

2025 年大宗商品走势展望

核心观点

◆ 宏观政策：消费重视度提高，有色金属更收益

有效需求不足是当前经济面临的主要挑战，财政政策是主要的政策切口。2024 年的中央经济工作会议对提振内需的定位提高，“两新”或仍将是主要的需求侧抓手，房地产预计仍以拖举为主。预计新能源汽车、电网、家电消费保持增长，拉动有色金属需求；房地产建设各环节强度继续下降，拖累建材类商品需求。整体预计板块强弱有色>能化>黑色。

◆ 黄金：长期角度中枢将逐步上升

全球央行对黄金储备比例持续上升将支撑黄金价格，而通胀和利率走势不确定性仍较大。长期看黄金价格中枢可能逐步上升。

◆ 有色：铜和铝的基本面相对稳健

乐观情况下，明年铜矿产量将增长 3%，而全球铜需求预计增长 4%；电解铝供应增速为 2%，而新能源和电力需求将抵消地产走弱的影响，使整体需求增速预计达到 3%。

◆ 新能源：碳酸锂和工业硅过往产能增长过快导致超出需求

明年碳酸锂潜在产能增量将达 30%，而需求增速虽预计超过 20%，但整体上产能仍显得相对宽裕；工业硅需求预计增长 4%的同时带头产能将有 22%的增量，同样存在潜在产能增量过大的问题。

◆ 黑色建材：玻璃、钢材供需更为乐观，铁矿、焦煤供需相对较差

钢材价格可能长期在长流程成本到平电成本之间波动；明年全球铁矿需求增长约为 2%，供给增长约为 2.4%；焦煤供应显得较为宽裕，库存也相对较高；玻璃产能相对于高点已有显著去化，库存天数也从高位水平脱离。

◆ 能化：行业影响各异，整体表现较为分散

原油的脆弱性主要体现在减产联盟可能破裂的风险上；预计明年煤炭供需增速大体相当；橡胶、烧碱预期乐观，纯碱和 PVC 表现可能较弱。

公司资质

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字[2014]1 号

研究员：

汪浩铮

咨询电话：027- 65777109

从业编号：F3030975

投资咨询编号：Z0014278

◆ **农产品：棕榈油表现突出，棉花基本面相对偏弱**

预计明年棕榈油供给将回升，印度的刚性需求和印尼的 B40 生物柴油计划有望支撑消费；红枣产季将恢复性增产，但下游对新季成品采购的积极性较为一般；生猪供应缓慢增加但后置相对有限，价格仍面临压力；棉花产量增长且国内库存充裕，整体供给宽松。

目录

一、板块逻辑梳理	4
1.2024 年商品各板块表现	4
2.有效需求不足是当前经济面临的主要挑战	4
3.2025 年政策的发力方向	5
4.地产板块下行持续	6
5.新能源仍有增量	9
6. “两新”继续拉动有色金属消费	10
二、品种投资机会	11
1.重点品种观点——黄金	11
2.重点品种观点——有色	12
3.重点品种观点——新能源	13
4.重点品种观点——黑色建材	14
5.重点品种观点——能化	16
6.重点品种观点——农产品	17

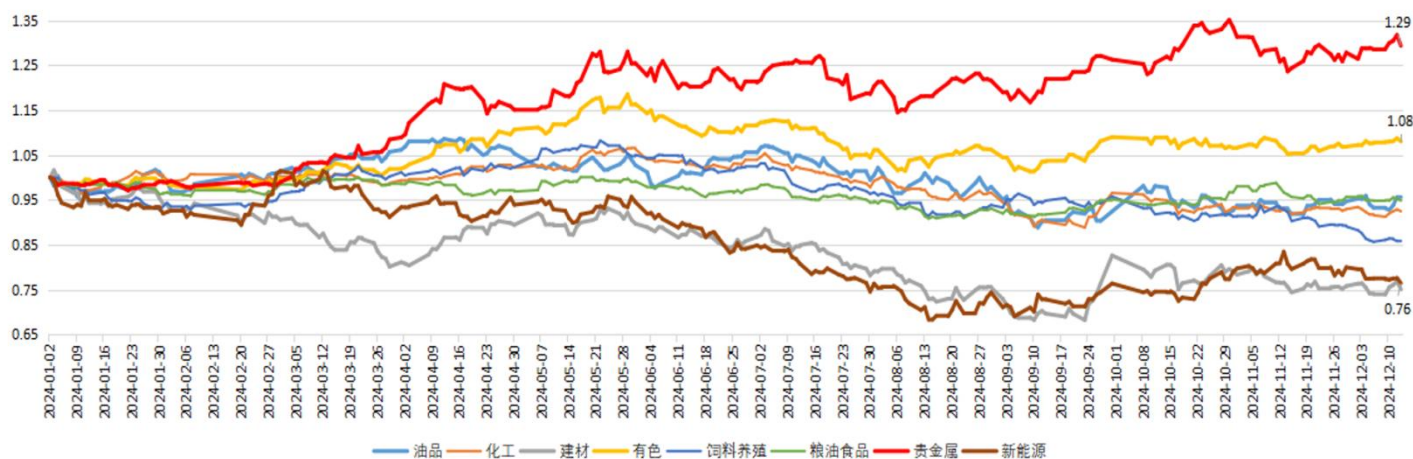
一、板块逻辑梳理

1.2024 年商品各板块表现

2024 年贵金属和有色金属板块表现较为亮眼，建材和新能源板块表现相对较差。年内，市场经历了两次显著的共振行情，分别发生在四月至五月和九月末至十月两段时间，这两轮行情主要由宏观交易引发，导致整体商品市场产生共振。

从整体走势来看，建材类板块大部分时间都处于下行态势，且其两轮反弹均属于下行趋势中的短暂回升。相较之下，贵金属板块整体呈上行趋势。而有色金属板块在年初经历了一轮快速上涨后，年末仍然保持了一定程度的涨幅。整体而言，各板块的表现与我国今年的宏观环境相符。

