

市景清寒，众望春归

摘要

在 2025 年一季度，南华综合指数的走势以持续的窄幅震荡为主。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窄幅区间进行震荡。其中，工业品指数的走势在一月份的趋势与综合指数高度一致，而二、三月份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，有小幅的上升趋势。贵金属指数的走势在一季度持续上升，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。

2025 年一季度，消费市场尤其是服务类消费有所回暖，但工业部门仍面临压力，反映在持续负增长的 PPI 上。政府通过积极财政政策，如加速国债和地方债发行，显著提升了社会融资规模，支持了经济增长的同时也显示出对地方政府债务风险的关注。固定资产投资和社会消费品零售总额略有提升，货币供应量显示流动性改善但趋势偏弱。房地产市场虽有价格回升迹象，整体依旧疲软，开发投资谨慎。建筑行业保持稳定，但基础设施建设投资继续下滑。制造业表现亮眼，特别是汽车及新能源汽车行业。在全球贸易不确定性中，中国出口依然展现出韧性。

展望第二季度，预计黄金将继续受益于美联储可能的降息行动和地缘政治风险，有望突破 3100 美元/盎司。原油价格或因消费旺季的到来和潜在的地缘政治风险小幅回升。铜、铝的价格可能会随着全球经济回暖和新兴市场需求增加而企稳。铁矿石与焦炭的价格变动将紧密关联于我国经济刺激政策的效果及全球钢铁行业的供需平衡。

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：特朗普孤立主义、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

目录

章节

1. 2025 年一季度南华商品指数概况	1
2. 2025 年一季度南华商品指数涨跌分析	7
3. 2025 年二季度南华综合指数展望	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 年一季度走势	3
图 1.3 综合指数及主题指数历史走势	3
图 1.4 综合指数及主题指数波动率	4
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 年涨跌幅	6
图 1.7 南华综合指数与南华策略指数	6
图 2.1 宏观指标	8
图 2.2 房地产和建筑业	10
图 2.3 工业及汽车行业	11
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	18

1. 2025 年一季度南华商品指数概况

1.1 最新权重

2024 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 2 个分类指数，分别为南华新材料指数和南华风险均衡商品指数。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：

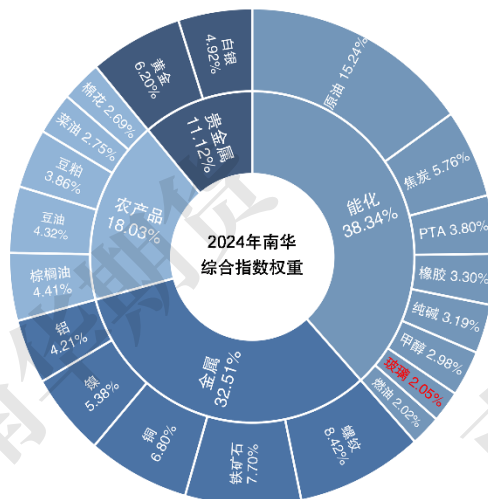
表 1.1 南华商品指数系列权重

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					2.41%	
白银	4.92%					39.44%
铝	4.21%	4.72%		10.17%		
苹果					5.76%	
黄金	6.20%					60.56%
石油沥青		2.00%	3.19%			
玉米					9.45%	
棉花	2.69%				7.79%	
铜	6.80%	7.88%		16.95%		
苯乙烯			2.54%			
乙二醇		2.01%	3.00%			
玻璃	2.05%	2.56%	4.27%			
燃料油	2.02%	2.53%	4.22%			
铁矿石	7.70%	8.85%		19.05%		
焦炭	5.76%	6.30%	10.21%			
鸡蛋					3.76%	
生猪					15.67%	
豆粕	3.86%				11.04%	
甲醇	2.98%	3.62%	6.01%			
镍	5.38%	6.71%		14.37%		
菜籽油	2.75%				8.08%	
棕榈油	4.41%				13.10%	
LPG			4.24%			
聚丙烯		2.98%	4.92%			

螺纹钢	8.42%	10.01%	21.50%
菜籽粕			4.32%
天然橡胶	3.30%	4.18%	6.97%
纯碱	3.19%	4.06%	6.80%
原油	15.24%	16.91%	25.00%
硅铁			2.00%
锰硅			2.00%
锡		2.00%	4.03%
纸浆		2.68%	4.40%
白糖			5.97%
不锈钢			4.30%
PTA	3.80%	4.63%	7.67%
尿素			2.00%
PVC		2.75%	4.56%
豆油	4.32%		12.65%
锌		2.62%	5.63%

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

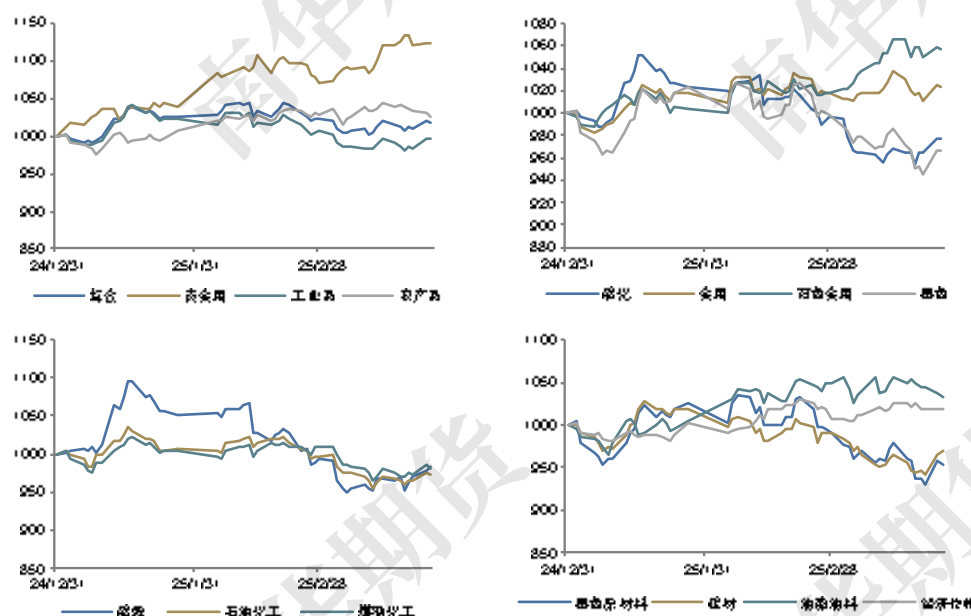
图 1.1 中是 2024 年南华综合指数的权重分布，从 6 月 1 日至现在，南华综合指数是根据 2024 年权重进行计算的。今年金属板块的权重从 37.32% 下降到 32.51%，而贵金属、能化和农产品板块权重都有了不同程度的提高。同时，沪锌从综合指数中剔除，而玻璃加入到了综合指数的计算。

1.2 2025 年一季度商品指数市场概况

在 2025 年一季度，南华综合指数的走势以持续的窄幅震荡为主。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窄幅区间进行震荡。其中，工业品指数的走势在一月份的趋势与综合指数高度一致，而二、三月份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，有小幅的上升趋势。贵金属指数的走势在一季度持续上升，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。

