

在分化中走向平衡

摘要

2026 年第一季度，南华综指在一月份有一个持续上涨的行情，在一月末二月初又快速跌回，从二月中旬开始，综合指数又进入到了持续上涨的阶段，直到 3 月中旬开始，综合指数进入到了震荡调整期。细分板块表现分化：贵金属指数在一月份有一波快速的上涨，涨幅接近 50%，之后就进入到了下跌、回调、再下跌的行情，当前已经跌破年初的起点。工业品指数与综合指数走势十分相近，差别比较明显的阶段是 3 月末，这一段时间工业品指数突破前期高点，这主要是因为能化板块的爆发，而贵金属板块快速下跌造成的。其中，能化指数在 1、2 月都处于窄幅震荡之中，在 3 月份进入到了快速上涨区间；从能源指数、化工指数来看，此次能化板块的上涨覆盖上下游，由原油启动，化工跟随。

2026 年一季度中国经济实现了“开门红”，但这更多是依靠外需爆发和政策性基建投资驱动的。内生动力不足、房地产拖累以及企业“增产不增利”的库存压力，表明经济复苏的基础尚不牢固。展望二季度，随着专项债发行提速及促消费政策落地，内需有望边际改善。但要实现全年 5% 左右的增长目标，仍需在稳楼市、扩内需上出台更具针对性的举措，以推动经济从“政策驱动”向“内生增长”平稳切换。

全球大宗商品市场在“开门红”的喧嚣与地缘政治的“黑天鹅”中，上演了一场从普涨狂欢到剧烈分化的戏剧性行情。展望二季度，大宗商品市场将进入一个多空因素激烈博弈的“结构性分化”阶段，普涨行情难以为继，板块间的“冷热不均”将成为主旋律。市场将告别年初的单边思维，进入一个由地缘政治、供给约束和宏观情绪共同主导的复杂博弈期。对于投资者而言，把握结构性机会、严控风险，远比盲目追涨杀跌更为重要。

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：经济滞涨、中东及俄乌战争

南华指数发展部
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. 2026 年一季度南华商品指数概况	1
2. 2026 年一季度指数涨跌分析	8
3. 2026 年二季度南华综合指数展望	15
4. 总结	21

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 年一季度走势	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 年一季度涨跌幅	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	11
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 全球 ETF 黄金流入量前十	16
表 3.3 全球 ETF 黄金流出量前十	17
图 3.2 原油	18
图 3.3 铜、铝	19
图 3.4 铁矿石、钢材	20

1. 2026 年一季度南华商品指数概况

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：

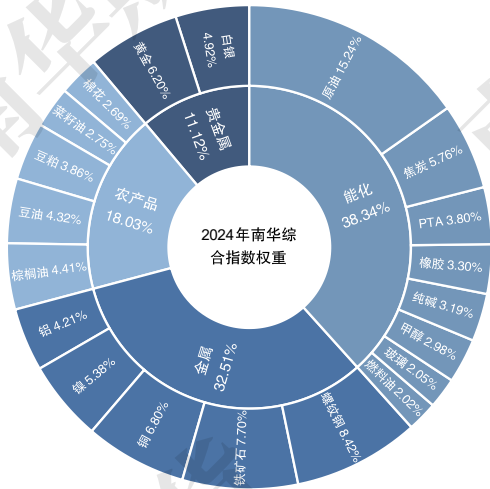
表 1.1 南华商品指数系列权重

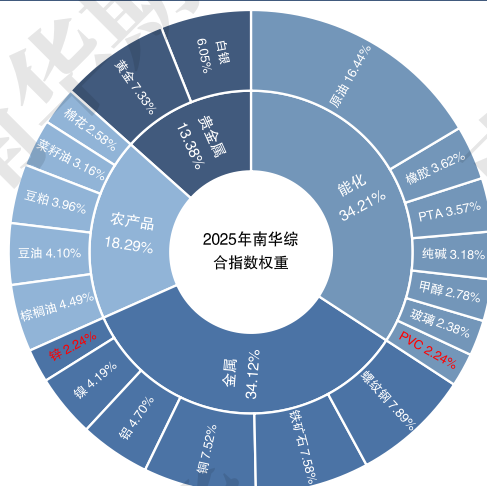
品种名称	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华贵金属指数	南华能化指数	南华金属指数
代码	NHCI	NHII	NHAI	NHPMI	NHECI	NHMI
豆一			2.45%			
白银	6.05%			39.90%		
铝	4.70%	5.08%				10.11%
氧化铝		3.09%				6.12%
苹果			5.26%			
黄金	7.33%			60.10%		
合成橡胶					2.00%	
沥青					2.58%	
玉米			9.82%			
棉花	2.58%		7.42%			
铜	7.52%	8.50%				16.89%
苯乙烯					2.33%	
乙二醇					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：南华指数发展部

图 1.1 南华综合指数中各板块权重占比





资料来源：南华指数发展部

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。

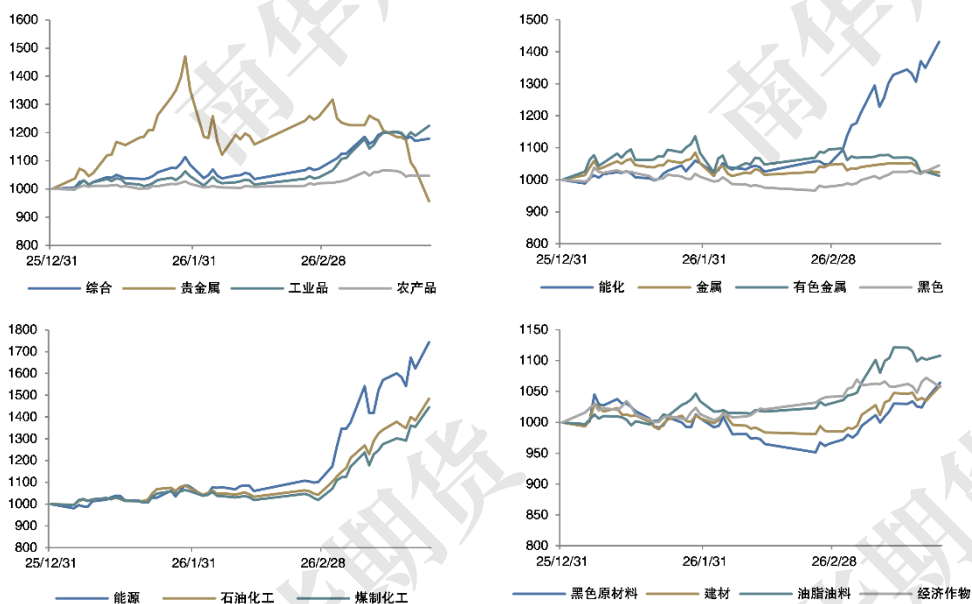
1.2 2026 年一季度商品指数市场概况

2026 年第一季度，南华综指在一月份有一个持续上涨的行情，在一月末二月初又快速跌回，从二月中旬开始，综合指数又进入到了持续上涨的阶段，直到 3 月中旬开始，综合指数进入到了震荡调整期。

细分板块表现分化：贵金属指数在一月份有一波快速的上涨，涨幅接近 50%，之后就进入到了下跌、回调、再下跌的行情，当前已经跌破年初的起点。工业品指数与综合指数走势十分相近，差别比较明显的阶段是 3 月末，这一段时间工业品指数突破前期高点，这主要是因为能化板块的爆发，而贵金属板块快速下跌造成的。其中，能化指数在 1、2 月都处于窄幅震荡之中，在 3 月份进入到了快速上涨区间；从能源指数、化工指数来看，此次能化板块的上涨覆盖上下游，由原油启动，化工跟随。黑色指数、有色金属指数、农产品指数主要在窄幅区间运行，其中有色金属指数经历了类似于贵金属指数的走势，只是整体幅度要小很多；农产品指数整体变化不大，持续在窄幅区间波动；黑色指数最显弱势，1、2 月份缓慢下跌，3 月份的上涨收回了之前的跌势。

