



2025年8月18日

流动性宽松与风险偏好共振，A股有望再创新高

核心观点

- **2025年上半年：**在特朗普内外政策冲击下，全球大类资产波动加剧，股市表现最优、债市次之；商品分化，外需驱动品种优于内需品；G2货币承压，美元与人民币双双走弱。
- **国内市场：**权益(+5.8%)>债券(+0.9%)>商品(-2.1%)>人民币(-6.0%)。A股行情围绕中国AI突破与特朗普关税扰动展开，AI利好催化科技成长板块阶段领涨，提振风险偏好；二季度关税不确定性拖累出口链，压制周期与制造板块估值修复。随后在政策托底与外部扰动缓和下回暖。债市主要围绕资金面偏紧、关税引发的避险情绪展开，涨幅较2024年显著收敛，对经济基本面悲观的预期权重降低。人民币对美元升值、对非美货币贬值。商品呈现分化，贵金属表现亮眼，黑色、工业品等内需商品延续疲弱。
- **海外市场：**债券(+7.3%)>权益(+6.1%)>商品(+5.9%)>美元(-10.8%)。上半年全球风险偏好大幅波动，特朗普关税一度引发市场剧震，但衰退仍停留在预期层面，全球股市深跌后迅速修复，港股、德股、韩股涨幅超20%。全球债券整体上涨，新兴市场和美债领涨，欧债偏弱。大宗商品整体小幅走高，家畜与油脂领涨，金属及工业原料涨幅温和。美元指数下跌超10%，受软数据降温、关税冲击信用及美联储独立性受质疑共同拖累。
- **展望后市：**A股：全球央行流动性宽松延续，股市盈利底渐近，在政策托底与风险偏好共振下，指数有望再创新高。债市：在基本面未反转、宽松延续下、外部扰动未彻底消除下，国债利率或再下探但赔率偏弱；随着弱复苏+低通胀预期钝化，风险偏好抬升，股商相对吸引力上升、债市性价比走弱。金价：受全球宽松流动性、地缘风险与逆全球化支撑，中长期看多基调不变。然宏观不确定性收敛，上行赔率趋窄，新高前仍需震荡消化。驱动因素转向边际变化，需关注关税执行节奏、美联储降息路径及下任美联储主席及其政策取向。铜价：全球降息与财政扩张托底，衰退风险有限；精矿增速放缓、加工费低企制约冶炼，紧平衡格局延续，铜价中枢上移。油价：OPEC+持续增产、需求动能温和且受关税扰动、库存高企压制上行，供需强弱主导，下半年震荡偏弱，上行风险在地缘与减产。
- **风险因素：**海外内政不确定性加剧，国内经济复苏乏力，中东地缘冲突升级，海外央行货币政策不及预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

021-68555105

li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、大类资产表现.....	4
二、权益市场.....	5
1. A 股.....	5
三、债券市场.....	9
1. 国债.....	9
四、商品市场.....	12
1. 黄金.....	12
2. 铜.....	14
3. 原油.....	16

图表目录

图表 1 2025 年 1-6 月国内外大类资产收益率概览	4
图表 2 权益市场表现	5
图表 3 2025 上半年 A 股走势	6
图表 4 A 股成交额	8
图表 5 A 股换手率	8
图表 6 沪深 300 风险溢价	8
图表 7 中证 1000 风险溢价	8
图表 8 主要宽基指数市盈率（TTM）	8
图表 9 融资融券余额	9
图表 10 A 股年报净利润	9
图表 11 一致预期净利润同比增速	9
图表 12 工业企业利润	9
图表 13 2025 上半年债市走势	10
图表 15 主要资金利率	11
图表 20 政府债发行与到期情况	11
图表 21 票据贴现利率	11
图表 16 国债收益率曲线	12
图表 17 国债期限利差	12
图表 18 2025 上半年黄金走势	12
图表 19 伦敦金现与美元指数	13
图表 20 中国官方黄金储备	13
图表 21 2025 上半年铜价走势	14
图表 22 国内外铜价走势	15
图表 23 LME 铜库存	15
图表 24 中国铜精矿现货 TC 走势	15
图表 25 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势	15
图表 26 2025 上半年油价走势	16
图表 27 美国商业原油库存	17
图表 28 美国炼油厂产能利用率	17

一、大类资产表现

2025 年上半年，在特朗普内外政策冲击下，全球大类资产波动加剧，股市表现最优、债市次之；商品分化，外需驱动品种优于内需品；G2 货币承压，美元与人民币双双走弱，

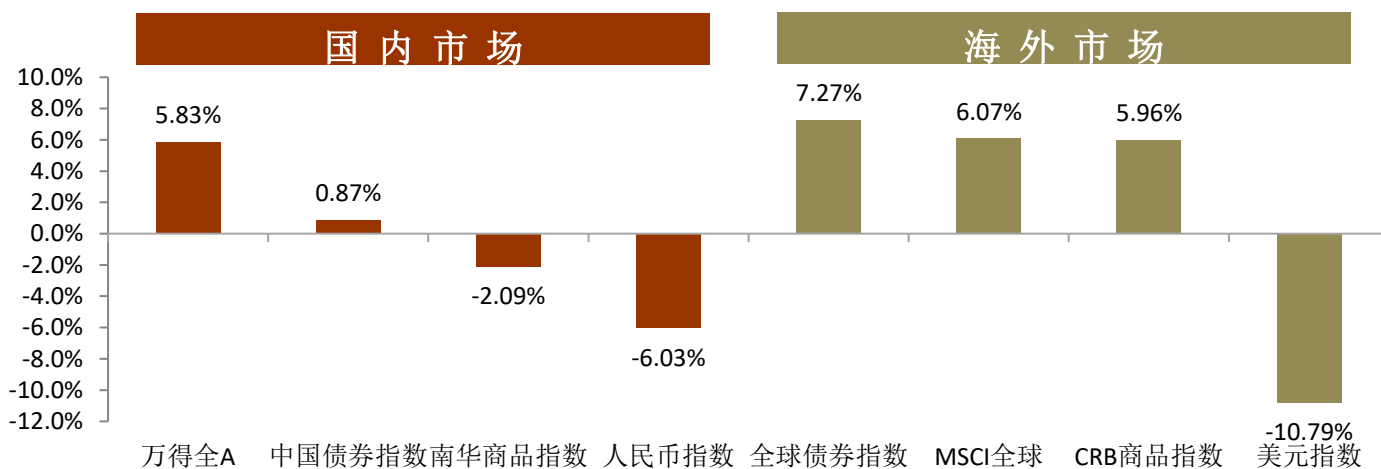
国内市场方面，权益(+5.83%)>债券(+0.87%)>商品(-2.09%)>人民币(-6.03%)。

A 股上半年收益录得+5.83%，行情围绕中国 AI 突破与特朗普关税扰动展开，AI 利好催化科技成长板块阶段领涨，提振风险偏好；关税不确定性拖累出口链，压制周期与制造板块估值修复。总体而言，股市在政策托底与外部扰动缓和下回暖。**中国债券综合指数**（Bloomberg）上半年收益率录得+0.87%，债市主要围绕资金面偏紧、关税引发的避险情绪展开，涨幅较 2024 年显著收敛，对经济基本面悲观的预期权重降低；**人民币指数**（CFETS）上半年收益率录得-6.03%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币转弱，中美关税博弈下 G2 货币双双贬值；**南华商品指数**上半年收益率录得-2.09%，贵金属表现亮眼，内需商品延续疲弱，贵金属(+20.74%)>农产品(+3.19%)>有色(+2.63%)>工业品(-6.72%)>能化(-10.13%)>黑色(-10.92%)。

