

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+1.56%，创业板指+1.61%，上证 50+1.63%，沪深 300+1.39%，中证 500+2.63%，中证 1000+3.79%。

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 利率边际回落，流动性转为中性。

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，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、两会开幕，经济政策与目标公布，释放众多积极信号，尤其是对科技行业的支持力度空前；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、中方对美反制 9 连发，起诉、加征关税、列入出口管制，坚决反对美对华加征关税；6、美国 2 月 ISM 制造业指数 50.3，预期 50.8，前值 50.9，交易员提高对美联储降息的押注。

市盈率：沪深 300:12.62，中证 500:28.94，中证 1000:39.60，上证 50:10.85。

市净率：沪深 300:1.36，中证 500:1.89，中证 1000:2.19，上证 50:1.22。

股息率：沪深 300:3.39%，中证 500:1.77%，中证 1000:1.40%，上证 50:4.25%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.01%/-0.12%/-0.57%/-1.68%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.36%/-0.96%/-2.65%/-4.72%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.84%/-1.73%/-3.89%/-6.39%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.02%/+0.11%/-0.11%/-1.43%。

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，1 月 MI 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，两会再度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：“两会”主要经济目标基本符合预期，国内经济数据的表现仍需更多时间验证。海外方面，美国部分经济指标近期有走弱迹象。

1. “两会”2025年经济工作目标：GDP增长5%，城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业人口1200万人以上，CPI涨幅2%左右，居民收入和经济增长同步，单位GDP能耗降低3%左右；赤字率4%，赤字规模5.66万亿元，拟发行超长期特别国债1.3万亿元，特别国债5000亿元用于支持国有大行补充资本，专项债4.4万亿元；
2. 2025年2月份，全国居民消费价格同比下降0.7%，环比下降0.2%；全国工业生产者出厂价格同比下降2.2% 环比下降0.1%；
3. 中国人民银行行长潘功胜表示，优化科技创新和技术改造再贷款政策，再贷款规模扩大到8000亿元至1万亿元。今年将择机降准降息，还可研究降低结构性货币政策工具利率；
4. 财政部部长蓝佛安表示，更加积极的财政政策可理解为“持续用力、更加给力”；谋划好增量政策上出实招，用好用足政策空间，围绕惠民生、促消费、增后劲；
5. 国办：深化资本市场投资端改革 壮大权益类公募基金、保险资金、各类养老金等长期投资力量；
6. 美国商务部长卢特尼克表示，如果各国能够证明他们能够阻止芬太尼的流动，加征的关税可以取消；
7. 随着对美国经济健康状况的担忧加剧，货币市场加大了对美联储今年降息幅度的押注。交易员押注美联储今年降息75个基点，为去年12月中旬以来的首次；
8. 美国2月非农就业人数增加15.1万人，预估为增加16万人，前值由增加14.3万人修正为12.5万人；美国2月失业率为4.1%，预估为4%，前值为4%；
9. 美国财长贝森特周二在接受福克斯采访时表示，特朗普政府“决心降低利率”；
10. 美国2月ADP就业人数增加7.7万人，预估为增加14万人，前值为增加18.3万人；
11. 欧元区2月CPI同比增长2.4%，预期2.3%，前值2.5%；环比增长0.5%，前值-0.3%；
12. 欧元区1月PPI环比增长0.8%，预期0.5%，前值由0.40%修正为0.5%；同比增长1.8%，预期1.4%，前值由0.00%修正为0.1%；
13. 欧洲央行将三大关键利率下调25个基点 符合市场预期。

流动性：上周央行逆回购投放7779亿，到期16592亿，净投放8813亿，DR007利率收于1.79%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.79%，周环比反弹6.53BP；30Y国债收益率收于1.97%，周环比反弹6.75BP；2、最新10Y美债收益率4.32%，周环比反弹8BP。

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

市场对于美国潜在贵金属关税交易退潮，本月贵金属总体呈现冲高回落走势，2月7日至3月6日收盘，COMEX黄金价格上涨1.5%至2919.8美元/盎司，沪金价格上涨1.32%至680.64元/克。COMEX白银价格上涨1.79%至33.21美元/盎司，沪银价格下跌0.36%至8058元/千克。金银比价在2月25日上涨至盘中92.48的高位后回落至当前的89.24。

欧元走强驱动美元指数大幅回落：欧盟委员会提出8000亿欧元的防务融资计划，其目标在于提升欧洲防务能力，抬升了欧元区债券的供给预期，对于欧债价格形成显著利空因素。与此同时，欧洲央行虽如预期般降息，但货币政策表态偏鹰派。欧洲央行于3月6日将三大主要利率下调0.25%，货币政策声明中表示随着利率的下调，货币政策限制性明显减少。对于今年的通胀预期，欧洲央行上调至2.3%，并认为欧元区通胀仍然偏高，在2026年初才能实现2%的通胀目标。欧央行行长拉加德对于降息表态谨慎，她认为若数据显示需要降息，才能进行进一步的降息操作，否则降息将暂停。大规模融资计划与欧洲央行偏鹰派的货币政策表态令德债收益率大幅走高，十年期德债利率由3月1日的2.38%大幅上升至3月5

日的 2.79%。与之呈现明显对比的则是美联储货币政策预期逐步转松，经济数据方面，美国劳动力市场转弱，美国 2 月 ADP 就业人口数为 7.7 万人，大幅低于预期的 14 万人以及前值的 18.6 万人。美联储票委货币政策表态鸽派，美联储理事沃勒认为美联储当下的政策仍具备限制性，良好的降息前景仍然存在，美联储可能在 3 月份后进行降息。在货币政策预期与经济数据的影响下，美欧十年期利差由 2 月 13 日的 2.03% 回落至 1.48%，欧元兑美元走强。

当前贵金属的交易主线再度回归至美联储的货币政策预期：前期贵金属市场针对美国特朗普政府的潜在关税进行交易，COMEX 黄金相对于伦敦金的溢价曾在 1 月 30 日达到 58.4 美元/盎司的区间高位，截至 3 月 6 日 COMEX 黄金与伦敦金价差已经回落至 8.81 美元/盎司。COMEX 黄金 03 合约的持仓也由历史高位的 1.5 万手回落至当前的 1491 手，处于正常区间。关税预期驱动海外现货偏紧的交易逻辑褪去，贵金属市场交易的主要矛盾将再度回归美联储货币政策预期，当前联储货币政策受外部影响较大，美国现任财长贝森特表示特朗普政府决心降低利率。当前 CME 利率观测器显示，当前市场定价美联储本年度将会分别在五月、七月、十月议息会议中进行 25 个基点的降息操作，贵金属将在宽松货币政策周期中出现偏强走势。

