

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数-1.72%，创业板指-4.87%，上证50-1.61%，沪深300-2.22%，中证500-3.26%，中证1000-2.77%。

经济与企业盈利：2月PMI环比回升，降息、化债等多项政策落地有望推动经济进一步复苏；上市公司三季报方面，非金融行业业绩增速延续下滑态势，金融业在股票国债等资产价格上涨情况下产生了大量的资产价值变动收益，业绩出现改善。

利率与信用环境：10Y国债利率回升，信用债利率回升，信用利差上行；中国1月社融超出预期；DR007利率边际回升，流动性中性偏紧。

资金面：偏股型基金发行量边际增加；ETF基金净申购量为负；融资余额大幅增加；重要股东净减持金额减少；IPO批文数量不变。

宏观消息面：

1、中共中央政治局召开会议，讨论政府工作报告，会议强调，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市；2、两会即将开幕，众多经济政策与目标将公布；3、统计局：2月制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月上升1.1个百分点；4、国家能源局：光伏内卷式竞争仍未根本解决，正在配合有关部门研究完善政策措施；5、特朗普表示，对墨西哥和加拿大的关税措施于3月4日实施；6、美乌总统会晤多次发生争执，双方未签署矿产协议；7、美国第四季度核心PCE价格指数增幅从2.5%上修至2.7%，美国消费者信心创逾三年最大降幅。

市盈率：沪深300:12.55，中证500:28.31，中证1000:38.31，上证50:10.75。

市净率：沪深300:1.35，中证500:1.85，中证1000:2.12，上证50:1.21。

股息率：沪深300:3.42%，中证500:1.81%，中证1000:1.45%，上证50:4.29%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.25%/+0.12%/-0.29%/-1.53%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.37%/-1.03%/-2.56%/-4.51%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.64%/-1.45%/-3.36%/-5.64%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.27%/+0.39%/+0.37%/-0.92%。

交易逻辑：海外方面，近期美债利率高位震荡，对A股影响减弱。国内方面，2月PMI季节性走高，近期经济高频数据有所好转，1月M1两年复合增速上升，社融转强。12月政治局会议和中央经济工作会议措辞较为积极，释放了大量稳增长信号，各部委已经开始逐步落实重要会议的政策，尤其是央行设立两大货币工具用于购买股票，政策鼓励中长期资金入市。当前国债利率处于低位，股债收益比较高，淤积在金融系统的资金有望流入高收益资产，经济也有望在众多政策的助力下逐步复苏。随着年报业绩预告密集披露期结束，科技成果不断涌现，市场情绪转为积极。建议逢低做多与经济高度相关的IH或者IF股指期货，亦可择机做多与“新质生产力”相关性较高的IC或者IM期货。

期指交易策略：单边建议IF多单持有，套利暂无推荐。

## 国债

经济及政策：国内经济数据的改善主要集中在政策发力的领域，更多的数据修复仍需时间验证。海外方面，美国部分经济指标近期有走弱迹象。

1. 国家统计局数据显示，2月份，制造业采购经理指数(PMI)为50.2%:比上月上升1.1个百分点，制造业景气水平明显回升。从企业规模看，大型企业PMI为52.5%，比上月上升2.6个百分点，高于临界点；中、小型企业PMI分别为49.2%和46.3%，比上月下降0.3和0.2个百分点，均低于临界点；
2. 中共中央政治局召开会议：实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础；
3. 2025年2月，中国人民银行未开展公开市场国债买卖操作；
4. 欧洲央行管委卡扎克斯表示，必须继续降息，将逐步进行降息；在接近终端利率时必须保持谨慎；利率路径将取决于美国总统特朗普的政策；
5. 美国抵押贷款利率降至6.88% 创今年以来最低水平；
6. 美国1月个人支出月率录得-0.2%，为2021年2月以来最大降幅，结束2023年3月以来增长趋势；
7. 美国1月核心PCE物价指数年率 2.6%，预期2.60%，前值由2.80%修正为2.9%；美国1月核心PCE物价指数月率 0.3%，预期0.30%，前值0.20%；
8. 特朗普政府不确定性升温 美国银行客户交易活动放缓；
9. 摩根士丹利：若市场隐含的利率低点下行 则10年期美债收益率或跌破4%；
10. 美国1月耐用品订单月率为3.1%，预期2%，前值由-2.20%修正为-1.8%；
11. 美国总统特朗普表示，对墨西哥和加拿大的关税措施于3月4日实施；
12. 美国至2月15日当周初请失业金人数 21.9万人，预期21.5万人，前值由21.3万人修正为21.4万人；
13. 美众议院通过预算决议，十年内削减4.5万亿美元税收及2万亿美元支出，可能将大幅限制医疗补助和食品援助项目。

流动性：上周央行逆回购投放16592亿，到期15261亿，MLF投放3000亿，净投放4331亿，DR007利率收于2.13%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.73%，周环比反弹2.78BP；30Y国债收益率收于1.90%，周环比反弹1.5BP；2、最新10Y美债收益率4.24%，周环比回落18BP。

小结：近期股市行情好转，宽货币政策预期放缓及市场流动性持续处于偏紧的状态，债市有一定的承压。中长期看，仍需关注经济基本面的改善情况，短期观望为主。

## 贵金属

行情总结：上周贵金属价格表现弱势，截至周五收盘，沪金跌 1.80%，报 672.12 元/克，沪银跌 3.07%，报 7853.00 元/千克；COMEX 金跌 2.79%，报 2867.30 美元/盎司，COMEX 银跌 3.41%，报 31.71 美元/盎司；10 年期美债收益率报 4.24 %；美元指数涨 0.86%，报 107.56 ；

市场针对美国关税政策的预期交易缓和：COMEX 黄金近月合约持仓大幅回落，截至 2 月 28 日，COMEX 黄金 03 合约持仓量当日下降 1859 手至 10210 手，较 2 月 20 日减少 4973 手，当前 03 合约持仓量虽处于历史同期最高水平，但已经出现趋势性下降，预计后续持仓量仍将进一步减少。作为主力合约的 COMEX 黄金 04 合约持仓量较 2 月 20 日下降 20653 手至 36.52 万手。前期受到美国关税预期的影响，伦敦金与 COMEX 黄金价差在 1 月 30 日曾达到 58.4 美元/盎司的区间高位，当前纽约及伦敦价差已经大幅回落至 10.9 美元/盎司。前期 COMEX 黄金相较于现货市场出现明显溢价，现货黄金大量流入纽约市场，COMEX 黄金库存出现较大幅度上升，当前 COMEX 黄金累库幅度已经出现较大幅度放缓，2 月 27 日库存上升 3.33 吨至 1215.2 吨，库存增加幅度五日平均值由 2 月 20 日的 11.6 吨下降至 4.69 吨。黄金现货流入纽约市场的数量将随着 COMEX 黄金溢价的回落而减少，海外现货黄金紧缺情况将有所缓解，关税预期交易对于黄金价格的支撑也将持续弱化，短期来看，国际金价将难以走出偏强势的上涨行情。美联储货币政策表态偏鹰派，美元指数有所反弹：多位联储官员表态偏鹰派，美国堪萨斯联储主席施密特表示将尽可能地缩减资产负债表，关于通胀，施密特认为通胀风险偏向于上行。克利夫兰联储主席哈马克则表示美联储可能在相当一段时间内维持利率不变，当前的货币政策未显著具有限制性。费城联储主席哈克表示在不确定性下倾向于暂时维持现状，若没有任何通胀报告的变化，维持利率不变是更好的选择，市场对于美联储的货币政策预期边际转紧，当前 CME 利率观测器显示，市场预期美联储本年将在六月以及九月议息会议分别进行两次 25 个基点的降息操作。前期日元兑美元的强势表现是驱动美元指数走弱的重要因素，日本通胀数据低于预期，日本 1 月东京 CPI 同比值为 2.9%，低于预期的 3.2%和前值的 3.4%，东京核心 CPI 同比值为 2.2%，低于预期的 2.3%和前值的 2.5%。日央行的紧缩货币政策预期边际弱化，预计美元指数短线下跌趋势暂缓，将维持震荡偏强走势，这对于贵金属价格形成较为明显的利空因素。

贵金属持仓情况：SPDR 黄金 ETF 持仓量出现明显增加，由 2 月 20 日的 883.72 吨上升至 27 日的 906.1 吨，当周持仓量增加 22.38 吨。SLV 白银 ETF 持仓量上升 117.5 吨至 13638.7 吨。外盘金银管理基金净多持仓均有所下降，截至 2 月 25 日最新数据，COMEX 黄金管理基金净持仓下降 5517 手至 17.98 万手，COMEX 白银管理基金净多持仓下降 5367 手至 32939 手。

行情总结：纽约金及伦敦金价差大幅收窄，COMEX 黄金近月持仓持续回落，黄金市场对于特朗普关税政策的预期交易当前已告一段落，同时美联储货币政策紧缩预期相较于日本央行边际增强，美元指数短线将呈现震荡偏强的走势。贵金属短期出现强势表现的可能性较小，当前建议暂时观望，等待白银价格逐步回调企稳再寻找中期做多机会，沪金主力合约参考运行区间 651-677 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7560-8001 元/千克。