从过去几年的指数走势来看，南华综合指数一季度的走势已经突破了历史区间，工业品指数也已经触及历史震荡区间的上沿。其中能化类指数 3 月份的快速上涨扭转了之前震荡区间下沿运行的态势。金属类指数中，有色金属指数突破了历史震荡区间，但金属指数受黑色金属的影响，比有色金属指数稍弱。黑色类指数中，原材料指数结束了持续几年的窄幅震荡区间，有趋势性上涨迹象，但建材指数整体还依然处于下跌趋势之中。贵金属指数一季度幅度巨大的倒 V 型反转结束了近几年强势上涨的趋势。农产品指数依然处于持续多年的震荡区间之中。

图 1.2 综合指数及主题指数 2026 年一季度走势



注：指数数据都进行了归一化
资料来源：南华指数发展部

图 1.3 综合指数及主题指数历史走势



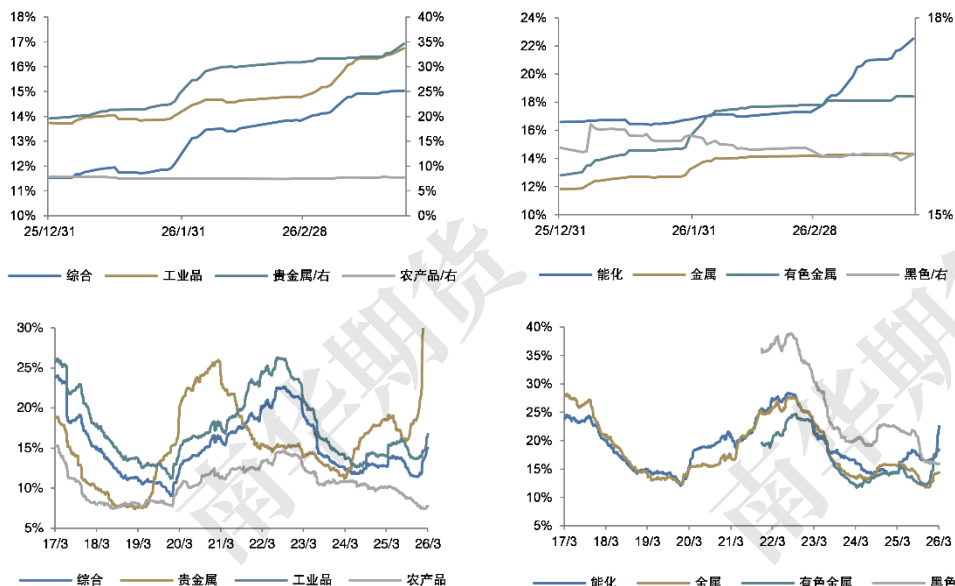
注：指数数据都进行了归一化
资料来源：南华指数发展部

市场波动率在一季度呈现明显上升趋势。综合指数波动率从 1 月 5 日的 11.52% 持续攀升至 3 月 23 日的 15.03%，增幅达 28.35%。工业品指数波动率从 13.71% 上升至 16.74%；其中，能化指数波动率从 16.62% 上升至 22.52%；金属指数波动率从 11.87% 上升至 14.33%，主要是由有色金属贡献的。黑色金属指数和农产品指数都没有明显变化。贵金属指数波动率上升最为显著，从 1 月 5 日的 19.91% 飙升至 3 月 23 日的 34.61%，反映市场情绪波动加剧。波动率的持续攀升表明一季度市场不

确定性增加，投资者避险情绪上升。

对比历史数据，2026 年一季度的市场波动几乎是直线上升，增速在过去多年中也是最高的，这主要是由政治事件驱动造成。从长期趋势看，当前市场结构正在重构，投资者需关注基本面变化及政策导向，以应对可能持续的高波动环境。

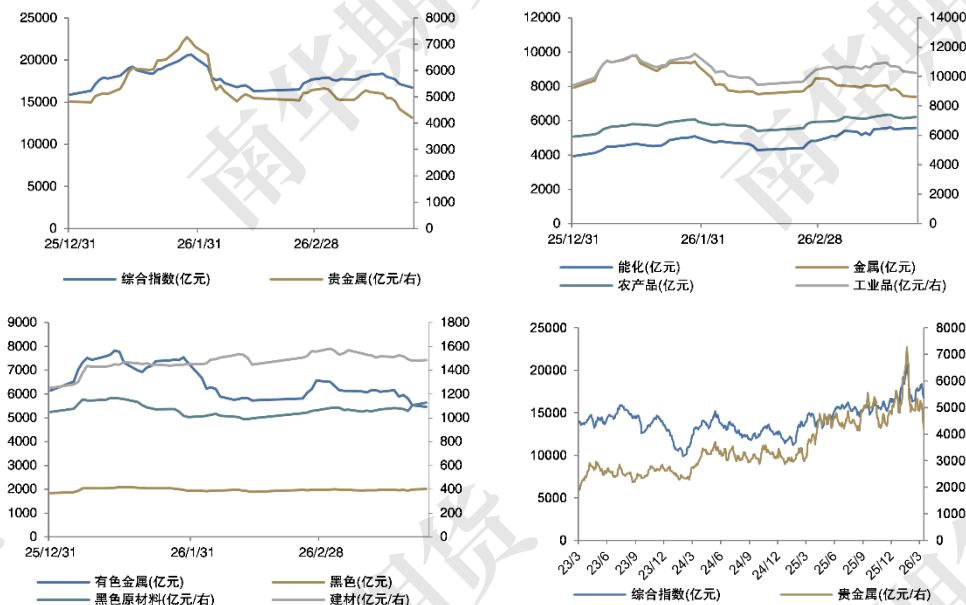
图 1.4 综合指数及主题指数波动率

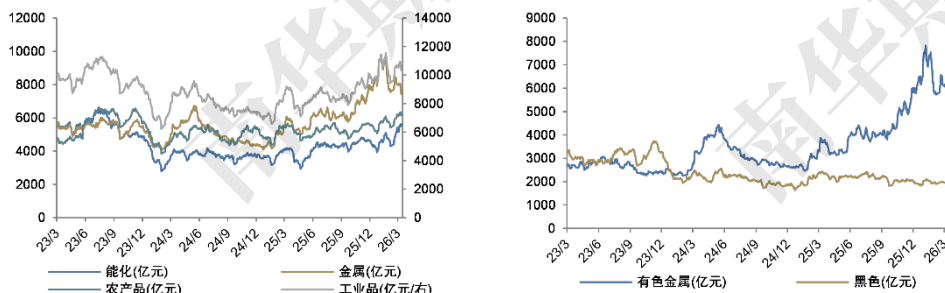


资料来源：南华指数发展部

从指数的持仓额来看，贵金属的持仓额经历了先上涨后下降的两个阶段，而有色金属指数持仓额则出现了明显的上涨。其余板块的持仓额并没有明显的变动，结合综合指数的持仓额平稳的情况，黄金的持仓资金应该有一部分转移到了有色金属上面。

图 1.5 综合指数及主题指数持仓额

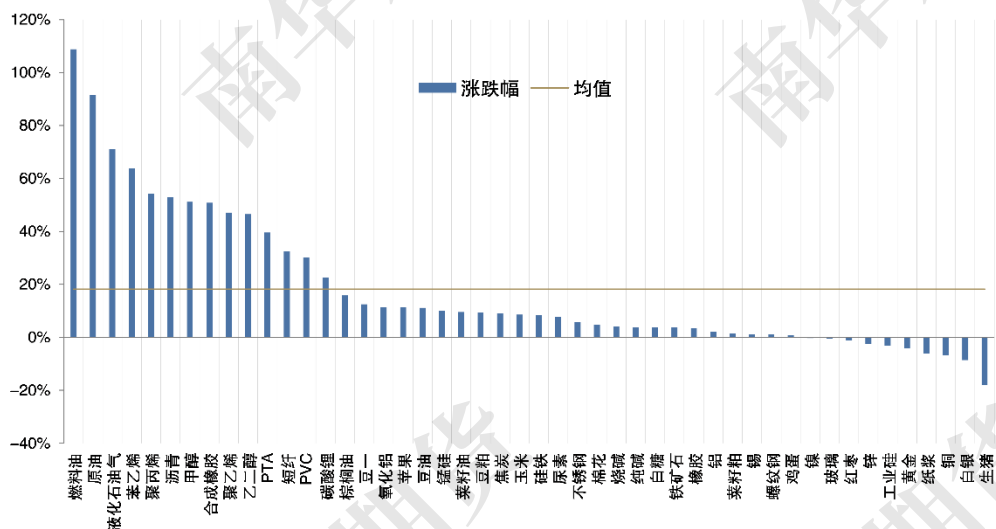




资料来源：南华指数发展部

从统计的相对活跃的 48 个南华单品种指数来看，年初到 3 月 23 日，38 个品种收益率为正，10 个品种收益率为负，平均收益率为 18.17%。2026 年一季度收益率占据前三位的分别是燃料油（108.86%）、原油（91.58%）和液化石油气（71.17%）。2026 年一季度收益率后三位为生猪（-18.12%）、白银（-8.63%）和铜（-6.85%）。