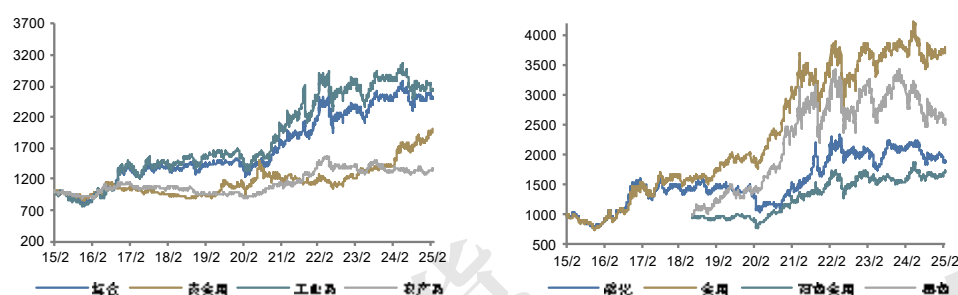
在能化板块中，能化指数一季度的走势分为两个阶段，第一个阶段是一、二月份的宽幅震荡，第二个阶段是三月份的持续下跌行情。分指数来看，能源指数、石油化工和煤制化工与能化指数走势接近，只是在第一阶段，能源指数的波动区间更大。在金属板块中，金属指数一直处于持续的震荡之中，有色金属指数在一、二月份持续震荡，在三季度持续上涨。在黑色板块中，黑色指数在一、二月份持续震荡，而三月份持续下跌，其中黑色原材料指数和建材指数走势与黑色指数高度一致。在农产品板块中，农产品指数略有上升，其中经济作物指数持续震荡，而油脂油料指数有所上升。

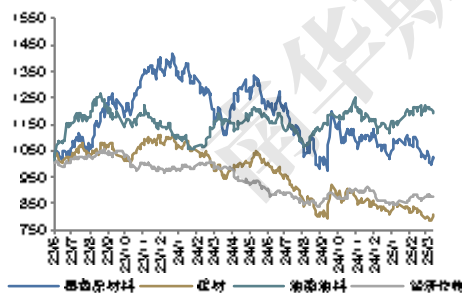
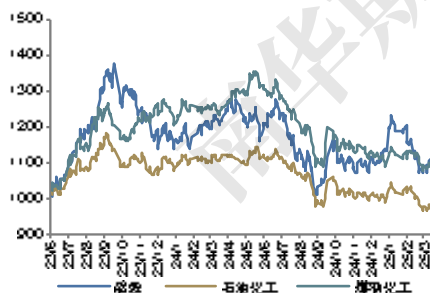
图 1.2 综合指数及主题指数 2025 年一季度走势



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



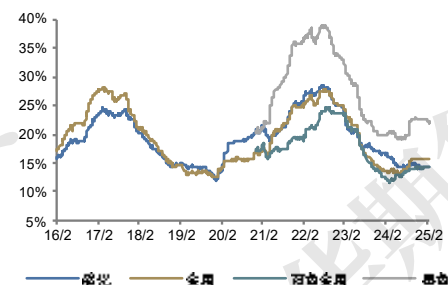
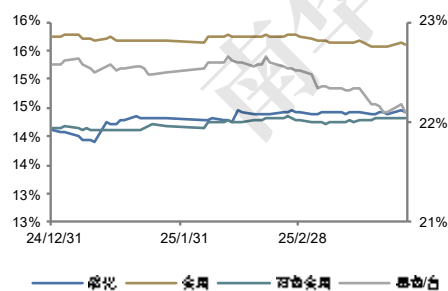
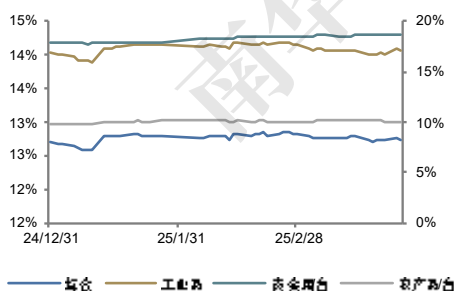


注：指数数据都进行了归一化

资料来源：南华研究院

从指数的波动率上来看，2025 年一季度综合指数及主题指数的波动率以窄幅震荡为主。其中，只有贵金属指数的波动率略有上升。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。

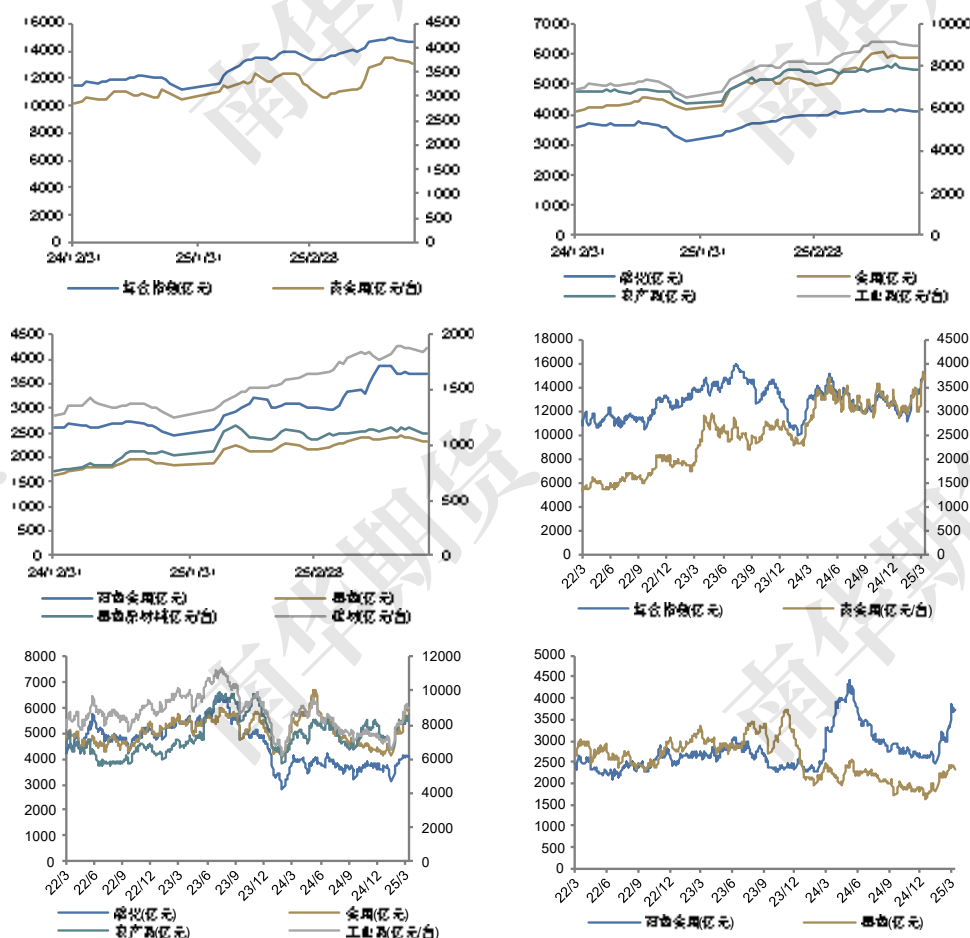
图 1.4 综合指数及主题指数波动率



资料来源：南华研究院

从指数的持仓额来看，各指数在第一季度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、农产品指数一季度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。而能化指数和黑色指数持仓额虽然有所上升，但依然处于历史低位。