图 1:2024 年各板块指数走势



数据来源：iFind，长江期货

2.有效需求不足是当前经济面临的主要挑战

我们用核心 CPI 代表整体的终端消费情况，用 PPI 反映工业品的供需情况。上一轮工业品整体利润低迷时期在 2013-2014 年，当时通过供给侧改革推动了 PPI 的上涨。对比上一轮周期与当前周期，可以明显看出核心 CPI 目前处于较低水平，反映出当前终端消费相较于上一轮周期有所减弱。即上一轮周期在消费尚可的情况下面临供给过剩的问题，而今年则是在消费疲软的同时出现了供给过剩。

同时，从工业企业的开工率和产销率也能看出两轮周期的不同。在上一轮周期中，工业企业的产销率保持相对平稳。而今年，产销率和开工率均呈现同步下滑的趋势。两组数据表明本轮经济面临的挑战比过去更为复杂。

图 2:核心 CPI、PPI 同比变化

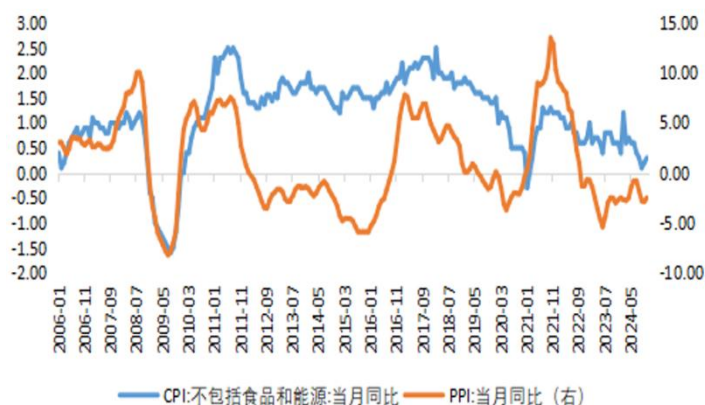
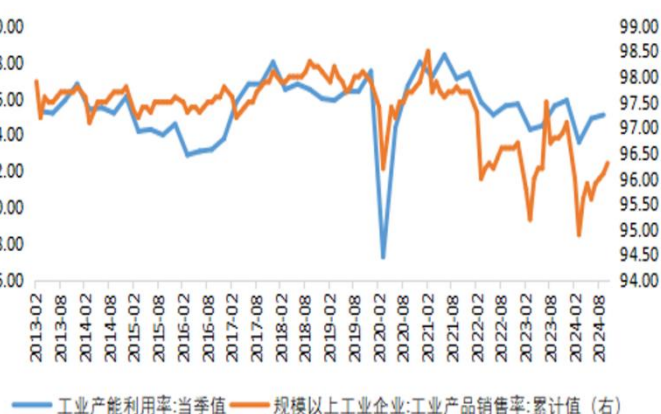


图 3: 工业企业开工率和产销率变化



数据来源：iFind，长江期货

数据来源：iFind，长江期货

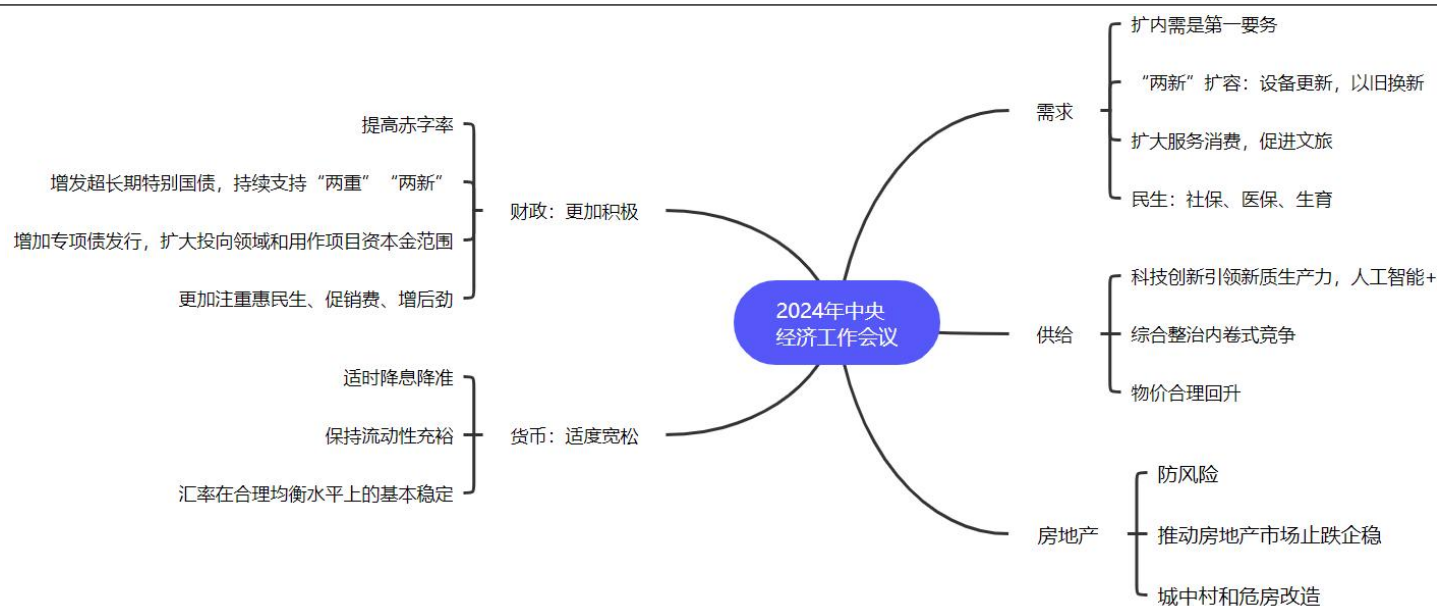
3.2025 年政策的发力方向

从 2024 年的中央经济工作会议来看，财政政策和货币政策都表现出更加积极的态势，货币政策提到适度宽松，财政政策则明确提出要提高赤字率的同时增加专项借贷的发行等，但具体政策的投向仍需进一步关注。