海外市场方面，债券(+7.27%)>权益(+6.07%)>商品(+5.96%)>美元(-10.79%)。

全球债券综合指数（Bloomberg）上半年收益率录得+7.27%，其中新兴市场录得 4.94%、美国录得 4.02%、欧洲市场录得 0.84%；**MSCI 全球指数**上半年收益率录得+6.07%，尽管特朗普关税政策一度引发全球资本市场剧烈震荡，但经济衰退仍停留在预期层面，全球股市在深跌后快速修复，港股、德国和韩国股市上半年涨幅均超过 20%；**CRB 商品指数**上半年收益率录得+0.19%，其中家畜(22.38%)>油脂(21.24%)>金属(7.1%)>工业原料(5.46%)>食品(4.61%)>纺织品(2.16%)；**美元指数**上半年跌幅录得-10.79%，从年初 110 回落至 100 下方，市场先后定价①软数据大幅降温，引发美国经济陷入衰退的担忧；②对等关税引发美元信用裂缝；③美联储独立性遭受挑战。

图表 1 2025 年 1-6 月国内外大类资产收益率概览

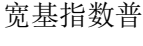
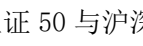
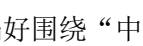


资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、权益市场

2025 年 1-6 月，全球权益市场震荡修复，其中港股>海外≈A 股。**国内方面**，A 股上半年收涨 5.83%，其中中证 1000 收涨 6.69%、中证 2000 收涨 15.24%、北证 50 收涨 39.45%，两市成交额中枢从 2024 年下半年的 1.25 万亿回升 1.39 万亿。**港股方面**，上半年恒生指数收涨 20.0%，恒生科技收涨 18.68%。**海外方面**，主要经济体股指均收涨，韩国综指、德国 DAX 表现强劲、涨幅超 20%，印度 SENSEX30、英国富时 100 表现次之，美股、日经表现偏弱。

图表 2 权益市场表现

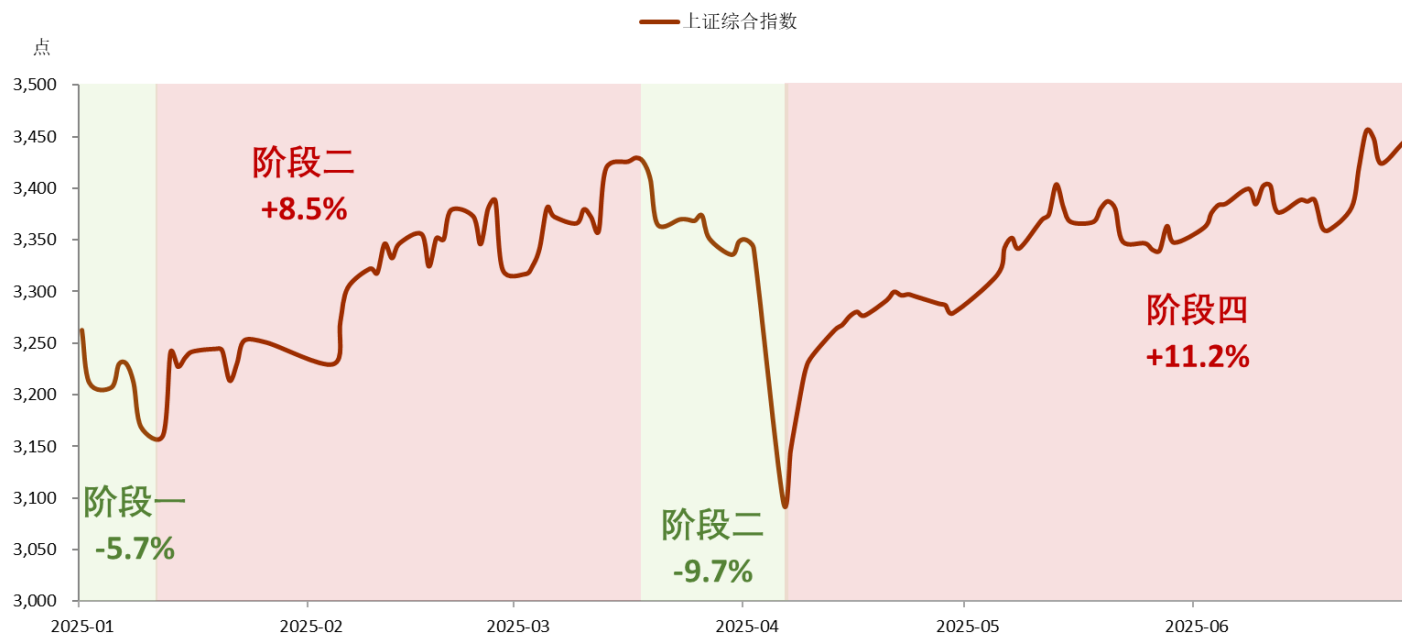
标的	现价	1-6月走势	1-6月涨跌幅 (%)	2024年涨跌幅 (%)
A股	万得全A	4199.37		5.83
	上证指数	2967.40		2.76
	深圳成指	8848.70		0.48
	创业板指	1683.43		0.53
	上证50	2394.87		1.01
	沪深300	3461.66		0.03
	中证500	4942.78		3.31
	中证1000	4895.99		6.69
	中证2000	1840.84		15.24
	科创50	712.08		1.46
	北证50	708.97		39.45
港股	恒生指数	17718.61		20.00
	恒生科技	3554.45		18.68
	恒生中国企业指数	6331.86		19.05
	道琼斯工业指数	39118.86		3.64
海外	纳斯达克指数	17732.60		5.48
	标普500	5460.48		5.50
	英国富时100	8164.12		7.19
	法国CAC40	7479.40		3.86
	德国DAX	18235.45		20.09
	日经225	39583.08		1.49
	韩国综指	2797.82		28.01
	印度SENSEX30	79032.73		7.00

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1. A 股

2025 年上半年 A 股表现亮眼，宽基指数普遍收涨，其中北证 50、中证 1000 与中证 2000 涨幅居前，结构性行情显著，而上证 50 与沪深 300 等大盘蓝筹指数涨幅相对有限。整体来看，上半年市场波动较大，风险偏好围绕“中国 AI 叙事”与“特朗普关税”博弈展开，指数重心整体上移，赚钱效应尚可，行情大致可划分为四个阶段：

图表 3 2025 上半年 A 股走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

阶段一：经济基本面真空，特朗普上任前夕，弱势下行（1.1-1.13）。2025 年初处于经济数据空窗期，市场对 2024 年 Q4 政策的反应边际减弱，经济修复线索不足，分子端缺乏支撑。同时，国内宽货币预期不强，美联储于 2024 年 12 月完成年内第三次降息后转为观望，美债利率持续上行，分母端估值承压。叠加特朗普即将就任所带来的海外不确定性升温，资金风险偏好明显收敛，市场情绪创下“9·24”以来低点。期间指数多数调整，其中创业板指跌幅居前，成长板块表现较弱。