## 铂族金属

铂族金属针对特朗普政府潜在关税政策的交易主线消退，预计短期价格表现维持弱势：铂族金属市场关于特朗普政府潜在关税的交易持续转弱，其明显体现在纽伦价差及管理基金净持仓之中。NYMEX 铂金主力合约相较于伦敦现货铂金的溢价在 1 月 31 日达到 68.7 美元/盎司高位，截至 2 月 28 日，NYMEX 铂金

主力合约盘面转为贴水伦敦现货铂金 5.1 美元/盎司。NYMEX 铂金主力合约相较于伦敦现货铂金的溢价在 1 月 31 日为 77.8 美元/盎司，当前 NYMEX 铂金期货主力合约贴水伦敦现货铂金 6.1 美元/盎司。管理基金投机持仓方面，铂金管理基金净多持仓出现明显回落，截至 2 月 25 日最新数据，NYMEX 铂金管理基金净多持仓下降 11493 手至 8080 手。NYMEX 铂金净空持仓则增加 3027 手至 10160 手，主要受到空头持仓增加的影响。与此同时，美元指数本周受到美联储官员货币政策表态的影响走强，黄金及白银价格表现弱势，预计铂族金属期货价格短期仍将维持偏弱运行格局。

技术形态与策略建议：NYMEX 铂金主力合约在触及上方压力线后持续回落，在短期上涨趋势线破位后出现较大幅度下跌，当前需关注其继续下跌至下方趋势线后的价格表现情况，预计将在 920 美元/盎司一线得到支撑，策略上建议暂时观望，铂金主力合约参考运行区间 907-1000 美元/盎司。NYMEX 铂金主力合约在下破上升趋势线，在 896 美元/盎司区间前低一线得到支撑，预计短期将维持弱势震荡格局，铂金主力合约参考运行区间 877-986 美元/盎司。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价震荡下滑，伦铜收跌 1.62%至 9361 美元/吨，沪铜主力合约收至 76840 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 0.1 万吨，其中上期所库存增加 0.8 至 26.8 万吨，LME 库存减少 0.6 至 26.2 万吨，COMEX 库存减少 0.4 至 8.5 万吨。上海保税区库存增加 0.5 万吨。当周铜现货进口维持较大亏损，洋山铜溢价下滑，进口清关需求降低、进料加工出口窗口维持开启。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水 20.0 美元/吨，国内因价格高位震荡及月末因素成交偏弱，周五上海地区现货对期货贴水 100 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差缩窄至 1560 元/吨，再生铜制杆企业开工率延续提升。根据 SMM 调研数据，上周精铜制杆企业开工小幅下滑，需求边际走弱。消息面，加拿大矿工第一量子的 Cobre Panama 铜矿关闭使该国的经济陷入困境，在解决巴拿马社会保障政策问题后，他将对该矿的未来做出决定（2025 年 1 季度）。

价格层面，美国经济数据偏弱或使得其政策表态转松；中国迎来重要会议，关注政策表态与实际落地情况。产业上看，美国加征关税仍具有不确定性，当前计划本周开始对墨西哥和加拿大加征关税，短期需求端担忧加剧，而持续下跌的铜矿加工费带来的冶炼端减产预期，以及中国下游企业在价格回落后的补货需求将为铜价带来支撑，总体短期铜价存在下探风险，但抵抗预计较强。本周沪铜主力运行区间参考：75800-78000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9150-9550 美元/吨。

## 铝

供应端：截止1月份底，SMM统计国内电解铝建成产能约为4571万吨，国内电解铝运行产能约为4351万吨左右，行业开工率环比下降0.04个百分点，同比增长2.29个百分点至95.2%。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2025年2月27日：铝锭累库0.3万吨至88.3万吨，铝棒去库0.85万吨至32.6万吨。库存进入去化状态，关注后续库存去化速度。

进出口：据中国海关总署，2024年12月，中国原铝净进口量约为14.9万吨，环比增加12.7%，同比减少7.3%。2024年1-12月，中国原铝累计进口总量约为213.6万吨，同比增长38.5%；累计出口总量约为12.1万吨，同比减少19.4%。

需求端：据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2025年3月空冰洗排产合计总量共计4050万台，较去年同期生产实绩上涨7.6%。分产品来看，3月份家用空调排产2476万台，较去年同期生产实绩增长13.5%；冰箱排产879万台，较上年同期生产实绩增长0.5%；洗衣机排产695万台，较上年同期生产实绩下降2.1%。2月1-23日，乘用车市场零售92.4万辆，同比去年2月同期增长18%，较上月同期下降30%，今年以来累计零售271.8万辆，同比下降4%；乘用车新能源市场零售44.5万辆，同比去年2月同期增长77%，较上月同期下降16%，今年以来累计零售118.9万辆，同比增长29%。

小结：铝下游消费进入旺季。供应端方面电解铝冶炼利润维持高位，但国内产能利用率已经超过95%，后续增量有限。进出口方面，特朗普关税政策导致出口预期存在不确定性，短期内仍需关注。需求端方面，以旧换新政策延续，消费旺季来临，国内消费预期整体良好。海外LME库存去化持续，LME升贴水持续走高；国内库存进入去化状态，后续密切关注库存去化速度。整体而言，国家政策支撑未来预期，国内消费预期整体良好，海外铝锭现货整体偏紧。铝价预计维持震荡偏强走势，国内主力合约参考运行区间：20300元-21200元。海外参考运行区间：2550美元-2800美元。

## 锌

价格回顾：上周锌价震荡下行，截至周五沪锌指数收跌0.57%至23404元/吨，单边交易总持仓18.66万手。截至周五下午15:00，伦锌3S较前日同期跌30至2786.5美元/吨，总持仓22.97万手。

高频数据：SMM#锌锭均价23450元/吨，上海基差与天津基差均为平水，广东基差-15元/吨，沪粤价差15元/吨。国内结构，上期所锌锭期货库存录得1.7万吨，根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至14.53万吨，内盘上海地区基差平水，连续合约-连一合约价差35元/吨。海外结构，LME锌锭库存录得16.5万吨，LME锌锭注销仓单录得1.93万吨。外盘cash-3S合约基差-31.24美元/吨，3-15价差-51.5美元/吨。跨市结构，剔汇后盘面沪伦比价录得1.152，锌锭进口盈亏为-739.23元/吨。

产业数据：本周锌精矿国产TC3050元/金属吨，进口TC20美元/干吨。精矿港口库存27.8万吨，工厂库存天数22.0天。本周镀锌结构件开工率录得57.23%，原料库存1.3万吨，成品库存35.7万吨。本周压铸锌合金开工率录得56.99%，原料库存1.1万吨，成品库存1.0万吨。本周氧化锌开工率录得57.40%，原料库存0.2万吨，成品库存0.5万吨。

总体来看：锌矿供应增量推动加工费持续上行，TC 快速抬升后冶炼开工意愿提升，增量锌矿转化为锌锭预期提升。短期锌价下跌较快，下游逢低备库较多，社库小幅去库。中期锌锭消费预计呈现小幅回暖。仍有待观察 3 月人大会议政策力度以及金三银四初端消费状况，单边价格后续下行风险较大。

## 铅

价格回顾：上周铅价高位横移，截至周五沪铅指数收涨 0.31% 至 17198 元/吨，单边交易总持仓 8.02 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 9 至 2001.5 美元/吨，总持仓 14.64 万手。

高频数据：SMM1#铅锭均价 16925 元/吨，再生精铅均价 16850 元/吨，精废价差 75 元/吨，废电动车电池均价 10050 元/吨。国内结构，上期所铅锭期货库存录得 5.36 万吨，据钢联数据，国内社会库存录得增至 6.19 万吨。内盘原生基差 -220 元/吨，连续合约-连一合约价差 35 元/吨，结构基本持平。海外结构，LME 铅锭库存录得 21.64 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 3.29 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 -17.74 美元/吨，3-15 价差 -63.19 美元/吨。跨市结构，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.179，铅锭进口盈亏为 -666.05 元/吨。产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 2.6 万吨，工厂库存 48.8 万吨，折 30.5 天。铅精矿进口 TC-20 美元/干吨，铅精矿国产 TC650 元/金属吨。原生开工率录得 60.28%，原生锭厂库 1.2 万吨。再生端，铅废库存 14.3 万吨，再生铅锭周产 3.7 万吨，再生锭厂库 1.0 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 72.35%。

总体来看：原生市场供应基本维稳。再生市场，废电瓶价格高企，部分地区原再价差缩窄。铅价长期维持当前价位震荡，下游采购边际增加。叠加铅价下方支撑偏强，预计中期偏强震荡为主。

## 镍

资源端：印尼镍产业下游对矿需求持续攀升，加之短期菲律宾正值雨季，印尼镍矿供应紧张凸显，整体价格维持上涨趋势。2 月 28 日，1.6% 品位印尼内贸红土镍矿到厂报价 48.6 美金/湿吨，价格较上周上涨 1.6 美元/湿吨；菲律宾产 1.5% 品位镍矿 CIF 报价 53 美元/湿吨，价格较上周上涨 1 美元/吨。后市看，印尼市场镍矿资源供应紧张短期预计难以缓解，镍矿价格预计偏强运行。