今年会议将需求放在重要位置，并提到扩大内需是第一要务。从具体内容来看，设备更新和以旧换新仍然是明年扩大内需的重要发力点。同时，扩大服务消费如文旅、民生支出等也被提及，但与商品消费关联不大。在供给侧方面，科技创新引领新质生产力发展，如发展人工智能等被强调，但与商品关系也不太紧密。会议提到的综合整治内卷式竞争以及物价合理回升，可能暗示明年会有一些非市场性的行政动作出现，以应对产能过剩带来的物价下行压力。在商品需求方面，房地产领域仍聚焦于风险防范，这意味着房地产政策可能维持既有的稳健而不冒进的方针，难以预见到显著的政策推动。

总体上看，明年需求侧主要政策抓手或仍在“两新”，对有色金属需求构成支撑。房地产市场预计继续承压，建材类商品需求预计仍不佳。

图 4:2025 政策发力方向



资料来源：新闻整理，长江期货

4.地产板块下行持续

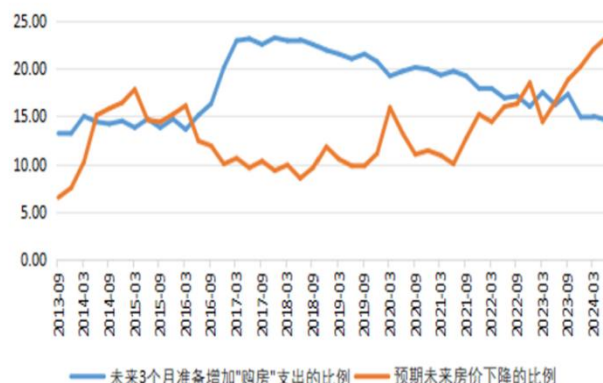
（1）市场化机制下修复路径漫长

从国际经验来看，市场化机制下房地产市场的修复通常是一个漫长的过程。由于房价预期下滑、经济景气度较低，居民延缓购房，导致房地产销售长期低于理论需求。参考日本房地产泡沫破灭后，长达 10 年时间内新房购置需求低于按人口和城镇化率推导的理论需求。援引房地产协会测算，假定我国 2035 年基本完成城镇化目标，人口保持 14 亿，人均居住面积 42 平方米，不计空置率，预计直至 2035 年我国年均新增住房需求 12 亿平左右。2022 年商品房销售面积回落至理论值、近两年保持在理论值以下，从时间周期来看出清或尚未完成。从央行调研情况来看，去年以来居民对房地产看跌比例快速抬升、购房意愿持续下滑，政策效果并不明显。

图 5:商品房销售与理论需求对比



图 6:居民对楼市走势预期



数据来源：伍戈经济笔记，长江期货

数据来源：iFind，长江期货

（2）房价企稳仍有待观察

在当前购房需求下滑的背景下，房地产市场面临着较大的去库存压力。观察北上广深等城市的住宅去化周期数据可知，尽管波动较大，但自2021年销售下滑以来整体去化周期呈现上升趋势，表明去库存压力依然显著。今年9月底政策出台后，房地产销售自10月起出现了较为明显的改善，新房和二手房销售量均有所回暖，但从总体销售水平来看这一改善强度有限，而二手房挂牌价格仍在下滑，因此此轮政策对房地产市场能否企稳仍有待观察。过去几年地产政策主要集中在刺激居民购房需求上，包括放宽限购政策、降低交易成本如契税优惠等。但是，在居民购房需求后置的情况下，我们认为单纯从居民需求角度可能难以扭转整体趋势。

图 7:商品房销售增速与库存周期对比

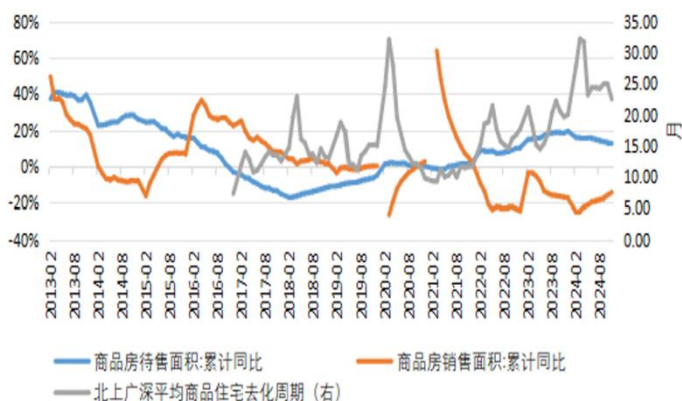
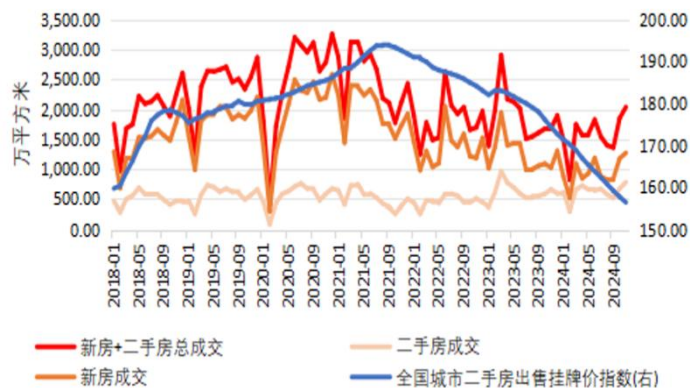


图 8: 商品房成交与价格



数据来源：iFind，长江期货

数据来源：iFind，长江期货

（3）收储政策推进缓慢

尽管政策上推出了收储措施以期进一步托底房地产市场，但实际推进却相对缓慢。五月份设立的保障性住房再贷款政策整合了过去的收储政策，额度三千亿元。然而，截至九月底，使用率仅 5.4%，显示出收储项目整体推进缓慢。

收益要求和实操难度制约政策实施。在房价下行的周期中，要求收储并出租来产生回报变得尤为困难。从需求角度看，租房需求主要集中在一二线城市，而三四线城市租房需求不高。以北上广深为例，目前房屋出租的租金回报率仅为 1.5%至 2%，与再贷款利率 1.75%相比利差较低。其次，收储过程在操作层面上也存在诸多困难。例如，若一栋楼中部分房屋已售出再收储同栋其他房屋将变得难以推进，因此实际操作中往往要求整栋楼都未销售才能收购，这增加了操作的难度。