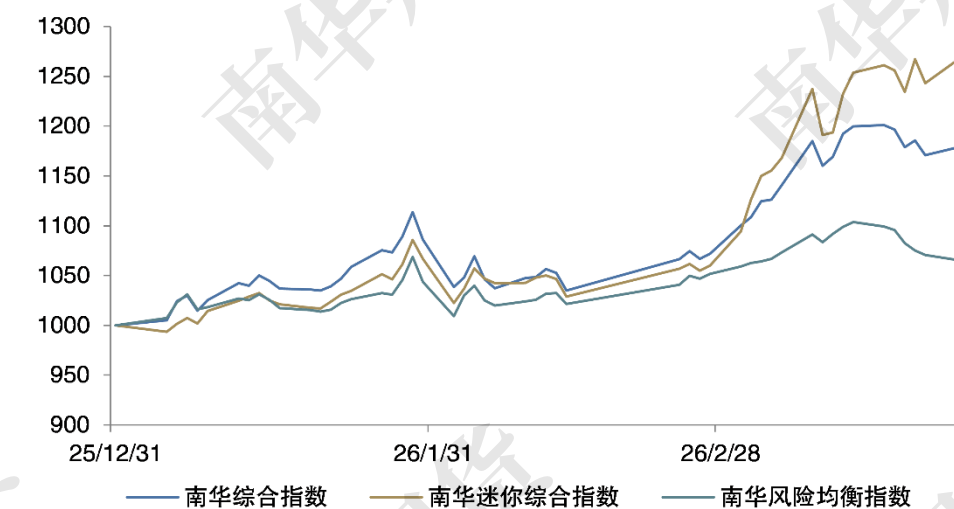
图 1.6 主要单品种指数 2026 年一季度涨跌幅



资料来源：南华指数发展部

图 1.7 是两个策略指数走势，在一季度，南华综合指数的收益为 17.8%，迷你综合指数的收益为 26.5%，风险均衡指数的收益为 6.6%。走势差异的主要原因在于，综合指数和迷你综合指数在能化板块占有较高的权重，而风险均衡指数的权重较高的是有色金属，所以没有抓住能化板块的这波涨势。

图 1.7 南华综合指数与南华策略指数



资料来源：南华指数发展部

2. 2026 年一季度指数涨跌分析

2026 年一季度，中国经济在“十五五”规划的开局之年交出了一份“喜忧参半”的成绩单。截至 2 月份的数据显示，宏观经济呈现出显著的“生产强、需求弱”与“外热内冷”的结构性分化特征。虽然工业生产和出口端表现超预期，为经济提供了坚实的底部支撑，但房地产市场的深度调整与居民消费的谨慎态度，依然是制约经济全面复苏的主要掣肘。

总体而言，2026 年一季度中国经济实现了“开门红”，但这更多是依靠外需爆发和政策性基建投资驱动的。内生动力不足、房地产拖累以及企业“增产不增利”的库存压力，表明经济复苏的基础尚不牢固。展望二季度，随着专项债发行提速及促消费政策落地，内需有望边际改善。但要实现全年 5% 左右的增长目标，仍需在稳楼市、扩内需上出台更具针对性的举措，以推动经济从“政策驱动”向“内生增长”平稳切换。

2.1 宏观经济：供需分化、结构转型

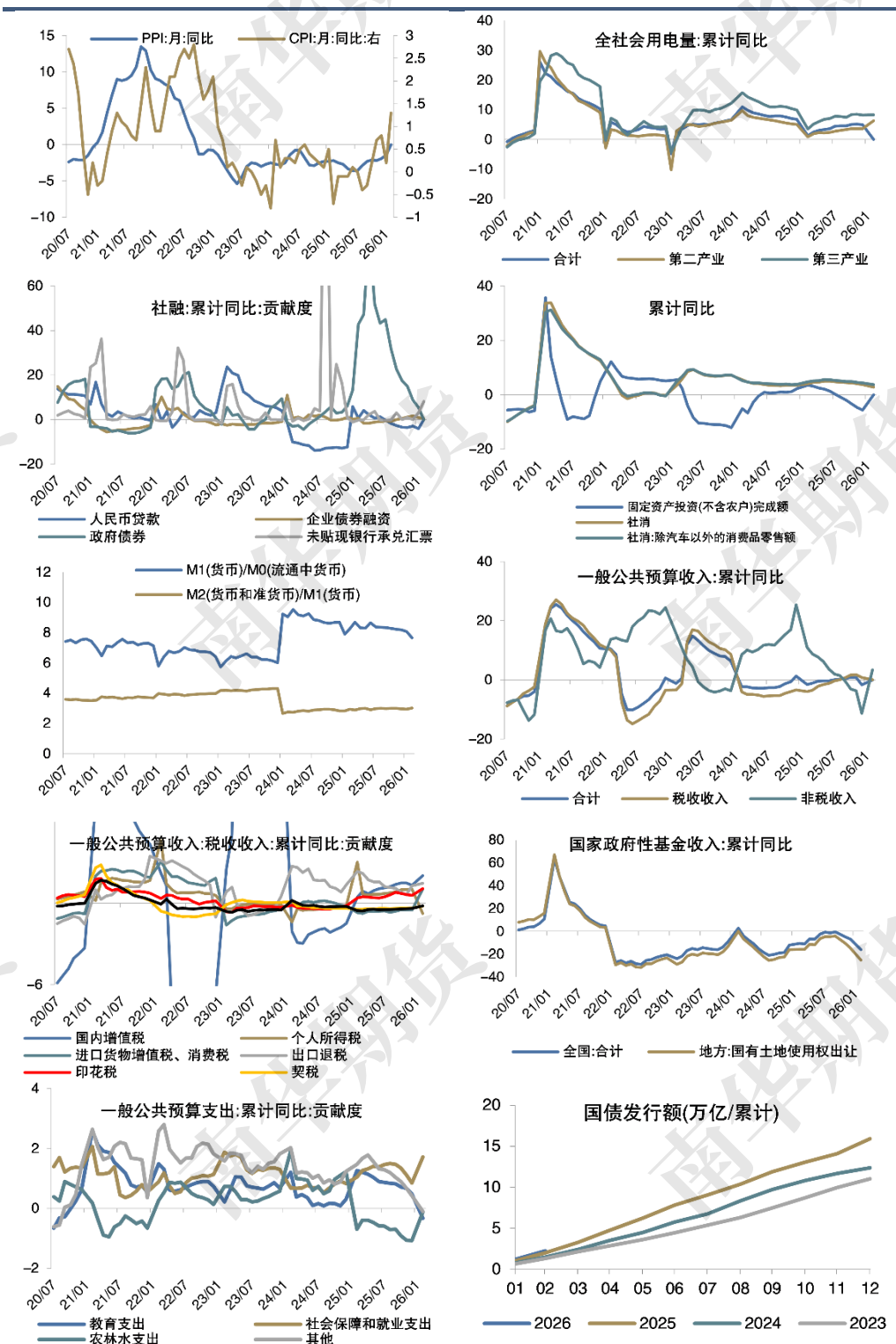
工业生产表现亮眼，1-2 月规模以上工业增加值同比增长 6.3%，环比持续改善，显示出较强的韧性。这一增长主要得益于外需回暖与产业升级双轮驱动。全球 AI 投资周期带动高技术制造业增加值显著回升，半导体、新能源设备、高端装备等领域成为主要拉动力。同时，第二产业用电量同比增长 6.3%，第三产业用电量增长 8.3%，反映出服务业复苏步伐加快，尤其是数字经济、信息技术等现代服务业扩张明显，为整体经济注入活力。

