

宏观金融类

股指

前一交易日沪指+0.22%，创指-0.29%，科创 50+1.72%，北证 50+3.24%，上证 50-0.28%，沪深 300-0.08%，中证 500+0.88%，中证 1000+1.34%，中证 2000+1.55%，万得微盘+1.72%。两市合计成交 14356 亿，较上一日-1891 亿。

宏观消息面：

- 1、对美反制 9 连发！起诉、加征关税、列入出口管制，中方坚决反对美对华加征关税。
- 2、全国人大新闻发布会：中美经贸关系的本质是互利共赢。
- 3、交易员提高对美联储降息的押注。

资金面：融资额-7.73 亿；隔夜 Shibor 利率-13.00bp 至 1.6860%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA- 级别利率-1.92bp 至 3.1794%，十年期国债利率+0.51bp 至 1.7058%，信用利差-2.43bp 至 147bp；美国 10 年期利率-8.00bp 至 4.16%，中美利差+8.51bp 至-245bp。

市盈率：沪深 300:12.45，中证 500:28.67，中证 1000:38.77，上证 50:10.66。

市净率：沪深 300:1.34，中证 500:1.87，中证 1000:2.15，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.44%，中证 500:1.79%，中证 1000:1.43%，上证 50:4.33%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.08%/-0.21%/-0.58%/-1.75%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.69%/-1.27%/-2.94%/-4.92%；IM 当月/下月/当季/隔季：-1.23%/-2.05%/-3.94%/-6.28%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.05%/+0.07%/-0.07%/-1.37%。

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 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

行情方面：周二，TL 主力合约下跌 0.03%，收于 118.62；T 主力合约下跌 0.06%，收于 108.400；TF 主力合约下跌 0.09%，收于 105.935；TS 主力合约下跌 0.07%，收于 102.606。

消息方面：1、全国政协十四届三次会议 4 日下午在北京人民大会堂开幕，习近平等党和国家领导人出席开幕会；2、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”；3、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；4、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。

流动性：央行周二进行 382 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.50%，与此前持平。因当日有 3185 亿元 7 天期逆回购到期，实现净回笼 2803 亿元。

策略：春节后股市行情好转，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

沪金涨 0.53%，报 679.38 元/克，沪银跌 0.01%，报 7943 元/千克。COMEX 黄金涨 0.21%，报 2926.5 美元/盎司，COMEX 白银涨 0.44%，报 32.53 美元/盎司。

受到欧洲防卫政策以及日央行货币政策预期的影响，美元指数持续大幅走弱，同时美债收益率持续下行，金银价格出现明显反弹。

昨日，欧盟主席冯布莱恩表示重建欧洲防卫能力将会动用八千亿欧元的资金，以实现安全和具有韧性的欧洲。防卫基金政策的公布令欧元对美元汇率走强。昨日公布的日本一月失业率为 2.5%，高于预期和前值的 2.4%。美元兑日元以及美元兑欧元的走弱令美元指数显著承压。

市场对于美国经济的预期走弱，亚特兰大联储 GDPNOW 模型预测美国一季度 GDP 增速为-2.8%，低于此前预计的-1.5%。当前市场定价美联储本年将会进行三次 25 个基点的降息操作，高于前期的两次。

美元指数走弱，美联储宽松货币政策预期提升，贵金属策略上建议维持多头思路，沪金主力合约参考运行区间 666-691 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7804-8286 元/千克。

有色金属类

铜

美国对墨西哥、加拿大和中国加征关税生效，市场风险偏好承压，铜价下探，但美元指数走弱限制了跌幅，昨日伦铜收跌 0.14%至 9387 美元/吨，沪铜主力合约收至 76750 元/吨。产业层面，昨日 LME 库存减

少 50 至 261000 吨，注销仓单比例提高至 39.4%，Cash/3M 贴水 14.6 美元/吨。国内方面，昨日上海地区现货贴水期货缩窄至 70 元/吨，进口到货陆续减少使得持货商挺价情绪增强，下游企业接受度一般。广东地区库存减少，库存绝对水平偏高，现货贴水持平于 20 元/吨。进出口方面，昨日国内铜现货进口亏损缩窄至 800 元/吨以内，洋山铜溢价环比回升。废铜方面，昨日国内精废价差小幅扩大至 1690 元/吨，废铜替代优势略有提高。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，虽然短期贸易争端升级引起的需求端担忧加剧，不过关税存在豁免的可能，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，总体预计铜价逐渐趋稳。今日沪铜主力运行区间参考：76200-77200 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9260-9480 美元/吨。