阶段二：AI 产业强预期盖过宏观弱现实，市场放量上涨（1.14-3.18）。1 月中旬中美元首通话缓解地缘紧张，市场悲观情绪明显修复，风险偏好触底回升。1 月下旬 DeepSeek 爆火，引发市场对中国 AI 创新的强预期，成为驱动行情的核心主线。国内 AI 产业“强预期”压过对特朗普关税的忧虑与经济数据的“弱现实”，推动市场成交中枢升至 1.8 万亿，两融规模创下近 10 年新高 1.9 万亿。分母端，美国软数据连续爆冷，引发经济衰退预期，美债利率与美元指数双双见顶回落，海外流动性边际宽松。分子端，尽管 PPI 疲弱、上市公司盈利承压，但市场选择“忽视当下、定价未来”。期间指数普涨，其中北证 50、中证 2000 等成长风格小票表现占优。

阶段三：风险偏好回落，“关税底”浮现（3.19-4.7）。3 月中下旬起，市场从产业强预期回归基本面现实，风险偏好明显降温。分子端，一季度经济在“抢出口”与消费政策托底下表现尚可，但 PPI 持续低位，企业盈利预期继续下修。分母端，市场对一季度降准降息的预期落空，资金面维持偏紧直至 3 月末方才缓解，10 年期国债利率中枢抬升；同时，海外流动性边际收紧，美债收益率再度上行，估值端承压，市场交易热度退潮。4 月初，特朗

普宣布的“对等关税”力度远超预期，全球避险情绪急剧升温，主要国家股指跌幅超 10%，A 股于清明假期后补跌，上证指数 4 月 7 日大跌逾 7%，千股跌停，风险偏好短期坍塌，指数阶段性探底。

阶段四：政策托底呵护，A 股成为预期锚，重心逐步抬升（4.8-6.30）。随着特朗普宣布将主要国家的对等关税措施延期 90 天，全球市场风险偏好逐步企稳；面对美国对华关税的持续施压，国内政策响应迅速，呈现出“对内稳经济+预期、对外反制+结盟”的清晰路径。决策层将此次冲击上升为系统性风险管理问题，提升了“稳股市、稳预期”的优先级；央行通过平准基金持续投放流动性，增强市场信心，关税阴霾下的情绪冲击得以快速修复。分子端，关税内需政策持续加码，形成托底支撑；分母端，国内降准、降息相继落地，海外美元信用受损，美元指数震荡回落，美联储降息预期受关税扰动延后。关税冲击后，国内股市成为“预期锚”，指数重心上移，风险偏好企稳，市场进入“下有支撑”的结构性修复阶段。

展望下半年，A 股仍具有上行动能：

（1）分子端：政策发力下基本面预期改善，“盈利底”渐近

近两年供需失衡问题边际改善，市场对中期修复形成预期，7 月初以来“反内卷”政策持续推进，叠加内需提振措施与中长期结构性制度改革（如育儿补贴等）逐步落地，政策支持呈现出更强的系统性与连续性。尽管从政策传导至基本面改善尚需时间，但经济大幅降温的尾部风险较小，通缩压力对企业盈利的压制有望阶段性减弱，市场“盈利底”正在临近。

（2）分母端：宽货币延续，全球流动性环境仍具支撑

国内私人部门资产负债表修复进程缓慢，信贷扩张意愿依旧偏弱，预计货币政策仍维持宽松。海外方面，主要央行普遍处于降息周期中，全球流动性继续呈边际宽松态势。整体来看，内外流动性环境延续宽松，对权益类资产的估值形成支撑。

（3）政策托底强化市场预期，看好下半年指数继续上台阶

A 股已成为政策观察的重要窗口，其预期管理功能增强，市场下行空间受限，即便遭遇外部冲击，4 月的应对已验证决策层具备迅速干预、稳定市场的能力。在政策托底预期支撑下，投资者信心与行为趋于理性，市场凝聚力增强，平准基金也为股市提供潜在流动性，风险事件引发的抛压相对可控。在政策发力稳经济、低物价预期改善、流动性延续宽松的环境下，预计 A 股年内有望再创新高，并突破去年“9·24”行情高点。节奏上，需重点关注美联储进入实质性降息窗口与国内风险偏好共振释放的时点。

图表 4 A 股成交额

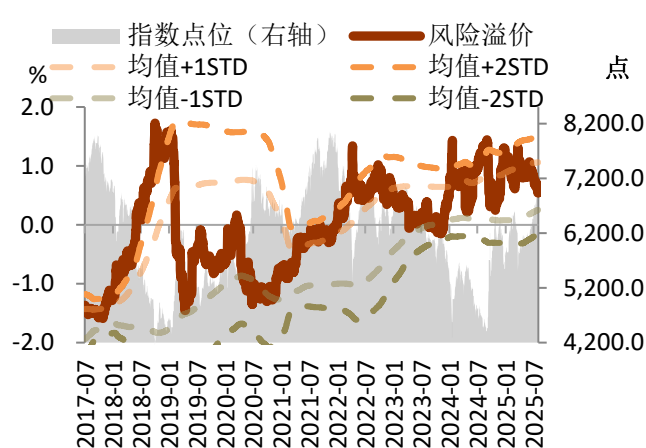
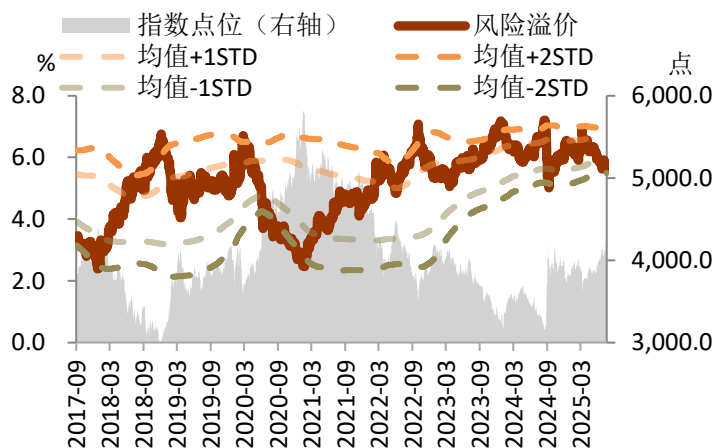
图表 5 A 股换手率



