南华期货
NANHUA FUTURES

2025 年下半年商品指数展望 I 2025 年 6 月

荆途未平，步履且坚

摘要

在 2025 年上半年，南华综合指数的走势以宽幅震荡为主。同时，除了贵金属指数外，工业品指数和农产品指数整体来看也是在区间进行震荡。其中，工业品指数的走势在一季度的走势与综合指数高度一致，而二季度的表现比综合指数更显弱势。农产品指数的走势与综合指数走势迥异，有小幅的中枢上移。贵金属指数的走势在上半年持续上升，这主要是由于黄金价格的不断攀升，也导致了综合指数与工业品指数走势略有分化。

中国经济在内外多重压力下展现出较强韧性，但复苏基础仍不稳固。总需求疲弱导致 CPI 和 PPI 持续低位运行，制造业投资同比增长 8.5%，设备更新政策推动相关投资增长 17.3%，成为稳增长的重要动力。工业增加值累计增长 6.3%，企业在“抢出口、抢‘两新’、抢 AI”中积极应对贸易摩擦与技术变革。出口方面，“抢出口”现象明显，区域多元化战略支撑外贸韧性，中美经贸磋商释放一定缓和信号。房地产市场延续调整，销售前高后低，开发投资持续负增长，基建投资则在专项债和特别国债支持下保持稳定增长。

全球大宗商品市场波动显著，黄金受地缘政治和央行购金推动屡创新高；原油价格宽幅震荡，预计下半年布伦特油价将在 60~72 美元/桶区间波动；铜、铝、铁矿石等工业金属受供需和政策扰动高位震荡，焦炭则因供应收紧短期反弹。整体来看，全球经济与大宗商品市场面临高度不确定性，结构性分化加剧，政策效果逐步显现，但信心恢复仍需时间。

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：中美关税谈判、地缘冲突

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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 2025 年上半年南华商品指数概况.....1
2. 2025 年上半年南华商品指数涨跌分析 8
3. 2025 年下半年南华综合指数展望.....14
4. 总结20

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 2025 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 2025 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 10
图 2.3 工业及汽车行业 12
图 2.4 出口金额 13
图 3.1 黄金 15
表 3.1 按国别:全球 ETF 黄金持有量分布 15
表 3.2 按基金:全球 ETF 黄金持有量分布 15
图 3.2 原油 16
图 3.3 铜、铝 17
图 3.4 铁矿石、焦炭 19

1. 2025 年上半年南华商品指数概况

1.1 最新权重

2025 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 3 个分类指数，分别为南华 QFII 商品指数、南华需求因子指数和南华对外依存度因子指数。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：

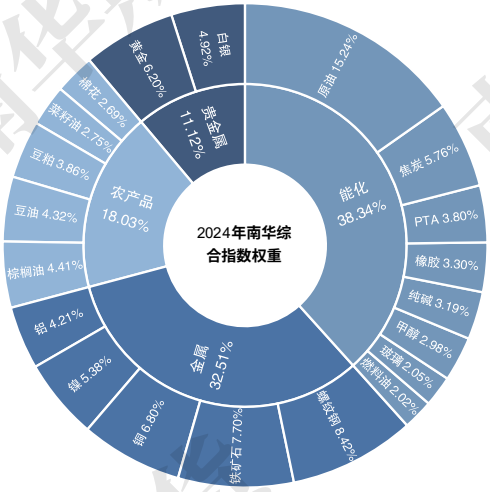
表 1.1 南华商品指数系列权重

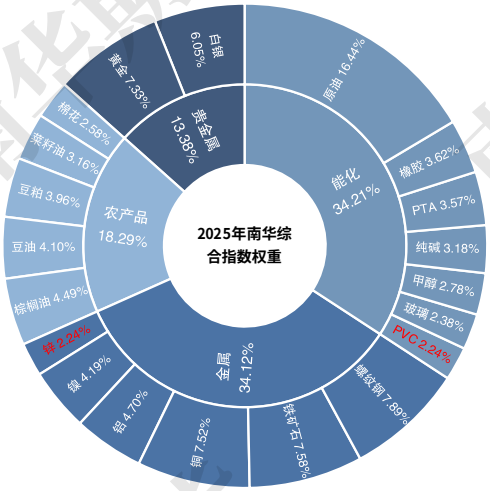
品种名称	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华贵金属指数	南华能化指数	南华金属指数
代码	NHCI	NHII	NHAI	NHPMI	NHECI	NHMI
豆一			2.45%			
白银	6.05%			39.90%		
铝	4.70%	5.08%				10.11%
氧化铝		3.09%				6.12%
苹果			5.26%			
黄金	7.33%			60.10%		
合成橡胶					2.00%	
沥青					2.58%	
玉米			9.82%			
棉花	2.58%		7.42%			
铜	7.52%	8.50%				16.89%
苯乙烯					2.33%	
乙二醇					2.50%	
玻璃	2.38%	3.04%			4.50%	
燃料油		2.64%			3.91%	
铁矿石	7.58%	8.41%				16.72%
焦炭		5.63%			8.26%	
鸡蛋			3.68%			
聚乙烯					3.69%	
碳酸锂						3.50%
生猪			15.37%			
豆粕	3.96%		11.25%			
甲醇	2.78%	3.34%			4.94%	

镍	4.19%	5.19%			10.28%
菜籽油	3.16%		9.24%		
棕榈油	4.49%		13.29%		
LPG				3.57%	
聚丙烯		2.76%		4.07%	
螺纹钢	7.89%	9.23%			18.31%
菜籽粕			4.66%		
橡胶	3.62%	4.72%		6.98%	
纯碱	3.18%	4.17%		6.17%	
原油	16.44%	17.46%		25.00%	
硅铁					2.00%
烧碱		2.20%		3.26%	
锰硅					2.07%
锡		2.15%			4.23%
纸浆		2.57%		3.79%	
白糖			5.65%		
不锈钢					4.33%
PTA	3.57%	4.32%		6.38%	
尿素				2.00%	
PVC	2.24%	2.75%		4.07%	
豆油	4.10%		11.91%		
锌	2.24%	2.75%			5.44%

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

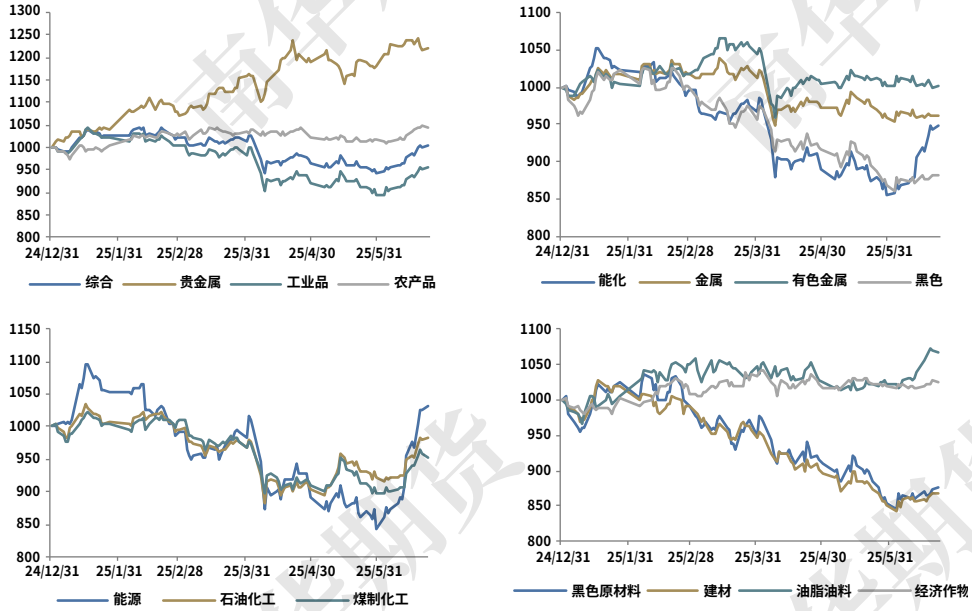
图 1.1 中是 2024 年和 2025 年南华综合指数的权重分布，2025 年 1 月 1 日至 6 月 1 日，南华综合指数根据 2024 年权重进行计算，而 6 月 1 日之后，南华综合指数是根据 2025 年权重进行计算的。今年能化板块权重有所降低，金属和贵金属板块的权重皆有所提升，而农产品板块的权重几乎没有变化。同时，沪锌和 PVC 加入到综合指数的计算，而焦炭和燃料油从综合指数中剔除。