铝

沪铝主力合约报收 20625 元/吨（截止昨日下午三点），下跌 0.12%。SMM 现货 A00 铝报均价 20550 元/吨。A00 铝锭升贴水平均价-40。铝期货仓单 119543 吨，较前一日下降 2037 吨。LME 铝库存 524500 吨，上升 7350 吨。2025 年 3 月 3 日：铝锭累库 1.5 万吨至 89.8 万吨，铝棒累库 0.1 万吨至 32.7 万吨。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%。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%。国内运行产能小幅抬升，整体增量有限，铝水比例维持高位，铝锭供应整体偏紧，国内消费进入旺季，后续铝价预计呈现高位震荡走势，国内参考运行区间：20300-21100 元/吨；LME-3M 参考运行区间：2550-2700 美元/吨。

锌

周二沪锌指数收跌 0.21%至 23646 元/吨，单边交易总持仓 17.07 万手。截至周二下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 1 至 2826 美元/吨，总持仓 22.35 万手。SMM0#锌锭均价 23680 元/吨，上海基差-5 元/吨，天津基差平水，广东基差-10 元/吨，沪粤价差 5 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 1.68 万吨，内盘上海地区基差-5 元/吨，连续合约-连一合约价差-5 元/吨。LME 锌锭库存录得 16.36 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 2.4 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-32.21 美元/吨，3-15 价差-47.41 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.148，锌锭进口盈亏为-784.16 元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存小幅录减至 13.65 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，锌价短线反弹。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

周二沪铅指数收跌 0.21%至 17223 元/吨，单边交易总持仓 8.27 万手。截至周二下午 15:00，伦铅 3S

较前日同期涨1至1993.5美元/吨,总持仓14.46万手。SMM1#铅锭均价16975元/吨,再生精铅均价16900元/吨,精废价差75元/吨,废电动车电池均价10050元/吨。上期所铅锭期货库存录得5.26万吨,内盘原生基差-230元/吨,连续合约-连一合约价差-15元/吨。LME铅锭库存录得21.27万吨,LME铅锭注销仓单录得2.99万吨。外盘cash-3S合约基差-25.31美元/吨,3-15价差-64.41美元/吨,剔汇后盘面沪伦比价录得1.187,铅锭进口盈亏为-541.39元/吨。据钢联数据,国内社会库存录得增至6.36万吨。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,下游采买边际增加。叠加铅价下方支撑偏强,预计中期偏强震荡为主。

镍

周一镍价大幅上涨,沪镍主力合约夜盘收盘价127880元/吨,较前日下跌0.44%,LME主力合约收盘价15970美元/吨,较前日上涨0.25%。

宏观方面,美国经济数据存在转弱迹象,引发市场担忧,美元指数持续下行,最终收跌0.93%,报105.56。现货市场,下游企业观望待跌情绪仍浓,贸易商亦多看跌后市,市场成交整体较为冷清,现货升贴水小幅下跌。

综合来看,镍价上涨主要系成本端矿价上涨导致镍价成本支撑线上行,但在今年中间品供应充足、不锈钢以及硫酸镍下游需求疲弱背景下,镍价上涨弹性较弱,后市应重点关注上游矿端的边际变化。今日预计镍价偏强震荡,沪镍主力合约参考运行区间123000元/吨-132000元/吨,伦镍3M合约运行区间参考15600-16200美元/吨。

锡

沪锡主力合约报收256800元/吨,上涨0.35%(截止昨日下午三点)。国内,上期所期货注册仓单下降2吨,现为7017吨。LME库存下降10吨,现为3730吨。长江有色锡1#的平均价为257210元/吨。上游云南40%锡精矿报收242500元/吨。2025年2月,我国精炼锡的产量14050吨,较前一月出现了9.3%的环比下降,然而从年度同比数据来看,实现了10.02%的大幅增长。乘联会数据显示,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%。国内精炼锡产量维持高位,国内后续供应呈现偏宽松态势,锡价预计偏弱运行。国内参考运行区间:230000-270000元/吨。LME-3M参考运行区间:30000-33000美元/吨。