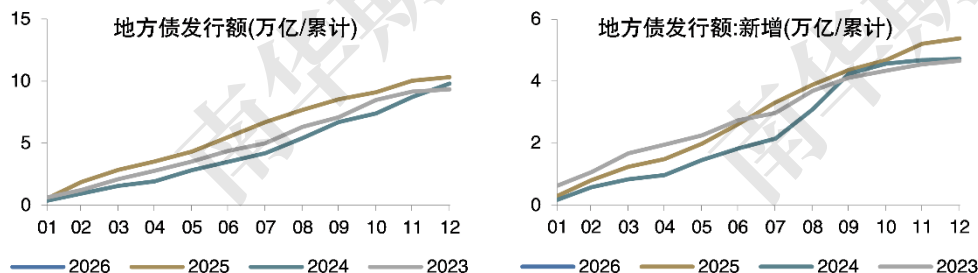
价格方面，CPI 与 PPI 均呈现积极信号。2 月 CPI 同比上涨 1.3%，环比上涨 1.0%，核心 CPI 达 1.8%，创近年新高，主要受春节错月、服务消费集中释放及国际金价上涨推动。PPI 同比下降 0.9%，降幅连续收窄，环比已连续多月为正，主要受国际原油、有色金属价格上涨及国内“反内卷”政策推动光伏、锂电等行业价格企稳回升。一季度 GDP 平减指数有望转正，表明通缩压力缓解，但后续走势仍依赖内需能否持续接力。

需求结构呈现“外需强劲、内需偏弱”的分化格局。1-2 月货物进出口总额同比增长 18.3%，出口增长 19.2%，机电与高技术产品出口表现突出，受益于全球产业链重构与中国制造竞争力提升。然而，内需恢复仍显乏力：社会消费品零售总额同比增长 2.8%，虽在春节和“以旧换新”政策支撑下温和改善，但增速处于低位，消费内生动力不足。固定资产投资同比增长 1.8%，实现由负转正，主要依靠基建投资拉动，制造业投资温和回升，而房地产投资仍处筑底阶段，民间投资同比下降 2.6%，反映市场主体信心尚未完全恢复。

金融数据显示社融、信贷、M1 增速好于预期，M1-M2 剪刀差收窄，表明资金活化程度提升，市场预期有所改善。然而，M1 与 M0 比值持续走低，反映企业活期存款增长乏力，市场活跃资金减少，企业和个人对未来经济增长与投资回报持谨慎态度。社会融资规模中，未贴现银行承兑汇票成为主要贡献项，而政府债券发行尚未发力，显示财政扩张节奏偏慢。居民信贷持续偏弱，中长贷同比少增，房地产相关融资需求疲软，制约信用扩张的可持续性。

图 2.1 宏观指标





资料来源: Wind 南华指数发展部

财政方面, 1-2 月全国一般公共预算收入同比增长 0.7%, 税收收入增长 15.8%, 但政府性基金收入同比下降 16%, 其中国有土地使用权出让收入下降 25.2%, 土地财政收缩压力显著。支出端, 社会保障和就业支出贡献突出, 体现民生托底力度加大, 但教育等支出贡献为负, 反映财政资源向稳增长与保民生倾斜。地方债发行节奏前置, 1 月新增债占比略低于去年, 显示财政发力仍显谨慎。

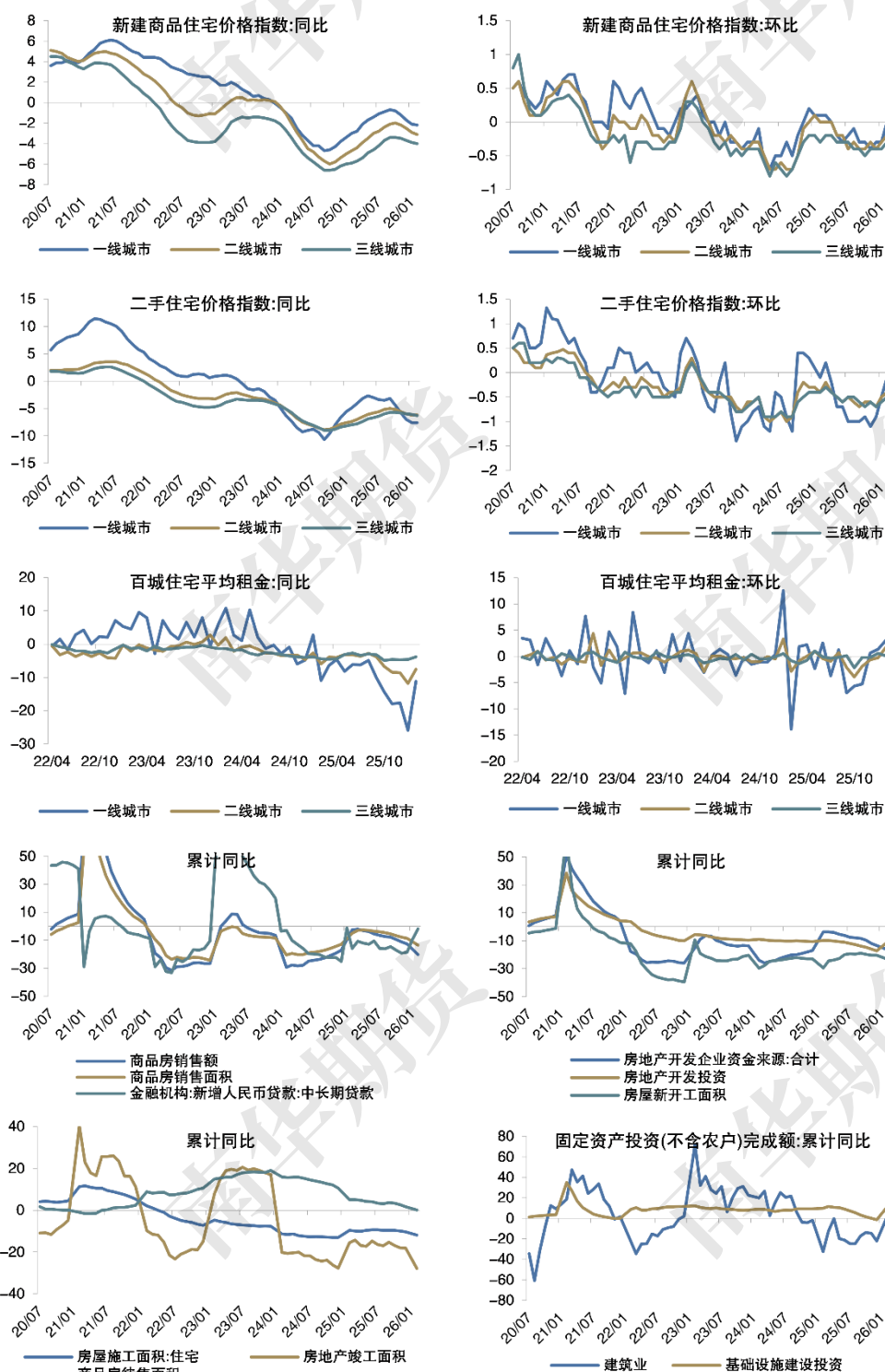
2.2 房地产与基建行业: 基建托底, 房产依旧

从价格维度来看, 房地产市场的寒意依然刺骨。截至 2 月, 新建商品住宅价格指数在一线、二线、三线城市同比分别下跌 2.2%、3.1%和 4%, 环比跌幅虽有所收窄, 但一线城市环比持平、二三线城市继续下探的态势表明, 价格体系尚未企稳。更为严峻的是二手住宅市场, 一线城市同比跌幅高达 7.6%, 二三线城市也普遍下跌 6%以上, 且环比仍在走低。这反映出存量房市场的抛压依然较大, 市场信心尚未恢复。值得注意的是, 百城住宅平均租金在 2 月份出现了显著的环比上涨, 其中一线城市环比大涨 3.11%, 这可能源于春节后的返工潮带来的短期租赁需求脉冲, 但同比数据依然大幅负增长, 说明租赁市场的长期基本面仍受收入预期和人口流动的制约。

