地节奏。

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

风险点：利润持续性、内需与信心、地缘政治博弈

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

赵搏
投资咨询证号：Z0021236

目录

章节

1. 2026 年上半年南华商品指数概况	1
2. 2026 年上半年南华商品指数涨跌分析	8
3. 2026 年下半年南华综合指数展望	16
4. 总结	23

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	2
图 1.2 综合指数及主题指数 2026 年上半年走势	4
图 1.3 综合指数及主题指数历史走势	4
图 1.4 综合指数及主题指数波动率	5
图 1.5 综合指数及主题指数持仓额	5
图 1.6 主要单品种指数 2026 年上半年涨跌幅	6
图 1.7 南华综合指数与南华策略指数	7
图 2.1 宏观指标	9
图 2.2 房地产和建筑业	12
图 2.3 工业及汽车行业	13
图 2.4 出口金额	15
图 3.1 黄金	17
图 3.2 原油	18
图 3.3 铜、铝	19
图 3.4 铁矿石、钢材	21

1. 2026 年上半年南华商品指数概况

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，新增了 1 个指数，为南华新质生产力指数。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：

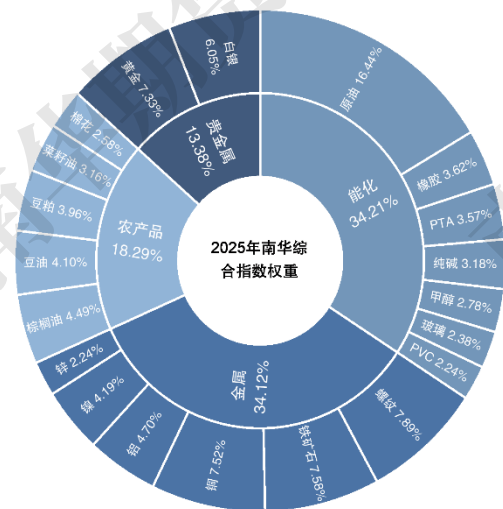
表 1.1 南华商品指数系列权重

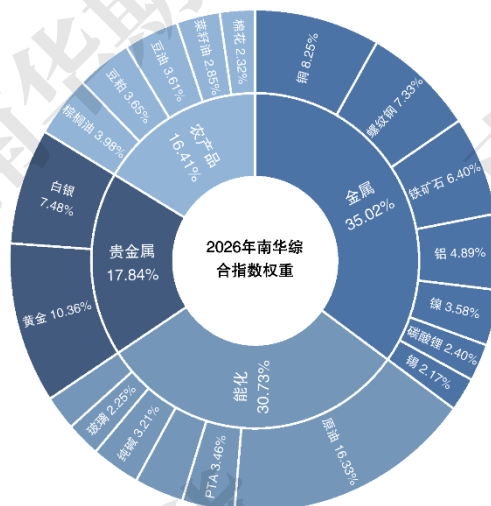
品种名称	南华综合指数	南华工业品指数	南华能化指数	南华金属指数	南华农产品指数	南华贵金属指数
代码	NHCI	NHII	NHECI	NHMI	NHAI	NHPMI
豆一					2.40%	
白银	7.48%					36.21%
铝	4.89%	5.42%		10.46%		
氧化铝		3.21%		6.18%		
苹果					4.89%	
黄金	10.36%					63.79%
丁二烯橡胶			2.00%			
石油沥青			2.66%			
玉米					10.37%	
棉花	2.32%				7.54%	
铜	8.25%	9.49%		18.29%		
苯乙烯			2.93%			
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：南华研究院

图 1.1 南华综合指数中各板块权重占比





资料来源：南华研究院

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 年上半年商品指数市场概况

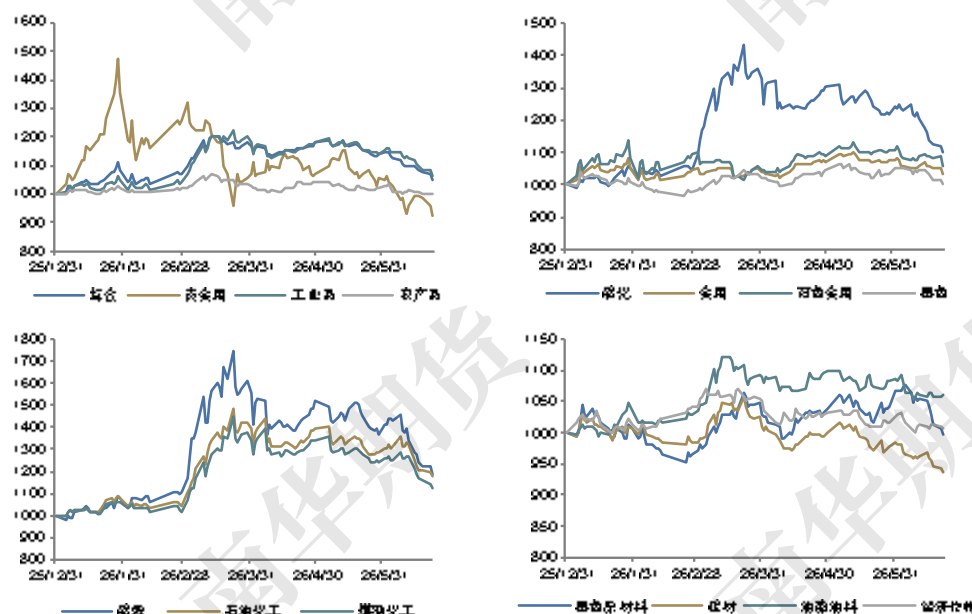
在 2026 年上半年，南华综合指数走势大致分成两个阶段，1、2 月份出现趋势性上涨，而 3-6 月份则是持续性的下跌，工业品指数也基本保持一致。同时，贵金属指数表现更加激进，1 月份快速上涨，之后就进入到了漫长的震荡下跌之中。相比于前几个指数，农产品指数长期处于窄幅的区间震荡之中。

在能化板块中，能化指数走出了轰轰烈烈的一季度快速上涨，二季度快速下跌的行情，其中 3 月份和 6 月份分别是涨势最猛和跌势最凶的阶段。分指数来看，能源指数与石油化工、煤制化工走势基本保持一致，只是能源指数整体波动更加明显。在金属板块中，金属指数和有色金属指数都处于幅度相对较小的震荡之中。在黑色板块中，黑色指数持续震荡，其中黑色原材料指数和建材指数一季度走势比较一致，但二季度走势分化，建材指数明显比较弱势，出现趋势性下跌。在农产品板块中，农产品指数窄幅震荡，其中经济作物指数和油脂油料指数走势有所不同，油脂油料指数一季度上涨，二季度震荡，而经济作物指数则是持续的震荡。

从指数的历史走势来看，综合指数和工业品指数依然处于历史的上涨趋势之中，而贵金属指数则结束了之前既稳且快的多年上涨，相比之下，农产品指数则长期在

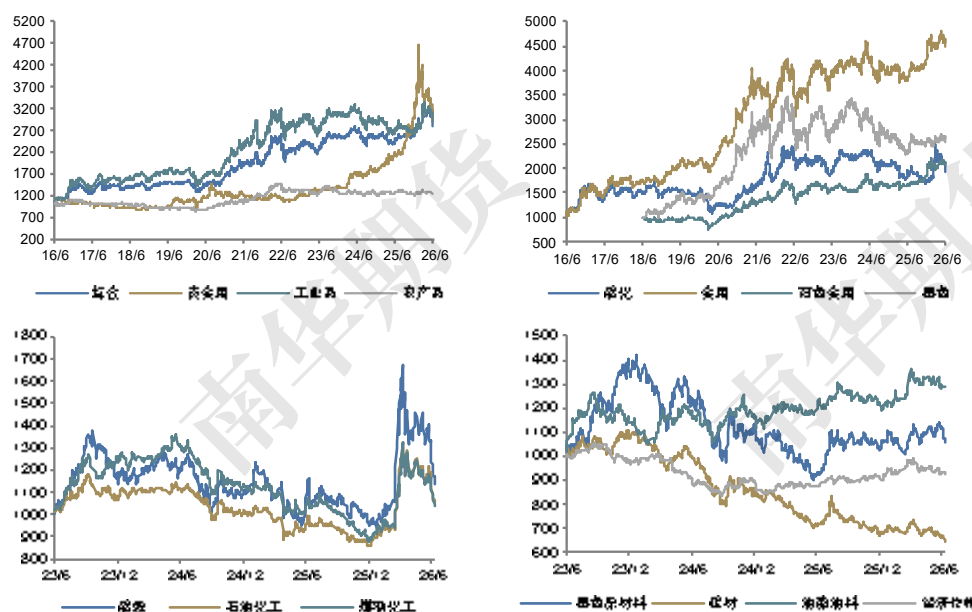
震荡之中，没有明显变化。分板块来看，能化指数处于宽幅震荡之中，金属和有色金属指数依然处于上涨趋势之中，而黑色指数当前则处于宽幅震荡的底部区间。