1.2 2025年上半年商品指数市场概况

在 2025 年上半年，南华综合指数的走势以宽幅震荡为主。同时，除了贵金属指数外，工业品指数和农产品指数整体来看也是在区间进行震荡。其中，工业品指数的走势在一季度的走势与综合指数高度一致，而二季度的表现比综合指数更显弱势。农产品指数的走势与综合指数走势迥异，有小幅的中枢上移。贵金属指数的走势在上半年持续上升，这主要是由于黄金价格的不断攀升，也导致了综合指数与工业品指数走势略有分化。

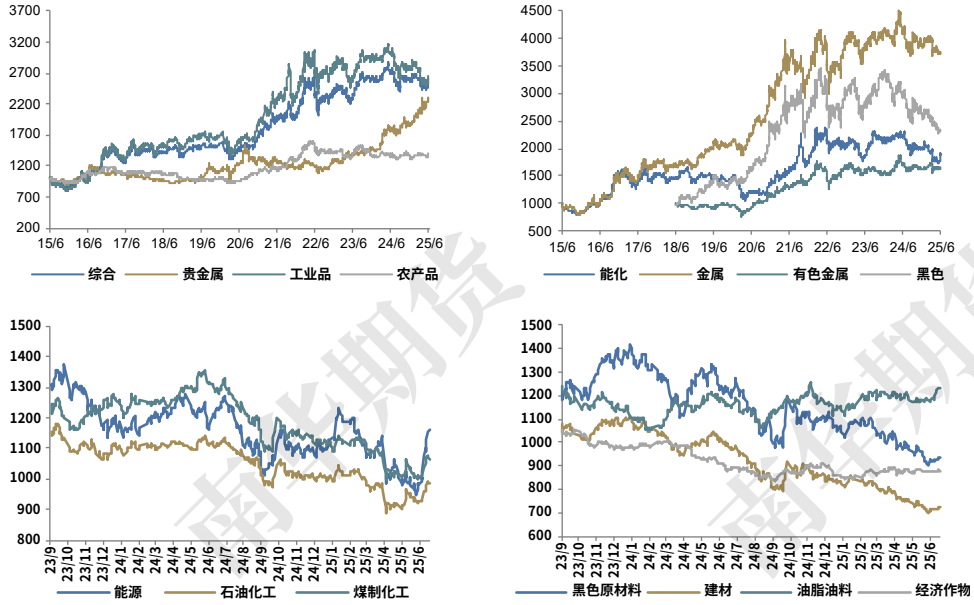
在能化板块中，能化指数上半年的走势分为两个阶段，第一个阶段是 1-5 月份的震荡下跌，第二个阶段是 6 月份的快速上涨。分指数来看，能源指数与能化指数走势相近，而石油化工和煤制化工走势接近，也说明上半年能源板块与化工板块走势分化明显且能化板块受能源板块影响更大。在金属板块中，金属指数处于中枢下移，一季度和二季度都处于持续震荡的状态，而有色金属指数则处于持续的震荡，这主要是由于黑色金属导致金属指数出现下跌。在黑色板块中，黑色指数在上半年持续下跌，其中黑色原材料指数和建材指数走势与黑色指数高度一致。在农产品板块中，农产品指数略有上升，其中经济作物指数和油脂油料指数中枢都有所上移，且 6 月份油脂油料指数出现了一波快速的上涨。

图 1.2 综合指数及主题指数 2025 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

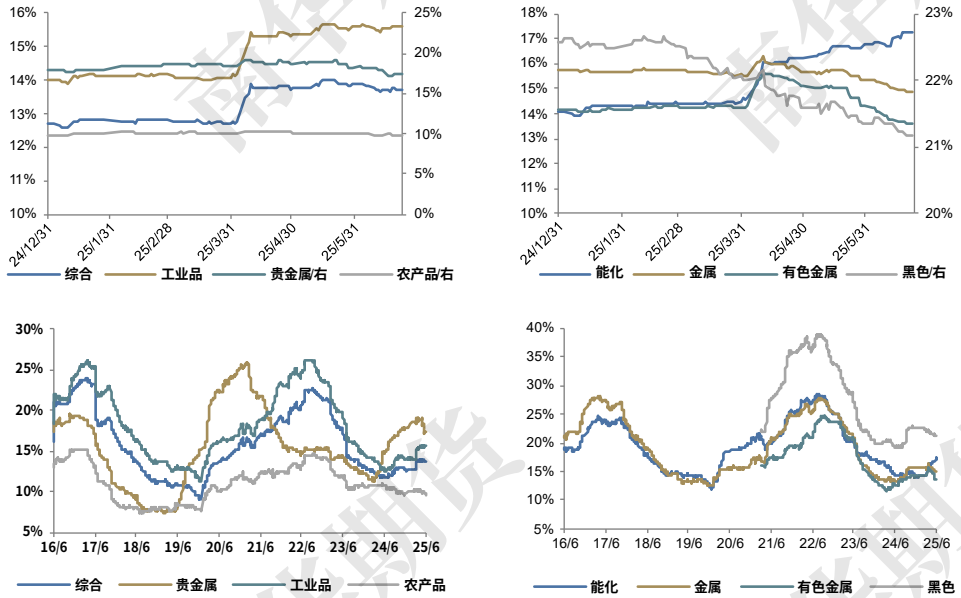
图 1.3 综合指数及主题指数历史走势



注：指数数据都进行了归一化
资料来源：南华研究院

从指数的波动率上来看，2025 年综合指数与工业品指数波动率出现明显的中枢上移，4 月初是明显的分界点。而贵金属指数和农产品指数的波动率没有出现明显的变动。工业品指数的波动率之所以抬升，主要是由能化指数造成的。从各指数近十年的历史波动率来看，贵金属指数的波动率从 24 年开始持续上升，目前已经处于历史中位，其余的指数在历史低位进行震荡。