从需求端分析, 销售数据的低迷是制约行业复苏的最大瓶颈。2 月份, 商品房销售额和销售面积的累计同比分别为-20.2%和-13.5%, 且下降趋势仍在延续。这表明尽管信贷政策有所宽松, 居民中长期贷款降幅收窄显示出一定的购房或资产支出意愿修复, 但这种修复极其脆弱, 尚未转化为实际的购房行动。居民部门对于大额资产的配置依然持极度谨慎态度, 观望情绪浓厚。

从供应端分析, 房企的谨慎情绪更是溢于言表。房地产开发资金来源、投资额及新开工面积的累计同比均处于-10%至-30%的深跌区间。特别是新开工面积的大幅萎缩, 说明房企在销售回款未明显改善前, 绝不敢贸然扩大再生产。短期供应方面, 施工面积、竣工面积以及待售面积同比均在下降, 其中竣工面积累计同比大幅下降 27.9%, 这既是房企资金链紧张的体现, 也意味着未来一段时间内的现房供应将减少。虽然待售面积下降有助于去库存, 但在销售端持续疲软的情况下, 这种去化更多是被动收缩而非主动热销。

图 2.2 房地产和建筑业



资料来源: Wind 南华指数发展部

与房地产的低迷形成鲜明对比的是基础设施建设的强势崛起。数据显示, 基础设施建设固定资产投资完成额累计同比高达 11.4%, 这一数据不仅大幅跑赢整体投资增速, 更成为了拉动经济的关键引擎。同时, 建筑业的固定资产投资完成额累计同比也由负转正, 达到 2.2%, 显示出产业链上下游正在被基建项目带动复苏。

基建的高增长并非偶然, 而是政策主动发力的结果。作为逆周期调节的重要抓

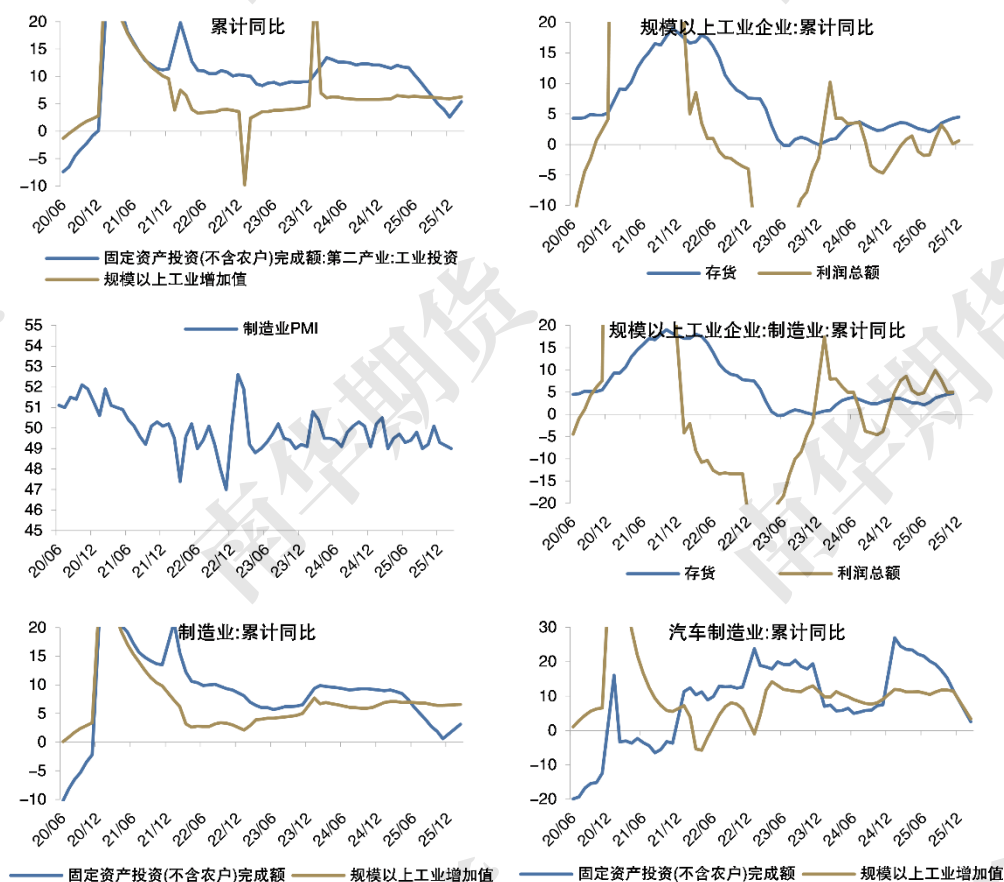
手，基建投资在 2026 年开局之际承担了“压舱石”的重任。无论是专项债的发行提速，还是国家重点项目的落地，都在为基建投资注入源源不断的动力。这种“基建独大”的局面，一方面弥补了房地产投资下滑留下的缺口，另一方面也通过改善基础设施提升了长期的经济潜在增长率。

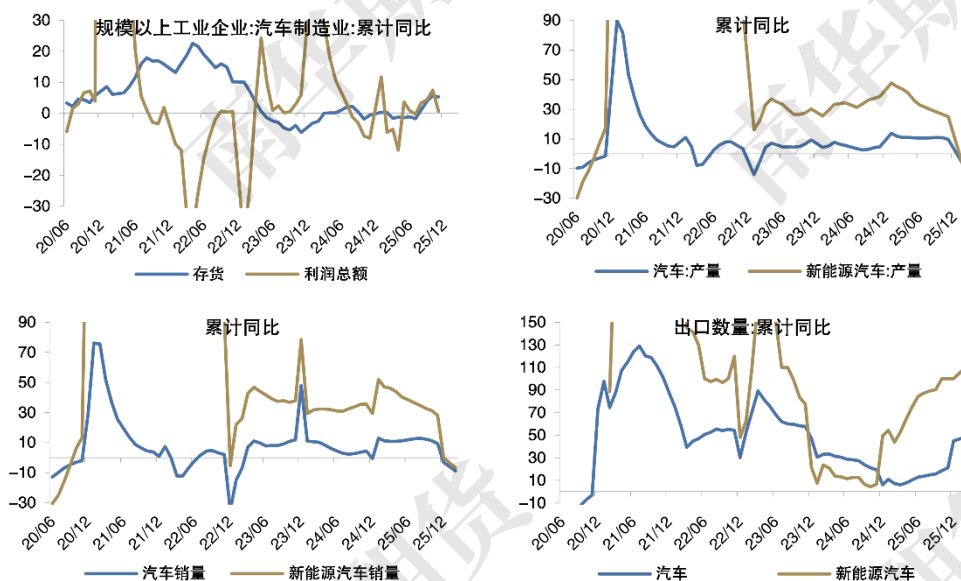
2.3 工业与出口：外需强劲、内需偏弱

从整体工业运行来看，生产端保持了较快的增长速度。2 月份，规模以上工业增加值累计同比增长 6.3%，其中制造业表现更为突出，累计同比增长 6.6%。投资方面，第二产业工业投资累计同比增长 5.4%，制造业投资累计同比增长 3.1%，显示出政策对实体经济的持续支持。

然而，高增长的数据背后掩盖不了企业经营的困境。截至去年 12 月的数据显示，规模以上工业企业存货累计同比持续增加，而利润总额累计同比在 0 值附近徘徊。这种“增产不增利”的现象揭示了当前工业经济的核心矛盾：需求疲软导致产销率下降，企业被迫累库，进而压缩了利润空间。虽然制造业的利润表现略好于工业整体水平，但存货增加的普遍性表明，去库存仍是当前工业企业面临的主要任务。此外，制造业 PMI 维持在 49% 的荣枯线下方，进一步印证了制造业景气度尚未完全恢复，市场需求依然不足。