中间品：随着镍矿价格上涨，中间品流通系数价格小幅抬升。2 月 28 日，MHP 系数对 LME 镍 0.81，较上周上涨 0.01，高冰镍系数对 LME 镍 83.5，较上周持平。

硫酸镍：本周市场进入采购节点，市场询单相对比较活跃，盐厂因利润持续倒挂，挺价情绪比较高，硫酸镍报价至 26000 附近，下游材料厂基本节前完成备库，但市场仍有一定的采购需求，上下游价格分歧较大，仍处于僵持博弈阶段，但整体成交重心略有上移；镍价整体底部偏强震荡为主，在成本坚挺支撑较强的情况下，预计硫酸镍价格平稳运行。

精炼镍：本周镍价冲高回落。周初矿价表现坚挺，带动镍价强势反弹，但受现货拖累，镍价冲高后于周五夜盘重新回落震荡区间中部位置。供需来看，国内精炼镍小幅去库，但主要系出口窗口打开，国内精炼镍向外转移所致，整体过剩格局未有改变。从现货市场表现看，随着镍价上涨，下游接受度有限，现货成交逐步转向冷清，现货升贴水持续回落，对镍价形成拖累。综合来看，成本端矿价虽然给予镍价支撑，但估值修复后，需求端不支持镍价进一步上涨，后市重点关注印尼雨季结束镍矿价格边际变化。本周预计短期镍价维持区间震荡，沪镍主力合约参考运行区间 122000-130000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 15200-16000 美元/吨。

## 锡

供给端：供给方面，根据 smm 最新统计数据显示，1 月国内精炼锡产量 15960 吨，同比增长 2%，春节放假并未影响到国内精炼锡生产。

进出口：印尼锡锭交易所 2 月累计成交锡锭 4305 吨，较去年同期大幅度上涨。本周佤邦正式发布复产文件。据锡业分会向业内人士了解，从复产到出矿，所需时长预计为一个月左右，而加上筹备时间，预计下半年才能出矿。按照佤邦禁矿前的锡矿年产量约 3.5 万吨（金属量，下同）计算，锡业协会预计 2025 年缅甸锡矿产量至少能够达到 2.5 万吨，同比增加 1 万余吨。2024 年，我国从佤邦进口锡精矿共计 1.5 万吨，随着佤邦复产矿增长，预计全年进入我国的佤邦锡矿将达到 2 万吨以上。

需求端：据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2025 年 3 月空冰洗排产合计总量共计 4050 万台，较去年同期生产实绩上涨 7.6%。分产品来看，3 月份家用空调排产 2476 万台，较去年同期生产实绩增长 13.5%；冰箱排产 879 万台，较上年同期生产实绩增长 0.5%；洗衣机排产 695 万台，较去年同期生产实绩下降 2.1%。2 月 1-23 日，乘用车市场零售 92.4 万辆，同比去年 2 月同期增长 18%，较上月同期下降 30%，今年以来累计零售 271.8 万辆，同比下降 4%；乘用车新能源市场零售 44.5 万辆，同比去年 2 月同期增长 77%，较上月同期下降 16%，今年以来累计零售 118.9 万辆，同比增长 29%。

小结：本周锡价受佤邦复产文件出台影响大跌。锡基本面方面，国内冶炼厂维持正常开工状态，印尼 2 月出口恢复，同时佤邦复产后国内锡精矿供应预期偏宽松，供应端整体预期偏宽松。需求端方面，以旧换新政策维持，白色家电排产维持高位。消费旺季即将来临，LME 库存维持低位，关注后续库存变化情况。供应端宽松显著，在消费端无明显超预期增长情况下，沪锡后续预计将呈现低位震荡走势。国内主力合约参考运行区间：230000 元-265000 元。海外伦锡参考运行区间：30000 美元-33000 美元。

## 碳酸锂

期现市场：周五五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）早盘报 74963 元，周内跌 0.65%。其中电池级碳酸锂均价为 75650 元，周内跌 0.59%。周五主力合约收盘价 75200，周跌 1.23%。2 月 28 日，SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 850-910 美元/吨，较上周涨 0.57%。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量最新数据为 18456 吨，较上周增 7.5%。1 月智利出口中国碳酸锂 1.91 万吨，预计国内 2 月总进口可达 2.3 万吨。2 月 1-23 日，乘用车新能源市场零售 44.5 万辆，较去年 2 月同期增长 77%，较上月同期下降 16%，今年以来累计零售 118.9 万辆，同比增长 29%。2 月 27 日，国内碳酸锂周度库存报 115513 吨，环比上周+2967 吨（+2.6%）。截止 2 月 28 日，广期所碳酸锂注册仓单 45926 手，周内增 3.1%，持货商交仓意愿回暖。

观点：上周商品氛围整体偏弱，文华工业品指数周跌 1.43%。碳酸锂基本面缺少利好，锂价承压下行。

国内碳酸锂产量续创历史新高，节后连续下跌未改供给强势，部分锂盐厂前期高位套保缓解成本倒挂困局。2月供过于求格局兑现，国内社会库存连续两周出现较大增长。下游备库节奏谨慎，现货升贴水平稳运行。短期海外矿端挺价、乐观需求预期可能限制碳酸锂进一步下跌，着重关注碳酸锂现货市场交投情况，国内外锂电产业政策，以及商品市场氛围。本周广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 74600-77000 元/吨。

## 氧化铝

期货方面，截止 2 月 28 日下午 3 时，氧化铝指数本周下跌 1.78% 至 3369 元/吨，持仓增加 0.7 万手至 23.7 万手。尽管本周国内现货价格小幅反弹，但随着海外氧化铝价格继续下跌，出口窗口临近关闭，出口需求预期下滑，叠加成本支撑存下移预期，期货价格维持弱势。基差方面，山东氧化铝现货价格较主力合约贴水约 8 元/吨，基本维持平水。月差方面，连 1-连 3 月差窄幅波动，录得 -42 元/吨。

现货方面，本周各地区氧化铝现货价格涨跌不一，多数地区止跌反弹，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别上涨 10 元/吨、下跌 10 元/吨、上涨 35 元/吨、上涨 55 元/吨、上涨 60 元/吨、上涨 80 元/吨。主因氧化铝出口需求以及交仓需求增加，部分地区氧化铝价格受到提振。但海外氧化铝价格下跌，出口窗口基本关闭；氧化铝交仓无法提供持续性需求，且市场预期后续会有部分新增氧化铝产能陆续投产放量，中长期看氧化铝现货价格仍然承压。

进出口方面，截止 2 月 28 日，周内澳洲 FOB 价格下跌 18 美元/吨至 485 美金/吨，出口盈亏回落至 59 元/吨，出口窗口接近关闭。

库存方面，本周氧化铝社会总库存累库 1.3 万吨至 385.9 万吨，累库趋势维持。本周氧化铝上期所仓单合计累库 4.9 万吨至 14.3 万吨；交割库库存报 19.7 万吨，较上周大幅增加 5.5 万吨。因前期期货盘面存套利空间，现货交仓期货交割继续增加

原料端，国产矿方面，晋豫地区维持缓慢复产趋势；进口矿方面，海外矿石到港量维持高位，虽然铝土矿持货方挺价意愿仍存，但考虑到买方压价意向坚定，铝土矿价格短期或偏弱震荡为主。

供应端，本周国内氧化铝产量 175.6 万吨，较上周增加 1.6 万吨，主要为广西建成产能增加。

需求端，2025 年 1 月电解铝运行产能 4365 万吨，较上月增加 9 万吨。开工率方面，1 月电解铝开工率环比增加 0.03% 至 95.77%。

总体来看，原料端，氧化铝冶炼厂低利润导致对铝土矿的采购热情一再降低，矿价后续预计将逐步回落；供给端，随着建成产能增加，氧化铝供应仍将持续宽松；需求端，电解铝开工仍维稳。进出口方面，海外氧化铝价格回落，出口窗口基本关闭，出口需求预计难以维持。策略方面，出口转好带动现货价格小幅反弹，但供应转松趋势仍未改变，叠加海外矿石价格松动带动成本支撑下行，期价短期预计仍以弱势震荡。国内主力合约 A02505 参考运行区间：3250-3550 元/吨。

## 不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，02 月 28 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13100 元/吨，环比 +0.38%；山东 7%-10% 镍铁出厂价为 970 元/镍，环比 +0.00%；废不锈钢均价报 9150 元/吨，环比 +1.66%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 13215 元/吨，环比 -0.23%。

供给：据 MYSTEEL，02 月国内冷轧不锈钢排产 130.01 万吨。01 月粗钢产量为 243.79 万吨，环比 -50 万

吨，1-01月累计同比3.25%。据MYSTEEL样本统计，01月300系不锈钢粗钢产量预计达118.03万吨，环比-17.97%；01月300系冷轧产量60.31万吨，环比-16.42%。