行情展望：黄金前期由于美国关税政策预期出现大幅上涨，当前呈现高位震荡走势，在美联储降息周期持续的背景下，国际金价出现大幅下跌的概率较低。当前金银比价已经上升至相对高位，白银存在补涨动能，预计银价将在鲍威尔明确进行鸽派表态后出现偏强势的表现。策略上建议逢低做多白银，沪金主力合约参考运行区间 672-691 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7804-8286

铂族金属

美联储宽松货币政策预期将驱动铂族金属价格出现进一步上升：本月铂族金属价格冲高回落，NYMEX 铂金主力合约价格下跌 3.1% 至 980 美元/盎司，NYMEX 钯金价格同样表现弱势，本月下跌 5.93% 至 951.5 美元/盎司。产业驱动方面，美国特朗普政府的关税政策提升美国汽车产业原材料进口压力，1 月份美国汽车产量为 9.58 万辆，较去年同期下降 21.92%，但新能源车的渗透率截至 1 月份为 10.48%，较去年 12 月出现小幅下降，铂族金属工业需求方面短期转弱，但特朗普政府支持传统能源的开采，这将推动燃油汽车使用成本在中期出现下降，对于铂族金属的汽车尾气催化剂需求形成利多因素。宏观驱动方面，欧洲防务基金的设立以及欧洲央行偏鹰派的货币政策表态令欧元兑美元汇率走强，美元指数出现大幅回落。美联储理事沃勒表示今年进行两次降息是合理的，CME 利率观测器显示市场预期联储将分别在五月、七月以及十月议息会议中进行 25 个基点的降息操作。受到美联储货币政策预期的影响，预计后续美债收益率与美元指数将出现进一步回落，驱动铂族金属价格回升。

NYMEX 铂金主力合约在触及上方压力线后回落，并在下方趋势线附近得到支撑，总体仍呈现收敛末端的震荡格局。技术形态上来看，其后续仍存在向上突破的动能，策略上建议逢低做多，NYMEX 铂金主力合约参考运行区间 936.7-1030.6 美元/盎司。NYMEX 钯金主力合约下破上升趋势线后在 900 美元/盎司一线支撑位企稳，预计短期仍有小幅反弹空间，NYMEX 钯金主力合约参考运行区间 901-1034 美元/盎司。

有色金属类

铜

上美国对铜加征关税预期和美元指数下跌带动铜价冲高，上周伦铜收涨 2.07%至 9602 美元/吨，沪铜主力合约收至 78430 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 0.7 万吨，其中上期所库存转降 0.1 至 26.7 万吨，LME 库存减少 0.5 至 25.7 万吨，COMEX 库存减少 0.1 至 8.4 万吨。上海保税区库存增加 0.9 万吨。当周铜现货进口维持较大亏损，洋山铜溢价回升，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 贴水缩至 4.9 美元/吨，国内因进口亏损较大，现货基差报价走强，下游采购情绪尚可，周五上海地区现货对期货贴水缩至 5 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 2250 元/吨，当周再生铜制杆企业开工率小幅下滑。根据 SMM 调研数据，上周精铜制杆企业开工延续小幅下滑。

价格层面，美国加征关税仍具有不确定性，不过当前美国经济数据走弱后，政策转松的概率更大；国内政策表态偏积极，不过仍需关注实际的落地效果。美国对铜品种加征关税的预期和铜矿加工费变化是过去一段时间铜价波动的重要诱因，当前美国对铜品种加征关税未落地，而铜矿加工费下行趋势或随着印尼矿出口增加边际缓和，从而抑制铜价的进一步向上，支撑则来自铜价回落后的下游补货增加和废料供应减少，总体预计铜价上行势头趋缓、波动风险仍大。本周沪铜主力运行区间参考：77000-79500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9400-9750 美元/吨。

铝

供应端：据 SMM 统计，2025 年 2 月份（28 天）国内电解铝产量 334.7 万吨，同比增长 0.4%，环比下滑 9.5%。铝水比例环比上涨 1.7 个百分点，同比上涨 6.7 个百分点至 71.0%。截止 2 月份底，SMM 统计国内电解铝建成产能约为 4581 万吨，国内电解铝运行产能约为 4364 万吨左右，行业开工率环比上涨 0.07 个百分点，同比增长 2.26 个百分点至 95.3%。进入 2025 年 3 月份，国内电解铝运行产能随着相关企业启槽达产而再度走高，3 月底国内电解铝年化运行产能持平在 4384 万吨/年。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2025 年 3 月 6 日：铝锭去库 1.4 万吨至 88.4 万吨，铝棒去库 1.05 万吨至 31.65 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，较去年同期生产实绩下降 2.1%。2 月 1-28 日，全国乘用车市场零售 139.7 万辆，同比去年同期增长 26%，较上月下降 22%，今年以来累计零售 319.1 万辆，同比增长 1%。新能源车市场零售 72 万辆，同比去年同期增长 85%，较上月下降 3%，今年以来累计零售 146.5 万辆，同比增长 38%。

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。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：20500 元-21200 元。海外参考运行区间：2550 美元-2800 美元。

锌

价格回顾：周五沪锌指数收跌 0.10%至 23916 元/吨，单边交易总持仓 19.97 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期跌 1.5 至 2898.5 美元/吨，总持仓 22.28 万手。

高频数据：SMM0#锌锭均价 24080 元/吨，上海基差-15 元/吨，天津基差-15 元/吨，广东基差-15 元/吨，沪粤价差平水。上期所锌锭期货库存录得 1.52 万吨，根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 13.40 万吨。内盘上海地区基差-15 元/吨，连续合约-连一合约价差 5 元/吨。LME 锌锭库存录得 16.1 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 2.64 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-32.1 美元/吨，3-15 价差-41.5 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.14，锌锭进口盈亏为-959.94 元/吨。

产业数据：本周锌精矿国产 TC3150 元/金属吨，进口 TC25 美元/干吨。精矿港口库存 26.3 万吨，工厂库存天数 22.5 天。本周镀锌结构件开工率录得 59.55%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 36.4 万吨。本周压铸合金开工率录得 54.25%，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 57.71%，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。短期锌价下行后初端逢低备库较多，社库小幅去库，叠加金三银四旺季将至，锌价配合板块氛围短线反弹，月间价差有望短线走强。但中期来看元素过剩较难逆转，中期仍然维持偏弱运行。

铅

价格回顾：周五沪铅指数收涨 0.10%至 17424 元/吨，单边交易总持仓 9.14 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期跌 9.5 至 2025.5 美元/吨，总持仓 14.43 万手。