图 1.2 综合指数及主题指数 2026 年上半年走势



注：指数数据都进行了归一化
资料来源：南华研究院

图 1.3 综合指数及主题指数历史走势

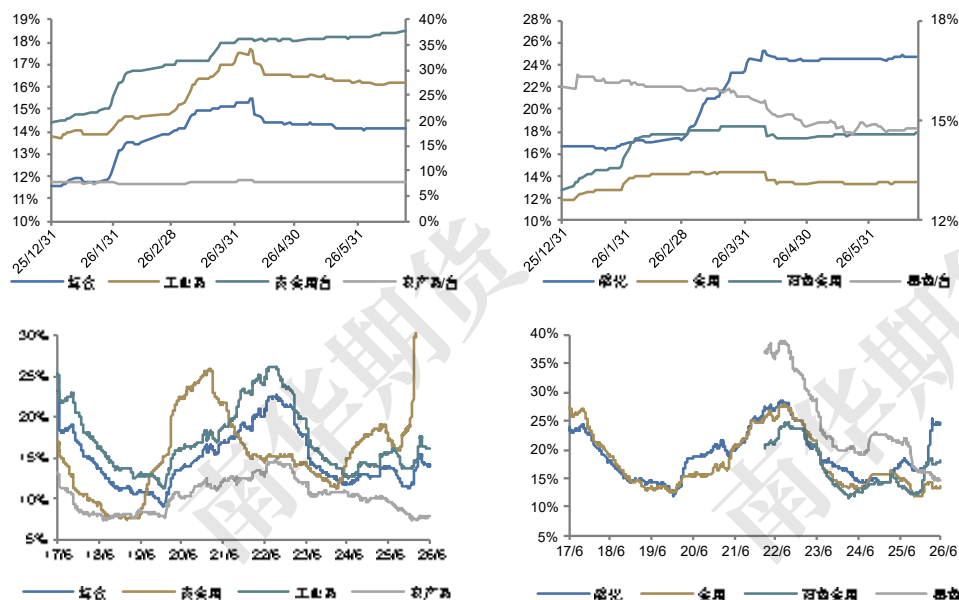


注：指数数据都进行了归一化
资料来源：南华研究院

从指数的波动率来看，除了农产品指数，2026 年上半年综合指数、工业品指数和贵金属指数的波动率都有了明显的上升。分板块来看，能化指数、金属指数和有色金属指数的波动率也都有了不同程度的上升，黑色指数则是这几个指数中唯一波动率下降的指数。

从过往的波动率变化来看，综合指数和工业品指数的波动率处于历史中低位，贵金属指数的波动率处于历史极高位，而农产品指数处于历史低位。分板块来看，能化指数的波动率处于历史高位，而金属、有色金属和黑色指数目前都处于历史低位。

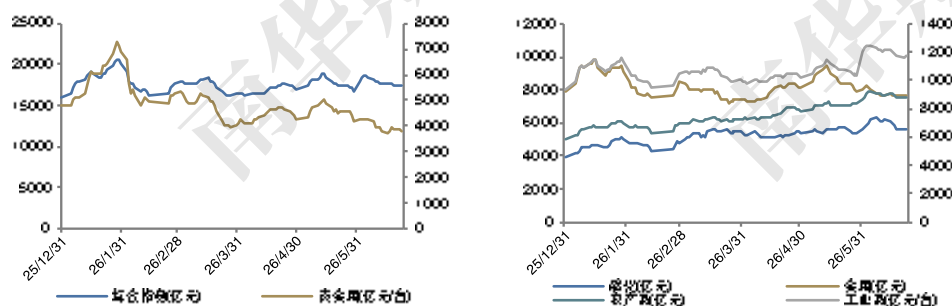
图 1.4 综合指数及主题指数波动率

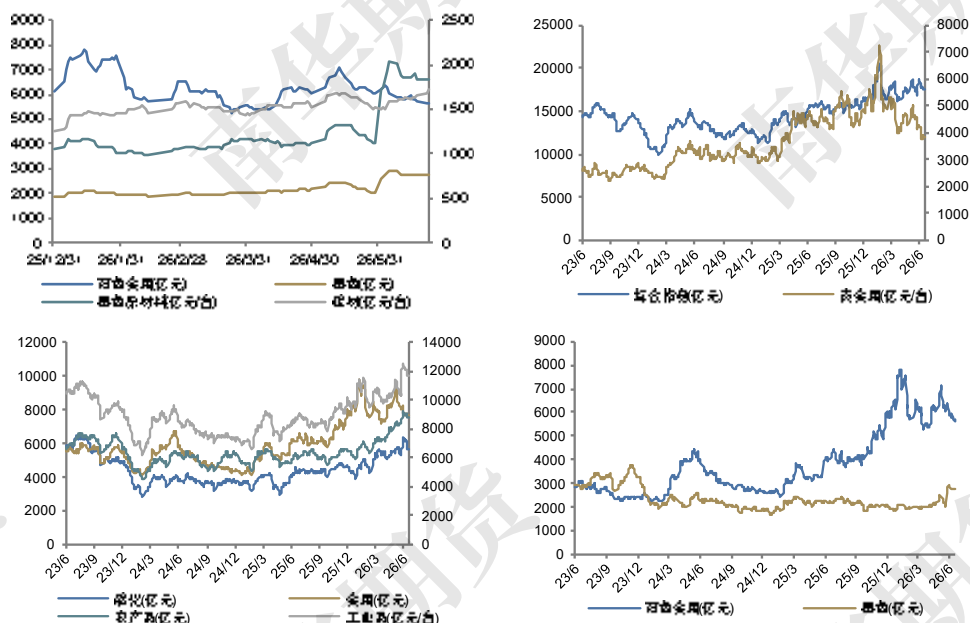


资料来源：南华研究院

从指数的持仓额来看，2026 年上半年综合指数的持仓额没有明显变化，从近几年的历史来看，持仓额还处于上涨趋势之中。贵金属指数的持仓额在上半年持续下降，同时也结束了持续几年的持仓额上升的趋势。工业品指数、能化指数和农产品指数的持仓额在上半年有所上升，其中农产品指数的持仓额上升趋势性更好，金属指数持仓额略有下降。从近几年细分板块的历史持仓额来看，除了黑色指数外，各板块指数的持仓额都处在历史高位，

图 1.5 综合指数及主题指数持仓额

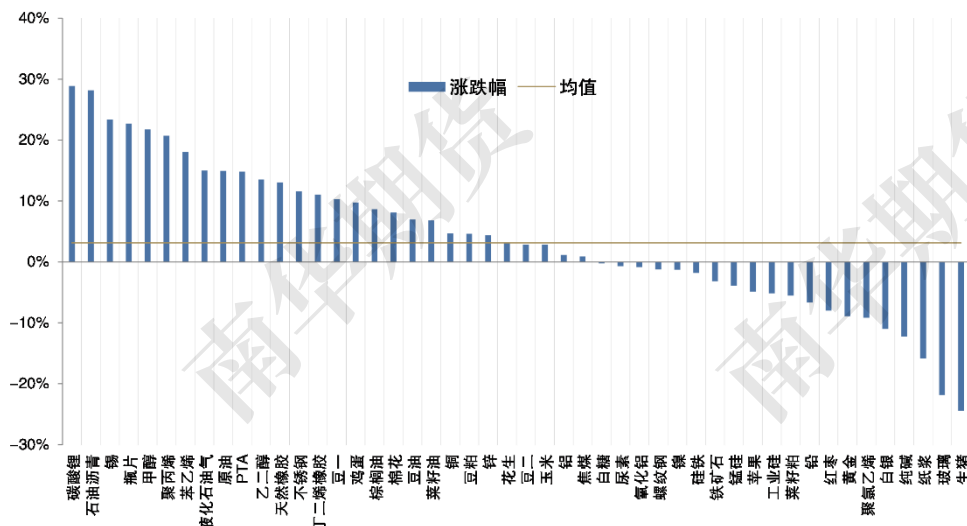




资料来源：南华研究院

从统计的相对活跃的 49 个南华单品种指数来看，年初到 6 月 23 日，28 个品种收益率为正，21 个品种收益率为负，平均收益率为 3.14%。2026 年上半年收益率占据前三位的分别是碳酸锂（28.88%）、石油沥青（28.14%）和锡（23.35%）。2026 年上半年收益率后三位为烧碱（-32.09%）、生猪（-24.45%）和玻璃（-21.85%）。

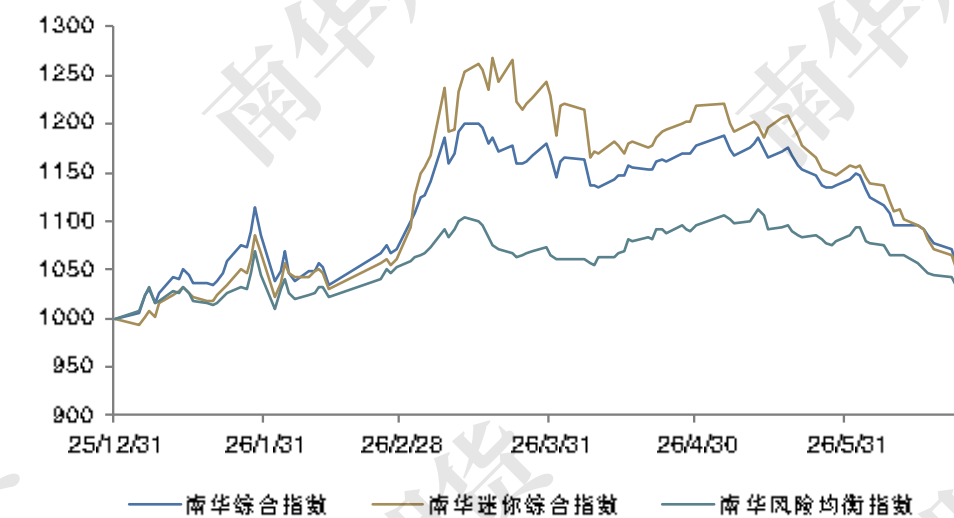
图 1.6 主要单品种指数 2026 年上半年涨跌幅



资料来源：南华研究院

图 1.7 是两个策略指数走势，其中，南华迷你综合指数的走势与南华综合指数的走势相近。在整个上半年指数出现了大幅的涨跌变换，而风险均衡商品指数整体波幅较小，虽然在一季度被综合指数和迷你综合指数拉开差距，但由于其抗跌的特性，第二季度的下跌行情中，它与综合指数、迷你综合指数的差距被大幅缩小。