需求：据WIND数据，国内2024年1-12月，商品房销售面积97385.01万m<sup>2</sup>，同比-12.90%；12月单月，商品房销售面积为11267.06万m<sup>2</sup>，同比+0.36%。12月家用电器领域持续回暖，冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为4.9%/10.3%/12.9%/27.9%；12月燃料加工业累计同比+14.8%。

库存：本周不锈钢社会总库存为112.75万吨，环比+5.52%；期货仓单本周库存9.83万吨，较上周+8788吨。本周不锈钢200/300/400系社库分别为18.51/74.26/19.98万吨，其中300系库存环比+4.60%；本周不锈钢海漂量5.45万吨，环比+20.36%，卸货量7.63万吨，环比-13.70%。

成本：本周山东7%-10%镍铁出厂价980元/镍，较上周+15元/镍，福建地区铁厂当前亏损39元/镍。

观点：本周需求端出现了一定程度的回暖迹象，现货端交投逐渐活跃。而钢厂的持续供货使得社会库存量持续攀升，市场上现货资源充裕，这对未来旺季需求的消化能力提出了挑战。本周上期所不锈钢注册仓单库存大幅增加，从上周五89487吨增加至106502吨（增加了17015吨），钢厂仓单交付能力超出市场预期，03合约挤仓行情彻底破灭。市场普遍对3月需求提升抱有较高预期，后续关注钢厂的排产计划和市场需求的变化上，同时密切关注即将召开的全国两会可能释放的政策信号。综合来看，预计不锈钢市场将维持震荡格局。

## 黑色建材类

### 钢材

供应端：本周螺纹总产量206万吨，环比+4.9%，同比+7.6%，累计产量1715.9万吨，同比-12.2%。长流程产量180万吨，环比+3.0%，同比-5.2%，短流程产量27万吨，环比+19.5%，同比+1135.8%。本周热轧板卷产量323万吨，较上周环比变化-4.7万吨，较上年单周同比约+5.9%，累计同比约+3.6%。本周铁水日均产量为227.94万吨，较上周环比增加0.43万吨，产量增幅低于市场与前期。成本方面，华东地区螺纹高炉利润维持157元/吨附近，电炉谷电利润维持在68元/吨附近，钢厂利润环比上周有所恢复。

需求端：本周螺纹表需190万吨，前值169万吨，环比+12.4%，同比+68.1%，累计需求1252万吨，同比-1.2%。50元/吨附近，利润环比上周有所恢复。本周热轧板卷消费322万吨，较上周环比变化0.6万吨，较上年单周同比约+21.3%，累计同比约+3.9%。本周螺纹钢开始恢复，回升速度中性，与往年基本持平。近期工程项目复工情况较弱，同比下降10.8%，但资金到位情况同比有所好转。预计后续螺纹钢需求虽环比有所回升，但需求同比仍将延续弱势。热轧卷板需求本周小幅下降。其中，出口方面的表现较好以及制造业方面需求的回升给热卷需求提供了较强支持。制造业中汽车产量销量均延续此前增长态势；造船订单量延续上升，有望持续支撑板材消费；机械方面出口近期表现同样较好，因此板材需求仍具一定韧性。

库存：本周螺纹社会库存 629 万吨，前值 608 万吨，环比+3.5%，同比-25.6%，厂库 234 万吨，前值 240 万吨，环比-2.2%，同比-30.1%。合计库存 863，前值 848，环比+1.9%，同比-26.8%。螺纹钢库存增速放缓，库存量仅为去年同期的 60%，处于近五年内最低位。本周板材库存处于中性偏高位置，但累库速度放缓。虽然需求表现较好呈现超季节性复苏，但产量回升过快导致库存压力较大。

利润：铁水成本 2822 元/吨，高炉利润-155 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-247 元/吨。本周钢厂盈利率环比上升 0.44%，盈利情况稍有好转。

小结：本周成材盘面价格呈现弱势震荡走势。基本面方面，螺纹本周产量按照往年季节性速度回升，需求回升速度环比上周稍有放缓，但好于去年同期；累库速度开始放缓，库存处于绝对低点。当前螺纹基本面处于紧平衡状态，当前螺纹需求情况与市场预期基本相似。周三有传言称会对粗钢限产，导致成材价格向上修复，但尚未证实传言的真实性，还需谨慎观察。宏观方面，周五政治局会议提及“扩内需，稳住股市楼市”的表态与去年 12 月政治局会议基调基本一致，对房地产市场暂无边际改善。成材价格或将延续弱势震荡走势，螺纹基本面整体呈现紧平衡状态，虽然当下库存偏低，但下游需求疲软且利润微薄，钢厂生产意愿较低。如若后续终端实际需求可以逐步企稳，可能会有助于价格走强，否则成材价格可能延续弱势震荡走势。以螺纹钢主力合约为例，参考运行区间为 3200-3450 元/吨。未来还需重点关注终端需求恢复情况、原料价格是否会有支撑。

## 锰硅硅铁

本周，锰硅盘面价格呈现震荡回落，周度跌幅 136 元/吨或-2.10%。当前我们延续认为锰硅盘面价格再度来到无论多空均感到扎手的“鸡肋”时刻的观点，认为价格短期或继续在 6300 元/吨至 6600 元/吨的区间内震荡运行。当下的价位，我们延续认为当前盘面不具备投机性价比，观望或波段操作为主。

本周，硅铁盘面价格突破区间下沿继续震荡走弱，周度跌幅 78 元/吨或-1.26%。当下，硅铁价格向下摆脱箱体区间，关注下方 6050 元/吨附近支撑情况，短期向下空间暂时有限。

基本面方面，我们延续认为短期内锰矿端的因素仍将会造成盘面价格的波动，澳洲锰矿的发运进展依旧是后期值得重点留意的因素。从目前获取的信息来看，除了在公司季报中提及的将于二季度陆续恢复发运，其余恢复的具体进展仍不明晰，这将增加市场波动的不确定性。

在上期报告中，我们提到“认为与其纠结锰矿端是否“短缺”的问题，当下更应该去思考另一个问题：我们在前期的报告中还提到资金行为是本轮行情的主要推力（“肌肉记忆”引导大量资金流入推动锰硅盘面价格快速拉升），从目前的锰硅持仓来看，仍有接近 15 万手的持仓建仓于当前价格之上，那么这些资金是后期价格抬升的阻力还是助力？我想答案不言而喻”。本周，我们看到锰硅盘面持仓的明显下降，周降幅近 9 万手，资金不断平仓流出与我们所预期的想一致，但当前持仓仍旧偏高。

我们始终认为“短缺”的故事并不成立，除非澳洲锰矿在二季度仍无法发出（当前无从得知，也是关注

重点)，这只是资金在短期“不可证伪”之下的叙事。在这样一个大的方向基础上，我们认为短期情绪会造成价格波动，但难以推升新一轮行情，价格以宽幅震荡为主。站在锰硅自身来看，行业供大于求的格局未发生改变，过剩产能仍需市场手段出清。

硅铁方面，短期其基本面边际延续弱化。主要在于当前利润空间之下持续上升的供给水平。同时，当前整体的下游钢铁需求恢复仍相对缓慢，且铁水的恢复进程略低于市场预期。除此之外，当前盘面价格估值水平略偏高，因此价格理论上存在一定的回压空间，尤其在当下整体黑色板块氛围相对一般的背景下，但并不显著且并非必要，短期价格仍缺乏有效的驱动。

对于硅铁，我们认为其主要的行情驱动来自供给的矛盾及电力方面的叙事。在煤炭供应充足的背景下，电力端的矛盾暂时难以看到。但今年作为“十四五”的收官之年，关于“降碳”的话题我们认为值得留意，仍需要警惕相关政策的突然出台或加严对于价格的带动作用。当然，当下我们并未看到具体的政策，与之对应的是当下仍处于混沌状态之下的盘面价格。

## 铁矿石

上周，铁矿石主力合约（I2505）价格收至 799.5 元/吨，较 2 月 24 日开盘价变化-32.5 元/吨，涨跌幅-3.91%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3395.4 万吨，环比增加 328.5 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2737.6 万吨，环比增加 162.2 万吨。澳洲发运量 1941.3 万吨，环比增加 85.2 万吨，其中澳洲发往中国的量 1568.3 万吨，环比减少 13.8 万吨。巴西发运量 796.2 万吨，环比增加 76.9 万吨。中国 47 港到港总量 1886.1 万吨，环比减少 389.0 万吨；中国 45 港到港总量 1803.2 万吨，环比减少 299.6 万吨。日均铁水产量 227.94 万吨，环比上周增加 0.43 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存总量 15756.40 万吨，环比下降 174.14 万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量继续上升，澳洲及巴西发运量均上升至同期高位，延续海外矿山努力消除前期天气影响发运的验证动作。近端到港量环比下降，按发运到港节奏推算后期将逐步回升。需求方面，最新一期铁水产量环比回升，钢厂利润尚可，按检修计划推算后期铁水产量仍将小幅上升，但需关注下游需求的承接情况。库存方面，港口库存延续去化趋势，前期低发运预计在库存端继续兑现。消息面，唐山限产消息扰动市场，原料端继续承压。宏观方面，市场关注本周召开的重要会议，即将进入兑现节点，同时关注后续传统需求旺季的现实验证。