高频数据：SMM1#铅锭均价 17200 元/吨，再生精铅均价 17150 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 10125 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 5.44 万吨，内盘原生基差-235 元/吨，连续合约-连一合约价差-40 元/吨。LME 铅锭库存录得 20.73 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 2.54 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-18.3 美元/吨，3-15 价差-65.92 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.189，铅锭进口盈亏为-587.18 元/吨。

据上海有色数据，国内社会库存录减至 6.48 万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 2.1 万吨，工厂库存 48.0 万吨，折 30.6 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 66.26%，原生锭厂库 1.3 万吨。再生端，铅废库存 13.2 万吨，再生铅锭周产 4.2 万吨，再生锭厂库 0.9 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 74.34%。

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，再生成本为铅价提供偏强支撑。铅价长期震荡后向上突破，下游采买边际增加，叠加当前有色板块氛围偏多，预计中期偏强震荡为主。

镍

资源端：印尼镍矿供应量相较于去年同时期相比稍显宽松，但苏拉维西地区的雨季和即将到来的斋月在较大程度上影响了供应节奏，叠加 SIMBARA 系统对于”不合规“镍矿的打击导致一季度印尼镍矿供应整体偏紧。需求方面，下游火法冶炼厂 2 月有一定备库需求，目前备库仍然没有完成，原料采购积极，一定程度上带动了升水的抬升。湿法矿方面，上半年 MHP 项目的持续爬产，后续 3、4 季度新项目投产，下

游对于湿法矿的采购需求与市场可流通量不足形成矛盾，导致湿法矿价格快速上涨。

中间品：2月中间品系数价格持稳运行。3月7日，MHP系数对LME镍80，高冰镍系数对LME镍83.5，3月6日，印尼MHP FOB价格报12273美元/金属吨，高冰镍报12845美元/金属吨。

硫酸镍：本周镍盐市场呈现出明显的成本支撑走强特征，MHP系数持续攀升叠加伦镍价格走强，导致镍盐厂成本倒挂现象愈发严重，挺价情绪浓厚，预计硫酸镍价格仍有上涨预期。

综合来看，矿端紧缺未得到缓解以及旺季需求难以证伪的背景下，本周价或呈现震荡偏强走势，沪镍主力合约参考运行区间126000元/吨-135000元/吨，伦镍3M合约运行区间参考15000-16800美元/吨。

锡

供给端：供给方面，2月精炼锡产量14050吨，环比减少10.4%，同比增加22.6%，预计3月产量16770吨，环比增加19.4%，同比增加7.8%。

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。上周佧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。按照佧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，我国从佧邦进口锡精矿共计1.5万吨，随着佧邦复产矿增长，预计全年进入我国的佧邦锡矿将达到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，较上年同期生产实绩下降2.1%。2月1-28日，全国乘用车市场零售139.7万辆，同比去年同期增长26%，较上月下降22%，今年以来累计零售319.1万辆，同比增长1%。新能源车市场零售72万辆，同比去年同期增长85%，较上月下降3%，今年以来累计零售146.5万辆，同比增长38%。

小结：本周有色普涨，锡价在大跌后稳步回升。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，同时佧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，在消费端进入旺季的情况下，沪锡后续预计将呈现高位震荡走势。国内主力合约参考运行区间：240000元-275000元。海外伦锡参考运行区间：31000美元-34000美元。

碳酸锂

期现市场：周五五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报74713元，周内-0.33%。MMLC电池级碳酸锂报价74500-76300元，工业级碳酸锂报价73200-74000元。LC2505合约收盘价76120元，周内涨1.22%，主力合约收盘价升水MMLC电碳平均报价720元。SMM澳大利亚进口SC6锂精矿CIF报价850-900美元/吨，周内-0.57%。

基本面：SMM国内碳酸锂周产量18634吨，较上周增1.0%。2025年1月国内碳酸锂产量62490吨，环比减10.3%，同比增50.5%。1月智利出口中国碳酸锂1.91万吨，2月约为1.2万吨，预计2月、3月国内进口分别为2.3万吨和1.6万吨。乘联会数据，2月全国新能源乘用车批发销量的预估值为84万辆，同比增长82%，但环比下降了5%。今年前两个月的累计批发销量达到173万辆，同比增长49%。3月6日，

国内碳酸锂周度库存报 119437 吨，环比上周+3924 吨。截止 3 月 7 日，广期所碳酸锂注册仓单 42446 吨，周内降 7.6%。

观点：上周交易所仓单大幅减少，价格低位下游及贸易商展现较强的接货意愿，而持货商卖出套保倾向不高。SMM 产量库存数据偏空，国内碳酸锂周产量续创历史新高，库存三周增加约一万吨。3 月国内供需均环比增加，但供过于求压力仍存。短期海外矿端挺价、需求乐观表现预计对锂价底部形成支撑，下游原料备货有望带动锂价回暖，建议关注碳酸锂仓单变化的持续性，现货市场交投情况，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 75000-77000 元/吨。

氧化铝

期货方面，截止 3 月 7 日下午 3 时，氧化铝指数本周下跌 2.55%至 3283 元/吨，持仓增加 3.9 万手至 27.6 万手。本周国内现货价格维稳，但随着海外氧化铝价格继续下跌，出口窗口关闭，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升水约 87 元/吨。月差方面，连 1-连 3 月差窄幅波动，录得-35 元/吨。

现货方面，本周各地区氧化铝现货价格维稳，贵州、河南现货价格分别下跌 5 元/吨、下跌 15 元/吨，其余地区保持不变。但海外氧化铝价格下跌，出口窗口关闭；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 3 月 7 日，周内澳洲 FOB 价格下跌 22 美元/吨至 463 美金/吨，出口盈亏回落至-129 元/吨，出口窗口关闭。

库存方面，本周氧化铝社会总库存累库 0.7 万吨至 386.6 万吨，累库趋势维持。本周氧化铝上期所仓单合计累库 2.79 万吨至 17.09 万吨；交割库库存报 24.11 万吨，较上周大幅增加 4.43 万吨。因前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 174.7 万吨，较上周减少 0.9 万吨。

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，随着建成产能逐步释放，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，期价短期预计仍维持弱势。国内主力合约 A02505 参考运行区间：3100-3350 元/吨。

不锈钢

期现市场：无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13200 元/吨，环比+0.76%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 980 元/镍，环比+4.26%；废不锈钢均价报 9400 元/吨，环比+6.74%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 13310 元/吨，环比-0.97%。

