

商品期货早班车

招商期货

黄金市场

招商评论	
贵金属	市场表现：周五国际贵金属市场反弹；消息面，俄乌会晤以公开争吵告终；美商务部长表示 3 月 4 日将对加墨加征关税，关税水平待特朗普决定，关税水平可能低于 25%；特朗普将于 3 月 4 日向国会联席会议发表讲话。数据方面，美国 1 月核心 PCE 物价指数同比涨 2.6%，符合预期，但个人消费支出疲软，可能会加剧对美国消费前景的担忧。库存数据方面，印度 1 月白银进口 700 吨左右，继续好于预期；上期所白银前一交易日库存减少 16 吨至 1277 吨，金交所白银库存上周增加 244 吨 1522 吨，伦敦 1 月库存减少 2000 吨至 23746 吨，预计主要流向美国。国内光伏下游组件排产平稳，维持 45GW 水平，预期整体需求前高后低，全年白银需求偏弱，同时国家光伏政策可能使得光伏装机增速放缓，预计今年白银供需可能逆转，操作上，考虑逢高沽空白银或者做多金银比。风险点：经济超预期衰退

基本金属

招商评论	
铜	市场表现：周五铜价震荡偏弱运行。基本面：周五权益市场下跌风险偏好下行，铜价受到拖累。供应端，铜矿依然紧张，加工费来到-14 美金，但精铜生产国内 2 月份同比增加 11.4%，硫酸价格持续走强。需求端，国内精铜制杆环比微增，累库速度放缓。下游需求复苏暂时偏缓慢。交易策略：关注本周两会和美国非农，建议观望。风险提示：全球需求不及预期。仅供参考。
氧化铝	市场表现：周五氧化铝 2505 合约收盘价较前一交易日-0.62%，收于 3363 元/吨，国内 0-3 月差 2 元/吨，美金价格 468 美元/吨。 基本面：供应方面，部分氧化铝厂检修结束恢复生产，叠加新投产品产出，运行产能大幅增加。需求方面，电解铝厂在高利润水平下，维持高负荷生产，运行产能小幅增加。 交易策略：国产矿石价格小幅回落，氧化铝厂利润周度环比回升，目前关注重点仍是新投产产能能否如期落地，在未发生大规模投产延期的情况下，价格仍以偏空思路对待。 操作建议：观望或逢高沽空。 风险提示：几内亚铝土矿发运受阻，国内新投产不及预期。
工业硅	市场表现：周五盘面区间内震荡，价格变化不大，05 合约收盘上涨 0.24 点，收于 10355 元/吨。新疆通氧 553 价格跌破 1 万元。基本面：供给端，产量环比回升。社会库存近 61 万吨，去库速度不及预期。需求端，节后下游逐步开始询价签单。多晶硅产量未有明显修复。有机硅周度产量稳定，产业链全线继续挺价。铝合金开工率回调基本结束。本周消息面无特别消息。工业硅供需不匹配仍是目前最大矛盾，下行驱动加强。同时市场传闻仓单结构中 421 占比有提升，也不利于盘面定价。操作上，短期预计偏弱运行，建议再有反弹可做空。风险提示：西北地区超预期减产。
多晶硅	市场表现：周五 06 合约震荡运行，波动幅度扩大，收于 44265 元/吨，较上日下跌 285 元。基本面：供给端，生产仍维持低位运行，本周库存再转累库。需求端，关注硅片环节实际成交补库情况，目前市场成交价在 4.2 万左右。二月硅片排产同比偏弱，但环比有所修复。本周组件中标均价稳定。终端需求关注新政“430”“530”节点是否会有抢装，可能会带来小幅去库。操作上，短期建议回调做多。 风险提示：供给端超预期复产。
锡	市场表现：周五锡价震荡企稳。基本面：市场充分交易低邦复产情况后，价格得到支撑。目前市场预期低邦复产时间在三月到四月。全球库存周度去化 68 吨，库存不增反降。下游需求逐步复苏，可交割品牌升水 250 元。交易策略：暂时观望，等待宏观企稳做多机会。风险提示：全球需求不及预期。仅供参考。