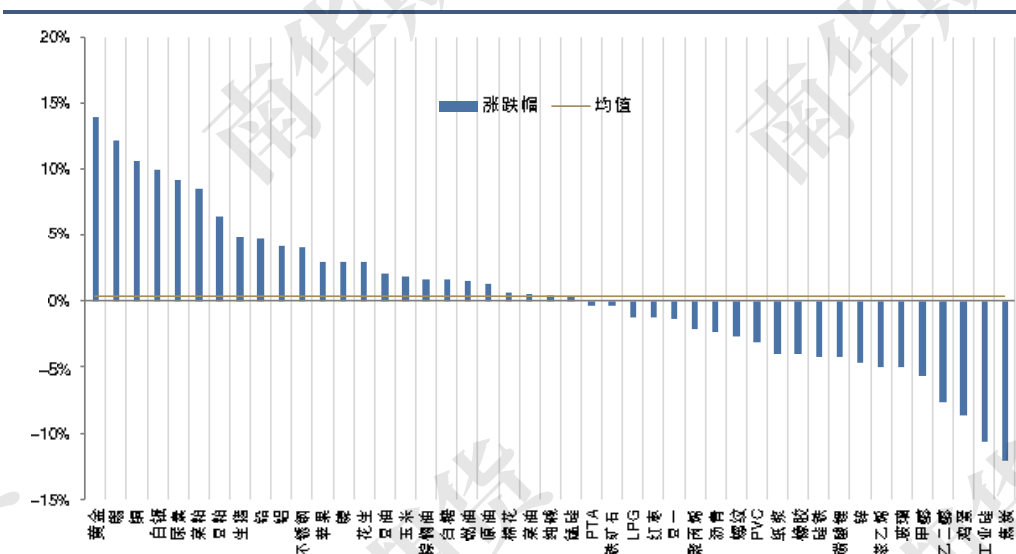
图 1.5 综合指数及主题指数持仓额



资料来源：南华研究院

从统计的相对活跃的 45 个南华单品种指数来看，截止到 3 月 26 日，24 个品种收益率为正，21 个品种收益率为负，平均收益率为 0.40%。2025 年一季度收益率占据前三位的分别是黄金（13.92%）、锡（12.20%）和铜（10.59%）。2025 年一季度收益率后三位为焦炭（-12.14%）、工业硅（-10.60%）和鸡蛋（-8.68%）。

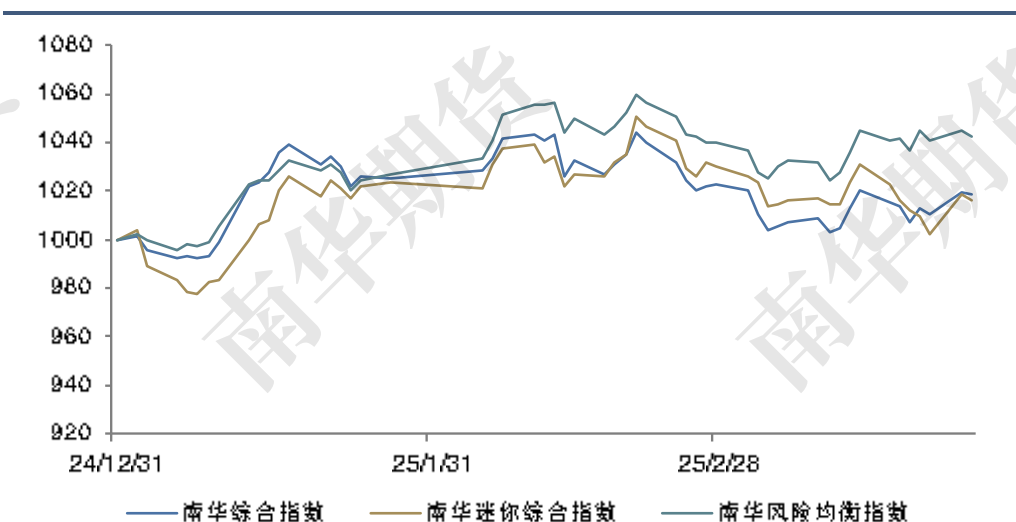
图 1.6 主要单品种指数 2025 年涨跌幅



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。在一月份，由于黑色板块权重较高，迷你综合指数跌幅比综合指数更大，而二、三月份由于黄金价格的上涨，迷你综合指数又跟上了综合指数的走势。从波动率的角度来看，迷你综合指数风险略高于综合指数，这主要是因为迷你综合指数中只有七个品种，远少于综合指数的二十个品种。南华风险均衡商品指数一月份走势与南华综合指数相近，但在二、三月份走势有了明显的分化，风险均衡商品指数逐渐取得了明显的收益，并拉开了与综合指数的差距。

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 年一季度南华商品指数涨跌分析

2025 年一季度，中国经济呈现出复杂多变的态势。消费市场温和复苏，CPI 同比在 0 至 1% 区间波动，服务类消费有所回暖；然而，PPI 持续负增长反映出工业部门面临的压力。电力消耗增速偏低，社会融资规模显著上升，主要得益于政府债券融资大幅增加，体现了积极财政政策的支持力度。固定资产投资和社会消费品零售总额略有提升，货币供应量指标显示流动性改善但趋势偏弱。

国债和地方债发行加速，显示出政府通过增加公共债务来支持经济增长的努力，但也反映了对地方政府债务风险控制的考虑。财政收入尤其是税收和土地出让金依然处于负增长，表明经济复苏面临挑战。房地产市场销售价格虽有回升迹象，但整体仍下降，开发投资持谨慎态度，新开工面积大幅减少，施工链收缩。

建筑行业保持稳定，但基础设施建设投资继续下滑，非制造业 PMI 建筑业指数接近荣枯线，表明建筑业发展动力不足。工业增加值平稳增长，特别是制造业表现突出，汽车行业的强劲需求及新能源汽车市场的扩展成为亮点。在全球贸易不确定性增加背景下，中国出口仍相对稳定，尽管增长率较前一年有所降低，但仍显示了其在全球经济中的韧性。