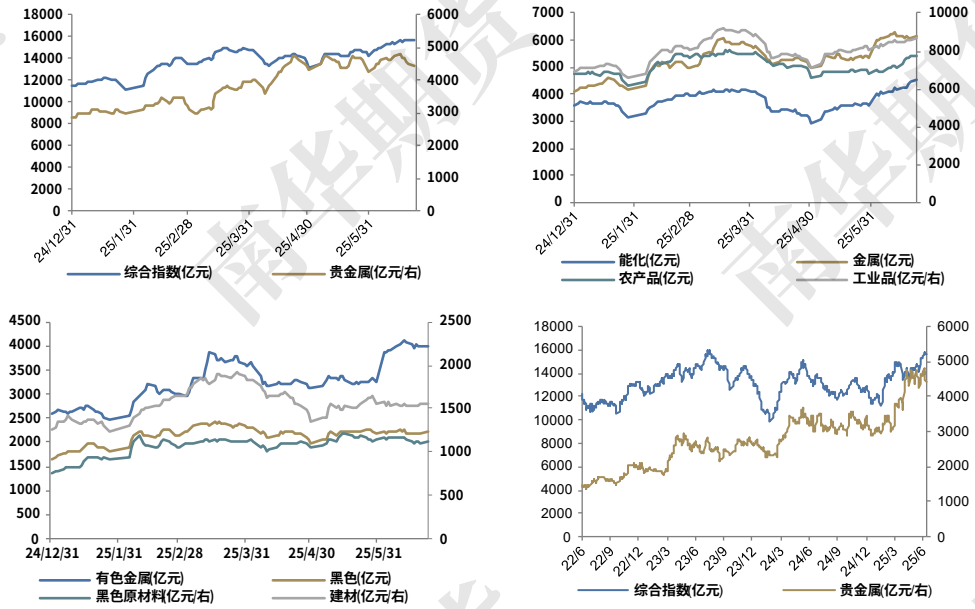
图 1.4 综合指数及主题指数波动率

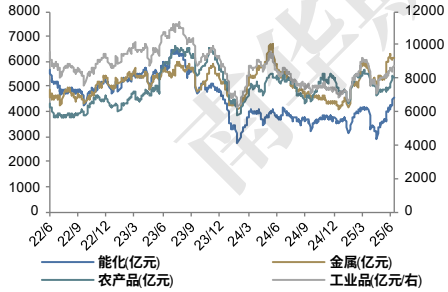


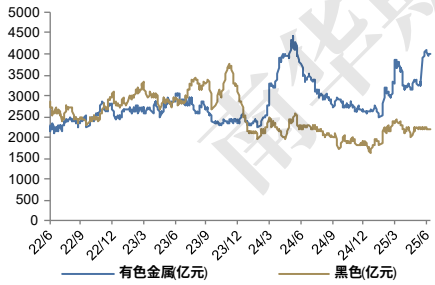
资料来源：南华研究院

从指数的持仓额来看，各指数在上半年都出现了不同程度的上升。其中，除了能化指数的上升幅度比较小外，其余指数的持仓额都有了明显的上升。从过去几年的持仓额数据来看，综合指数、工业品指数、农产品指数和能化指数上半年的持仓额上升幅度都比较快，已经脱离了历史低位。贵金属指数近几年持仓额在持续上升，有色金属指数的持仓额已经到了历史的高位。而黑色指数持仓额虽然有所上升，但依然处于历史低位。

图 1.5 综合指数及主题指数持仓额



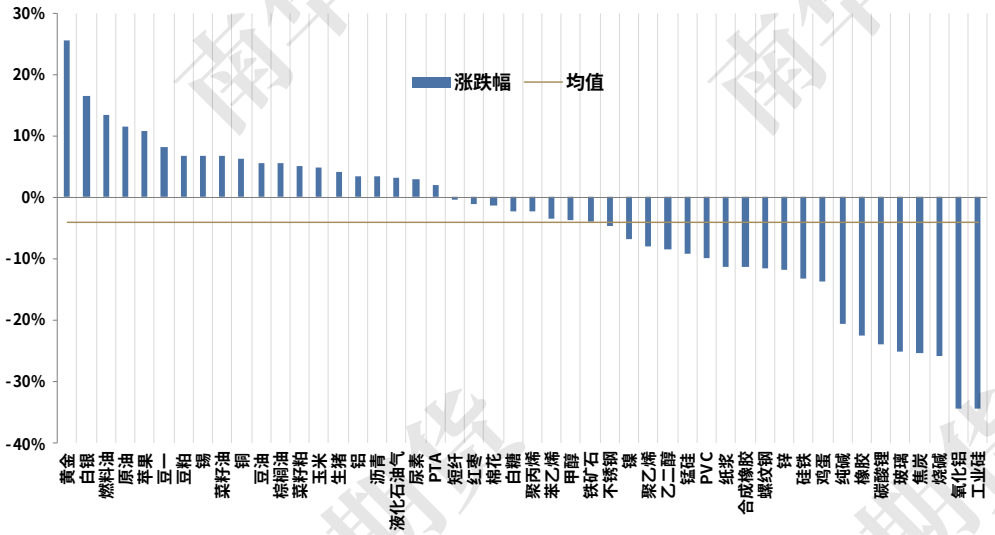




资料来源：南华研究院

从统计的相对活跃的 48 个南华单品种指数来看，截止到 6 月 23 日，20 个品种收益率为正，28 个品种收益率为负，平均收益率为-4.10%。2025 年上半年收益率占据前三位的分别是黄金（25.6%）、白银（16.53%）和燃料油（13.28%）。2025 年上半年收益率后三位为工业硅（-34.28%）、氧化铝（-34.24%）和烧碱（-25.73%）。

图 1.6 主要单品种指数 2025 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。上半年黑色板块和能化板块大跌，而贵金属板块持续上涨导致南华综合指数震荡下行，而迷你综合指数由于没有配置能源类品种，跌势比南华综合指数稍缓。在 6 月份，迷你综合指数进行权重调整，能源权重占比较大导致抓住了 6 月能源板块的涨势最终跑赢了南华综合指数。南华风险均衡商品指数在 1、2 月份与南华综合指数走势相近，但由于黑色板块权重较轻导致始终在综合指数之上，且由于该指数在设计时更关注品种风险回撤，所以涨势略好于综合指数，而跌势小于综合指数的情况下守住了前期的收益。

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. 2025 年上半年南华商品指数涨跌分析

2025 年上半年，中国经济在内外多重压力下展现出较强的韧性和结构性分化特征。从价格指标看，PPI 与 CPI 持续低位运行，反映出总需求仍显疲弱。企业同质化竞争与产能过剩压制 PPI 回升，而就业与收入预期转弱导致居民消费意愿低迷，抑制 CPI 上行空间。制造业投资同比增长 8.5%，显著高于整体固定资产投资增速，设备更新政策持续发力，推动设备工器具购置投资增长 17.3%，成为稳增长的重要引擎。工业增加值累计增长 6.3%，在全球贸易摩擦加剧背景下，呈现出“三抢”态势：抢出口、抢“两新”、抢 AI，体现出企业对政策窗口与技术变革的快速响应。

出口方面，在美国加征关税预期升温背景下，“抢出口”现象明显，同时区域多元化战略成效显现，对东盟、欧盟及“一带一路”国家进出口保持增长，支撑外贸韧性。中美经贸磋商初现成果，双方就稀土与半导体出口限制展开谈判，释放一定缓和信号。

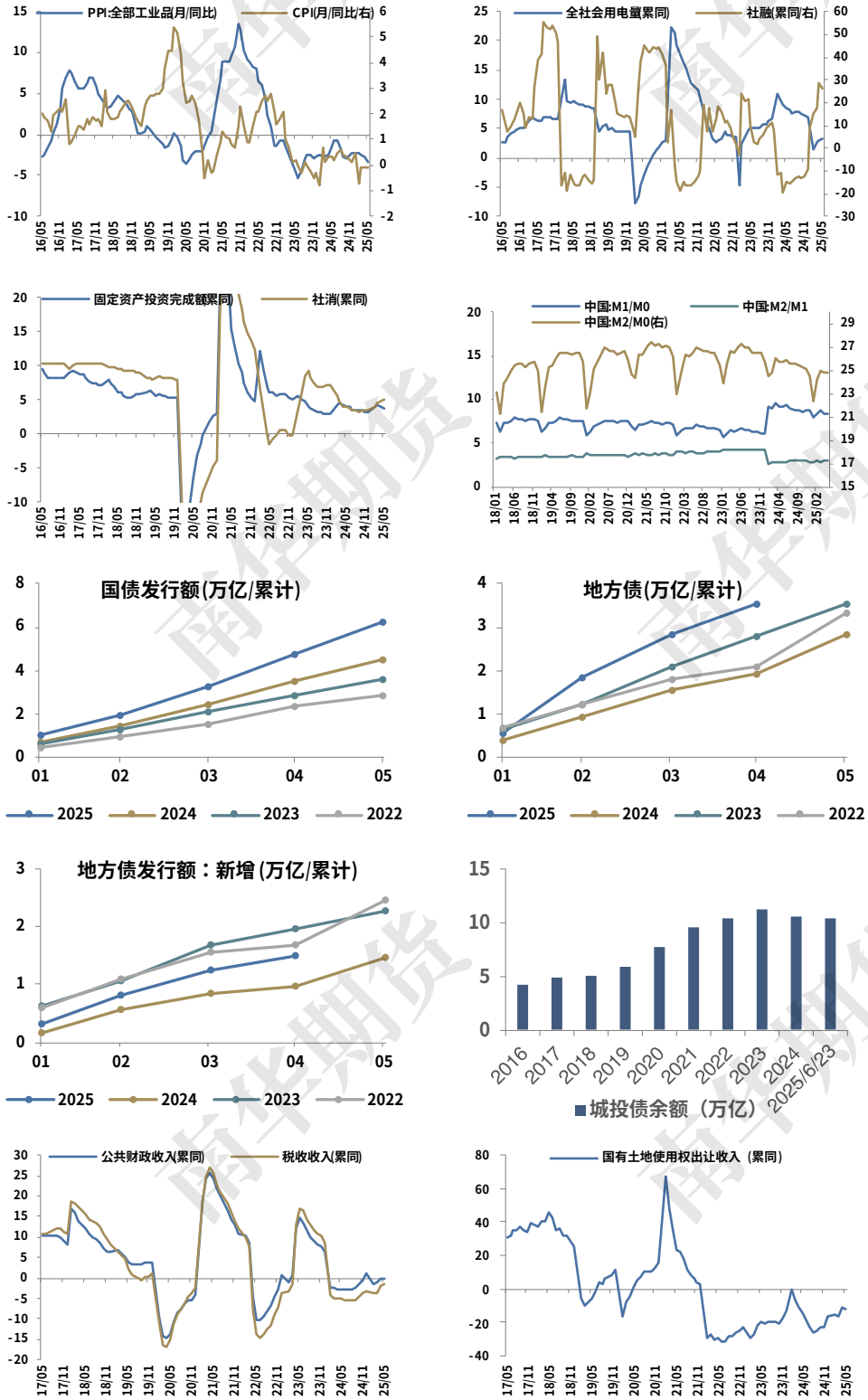
房地产市场延续调整态势，销售端前高后低，价格修复缓慢，开发投资持续负增长，短期内难见明显起色。基建投资在中央主导下保持稳定增长，专项债与超长期特别国债协同发力，成为稳增长的重要支撑力量。