图 2.3 工业及汽车行业





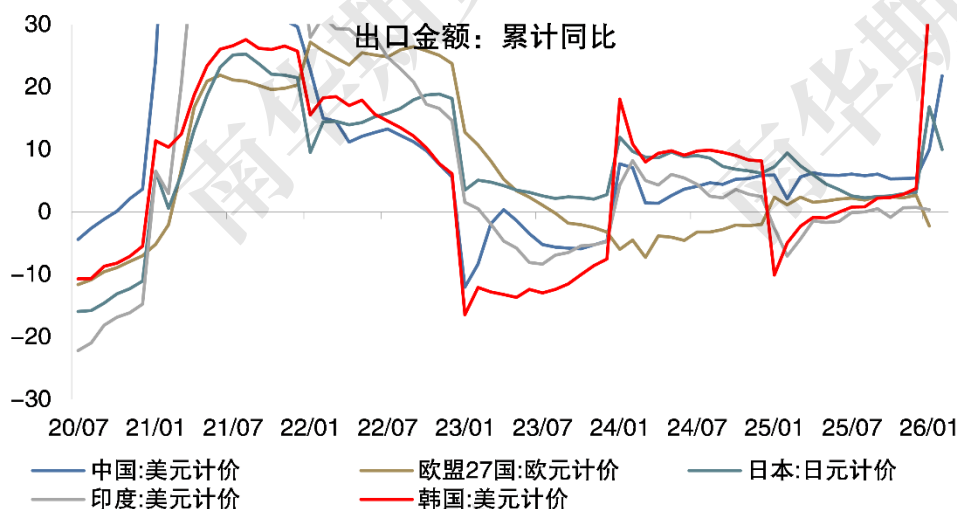
资料来源: Wind 南华指数发展部

汽车产业作为工业经济的压舱石,在一季度遭遇了严重的结构性分化。2 月份,汽车制造业投资及规模以上增加值累计同比分别降至 2.6%和 3.4%,增速持续下滑,显著低于整体工业水平。

从供需两端看,国内汽车市场寒意逼人。无论是包含新能源汽车在内的汽车产量还是销量,其累计同比增速均已跌破 0 值,并处于持续下降通道。这表明国内汽车消费市场正处于深度调整期,居民消费意愿低迷,去库存压力巨大。

然而,与内需的疲软形成鲜明对比的是出口的爆发式增长。汽车出口数量(含新能源汽车)累计同比快速上升,成为行业唯一的亮点。这一数据强有力地证明了中国汽车产业在国际市场上依然保持着强大的竞争力,海外市场正在消化国内过剩的产能。这种“内冷外热”的格局,一方面缓解了国内车企的生存压力,另一方面也反映出中国汽车产业对外部市场的依赖度正在被动提升。

图 2.4 出口金额



资料来源: Wind 南华指数发展部

2026 年开局,全球贸易环境呈现出积极回暖的态势,为中国出口提供了良好的外部条件。截至 2 月份,主要出口导向型经济体的数据均表现亮眼。韩国出口金额

累计同比高达 31.19%，日本和中国也均录得明显增长。这种东亚出口链条的集体走强，暗示了全球电子、半导体及制造业周期的复苏。

相比之下，欧盟 27 国和印度的表现稍显逊色，1 月份出口数据分别为-2.23% 和 0.38%，显示出全球复苏的不均衡性。但总体而言，外需的韧性超出了市场预期。

3. 2026 年二季度南华综合指数展望

2026 年一季度，全球大宗商品市场在“开门红”的喧嚣与地缘政治的“黑天鹅”中，上演了一场从普涨狂欢到剧烈分化的戏剧性行情。

开年伊始，市场沉浸在宏观宽松预期与产业复苏的乐观情绪中。贵金属与有色金属携手狂飙，黄金、铜、铝等品种价格纷纷创下历史新高，形成“金属风暴”。黑色系虽受弱现实压制，但也在政策预期下展现出韧性。然而，3 月份中东地缘冲突的急剧升级，成为扭转全年叙事的关键拐点。油价的飙升不仅引爆了能源市场，更通过“通胀-利率”的传导链条，给所有风险资产蒙上了一层阴影。市场迅速从“交易增长”转向“交易滞胀”，导致前期涨幅巨大的金属板块出现剧烈回调，而能源与部分供给受限的品种则表现出极强的抗跌性，市场分化格局彻底确立。

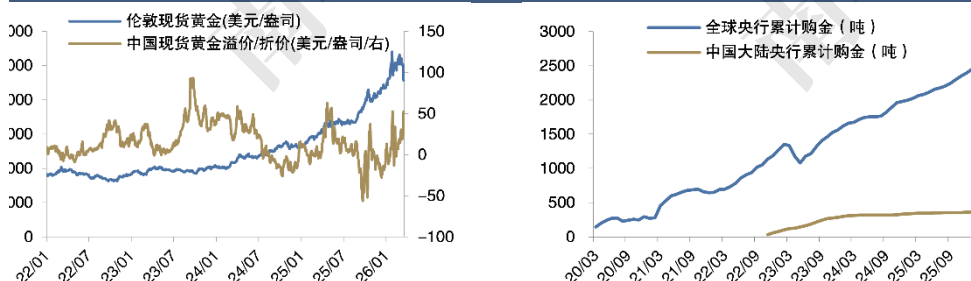
展望二季度，大宗商品市场将进入一个多空因素激烈博弈的“结构性分化”阶段，普涨行情难以为继，板块间的“冷热不均”将成为主旋律。市场将告别年初的单边思维，进入一个由地缘政治、供给约束和宏观情绪共同主导的复杂博弈期。对于投资者而言，把握结构性机会、严控风险，远比盲目追涨杀跌更为重要。

3.1 贵金属板块：宽幅震荡，静待破局

2026 年的开局，全球贵金属市场上演了一场惊心动魄的“过山车”行情。在强劲的地缘政治避险情绪、市场对宽松货币政策的预期以及结构性买盘的共同推动下，国际金价一路高歌猛进，于 1 月底一举突破 5596 美元/盎司的历史高点。然而，盛极而衰，随着市场对美联储政策预期的突然转向，获利盘集中了结，引发了恐慌性抛售，金价在月末数日内暴跌超过 9%，创下逾 40 年来的最大单日跌幅纪录，最终收于 4860 美元/盎司附近。

进入 2 月，市场情绪稍有修复，金价在 4400 至 5000 美元的区间内展开反弹，并在逢低买盘的支撑下，一度重新站稳 5000 美元关口，显示出牛市根基尚存。但好景不长，3 月份成为行情的转折点。市场对美联储降息的预期持续降温，甚至出现了加息的讨论，美元指数走强，大幅提升了黄金的持有成本。叠加中东局势的复杂演变，油价飙升加剧了通胀担忧，进一步束缚了美联储的手脚。在多重利空因素夹击下，金价从高位断崖式下跌，单周跌幅超过 11%，一度跌破 4600 美元/盎司，回吐了年内大部分涨幅。截至 3 月 24 日，市场在经历剧烈动荡后，逐渐进入一个短暂的观望和整固阶段。

图 3.1 黄金



资料来源：南华指数发展部

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)
----	-------------	-------------	---------	--------

Switzerland	54.2	123.90	369.5	1.2
South Korea	4.2	4.5	28.8	0.7
China P.R. Mainland	46.1	118.50	305.5	0.6
South Africa	2.5	-2.1	16.9	0.1
Turkey	0.6	0	4.1	0.1
India	17.8	0.00	113.9	0
Japan	11.6	0	72.4	0
Canada	11.6	3.20	79	0
Australia	8	-9.4	54.2	0
Italy	1.7	0	11.5	0
Hong Kong SAR	0.7	3.8	4.7	0