## 工业硅

日线级别，工业硅盘面价格延续震荡走弱，周度跌幅 160 元/吨或-1.52%。当前盘面仍延续 2024 年 6 月份以来的下跌趋势，本周价格跌破前期低点，继续向下探底。但我们认为总体单边参与仍缺乏性价比，继续建议以观望为主。

基本面方面，本周工业硅周产环比延续上升，其中，新疆地区产量恢复明显，以来到同期最高水平。在供应端向上恢复的背景下，需求端表现依旧疲弱。多晶硅产量延续小幅回落，显著低于 2024 年同期水平，较之降幅接近 50%。同时，随着行业自律性生产，有机硅端产量自高位显著回落，虽然本周基本持稳，但后续或仍有下降空间。供增需减之下，工业硅下库存（显性）仍在不断向上创下新高。

在多晶硅端（近年需求的最大增量方向）对于硅料需求前景黯淡的背景下，近期有机硅端需求出现下滑，短期市场仍无法改变价格的悲观预期。当下工业硅库存延续上升，不断创下历史新高，供应端压力持续挤压现货价格，给盘面价格造成压力。我们延续认为需要供给端规模更大、持续更久的减产，甚至造成部分产能永久性退出才能改变当下工业硅宽松的结构以及才能对工业硅价格形成有效的支撑的观点。

## 能源化工类

### 橡胶

橡胶胶价震荡整理。

泰国南部低产期，杯胶等现货下跌空间不大。NR 现货偏紧，RU 有收储预期。

市场关注 NR 后续到港预期和累库进度。

现货

泰标混合胶 17300 元。STR20 报 2130 美元。STR20 混合 2110 美元。

山东丁二烯 11750 元。江浙丁二烯 11600 元。华北顺丁 13800 元。

操作建议：

橡胶胶价震荡。上下空间预期不大。

建议偏短线交易。设好止损。灵活处理，快进快出。

考虑政策利好，等市值买股票 ETF 空 RU2505 也可以适当考虑。

1) 商用车数据小幅波动。

2025 年 2 月份，我国重卡市场共计销售 8 万辆左右，环比今年 1 月上涨 11%，比上年同期的 5.98 万辆大幅增长 34%。2024 年 1-12 月，我国重卡市场销售各类车型约 89.9 万辆，同比小降 1%。

2) 轮胎出口增速较高预期边际减弱。

2024 年度中国橡胶轮胎出口总量达到 932 万吨，同比增长 5.2%。新充气橡胶轮胎出口量达到了 899 万吨，同比增长 4.9%。新充气橡胶轮胎的出口量达到了 6.81 亿条，增幅高达 10.5%。汽车轮胎出口量达到了 795 万吨，同比增长 5%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

截至 2025 年 2 月 27 日，山东全钢轮胎企业全钢胎开工负荷为 68.55%，较上周走高 1.88 个百分点，较去年同期走低 1.59 个百分点。轮胎企业出货较缓。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 82.14%，较上周走高 2.16 个百分点，较去年同期走高 3.92 个百分点。

4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 2 月 23 日，中国天然橡胶社会库存 137.3 万吨，环比增加 0.3 万吨，增幅 0.23%。中国浅色胶社会总库存为 57.6 万吨，环比降 0.5%。中国深色胶社会总库存为 79.6 万吨，环比增加 0.7%。截至 2025 年 2 月 21 日，青岛保税区橡胶库存 43.42(+0.34)万吨。

5) ANRPC 产量累计持平。

12 月全球天胶产量料增 5.7%至 158.8 万吨，较上月增加 12.1%；天胶消费量料增 48.3%至 184.6 万。

12 月全球天胶产量料增 5.7%至 158.8 万吨，较上月增加 12.1%；天胶消费量料增 48.3%至 184.6 万吨，较上月增加 44.1%。

2024 年全球天胶产量料同比增加 2.8%至 1429.1 万吨。其中，泰国微降 0.5%、印尼增 0.9%、中国增 4.2%、印度增 6%、越南降 2.1%、马来西亚增 0.6%、斯里兰卡增 21.1%、其他国家增 11.6%。

## 原油

行情总结：截至周五，WTI 主力原油期货收跌 0.18 美元，跌幅 0.26%，报 69.95 美元；布伦特主力原油期货收跌 0.72 美元，跌幅 0.97%，报 73.16 美元；INE 主力原油期货收涨 2.00 元，涨幅 0.38%，报 535 元。

地缘政治：当地时间 2 月 28 日，美国总统特朗普与乌克兰总统泽连斯基在白宫举行会谈。会谈过程中，双方在媒体前爆发激烈争吵，泽连斯基提前离开白宫。原计划的联合记者会被取消，美乌矿产协议未能签署。

宏观方面：美国 1 月核心 PCE 物价指数年率 2.6%，预期 2.60%，前值 2.80%修正为 2.9%。美国 1 月核心 PCE 物价指数月率 0.3%，预期 0.30%，前值 0.20%。1 月核心 PCE 数据符合预期，前天票委已经对此作出预告，美元指数短线波动不大，美债收益率小幅下行。整体宏观仍然保持中性。

供给方面：美国产量维持高位震荡走势，本周 EIA 原油产量维持 13.50 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减少 2 台，截止目前 486 台。OPEC 产量维持严格减产计划，当前 OPEC 除 3 大配额豁免国外，配额总额 21.24 百万桶/日，产量 21.17 百万桶/日，产量较上月小幅度下降，总体减产较为一致，整体供给方面受仍然偏紧。

需求方面：美国炼厂开工率环比回升至 86.5%。；中国主营炼厂开工率维持主营炼厂开工维持 71.17%，独立炼厂下滑至 43.21%；欧洲炼厂开工率下滑至 83.74%。整体全球炼厂开工仍保持低迷。

库存方面：美国原油商业库存环比去库至 430.16 百万桶，总成品油库存环比去库至 431.51 百万桶；中国原油港口库存累库至 196.78 百万桶，总成品油去库至 206.17 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存去库至 48.54 百万桶。全球成品油消费维持旺季。

策略推荐：我们认为当前伴随特朗普上台的政治溢价已经全部消退，原油定价回归供给偏紧的基本面，当前油价短期于 WTI 原油\$70/桶震荡偏多但高度有限，或做多油铜比的思路对待。

## 甲醇

国内开工回落，短期仍有下行趋势，国际开工维持近年同期低位水平，3月预计进口将有明显缩量，因此市场对3月供应收缩有较强预期，月间结构表现偏强。需求端港口烯烃预计三月份重启，传统需求开工走高，因此后续整体需求将边际改善，但需要注意的是下游利润水平多数都维持在低位水平，终端需求并未有明显好转，下游的低利润也将限制甲醇的上行空间。库存方面，港口库存继续走高，但3月去库预期较强，内地库存维持同期低位，预计后续整体库存压力较出现大幅缓解。总体来看，甲醇基本面利空基本兑现，后续潜在利多因素较多，因此盘面预计下跌空间有限，考虑逢低多配为主。

## 尿素

供应端面临国内装置回归以及淡储货物的集中投放，短期供应走高为主。企业利润受原料走弱以及现货走强影响下持续改善，企业利润的改善有利于后续为旺季需求保供。需求端复合肥受下游需求提振，开工恢复至同期高位水平，成品库存加速去化。三聚氰胺开工回落，利润走低。总体来看，后续国内尿素呈现供需双增格局，价格预计将持续受到支撑，但鉴于后续尿素仍有较多的新增产能释放，且当前日产量较大，大格局供应依旧偏宽松为主，因此单边预计上下空间都较为有限，可以逢低关注月间价差的正套机会。

## 聚烯烃

政策端：两会降至，需求端伴随政策预期强势归来，盘面价格震荡上行。

估值：聚烯烃周度涨幅（期货>现货>成本）；聚乙烯现货标品供应回归，05合约基差持续收窄。

成本端：本周 WTI 原油下跌-2.94%，Brent 原油下跌-3.19%，煤价下跌-4.42%，甲醇上涨 1.42%，乙烯下跌-5.13%，丙烯下跌-0.88%，丙烷下跌-1.12%。宏观政策端支撑转强，盘面交易逻辑受供需关系影响减弱。

供应端：PE 产能利用率 88.68%，环比上涨 3.78%，同比去年上涨 5.48%，较 5 年同期上涨 1.76%。PP 产能利用率 80.18%，环比上涨 4.69%，同比去年上涨 5.24%，较 5 年同期下降-11.47%。根据投产计划观察，一季度聚烯烃供给端压力整体偏高 PE328 万吨产能、PP195 万吨产能待投放。

进出口：12月国内 PE 进口为 127.12 万吨，环比 11 月上涨 7.80%，同比去年上涨 8.83%，主要为中东地区货源。12月国内 PP 进口 21.63 万吨，环比 11 月上涨 10.19%，同比去年下降-8.54%。进口利润压缩，PE 北美地区货源增多，进口端或存一定压力。12月 PE 出口 5.82 万吨，环比 11 月下降-6.09%，