整体而言，当前经济仍处于复苏初期，结构分化明显，政策效果逐步显现，但市场主体信心恢复仍需时间，外部不确定性依然较高，未来需进一步强化内生动能修复。

2.1 宏观经济：内需不足，复苏待启

2025 年上半年，中国的生产者价格指数（PPI）和消费者价格指数（CPI）持续低迷。企业间同质化竞争严重及产能过剩，当前市场中存在大量相似的产品和服务，导致企业之间不得不通过降低价格来争夺市场份额。这种情况严重影响了 PPI 的回升。就业压力和收入增长放缓，消费者对未来收入持谨慎态度，并倾向于增加预防性储蓄，而非必要消费支出减少。这使得消费难以形成大规模拉动，从而影响了 CPI 的提升。从用电量来看，第二产业用电量成为全社会用电量增长的主要拖累项，反映出工业活动可能相对疲软，进一步说明经济复苏的动力不足。以旧换新政策等措施在一定程度上促进了消费市场的回暖，显示了一些积极信号。虽然新增信贷融资同比有所减少，但债券融资和化债资金部分替代了信贷融资的角色，保持了实体经济融资需求的相对平稳。政府加快了财政资金的落地速度，加大了对实物工作量的支持力度，试图推动经济增长。M1 与 M2 增速剪刀差收窄，暗示经济活跃度略有提升，但由于美国关税政策等因素造成的市场不确定性仍然较高，短期内可能会抑制市场主体的风险偏好。尽管 2025 年政府债务发行前置，但考虑到化债因素后，专项债对经济的实际支撑作用低于 2022、2023 年的水平，表明地方政府主导的基础设施投资较弱。

图 2.1 宏观指标



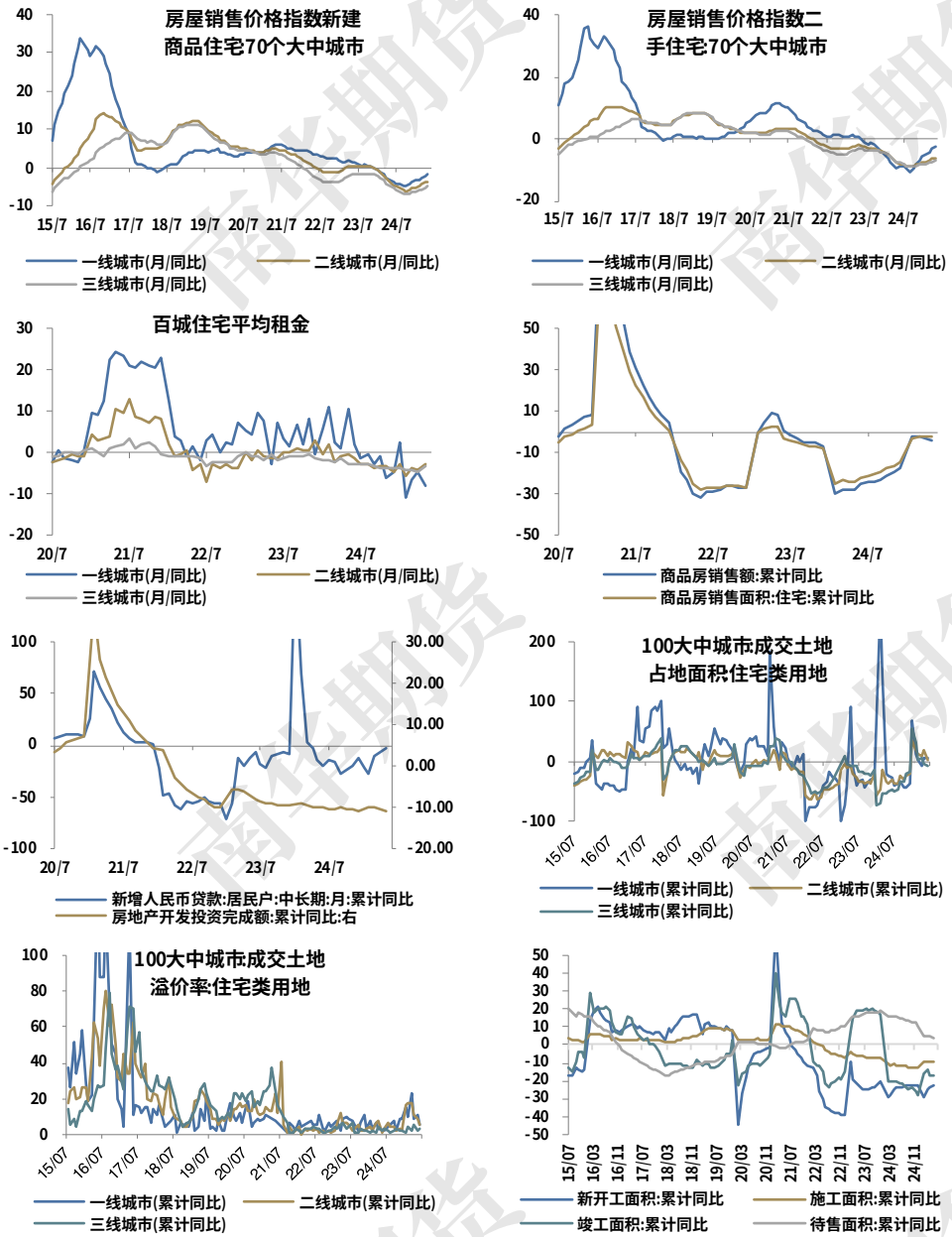
资料来源：Wind 南华研究院

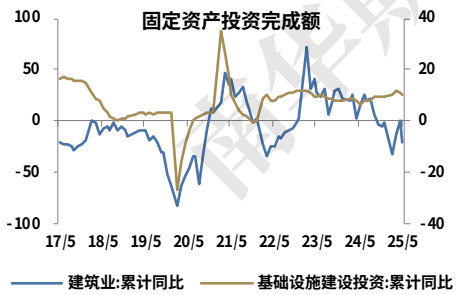
2.2 房地产与基建行业：房市磨底，基建托底

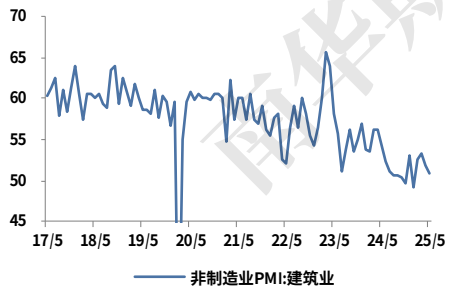
上半年地产销售呈现“前高后低”的走势。2、3 月住宅销售额累计同比均为-

0.4%，但 4 月下滑至-1.9%，5 月进一步降至-2.8%；销售面积方面，前三个月累计同比为-2%，降幅略有收窄，但 4 月扩大至-2.1%，5 月更是降至-2.6%。从 30 城商品住宅周度成交面积来看，一季度同比增长 5.5%，但进入 4 月后转为同比下降 8.2%，显示市场需求仍在底部徘徊。尽管销售量持续走弱，房价降幅已有所收窄。5 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-4.1%，其中一线城市跌幅较小（-1.7%），二线城市次之（-3.5%），三线城市跌幅最大（-4.9%）。二手房方面，一线城市价格修复斜率较高，4 月同比跌幅为-2.7%，表明核心城市需求仍具韧性。房地产开发投资上半年累计同比为-10.7%，较前值小幅下行，按当月同比测算下滑幅度达-11.98%。在销售端“量”尚未明显改善的情况下，房企资金回笼压力依然较大，新开工意愿不强，预计未来房地产投资增速仍将维持低位震荡态势。