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

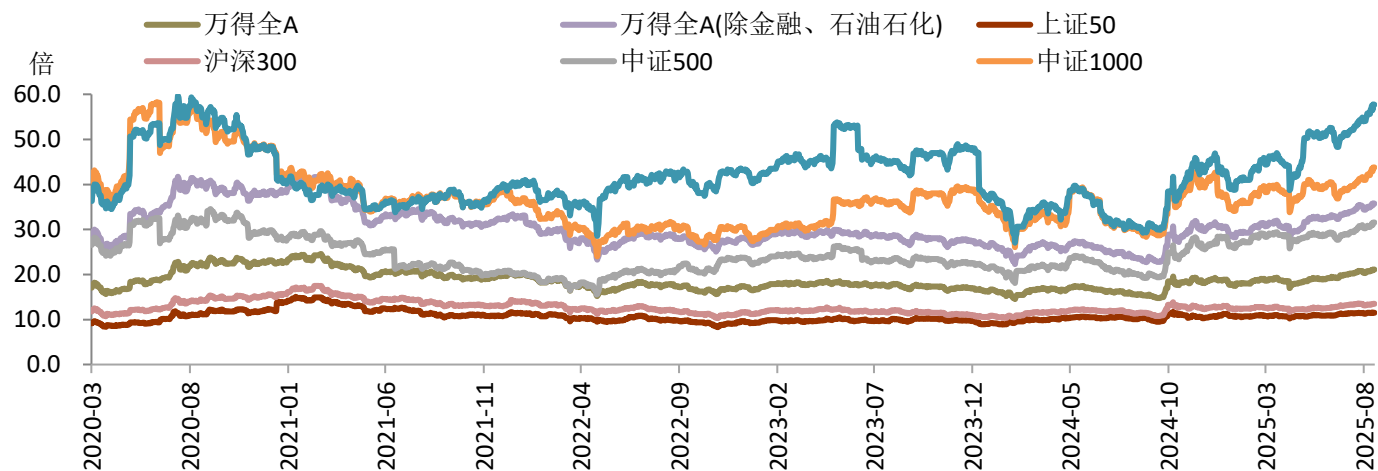
图表 6 沪深 300 风险溢价

图表 7 中证 1000 风险溢价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表 8 主要宽基指数市盈率 (TTM)

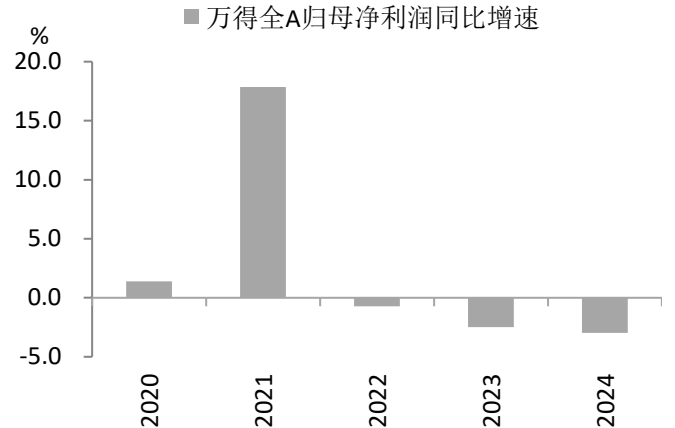


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 融资融券余额

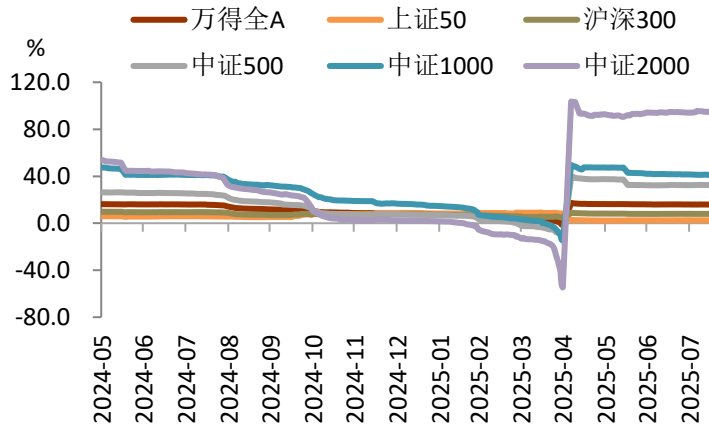


图表 10 A 股年报净利润

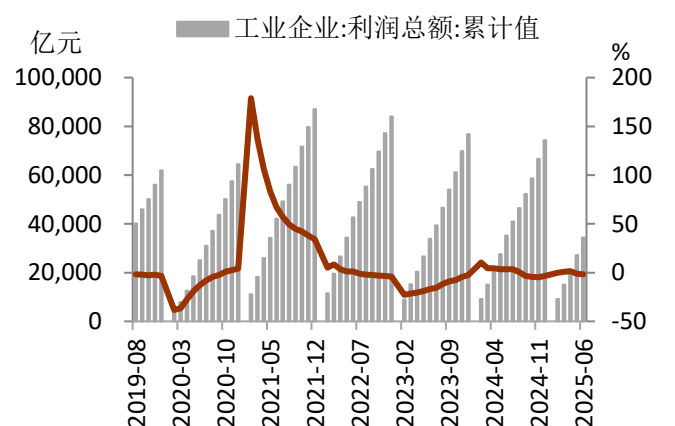


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 11 一致预期净利润同比增速



图表 12 工业企业利润



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、债券市场

1. 国债

2024 年末债市的单边上涨行情在 2025 年上半年告一段落，转而进入调整震荡阶段。市场对经济内生动能不足定价趋于充分，而资金面偏紧、关税政策扰动以及风险偏好修复，成为利率波动的核心变量，其走势主要分为以下 3 个阶段。

图表 13 2025 上半年债市走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

阶段一：宽松预期修正+资金面偏紧+股市走强，利率上行（1.1-3.19）。在 2024 年末政策释放宽松预期持续发酵下，2025 年初 10Y 利率一度快速下破 1.6% 关口。随后资金面持续偏紧、Q1 降准与降息预期落空，以及科技股重估带动风险偏好回升，共同推动利率反弹，利率曲线呈现“熊平”走势。至 3 月中下旬，10Y 利率逼近 1.9%，创下年内反弹高点。

阶段二：央行转向呵护资金面+关税避险情绪+监管指导，利率震荡下行（3.20-4.7）。随着基本面数据走弱、外部风险增加，央行政策重心逐步由“防风险”转向“稳增长”，一季度资金面偏紧给债市带来的压制逐渐缓解，权益市场步入调整，10Y 利率震荡下行至 1.8% 关口；4 月初随着特朗普的关税超预期，全球股市暴跌，避险情绪推动资金流入债市，10Y 利率骤降至 1.6%。

阶段三：风偏修复+宽松落地+供给放量交织，利率窄幅震荡（4.8-6.30）。二季度债市整体窄幅震荡，市场在风险偏好修复、降准降息、供给端间博弈，主要围绕 2 条主线：①中美在日内瓦经贸谈判中达成超预期共识，提振市场情绪，叠加二季度出口表现韧性增强，对债市构成压制。②5 月初央行宣布降准与降息，带动资金面边际宽松，在政府债供给放量背景下，央行公开市场操作显示出较强流动性呵护意图，对利率形成支撑。