图 9:保障性住房再贷款

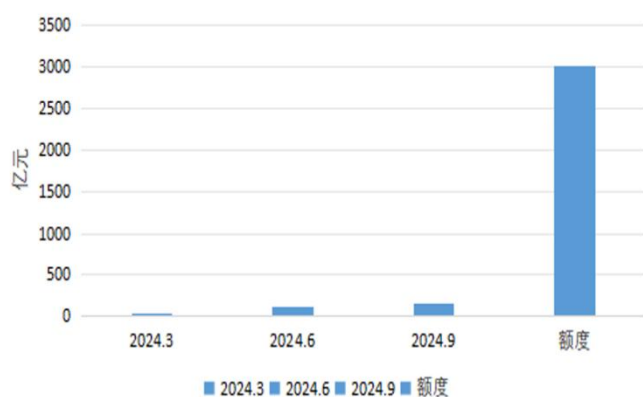
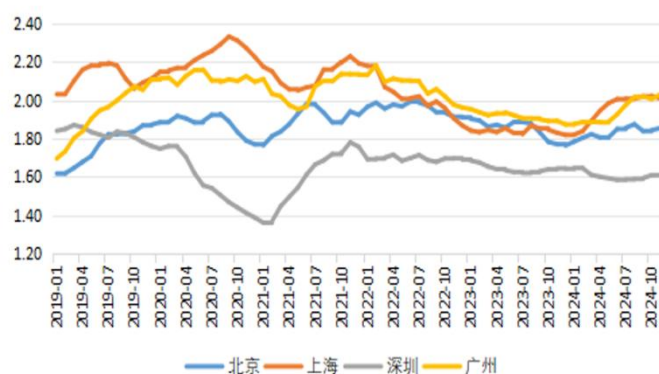


图 10: 租金回报率



数据来源：iFind，长江期货

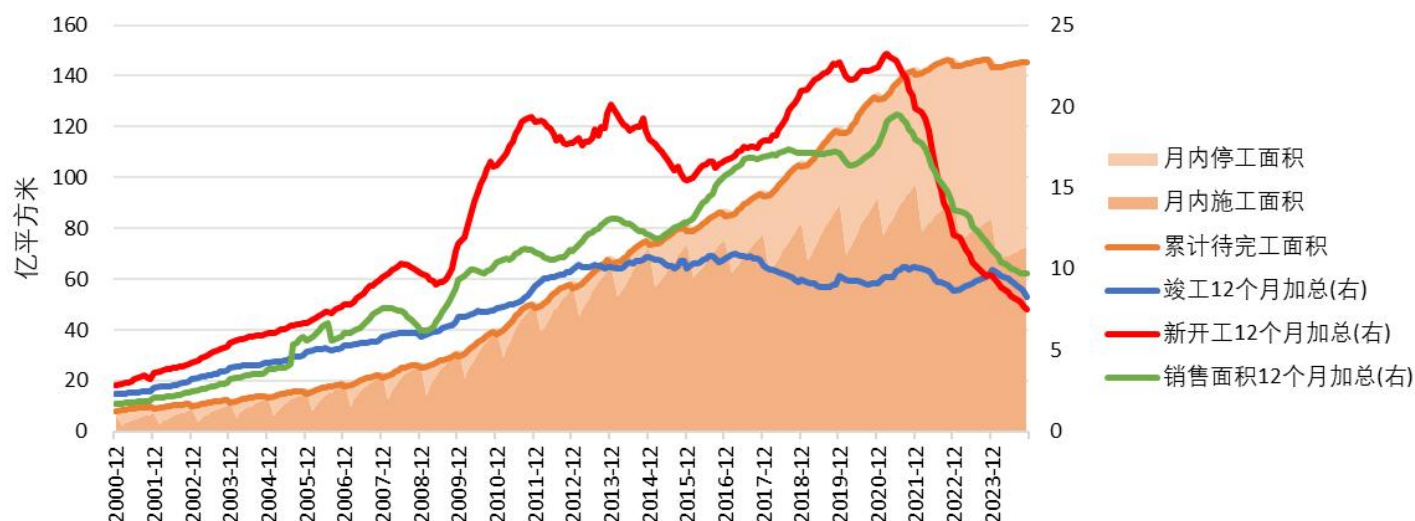
数据来源：iFind，长江期货

（4）施工强度减弱拖累实物需求

自 2021 年起，地产方面销售与新开工数据迅速下滑，2024 年新开工面积首次低于竣工面积。从待完工面积来看，数据近两年才开始触顶且降幅尚不明显，显示出储备消化的压力依然较大。同时，当前施工面积与停工面积相比，施工比率明显下降，反映出建筑施工强度的减弱。整体而言，无论是销售、竣工、新开工，还是施工环节，都在拖累实物需求的增长。

我们统计了十家券商对 2025 年地产各项指标的预判，新开工降幅平均预计为 13%，竣工降幅同样为 13%，销售预计将下滑 5%。整体来看，市场普遍预期明年地产市场将继续下行，需求将持续受到拖累。

图 11:房地产各环节建设强度均下滑



数据来源：iFind，长江期货

表格 1：部分券商对 2025 年房地产各项指标的预期

	新开工	竣工	销售
券商 1	-17.90%	-12.80%	-12.80%
券商 2	-10%	下滑	-7%
券商 3	-5.20%	-24.30%	-5.80%
券商 4	-9%	-6%	2%
券商 5	-10%	-10%	-5%
券商 6	下滑	下滑	-3%
券商 7	-12%	-8%	-7%
券商 8	-20.00%	-22.00%	-5.10%
券商 9	-15.00%	-15.00%	-4.80%
券商 10	-17.90%	-7.70%	-8.30%
平均	-13.10%	-13.30%	-5.60%
2024.1-11	-23.00%	-26.20%	-14.30%