资料来源：南华指数发展部

表 3.2 全球 ETF 黄金流入量前十

基金	国家	资金流入（百万美元）	持有量（吨）	需求（吨）
Raiffeisen ETF – Solid Gold Reliable and Traceable	Switzerland	161.2	11.2	1
E Fund Gold Tradable Open–end Securities Investment Fund	China P.R. Mainland	96.1	42.4	0.6
Bosera Gold Exchange Trade Open–End Fund ETF	China P.R. Mainland	75	48.6	0.5
ChinaAMC Gold ETF	China P.R. Mainland	67.5	17.2	0.4
Pictet CH Precious Metals Fund – Physical Gold ‡	Switzerland	49.5	93.2	0.4
Invesco Physical Gold EUR Hedged ETC	Germany	13.9	7.7	0.2
Fullgoal Shanghai Gold ETF	China P.R. Mainland	23.8	8.2	0.1
Tianhong Shanghai Gold ETF	China P.R. Mainland	19	3.4	0.1
GF Shanghai Gold ETF	China P.R. Mainland	12.9	7.6	0.1
WisdomTree Physical Precious Metals	UK	11.2	1.5	0.1

资料来源：南华指数发展部

表 3.3 全球 ETF 黄金流出量前十

基金	国家	资金流入（百万美元）	持有量（吨）	需求（吨）
WisdomTree Physical Gold GBP Daily Hedged	UK	-57.8	20.3	-0.2
Xetra-Gold	Germany	-79.4	171.2	-0.5
Huaan Yifu Gold ETF	China P.R. Mainland	-71.6	112.1	-0.5
Guotai Gold ETF	China P.R. Mainland	-94.2	41.3	-0.6
iShares Gold Trust Micro	US	-104.6	48.9	-0.7
SPDR Gold MiniShares Trust	US	-162.5	198.7	-1.1
Invesco Physical Gold ETC	UK	-171.3	197.8	-1.2
iShares Physical Gold ETC	UK	-314.5	253.3	-2.1
iShares Gold Trust	US	-1534.7	477.3	-9.8
SPDR Gold Shares	US	-2197.8	1056.7	-14.7

资料来源：南华指数发展部

展望 2026 年第二季度，预计全球贵金属市场将告别一季度的单边极端行情，转入一个宽幅震荡的筑底阶段。市场缺乏快速大涨或大跌的单一驱动力，多空因素交织，使得金价大概率在 4300 至 4800 美元/盎司（约合国内 970 至 1060 元/克）的区间内波动。

短期内，压制金价的核心因素依然存在。美联储维持高利率的姿态，使得实际利率对不生息的黄金构成持续压力。同时，由地缘冲突推高的油价带来的“再通胀”风险，让市场对央行货币政策的转向更加谨慎，前期获利资金的离场也将在一定程度上限制金价的反弹空间。

然而，金价下方同样拥有坚实的支撑。全球“去美元化”的长期趋势并未改变，各国央行，特别是中国央行，已连续多月增持黄金储备，这种官方层面的结构性需求为金价提供了强大的底部支撑。此外，全球矿产金供给增长乏力，供需缺口预计将持续存在，黄金的稀缺性价值凸显。

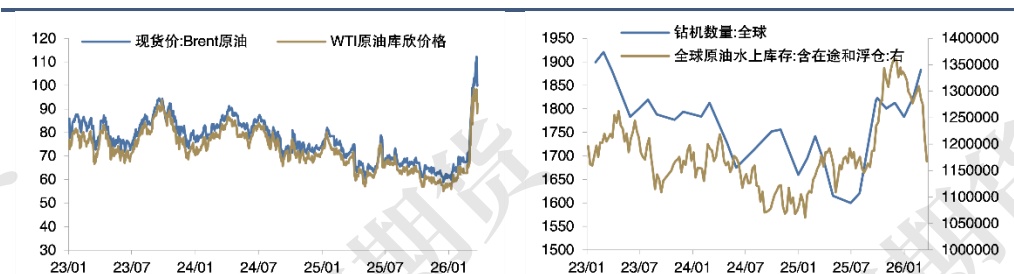
进入二季度后半段，市场焦点将转向美联储的政策路径。若美国通胀数据出现明确回落迹象，或就业市场显露疲态，市场对降息的预期将重新升温，这有望成为金价企稳并寻求向上突破的关键催化剂。因此，对于投资者而言，二季度需要保持耐心，不宜追涨杀跌，可关注区间下沿的支撑力度，分批布局，静待下半年宏观局势明朗后可能出现的新一轮上行机遇。

3.2 能源板块：风险溢价重塑价格中枢

2026 年的全球原油市场，经历了一场从“极度悲观”到“极度恐慌”的戏剧性反转。在 1 月至 2 月的大部分时间里，市场沉浸在“供需宽松”的预期中。彼时，国际能源署（IEA）、美国能源信息署（EIA）等主流机构普遍预测 2026 年全球原油将出现供应过剩，库存将持续累积。受此影响，油价延续了 2025 年末的下行趋势，市场普遍认为布伦特原油均价将维持在 60-65 美元/桶的低位区间。

然而，进入 3 月，一场始料未及的“黑天鹅”事件彻底颠覆了市场格局。随着美、以、伊之间的地缘冲突骤然升级，全球石油运输的“咽喉”——霍尔木兹海峡的航运几乎陷入瘫痪。这一物理层面的供应中断，瞬间引爆了市场的恐慌情绪。油价如脱缰野马般飙升，布伦特原油价格在 3 月 9 日当天振幅超过 40%，最高触及 119.5 美元/桶，创下自 2022 年俄乌冲突以来的最高水平。截至 3 月 24 日，尽管受谈判预期影响油价有所回调，但布伦特原油仍维持在 95 美元/桶附近的高位，较 2 月底暴涨超过 40%，彻底扭转了全年的市场叙事。

图 3.2 原油



资料来源：MySteel 南华指数发展部

展望 2026 年第二季度，原油市场将彻底告别年初的过剩逻辑，进入由地缘政治主导的“高位震荡”新常态。市场定价的核心将从供需基本面转向对霍尔木兹海峡通航恢复情况的博弈。

预计二季度布伦特原油价格将在 90 至 110 美元/桶的区间内宽幅波动。一方面，只要海峡封锁持续，中东地区每日数百万桶的供应缺口就无法弥补，高盛、摩根士丹利等投行已纷纷将二季度油价预测上调至 110 美元/桶，认为高油价将维持更长时间。另一方面，七国集团（G7）可能释放战略石油储备（SPR）以及冲突各方潜在的谈判进展，将成为抑制油价无限上涨的“天花板”。

市场结构也将发生深刻变化。首先，风险溢价将成为油价的结构性组成部分。即便未来航道恢复，市场对供应集中度的担忧也将使油价中枢永久性抬升至 70–80 美元/桶的新平台。其次，全球能源贸易流向加速重塑，亚洲进口国将更积极地寻求俄罗斯、美洲等地的替代油源，削弱中东原油的定价权。

综上所述，二季度将是“勇敢者的游戏”。对于投资者而言，需警惕地缘局势缓和带来的快速回调风险，但更应认识到，由供应中断引发的“高成本时代”已经来临。原油市场正从一个过剩的周期，被强行拉入一个由地缘政治定义的、波动加剧且价格高企的新周期。

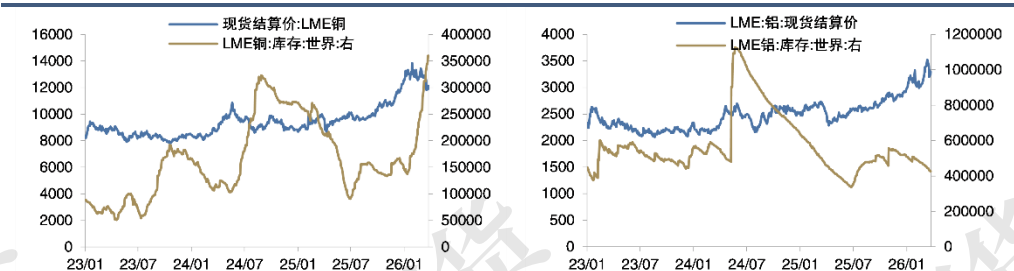
3.3 有色金属板块：先抑后扬、宽幅震荡

2026 年的开局，全球有色金属市场便上演了一场由宏观叙事与产业变革共同主导的“冰与火之歌”。1 月至 2 月，市场沉浸在“十五五”规划开局的政策憧憬与全球制造业回暖的乐观情绪中。铜、铝等核心品种在强劲的基本面支撑下，上演了一轮凌厉的上涨行情。铜价更是一举突破 14500 美元/吨的历史高位，创下 2003 年以来的新高，铝价也紧随其后，表现强劲。彼时，市场共识是“供需双强”，价格屡创新高。