供给：据 MYSSTEEL，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。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 m²，同比-12.90%；12 月单月，商品房销售面积为 11267.06 万 m²，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：不锈钢社会总库存为 112.75 万吨，环比+20.99%；期货仓单本周库存 14.59 万吨，较上月+12266 吨。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+21.97%；本周不锈钢海漂量 5.45 万吨，环比+129.70%，卸货量 7.63 万吨，环比-1.11%。

成本：山东 7%-10%镍铁出厂价 990 元/镍，月内+35 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 43 元/镍。铬矿报价 52.5 元/干吨，环比+3.5 元/干吨；高碳铬铁报价 7600 元/50 基吨，环比+300 元/50 基吨。产量方面，01 月高碳铬铁产量 63.51 万吨，环比-2.20%。

观点：2 月以来不锈钢原料成本逐渐上移，但受制于下游消费尚未复苏，市场成交冷清，成品价格涨幅不大。货源方面，由于 03 合约交割品吃紧，多空双方在盘面进行了多轮博弈，而随着钢厂加大生产力度，社库及仓单货量持续累积，多头被迫撤退，盘面也受到库存影响呈震荡走势。临近月底，有色金属氛围偏多，下游消费开始复苏，矿端偏紧预期驱动价格上行，终端买涨不买跌的心理进一步促进贸易商抬高成交价格，叠加钢厂原料不足，被迫调高对外报价，多重因素影响下不锈钢价格中枢抬升。不锈钢传统旺季来临，但需求是否好转尚未可知，库存消化仍面临挑战，市场可能继续维持供应宽松格局。重点关注社库去化速度及宏观因素影响，预计不锈钢震荡运行。

黑色建材类

钢材

估值：本月钢厂盈利率为 53.25%，钢厂盈利情况较上月持续回升。即期利润方面，由于近期原料价格下降，利润明显回升，螺纹钢华东地区长流程即期利润在 179 元/吨左右，谷电利润在 25 元/吨左右。长流程利润较好，成材估值小幅偏高。

供应：本周铁水产量超预期恢复，2 月上旬由于需求尚未恢复且钢厂利润微薄，总体生产意愿不强，钢材近期供应端压力不大。

需求：螺纹需求在元宵假期后逐步回升，其回升速度与历史同期节奏基本相同；热卷需求速度较上月明显下降，可能是由于受到关税增加的影响，此前提前透支的需求有所反应。展望旺季期间螺纹需求可能会随着开工的增加稍有回升，但根据今年春节后工地开复工的情况来看，今年工地复工率为五年内最低，但本月资金到位情况同比去年稍有好转。因此，可以初步判断房企资金流转情况好转，螺纹需求可能会在旺季有所回升，但上升高度相对有限。热卷本月需求表现中性，后续还需关注制造业的恢复以及加关税对出口的影响，后续热卷需求有望延续偏强走势。

库存：本周螺纹钢库存开始缓慢去化，绝对值依旧处于近五年内最低位；热卷库存相较于历史同期处在相对高位，在本月库存开始缓慢去化，累库风险稍有降低，但还需关注库存能否顺利去化。

小结：从宏观角度来看：2025 年政府工作报告 4% 的赤字率+4.4 万亿专项债+1.3 万亿超长期特别国债+5000 亿元特别国债补充国有大行资本金；最终广义赤字规模达到 11.86 万亿元，同比去年+2.9 万亿元。整体上基本符合市场预期，但财政预算在总量低于市场预期，会议落地后国内商品价格随之回落。地产方面暂时无超预期表态，我们偏向于之前“严控增量，稳房价”的表态看待，因此推测未来难有改善地产端用钢需求的政策。但近期有传闻称要对粗钢限产，多为不实传言，需警惕“小作文”对价格的影响。从基本面来看，螺纹钢基本面变化不大，无明显矛盾，库存累积速度放缓。产量、需求与去年同期基本持平。未来螺纹需求会持续回升，但由于新开工施工表现较弱，预计难有较大改善。但库存处于极低水准，还需注意是否会有突发缺货的情况。热卷产量近一个月明显下降，需求维持在相对高位，库存开始缓慢

去化，累库风险降低。未来还需重点关注需求与产量的配合节奏。总体而言，现阶段成材价格走势呈现窄幅震荡运行，成材基本面整体表现中性。后续还需重点关注成材需求恢复情况，如若需求恢复较快叠加市场对于未来经济提振预期可能会推动价格回升，否则需警惕成材需求恢复不及预期，价格向下负反馈的情况。未来也需注意原料价格是否会有一定支撑。未来走势方向还需跟随需求恢复情况而判断，以螺纹钢主力合约为例，参考运行区间为 3100-3450 元/吨。

锰硅硅铁

本周，锰硅盘面价格延续震荡表现，周内多次尝试冲高无果后回落。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。

硅铁方面，本周，硅铁盘面价格延续走弱，仍未摆脱短期的下行趋势，继续关注下方 6050 元/吨附近支撑情况，认为短期向下空间暂时有限，多空均不具备性价比。

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。此外，本周包括国家收储预期、Comilog 锰矿工人罢工等消息扰动层出不穷，提示注意甄别短期情绪波动，提高风险把控。

我们始终认为“短缺”的故事难以成立，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，但除非澳矿发运恢复出现波折，否则认为锰矿端叙事下价格恐难掀起“大浪”，价格以延续宽幅震荡为主的走势。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，基本面短期边际延续弱化。主要在于当前利润空间之下持续处于同比相对高位供给水平。同时，当前整体的下游钢铁需求恢复仍相对缓慢，虽然铁水的恢复有所提速，但高度仍需要观察。除此之外，当前盘面价格估值水平仍略偏高，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，但高估值并不显著且向下修复并非必要。因此，我们认为短期价格或沿边际趋弱的基本面继续维持弱势，但仍缺乏有效的趋势行情驱动。

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 774 元/吨，较 3 月 3 日开盘价变化 -22 元/吨，涨跌幅 -2.76%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3159.8 万吨，环比减少 235.6 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2642.5 万吨，环比减少 95.1 万吨。澳洲发运量 1826.2 万吨，环比减少 115.1 万吨，其中澳洲发往中国的量 1487.4 万吨，环比减少 80.9 万吨。巴西发运量 816.3 万吨，环比增加 20.1 万吨。中国 47 港到港总量 1905.2 万吨，环比增加 19.1 万吨；中国 45 港到港总量 1838.6 万吨，环比增加 35.4 万吨。日均铁水产量 230.51