黑色产业

螺纹钢	市场表现: 螺纹主力合约 2505 偏弱收于 3318 元/吨, 较前一交易日夜盘收盘价跌 4 元/吨 基本面: 节后钢材供需持续恢复中, 恢复强度大致符合季节性。建材需求预期偏弱, 但得益于螺纹产量较低, 建材垒库速度符合往年季节性规律; 板材需求相对健康, 轧材利润、冷热价差等指标中性偏好, 出口维持高位。供应端钢厂维持盈亏平衡附近, 后续产量将小幅季节性上升。螺纹热卷 05 合约皆小幅升水现货, 远月合约呈升水结构, 估值仍然较高。预计本周宏观数据/事件较为集中, 钢材期现价格波动或放大, 方向上或维持偏弱。 交易策略: 单边建议观望。套利建议螺矿比多单持有。RB05 参考区间 3280-3340 风险因素: 宏观预期
铁矿石	市场表现: 铁矿主力合约 2505 偏弱震荡收于 791 元/吨, 较前一交易日夜盘收盘价跌 16 元/吨 基本面: 铁矿供需维持相对健康。钢联口径铁水产量环比上升 0.4 万吨至 227.9 万吨。钢厂利润边际小幅扩张至微利, 后续铁水产量恢复或弱于季节性规律; 供应端气旋 ZELIA 消退后进口矿供应恢复, 国产矿产量边际恢复符合季节性但同比仍然偏低, 铁矿供需边际较强但中期过剩格局不改。铁矿贴水维持历史同期较低水平, 估值略偏高。预计本周宏观数据/事件较为集中, 铁矿期现价格波动或放大, 方向上或维持偏弱。 交易策略: 尝试铁矿 2505 空单。套利建议螺矿比多单持有。IO5 参考区间 780-820 风险因素: 宏观预期
焦煤	市场表现: 焦煤主力合约 2505 横盘震荡收于 1100 元/吨, 较前一交易日夜盘收盘价涨 3 元/吨 基本面: 钢联口径生铁产量环比上升 0.4 万吨至 227.9 万吨。钢厂利润边际小幅扩张至微利, 后续铁水产量增长弱于季节性规律。第十轮全面落地, 后续暂无继续提降声音。供应端各环节库存分化, 钢厂、焦化厂焦煤库存及库存天数维持历史同期较低水平, 口岸、港口等流通环节库存持续维持历史新高, 总体供需仍较为宽松。期货维持升水结构, 估值高。消息面头部焦煤焦化企业传出减产计划。 交易策略: 建议观望为主。JM05 参考区间 1070-1130 风险因素: 宏观预期

农产品市场

招商评论	
豆粕	市场表现: 上周五 CBOT 大豆下跌。基本面: 供应端, 南美产量边际下调, 不过整体仍处于大供应格局, 当下焦点在阿根廷产量兑现度, 及预期美新作减面积。需求端, 南美阶段主导供应全球需求, 及短期关税忧虑美豆需求。交易策略: 短期美豆下行, 交易南美产区顺利及关税忧虑需求; 而国内大豆豆粕单边大方向跟成本端, 但因近端偏紧, 呈现内强外弱。关注产区天气等。观点仅供参考!
玉米	市场表现: 玉米 2505 合约窄幅震荡, 周末现货价格上涨。 基本面: 今年售粮进度快于往年, 供应压力将有所下降。替代品进口量预计明显下降, 需求继续增加, 供需形势好转。不过短期来看, 东北产区气温逐步升高, 地趴粮卖压增加, 且政策提振边际影响减弱, 现货涨势或将告一段落, 期货升水, 期价预计震荡盘整。 交易策略: 期货升水, 期价预计震荡盘整。观点仅供参考。 风险点: 政策变化。
油脂	市场表现: 上周五马棕收高。基本面: 供应端, 产区季节性减产, MPOA 预估 2 月 1-20 日产量环比-5.8%; 需求端, 产区弱出口, 消费高频弱, ITS 预估 2 月 1-25 日出口环比-2.7%。交易策略: 短期油脂偏震荡, 供需双弱, 但即将步入增产周期, 关注后期产区产量及生柴政策。风险提示: 政策或产量扰动。观点仅供参考!
白糖	价格方面: ICE 原糖 05 合约收 18.51 美分/磅, 周跌幅 7.08%。郑糖 05 合约收 5913 元/吨, 周跌幅 1.22%。广西现货-郑糖 05 合约基差 149 元/吨, 配额外巴西糖加工完税估算利润为-525 元/吨。 基本面: 本周原糖 03 合约交割 174 万吨糖, 创下历史以来新高的成交量, 最大的接货方为丰益国际, 接货 117 万吨, 路易达夫为最大的交货方, 交付 487656 吨。03 合约巨量交割拖累原糖下行, 市场释放全球糖市供应过剩的信号。我们难以从交割方的行为揣测国际贸易商的观点。回归基本面, 我们仍看到全球糖市仍处于增产周期, 价格向下的趋势不变。2 月份, 北半球印度的产量兑现带来反弹。进入 4 月, 南北半球重心交替, 巴西即将迎来新榨季, 在制糖收益高于乙醇的情况下巴西新季丰产预期将逐步提高, 原糖反弹随着印度产量落地逐步走向尾声, 关注 4 月份巴西开榨的情况。国内趋势跟随原糖, 涨幅不及原糖, 下跌幅度也小于原糖, 上半年国内高点已现, 下跌跟随原糖。