图 2.2 房地产和建筑业







资料来源：Wind 南华研究院

上半年基建投资累计同比增长 5.6%，在去年一季度和二季度分别增长 6.5%和 5.4%的较高基数之上，仍能保持约 6%的增速，显示出政策支持下的韧性。中央主导类项目稳步增长，如水利管理业投资增速自去年下半年以来中枢持续抬升，目前处于 30%以上的高位。铁路运输业投资放缓，受制于前期高基数及部分项目进度调整，累计同比仅增长 2.3%，较去年明显回落。地方主导类项目偏弱，道路运输业投资同比为-0.4%，公共设施管理业投资仅增长 3.8%，反映出地方财政压力和融资能力不足制约了基建推进节奏。

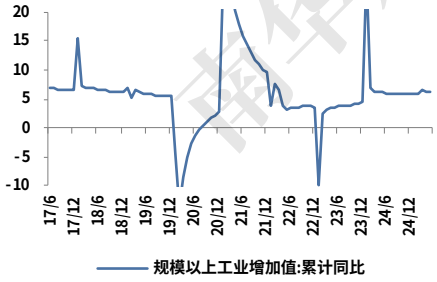
上半年专项债发行前置效应明显，为基建提供重要资金来源。同时，2025 年是“十四五”收官之年，“两重”建设任务紧迫。全年 1.3 万亿元超长期特别国债中，8000 亿元优先投向“重大基础设施建设和重大民生工程”，其中近 5000 亿元已安排用于沿长江交通网络、高标准农田、城市地下管网、“三北”生态工程等重大项目。此外，“软建设”方面也在同步推进制度优化和长效机制建设，提升项目建设和运营效率。5 月 20 日发改委新闻发布会强调，力争 6 月底前下达全部“两重”建设项目清单，以确保年内形成实物工作量，为经济稳增长提供有力支撑。

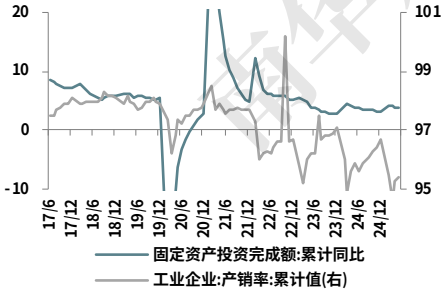
2025 年上半年，房地产市场仍未走出调整期，销售端“量”仍处于磨底阶段，虽然部分城市房价出现修复迹象，但整体复苏基础尚不牢固，短期内投资端难有明显起色。与此同时，基建投资在中央主导项目的带动下保持平稳增长，成为稳增长的重要支撑力量。随着专项债与超长期特别国债的持续发力，以及“两重”建设加快推进，下半年基建投资有望继续保持温和扩张态势，为经济注入确定性。不过，地方财政压力、房地产企业信用风险化解进展、居民信心恢复速度等因素仍是影响后续经济修复的关键变量，需持续跟踪观察。

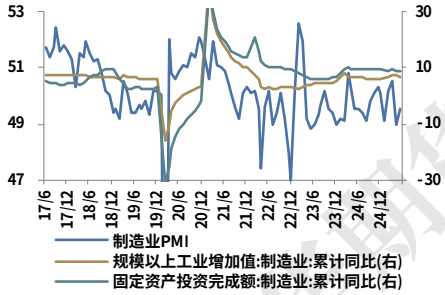
2.3 工业与出口：制造强韧，出口抢跑

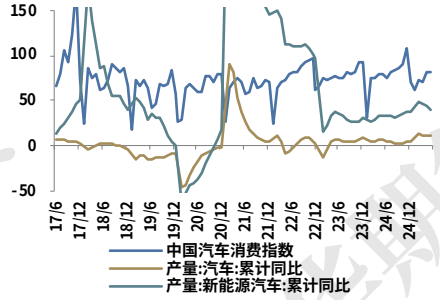
2025 年上半年，中国的制造业投资表现出了强劲的增长态势，同比增长达到了 8.5%，这一增速显著高于整体固定资产投资的 3.7%。这主要得益于政府推行的设备更新政策，该政策自 2024 年 4 月七部门联合发布《推动工业领域设备更新实施方案》以来，就为制造业投资提供了强大动力。特别是在设备工器具购置方面，投资增速累计达到 17.3%，远超其他领域的增长速度。与此同时，尽管全球经济受到特朗普上台后的一系列政策扰动，尤其是关税措施对中美贸易关系造成了压力，但中国工业经济依然表现出较强的韧性。1-5 月工业增加值累计增长 6.3%，较去年同期有所上升。在此背景下，“抢出口”、“抢‘两新’（新能源、新基建）”和“抢 AI（人工智能）”成为工业生产的重要特征。

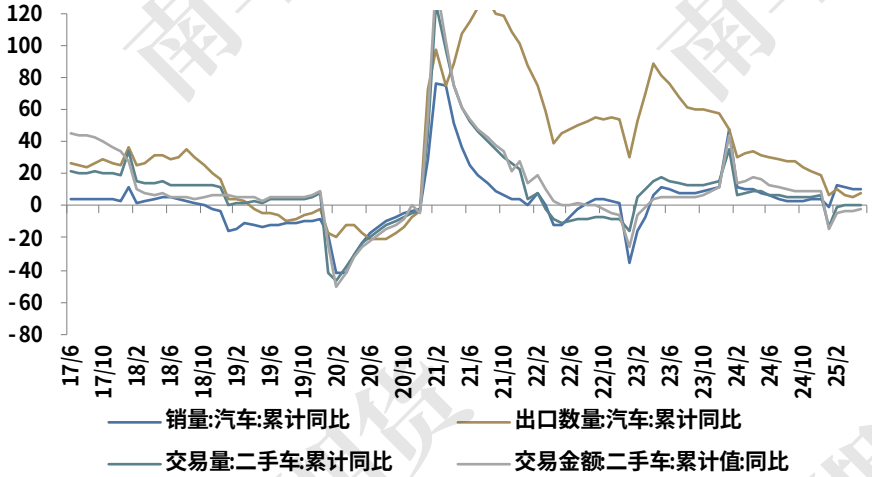
图 2.3 工业及汽车行业







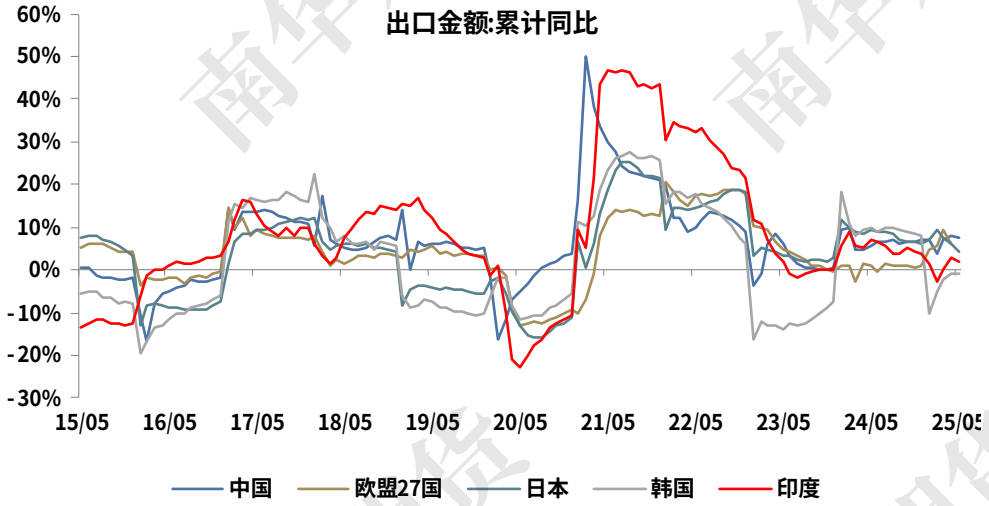




资料来源：Wind 南华研究院

在对外贸易方面，虽然美国等发达经济体的需求放缓以及中美贸易摩擦对双边贸易带来了挑战，但是中国的转口贸易及产业优势帮助维持了出口的韧性。同时，随着区域多元化战略的成功实施，中国与东盟、欧盟及“一带一路”沿线国家之间的贸易关系进一步加强，这些新兴市场成为了中国出口增长的新动力源。此外，在中美经贸磋商机制第一次会议中，双方达成了初步共识，重点讨论了放宽稀土出口限制和半导体出口管制的问题。这表明，即便在全球贸易环境复杂多变的情况下，中国仍在寻求通过外交途径解决贸易争端，并努力开拓新的国际合作机会。