2.1 宏观经济：经济承压，政策加码

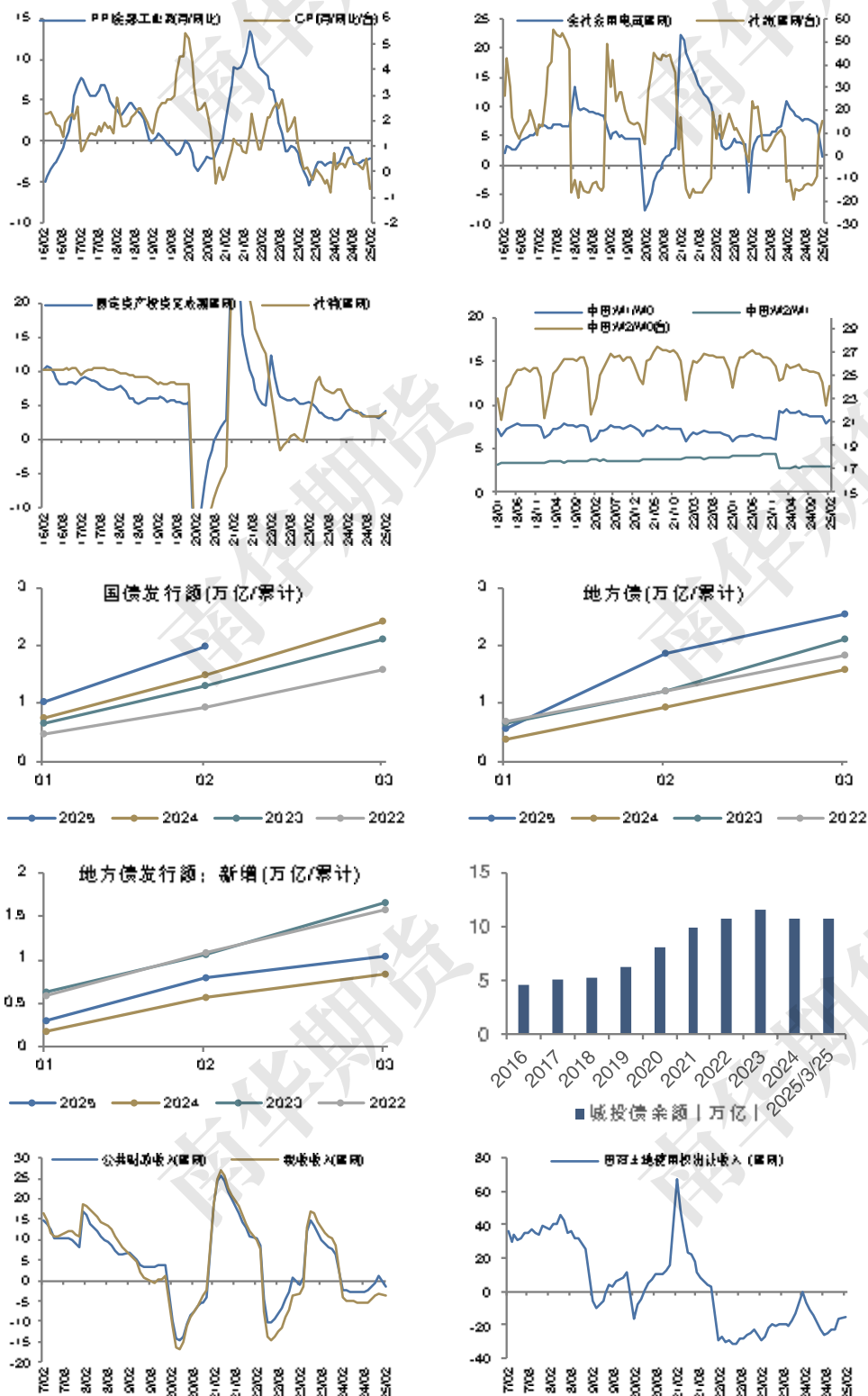
2025 年一季度，中国经济展现出复杂多变的态势。CPI 同比数据继续在 0 至 1% 区间内波动，而 PPI 则持续处于负增长区间且有进一步下滑的趋势，这反映出消费市场的温和复苏与工业部门面临的压力并存。CPI 的小幅上涨表明面临春节错月等短期因素的影响，居民消费价格仍保持相对稳定，特别是服务类消费有所回暖。然而，PPI 的下降暗示着工业品出厂价格的压力尚未完全缓解，可能影响到相关企业的盈利能力和投资意愿。

1~2 月，全社会用电量累计 15564 亿千瓦时，同比增长 1.3%，其中规模以上工业发电量为 14921 亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量 208 亿千瓦时，同比增长 8.2%；第二产业用电量 9636 亿千瓦时，同比增长 0.9%；第三产业用电量 2980 亿千瓦时，同比增长 3.6%；城乡居民生活用电量 2740 亿千瓦时，同比增长 0.1%。中国电力企业联合会相关负责人介绍，前两个月电力消费增速偏低，部分是受到 1 月全国平均气温偏暖影响，全国城乡居民生活用电量同比增长 0.1%。

社会融资规模显著上升，主要受益于政府债券融资的大幅增加，这一现象体现了政策层面积极支持经济发展的决心。政府通过扩大财政支出和发行债券等方式，旨在为基础设施建设和其他关键领域提供资金支持，以刺激经济增长。固定资产投资完成额和社会消费品零售总额累计同比都略有提升，显示出在政策推动下，固定资产投资逐渐发力，同时消费者信心也在逐步恢复。尽管增幅不大，但这对于促进内需、增强市场活力具有重要意义。

至于货币供应方面，M1/M0 和 M2/M0 比率在一季度虽略有上升，但考虑到季节性因素，整体趋势仍然偏弱。这意味着尽管短期内流动性有所改善，但从长远来看，货币流通速度依然较为缓慢，需要进一步观察货币政策的效果及其对实体经济的支持力度。

图 2.1 宏观指标



资料来源: Wind 南华研究院

截至 2025 年第一季度，中国国债和地方债的发行情况反映出政府在财政政策上的积极作为与应对经济形势变化的努力。今年前两个月国债累计发行量达到了 2

万亿元，而第一季度地方债发行总额达到 2.54 万亿元，其中新增地方债券为 1.04 万亿元。相较于往年，无论是国债还是地方债，其发行速度均有所加快，这表明政府正在通过增加公共债务来支持经济增长，尤其是在当前复杂多变的国内外经济环境下。

然而，尽管新增地方债券的发行速度较2024年有所提升，但与2023年和2022年的同期相比，仍然显得较为保守。这种调整可能是出于对地方政府债务风险控制的考虑，以及对高质量发展的追求。同时，根据 WIND 数据统计，城投债余额自2024年以来持续减少，显示出政府在化解地方隐性债务方面取得了一定成效，同时也反映了市场对于高信用等级债券的偏好增强，以及对低评级债券潜在风险的谨慎态度。

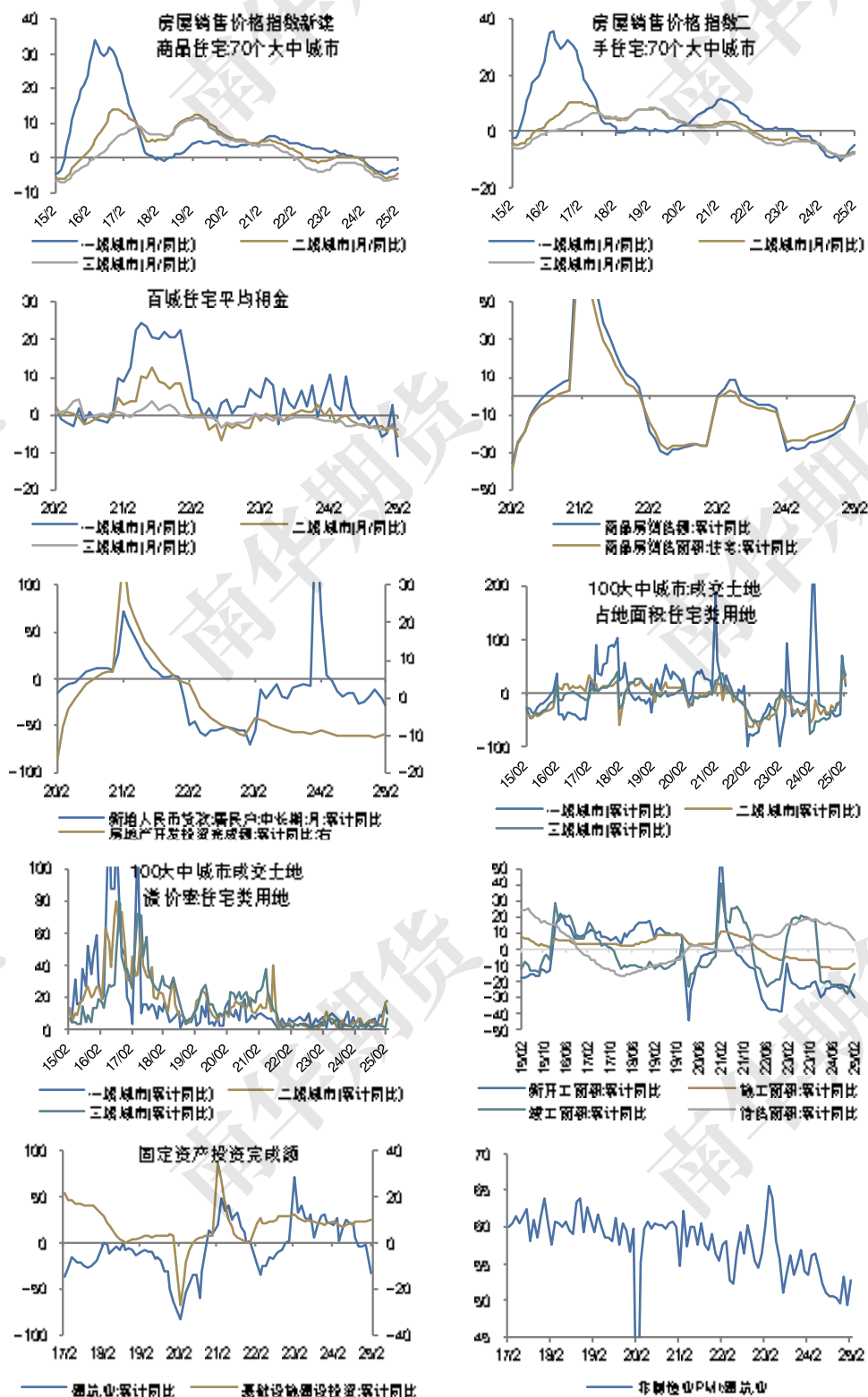
另一方面，2025 年第一季度公共财政收入累计同比显著下降，尤其是税收收入和国有土地使用权出让收入依然处于负增长区间，只是降幅有所收窄。这种情况揭示了当前经济复苏过程中面临的挑战，包括企业盈利能力的恢复缓慢以及房地产市场的低迷。这些因素共同作用，导致了财政收入的压力增大。