同比上涨 1.00%。12 月 PP 出口 17.76 万吨，环比 11 月上涨 8.25%，同比上涨 119.96%。出口季节性淡季或将来临，叠加人民币汇率回落，预计 1 月 PP 出口量或将环比季节性上升。

需求端：PE 下游开工率 29.00%，环比上涨 6.07%，同比下降-3.20%。PP 下游开工率 49.00%，环比上涨 4.23%，同比上涨 10.41%。春节后逐渐复工，PP 下游开工率强于 PE。

库存：下游需求反弹强劲，关注库存去化节奏。PE 生产企业库存 50.97 万吨，环比去库-3.96%累库，较去年同期去库-10.69%；PE 贸易商库存 4.66 万吨，较上周累库 5.18%；PP 生产企业库存 68.36 万吨，本周环比去库-1.50%，较去年同期去库-5.78%；PP 贸易商库存 17.61 万吨，较上周去库-3.08%；PP 港口库存 7.36 万吨，较上周累库 2.65%。

小结：两会降至，需求端伴随政策预期强势归来，盘面价格震荡上行。中长期预期端上，来自于政策端的博弈空间已较此前明显打开，远月 05 合约价格受新产能上马可能性影响或已增强，新装置动态关注度提升明显。所以预计 3 月供应端投产预期转现实与两会宏观政策利好相博弈，盘面或将震荡下行。

下周预测：聚乙烯(LL2505)：参考震荡区间(7500-7800)；聚丙烯(PP2505)：参考震荡区间(7200-7500)。

推荐策略：LL-PP 价差，根据聚乙烯投产落地节奏，冲高回落后，逢高做缩价差。

风险提示：原油价格大幅上升，PE 进口大幅回落。

## 苯乙烯

供应：苯乙烯开工高位回落。中国苯乙烯工厂整体产量在 34.68 万吨，较上期(20250214-20250221)降 0.44 万吨，环比-1.25%；工厂产能利用率 75.7%，环比-0.96%。本周，东北一套装置停车，华北、山东、华东和华南均有装置负荷小幅调整，整体导致产出量小幅下降。

成本：纯苯受港口货源冲击价格承压下跌，尚未企稳。本周美金盘大幅下跌让利出货，华东港口价格大幅下跌，山东华东套利窗口打开后，华东货流向山东后地炼出货不畅，山东纯苯紧平衡被打破。

需求：下游 EPS 复工较好，PS、ABS 复工力度一般。EPS 产能利用率 57.25%，环比+1.03%；PS 产能利用率 58.7%，环比+1.5%；ABS 产能利用率 72.99%，环比+0.89%；UPR 产能利用率 29%，环比-1%；丁苯橡胶开工 82.16%，环比持平。另外，一季度 ABS 和 PS 有多套装置投产预期。

库存：苯乙烯工厂库存绝对高位出现边际去库，但去库力度较弱，下周受盛虹检修影响预计维持继续去库。截至 2025 年 2 月 27 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 25.09 万吨，较上一周期减少 0.26 万吨，环比减少 1.04%，样本企业工厂库存减少，趋势下降。

小结：成本端纯苯价格承压下跌，苯乙烯在高供应的情况下出现边际回落迹象，工厂库存高位去化，下游除过 EPS 其他恢复缓慢，短期苯乙烯价格承压；基于前期提到的产能错配，我们仍旧维持中长期价格偏强运行的判断。后市观察纯苯止跌企稳苯乙烯试多的机会。操作建议：上周短空建议离场，寻找这波下跌后估值下修后的买入机会。

## PVC

**成本:** 电石市场乌海地区贸易主流出厂价格报 2500 元/吨, 乌海宁夏地区贸易上调 50。兰炭神木小料价格 600 元/吨, 止跌。成本端是否能够持续走强取决于是否有有力度及持续性的限电政策, 在 PVC3 月底前 PVC 开工维持在高位背景下, 假如限电力度尚可, 则有利于提振电石价格重心。

**供应:** PVC 开工整体高位边际小加速下行。截止 2025 年 2 月 28 日, PVC 生产企业产能利用率在 78.65% 环比减少 2.14%, 同比减少 1.49%; 其中电石法在 83.05% 检修较少维持高位, 乙烯法在 67.08% 检修力度较大同期中性偏低位水平。主要涉及装置为钦州华谊、镇洋、华苏装置检修, 鲁泰及福建装置小幅波动, 检修损失量增加。当前氯碱仍旧有利润, 但我们看到烧碱即将进入检修季, 伴随开工率下行, PVC 的产量压力或将有缓解预期。后市 3 月下旬后春检陆续出台但今年检修预计较小, 03 合约仓单注销前市场流动性仍旧充足。

**需求:** 国内出口成交受过节影响表现一般; 三大下游开工尚未企稳, 国内马上面临两会, 关注市场是否存在博弈政策预期行情。

**库存:** 社会库存仅小幅微累库, 累库斜率远低于历史同期。截至 2 月 27 日 PVC 社会库存新 (41 家) 样本环比增加 0.04% 至 86.54 万吨, 同比增加 2.47%; 其中华东地区在 80.48 万吨, 环比减少 0.02%, 同比增加 4.15%; 华南地区在 6.06 万吨, 环比增加 0.90, 同比减少 15.60%; 中国 PVC 生产企业厂库库存可产天数在 7.8 天, 环比减少 0.64%。节后市场在途货源充足叠加终端消费尚未完全修复, 厂库库存依然略高。整体来看, PVC 社会仓库库存量略高于往年, 但累库斜率大幅放缓于历史同期。03 合约仓单不断流出。

**小结:** 成本端有支撑: 电石企稳回升, 兰炭止跌; PVC 供给虽处于高位水平, 但社库累库幅度远低于历史同期水平, 工厂则出现小幅去库迹象; 当前市场还受到 03 合约仓单流出冲击, 故在 PVC 检修及需求恢复好转前, 05 合约突破前高 5360 有一定难度。操作建议: 偏强思路对待, 反弹高度受限。

## 乙二醇

**价格表现:** EG 震荡偏弱, 05 合约单周下跌 47 元, 报 4619 元。现货端华东价格下跌 47 元, 报 4652 元。基差上升 11 元, 截至 2 月 28 日为 33 元。5-9 价差下降 16 元, 截至 2 月 28 日为 -60 元。

**供应端:** 本周 EG 负荷 72.2%, 环比下降 0.1%, 其中合成气制负荷 75.2%, 环比上升 2%; 乙烯制负荷 70.4%, 环比下降 1.3%。合成气制装置方面, 天盈出料, 陕煤渭化重启, 广汇及美锦降负; 油化工方面, 盛虹、三江石化降负, 富德重启推迟, 扬子石化重启但主产 EO。海外方面, 沙特 JUPC3#、Sharq3# 检修, 科威特 53 万吨装置重启, 美国 MEGlobal 检修。整体上, 国内负荷短期随着检修装置落地负荷将持续下滑, 海外检修季到来。到港方面, 本周到港预报 9.1 万吨, 环比下降 2.3 万吨, 12 月进口 58 万吨, 月环比上升 3 万吨, 1-2 月进口量大幅回升。

需求端：本周聚酯负荷 88.1%，环比上升 0.4%，其中长丝负荷 91.8%，环比下降 0.1%；短纤负荷 88.6%，环比上升 3.8%；瓶片负荷 64.4%，环比上升 0.6%。装置方面，中石 30 万吨长丝检修。目前瓶片库存较高，利润偏低，且后续有装置投产压力，负荷预期维持低位。涤纶方面，淡季即将结束，化纤负荷持续上升。终端方面，产成品库存高位，订单上升，加弹负荷 88%，环比上升 3%；织机负荷 73%，环比上升 2%；涤纱负荷 66%，环比下降 1%。纺服零售 12 月国内零售同比-0.3%，出口同比+12.8%。

库存：截至 2 月 24 日，港口库存 79.6 万吨，环比累库 1.5 万吨；下游工厂库存天数 12.3 天，环比上升 0.2 天。短期看，到港量本周下降至中性偏低水平，出货量中性偏高，本周港口库存有望实现小幅去库。3 月后随着海外检修及下游淡季结束，累库有望持续趋缓。

估值成本端：本周石脑油制利润上升 16 元至-755 元/吨，国内乙烯制利润下降 126 元至-821 元/吨，煤制利润下降 47 至 1334 元/吨。成本端乙烯 900 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 490 元/吨，成本本周乙烯上升，煤炭持平，目前利润偏高，预期短期内支撑开工，估值支撑较弱。

小结：前期下游表现不及预期，港口持续累库叠加对下游负反馈的担忧导致震荡偏弱走势，3 月起基本面将有所好转，一方面 2 月美国和沙特多套装置计划检修，进口量大幅减少，另外一方面下游将恢复高负荷，上游负荷也从高位下滑，显性库存预期从 3 月起重新去库，关注 3 月后的做多机会，但谨防检修落地不及预期，以及终端和聚酯高库存带来的负反馈风险。

## PTA

价格表现：本周震荡走弱，05 合约单周下跌 114 元，报 4994 元。现货端华东价格下跌 110 元，报 4970 元。现货基差上升 29 元，截至 2 月 28 日为-38 元。5-9 价差上升 10 元，截至 2 月 28 日为-16 元。