图 2.4 出口金额



资料来源：Wind 南华研究院

总体来说，2025 年上半年，中国制造业投资受益于政策支持而快速增长，工业生产保持稳定，面对国际贸易挑战采取了多元化的应对策略，确保了出口市场的持续发展。

3. 2025 年下半年南华综合指数展望

2025 年上半年，全球大宗商品市场在多重因素影响下呈现显著波动。贵金属方面，受地缘政治紧张、美元不确定性及央行购金支撑，黄金价格屡创新高。展望下半年，避险情绪仍支撑黄金需求，但金饰消费复苏乏力。原油市场则呈现宽幅震荡，年初因地缘冲突和制裁推升，但随后因 OPEC 增产和全球经济放缓而回落，6 月因中东局势再起反弹。预计下半年布伦特油价将在 60~72 美元/桶区间波动，供需博弈加剧。

铜价受供应扰动和关税政策影响剧烈波动，库存下降与地缘风险支撑铜价维持高位震荡。铝市呈现中国去库加快、海外供需双增格局，全球短缺风险扩大。铁矿石供应受天气与非主流国家减产拖累，矿价相对坚挺，但下半年供应有望释放增量，价格中枢或将下移。焦炭市场受安全环保限产及进口替代影响，短期供应收紧，叠加电煤旺季支撑，价格低位反弹，但终端需求疲弱仍将制约中期走势。整体来看，大宗商品市场在地缘政治、贸易政策与宏观经济变量交织下，呈现出高度不确定性和结构性分化。

3.1 贵金属板块：避险或缓，需求分化

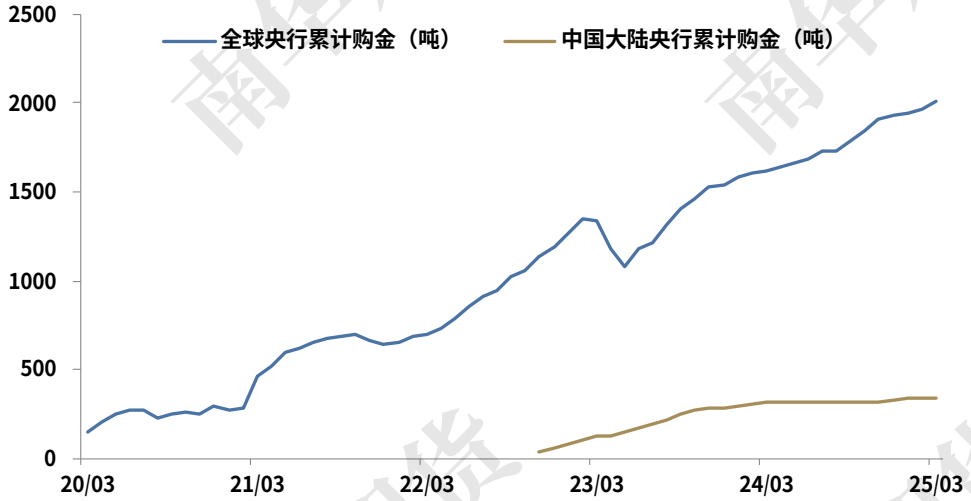
今年上半年，在特朗普政府的关税措施以及地缘政治紧张局势等因素推动下，贵金属市场延续了自 24 年以来的上涨趋势。伦敦金价格不仅突破了 3000 美元大关，更是一路攀升至 3500 美元/盎司，创下历史最高纪录。受黄金强势表现带动，伦敦银价也在 6 月出现补涨行情，触及自 2012 年以来的高位。国内贵金属市场整体走势与海外市场保持联动，涨幅同样显著。

全球央行在第一季度净购入了 244 吨黄金，尽管这比去年同期的购买力度有所减弱，但依旧维持在近三年季度购金量的平均水平。与此同时，全球黄金 ETF 流入显著反弹，推动黄金投资总需求同比增长超过一倍至 552 吨，这是自 2022 年第一季度以来的最高水平。此外，金条和金币的需求量保持高位，达到 325 吨，较五年季度均值高出 15%，其中中国市场成为主要增长引擎。然而，金价屡创新高背景下，金饰需求骤降至 2020 年疫情时期以来的最低水平。尽管如此，金饰消费金额却同比上涨 9%至 350 亿美元。在中国市场，一季度黄金消费需求总量（包括金条、金币与金饰）为 249 吨，同比下滑 15%，主要是由于金饰需求疲软所致。但是，受益于金条和金币需求激增以及金饰需求的季节性反弹，一季度总需求环比上升 31%。

展望 2025 年下半年，预计全球央行将继续作为黄金的重要买家，尽管增速可能放缓，但其对黄金的战略配置作用不会改变。随着全球经济面临的不确定性增加，特别是中美贸易摩擦和人民币汇率波动等因素，投资者可能会继续青睐黄金作为避险资产，这将进一步支持黄金 ETF 和实物黄金（如金条和金币）的需求。

然而，考虑到当前金价已经处于历史高位，这可能会继续抑制金饰需求。除非有重大经济或政策变化促使金价回调，否则这种趋势预计将在下半年持续。对于科技用金需求而言，虽然人工智能等新兴技术的应用将继续推动该领域的需求增长，但关税政策的不确定性仍将是这一板块面临的主要挑战。

图 3.1 黄金



资料来源：南华研究院

表 3.1 按国别:全球 ETF 黄金持有量分布

国家	资产管理规模（十亿）	资金流入（百万美元）	持有量（吨）	需求（吨）
美国	192.3	19,281.50	1,775.30	193.6
英国	65.1	1,788.50	601.6	21.3
瑞士	36.4	1,318.50	336.5	20.3
德国	35.1	1,013.30	323.7	14.6
中国大陆	21.3	8,468.90	196.7	82
法国	7.9	718.90	72.8	7.7
加拿大	7.8	236.1	71.7	2.9
印度	7.3	736.4	64.6	7.1
日本	5.3	921.5	49.1	9.1
澳大利亚	5.1	404	46.8	4.3
南非	2.4	261.3	21.8	2.7

资料来源：南华研究院

表 3.2 按基金:全球 ETF 黄金持有量分布

基金	国家	资金流入（百万美元）	持有量（吨）	需求（吨）
SPDR Gold Shares	美国	7841.8	950	77.8
iShares Gold Trust	美国	4417.5	437.7	45.1
SPDR Gold MiniShares Trust	美国	3663.9	146.5	36.8
华安易富黄金 ETF	中国大陆	3147.3	77.1	30.7
iShares Physical Gold ETC	英国	1689.9	216.5	18.3

易方达黄金 ETF	中国大陆	1239.1	33.1	11.8
博时黄金 ETF	中国大陆	1222	36	11.6
Guotai Gold ETF	中国大陆	1194.9	23.3	11.7
iShares Gold Trust Micro	美国	1170.2	27.7	11.5
Sprott Physical Gold Trust	美国	1087.2	113	11.1