展望下半年，国债利率仍有望破前低、但赔率偏弱：

（1）基本面尚未构成反转力量，利率仍有望破前低

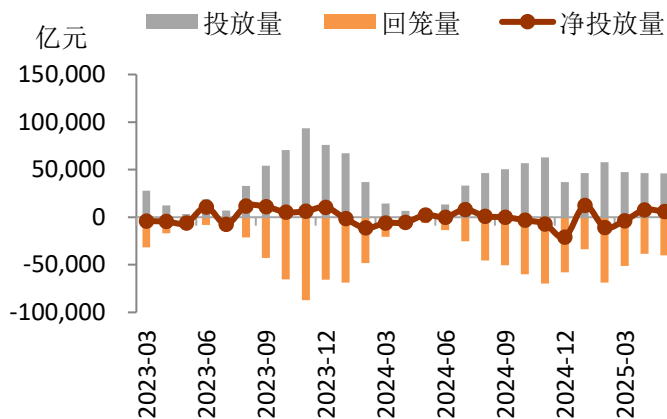
当前私人部门资产负债表仍处于修复期，居民与企业加杠杆意愿偏弱，地产大周期尚未触底，信用扩张动能不足，宽货币格局仍将延续。尽管当前名义增长尚可，但物价低迷，通胀回升仍需时间。7 月“反内卷”政策密集落地，阶段性提振市场对通胀的预期，对债市构成扰动。然而，在内生增长动能未明显改善、需求端政策未实质加码之前，债市尚不具备趋势性反转的基本面条件。展望下半年，国债利率仍有下探前低的可能，但下行空间相对有限。

主要催化因素包括：一是国内经济动能再度走弱、物价止跌预期被证伪，促使货币政策进一步加码；二是海外避险情绪升温，特朗普内外政策不确定性犹存，地缘风险可能升级。

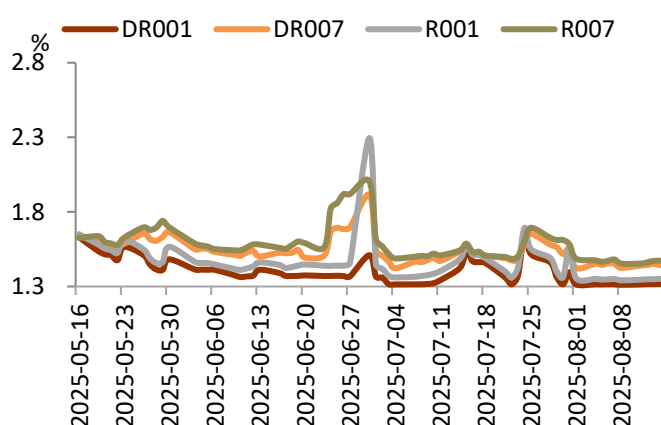
（2）风险资产吸引力上升，债市性价比降低

随着经济“弱复苏、低通胀”预期趋于钝化，不仅债市对经济数据的交易权重下降，市场风险偏好持续修复。在政策持续呵护下，股市成为下有政策底、上有博弈空间的资产，赚钱效应明显好于前两年，“资产荒”格局阶段性缓解，债市性价比减弱。

图表 14 货币市场公开操作

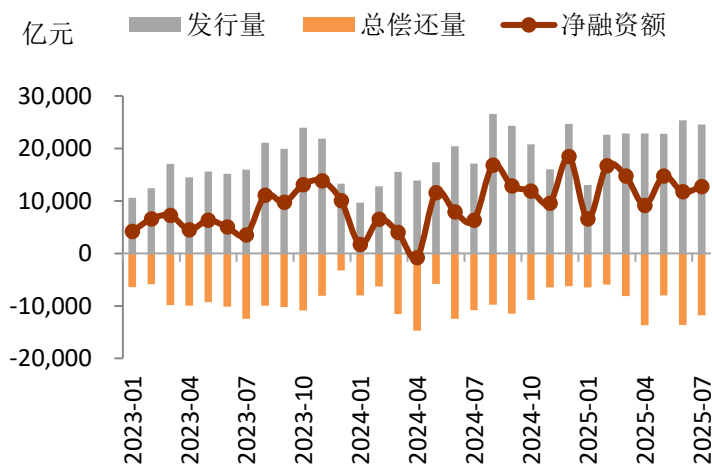


图表 15 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 政府债发行与到期情况



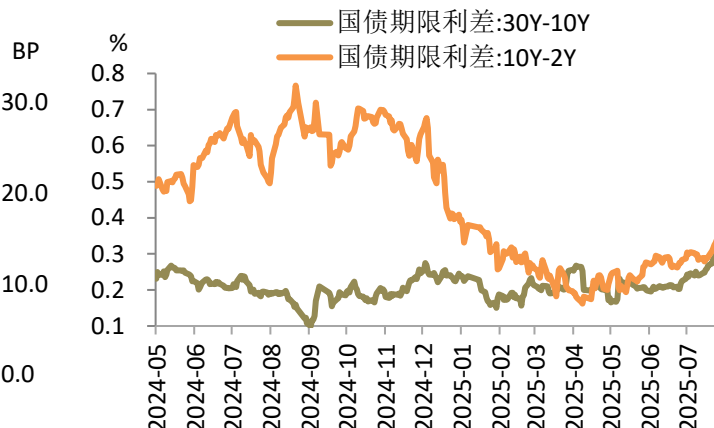
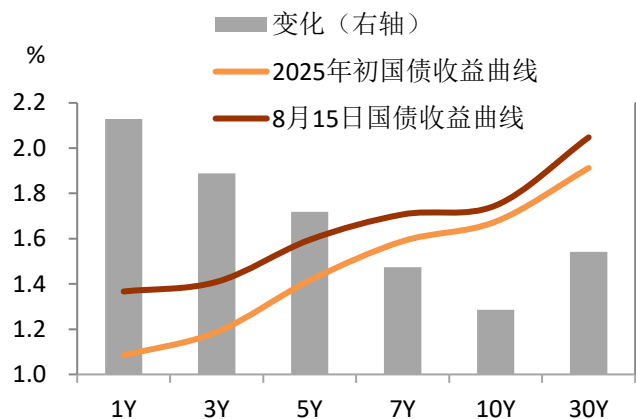
图表 17 票据贴现利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 18 国债收益率曲线

图表 19 国债期限利差



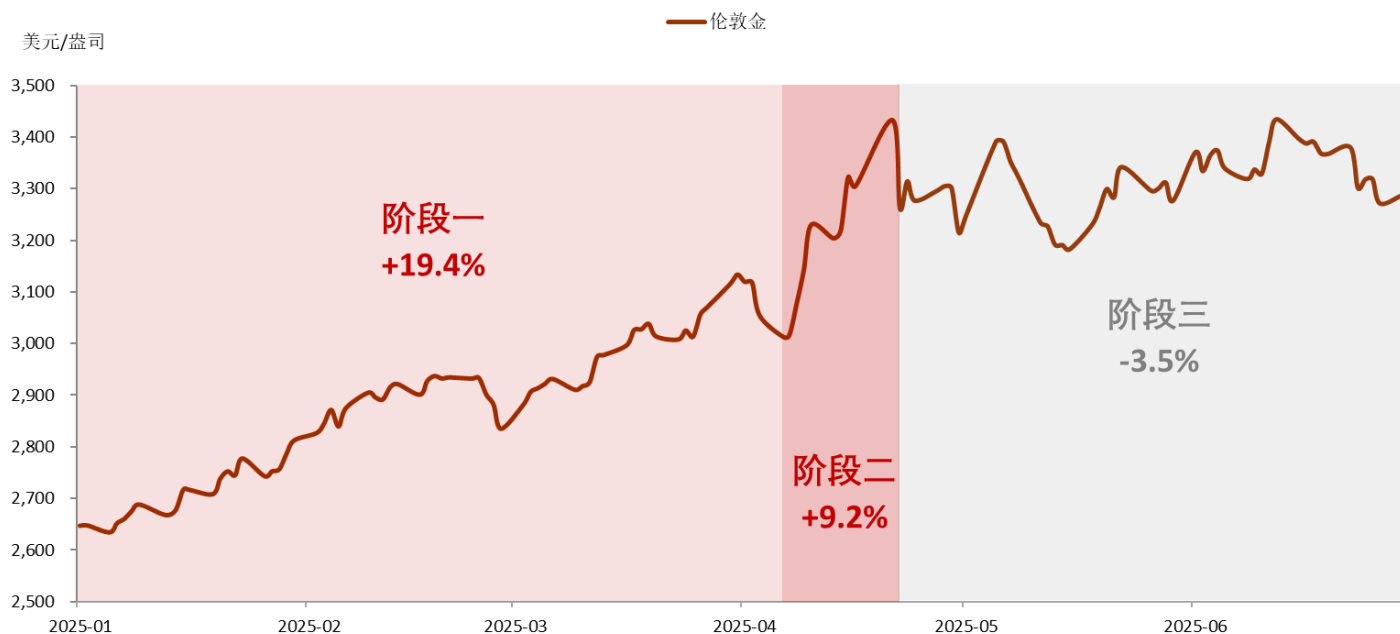
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、商品市场