万吨，环比上周增加 2.57 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存总量 15087.88 万吨，环比下降 668.52 万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量微降，但略高于去年同期水平。巴西发运量同比增加明显，澳洲发运贡献减量。近端到港量企稳，但仍处于往年同期低位，预计后期逐步回升。需求方面，最新一期铁水产量上升至 230.51 万吨，钢厂利润走扩，高炉复产增多，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，前期低发运在库存端继续兑现。宏观方面，上周国内重要会议召开，释出信息基本符合市场预期，海外特朗普国会演讲再次提及加征关税，黑色整体情绪偏弱，但鉴于铁矿石前期已经历流畅下跌，当前多空激烈争夺，随着传统旺季来临，等待后续需求的现实验证。

工业硅

日线级别，工业硅盘面价格延续震荡走弱，当前盘面仍处于下跌趋势中，且价格触及趋势线便放持续阴线，走势弱。前期报告中，我们提示价格跌破前低后的下行再次探底风险，当前仍旧维持。在价格有效摆脱左侧第一根趋势线前难言企稳，而行情若想发生反转可能，则必须摆脱去年 6 月份以来的更右侧趋势线。当前位置我们依旧认为总体单边参与缺乏性价比，继续建议以观望为主或短线日内趋势跟随。

基本面方面，当前工业硅最大的矛盾在于产能持续扩张周期下虽有阶段性减产，但总供应仍较明显过剩。截至本周，周产口径下产量累计同比降幅约 11.24%，但需求侧，多晶硅产量累计降幅达到了 46%，虽然有机硅方面在产能投放背景下录得累计 31% 的增幅，但这仍不足以弥补多晶硅方面导致的需求缺失。我们测算的需求降幅或达 18%，即供需之间存在近 7pct 的差距，当然，我们相信这大部分已经体现在当前羸弱的价格表现之中。

后续来看，我们看到工业硅产能仍时有投产，而下游多晶硅行业在需求前景黯淡背景下的自律性减产预计短期难以结束，而有机硅端自律性减产才刚刚开始，存在产量延续回落的预期。在这样的背景下，市场短期难以改变对于价格的悲观预期。同时，目前天量且仍在累积的库存水平将持续成为现货端的价格压力，制约价格的企稳反弹。对此，我们仍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

橡胶胶价震荡下跌。

市场关注 NR 后续到港预期和累库进度。

现货

泰标混合胶 16900 元。STR20 报 2070 美元。STR20 混合 2070 美元。

山东丁二烯 11250 元。江浙丁二烯 11100 元。华北顺丁 13600 元。

操作建议:

橡胶胶价震荡下跌。

建议偏空短线交易。设好止损。灵活处理，快进快出。

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3月7日,山东轮胎企业全钢胎开工负荷为68.76%,较上周微幅走高0.21个百分点,较去年同期走低0.91个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为82.41%,较上周走高0.27个百分点,较去年同期走高3.73个百分点。全钢轮胎终端市场需求不佳,库存消耗慢。部分品牌轮胎涨价幅度2%-3%。

4) 库存或转向增库。

截至2025年3月2日,中国天然橡胶社会库存136.4万吨,环比降0.8万吨,降幅0.6%。中国深色胶社会总库存为79.1万吨,环比下降0.6%。中国浅色胶社会总库存为57.3万吨,环比降0.5%。截至2025年2月28日,青岛保税区橡胶库存44.34(+0.92)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

行情方面:截至周五,WTI主力原油期货收涨0.78美元,涨幅1.18%,报67.05美元;布伦特主力原油期货收涨1.03美元,涨幅1.48%,报70.45美元;INE主力原油期货收涨2.90元,涨幅0.57%,报512.5元。

地缘政治:美国财长贝森特表示,我们将关闭伊朗的石油行业和无人机制造能力。

宏观方面:美国2月季调后非农就业人口15.1万人,预期16万人,前值由14.3万人修正为12.5万人。美联储鲍威尔表示,目前经济看起来很稳定,并且没有感受到降息以支撑经济的压力。实际上不需要我们做任何事情。我们可以等待,也应该等待。美联储对于降息的表态仍旧非常谨慎,中性偏鹰。

供给方面:美国产量维持高位震荡走势,本周EIA原油产量小幅提升至13.51百万桶/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，整体供给方面仍然偏紧。

需求方面：美国炼厂开工率环比小幅下滑至 85.9%；中国主营炼厂开工率维持主营炼厂开工维持 79.17%，独立炼厂维持 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累库至 433.78 百万桶，总成品油库存环比去库至 435.97 百万桶；中国原油港口库存去库至 197.36 百万桶，总成品油去库至 205.99 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存累库至 49.12 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，油价受多方政治预期压制单边价格难现大幅反弹，短期策略以短多正套为主，中期策略单边观望等待空点出现。

甲醇

甲醇短期大概率维持供减需增格局，供应端国内装置检修，海外开工依旧处于低位，3月进口预计大幅收。需求端港口烯烃装置复产，金三银四传统需求也将有所好转。因此后续甲醇大概率迎来去库，在此背景下，价格预计震荡偏强为主。但需要注意的是，当前甲醇生产利润丰厚，而下游普遍亏损严重，一旦发生下游意外停车导致需求快速回落，甲醇在高估值下仍有一定风险，MTO 利润低位依旧是限制甲醇上行空间的重要因素。因此总体来看预计甲醇难有大幅度单边行情，更倾向于逢低短多，月间价差仍逢低关注正套为主

尿素

国内日产回归高位水平，前期低价储备货物冲击市场，短期供应较为充足，后续预计国内开工仍将维持高位水平。需求端复合肥受环保以及市场情绪回落影响，开工高位回落，成品库存继续大幅去化。后续国内尿素市场供应回归以及农需旺季同在，供需双增局面以及尿素绝对价格水平不高背景下，预计尿素下方空间有限，近端受旺季支撑预计仍会相对偏强，因此从策略方面来看，逢低关注月间正套，单边观望为主。

聚烯烃

估值：聚乙烯月度涨幅（期货>现货>成本）；聚丙烯月度涨幅（成本>期货>现货）。

成本端：WTI 原油本月下跌-6.57%，Brent 原油本月下跌-6.90%，煤价本月下跌-11.11%，甲醇本月上涨 0.37%，乙烯本月下跌-0.37%，丙烯本月下跌-2.44%，丙烷本月下跌-6.38%。油价冲高回落，成本端支撑松动，盘面交易逻辑受供需关系影响变强。

供应端：PE 产能利用率 86.28%，环比下降-2.51%，同比去年上涨 1.22%，较 5 年同期平均下降-4.24%。PP 产能利用率 82.14%，环比上涨 2.62%，同比去年上涨 6.66%，较 5 年同期平均下降-15.35%，一季度投产压力较大，供应端产量高位震荡。