图 1.7 南华综合指数与南华策略指数



资料来源：南华研究院

2. 2026 年上半年南华商品指数涨跌分析

2026 年上半年中国经济呈现“供给端价格修复、需求端持续疲软、结构性分化加剧”的复杂格局。PPI 通缩逆转，工业企业利润大幅改善。但需注意，利润高增主要源于价格因素而非产量扩张——工业增加值增速从 6.3% 小幅降至 5.4%，量价背离意味着利润改善的可持续性仍需观察。投资端急剧收缩，基建“断崖”是最大拖累。制造业投资也从 3.1% 降至 -0.4%，企业扩产意愿谨慎。房地产深度调整持续，一线边际改善但全局未止跌。土地出让收入 -28.7% 的暴跌进一步加剧了地方财政困境。出口超预期高增，全球贸易回暖。进出口数据是上半年最明确的正面外生变量。货币宽松但信用传导不畅，消费温和但信心不足。消费者信心指数在 89—92 低位震荡，社消增速从 2.8% 降至 1.4%，消费复苏动力不足。

2.1 宏观经济：

2026 年上半年，PPI 走出通缩，快速转正。PPI 同比从 1 月的 -1.4% 大幅回升至 5 月的 3.9%，环比连续 5 个月正增长（4 月环比高达 1.7%），表明工业品出厂价格持续修复，上游原材料和制造业产品价格压力显著缓解。这一转折意味着工业企业盈利空间改善，与工业利润数据（后文分析）形成正向呼应。CPI 温和上行，保持在 1%—1.3% 区间。CPI 同比从 1 月的 0.2% 升至 5 月的 1.2%，处于温和通胀区间，既反映了消费需求的缓慢回暖，也受到 PPI 传导效应的部分带动。2 月 CPI 同比跳升至 1.3%（春节因素），此后维持在 1% 以上。通胀数据的回暖（尤其是 PPI 转正）是 2026 年上半年最关键的宏观信号之一。它标志着此前长达数月的工业品通缩压力消退，为企业利润修复和名义 GDP 增长提供了价格层面的支撑。但 CPI 仍处低位，说明终端消费需求恢复力度有限，经济回暖更多体现在供给端价格修复而非需求端全面发力。

全社会用电量累计同比维持在 5.2%—6.1% 区间，5 月回升至 5.7%，高于 2025 年全年的 5.0%，经济活跃度整体平稳。第三产业用电增速领跑（8.1%—8.6%），显著高于第二产业（4.7%—6.3%），反映服务业持续扩张，经济结构向服务化转型趋势不变。城乡居民用电增速从 2.7% 回升至 4.5%，表明居民生活用电需求回暖，但较 2025 年 12 月的 6.3% 仍有差距。用电量是经济活动的“硬指标”，5% 以上的增速确认了经济处于温和复苏轨道。第三产业持续高增长印证了消费和服务业的恢复韧性，但第二产业用电增速相对偏弱，与工业投资放缓（后文分析）相一致。

人民币贷款贡献度持续为负（-1.27 至 -7.22），且较 2025 年 12 月的 -2.98 进一步恶化，表明传统信贷投放对社融增量的拉动作用明显减弱，实体经济信贷需求疲软。企业债券融资贡献度大幅跃升，从年初的 0.91 升至 4—5 月的 7.95—9.45，成为社融增量的主要正向拉动力，反映企业融资结构从银行信贷向直接融资（债券）转移。政府债券贡献度由正转负，从 1 月的 +5.52 降至 5 月的 -3.26，与 2025 年 12 月的 +8.74 形成鲜明对比，说明政府债券发行节奏放缓或去年同期基数较高，财政融资对社融的支撑减弱。社融结构的深刻变化值得关注——信贷萎缩+债券融资扩张的组合，一方面反映了低利率环境下企业倾向于发行债券替代贷款（融资成本优化），另一方面也暴露出银行信贷投放面临“资产荒”困境。政府债券贡献度转负意味着 2025 年下半年靠政府债驱动的社融扩张模式在 2026 年上半年难以延续，社融增长的内生动力不足。

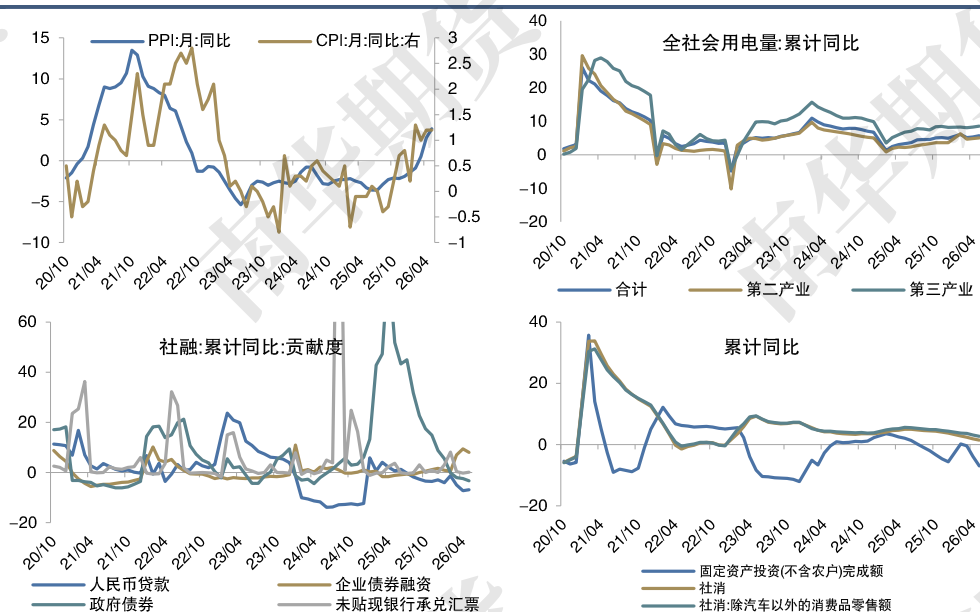
固定资产投资急速恶化。累计同比从 2 月的 +0.19% 断崖式下滑至 5 月的 -7.0%，跌幅远超 2025 年全年的 -5.67%。这一数据与后文建筑业、基建投资的大幅萎缩高

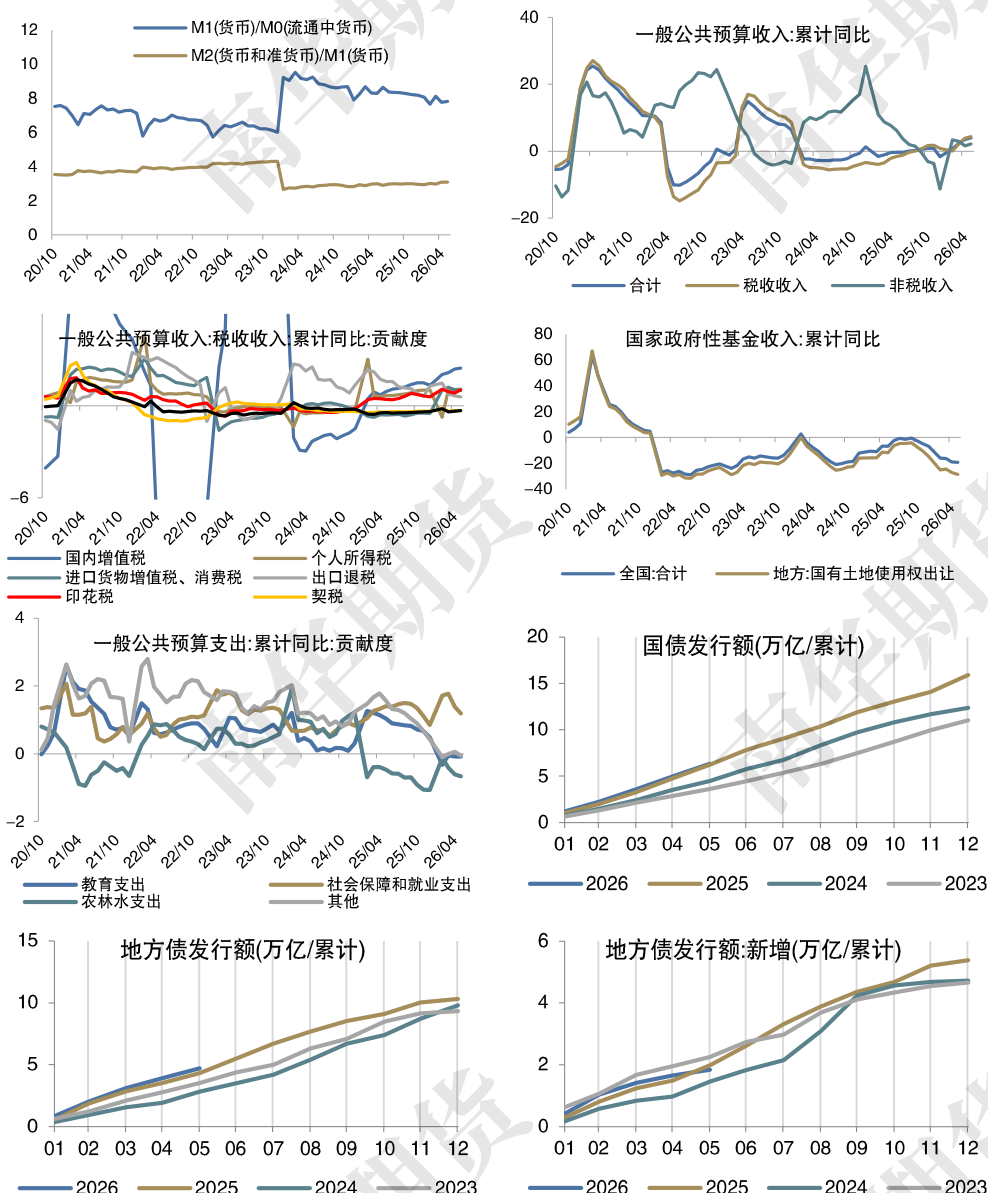
度一致，投资端成为上半年经济最大的拖累项。社会消费品零售总额增速持续放缓。从 2 月的 2.8% 降至 5 月的 1.4%，较 2025 年全年的 3.7% 腰斩。但**剔除汽车后的社消增速（2.7%—3.7%）**明显高于整体，说明汽车消费是主要拖累项（与汽车产量负增长相互印证）。消费者信心指数在 89—91.6 区间低位震荡，未出现趋势性改善，居民消费意愿偏谨慎。投资端的急剧收缩是上半年最令人担忧的信号。固投从微正转为深度负增长，反映出制造业投资放缓、基建投资骤降、房地产投资持续低迷的三重压力叠加。消费虽保持正增长但增速下行，汽车消费拖累明显。消费者信心低迷预示短期内消费难以成为经济增长的主引擎。