1. 黄金

2025 年上半年，金价延续去年涨势，上涨逾 25%，主要受特朗普上任后其政策引发的避险情绪升温、衰退预期加剧及美元信用受质疑的推动。其主要走势分为以下 3 个阶段。

图表 20 2025 上半年黄金走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

阶段一：特朗普上任引发避险升温，关税不确定性与衰退预期推升金价（1.1-4.2）。特朗普正式上任后，贸易摩擦预期强化，关税不确定性压制企业信心并扰动市场预期。2 月起，
敬请参阅最后一页免责声明

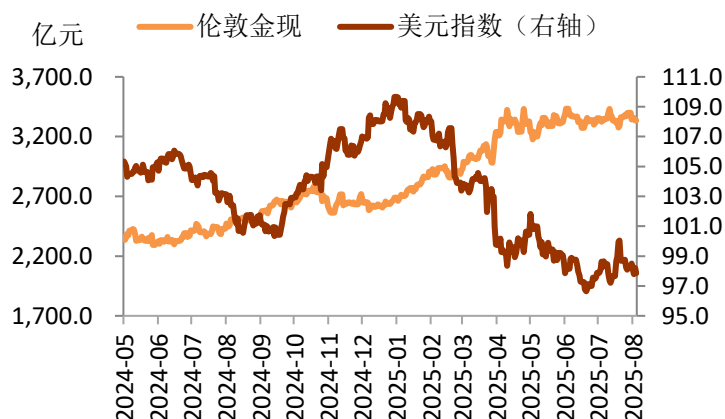
美国多项“软数据”连续走弱，叠加经济衰退担忧升温、美元指数与美债利率自1月中旬相继回落，共同推动金价震荡上行。与此同时，逆全球化趋势下，各国央行持续增持黄金，货币属性与避险属性占主导。

阶段二：关税冲击引发美元信用危机，定价更不确定的世界秩序，金价创下新高。（4.3-4.21）。随着“解放日”宣布的对等关税幅度大幅超出市场预期，全球市场避险情绪迅速升温，风险资产全面承压，出现剧烈调整。初期受流动性紧张与恐慌情绪影响，黄金一度遭遇被动抛售而短线回调。尽管特朗普于4月8日宣布关税延期90天，中美关税仍在不断加码，美国信用出现裂缝，遭遇“股债汇三杀”。金价定价更不确定的世界秩序，黄金的货币替代与避险功能再度扩大，叠加各国央行持续增持，推动金价反转上行，伦敦金价于4月22日突破3500美元，创下历史新高。

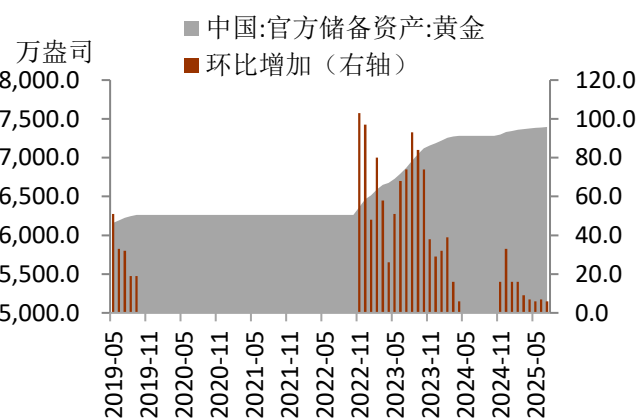
阶段三：关税缓和提振风偏，与地缘风险交织，多头情绪暂缓，金价窄幅震荡。（4.22-6.30）。自4月下旬起，美国对外关税政策出现缓和迹象，先后与英国、中国达成初步谈判成果，市场交易关税将阶段性降级，推动风险偏好修复，贵金属避险需求随之回落。此后，美国硬数据延续强劲，关税向消费端的价格传导未显现，美联储降息预期延后，对金价构成压制。进入6月，中东局势持续升级引发地缘避险情绪回暖，黄金短线反弹，但未能突破前期高点阻力。该阶段黄金震荡于3175-3450美元区间，呈现地缘风险与风险偏好回暖交织下的整理格局。

展望下半年，全球流动性延续宽松、地缘风险升温及逆全球化加速，将为金价再创新高提供支撑；但宏观不确定性虽较上半年收敛、上涨赔率趋窄，新高前仍需经历震荡与调整的消化期。黄金中长期看多基调未变，但下半年上行空间或趋收窄。年内最大的事件性不确定性——特朗普对外关税、对内“大美丽法案”已落地，宏观层面驱动更多来自边际变化，如对等关税幅度与执行节奏、美联储降息次数。当前金价依旧处于高位震荡，因此在刷新历史高点前，金价大概率维持震荡与调整。节奏上关注10-11月关税对通胀的实际传导影响，美联储降息节奏及市场预期变化、下任美联储主席及其政策取向，以及特朗普内外政策。

图表 21 伦敦金现与美元指数



图表 22 中国官方黄金储备



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2. 铜

2025 年上半年，铜价整体稳步上行，4 月受关税扰动短暂回调后迅速修复，其主要走势分为以下 3 个阶段。

图表 23 2025 上半年铜价走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

阶段一：全球制造业回暖叠加中欧财政扩张预期，矿端趋紧与关税预期共振推升铜价（1.1-3.26）。2025 年初以来，全球制造业景气回升，美国重回扩张区间并创 2022 年以来新高；欧元区核心经济体德国、法国制造业 PMI 亦由低位回暖。中国财政托底、俄乌停战重建以及欧洲财政扩张带动的基建预期，共同在宏观层面支撑铜价。基本上，矿端供应趋紧，现货 TC 价格跌至负值并创历史新低，紧平衡格局对铜价形成支撑。此外，铜关税预期升温及美国启动 S232 铜调查，推动 COMEX 铜溢价持续走高。