数据来源：收集整理，长江期货

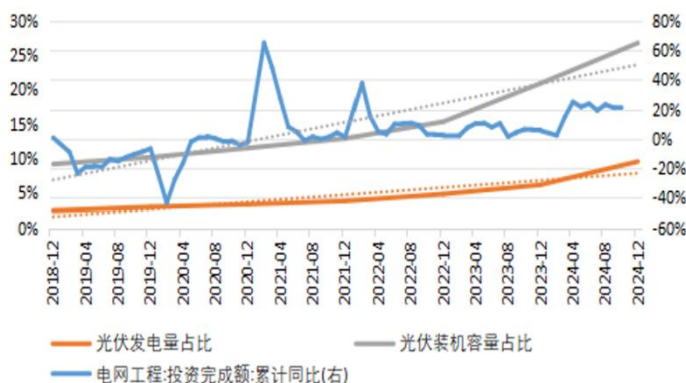
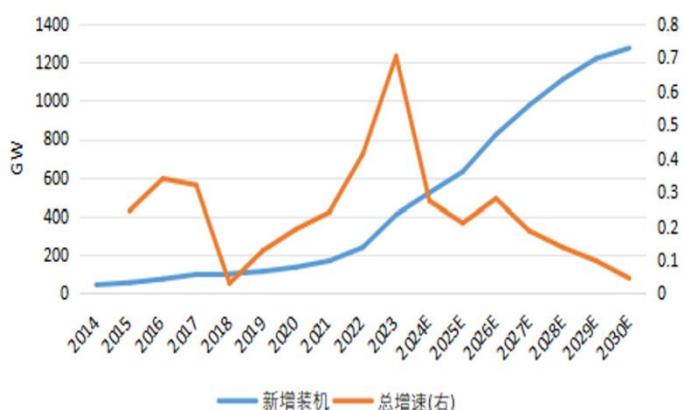
5.新能源仍有增量

2025 年新能源板块预计还将有增量需求。据 BNF 预测，从 2024 年至 2030 年，光伏每年新增装机量将持续增长，今年与明年预计同比增速将超过 20%，光伏需求依然旺盛。随着光伏装机量的提升，理论上光伏发电量占比将相应提高。然而，过去两年的光伏装机容量占比提升速度明显快于光伏

发电量占比，这主要是因为大规模光伏项目集中在西北地区，需要适配的输电设施，而电网建设相对于光伏建设存在一定的滞后性。2024 年光伏电网投资累计同比增速达到了 20%，为近八年来的最高增速。在光伏快速发展的趋势下，我们预计电网投资增速也将保持在较高水平。相应地，光伏和电网投资对铜、铝以及光伏玻璃等材料的消费需求拉动作用将较为明显。

图 12:全球光伏新增装机预期

图 13:光伏消纳与电网投资对比



数据来源：BNF，长江期货

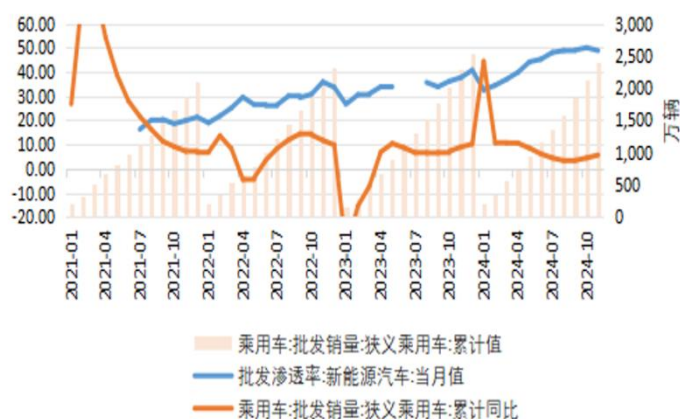
数据来源：iFind，长江期货

6. “两新”继续拉动有色金属消费

“以旧换新”或仍为主要刺激手段。中央经济会议提及扩容，但具体扩容至哪些板块尚不明朗。若明年继续实施汽车和家电的刺激政策，预计这两个行业将保持较好的增速。今年乘用车同比增长 5.6%，新能源车增速高达 37%，家电八大类平均增长 11.35%，整体增速显著。这两个行业主要涉及铜、铝和锂等相关需求。

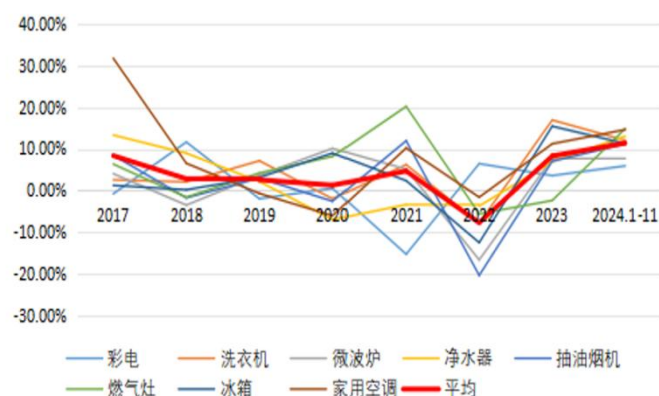
由于汽车和家电属于耐用消费品，其需求具有一定的周期性。在补贴政策的持续作用下，明年这两个行业的需求预计仍将保持一定水平，但后年可能会逐渐减弱，增速预计会逐步降低。参考券商的预期，2025 年汽车销量增速将下降至 2.5%，三大白电的增速预计为 8%。

图 14:乘用车批发销量（包括出口）



数据来源：iFind，长江期货

图 15: 八大家电累计消费同比



数据来源：iFind，长江期货

7.2025 年各商品板块总览

2025 年，房地产市场预计仍是主要拖累因素，而新能源电网、家电和汽车行业则将继续为增长贡献力量。从商品板块需求端分析，有色金属板块在新一轮需求增长点中占比更高，预计将呈现出结构性的需求变化。建材板块则主要受房地产市场影响，整体需求可能呈现下滑趋势。对于能源化工类商品，由于整体分布较为分散导致表现可能偏中性，但内部差异较大，分化明显。

二、品种投资机会

1.重点品种观点——黄金

黄金的表现主要受美国通胀、美元走势以及近年来央行购金行为的影响。特朗普的政策组合包括低税收、高关税和低利率，其中关税和劳动力政策可能分别导致商品和服务项目的通胀上行。从两年期美债收益率与联邦目标基金利率的差额来看，两年期美债收益率上升反映出市场对未来降息幅度的预期正在减弱。由于特朗普政策方针存在自相矛盾，实际实施情况还需观察其上任后的具体表现，这也增加了通胀和利率方面的不确定性。