碳酸锂

五矿钢联碳酸锂现货指数(MMLC)晚盘报74,813元,较上一工作日-0.20%,其中MMLC电池级碳酸锂报价74,600-76,400元,均价较上一工作日-150元(-0.20%),工业级碳酸锂报价73,300-74,100元,均价较前日-0.20%。LC2505合约收盘价75,260元,较前日收盘价-0.19%,主力合约收盘价贴水MMLC电碳平均报价240元。

欧盟拟放宽 2025 年乘用车碳排放标准，欧洲电动汽车边际向好预期兑现难度加大，叠加美国关税措施及周二商品弱势氛围，碳酸锂合约承压。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。据第三方排产数据，3 月供需均环比增加，供过于求压力仍存。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。今日广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 74,600-76,000 元/吨。

氧化铝

2024 年 3 月 4 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内下跌 0.33%至 3343 元/吨，单边交易总持仓 25.1 万手，较前一交易日增加 0.4 万手。现货方面，各地区现货价格维持不变。基差方面，山东现货价格报 3355 元/吨，升水主力合约 21 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格下跌 2 美金/吨至 470 美金/吨，出口盈亏报-51 元/吨。期货库存方面，周二期货仓单报 14.38 万吨，较前一交易日增加 1.83 万吨。矿端，几内亚 CIF 价格维持 95 美元/吨，澳大利亚铝土矿 CIF 价格维持 86 美金/吨。

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

周二下午 15:00 不锈钢主力合约收 13245 元/吨，当日-0.04%(-5)，单边持仓 31.19 万手，较上一交易日+8161 手。

现货方面，佛山市场德龙 304 冷轧卷板报 13100 元/吨，较前日持平，无锡市场宏旺 304 冷轧卷板报 13200 元/吨，较前日持平；佛山基差-145(+5)，无锡基差-45(+5)；佛山宏旺 201 报 8800 元/吨，较前日持平，宏旺罩退 430 报 7700 元/吨，较前日持平。

原料方面，山东高镍铁出厂价报 980 元/镍，较前日持平。保定 304 废钢工业料回收价报 9300 元/吨，较前日持平。高碳铬铁北方主产区报价 7500 元/50 基吨，较前日持平。期货库存录得 123281 吨，较前日+12208。据钢联数据，社会库存录得 112.75 万吨，环比增加 5.52%，其中 300 系库存 74.26 万吨，环比增加 4.60%。

原料端，青山集团 2025 年 3 月份高碳铬铁长协采购价格敲定为 6995 元/50 基吨，环比持平，采购定价结果不及业内前期的上涨预期。由于高铬市场供应并不紧张，铬矿价格或将承压回落。当前社库依然处于相对高位，贸易商和厂家多以出货去库作为首要经营目标，预计短期内将延续成本支撑与供需失衡的博弈格局。

黑色建材类

钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 3282 元/吨，较上一交易日跌 14 元/吨（-0.42%）。当日注册仓单 86286 吨，环比持平。主力合约持仓量为 196.6385 万手，环比增加 61790 手。现货市场方面，螺纹钢天津汇总价格为 3310 元/吨，环比减少 20 元/吨；上海汇总价格为 3310 元/吨，环比减少 30 元/吨。热轧板卷主力合约收盘价为 3398 元/吨，较上一交易日跌 14 元/吨（-0.41%）。当日注册仓单 364283 吨，环比增加 6196 吨。主力合约持仓量为 118.0853 万手，环比增加 32486 手。现货方面，热轧板卷乐从汇总价格为 3360 元/吨，环比减少 20 元/吨；上海汇总价格为 3400 元/吨，环比减少 20 元/吨。

昨日商品成材呈现震荡偏弱走势。临济两会，唐山地区部分钢厂热轧产线停产，导致原料价格明显弱于成材价格，成材价格随之下跌。基本面方面，螺纹产量回升，需求回升放缓，累库速度开始放缓，当前螺纹基本面处于紧平衡状态。热卷产量下降，需求微降，累库速度放缓。当前热卷库存依旧处于相对高位，当前累库风险仍在。总体而言，当前成材价格呈现宽幅震荡走势，螺纹呈现紧平衡状态，且库存处于绝对低位，对价格有较强支撑；热卷受到限产影响累库风险稍有减弱。预计两会前成材价格或将呈现震荡走势，以螺纹钢主力合约为例，参考运行区间为 3200-3390 元/吨。未来重点关注热卷库存是否会累积、原料价格是否会有支撑、两会的影响以及终端需求能否企稳等。