	操作策略：单边：郑糖 05 逢高空 期权：卖看涨策略 风险提示：天气，国内进口量、糖浆政策
棉花	市场表现：上周五 ICE 美棉下跌 1.91%；郑棉上涨 0.22%。近期宏观市场变化对商品形成利空。最新美棉出口销售数据环比下降，且 CFTC 基金持仓棉花净多率维持下跌。国内方面，近期郑棉窄幅震荡，市场主要关注宏观政策变化。近期油价止跌反弹对替代品价格形成支撑。交易策略：逢高卖出。 风险提示：宏观事件扰动，新作种植意向。观点仅供参考！
鸡蛋	市场表现：鸡蛋 2505 合约窄幅震荡，周末现货价格上涨。 基本面：供应端来看，大码蛋偏多，小码蛋偏少，反映出老鸡较多，新开产较少。目前囤货和换羽增加，短期供应压力下降，对蛋价有一定支撑，但供应后移，不利后期蛋价。目前仍处于季节性淡季，供需宽松，下游承接较强，期现货价格预计震荡运行。 交易策略：供需宽松，下游承接较强，期价预计震荡运行。观点仅供参考。 风险点：疫病或天气异常。
生猪	市场表现：生猪 2505 合约窄幅震荡，周末现货价格略涨。 基本面：目前供应维持高位，而需求处于季节性淡季，总体供大于求。伴随着标肥价差回落，二次育肥及压栏生猪出栏增加，短期猪价或将偏弱调整。不过期货价格大幅贴水现货，已对淡季猪价的悲观预期有较充分的计价，短期期价再下跌空间不大。关注企业出栏节奏及二次育肥动向。 交易策略：期货贴水，期价预计震荡运行。观点仅供参考。 风险点：疫病或天气异常。
苹果	价格方面：苹果方面，过去一周主力合约收 6775 元/吨，周涨幅 2.43%。山东烟台栖霞苹果价格平稳，80#以上三级果片红 2.2 元/斤左右，条纹 2.3-2.4 元/斤，70#果 1.8-2.0 元/斤，统货 2.5-2.6 元/斤。供给方面：截至 2025 年 2 月 28 日，全国主产区苹果冷库库存量为 571.03 万吨，库存量环比减少 31.39 万吨，处于历史低位水平。全国主产区苹果冷库出库量为 31.38 万吨，库存量较上周增加 17.65 吨，位于历史较高水平。陕西北部产区和甘肃产区的剩余货量较少。新季苹果花期来临，关注 4 月份天气情况需求方面：当前处于消费淡季，产区出货速度放缓。总体甘肃产区现货价格平稳运行，库存位于历史同期低位，出库速度好于预期，盘面反弹。3 月下旬至 4 月中上旬需关注苹果花期变化对 05 合约的影响。 风险点：天气。

能源化工

招商评论	
LLDPE	市场表现:周五 lldpe 主力合约小幅震荡。华北低价现货 8060 元/吨，05 基差盘面加 150，基差持稳，成交一般。海外美金价格持稳为主，进口窗口关闭。 基本面:供给端，新装置陆续投产，春季检修也陆续到来，供应回升。进口窗口关闭，预期后面进口量将减少。需求端，下游农地膜需求旺季到来，其他需求处于恢复当中，总需求环比小幅回升，总开工率小幅回升为主，同比仍处于历年正常水平。 交易策略：短期产业链库存小幅去化总体压力不大，基差偏强，进口窗口关闭，供需双增，农膜旺季逐步到来，短期震荡为主，逢高做空为主，往上受制于进口窗口压制。中长期来看，随着新装置投产，供需逐步宽松，逢高做空远月为主。观点仅供参考。 风险点：1，地缘政治发酵；2，海外需求情况；3，下游需求情况；4 新装置投放情况
PVC	V05 合约收 5179，跌 0.3% PVC 现货成交走低 20。供应高位，PVC 上游开工率 80%左右，春节检修逐步到来。西北电石 2450。2 月 2 日 7 社会库存新样本 86.54 万吨，环比增加 0.04%，同比增加 2.47%，本周预计继续累库。下游工厂逐步复工，但成交清淡。现货华东 4940，华南 5090，随着华谊恢复供应华南升水将走弱。PVC 估值偏低，期货大幅度升水，建议把握高点逢高保值 风险因素：房地产超预期反弹
PTA	市场表现：PXCFR 中国价格 863 美元/吨，折合即时汇率人民币价格 7136 元/吨，PTA 华东现货价格 4970 元/吨，现货基差-38 元/吨。 基本面：成本端 PX 方面盛虹及九江石化 PX 装置负荷回升，整体供应维持高位，后续九江石化、中海油惠州、海南炼化及浙石化等有检修计划，关注落地情况。海外方面，日本两套装置近期重启，近洋供