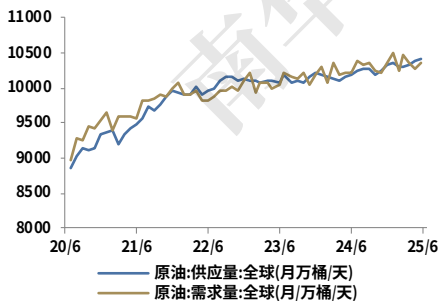
资料来源：南华研究院

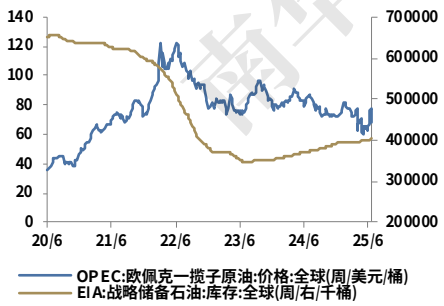
3.2 能源板块：供需博弈，油价震荡

2025 年上半年，国际原油价格呈现宽幅波动走势，整体均价较前期有所下移。年初受极寒气候及美国对俄制裁等因素推动，油价曾短暂走高。1 月下旬特朗普再度执政以来，宏观不确定性持续发酵，2 月至 3 月市场聚焦于美国经济衰退风险，4 月至 5 月中美贸易摩擦升温进一步扰动情绪。同期 OPEC 宣布加快增产节奏，加剧供应过剩担忧，油价一度跌至近四年低位。6 月以色列与伊朗爆发直接军事冲突，中东紧张局势迅速升级，带动油价强势反弹。然而随着地缘风险逐步缓和，市场回归基本面观察，一方面等待传统消费旺季到来，另一方面则面临 OPEC 持续放量带来的远期供给压力，油价再次回落。

与年初预期不同的是，OPEC 产能释放提速、特朗普政府政策反复无常以及地缘冲突频发等新变量，正逐步取代此前的供需紧平衡逻辑。展望下半年，在全球需求增长放缓背景下，OPEC 扩产将压制油价上行空间，而页岩油成本线则构成底部支撑。基准情形下，布伦特原油价格或将运行于 60~72 美元/桶区间。在此范围内，若地缘局势恶化、极端天气频发或新产能投放迟滞，油价仍有上行可能；但中长期供过于求预期仍存，价格仍面临下行风险。若出现重大供应中断事件，如关键产油区冲突升级，则可能推动油价突破区间上限；反之，若宏观经济显著恶化，引发能源需求骤降，则油价存在跌破区间支撑的风险。

图 3.2 原油





资料来源：MySteel 南华研究院

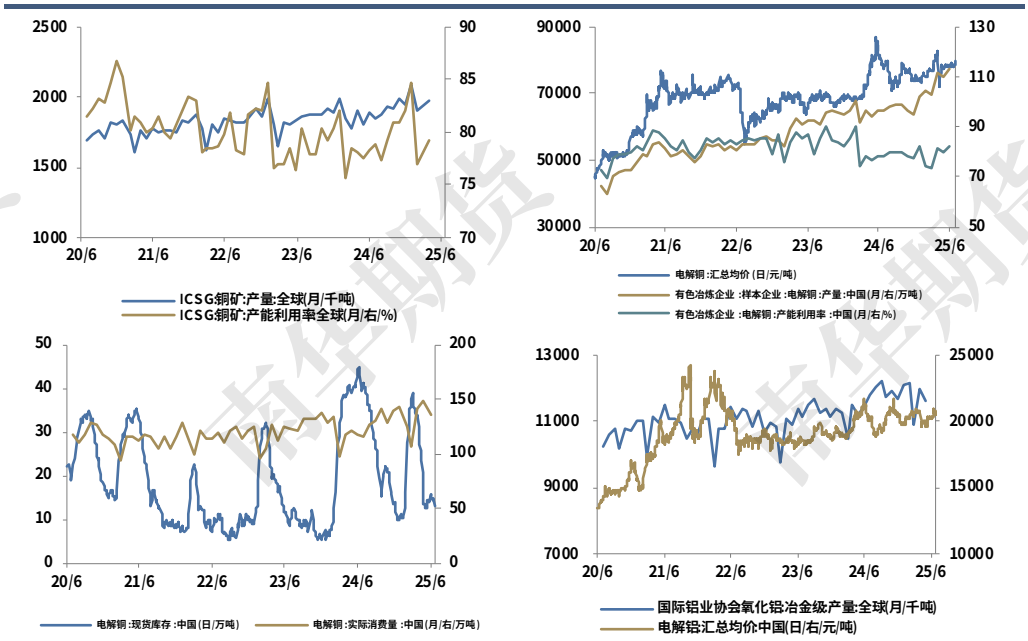
3.3 有色金属板块：铜价承压，铝市分化

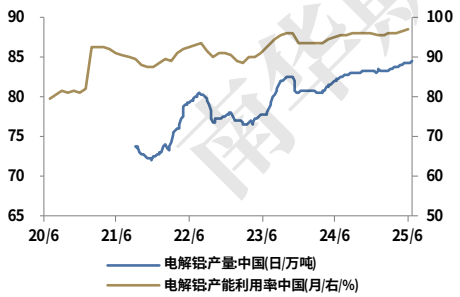
2025 年铜价走势主要受到供应端扰动与关税政策变化的双重影响。一季度，铜矿供应偏紧，加工费用持续下滑，冶炼企业面临亏损压力。3 月 13 日，铜陵有色宣

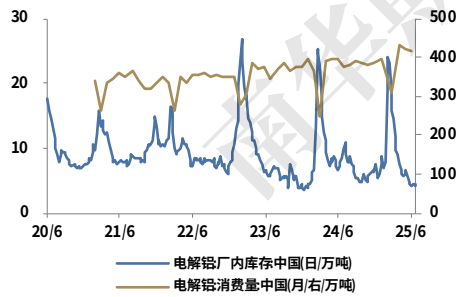
布将通过减产和检修来应对当前困境，引发市场对产能收缩的担忧，铜价成功突破 9700 美元/吨的关键阻力位。随后在 3 月 25 日，因预期美国即将出台针对铜进口的关税措施，COMEX 铜价迅速攀升，并于次日刷新历史高点，LME 与沪铜价格也同步走强，伦铜最高触及 10164.5 美元/吨。然而，局势在 4 月初急转直下。由于美国计划对全球多国加征对等关税，市场情绪骤然恶化，铜价遭遇恐慌性抛售，从 4 月 2 日收盘价 9721 美元/吨暴跌至 4 月 7 日开盘前的 8105 美元/吨，跌幅达 16.6%。4 月 9 日，特朗普政府宣布暂缓对 75 个国家征收对等关税 90 天，这一临时缓和举措推动铜价反弹。进入第二季度后，铜价整体维持高位震荡格局，南美资源集中流向美国市场，而 LME 及国内库存持续下滑。5 月，国内市场一度出现逼仓行情，隔月价差突破 500 元/吨，随后某大型贸易商从 LME 进口精炼铜回流国内交割，价差和价格逐步回落。截至 6 月 20 日，LME 库存降至 10 万吨以下，现货升水快速上升至 270 美元/吨以上。

在特朗普政府关税政策公布后，美联储对通胀反复的风险保持警惕，降息节奏明显放缓，市场预期年内仅可能降息 1-2 次。尽管美国经济边际走弱，但在全球经济普遍疲软背景下仍相对稳健，目前关税政策尚未显著反映在宏观数据中，三季度将是关键观察期。全球制造业 PMI 已滑落至荣枯线以下，尤其对印尼、越南、韩国等出口依赖型经济体冲击较大，即便获得 90 天关税缓冲期，其制造业仍遭受重压。欧元区在经历多轮降息后经济初现回暖迹象，工业产出自低位回升至 49，今年一季度欧洲经济表现超预期，主要得益于爱尔兰“异常”增长以及企业为规避潜在关税而提前出口带来的短期提振。但欧央行对后续复苏持谨慎态度，认为美国关税政策仍是阻碍欧洲经济全面恢复的重要因素。