财政收入增速逐月改善。从 2 月的 0.7% 稳步回升至 5 月的 4.0%，结束了 2025 年全年的负增长（-1.7%），税收收入同比增长 4.4% 是主要拉动力。税收结构改善明显。增值税（+2.46）、个人所得税（+1.09）、印花税（+1.05）贡献突出，反映企业经营活动和资本市场活跃度回升。但与房地产相关的契税（-0.30）和土地增值税（-0.30）仍为负贡献，与地产下行趋势一致。非税收入增速放缓（3.4%→2.2%），对财政收入的边际拉动减弱。财政收入回暖与 PPI 转正、工业利润高增形成闭环——价格修复带动企业盈利改善，进而推动税收增长。这是上半年经济“供给端修复”逻辑链条的直接体现。但房地产相关税种持续负贡献，说明地产下行对财政收入的拖累仍在持续。

社会保障和就业、卫生健康是支出端的两大主力，贡献度合计仍超过 2.0，体现财政支出向民生领域倾斜的结构特征。债务付息支出贡献度从 2 月的 0.90 大幅降至 5 月的 0.26，可能反映利率下行环境下政府债务利息负担减轻，或到期债务结构变化。农林水支出贡献度转负且持续扩大（-0.12→-0.67），基建相关支出收缩明显。财政支出结构呈现“保民生、压基建”特征。在收入改善的同时，支出向社保就业和卫生健康倾斜，体现了稳就业、保民生的政策导向。但基建相关支出（交通运输、农林水、城乡社区）全面收缩，与固投数据中基建投资骤降相互印证，说明财政在基建领域主动“踩刹车”。

图 2.1 宏观指标





资料来源: Wind 南华研究院

政府性基金收入加速恶化。同比降幅从 2025 年全年的-7.0%扩大至 5 月的-19.2%，核心原因是国有土地使用权出让收入同比暴跌 28.7%（较 2025 年的-14.7% 近乎翻倍恶化）。基金支出由正转负。从 2 月的+16.0%急剧降至 5 月的-4.3%，收入端的恶化开始向支出端传导，土地财政“以收定支”的约束机制显效。土地财政的深度萎缩是上半年财政领域最严峻的挑战。土地出让收入同比近-30%的跌幅，意味着地方政府的“第二财政”面临系统性收缩。这一趋势与房地产销售面积和销售额的持续下滑（后文分析）形成正反馈——地产下行→土地出让减少→地方财政承压→基建投资收缩。基金支出转负预示地方政府在基础设施和土地开发领域的投资能力进一步受限。

M1/M0 乘数小幅下降。从 2025 年 10 月的 8.27 降至 2026 年 5 月的 7.82，反映单位流通中货币对应的狭义货币（M1）有所减少，企业经营活跃度边际降温。M2/M1 乘数小幅上升。从 2025 年 12 月的 2.95 升至 2026 年 5 月的 3.08，表明广义货币（M2）相对于 M1 的扩张加快，即居民和企业存款向准货币（定期存款等）

转移，资金活化程度下降。货币乘数的变化反映了“货币宽松但活性下降”的格局。M2/M1 乘数上升（即 M1/M2 下降）通常被视为企业和居民将活期存款转为定期，交易性货币需求减弱，经济活跃度不足。这与社融数据中信贷贡献度为负、消费者信心低迷等信号一致——货币政策传导渠道仍存在堵点，宽货币未能有效转化为宽信用。

国债发行节奏前置。截至 5 月累计发行 6.35 万亿元，已达 2025 年全年（15.90 万亿）的 40%，发行节奏明显前置。地方政府债券发行 4.72 万亿元，达 2025 年全年的 46%，其中专项债券 3.44 万亿（达全年 45%），新增债券 1.83 万亿（达全年 34%）。专项债券占地方债发行的主导地位（3.44/4.72=73%），反映地方债结构继续向项目融资倾斜。政府债券发行前置是 2026 年上半年财政政策的典型特征，意在提前形成实物工作量。但值得注意的是，尽管债券发行节奏较快，基建投资却从 11.4%骤降至 0.6%，说明债券资金转化为实际投资项目的效率下降，可能存在资金闲置或项目储备不足的问题。这也是社融数据中政府债券贡献度转负的原因之一——新增发行虽快，但存量到期偿还规模也大，净融资贡献有限。

2.2 房地产与基建行业：

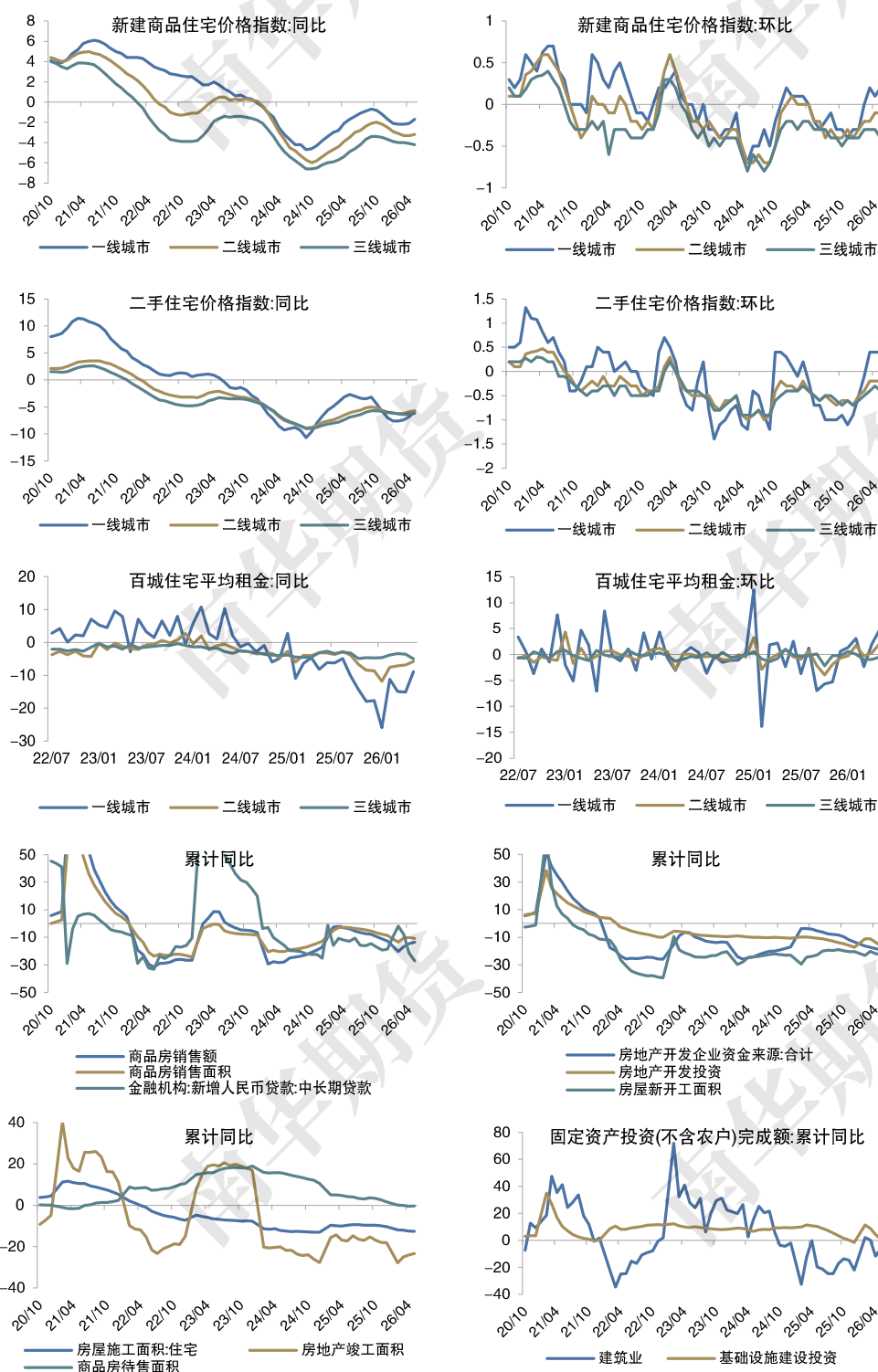
2026 年上半年新房价格同比跌幅总体扩大。一线城市从 1 月的-2.1%在 2—4 月恶化至-2.2%后 5 月回到-1.7%；二线城市从-2.9%恶化至-3.3%；三线城市从-3.9%恶化至-4.2%。与 2025 年 12 月相比，二三线城市跌幅扩大，一线城市 5 月回到年末水平。二手房价格同比跌幅略有收窄。一线城市从-7.6%收窄至-5.8%（改善 1.8 个百分点），二线城市从-6.2%收窄至-5.7%，三线城市从-6.1%扩大至-6.2%。一线城市二手房市场出现边际改善迹象。环比来看，一线城市新房环比在 4—5 月转正（+0.1%—0.2%），二手房环比也转正（+0.4%），但二三线城市环比仍多为负值，市场分化加剧。百城住宅租金同比全线下跌，一线城市租金同比跌幅达-8.8%至-25.9%（1 月），5 月收窄至-8.8%，反映租赁市场供需失衡。

房地产价格仍在下行通道，但出现结构性分化：一线城市边际改善（环比转正、二手房跌幅收窄），二三线城市持续恶化。一线城市作为房地产市场的“风向标”，其价格企稳信号具有领先意义，但二三线城市的深度调整意味着全国房地产市场整体仍未见底。租金下跌反映住房供给过剩的问题依然严峻。