	应小幅提升。汽油裂解价差维持低位，调油价差无套利空间。PTA 方面短期供应维持高位，后续恒力、逸盛、三房巷、仪征等均有检修计划，关注落地情况。聚酯装置陆续重启中，目前已恢复至 88%附近，恢复幅度不及预期。下游加弹织机负荷小幅提升，处于历史中等水平。下游依旧以消化春节前原料备货为主要操作，本周采购局部刚需跟进。至目前，下游备货量集中备货在 7-15 天为主，少部分备货较多在 1 个月偏上，坯布订单较弱。综合来看 PX 供需平衡，PTA 维持宽松格局。 交易维度：PX 去库幅度下降，当前估值较低，但估值修复仍需调油需求驱动，可轻仓布局多单。PTA 检修增加，3 月开始进入去库阶段，关注加工费反弹机会。 风险提示：原油端地缘政治扰动，装置检修情况，新装置投产进度，下游需求情况；
玻璃	FG05 合约收 1236，持平 玻璃各地价格缓慢阴跌，库存累积。上游供应端日融量 15.6 万吨，同比-9.3%，近期新点火和冷修均不多。库存高位，2 月 27 日全国浮法玻璃库存 6713.5 万重箱，环比+2.4%。下游玻璃深加工企业订单天数 7.5 天，低于往年同期。玻璃价格华北 1260，华中 1230，华东 1410，华南 1400。玻璃季节性累库，上游尚有利润，建议逢高保值 风险因素：房地产超预期复苏
PP	市场表现:周五 pp 主力合约小幅震荡。华东 PP 现货 7380 元/吨，基差 05 盘面加 0，基差持稳，成交一般。海外美金价格持稳为主，进口窗口关闭，出口窗口打开。 基本面:供给端，短期检修仍处于高位，出口窗口打开，部分新装置开车，导致国产供应逐步回升，后期仍是扩产大周期，导致供应压力不断加大。需求端，下游家电汽车一季度排产计划仍不错，bopp 和塑编行业开工小幅回升，需求总体开工率小幅回升为主，同比仍处于正常水平。 交易策略：中期仍处于扩产周期，供需矛盾逐步加大，逢高做空利润 (mto/pdh) 仍是主线。短期来看，产业链库存小幅去化压力不大，供需双增，出口窗口打开，短期盘面震荡偏弱为主，往上受制于进口窗口压制，关注新装置投产进度。观点仅供参考。风险点：1，地缘政治情况；2，汇率变化情况；3，下游复工情况；4，新装置投放情况
MEG	市场表现：MEG 华东现货价格 4652 元/吨，现货基差 33 元/吨。 基本面：供应端油制方面扬子石化重启，盛虹炼化小幅降负，富德能源预计 3 月重启，上海石化预计 4 月重启，恒力二季度有检修计划，煤制方面天盈出料，新疆天盈三期一条线检修，陕煤渭化完成催化剂更换，后续黔希煤化工、中昆有检修计划，陕煤 180 万吨推迟至 4 月轮检，目前整体供应维持高位。海外方面，科威特装置重启，马来装置推迟重启，沙特多套装置检修及美国后续有装置检修计划，预计进口供应将维持偏低水平。库存方面，华东港口库存累库 1.5 万吨至 80 万吨附近，处于历史中低位水平。聚酯装置陆续重启中，目前已恢复至 88%附近，恢复幅度不及预期。下游加弹织机负荷小幅提升，处于历史中等水平。下游依旧以消化春节前原料备货为主要操作，本周采购局部刚需跟进。至目前，下游备货量集中备货在 7-15 天为主，少部分备货较多在 1 个月偏上，坯布订单较弱。综合来看 2 月 MEG 供需累库，3 月有望去库。 交易维度：供应预期偏紧，旺季需求预期偏弱情况下 EG 供需依旧去库，关注价格下跌后多配机会。 风险提示：需关注进口供应情况、需求情况，以及装置检修执行情况。
原油	需求端：2025 年油价同比降低或刺激终端消费，另外，欧美降息叠加中国新增的刺激政策，今年油品消费增长或略高于去年，预计同比增长 110-130 万桶/天。但是这一预估可能会由于贸易摩擦升级而下调，需要重点关注特朗普就职后的关税政策。 供应端：2025 年的供应增量将主要来自非欧佩克+国家，1) 美国增产可能略降速，预计同比增产 60 万桶/天；2) 加拿大因油砂项目扩建，预计同比增产 15 万桶/天；3) 巴西因 4 个 FPSO 新项目，预计同比增产 20 万桶/天；4) 挪威新项目 Johan Castberg 投产后，今年预计同比增产 10 万桶/天。需要重点关注欧佩克增产节奏以及三个受制裁国的供应情况。 总结：按照基准情形假设欧佩克+全年产量不变，那么今年供应过剩量平均约为 30 万桶/天，约等于平衡态，或使得油价保持布伦特 65-85 美元/桶的区间震荡。需求季节性和供应投产节奏或导致 Q4 显著过剩而 Q3 偏紧张。并且，欧佩克+的闲置产能和增产意愿将极大的限制油价的上行空间。风险点：地缘风险扩大，需求超预期，供应意外中断。
苯乙烯	市场表现:周五主力合约小幅震荡。华东现货价格 8400 元/吨，成交一般。美金价格持稳，进口窗口关闭。 基本面:供给端，纯苯三月供需平衡偏紧，三月预期去库存；苯乙烯三月供需平衡略紧，三月预期去库存。需求端，下游利润亏损，家电三月排产尚可，总体开工率年后逐步回升，同比处于正常水平。 交易策略：短期来看，苯乙烯库存累积但压力不大，基差偏弱，供需小幅走强，下游成品库存高位去化