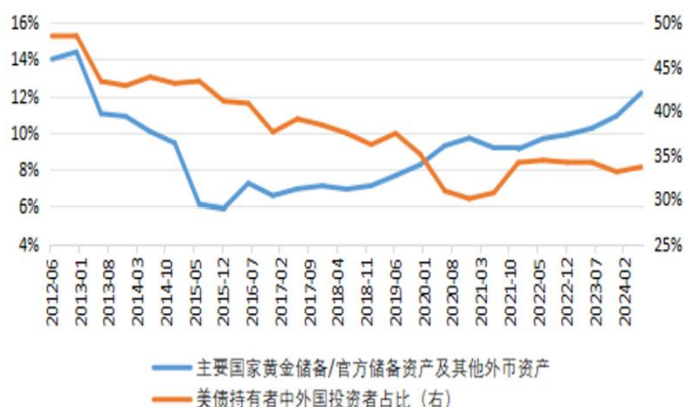
相对而言较为确定的趋势是，在上一轮特朗普执政期间，由于美国优先的政策主张，全球非美国投资者持有的美债比例下降、全球央行对黄金的储备比例持续上升。我们预计这一趋势在本轮特朗普执政周期内将继续延续，央行购金可能会持续支撑黄金价格。从长期维度看，黄金价格中枢可能会逐步上升。

图 16:美国核心 CPI、联邦基金利率、国债收益率变化



数据来源：iFind，长江期货

图 17:全球央行持有黄金、美债数据变化



数据来源：iFind，长江期货

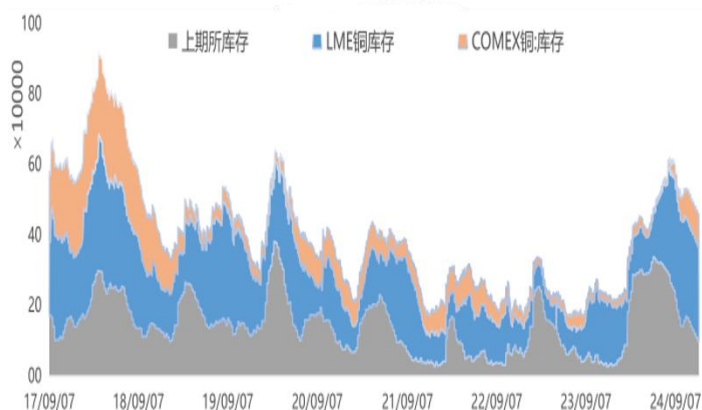
2.重点品种观点——有色

整体而言铜和铝的基本面相对稳健。

铜的供应紧张主要源于矿端。2024 年全球交易所铜的库存处于较高位置，矿端供应紧缺使得加工费明显萎缩。根据 SSG 的预期，乐观情况下，明年铜矿产量将增长 3%，而全球铜需求预计增长 4%。预计明年矿端供应偏紧的问题可能仍将持续。

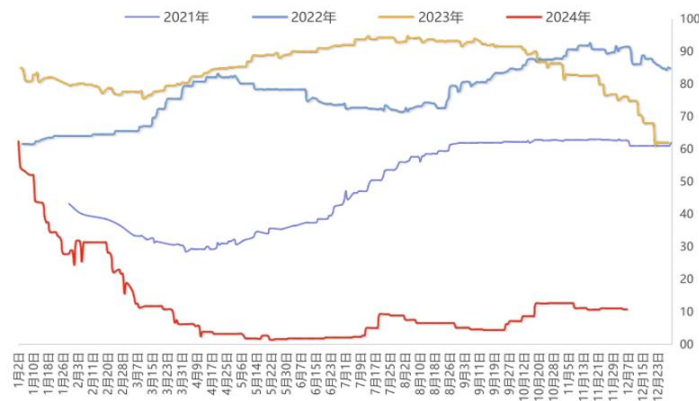
目前铝的运行产能已接近上限，2025 年可复产空间有限。俄铝受制裁后可能更多流入国内市场是重要的潜在增量。整体上我们预测明年电解铝供应增速为 2%。新能源和电力需求将抵消地产走弱的影响，整体需求增速预计达到 3%。预计铝需求增速略优于供应增速，供需格局较好。

图 18:全球交易所库存：铜



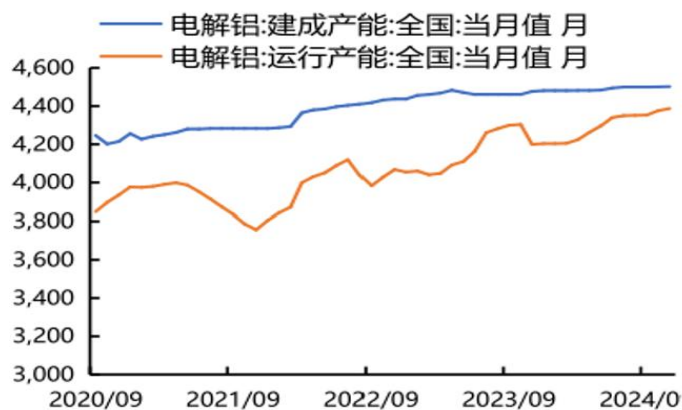
数据来源：iFind，SMM，百川盈孚，长江期货

图 19:铜精矿：现货：粗炼费（TC）美元/吨



数据来源：iFind，SMM，百川盈孚，长江期货

图 20:全国电解铝建成产能与运行产能



数据来源: iFind, SMM, 百川盈孚, 长江期货

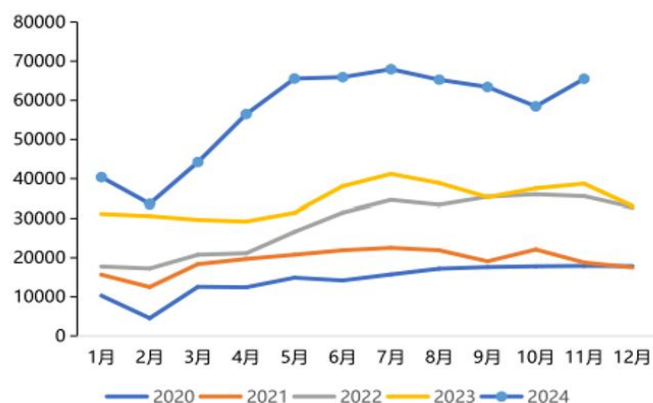
3.重点品种观点——新能源

碳酸锂和工业硅目前均面临过往产能增长过快导致超出需求的情况。

预计到 2025 年,碳酸锂的潜在产能增量将达到 30%,而需求增速虽预计超过 20%,但整体上产能仍显得相对宽裕。不过,鉴于当前价格已处于较低水平,若产能投放不及预期,可能会引发节奏性的市场行情。