供应端：PTA 负荷 78.2%，环比持平，装置方面，恒力惠州装置重启推迟，中国台湾一套 55 万吨装置重启中。PTA 逐渐进入检修季，未来将有多套装置检修，PTA 整体负荷将持续下降。

需求端：本周聚酯负荷 88.1%，环比上升 0.4%，其中长丝负荷 91.8%，环比下降 0.1%；短纤负荷 88.6%，环比上升 3.8%；瓶片负荷 64.4%，环比上升 0.6%。装置方面，中石 30 万吨长丝检修。目前瓶片库存较高，利润偏低，且后续有装置投产压力，负荷预期维持低位。涤纶方面，淡季即将结束，化纤负荷持续上升。终端方面，产成品库存高位，订单上升，加弹负荷 88%，环比上升 3%；织机负荷 73%，环比上升 2%；涤纱负荷 66%，环比下降 1%。纺服零售 12 月国内零售同比-0.3%，出口同比+12.8%。

库存：截至 2 月 21 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）335 万吨，周环比去库 2 万吨，在库在港库存为 53 万吨，去库 1 万吨，总仓单 115.7 万吨，环比上升 0.1 万吨。下游淡季即将结束，PTA 检修季到来，预计累库周期结束，高库存现状将有所缓解。

利润端：本周现货加工费上升 12 元，截至 2 月 28 日为 289 元/吨；盘面加工费上升 4 元，截至 2 月 28

日为 392 元/吨。

小结：本周加工费持续走扩，主因在检修季到来的预期下，累库周期即将结束，但单边价格受制于原油。后续来看，基本面预期 3 月进入检修季，加工费持续改善，绝对价格方面，原油中期仍有下跌预期，PTA 加工费的改善空间相对有限，PXN 的反弹需要进一步的检修及美国汽油表现催化，因此整体上估值改善空间有限，短期跟随原油为主，建议观望。

## 对二甲苯

价格表现：本周震荡偏弱，05 合约单周下跌 180 元，报 7016 元。现货端 CFR 中国下跌 23 美元，报 863 美元。现货折算基差下降 6 元，截至 2 月 28 日为 120 元。5-9 价差下降 18 元，截至 2 月 28 日为 -110 元。

供应端：本周中国负荷 86.4%，环比上升 1.1%；亚洲负荷 77.3%，环比上升 0.9%。国内装置方面，国内装置变动不大，盛虹负荷提升，海外方面日本出光一套 21 万吨装置重启，另一套 20 万吨装置近期计划重启。进口方面，2 月中上旬韩国 PX 出口中国 16.2 万吨，环比下降 3.4 万吨。整体上，近期装置变动较小，短期内将维持高负荷运行。

需求端：PTA 负荷 78.2%，环比持平，装置方面，恒力惠州装置重启推迟，中国台湾一套 55 万吨装置重启中。PTA 逐渐进入检修季，未来将有多套装置检修，PTA 整体负荷将持续下降。

库存：1 月底社会库存 477 万吨，环比累库 2 万吨，根据 2 月平衡表将累库 6 万吨左右，3 月前期预期去库，但本周因中海油惠州检修计划推迟，3 月平衡表小幅宽松，整体矛盾偏弱。

估值成本端：本周 PXN 下降 15 美元，截至 2 月 27 日为 207 美元，周内震荡下滑；石脑油裂差上升 9 美元，截至 2 月 27 日为 119 美元，原油端震荡下行。芳烃调油方面，本周美国汽油裂差偏弱，美韩芳烃价差低位、调油相对价值弱于化工。

小结：PXN 近期震荡下行，主因检修计划延后及周内负荷上调，在原油震荡下跌的背景下主要跟随成本。后续来看短期检修仍然较少，PX 整体平衡偏累，且受原油下跌拖累，基本面改善时间主要在四月之后，但其改善幅度受到 PTA 检修计划的拖累，短期向上估值走扩的动力一方面需要依靠意外的检修计划，另外一方面需要美国汽油较好的表现以及走扩的美韩芳烃价差，因此在出现检修和芳烃价差走扩之前，主要跟随成本原油波动，短期建议观望。

## 农产品类

## 生猪

现货端：上周国内猪价偏弱震荡为主，周内二育热情下降，屠宰小幅恢复而需求表现不佳，价格阴跌走势，体重维持偏高，肥-标价差依旧高位；具体看，河南均价周落 0.08 元至 14.48 元/公斤，周内最高 14.6 元/公斤，四川均价周跌 0.3 元至 15.06 元/公斤，周内最高 15.2 元/公斤，广东均价周落 0.42 元至 15.06 元/公斤；下周及下月猪价或延续阴跌模式，一方面月初可出栏规模有限，价格方面暂时稳定，但 3 月份供应环比增加态势明显，需求方面增量不大，市场延续供大于求，当中留意阶段性二育入场干扰节奏或延缓跌势。

供应端：1 月官方母猪存栏 4062 万头，环比小幅回落，仍比正常母猪量多 4.2%，去年以来母猪产能延续增加，或导致 25 年基本面弱于 24 年；仔猪端，考虑配种和存活率的季节性恢复，由仔猪数据推导得到的理论出栏量或在 25 年上半年延续偏大格局，当中要留意出栏节奏以及市场情绪变化对供应端的影响；从近端数据看，节后屠宰需求缓慢恢复，但因供应积压叠加二育和压栏分流，体重明显积累，侧面印证标猪供应量依旧偏大，只是结构性问题仍存，如肥-标价差偏高，大猪出栏占比偏低等问题，或阶段性支撑压栏情绪。

需求端：整体消费环境偏弱，且消费习惯改变不利猪肉消费，同比看猪肉消费逐年回落，但环比看需要留意节日消费对猪价的脉冲影响。

小结：节后需求偏弱，供应呈逐月增加态势，长期悲观展望下二育等投机情绪表现谨慎，现货阶段性因偏高肥-标价差而受到支撑，中期走势仍偏阴跌；现货向上的驱动较弱，但受偏低估值的支撑而走势震荡，盘面贴水下预期差相对有限，建议观望为主，长期留意供积压导致现货情绪性反弹从而利空远月的可能。

## 鸡蛋

现货端：养户低价惜售叠加内销转快，上周国内鸡蛋库存回落，价格走高，周内老鸡出栏量一般，鸡龄维持偏高位置；具体看，黑山大码蛋价周涨 0.3 元至 3.1 元/斤，馆陶周涨 0.22 元至 3.09 元/斤，周内最低 2.78 元/斤，销区回龙观周涨 0.39 元至 3.57 元/斤，东莞周涨 0.13 至 3.26 元/斤；市场供应量相对充足，下游部分环节需求略增，但多数仍需求有限，且南方地区存储期或缩短，下周全国鸡蛋价格或小涨后暂稳，后期或有下跌风险。

补栏和淘汰：成本略有走高但维持偏低，养殖盈利不弱，补栏量维持偏高，截止 1 月份的补栏数据为 8966 万只，同比+3.6%，环比-2.5%，去年全年补栏量为 10.6 亿羽，同比+3.9%；老鸡延淘状态延续，淘鸡-白鸡价差略有回落但维持偏高，目前淘鸡鸡龄回升至 536 天左右，环比小落，同比偏高。

存栏及趋势：截止 1 月底，样本点在产蛋鸡存栏量为 12.89 亿只，环比 12 月回升 0.09 亿只，同比去年的 12.12 亿只增加了 6.4%，存栏回升幅度符合此前预期；按此推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏逐月增加，高峰为今年 6 月的 13.09 亿只，环比仍有 1.6% 的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：节后上半年属于需求淡季，需求缓慢恢复但空间有限，阶段性留意学校开学、食品厂备货，以及五一、端午等备货的脉冲影响。

小结：节后成本上行，叠加下游补库，现货季节性反弹，偏近合约受到支撑，但远月受产能压制反应一般；未来供应看仍处增势，上半年消费缓慢恢复但整体属于淡季，现货有反弹动能但无反弹空间，盘面上方压力偏大但绝对位置也较低，容易受短期情绪影响而反复拉扯，建议观望或短线为主，长期关注反弹后的压力。

## 豆菜粕

国际大豆：本周美豆总体震荡趋势，因其国内平衡表修复明显，且25/26年度美豆种植面积预计下降。巴西大豆升贴水本周上升，当地物流运费及海运费小幅增加，大豆到港成本稳定为主。本周特朗普称将在3月4日对加拿大和墨西哥征收25%关税，对中国额外征收10%关税，周末墨西哥方面称考虑先对中国征收关税以避免美国对其征收高额关税。若3月4日关税落地，特朗普新任以来已对中国商品征收20%关税，在反制预期下，美豆收跌，国内豆粕近期高位盘整，巴西升贴水则处于稳定略涨状态。

国内双粕：本周豆粕日均成交小幅回落，提货小幅回落，饲料企业库存天数上升0.41天至9.81天，同比往年偏高。截止2月25日12月机构统计大豆买船463万吨，1月买船353万吨，2月买832万吨，3月买船1106万吨，4月837万吨。1、2月的买船偏少明显影响了华北地区的开机，钢联统计本周压榨大豆198.15万吨，下周预计开机率下降，压榨159.2万吨。国家粮食和物资储备局本周表示着力抓好粮食收储调控，防止粮食价格大起大落。预计豆粕现货震荡为主。