2.2 房地产与基建行业：市场回暖，压力犹存

尽管一、二、三线城市的房屋销售价格指数同比略有上升，但依然为负值，这表明尽管市场出现了一些回暖迹象，整体价格水平仍在下降，只是下降的速度有所减缓。一季度内百城住宅平均租金同比跌幅扩大，尤其是一线城市在 1 月和 2 月之间出现了快速上涨后急剧下跌的现象。这反映了年初由于预期春节后的租赁旺季而上调租金，但实际需求未达预期导致后续下调的情况。销售额和销售面积累计同比降幅显著收窄至接近 0 值，显示出市场交易量有所恢复，主要是受到政策支持和市场需求逐步释放的影响。居民中长期贷款持续处于负增长区间且有所下降，反映出购房者的购房意愿或能力仍然不高。

与此同时，房地产开发投资完成额累计同比下降 9.8%，与去年持平。这显示了尽管销售端有所回暖，但开发商对于未来市场的预期仍然持谨慎态度，特别是在新开工面积同比大幅下降 29.6%的情况下。这意味着开发商对未来市场需求的不确定性持有保留意见，并采取了更为保守的投资策略。土地市场方面，一、二、三线城市的土地成交量在一月份出现了快速上升的趋势，但在二月份，这种增长势头有所放缓。值得注意的是，一、二线城市的溢价率在年初时迅速攀升，尤其是二线城市，在二月份保持了前期的增长速度；相比之下，三线城市虽然在一月份增速较低，但在二月份有所回升。这些变化不仅反映了不同能级城市之间土地市场的分化加剧，也体现了房企在拿地策略上的转变——更加倾向于布局于具有更高需求支撑的核心城市。至于施工情况，新开工面积、施工面积以及竣工面积的累计同比分别为-29.6%、-9.1%和-15.6%，显示整个建设链条仍处于收缩状态。然而，待售面积累计同比增长 5.1%，说明市场上仍有较多未出售的商品房库存需要消化。这种情况可能会对未来的新开工项目构成压力，因为开发商可能会优先考虑现有项目的去化而非新增开发。

图 2.2 房地产和建筑业



资料来源: Wind 南华研究院

尽管固定资产投资完成额中建筑业累计同比与往年持平，显示出建筑行业的基本稳定态势，但基础设施建设投资却延续了 2024 年的下滑趋势，继续快速下跌。

这一现象表明，虽然整体建筑行业保持了一定的稳定性，但在基础设施领域，可能由于前期大规模投资后的项目饱和、资金紧张或是政策导向的变化，导致投资增速放缓，这对于依赖公共工程项目的地方政府和相关企业来说，无疑是一个挑战。

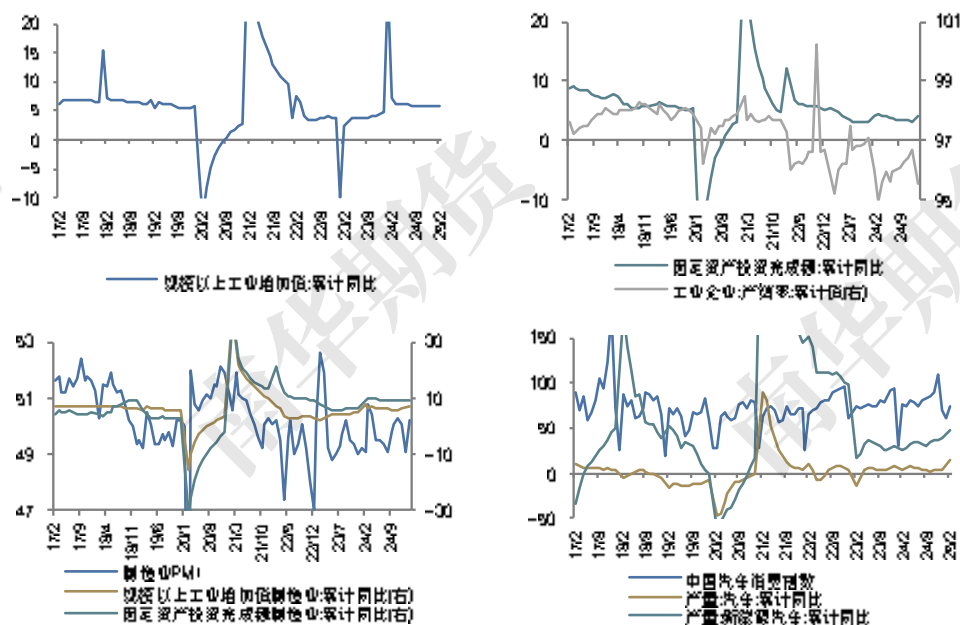
与此同时，非制造业 PMI 中的建筑业指数在荣枯线附近徘徊，这进一步反映了建筑业当前所处的微妙状态。一方面，建筑业活动并未陷入萎缩，仍处于扩张区间，说明市场对于建筑服务的需求依旧存在；另一方面，接近荣枯线的表现也意味着增长动力不足，行业发展面临一定的压力。特别是在春节前后，传统上属于建筑业的淡季，加上房地产市场的持续调整，使得建筑业的复苏步伐显得较为迟缓。

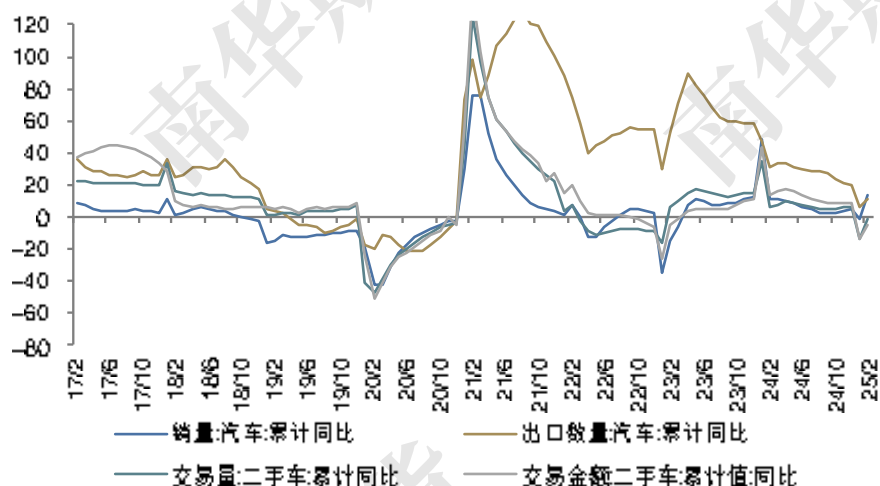
2.3 工业与出口：稳中有进，积极应对

规模以上工业增加值累计同比增长率与前一年同期持平，这表明工业部门在政策支持和市场需求的双重推动下，实现了平稳的增长。尤其是制造业的表现尤为突出，制造业 PMI 稳定在荣枯线附近，显示制造业活动没有陷入收缩，处于一个还算健康的运行状态。