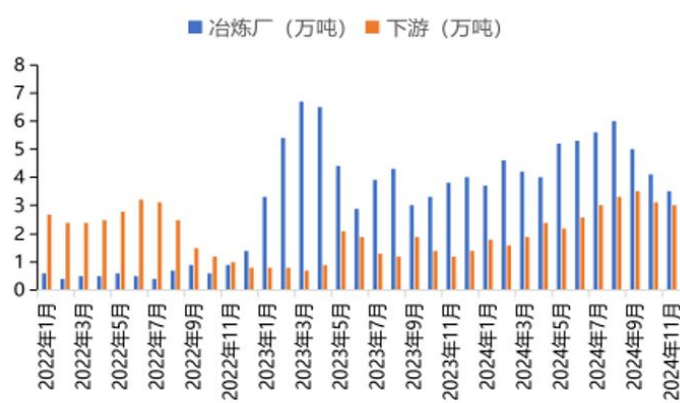
工业硅方面,2025 年需求预计增长 4%的同时带头产能将有 22%的增量,同样存在潜在产能增量过大的问题。因此,从总体格局上看,工业硅也承受着一定的压力,但这并不排除存在结构性机会的可能。

图 21:国内碳酸锂月度产量



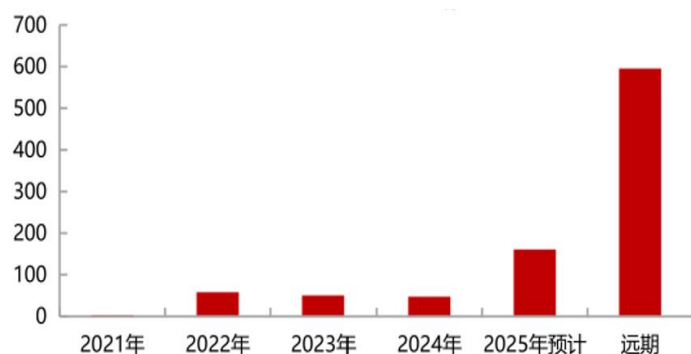
数据来源: SMM, 百川盈孚, 长江期货

图 22: 碳酸锂库存结构



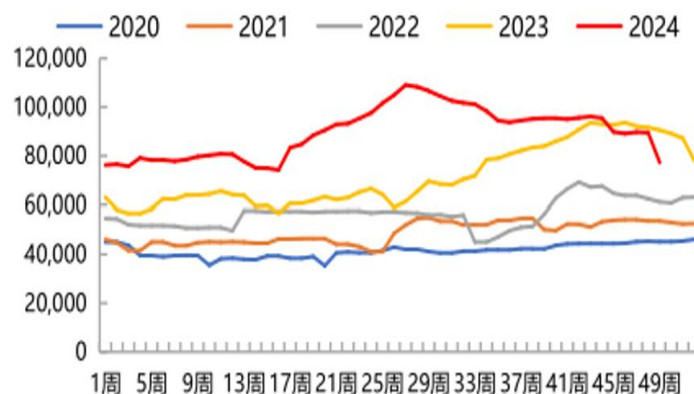
数据来源: SMM, 百川盈孚, 长江期货

图 23:工业硅新增产能



数据来源：SMM，百川盈孚，长江期货

图 24: 工业硅产量



数据来源：SMM，百川盈孚，长江期货

4.重点品种观点——黑色建材

黑色建材板块，通过观察粗钢消费量的整体变化，我们发现近年来地产需求的下滑对整体市场的影响要大于基建和制造业投资所带来的拉动。因此，我们认为钢材市场目前仍处于承压状态，可能会长期在长流程成本到平电成本之间波动。

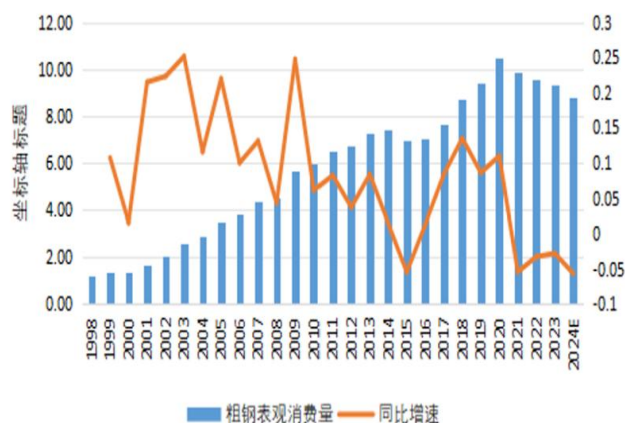
铁矿方面，预计明年全球四大矿山的产量将增长 3.9%，而全球铁矿需求增长约为 2%，供给增长则约为 2.4%。对于国内市场而言，需求端持续下滑而供给端有所增加，因此整体基本面并不理想。

焦煤方面，预计 2025 年供给端将出现增量，山西省设定的煤炭产量目标就意味着其产量将同比增长 8%，这将导致焦煤供给相对宽裕。在进出口方面，蒙古国 2025 年的焦煤出口目标同比增长 6.4%，这一增量足以替代澳大利亚和美国今年全年的进口量。因此，焦煤供应显得较为宽裕，库存也相对较高，供需形势不佳。