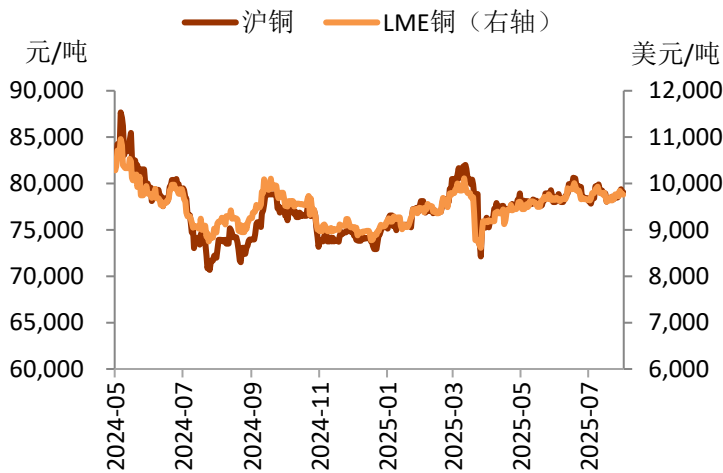
阶段二：关税冲击引发避险潮，铜价阶段性探底，（3.27-4.9）。3 月末，特朗普关税政策引发的避险情绪持续发酵，海外风险资产与大宗商品普遍承压下行。4 月初，美国宣布超预期的对等关税，避险情绪被推至高点，流动性危机与情绪恐慌共振，导致美铜、伦铜短期暴跌，最大回撤均超过 20%，并形成年内低点。

阶段三：关税扰动褪去，风险偏好回升，基本面紧平衡加剧，铜价持续修复（4.10-6.30）。随着对等关税延期落地，市场风险偏好回暖，铜价在超跌后迎来修复。特朗普关税政策、“大美丽法案”推动美元走弱，共同为铜价提供支撑。基本上，紧平衡格局延续且趋于加剧，海外矿端扰动频发，市场对精矿中期供应收紧的担忧升温，现货 TC 持续在 40 美元/吨下方震荡，对铜价中期底部形成有力支撑。

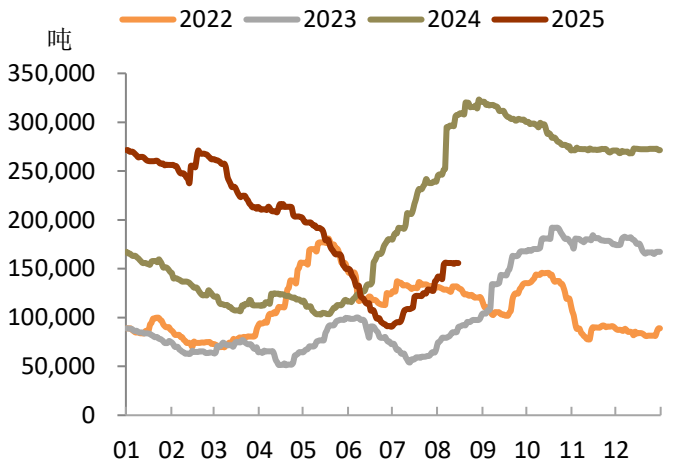
展望下半年，全球宽货币、宽财政与矿端趋紧共振，铜价下有支撑、中枢上移。宏观层面，全球央行仍处于降息周期，中、美、欧财政扩张预期明确，全球 PMI 有望延续回暖。尽

管关税扰动仍存，但在各国财政、货币宽松预期下全球陷入衰退的概率不高，整体宏观环境利于铜价上行。基本面方面，预计 2025 年全球铜精矿供应增速仅 1.7%、2026 年将进一步放缓至 1.4%；年中长协 TC 再创新低，显示矿端供应趋紧，成本端支撑依旧稳固。下半年国内中小冶炼厂或因低加工费面临减产风险，全球精铜新增产能释放受限，紧平衡格局有望延续，对铜价形成支撑。