商品房销售额和销售面积同比降幅虽有收窄但仍深度负增长。销售额从 2 月的-20.2%收窄至 5 月的-13.5%，销售面积从-13.5%收窄至-10.8%，但均显著弱于 2025 年全年（-12.6%和-8.7%），房地产销售并未实质性回暖。开发投资加速恶化。从 2 月的-11.1%扩大至 5 月的-16.2%，接近 2025 年全年的-17.2%，开发商投资意愿持续低迷。新开工面积同比-22.6%，与 2025 年全年的-20.4%进一步恶化，未来供给端将持续收缩。竣工面积同比-23.4%，较 2025 年的-18.1%大幅恶化，“保交楼”推进放缓。待售面积同比转负（-0.4%），库存去化略有进展但幅度极小。

房地产各项指标全面恶化，销售端的边际改善（降幅收窄）主要源于低基数效应而非需求实质回暖。开发投资、新开工、竣工三大供给端指标全线深度负增长，且较 2025 年进一步恶化，表明房地产行业仍处于深度调整期。待售面积微降说明库存压力略有缓解但远未解除。房地产开发企业资金来源同比-19%，融资困境未解。房地产仍是 2026 年上半年经济最大的拖累项。

图 2.2 房地产和建筑业



资料来源: Wind 南华研究院

建筑业 PMI 持续低于荣枯线。1—5 月在 48.0—49.3 区间运行，显著低于 2025 年 12 月的 52.8，建筑业景气度处于收缩区间。建筑业 PMI 上一次高于 50 是在 2025 年 12 月（52.8），此后连续 5 个月低于荣枯线。建筑业固定资产投资剧烈波动。2 月+2.2%→3 月+0.1%→4 月暴跌至-11.7%→5 月回到 0%，波动极大但整体趋势向下。基建投资增速断崖式下跌。从 2 月的 11.4%骤降至 5 月的 0.6%，几乎停滞。

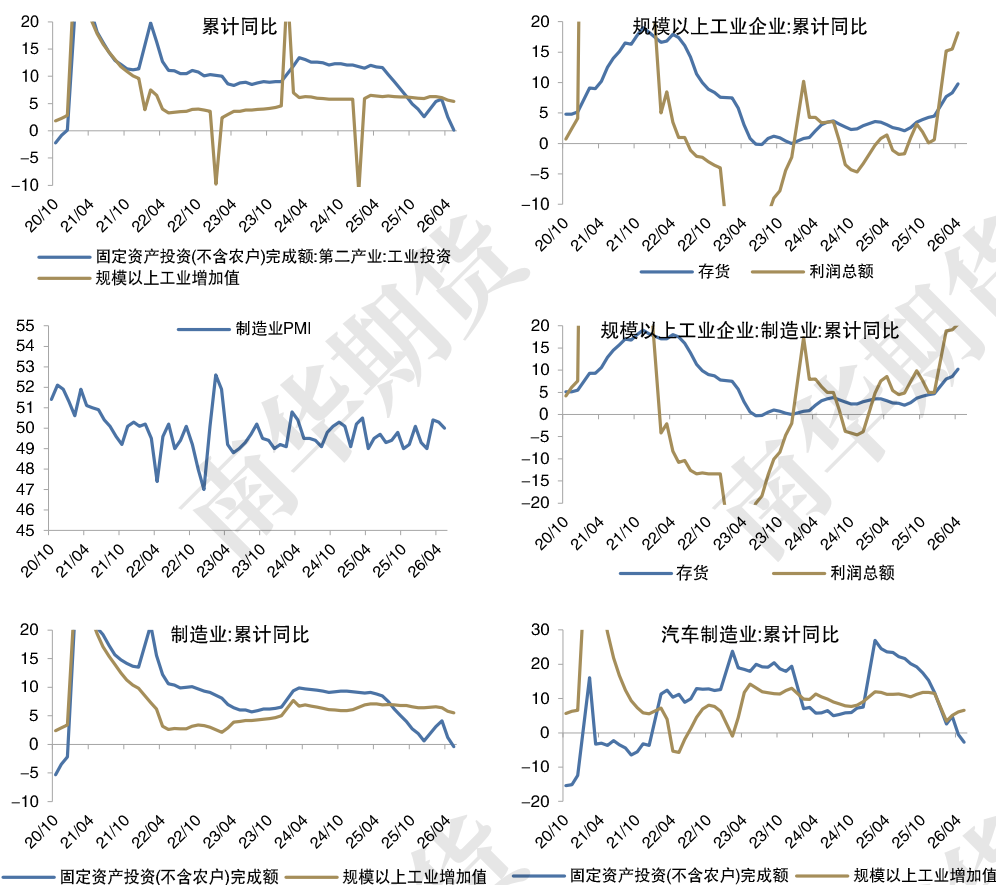
这一数据是整体固投急剧恶化的核心原因。

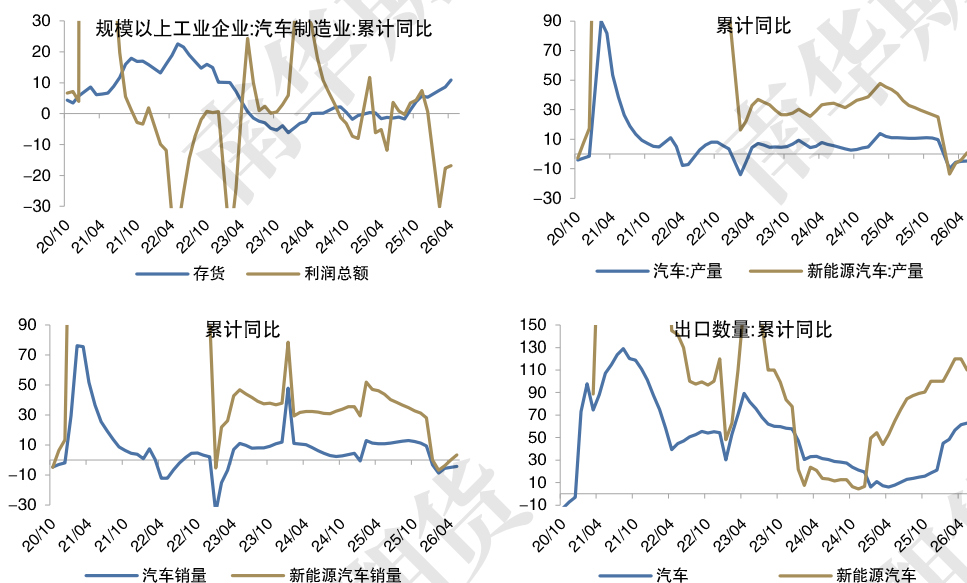
建筑业和基建投资的急剧收缩是上半年经济最突出的负面信号之一。基建投资从双位数增长骤降至近乎零增长，可能与以下因素有关：地方政府土地出让收入锐减导致基建资金来源受限（政府性基金收入-19.2%）、专项债发行节奏变化、以及财政支出从基建向民生转移。建筑业 PMI 持续低于荣枯线，叠加房地产新开工深度负增长，建筑产业链整体面临严峻的收缩压力。

2.3 工业与出口：

2026 年上半年工业增加值保持平稳但边际放缓。从 2 月的 6.3% 降至 5 月的 5.4%，略低于 2025 年全年的 5.9%，工业生产整体稳健但增长动能趋弱。工业投资急剧萎缩。从 2 月的 5.4% 骤降至 5 月的 0.1%，几乎停滞，与整体固投数据急剧恶化一致。工业企业利润大幅高增。利润总额累计同比从 2025 年全年的 0.6% 跃升至 15.2%—18.2%，这一表现与 PPI 快速转正高度吻合——价格上涨直接推升了名义利润。存货增速持续上升（7.7%→9.8%），企业处于被动补库存阶段。工业领域呈现“量稳价升利增”的复杂格局。利润高增主要源于价格因素（PPI 从通缩转向 3.9% 的正增长），而非实际产出扩张——工业增加值增速反而小幅下滑。工业投资近乎停滞则反映出企业在盈利改善的同时对扩产持谨慎态度，这可能源于对未来需求的不确定预期。存货增速攀升需关注是否为被动累库。

图 2.3 工业及汽车行业





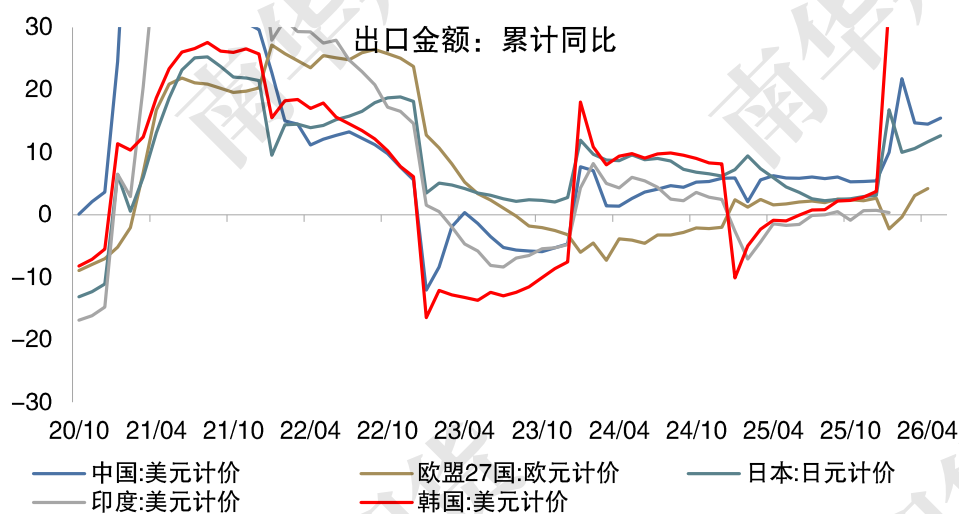
资料来源: Wind 南华研究院

制造业 PMI 在荣枯线附近徘徊。1—2 月低于 50 (49.0—49.3), 3—4 月回升至 50 以上 (50.3—50.4), 5 月回落至 50.0。整体处于扩张与收缩的临界状态, 制造业景气度脆弱。制造业投资从正转负。从 2 月的 3.1% 降至 5 月的 -0.4%, 与整体固投恶化趋势一致。制造业利润表现亮眼。累计同比 18.9%—20.4%, 远超 2025 年全年的 5.0%, PPI 转正对制造业利润的提振尤为显著。