进出口：12 月国内 PE 进口为 127.12 万吨，环比 11 月上涨 7.80%，同比上涨 8.83%。12 月国内 PP 进口 21.63 万吨，环比 11 月下降-8.54%，同比下降-8.54%。出口端淡季回落，12 月 PE 出口 5.82 万吨，环比 11 月下降-6.09%，同比上涨 1.00%。PP 出口 17.76 万吨，环比 10 月上涨 8.25%，同比上涨 119.96%。一季度为出口季节性旺季，PP 出口量或将季节性上升。

需求端：PE 下游开工率 33.27%，环比上涨 132.49%，同比下降-8.32%。PP 下游开工率 49.63%，环比

上涨 58.66%，同比上涨 4.66%。春节后季节性小旺季来临叠加“两会”宏观利好预期，整体开工幅度反弹力度好于往年，其中 PP 塑编需求表现亮眼。整体需求端 PP 强于 PE。

库存：PE 生产企业库存 55.58 万吨，本月累库 2.09%，较去年同期去库-1.61%；PE 贸易商库存 4.58 万吨，较上月累库 12.18%，较去年同期去库-1.71%；PP 生产企业库存 71.11 万吨，本月累库 13.61%，较去年同期累库 8.47%；PP 贸易商库存 17.60 万吨，较上月去库-18.37%，较去年同期累库 2.86%；PP 港口库存 7.24 万吨，较上月累库 6.87%，较去年同期累库 5.77%。

小结：沙特阿美宣布 2025 年增产 130 万桶原油，整个 OPEC 增产意愿明显，成本端支撑愈发松动，聚烯烃盘面价格回归基本面。短期主要矛盾集中在宏观利好支撑需求端强势复苏与供应端大量投产计划博弈，预计“两会”后，需求端高增速将有所缓解，聚烯烃价格或将震荡下行。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 09 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。

下月预测：聚乙烯(L2505)：参考震荡区间(7700-8000)；聚丙烯(PP2505)：参考震荡区间(7100-7400)。

策略推荐：以下游需求端开工率见顶为信号，拐点处做缩 LL-PP 价差。

风险提示：地缘冲突导致原油价格大幅上涨，PE 进口大幅下降，PP 出口大幅下降。

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。操作建议：观望。

PVC

成本：电石受内蒙地区前后几次限电影响价格止跌企稳，兰炭基本面弱势月初一路下跌至今出现止跌迹象。电石市场乌海地区贸易主流出厂

价格报 2600 元/吨，受内蒙再次限电影响，供给出现阶段性减量，整体重心小幅上移，近期内蒙地区限电再次出现，供给阶段性较少，提振电石价格。但由于 PVC3 月逐步开始进入春季检修季，对电石需求减弱，故电石涨幅或有限。

供应：PVC2 月开工小幅下滑，预计 3 月整体季节性下降。截止 2025 年 3 月 7 日，中国 PVC 产能利用率在

80.14%，环比上期+1.49%。主要受宁波镇洋、福建万华等装置恢复正常生产影响本周期国内 PVC 产量环比增加，产能利用率提升。下周 PVC 产能利用率预计在 81.73%，较本期开工提升，主要涉及广西华谊、新疆天能、盐湖化工等恢复开车，整体供应端仍处高位。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。3 月中旬 03 合约开始集中注销，近期仓单外流对现货市场带来压力。

需求:国内出口保持良好接单放量;三大下游 2 月开工整体恢复低于同期,今年两会政策对房地产无超预期政策,盘面应声下探。

库存:2 月社会库存小幅累库,累库幅度小于历史同期平均水平。截至 3 月 6 日 PVC 社会库存新(41 家)样本统计环比上周减少 0.02%至 86.52 万吨,同比增加 0.23%;其中华东地区在 80.17 万吨,环比上周减少 0.39%,同比增加 0.56%;华南地区在 6.35 万吨,环比上周增加 0.478%,同比减少 3.79%。中国 PVC 生产企业厂库库存可产天数在 7.79 天,环比上周减少 0.13%。上游生产企业加大对市场出口交付,厂库库存略有下降。整体来看,PVC 社会仓库库存量位于中高位,但累库斜率放缓于历史同期。

小结:成本端电石企稳回升,兰炭止跌;PVC 供给中高位水平,社库累库幅度低于历史同期水平,PVC 工厂则出现小幅去库迹象;当前现货市场还受到 03 合约仓单流出冲击,在 PVC 检修及需求恢复好转前,现货市场承压。两会期间房地产方面无超市场预期政策,需求端仍旧乏力。

操作建议:偏弱思路对待。

乙二醇

行情回顾:本月震荡偏弱,截至 3 月 6 日,05 合约收盘价 4544 元,月同比下跌 124 元;华东现货价格 4569 元,同比下跌 123 元。本月盘面震荡走弱,主要原因是在基本面好转预期充分的背景下,下游及终端恢复不及预期,且海内外检修落地情况不及预期,导致平衡表预期的恶化,去库节点后移,价格持续震荡偏弱。基差和价差方面,截至 3 月 6 日,基差 37 元,月同比上升 4 元;5-9 价差-68 元,同比下跌 44 元。

供应端:EG 月底负荷 73.6%,月同比下降 3.3%;月均负荷 73.8%,同比上升 1.9%;其中合成气制负荷 78.4%,同比上升 3.3%;乙烯制负荷 70.8%,同比下降 7.1%。2 月乙二醇整体负荷有所上升,负荷压力较大,3 月预期负荷下滑,近期合成气制装置方面,沃能负荷提升;油化工方面,海南炼化降负,富德重启出料,中石化武汉提负,扬子石化重启但主产 EO。海外方面,沙特 JUPC3#、Sharq3#检修,美国 MEGlobal、南亚检修,伊朗 BCCO 停车。到港方面,2 月进口预计 59 万吨,同比提高 17 万吨,进口量持续偏高,3 月随着海外检修装置增加预期将有所下滑。

需求端:月底聚酯负荷 88.8%,同比上升 7.1%,其中长丝负荷 91.8%,上升 8.7%;短纤负荷 88.6%,上升 10.7%;瓶片负荷 64.4%,下降 2.6%。目前瓶片随着下游开工提升库存持续去化,大厂检修装置有望在后续重启。涤纶方面,按目前的利润和库存情况来看,不具有较大的减产压力,预计负荷持续高位。终端方面,产成品库存上升,订单恢复较弱,月底加弹负荷 84%,织机负荷 74%,涤纱负荷 66%,恢复不及预期。纺织服装 12 月国内零售同比-0.3%,出口同比+12.8%。