固定资产投资完成额累计同比略有上升，反映出政府及国有企业的积极发力对投资的支撑作用显著，特别是制造业固定资产投资完成额的增加，预示着企业对于未来发展的信心增强，愿意投入更多资源进行产能扩张和技术升级。此外，工业企业产销率累计值虽然有所下跌，但这可能反映了当前市场供需关系的动态调整过程，需要进一步观察以确定是否会对未来的产能利用率造成影响。

图 2.3 工业及汽车行业





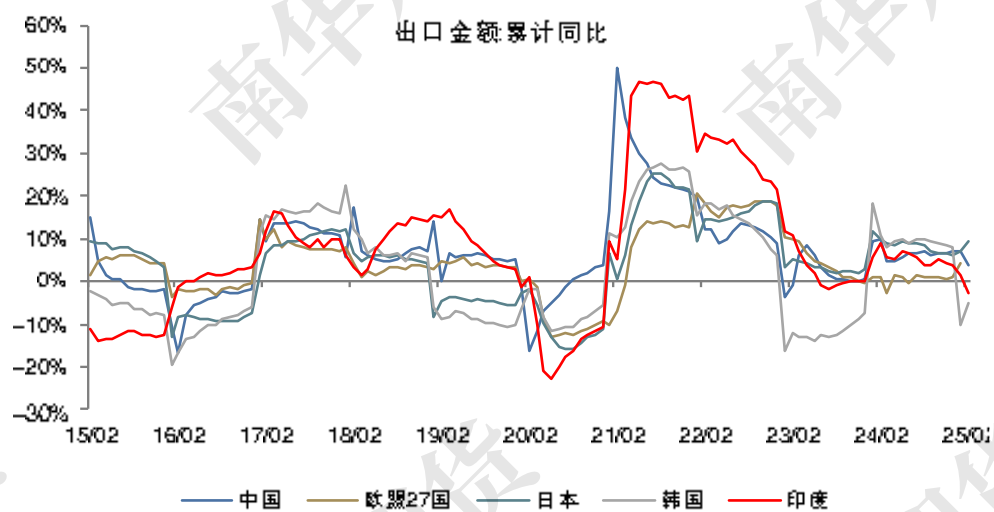
资料来源：Wind 南华研究院

汽车行业的数据表现较好，无论是整体汽车消费指数的上升，还是汽车产量和新能源汽车产量的同步增长，都显示出消费者对于汽车产品的需求依然强劲，尤其是在环保意识提升和政策激励的背景下，新能源汽车市场持续扩大。同时，汽车销量、出口量以及二手车交易市场的活跃也证明了中国汽车产业不仅在国内市场表现良好，在国际市场上的竞争力也在逐步增强。

截至 2025 年 2 月，全球主要经济体的出口表现呈现出不同的趋势和特点。中国作为世界最大的货物贸易国之一，其出口金额累计同比增长率为 3.84%，尽管相比 2024 年的增长率有所降低，但这一数据仍然显示出中国经济在全球经济不确定性增加背景下的相对稳定性。这得益于中国在稳定外贸发展方面采取的一系列措施，如加大稳外贸政策力度、优化金融服务等，这些举措有效地支持了企业的订单获取和市场拓展能力。

与此同时，日本的出口金额累计同比增长达到了 9.46%，相较于 2024 年略有上升，表明日本经济正在从疫情后的复苏中逐渐恢复，并且受益于对汽车、芯片制造机械和电子零部件需求的增长。韩国的出口情况则显示出了一定的复杂性，虽然其累计同比为-4.90%，但是降幅相比 2024 年有所收窄。印度的出口金额累计同比为-2.78%，相比于 2024 年的表现出现了明显的下滑。欧盟 27 国截至 2025 年 1 月的出口金额累计同比增长率为 4.26%，显示出欧盟作为一个整体，在全球经济中的重要地位依然稳固。

图 2.4 出口金额



资料来源：Wind 南华研究院

3. 2025 年二季度南华综合指数展望

2025 年第一季度，大宗商品市场表现各异，黄金因避险需求增加而显著上涨，达到约 3086 美元/盎司，受全球经济政策不确定性和通胀担忧驱动。原油价格则先升后降，最终稳定在 67-71 美元/桶区间内，主要受到 OPEC+增产计划及贸易紧张局势影响。铜价面临全球需求复苏不确定性和制造业放缓的压力，而铝价相对稳定，得益于其广泛应用和我国国内市场的需求。铁矿石价格由于我国房地产市场的调整有所下滑，但基础设施项目的推进提供了一定支撑。焦炭价格同样受到钢铁行业产能过剩的影响。

展望第二季度，预计黄金将继续受益于美联储可能的降息行动和地缘政治风险，有望突破 3100 美元/盎司。原油价格或因消费旺季的到来和潜在的地缘政治风险小幅回升。铜、铝的价格可能会随着全球经济回暖和新兴市场需求增加而企稳。铁矿石与焦炭的价格变动将紧密关联于我国经济刺激政策的效果及全球钢铁行业的供需平衡。

3.1 贵金属板块：避险情绪仍在，金价易涨难跌

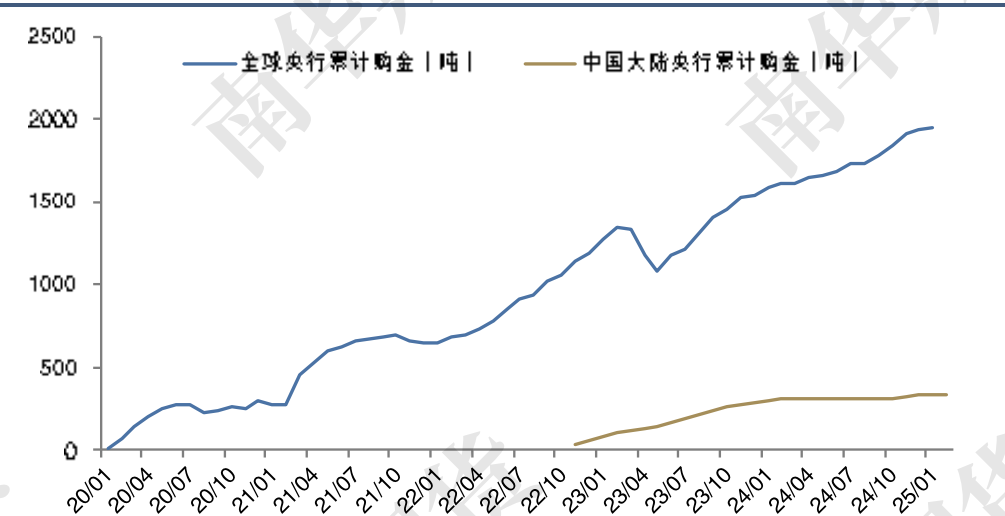
随着全球经济不确定性加剧，黄金作为避险资产的地位愈发凸显。近年来，各国央行持续增加黄金储备，以优化外汇储备结构和应对潜在的经济风险。截至 2025 年 1 月，全球央行累计购金接近 2000 吨，这反映了在复杂多变的国际政治经济环境下，各国对于增强金融稳定性的迫切需求。