汽车产业分化明显: ①汽车产量累计同比持续为负 (-9.9%→-4.7%), 但跌幅逐月收窄; ②新能源汽车产量从 -13.7% 恢复至 +0.9%, 实现由负转正; ③汽车出口增速惊人, 累计同比从年初的 -3.2% 回升至 5 月的 63%; **新能源汽车出口增速维持在 110%—120%** 的爆发式增长水平。④但需注意汽车制造业利润同比为 -16.8% 至 -30.2%, 出口高增未能抵消国内市场萎缩对利润的冲击。

制造业呈现典型的“K 型分化”: 传统汽车国内产销承压但出口爆发, 新能源汽车产量恢复正增长且出口翻倍。制造业利润高增主要来自价格因素而非产量扩张, PMI 在荣枯线上下波动表明制造业整体景气度仍不稳定。汽车出口 (尤其是新能源) 成为上半年最突出的结构性亮点, 反映中国制造业在全球产业链中的竞争力持续提升。

图 2.4 出口金额



资料来源：Wind 南华研究院

中国进出口双双高增，进口增速高于出口。进口累计同比从 2025 年全年的 0.2% 跃升至 20.3%—26.3%，出口从 5.4% 跃升至 10%—21.8%。进口增速持续高于出口，可能反映了大宗商品价格上涨（PPI 转正）推升了进口名义金额，以及内需补库带动。

出口增速在 14%—21% 区间波动，远超 2025 年水平，显示出中国出口竞争力强劲。但需注意 2 月出口高达 21.8% 可能受春节错位影响，此后回落至 14%—15% 区间更为合理。韩国出口表现最为亮眼，累计同比从 2025 年的 3.8% 飙升至 43.5%，反映全球半导体和电子产品需求旺盛。欧盟贸易由负转正，进口从 -3.2% 回升至 +2.9%，出口从 -2.3% 回升至 +4.2%，欧洲经济温和复苏。日本出口稳健增长（10%—16.8%），进口从负转正并持续回升。

全球贸易在 2026 年上半年显著回暖，中国、韩国、日本、欧盟四大经济体进出口均较 2025 年大幅改善。中国进口高增部分源于价格因素（PPI 和大宗商品价格上涨），但出口持续双位数增长确认了外需回暖和中国供应链竞争力。韩国出口的爆发式增长（43.5%）尤为值得关注，可能预示全球科技产业进入新一轮上行周期。进出口是上半年经济数据中最明确的正面信号。

3. 2026 年下半年南华综合指数展望

2026 年上半年 ETF 持仓与央行购金的双轮驱动，赋予本轮上涨相对扎实的基本面支撑；但高位后的快速回调也提示市场情绪已进入高度分歧阶段。下半年，黄金价格大概率维持区间震荡，短期方向上取决于实际利率走势与地缘风险的边际变化。

随着市场定价逻辑将从供需紧平衡向 OPEC+ 行为博弈与需求前景评估切换，原油价格中枢有望在 70—80 美元/桶区间寻找均衡。当前的高波动特征提示，原油的趋势性机会更依赖于对供给冲击事件的准确判断，而非单纯的基本面趋势跟踪。

对于有色金属来说，铜仍是大宗商品中做多逻辑最为完整的品种之一，但下半年更适合逢回调介入而非追高，重点关注 LME 升贴水的边际变化作为择时参考。相较于铜，铝的供给端约束更为刚性（欧洲产能关停难以逆转），但需求结构更依赖传统领域，增量弹性略逊于铜。下半年铝的操作核心在于：在低库存支撑与高价反噬之间寻找阶段性定价失衡窗口，重点关注 LME 铝库存的边际变化速率以及海外铝厂复产动态。

黑色金属下半年更适合区间操作而非趋势跟踪，重点关注粗钢减产政策动向及基建资金落地节奏。

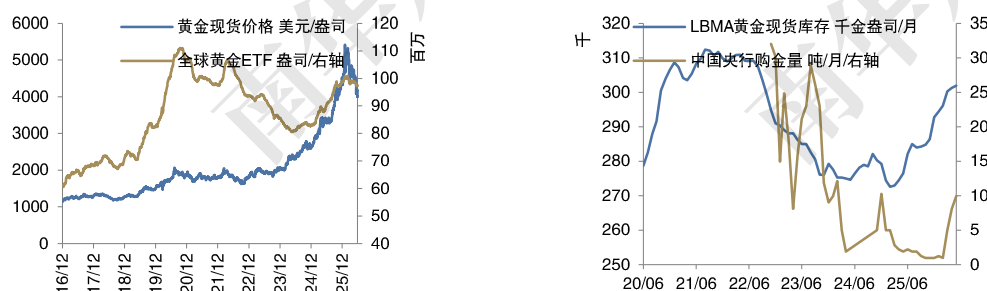
3.1 贵金属板块：降息预期 vs 地缘缓和

2026 年上半年，黄金市场延续了 2025 年以来的强势格局，整体呈现“先冲高、后回落”的运行特征，但价格中枢较前期大幅抬升。从现货价格来看，伦敦现货黄金（LBMA）年初开于 4332 美元/盎司，于 1 月 28 日一度触及本年度高点 5417 美元/盎司，随后受高位获利了结和宏观情绪边际转变影响，价格逐步回调，至 6 月下旬跌至约 4000 美元/盎司附近。上半年均价约 4705 美元/盎司，较 2025 年全年均价 3445 美元/盎司大幅上涨 36.6%，较 2025 年上半年均价 3077 美元/盎司更是涨逾 53%，创历史均价新高。

从驱动逻辑拆解来看，上半年黄金上涨的核心支撑来自以下几个层面：第一，全球央行持续增持黄金储备。据季度数据，2026 年一季度全球央行购金量为 243.66 吨，虽低于 2024 年四季度峰值 366.59 吨，但仍维持在较高水平，央行购金的结构性需求为金价构筑底部支撑。第二，全球 ETF 持仓量持续上升。黄金 ETF 全球持仓从 2026 年初的 9885 万盎司增至 2 月末的约 10092 万盎司峰值，增幅明显，反映出资产配置型需求的持续涌入。第三，地缘政治及美元信用摩擦周期中，避险溢价维持高位，黄金作为非主权资产的定价逻辑得到强化。

二季度起，随着国际市场部分风险事件阶段性落地以及美债实际利率边际回升，黄金承压下行。4 月至 6 月，月均价从 4721 美元/盎司逐步下滑至 4258 美元/盎司，降幅约 10%。ETF 持仓同期也从高位出现小幅回落，6 月低点跌至 9709 万盎司，显示部分资金已开始阶段性止盈。LBMA 黄金月度交易量数据显示，2026 年 1—5 月 LBMA 黄金交易量从 2944 万盎司/日稳步升至 3020 万盎司/日，成交规模持续扩大，但 6 月活跃度有所下降，市场进入短期震荡整理阶段。

图 3.1 黄金



资料来源：MySteel 南华研究院

展望 2026 年下半年，黄金价格中枢有望维持相对高位，但上行空间或受制于金融条件收紧压力，震荡分化特征或更为显著。核心逻辑如下：

其一，央行购金需求仍具持续性。2025 年至今，各季度全球央行购金量均在 180 吨以上，多极化货币储备体系转型并未逆转，预计下半年央行购金体量大概率仍能维持在 200 吨以上，是支撑金价的重要锚。

其二，中国国内黄金产出数据显示，2026 年 4—5 月国内产金量明显回升（4 月 8.09 吨、5 月 9.95 吨），较年初水平（1 月 1.24 吨）大幅放量，国内供给端的阶段性增加对价格形成一定压制。

其三，ETF 持仓在高位出现松动迹象，若价格进一步下行至 4000 美元/盎司附近，有可能触发新一轮止损盘，加剧短期波动。但若价格在 4000—4200 美元/盎司区间企稳，则该位置或成为较强技术支撑，价值型投资者有望借机入场。

综合来看，下半年黄金核心运行区间预计在 3800—4800 美元/盎司之间，中性预期中枢在 4200—4400 美元/盎司。若地缘风险再度升温或全球主要经济体货币政策进入新一轮宽松周期，不排除价格再度上探 5000 美元/盎司以上的可能。

3.2 能源板块

2026 年上半年，国际原油市场经历了剧烈的“V 形”行情演绎，波动幅度之大为近年罕见。WTI 原油年初开盘约 57.95 美元/桶，1 月中旬进一步探至近期低点 55.99 美元/桶，但随后在供需平衡逻辑驱动下迅速展开反弹，3—4 月加速上冲，于 4 月 8 日触及阶段高点 112.95 美元/桶，创近年来价格峰值。二季度末，油价高位承压，5 月均价 99.31 美元/桶，6 月明显回落，均价跌至 84.14 美元/桶，6 月 25 日收于 70.34 美元/桶。上半年 WTI 均价约 82.57 美元/桶，较 2025 年全年均价 64.91 美元/桶上涨约 27.2%；布伦特原油半年均价 87.43 美元/桶，最高触及 118.03 美元/桶。