库存:截至 3 月 3 日,港口库存 75.9 万吨,月同比累库 20.7 万吨;下游工厂库存天数 12.3 天,同比下降 3.2 天,港口库存大幅累库,下游库存天数下降。进入三月后随着国内装置检修及海外进口预期下滑,港口累库压力有望缓解,但平衡表仍然维持紧平衡,主要去库阶段在四月。

估值成本端：本月石脑油制利润上升 122 元至-593 元/吨，国内乙烯制利润下降 173 元至-812 元/吨，煤制利润上升 257 元至 1334 元/吨。成本端乙烯上升 10 美元至 885 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格下跌 110 元至 490 元/吨，国内利润位于高位水平，将支撑装置的开工率。

小结：随着国内外检修落地不及预期，叠加对下游负反馈的担忧导致去库预期后移，盘面震荡偏弱走势，4 月起基本面将有所好转，一方面美国和沙特多套装置进入检修季，3 月起进口量逐渐下滑，另外一方面下游恢复高负荷，乙二醇装置集中在 4 月检修，显性库存预期从 4 月起重新去库，关注 4 月做多机会。

PTA

行情回顾：本月价格震荡下跌，截至 3 月 6 日，05 合约收盘价 4842 元，月同比下跌 148 元；华东现货价格 4810 元，同比下跌 110 元。本月在 PTA 减产计划较多的背景下，预期后续累库周期结束，去库幅度可观，加工费大幅走扩，但单边跟随原油下跌。基差和价差方面，截至 3 月 6 日，基差-24 元，月同比上升 42 元；5-9 价差-32 元，同比下降 6 元。

供应端：月底 PTA 负荷 73.6%，月环比下降 6.9%；月均负荷 78%，同比下降 1.6%。2 月起检修量逐渐上升，负荷较前期持续下滑。近期计划检修装置较多，进入三月检修季后，负荷将进一步下滑。

需求端：月底聚酯负荷 88.8%，同比上升 7.1%，其中长丝负荷 91.8%，上升 8.7%；短纤负荷 88.6%，上升 10.7%；瓶片负荷 64.4%，下降 2.6%。目前瓶片随着下游开工提升库存持续去化，大厂检修装置有望在后续重启。涤纶方面，按目前的利润和库存情况来看，不具有较大的减产压力，预计负荷持续高位。终端方面，产成品库存上升，订单恢复较弱，月底加弹负荷 84%，织机负荷 74%，涤纱负荷 66%，恢复不及预期。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 28 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）342.1 万吨，月同比累库 19 万吨，其中在库在港库存为 50.3 万吨，同比累库 27 万吨，仓单 114 万吨，同比累库 2.7 万吨。2 月随着下游淡季，PTA 大幅累库。三月后 PTA 进入检修季，下游恢复高负荷，预期平衡表大幅去库。

利润端：本月现货加工费上升 63 元，截至 3 月 6 日为 289 元/吨；盘面加工费上升 101 元，截至 3 月 6 日为 410 元/吨。

小结：PTA 加工费在去库预期下走扩，但幅度相对有限，绝对价格主要跟随原油下跌。后续来看，基本面 3 月进入检修季，加工费预期维持中性水平，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，短期跟随原油下跌为主，建议跟随原油的下跌逢高空配。

对二甲苯

行情回顾：本月价格震荡下跌，截至 3 月 6 日，05 合约收盘价 6756 元，月同比下跌 380 元；PX CFR 价格 834 美元，同比下跌 32 美元。本月 PX 意外检修消息较少，而下游 PTA 检修消息频发，导致 PXN 走扩驱动较弱，PX 主要跟随成本原油下跌。基差和价差方面，截至 3 月 6 日，折算基差 136 元，月同比上升 116 元；5-9 价差-148 元，同比下降 76 元。

供应端：中国负荷 86.2%，同比持平，月均负荷 86%左右，同比上升 0.4%；亚洲负荷 77.5%，同比下降 0.3%。国内装置方面，本月整体变动不大，月内负荷小幅波动，无装置检修。后续来看，进入三月检修计划上升，但整体负荷仍然偏高，检修主要集中在四月。进口方面，2 月韩国 PX 出口中国 29.8 万吨，环比下降 1 万吨，进口量有所下滑。

需求端：月底 PTA 负荷 73.6%，月环比下降 6.9%；月均负荷 78%，同比下降 1.6%。2 月起检修量逐渐上升，负荷较前期持续下滑。近期计划检修装置较多，进入三月检修季后，负荷将进一步下滑。

库存：1 月底社会库存 477 万吨，同比累库 1 万吨，根据 2 月平衡表将累库 8 万吨左右，3 月因 PX 检修计划偏晚，而下游 PTA 检修装置较多，装置负荷错配下预期仍然小幅累库。

估值成本端：本月 PXN 上升 8 美元，截至 3 月 5 日为 208 美元，本月小幅反弹；石脑油裂差上升 5 美元，截至 3 月 5 日为 122 美元，原油端大幅下跌。芳烃调油方面，汽油裂解价差较同期弱，美亚芳烃价差仍然偏低，美韩芳烃贸易量上升。

小结：PXN 近期走势震荡，主因在 PTA 检修计划较多的情况下，PX 即使进入检修季，预期去库幅度仍然有限，导致估值上升驱动较弱，绝对价格主要跟随原油。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，主要跟随成本原油下跌，建议跟随原油的下跌逢高空配。

农产品类

生猪

现货端：春节为界，2 月以来国内猪价整体呈降-涨-降走势，月均价环比下跌，月内需求疲弱，供应整体充裕，体重明显积累，市场供大于求特征明显，中间一度二育入场受到支撑，但受信心不佳和持续供应释出的影响再度转弱；具体看，河南均价月落 1.58 元至 14.42 元/公斤，月内最低 14.36 元/公斤，四川均价月跌 0.7 元至 15.1 元/公斤，月内最低 14.56 元/公斤，广东均价月落 0.74 元至 15.46 元/公斤；3 月份养殖集团生猪供应量恢复，出栏计划环比增幅或较大，实际需求恢复程度有限，但跌至低位后零星二育兴起对猪价有支撑或延缓下跌，预计 3 月份猪价主线下跌，局部受二育影响反弹。

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，长期留意供压积累导致现货情绪性反弹从而利空远月的可能。