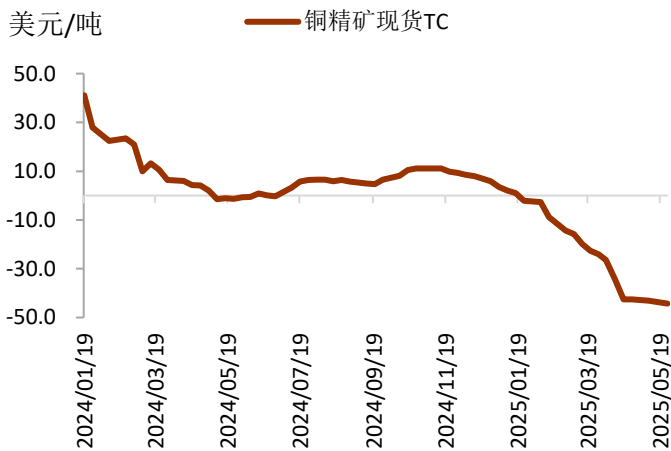
图表 24 国内外铜价走势



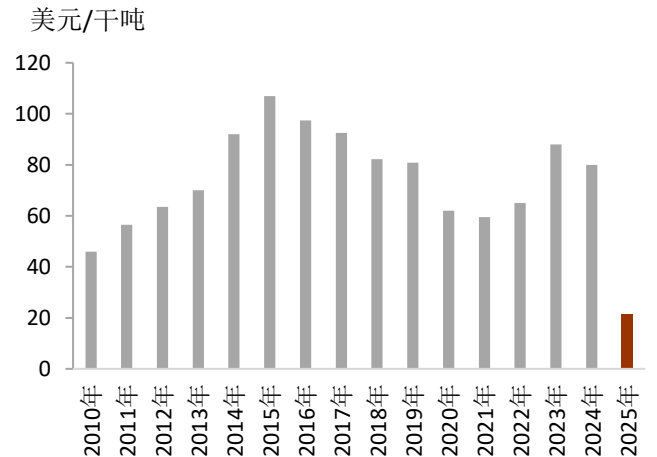
图表 25 LME 铜库存



图表 26 中国铜精矿现货 TC 走势



图表 27 中国进口铜精矿年度长单 TC 走势

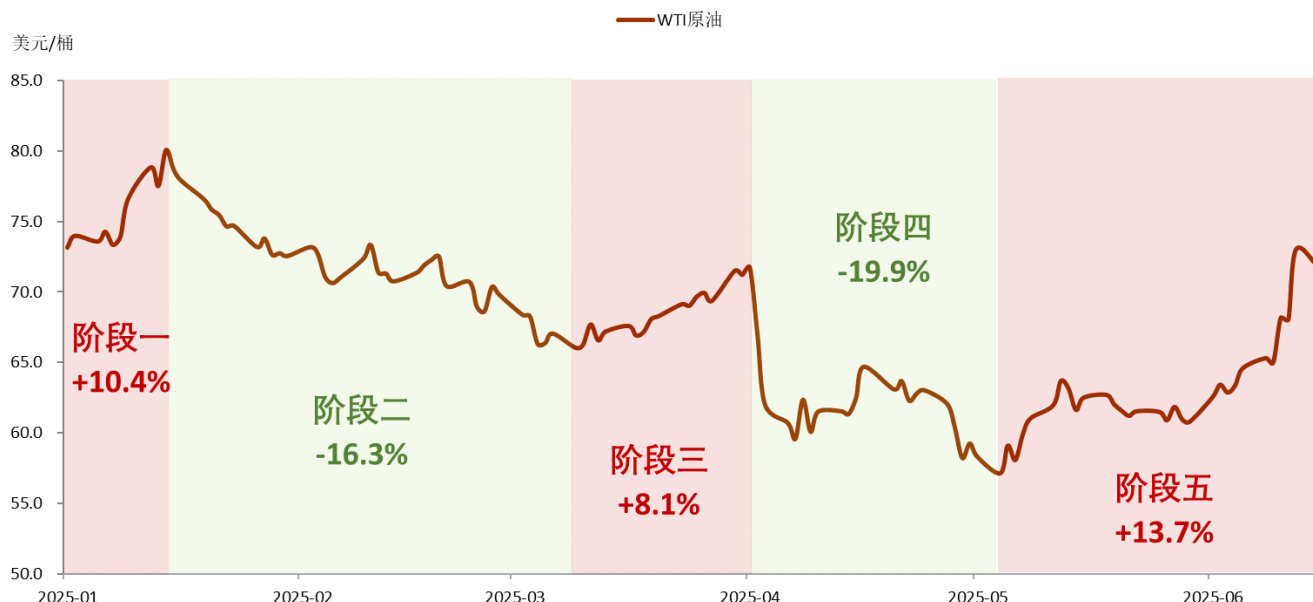


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3. 原油

2025 年上半年，大原油价格波动较大，地缘政治与关税等不确定性短期扰动价格，但整体供需失衡格局压制油价中枢，其主要走势分为以下 3 个阶段。

图表 28 2025 上半年油价走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

阶段一：供给忧虑升温，地缘冲突推油价创年内新高（1.1-1.15）。美国年初推出迄今最严厉的俄油制裁措施，叠加伊朗在中东局势紧张下的出口受限风险，令市场担忧供应中断；OPEC+成员国重申执行既定减产协议，短期稳住市场预期，但未新增减产。美国与欧洲出现寒潮，推高取暖燃料消费，对短期油品需求有提振作用。WTI 油价逼近 80 美元，创下年内高点。

阶段二：关税阴霾与基本面宽松共振，油价步入调整（1.16-3.10）。供给端，OPEC+推迟原定于 1 月启动的增产计划至 4 月执行，短期延缓了供给压力，但美国、巴西、加拿大等非 OPEC 产油国持续增产，加深了供过于求格局。需求端，特朗普关税政策施压宏观情绪，美国软数据意外走弱加剧衰退担忧，市场预期油品消费增速放缓、压制价格中枢；虽有中国等亚洲进口阶段性回暖及库存补充带来边际支撑，但整体需求复苏乏力。受供需偏松压制，油价从高位回落 16% 至 65 美元左右。

阶段三：需求回暖对冲增产预期，油价震荡偏强（3.11-3.31）。供给端，OPEC+确认自 4 月起逐步退出减产计划，美国库存意外累积，市场对二季度供应宽松预期升温。需求端，中国经济数据超预期并叠加政策刺激预期，带动亚洲需求信心回暖，但欧美经济走弱、成品油消费不均衡限制了上行空间。

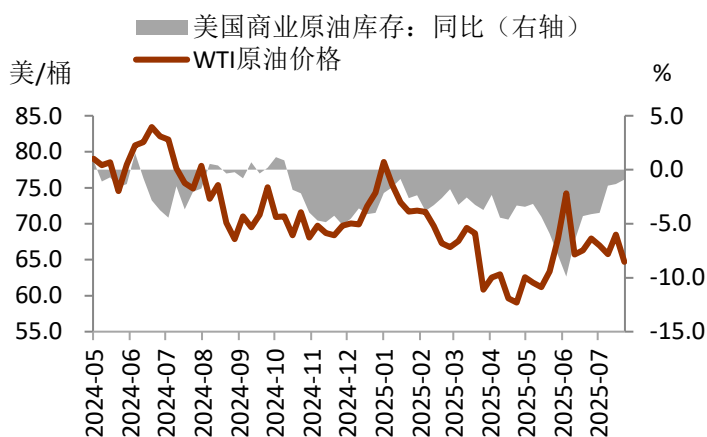
阶段四：供应宽松、需求悲观双压，油价快速下探至 55 美元（4.1-5.5）。供给端，OPEC+提前解除部分自愿减产，全球供应明显回升，美国、巴西等非 OPEC 产量扩张，加剧市场对

供过于求的担忧。需求端，美国关税升级与全球贸易紧张拖累宏观预期，4月解放日前后，全球风险资产暴跌，油价调整幅度近20%，最低至55美元；IEA大幅下调全年需求增速至仅73万桶/日，创金融危机以来非疫情年度最低水平。地缘方面，红海与霍尔木兹海峡风险持续存在，尚未演变为实质性冲击。整体上，供应宽松与需求悲观共振，成为4月油价快速下探的主因。

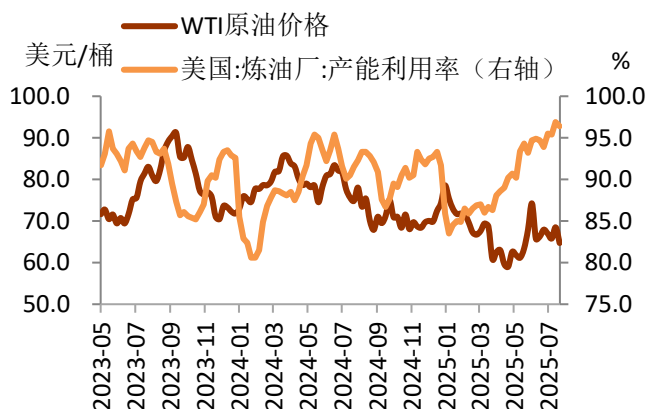
阶段五：基本面依旧宽松，地缘冲突带来短暂溢价（5.6-6.30）。5月起供给持续宽，OPEC+及非OPEC国家增产，库存不断累积；需求端，亚洲部分回暖，美国夏季驾车季需求略升，整体需求依旧疲软。6月初至中旬，伊以冲突升级与霍尔木兹海峡封锁预案推升市场担忧，WTI一度触及78美元，地缘溢价快速累积；但随着封锁措施未真正落地，供应未受实质影响，溢价迅速回吐，6月底在OPEC+增产与库存累积压力下，油价重新转入下行。

展望下半年，国际油价主线仍是“供强需弱”，油价震荡偏弱。供给端，OPEC+和非OPEC国家持续增产，全球库存已连增五个月并创近四年新高，供应宽松格局难改。需求端，全球经济动能温和，特朗普关税政策扰动复苏节奏，IEA将全年需求增速下调至不足70万桶/日，仅有季节性波动难以形成趋势性拉动。地缘风险或较上半年缓和，美俄阿拉斯加会面后“暂缓对购买俄油国家的制裁/关税”信号，意味着俄供维持，对价格偏空；中东局势虽偶有升温，但溢价多为短暂，难改基本面主导。EIA预计四季度Brent均价可能跌破60美元，市场价差也从逆价差逐渐收窄，显示现货紧张度下降。整体而言，下半年油价大概率维持震荡偏弱格局，上行风险主要在于中东运输中断、OPEC+超预期减产或美元意外走弱。

图表 29 美国商业原油库存



图表 30 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。