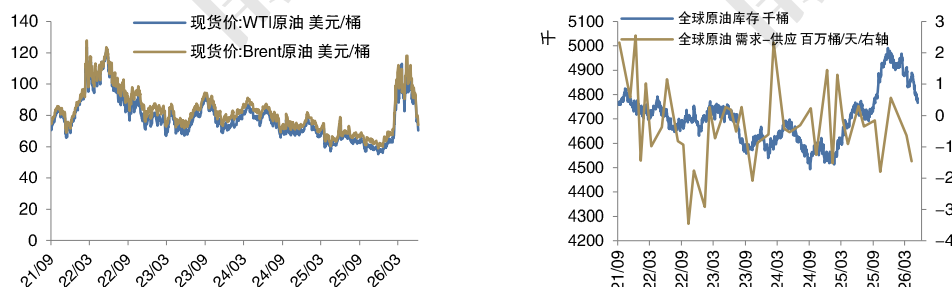
从供需基本面来看，上半年供需整体偏紧，为价格上行提供了有力支撑。月频供需缺口数据显示：1 月缺口达 -1.98 百万桶/日（供不应求），3 月缺口 -0.64 百万桶/日，4 月进一步扩大至 -1.46 百万桶/日，5 月亦维持 -0.95 百万桶/日的偏紧状态，仅 2 月（+1.07）和 6 月（+0.19）短暂转为供过于求。上半年累计供需缺口平均为 -0.63 百万桶/日，显示供给端的持续性收紧是驱动油价上涨的核心逻辑之一。

库存方面，全球原油库存从 1 月初约 49.43 亿桶持续下降，至 6 月末降至 47.66 亿桶，累计去库约 1.77 亿桶，降幅约 3.6%，与供需缺口数据相互印证，确认了上半年整体去库趋势。3—4 月价格冲高期间，全球库存正处于加速下降阶段，价格与库存变动节奏高度吻合。

进入二季度末，随着部分 OPEC+ 成员产量边际回升预期升温以及全球宏观需

求预期边际走弱，油价开始承压回落。5 月底至 6 月，WTI 从接近 100 美元/桶的高位大幅下滑逾 40 美元，回调幅度约 38%，部分超涨资金迅速出逃。

图 3.2 原油



资料来源：MySteel 南华研究院

展望下半年，原油市场的核心矛盾将转向 OPEC+减产纪律的稳定性与全球经济增长节奏的博弈。当前价格已从高点大幅回落，下半年大概率进入相对宽幅震荡区间，但方向分歧较大。

支撑因素层面：其一，上半年的去库周期尚未完全逆转，进入三四季度若全球炼厂开工率随夏季出行旺季回升，需求端仍有一定的季节性拉动；其二，若中东地缘政治局势再度升温，供给中断风险溢价将迅速反映至价格；其三，美元阶段性走弱的背景下，以美元计价的大宗商品普遍获得汇率支撑。

压制因素层面：全球经济下行风险仍存，若主要经济体增长数据走弱，需求预期将构成持续压力；OPEC+内部的减产执行分歧是供给端最大不确定性，若产量超预期增加，油价面临进一步下行风险。

综合来看，下半年 WTI 原油核心运行区间预计在 60—90 美元/桶之间，中性预期中枢在 70—80 美元/桶附近。极端情景下（供给冲击），不排除短期再次测试 90—100 美元/桶区间；若需求出现超预期恶化，则存在跌破 60 美元/桶的尾部风险。

3.3 有色金属板块

2026 年上半年，LME 铜价延续了 2025 年以来的上行趋势，整体呈现“高位震荡—探底回升—加速冲高—高位盘整”的四阶段格局。年初 LME 铜开于约 12571 美元/吨，1 月维持高位整理，月均价 13089 美元/吨；2 月铜价小幅降温，月均价回落至 12968 美元/吨；进入 3 月，宏观情绪阶段性走弱，铜价加速下探，3 月 19 日触及全半年最低点 11826 美元/吨，月均价降至 12499 美元/吨。此后铜价强势反弹，4 月至 5 月展开主升浪，5 月 13 日触及全半年最高点 14097 美元/吨，月均价分别升至 12891 美元/吨和 13507 美元/吨；6 月铜价维持高位运行，月均价进一步上行至 13616 美元/吨，但月末出现高位回落迹象，6 月 25 日收于 13194 美元/吨。上半年 LME 铜均价约 13077 美元/吨，较 2025 年全年均价 9948 美元/吨上涨约 31.5%，较 2025 年上半年均价 9436 美元/吨涨逾 38.6%，较 2025 年全年最高价 12512 美元/吨仍高出约 4.5%，价格中枢出现了显著的结构性上移。

LME 铜升贴水（现货对三月期）是观察铜市供需松紧的核心指标。数据显示，铜现货升水从年初的 0.29 美元/吨温和起步，2 月小幅升至 0.35 美元/吨，3 月伴随价格探底却逆势攀升至 0.54 美元/吨——说明 3 月铜价的阶段性回调更多由宏观情绪和投机性抛盘主导，而非现货供需恶化所致。4 月升贴水加速走强，4 月 13 日触及上半年峰值 0.68 美元/吨，且月均高达 0.66 美元/吨，与铜价同步创下阶段高点，

反映出现货端供需极度紧张。5-6 月升贴水均值维持在 0.63 美元/吨和 0.56 美元/吨的高位，表明即使在铜价冲高至 14000 美元/吨关口后，近端供应偏紧的格局并未根本缓解，现货升水的持续性是支撑铜价高位运行的重要微观证据。

从价格波动的结构特征来看，铜价上半年有几个值得关注的细节。其一，3 月的回调（从 13089 美元/吨下跌至 11826 美元/吨，跌幅约 9.6%）属于典型的“牛市回调”而非趋势反转——回调期间升贴水不降反升，说明现货市场仍然紧张，这为后续的 V 形反弹奠定了基础。其二，5 月 13 日创下的 14097 美元/吨高点并非孤立尖顶，5 月全月均价高达 13507 美元/吨，6 月均价进一步升至 13616 美元/吨，显示多头力量在高位区仍有较强的承接意愿。其三，6 月下旬价格从高位回落至 13194 美元/吨，6 月内高点至低点的回调幅度约 6.5%，属于高位正常的技术性调整范畴。

展望 2026 年下半年，铜价的核心定价逻辑将围绕以下几条主线展开：

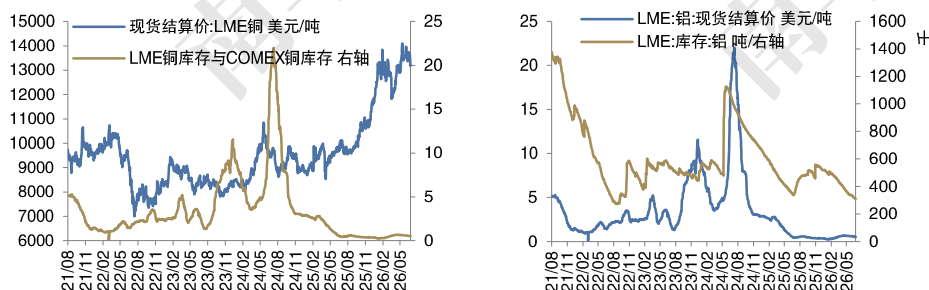
第一，近端市场供需仍然偏紧。LME 铜现货升水在上半年持续为正，且 3 月以来维持在 0.50 美元/吨以上的偏强水平，表明现货市场并未出现显著宽松。若下半年主要消费国（尤其是中国）的电网投资、新能源基建等用铜需求如期释放，现货升水有望继续支撑铜价维持在 13000 美元/吨以上的高位区间。

第二，矿端供给约束是中长期逻辑的锚。全球主要铜矿区的品位下降趋势、新矿项目审批周期拉长及运营成本上升等因素，使得未来 2-3 年铜矿供给增速难以匹配需求增速。标价在 13000 美元/吨附近已经隐含了这一长期供给缺口的预期定价，下半年若矿端出现超预期扰动（如主要产区罢工、品位大幅下滑等），可能触发新一轮价格上行。

第三，高价抑制需求的负反馈不可忽视。铜价从 2025 年 H1 均价 9436 美元/吨攀升至 2026 年 H1 均价 13077 美元/吨，涨幅近 39%，部分对价格敏感的终端消费领域（如建筑用铜、低端制造业）已出现被动减量和替代倾向。若下半年铜价再度上探 14000 美元/吨以上，终端需求收缩的负反馈作用将进一步增强。

综合来看，下半年 LME 铜中性运行区间预计在 12000—14500 美元/吨之间，中枢在 12800—13500 美元/吨。若全球制造业 PMI 回升叠加中国经济刺激政策加码，铜价有望再度冲击 14000—14500 美元/吨区域；反之，若宏观预期超预期走弱或美元大幅走强，不排除铜价阶段性回试 11500—12000 美元/吨的支撑带。LME 铜升贴水的变化将是判断行情拐点的重要先行指标——若升水从当前的 0.50 美元/吨以上持续收窄至 0.30 美元/吨以下，需警惕趋势转弱的可能。

图 3.3 铜、铝



资料来源：MySteel iFind 南华研究院

2026 年上半年，LME 铝价走出了一轮“持续上行、加速冲高、急转回落”的完整行情周期，波动幅度和节奏变化在有色板块中尤为突出。年初 LME 铝开于约 2986 美元/吨，此价位即为全半年最低点，此后价格进入持续上行通道。1 月均价快速攀

升至 3148 美元/吨，2 月小幅回踩至 3065 美元/吨后重拾升势；3 月起伴随海外铝厂减产消息发酵及 LME 库存加速去化，铝价进入主升浪，3 月均价 3370 美元/吨，4 月进一步拉升至 3601 美元/吨，5 月维持高位震荡区间均价 3670 美元/吨；6 月 2 日触及全半年最高点 3855 美元/吨，较年初低点累计涨幅高达 29.1%。然而，高位冲顶后铝价急速转跌，6 月下旬快速回落至 3132 美元/吨，几乎回吐了二季度全部涨幅。全半年 LME 铝均价约 3388 美元/吨，较 2025 年全年均价 2632 美元/吨上涨约 28.7%，较 2025 年上半年均价 2539 美元/吨更是涨逾 33.4%，均价创近年新高。