然而，进入 3 月，一场突如其来的“黑天鹅”事件彻底扭转了市场风向。中东地缘冲突的急剧升级，不仅引爆了能源市场，更通过“能源价格–通胀预期–货币政

策”的传导链条，给全球宏观经济蒙上了一层阴影。市场迅速从“交易增长”转向“交易滞胀”，对制造业需求放缓的担忧急剧升温。叠加美联储释放鹰派信号，降息预期降温，美元指数强势反弹，对以美元计价的金属形成巨大压力。铜价应声回落，从峰值大幅下挫，伦铜一度跌破 12000 美元/吨，回吐了年内大部分涨幅。铝价虽因供应端扰动表现出一定韧性，但也同样进入了震荡调整期。

图 3.3 铜、铝



资料来源：MySteelFind 南华指数发展部

展望 2026 年第二季度，有色金属市场将进入一个多空因素激烈博弈的“观察窗口期”，预计将呈现“先抑后扬、宽幅震荡”的格局。

短期内，压制市场的宏观因素依然主导。中东局势的演变、高企的能源价格以及美联储的“鹰派”立场，将继续压制市场的风险偏好。特别是全球铜库存已攀升至历史同期高位，这为空头提供了有力的基本面弹药，市场去库存的力度和速度将成为二季度上半段的核心观察点。

然而，价格的下方同样拥有坚实的底部支撑。从供应端看，全球铜矿供应结构性紧张的局面并未改变。铜矿品位下滑、新项目投资周期漫长且成本高昂，导致矿端供给增量有限，粗炼费持续处于历史极低水平，这为铜价提供了理论上的成本支撑。铝市场同样面临供给刚性约束，国内产能红线与海外部分冶炼厂因电力问题停产，使得全球铝市仍处于紧平衡状态。

从中长期看，驱动有色金属价值重估的核心逻辑——能源转型与 AI 算力基建——依然坚如磐石。电网升级、新能源汽车、数据中心等领域对铜、铝的结构性需求将持续释放，这决定了任何深度的回调都可能是长期布局的良机。

因此，二季度市场将是一场“宏观情绪”与“产业现实”的拉锯战。投资者需保持耐心，密切关注地缘政治局势、美联储政策动向以及全球库存的去化情况。一旦宏观利空因素出现缓和迹象，或库存出现超预期下降，被压抑的上涨动能或将迅速释放，推动价格企稳回升。

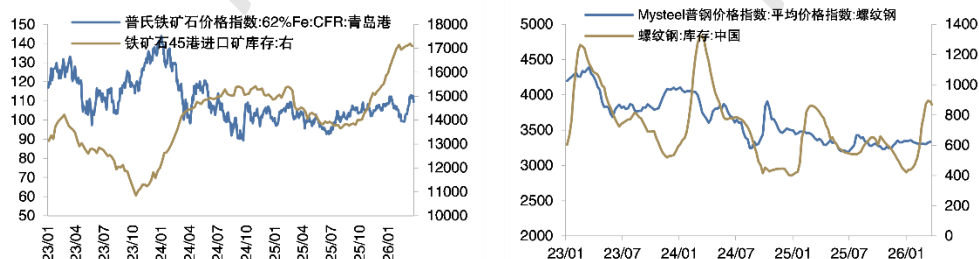
3.4 黑色板块：震荡筑底，等待破局

2026 年开局，中国黑色金属市场便笼罩在“供需双弱”的阴霾之下。1 月至 2 月，受春节假期及房地产需求持续疲软的拖累，钢材市场整体呈现震荡下行走势。尽管中央财经委“反内卷”会议精神曾短暂提振市场情绪，但疲弱的基本面难以支撑价格持续反弹，钢价在低位徘徊。

进入 3 月，市场迎来转机。随着高炉检修减少，铁水产量延续增势，钢厂盈利率小幅回升，带动了对铁矿石的补库需求。然而，供应端的扰动成为主导行情的关键。一方面，澳洲飓风天气影响了铁矿发运；另一方面，美伊冲突引发的原油暴涨，通过能源替代逻辑间接推高了煤炭成本，并加剧了市场的通胀担忧。在成本支撑与

供应收紧的双重作用下，铁矿石价格逆势走强，呈现高位震荡格局，而钢材价格则在弱需求与强成本之间艰难拉锯，整体表现为“矿强钢弱”的分化态势。

图 3.4 铁矿石、钢材



资料来源：MySteel 南华指数发展部

展望 2026 年第二季度，黑色板块预计将延续“震荡筑底”的核心逻辑，市场将在弱现实与潜在的政策托底之间寻找新的平衡点。

铁矿石方面，短期供需双增的格局或将持续。随着国内高炉生产逐步恢复正常，铁水产量有望维持高位，对矿价形成一定支撑。但与此同时，全球铁矿发运量也在回升，港口库存虽有所下降，但整体供应压力依然存在。预计二季度铁矿价格将继续在高位宽幅震荡，其走势将高度依赖于钢厂的生产节奏与补库强度。

钢材市场则面临更为复杂的局面。需求端，房地产用钢需求的拖累尚未结束，基建与制造业虽有一定韧性，但难以完全弥补地产下滑的缺口，“弱需求”仍是压制钢价上行的主要因素。供应端，在“反内卷”政策导向下，钢厂控产意愿增强，供给端存在收缩预期，这为钢价提供了底部支撑。成本端，铁矿石与焦炭价格的高位运行，使得钢厂利润空间被持续压缩，成本支撑效应显著。

综合来看，二季度黑色市场大概率将呈现“上有顶、下有底”的宽幅震荡格局。上方受制于疲弱的终端需求，下方则有成本与政策托底。市场能否打破当前的僵局，关键在于宏观政策能否出台更具力度的刺激措施，以及“金三银四”传统旺季的需求成色究竟如何。对于投资者而言，在价格高位追涨或在低位杀跌的风险均较大，把握波段操作机会、控制仓位或是更稳妥的策略。

4. 总结

2026 年第一季度，南华综指在一月份有一个持续上涨的行情，在一月末二月初又快速跌回，从二月中旬开始，综合指数又进入到了持续上涨的阶段，直到 3 月中旬开始，综合指数进入到了震荡调整期。细分板块表现分化：贵金属指数在一月份有一波快速的上涨，涨幅接近 50%，之后就进入到了下跌、回调、再下跌的行情，当前已经跌破年初的起点。工业品指数与综合指数走势十分相近，差别比较明显的阶段是 3 月末，这一段时间工业品指数突破前期高点，这主要是因为能化板块的爆发，而贵金属板块快速下跌造成的。其中，能化指数在 1、2 月都处于窄幅震荡之中，在 3 月份进入到了快速上涨区间；从能源指数、化工指数来看，此次能化板块的上涨覆盖上下游，由原油启动，化工跟随。

2026 年一季度中国经济实现了“开门红”，但这更多是依靠外需爆发和政策性基建投资驱动的。内生动力不足、房地产拖累以及企业“增产不增利”的库存压力，表明经济复苏的基础尚不牢固。展望二季度，随着专项债发行提速及促消费政策落地，内需有望边际改善。但要实现全年 5% 左右的增长目标，仍需在稳楼市、扩内需上出台更具针对性的举措，以推动经济从“政策驱动”向“内生增长”平稳切换。

全球大宗商品市场在“开门红”的喧嚣与地缘政治的“黑天鹅”中，上演了一场从普涨狂欢到剧烈分化的戏剧性行情。展望二季度，大宗商品市场将进入一个多空因素激烈博弈的“结构性分化”阶段，普涨行情难以为继，板块间的“冷热不均”将成为主旋律。市场将告别年初的单边思维，进入一个由地缘政治、供给约束和宏观情绪共同主导的复杂博弈期。对于投资者而言，把握结构性机会、严控风险，远比盲目追涨杀跌更为重要。

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