相比之下，玻璃行业虽然目前亏损较大，但其产能相对于高点已有显著去化，同时库存天数也从高位水平有一定程度的脱离，因此其基本面相对较好。

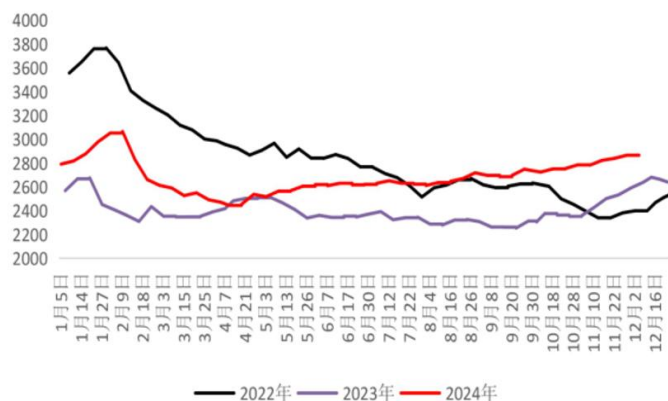
整体而言，玻璃和钢材的供需状况可能会更为乐观，而铁矿和焦煤的供需形势则相对较差。

图 25:粗钢表观消费量及同比增速



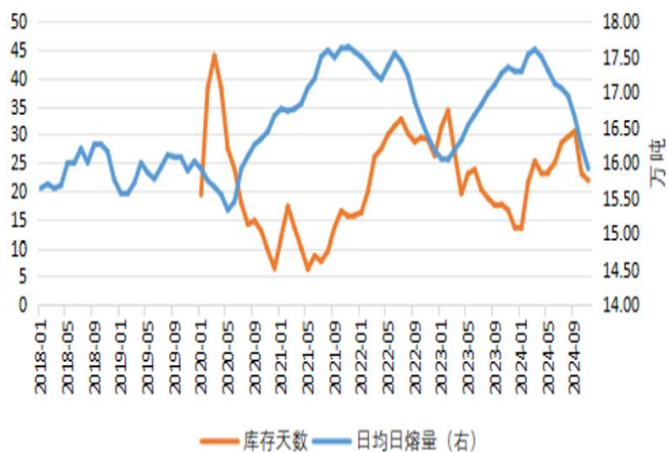
数据来源：iFind，长江期货

图 26:焦煤总库存



数据来源：钢联，长江期货

图 27:浮法玻璃产能



数据来源：iFind，钢联，卓创资讯，长江期货

表格 2：2025 年铁矿石新增产能产量（万吨）

矿山	项目	新增产能	进展	2025 年产量增长
淡水河谷	北、东南、南三系统	4,300	明年上半年投产	1,400
力拓	西坡、西芒杜	2500、6,000	明年 3 月、10 月投产	1,400
必和必拓	巴西萨马科（50%）	1,600	26 年年中投产	400
FMG	铁桥项目、绿色铁素	500、1,500	明年增产、明年投产	1,250
非主流	昂斯洛项目	3500	今年年中首交，明年年中满负荷	1,500
其他非主流		1200	考虑高成本影响	500
合计	-	-	-	6,450

数据来源：钢联，长江期货

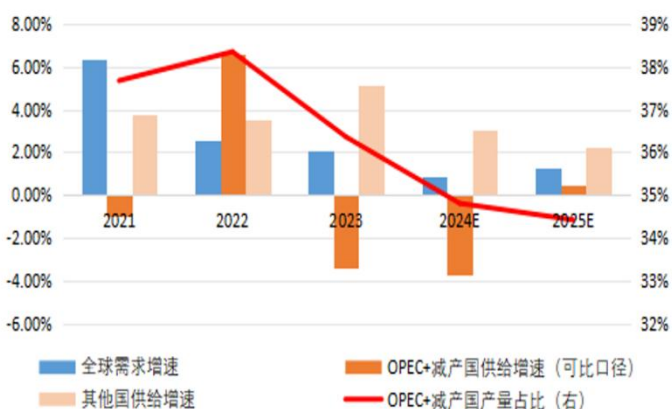
5.重点品种观点——能化

能化板块，原油市场目前处于 OPEC 持续限产以维持平衡的状态。疫情之后，全球原油需求增速逐渐回归至原有下滑趋势，而 OPEC 以外国家的产量增速相对较高。因此，OPEC 不得不持续削减自身市场份额以支撑市场。对于原油而言，其脆弱性主要体现在减产联盟可能破裂的风险上，若减产联盟仍不破裂，则价格可能长期保持稳定。

煤炭方面，新能源如锂电和光伏的用电量增长显著，即电力需求仍在增长，但由于新能源的发展导致火力发电占比下降，煤炭整体用量增长并不明显。因此，预计明年煤炭供需增速大体相当，可能呈现小幅略过剩的状态，矛盾并不突出。

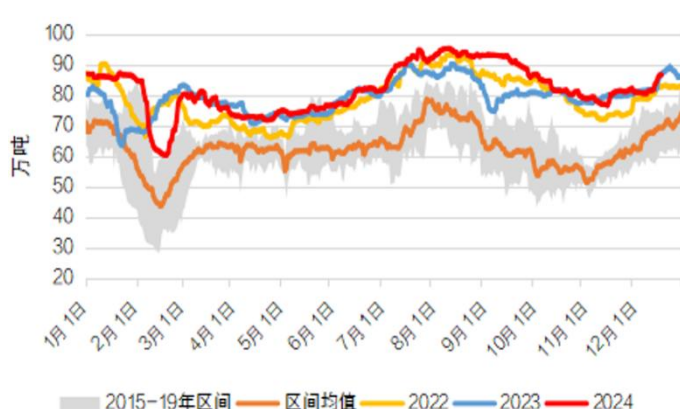
其他能化品种中，由于行业影响各异导致整体表现较为分散。就我们判断而言，橡胶表现相对较好，主要是因为其供给端正处于大周期见顶的状态，而消费端则受到汽车行业的利好推动。此外，烧碱的预期也相对乐观，因其下游氧化铝行业在 2025 年预计会有较大幅度的扩产，这将带动烧碱的需求增长。相比之下，纯碱和 PVC 的表现可能会较弱。纯碱本身处于扩产的大周期中，市场竞争激烈，PVC 的主要需求则依赖于房地产行业，而当前房地产行业面临挑战，因此 PVC 的需求也将受到影响。

图 28:原油市场供需数据



数据来源：EIA，长江期货

图 29:六大发电集团日均耗煤量



数据来源：iFind，长江期货

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

武汉总部

地址：湖北省武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 13、14 层

邮编：430000

电话：027-65777110

网址：<http://www.cjfc.com.cn>