供需基本面是驱动本轮铝价上涨的核心推手。LME 铝库存从年初的 50.93 万吨持续大幅下降，上半年除 1 月下旬短暂横盘外，其余时间呈现单边去库态势，至 6 月 25 日已降至 30.82 万吨，累计去库约 20.1 万吨，降幅高达 39.5%，与铜的去库幅度高度相似。从月度库存均值来看，1 月库存均值约 49.87 万吨，2 月 48.15 万吨，3 月 44.07 万吨，4 月 38.96 万吨，5 月 34.74 万吨，6 月 32.27 万吨——每月递减幅度约 5%，去库节奏非常规律且持续，表明现货市场处于系统性紧缺状态。与铜不同的是，铝的库存去化更多受海外冶炼端减产驱动，欧洲能源成本高企及部分产能永久性关停使得供给恢复弹性远低于需求增长弹性，形成了持续的供需缺口。

从价格运行的微观特征来看，铝价上半年呈现两个显著特点：其一，“慢涨急跌”模式——1—5 月铝价以相对温和的斜率上行，期间几乎未出现过超过 5% 的技术性回调，反映多头持仓信心充分；但 6 月冲高至 3855 美元/吨后，短短三周内暴跌约 720 美元/吨（-18.7%），速度之快超出市场预期。其二，铝价与铜价的联动性在上半年显著增强，两者的阶段性高点和低点出现时间高度同步（铜 5 月 13 日见顶 14097 美元/吨，铝 6 月 2 日见顶 3855 美元/吨，铝滞后约三周），反映宏观流动性预期和美元走势对有色板块整体定价产生了强关联驱动。

展望 2026 年下半年，铝价的核心矛盾将在“低库存现实”与“高价格反噬”之间展开博弈。当前 LME 铝库存已降至 30.82 万吨的低位，历史上这一库存水平往往对应着较高的价格弹性和现货升水。然而，铝价从高点大幅回落的走势也表明，市场对 3850 美元/吨以上的高价接受度有限，下游消费在高价区出现明显抑制。

支撑因素方面：其一，LME 铝库存处于极低水平，任何供给端扰动（如能源价格再度飙升、主要产区减产扩大）都可能迅速引发逼仓行情，低库存赋予价格较强的向上弹性；其二，全球铝的供给弹性持续受限——欧洲电解铝产能永久性关停比例较高，中国云南水电铝受来水丰枯周期影响供给不稳定，这些结构性因素使得铝的供给恢复滞后于需求增长；其三，新能源（光伏支架、轻量化汽车）和电网投资带来的铝消费增量仍是中长期支撑，预计 2026 年下半年相关领域消费仍保持两位数增长。

压制因素方面：铝价在 3000—3850 美元/吨区间的大幅波动已对下游加工企业利润形成显著挤压，若价格再度上探至 3600 美元/吨以上，终端需求的负反馈压力将进一步加大；此外，中国铝材出口退税政策及海外贸易摩擦的不确定性，可能对铝材出口需求产生边际扰动。

综合来看，下半年 LME 铝核心运行区间预计在 2800—3800 美元/吨之间，中性预期中枢在 3100—3400 美元/吨区间。低库存格局下，铝价的波动率预计将维持在较高水平，不排除在供给冲击或宏观情绪回暖推动下再度上探 3600—3800 美元/吨区域。若全球经济超预期走弱，则下限可能触及 2700—2800 美元/吨，但考虑到极低的 LME 库存，下破 2700 美元/吨的概率较小。

3.4 黑色板块

2026 年上半年，黑色金属链（铁矿石、螺纹钢、热轧卷板）整体呈现“先弱后稳再反弹”的 N 形走势，与 2025 年全年整体弱势行情相比，2026 年上半年价格中枢有所企稳并小幅抬升。

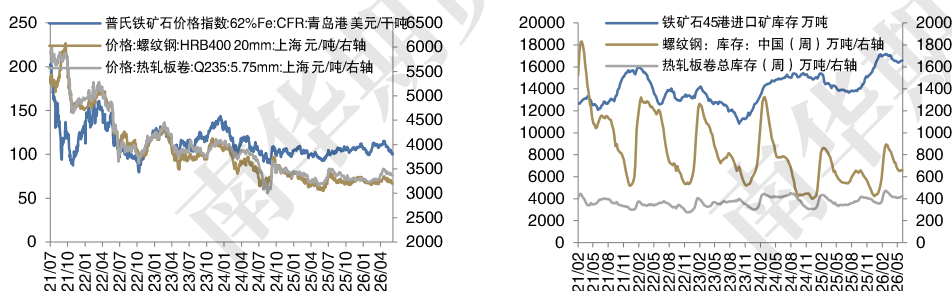
铁矿石方面（普氏 62%Fe CFR 青岛），年初开于 108.35 美元/干吨，2 月下旬弱势下探至全半年最低点 99.25 美元/干吨，随后随钢厂复产与补库需求升温而逐步回升，5 月 11 日达到全半年高点 115.30 美元/干吨，6 月末小幅回落至 100.40 美元/干吨附近。上半年均价约 107.72 美元/干吨，较 2025 年全年均价 102.37 美元/干吨上涨约 5.2%，略高于 2025 年上半年均值 100.65 美元/干吨，整体在 100—115 美元/干吨区间震荡，并未呈现单边趋势，反映市场供需格局尚在边际博弈中。

港口铁矿石库存从年初的 15971 万吨持续累积，3 月 13 日峰值达 17188 万吨，随后震荡回落，6 月末维持在 16557 万吨，上半年均值约 16733 万吨，同比 2025 年上半年均值 14498 万吨大幅增加约 15.4%，高库存是制约铁矿石价格持续上涨的核心压力。

螺纹钢方面（HRB400 20mm 上海），年初约 3320 元/吨，春节后随工地复工及库存去化进入季节性反弹窗口，3 月至 5 月整体企稳回升，5 月 11 日触及半年高点 3350 元/吨，但 6 月末回落至 3200 元/吨，整体价格区间 3170—3350 元/吨，均价 3246 元/吨，与 2025 年全年均价 3250 元/吨基本持平，反映下游建筑需求依然偏弱，对价格形成持续压制。螺纹钢社会库存春节后迅速累积，3 月峰值约 894 万吨，为近年高位；进入二季度后随消费旺季来临逐步去化，6 月末回至 659 万吨，去库节奏基本符合季节性规律，但绝对库存水平仍偏高。

热轧卷板（Q235 5.75mm 上海）表现略强于螺纹钢，年初 3280 元/吨，5 月初冲至最高 3500 元/吨，主要受到出口需求边际改善以及板材相对短缺支撑；6 月末回落至 3360 元/吨，上半年均价约 3330 元/吨，较螺纹钢均价高约 2.6%。热卷社会库存整体走势与螺纹钢同步，3 月峰值 472 万吨，6 月末约 421 万吨，去库幅度约 11%。

图 3.4 铁矿石、钢材



资料来源：MySteel 南华研究院

展望下半年，黑色金属的核心逻辑仍将聚焦于国内钢铁需求端的修复程度与铁矿石高库存的消化节奏。

铁矿石方面，当前港口库存处于历史偏高水平（16500 万吨以上），是最大的价格压制因素。若下半年钢铁粗钢产量因政策性限产或市场性需求下降而收缩，铁矿石去库节奏将受阻，价格存在进一步承压的可能性。反之，若国内稳增长政策持续发力、基建和制造业用钢需求显著回暖，则铁矿石有望在 100—110 美元/干吨区间获得支撑，极端供给扰动情景下存在冲击 120 美元/干吨的可能。中性预期下，铁矿

石下半年运行区间约 95—115 美元/干吨。

螺纹钢和热卷方面，下半年传统旺季（三季度）的到来有望提供一定的季节性需求支撑，库存去化若加速有望带动价格阶段性反弹。然而，房地产行业的持续调整对用钢需求的拖累难以在短期内彻底消除，制造业出口的边际变化是下半年影响热卷价格的重要新变量。预计螺纹钢下半年运行区间约 3000—3400 元/吨，热卷约 3100—3600 元/吨。

粗钢产量的政策性限制力度同样是重要的不确定因素，若“双碳”约束或行政性减产政策再度强化，供给侧收缩将对价格形成阶段性强力支撑，需重点关注政策信号。

4. 总结

在 2026 年上半年，南华综合指数走势大致分成两个阶段，1、2 月份出现趋势性上涨，而 3-6 月份则是持续性的下跌，工业品指数也基本保持一致。同时，贵金属指数表现更加激进，1 月份快速上涨，之后就进入到了漫长的震荡下跌之中。相比于前几个指数，农产品指数长期处于窄幅的区间震荡之中。

2026 年上半年中国经济呈现"供给端价格修复、需求端持续疲软、结构性分化加剧"的复杂格局。PPI 通缩逆转，工业企业利润大幅改善。但需注意，利润高增主要源于价格因素而非产量扩张——工业增加值增速从 6.3% 小幅降至 5.4%，量价背离意味着利润改善的可持续性仍需观察。投资端急剧收缩，基建"断崖"是最大拖累。制造业投资也从 3.1% 降至 -0.4%，企业扩产意愿谨慎。房地产深度调整持续，一线边际改善但全局未止跌。土地出让收入 -28.7% 的暴跌进一步加剧了地方财政困境。出口超预期高增，全球贸易回暖。进出口数据是上半年最明确的正面外生变量。货币宽松但信用传导不畅，消费温和但信心不足。消费者信心指数在 89—92 低位震荡，社消增速从 2.8% 降至 1.4%，消费复苏动力不足。

2026 年下半年，黄金价格大概率维持区间震荡，短期方向上取决于实际利率走势与地缘风险的边际变化。原油的趋势性机会更依赖于对供给冲击事件的准确判断，而非单纯的基本面趋势跟踪。对于有色金属来说，铜仍是大宗商品中做多逻辑最为完整的品种之一，重点关注 LME 升贴水的边际变化作为择时参考。相较于铜，铝的供给端约束更为刚性（欧洲产能关停难以逆转），但需求结构更依赖传统领域，增量弹性略逊于铜。黑色金属下半年更适合区间操作而非趋势跟踪，重点关注粗钢减产政策动向及基建资金落地节奏。

重要申明：本报告内容及观点仅供学习和参考，不构成任何投资建议。市场有风险，投资需谨慎。

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



扫码下载南华期货 app