观点：美豆因种植面积下调平衡表转好等存在较强支撑，升贴水方面关注巴西大豆上市是否形成二次卖压，到港成本暂弱稳看待。此外美国方面贸易政策仍然施压，国内反制措施目前尚未涉及大豆，贸易战预期会施压美豆，但此种情景会引发南美升贴水上涨，为国内豆系提供支撑。国内豆粕现货因预期2、3月到港较少形成库存偏紧预期，现货博弈激烈。远月豆粕在贸易战与美豆种植面积未定背景下可能会呈现有强支撑的格局，单边尝试回落后买入。此外，也需注意贸易战中后期通常会给经济带来伤害，当豆粕价格过高时，抑制下游消费，以2018、2019年的经验来看，因榨利较高、需求回落引发的豆粕高位回落行情也较明显。

## 油脂

马棕：本周棕榈油高频数据一般，ITS及AMPSEC预估马棕2月出口环比下降8.5%-11%，产量方面机构数据劈叉，SPPOMA预估2月前20日产量环增8.57%，其他机构则预估环比下降5.7%-8%。需求国方面中国、印度的总体油脂库存不低，高价棕榈油在中国已被压缩至刚需，棕榈油的消费受到抑制。总体来看马来西亚、印尼的季节性产量处于偏低位置，需求国的刚需或导致3、4月棕榈油产地库存或处于稳定略增趋势，但在5月以后随着产量进一步上行，产地将会进入累库，棕榈油价格也倾向回落。

**国际油脂：**马来西亚政府推迟了 B20 计划，因担忧棕榈油供应紧张。美国方面 EPA 新署长表示将在 2025 年削减上百亿美元支出，生物燃料或受影响。下周二美国将对加拿大商品征收 25%关税，菜油出口美国预计受影响。总体来看，2025 年油脂需求端除印尼 B40 政策外，预计美国、巴西及马来西亚的生物燃料政策都有一定折扣。

**国内油脂：**国内油脂现货成交较弱，棕榈油表观消费偏低，基差连续下行，菜油、豆油表观消费偏好，国内油脂总库存略高于去年，油脂供应较充足。其中菜油库存高于去年，豆油、棕榈油库存低于去年。棕榈油进口量预计维持刚需，表观消费低迷，后续库存预计稳定，大豆压榨量预计环比下降，豆油预计持续去库。菜油按到港压榨及消费来看预计库存持平趋势，原料库存因到港预期下降可能回落。

**观点小结：**油脂因棕榈油产地供应仍处低位、销区前期进口较少近期有可能恢复采购而近月合约偏强的逻辑已经兑现，高价油脂已经抑制了印度、巴西等地的需求，油脂或进入震荡趋势。中期则受新作油脂恢复性增产及美国生物柴油需求总量削减的疑虑影响偏空。

## 白糖

**国际市场回顾：**上周原糖价格自高位大幅下跌，因 3 月原糖合约到期交割。截至周五 ICE 原糖 5 月合约收盘价报 18.5 美分/磅，较之前一周下跌 1.41 美分/磅，或 7.08%。3 月原糖合约上周五到期交割，交割量预计为 34385 手，约合 174 万吨，为该合约有史以来最大的交割量。丰益国际(Wilmar International)是最大的糖接货商，接货 23073 手，约合 117 万吨；路易达孚 (Louis Dreyfus)是最大的交割商，交割 9599 手，约合 48.7 万吨。3 月原糖合约的上一次最大交割量发生在 2022 年，为 26350 手。所有合约的最大交割量出现在 2023 年的 10 月合约，为 56470 手。

**国内市场回顾：**上周郑糖价格跟随外盘下跌，但跌幅小于外盘。截至周五郑糖 5 月合约收盘价报 5931 元/吨，较之前一周下跌 73 元/吨，或 1.22%。其他方面消息，截至 2 月 26 日，广西 2024/25 榨季累计收榨糖厂 31 家，同比增加 26 家；已收榨糖厂日榨蔗能力 29.45 万吨，同比增加 25.85 万吨。目前收榨的 31 家糖厂中有 7 家开机时长持平至略增 1~10 天、11 家减少 1~10 天，其余 13 家开机时长减少 11~40 天不等。据初步了解，已收榨糖厂的食糖产量同比持平略增的居多。全区糖厂集中收榨时间为 2 月中下旬至 3 月上旬，但近日产区出现连日阴雨天气，砍蔗人工不足、机器无法下地等原因，致使甘蔗砍收进度放缓，糖厂榨期延长。

**观点及策略：**受原糖 3 月合约交割影响，近期内外糖价先是连续大涨后大跌。随着交割尘埃落定，在巴西开榨前预计贸易流相对偏紧，原糖短期或延续宽幅震荡行情，郑糖走势跟随外盘，但涨跌幅度小于外盘。从中长期来看，全球糖市仍处于增产周期，维持逢高做空思路。

## 棉花

**国际市场回顾：**上周美棉花期货价格下跌，因美国再度对中国输美产品再加征 10%关税。截至周五美棉花期货 5 月合约收盘价报 65.33 美分/磅，较之前一周下跌 2 美分/磅，或 2.97%。上周美棉出口销售报

告显示，截至2月20日当周美棉出口销售净增4.28万吨，较前一周减少42.73%。美棉出口装船为6.3万吨，较前一周减少8.9%。上周美国农业部（USDA）展望论坛预计2025/26年度年美国棉花种植面积为1000万英亩，2024/25年最终种植面积为1118万英亩。预计2025/26年度美国棉花产量为1460万包，2024/25年度最终产量为1441万包。美国东部时间2月27日，美方威胁将于3月4日起以芬太尼为由对中国输美产品再加征10%关税。

国内市场回顾：上周郑棉价格跟随美棉下跌，截至周五郑棉5月合约收盘价报13570元/吨，较前一周下跌300元/吨，或2.16%。上周国内纺企接单情况转好，开机率继续提升，新疆工厂开机达到9成左右。据Mysteel农产品数据监测，截至2月27日，主流地区纺企开机负荷上升至74.6%，环比增幅8.27%，刷新逾8个月最高水平。内地开机7成以上，整体开工情况较好，已经明显高出年前水平。

观点及策略：上周USDA展望论坛公布美棉种植面积下滑10.6%合约预期，但产量高于预期。种植面积下调下降，产量仍有较大变量，需关注未来天气。美国将于2025年3月4日对中国输美产品再加征10%关税，这个加税是在2025年2月1日美国宣布对中国商品加征10%关税的基础上再次增加，导致美棉价格大幅下跌。国内方面，郑棉跟随美棉价格下跌，但跌幅相对较小，主要是国内即将进入旺季，叠加国内没有新增配额，通过下调进口使得国内供需短期平衡，建议短线观望。

## 免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未顾及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

## 研究中心团队

| 【五矿期货分析师团队】 |          |         |                |
|-------------|----------|---------|----------------|
| 姓名          | 职务       | 组别      | 研究方向           |
| 孟远          | 总经理      |         | 主持研究中心工作       |
| 吴坤金         | 高级分析师、组长 | 有色金属组7人 | 有色、铜           |
| 王震宇         | 分析师      |         | 铝、锡            |
| 曾宇轲         | 分析师      |         | 碳酸锂、镍          |
| 张世骄         | 分析师      |         | 铅、锌            |
| 王梓铨         | 分析师      |         | 氧化铝、烧碱         |
| 刘显杰         | 分析师      |         | 碳酸锂、镍          |
| 陈逸          | 分析师      |         | 不锈钢            |
| 蒋文斌         | 投研经理、组长  | 宏观金融组4人 | 宏观、国债          |
| 夏佳栋         | 分析师      |         | 股指             |
| 钟俊轩         | 分析师      |         | 贵金属、海外宏观       |
| 程靖茹         | 分析师      |         | 国内宏观           |
| 石头          | 首席分析师    | 黑色建材组5人 | 黑色             |
| 郎志杰         | 分析师      |         | 玻璃、纯碱          |
| 陈张滢         | 分析师      |         | 铁合金、双焦、工业硅     |
| 万林新         | 分析师      |         | 铁矿、多晶硅、铁合金     |
| 赵航          | 分析师      |         | 钢材             |
| 李晶          | 首席分析师、组长 | 能源化工组5人 | 能化             |
| 张正华         | 高级分析师    |         | 橡胶、20号胶        |
| 刘洁文         | 分析师      |         | 甲醇、尿素          |
| 徐绍祖         | 分析师      |         | 塑料、PP          |
| 马桂炎         | 分析师      |         | PX、PTA、MEG     |
| 王俊          | 高级分析师、组长 | 农产品组3人  | 农产品、生猪、鸡蛋      |
| 杨泽元         | 分析师      |         | 白糖、棉花          |
| 斯小伟         | 分析师      |         | 豆粕、菜粕、油脂       |
| 郑丽          | 研究助理     |         | 研究支持、研究服务和合规管理 |