特别是自 2022 年 10 月以来，我国人民银行已累计购入约 340 吨黄金，表明我国政府对黄金作为国际储备重要组成部分的高度认可。这不仅有助于降低对美元资产的依赖，同时也增强了人民币的国际地位。在全球范围内，我国的购金规模是较为突出的，体现了其在全球金融体系中不断增强的话语权。

与此同时，全球 ETF 黄金持有量也在稳步上升，其中美国 ETF 黄金市场规模仍然占据首位。然而，从新增需求的角度来看，我国 ETF 黄金市场的表现尤为抢眼，已成为仅次于美国的第二大市场。SPDR 黄金和 iShares 黄金依旧是持有量和新增需求量最大的两个基金，而我国的华安、Bosera、易方达和国泰等基金公司的 ETF 黄金产品也呈现出快速增长的趋势，尤其是在初始持有量的基础上，我国的 ETF 黄金增长速度最快。

展望未来，预计全球央行将继续保持较高的购金热情，特别是在逆全球化趋势不断深化的背景下，黄金作为传统避险工具的作用将更加重要。此外，美国可能对进口黄金加征关税，这可能进一步刺激国内投资者和金融机构对黄金的需求，从而对金价形成支撑。

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	150.2	6831.3	1647.9	72.4
英国	54.5	-7.7	598.4	0.2
德国	29.5	89.2	323.5	1
瑞士	29.3	260	321.9	2.9
中国大陆	12	1933.4	130.5	20.6
加拿大	6.3	-7.9	69	-0.2
印度	6.2	220.5	64.2	2.3
法国	6.1	-223	67.3	-2.4
澳大利亚	4	108.2	44.4	0.9
日本	3.9	139.2	42.1	1.5
南非	1.8	52.5	20	0.3

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 黄金股票	美国	3768.6	904.1	39.6
iShares 黄金信托	美国	1801.1	411.2	19.4
SPDR Gold MiniShares 信托	美国	651.5	118.2	7
华安亿富黄金 ETF	中国	482.6	50.9	5.1
Bosera 黄金交易所交易开放式基金 ETF	中国	364.8	26.7	3.9

易方达黄金可交易开放式证券投资基金	中国	343	23.2	3.7
国泰黄金 ETF	中国	306.2	15	3.3
iShares Gold Trust 微型	美国	216.5	18.7	2.3
瑞银 ETF 黄金	瑞士	156.6	36.7	1.7
日本实物黄金 ETF	日本	139.2	42.1	1.5

资料来源：南华研究院

3.2 能源板块：波动起伏，谨慎乐观

2025 年第一季度，国际原油市场经历了显著的波动。年初时，由于美国对特定国家实施了新的石油限制措施，导致市场预期供应将受到影响，油价一度走高至每桶 80 美元左右（布伦特原油）。然而，随着特朗普政府上台后重启与加拿大、墨西哥和中国的贸易关税，并积极斡旋俄乌冲突，市场对于地缘政治紧张局势缓解的预期增强，加上 OPEC+ 决定从 4 月起逐步恢复增产，这使得油价承受了巨大的下行压力。到了 3 月底，油价已回落至 65-70 美元/桶区间。

此外，非 OPEC 国家如美国的页岩油产量持续增长，以及全球经济增长放缓导致的需求疲软，进一步加剧了市场的供过于求状况。尽管如此，季节性需求的增长以及中东地区的不稳定因素，在一定程度上支撑了油价，避免了更深幅度的下跌。

展望 2025 年第二季度，虽然市场前景依然谨慎，但存在一些可能提振油价的因素。首先，随着气温回升，美国和其他国家进入驾车旺季，预计会带动汽油需求上升，从而促进炼厂开工率提高，增加原油加工量。其次，中东地区的地缘政治紧张局势依旧是一个不确定因素，任何冲突升级都可能导致油价短期上涨。另一方面，如果全球经济复苏的步伐能够加快，特别是以我国为代表的主要经济体的需求回暖，也将为油价提供支持。不过，考虑到非 OPEC 国家的供应增长以及全球能源转型加速的趋势，这些因素可能会限制油价的上涨空间。

总体而言，2025 年第二季度原油价格预计将呈现小幅上涨趋势，但仍需密切关注全球宏观经济数据、OPEC+ 的政策调整以及地缘政治事件的发展。预计油价将在 65-80 美元/桶的范围内波动，具体走势取决于上述因素的变化。

图 3.2 原油



资料来源：MySteel 南华研究院

3.3 有色金属板块：震荡前行，机遇隐现

2025 年第一季度，铜市场经历了显著的价格波动。年初，由于全球经济复苏的预期增强以及新能源领域对铜的需求持续增长，铜价一度维持在较高水平。然而，随着美国关税政策的不确定性增加、我国经济增长放缓等因素的影响，铜价开始面临下行压力。全球供应链的逐步恢复和贸易壁垒的减轻也使得铜价面临更大的下行压力。

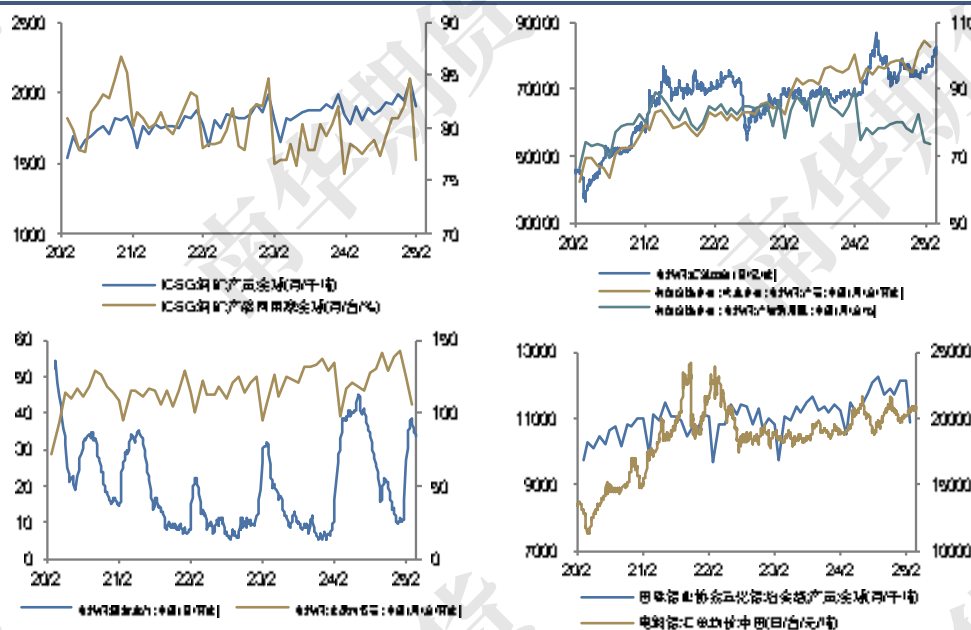
铝市场方面，在 2025 年第一季度，电解铝市场供给格局复杂且充满变数。一方面，国内电解铝的日产量保持稳定，但环比有所下滑；另一方面，铝锭库存去化进程加快，显示出下游需求逐渐恢复的趋势。与此同时，氧化铝价格因供应紧张而上涨，这不仅影响了电解铝的成本，也为电解铝价格提供了支撑。尽管如此，受到全球经济不确定性和地缘政治因素的影响，铝价整体上仍处于波动之中。