	不顺，短期盘面震荡为主，往上受制于进口窗口压制。中期苯乙烯三月以后供需转好，纯苯供需三月以后边际走好，苯乙烯价格逢低做多为主。观点仅供参考。 风险点：1，上下游新装置投产情况；2，地缘政治发酵情况；3，下游复工情况。
纯碱	SA05 合约收 1544，跌 1.3% 纯碱下游需求改善，价格震荡偏强。上游开工率 88%，金山化工、井神等装置近期将检修。上游库存高位，2 月 27 日国内纯碱厂家总库存 181.55 万吨，较周一减少 2.22 万吨，跌幅 1.21%。交割库库存 40.28 万吨，环比+2.6 万吨。下游需求方面，浮法玻璃减产，光伏 430 新政可能刺激抢装，光伏玻璃日融量 8.2 万吨环比增加 0.2 万吨。湖北纯碱 1460，沙河 1510，期现报价交割库 05 合约-30，青海厂提 05 合约-400。纯碱可能继续反弹，建议观望 风险因素：下游集中补库。

航运

招商评论	
欧线集运	本周 SCFI 收 1515.3 点，SCFI 欧线收 1693 +7.29%，地中海线-1.14%；美西-14.62%、美东-11.28%。加沙停火协议第二阶段谈判开启，船东表示在足够安全后才会重返苏伊士运河。供应端：未来大船持续下水，供应链相较 2024 年稳定。需求端：春节刚过，需求恢复不佳，现货运价反弹无力。交易策略：由于需求不振，船东抬升 3 月运价期望落空，落地运价持续走弱，预计期货合约继续弱势整理，推荐逢低做多 4-6 反套。风险点：需求大幅下滑，苏伊士运河通行

招商期货研究团队

王思然 (投资咨询从业资格证书编号: Z0017486)
徐世伟 (投资咨询从业资格证书编号: Z0001836)
王真军 (投资咨询从业资格证书编号: Z0010289)
李国洲 (投资咨询从业资格证书编号: Z0020532)
吕杰 (投资咨询从业资格证书编号: Z0012822)
安婧 (投资咨询从业资格证书编号: Z0016777)
赵嘉瑜 (投资咨询从业资格证书编号: Z0016776)
马芸 (投资咨询从业资格证书编号: Z0018708)
马幼元 (投资咨询从业资格证书编号: Z0018356)
游洋 (投资咨询从业资格证书编号: Z0019846)
朱志鹏 (投资咨询从业资格证书编号: Z0019924)

重要声明

本报告由招商期货有限公司(以下简称“本公司”)编制,本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格(证监许可【2011】1291号)。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施,本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件,请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征,根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息,但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议,招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外,招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有,未经招商期货事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。