鸡蛋

现货端：2月份承接节后开局，国内蛋价从高点明显回落，且库存逐步积累，随后尽管贸易商入市采购，但终端消化欠佳导致蛋价延续弱势，但跌至低位后上游惜售情绪严重，加之内销走快，下旬开始蛋价止跌反弹至今；具体看，黑山大码蛋价月落0.3元至3.2元/斤，馆陶月落0.18元至3.09元/斤，月内最低2.87元/斤，销区回龙观月落0.61元至3.7元/斤，东莞月落0.77至3.17元/斤；3月上旬市场需求好转有限，中下旬随着需求进一步提升，蛋价或有回暖可能，但受供应继续增加影响，蛋价上涨幅度有限，4、5月份供需格局类似，蛋价或延续弱反弹。

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2月份的补栏数据为9128万只，同比+8.7%，环比+1.8%，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2月底，样本点在产蛋鸡存栏量为13.06亿只，环比1月上升0.17亿只，同比去年的12.2亿只增加了7%，存栏回升幅度略超此前预期；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7月的13.25亿只，环比仍有1.5%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：2月美豆总体回落，原因在1月交易其国内平衡表修复明显已有一定涨幅，2月随着阿根廷降雨恢复及贸易战引发出口担忧等而持续回落。美豆平衡表端，3月31日将发布种植意向报告，有机构预期美豆种植面积会继续下调至8200万英亩。巴西大豆升贴水在中国对美加征关税后持续上升，抵消了美豆回落幅度，大豆到港成本稳定为主。从近期贸易战演变来看，特朗普政府对我国的态度并没有放松，如计划对我国制造船只或悬挂我国国旗的船只停靠美国港口收取费用等，农产品作为重要进口项也会继续成为两国谈判的筹码。巴西方面，贸易商无论在面临美豆回落还是作为中国的单一进口源时都会选择抬升大豆升贴水，从而稳定进口成本。当然，中国也可以调节大豆进口量，通过释放储备、调节进口、供给/需求侧等维护价格稳定。

国内双粕：2月油厂豆粕表需尚可，下游饲料企业库存天数同比往年偏高。截止3月4日12月机构统计大豆买船463万吨，1月买船353万吨，2月买876万吨，3月买船1086万吨，4月877万吨。预计3月过后大豆到港逐步增加。

观点：国内豆粕现货短期因菜粕关税影响预计有所上涨，远月相应提振，中期预计随着大豆大量到港，菜粕替代消费量较难抵消大豆供应增加，豆粕现货逐步回落。09等远月豆粕在贸易战信息多变与美豆种植面积未定背景下可能会呈现有强支撑的格局。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，预计豆粕整体区间震荡为主，关注到港成本及贸易战变化。

油脂

马棕：2月棕榈油高频数据一般，ITS及AMPSEC预估马棕2月前25日出口环比下降8.5%-11%，产量方面机构数据劈叉，除SPPOMA一家预估2月前20日产量环增8.57%外，其他机构则预估环比下降5.7%-8%，马棕去库概率更大，低于150万吨的马棕库存支撑盘面高位震荡。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。3月初油脂盘面有所反弹，盘面交易2月马棕库存数据。展望后市，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，棕榈油价格还会有高位震荡过程，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：2月美豆油销售回落，不过美豆油今年总体销售超预期。美国和加拿大关税问题暂时悬而未决，上周的25%关税本周释放了多条宽松信息，对加菜籽的影响暂不明朗。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2月下行后3月初企稳，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，豆油3月库存预计下滑，随后随着大豆到港预计库存有所增加。菜油按到港压榨及消费来看预计库存有小幅下降趋势，原料库存因到港预期下降可能回落。

观点小结：高价油脂已经抑制了印度、巴西、中国的需求，不过近月产地棕榈油供应偏紧，受此支撑油脂维持震荡。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。菜油端关注贸易政策演变，预计在中加关税政策扰动下偏强震荡为主，但现实供应充足限制涨幅。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格延续下跌，截至周五ICE原糖5月合约收盘价报18.33美分/磅，较之前一周下跌0.17美分/磅，或0.92%。其他方面消息，截至3月4日，泰国2024/25榨季已产糖898.74万吨，同比增加72.51万吨。ISMA预计印度2025/26榨季结转库存约600万吨，已出口约70万吨。截至3月5日当周，巴西港口等待装运的食糖数量为127.2万吨，较去年同期减少105万吨。

国内市场回顾：上周郑糖价格偏弱震荡，截至周五郑糖5月合约收盘价报5920元/吨，较之前一周下跌11元/吨，或0.19%。其他方面消息，截至2025年2月底，2024/25年制糖期制糖生产进入后期，甜菜糖厂全部收榨，甘蔗糖厂陆续收榨。累计产糖972万吨，同比增177万吨；累计销糖475万吨，同比增

97 万吨；累计销糖率 48.9%，同比加快 1.4 个百分点。当月产糖 222 万吨，同比增 14 万吨；当月销糖 102 万吨，同比增 36 万吨。

观点及策略：原糖 3 月合约交割丰益国际接手大量糖，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先是创新低后反弹，因我国对原产于美国的棉花进口加征 15% 关税。截至周五美棉花期货 5 月合约收盘价报 66.13 美分/磅，较之前一周上涨 0.8 美分/磅，或 1.22%。其他方面消息，美国农业部 (USDA) 公布的周度出口销售报告显示，美国棉花出口销售高于平均水平，周出货量强劲。截至 2 月 27 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 24.15 万包，较之前一周增加 45%，较前四周均值增加 6%。当周美国下一市场年度棉花出口销售净增 10.56 万包。

国内市场回顾：上周郑棉价格窄幅震荡，截至周五郑棉 5 月合约收盘价报 13580 元/吨，较之前一周上涨 10 元/吨，或 0.07%。3 月 4 日，我国宣布对原产于美国的棉花进口加征 15% 关税。其他方面消息，随着金三银四旺季来临，纺企整体开工情况较好，开机率已提升至偏高水平，新疆工厂开机维持 9 成左右，内地开机达到 7-8 成以上。据 Mysteel 农产品数据监测，截至 3 月 6 日，主流地区纺企开机负荷在 76.2%，环比增幅 2.14%，刷新 9 个月高点。

观点及策略：中美贸易矛盾升级影响，美棉 5 月合约创出新低后反弹，虽然对于国内而言加税意味着进口成本有所抬高，但美棉价格承压下跌，对国内棉价也并不利多，内外价差终归会修复。并且在未来一段时间内，市场都会对于中美间贸易矛盾持续担忧，不利于棉价。但从基本面而言，2025/26 年度美棉种植面积预期下调，叠加内外棉价都处于历史相对低位，棉价单边大幅下跌的可能性较小。总体而言，短线观望，中长线寻找逢低买入的机会。

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。报告的撰写并未虑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