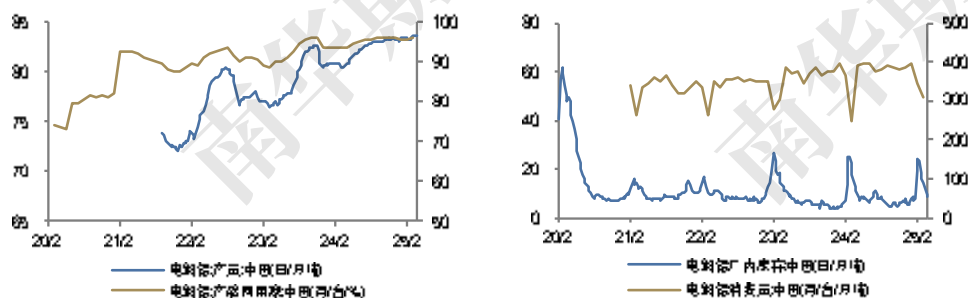
对于 2025 年第二季度，预计铜价将维持震荡走势。从供需角度来看，矿端短缺问题依旧存在，而精炼铜过剩的情况可能会有所缓解。随着春节后我国财政刺激措施的效果逐渐显现，加上美国制造业复苏的可能性，这些因素有望为铜价提供一定的支撑。不过，考虑到贸易保护主义对全球经济增长的制约作用，铜价上升的空间可能有限。总体而言，预计 LME 铜价将在 8500-10000 美元/吨之间波动，沪铜则可能在 70000-85000 元/吨的区间内运行。

至于铝市场，第二季度的前景可能更加乐观。随着光伏抢装潮、电网建设加速及汽车行业的强劲需求，铝的需求有望继续保持旺盛态势。同时，氧化铝价格的回落将有助于降低电解铝的生产成本，从而提升企业的盈利能力。不过，需要注意的是，如果全球经济复苏速度不及预期或者出现新的地缘政治风险，那么铝价也可能遭遇回调的压力。综合来看，预计铝价将继续受益于强劲的需求背景，并且在全球经济复苏的支持下实现稳步上涨。

总结来说，虽然 2025 年第一季度铜、铝市场均受到了不同程度的挑战，但随着全球经济环境的变化和相关政策的支持，第二季度这两类金属的价格都有望获得一定的支持。

图 3.3 铜、铝





资料来源：MySteel iFind 南华研究院

3.4 黑色板块：供需失衡，前景承压

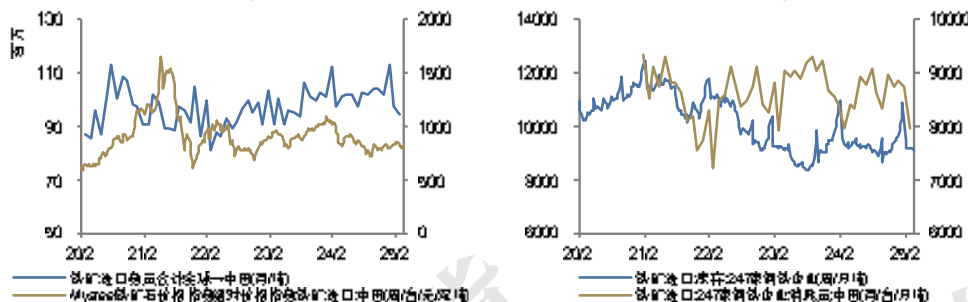
在 2025 年第一季度，铁矿石市场经历了复杂的供需变化。年初，由于全球铁矿石供应持续增长，特别是澳大利亚和巴西等主要矿山的产能释放，以及中国国内“基石计划”的推进，国产矿产量有所增加。然而，钢铁行业的需求疲软，尤其是房地产行业的低迷导致了钢材需求减少，这进一步影响到了铁矿石的需求。尽管如此，随着钢厂逐渐恢复生产，铁矿石的需求出现了边际改善，但整体来看，一季度铁矿石价格仍处于相对低位，库存高位运行。

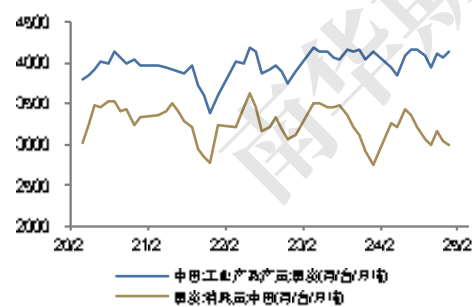
焦炭市场方面，在 2025 年第一季度也面临着类似的挑战。虽然焦炭产量较去年同期有所下降，但是由于下游成材需求偏弱，加上焦化产能过剩的问题，焦炭价格表现出了震荡下行的趋势。此外，煤焦油价格的波动对焦炭市场价格也产生了一定的影响。在春节假期之后，部分企业进行了检修工作，减少了市场的供应量，这为焦炭价格提供了一些支撑，但整体上，焦炭市场的价格仍然承受着较大的压力。

展望 2025 年第二季度，铁矿石市场预计将继续受到供需关系的影响。从供给端来看，主流矿山的增产势头不会停止，非主流矿山也有望继续贡献增量。而需求方面，尽管有季节性因素可能推动钢铁生产活动回暖，但考虑到目前全球经济复苏的不确定性和国内房地产市场的持续调整，铁矿石需求的回升幅度可能有限。因此，除非出现显著的需求侧刺激措施，否则铁矿石价格可能维持在一个相对较低的水平。

对于焦炭市场而言，二季度可能会迎来一些转机。一方面，随着天气变暖，建筑工地开工率有望提高，这将带动钢材需求的增长，从而间接支持焦炭价格。另一方面，如果环保政策继续收紧，限制高污染、低效率的小型焦炉生产，那么市场上高质量焦炭的供应可能会更加紧张，这对焦炭价格形成一定的支撑。不过，考虑到焦化行业的产能置换仍在进行中，新增产能的释放也可能对价格构成压制。

图 3.4 铁矿石、焦炭





资料来源：MySteel 南华研究院

4. 总结

在 2025 年一季度，南华综合指数的走势以持续的窄幅震荡为主。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窄幅区间进行震荡。其中，工业品指数的走势在一月份的走势与综合指数高度一致，而二、三月份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，有小幅的上升趋势。贵金属指数的走势在一季度持续上升，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。

2025 年一季度，消费市场尤其是服务类消费有所回暖，但工业部门仍面临压力，反映在持续负增长的 PPI 上。政府通过积极财政政策，如加速国债和地方债发行，显著提升了社会融资规模，支持了经济增长的同时也显示出对地方政府债务风险的关注。固定资产投资和社会消费品零售总额略有提升，货币供应量显示流动性改善但趋势偏弱。房地产市场虽有价格回升迹象，整体依旧疲软，开发投资谨慎。建筑行业保持稳定，但基础设施建设投资继续下滑。制造业表现亮眼，特别是汽车及新能源汽车行业。在全球贸易不确定性中，中国出口依然展现出韧性。

展望第二季度，预计黄金将继续受益于美联储可能的降息行动和地缘政治风险，有望突破 3100 美元/盎司。原油价格或因消费旺季的到来和潜在的地缘政治风险小幅回升。铜、铝的价格可能会随着全球经济回暖和新兴市场需求增加而企稳。铁矿石与焦炭的价格变动将紧密关联于我国经济刺激政策的效果及全球钢铁行业的供需平衡。

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