图 3.3 铜、铝







资料来源：MySteel iFind 南华研究院

2025 年上半年，国内铝锭与铝棒的社会库存走势相对强劲。铝锭的季节性去库启动时间早于 2024 年同期，而铝棒自 2 月底进入去库周期后，去库速度也明显快于过去两年水平。当前，铝锭社会库存已降至接近 2016 年同期的历史低位，铝棒库存也低于 2022 至 2024 年的同期水平。据此推算，2025 年 1—6 月中国原铝表观消费量约为 2310.86 万吨，同比增长 4.3%，低于去年同期 7.5%的增速。截至 6 月第一周，铝棒表需累计达 1473.81 万吨，同比增幅为 3.1%，亦不及去年同期 10%的增长水平。

从全球视角来看，今年原铝供应和需求的同比增速预计分别为 2.2%和 2.6%，相较 2024 年的 3.1%与 3.4%均有所放缓。分阶段看，供给端全年增速或基本持平，主要得益于上半年中国产量实现 2.7%的同比增长；尽管下半年国内产量或将小幅回落，但印度和印尼等海外地区的新产能释放有望带动全球供应回升。而在需求端，下半年增速预计将略低于上半年，主要受中国内需增长放缓拖累，部分抵消了海外市场潜在的回暖迹象——由于上半年铝材及制品出口集中释放，可能对海外制造业的原铝消费造成一定压制，预计下半年海外需求将趋于平稳或略有修复。

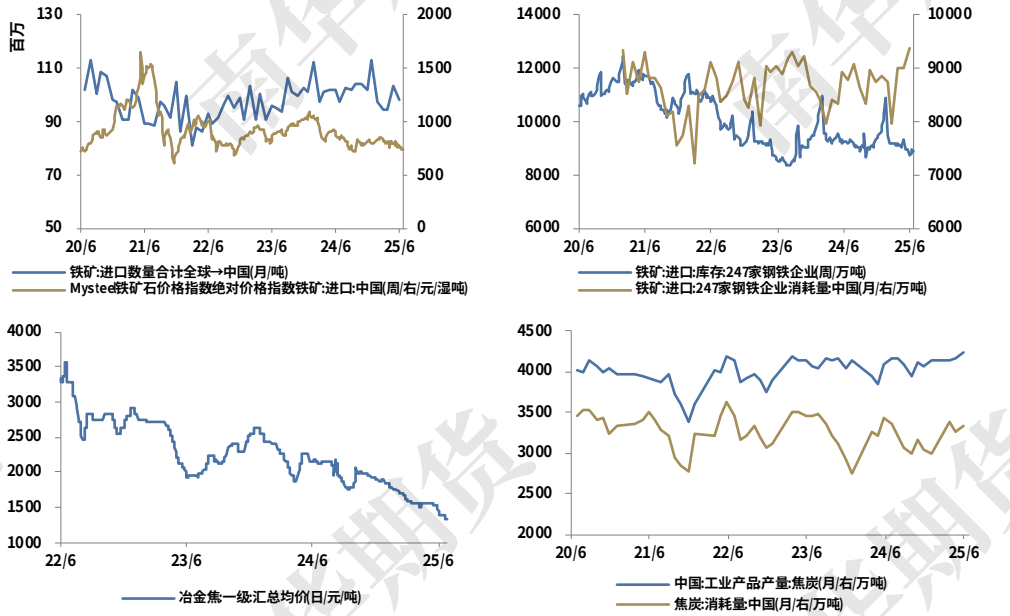
总体来看，中国市场呈现上下半年供需增速双双放缓的趋势，而海外市场则有望实现产需双增。然而，在供需平衡方面，无论是中国还是海外市场，下半年短缺风险均有扩大的趋势，从而可能导致全球原铝市场缺口进一步扩大。

3.4 黑色板块：铁矿供给增，焦炭需求弱

2025 年上半年，全球铁矿石供应受到多重因素影响，整体表现弱于预期。主要出口国中，澳大利亚及部分非主流产国发货量同比下滑，其中印度减产尤为明显；巴西则成为唯一显著增长的主产区，发运量同比增长近 5%。一季度受极端天气干扰，海外整体发运节奏放缓，中国港口到货量也相应减少。进入二季度后，发运逐步恢复，6 月澳洲与巴西发运水平已超过去年同期，尤其是巴西增量突出。截至 6 月 22 日，全球累计发运铁矿石 7.5 亿吨，同比微增 0.2%。其中，澳洲累计发运 4.4 亿吨，同比下降 0.9%；巴西发运 1.75 亿吨，增幅达 4.9%；非主流国家累计发运 1.34 亿吨，降幅为 1.9%。

上半年供需结构呈现错配格局，海外供应偏紧叠加国内需求强劲，推动矿价在黑色金属板块中相对坚挺。当前价格核心支撑仍来自钢厂利润状况与铁水产量水平，只要高炉维持正向利润，铁水高位运行仍将对矿价形成支撑。不过展望下半年，随着主流矿山产能趋于稳定以及新项目陆续投产，供应将逐步释放增量，而需求端增速或有所放缓，整体供需关系有望边际转松。预计铁矿石价格中枢将逐步下移，普氏 62%铁矿石价格指数下半年运行区间或位于 85 至 105 美元/吨之间。

图 3.4 铁矿石、焦炭



资料来源：MySteel 南华研究院

焦炭方面，由于安全事故及销售困境，部分矿区实施了停产或减产措施，导致上游开工率有所下降。6 月作为煤矿安全生产月，加上中央环保督察组进驻内蒙古，使得该地区的露天煤矿生产受限，整体国内煤炭供应呈现边际减少的趋势。进口方面，尽管美国焦煤进口量因关税等问题出现下滑，但俄罗斯基于地缘政治考量，预计将增加对中国市场的煤炭出口，从而弥补其他国家的减量。至于蒙古国，长期来看其供应保持稳定，但从高频数据观察，口岸通关量并不高，这主要反映了下游采购需求的疲软。

从需求角度看，短期内焦化企业开工率和钢厂铁水产量均有所下滑，不过近两周铁水产量的跌幅已经收窄，短期内仍处于较高水平，这对炉料消耗形成一定支撑。然而，考虑到黑色金属终端需求的压力依旧存在，低频数据显示终端市场尚未见明显复苏迹象，因此中期来看原料端可能面临宽松压力。近期焦煤期货价格由于空头资金撤出以及传统电力用煤旺季的到来而低位反弹，同时国际地缘政治紧张局势推动能源价格上涨也起到了催化作用。此外，需密切关注旺季期间天气状况及其对电煤需求的影响。

综上所述，短期来看，在供应收缩与传统电煤需求旺季的双重驱动下，盘面价格出现了反弹；但从中期角度分析，终端需求未见显著改善，且供给端宽松压力犹存。

4. 总结

在 2025 年上半年，南华综合指数的走势以宽幅震荡为主。同时，除了贵金属指数外，工业品指数和农产品指数整体来看也是在区间进行震荡。其中，工业品指数的走势在一季度的走势与综合指数高度一致，而二季度的表现比综合指数更显弱势。农产品指数的走势与综合指数走势迥异，有小幅的中枢上移。贵金属指数的走势在上半年持续上升，这主要是由于黄金价格的不断攀升，也导致了综合指数与工业品指数走势略有分化。

中国经济在内外多重压力下展现出较强韧性，但复苏基础仍不稳固。总需求疲弱导致 CPI 和 PPI 持续低位运行，制造业投资同比增长 8.5%，设备更新政策推动相关投资增长 17.3%，成为稳增长的重要动力。工业增加值累计增长 6.3%，企业在“抢出口、抢‘两新’、抢 AI”中积极应对贸易摩擦与技术变革。出口方面，“抢出口”现象明显，区域多元化战略支撑外贸韧性，中美经贸磋商释放一定缓和信号。房地产市场延续调整，销售前高后低，开发投资持续负增长，基建投资则在专项债和特别国债支持下保持稳定增长。

全球大宗商品市场波动显著，黄金受地缘政治和央行购金推动屡创新高；原油价格宽幅震荡，预计下半年布伦特油价将在 60~72 美元/桶区间波动；铜、铝、铁矿石等工业金属受供需和政策扰动高位震荡，焦炭则因供应收紧短期反弹。整体来看，全球经济与大宗商品市场面临高度不确定性，结构性分化加剧，政策效果逐步显现，但信心恢复仍需时间。

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。

免责申明

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

南华期货
NANHUA FUTURES