铁矿石

昨日铁矿石主力合约（I2505）收至 781.00 元/吨，涨跌幅+0.19 %（+1.50），持仓变化-15032 手，变化至 52.04 万手。铁矿石加权持仓量 90.12 万手。现货青岛港 PB 粉 782 元/湿吨，折盘面基差 50.23 元/吨，基差率 6.04%。

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，本周重要会议召开在即，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。

玻璃纯碱

玻璃：周二产销延续好转，现货报价 1205，环比前日持平，截止到 20250227，全国浮法玻璃样本企业总库存 6713.5 万重箱，环比+157.6 万重箱，环比+2.4%，同比+20.48%。折库存天数 31.2 天，较上期+0.8 天。行业多数亏损，供给进一步下降，供需两弱。关注 3 月初两会对市场预期变化。近期盘面延续回落，昨日净持仓空头小幅减仓、空头持仓相对集中，短期空头趋势延续。

纯碱：纯碱现货价格 1500，现货持稳。供给整体开工及产量保持高位，有企业计划后续进行检修，供应或有所下降。下游光伏玻璃产能存恢复预期。截止到 2025 年 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%。其中，轻质纯碱 87.63 万吨，环比增加 0.39 万吨，重质纯碱 93.92 万吨，环比减少 2.61 万吨。短期检修及补库预期利多盘面，净持仓多空有增仓、空头相对集中，中期方向不明朗。

锰硅硅铁

3 月 04 日，锰硅主力（SM505 合约）维持弱势震荡，日内收涨 0.16%，收盘报 6348 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 6130 元/吨，较上日上调 30 元/吨，折盘面 6320 元/吨，贴水盘面 28 元/吨。硅铁主力（SF505 合约）延续震荡小幅下跌，日内收跌 0.49%，收盘报 6108 元/吨。现货端，天津 72# 硅铁现货市场报价 6380 元/吨，环比上日下调 20 元/吨，升水盘面 272 元/吨。

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，当下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涨），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。

工业硅

3月04日，工业硅期货主力（SI2505 合约）延续低位弱势震荡，日内收跌 0.62%，收盘报 10340 元/吨。现货端，华东不通氧 553# 市场报价 10600 元/吨，环比持稳，升水期货主力合约 260 元/吨；421# 市场报价 11550 元/吨，环比上日持稳，折合盘面价格 10750 元/吨，升水期货主力合约 410 元/吨。

日线级别，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

工业品整体下跌。橡胶胶价震荡转弱，相对强势。

市场关注的焦点，是 NR 后续的到来预期。关注累库进度。

市场也预期未来 RU 或有小规模收储。

多空讲述不同的故事。涨因减产预期看多，跌因需求证伪。

天然橡胶 RU 多头认为东南亚尤其是泰国的天气可能有助于橡胶减产。市场对收储轮储也或有预期。NR 现货偏强。

天然橡胶空头认为需求平淡，处于季节性淡季。胶价高会刺激全年大量新增供应，减产幅度可能不及预期。

行业如何？

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。

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 28 日，青岛保税区橡胶库存 44.34(+0.92) 万吨。

现货

泰标混合胶 17350（-100）元。STR20 报 2110（-10）美元。STR20 混合 2100（-12.5）美元。

山东丁二烯 11100（-300）元。江浙丁二烯 11200（-425）元。华北顺丁 13700（-200）元。

操作建议：

橡胶胶价震荡走弱。

建议观望，或偏短线交易。设好止损。灵活处理，快进快出。

原油

行情方面：WTI 主力原油期货收跌 0.43 美元，跌幅 0.63%，报 68.04 美元；布伦特主力原油期货收跌 0.36 美元，跌幅 0.50%，报 71.13 美元；INE 主力原油期货收跌 17.30 元，跌幅 3.21%，报 521.3 元。

数据方面：富查伊拉港口库存周度数据出炉，汽油环比累库 0.43 百万桶至 8.19 百万桶，环比累库 5.58%；柴油环比去库 0.48 百万桶至 2.50 百万桶，环比累库 23.69%；燃料油环比累库 0.90 百万桶至 10.38 百万桶，环比累库 9.45%；总成品油库存环比累库 1.81 百万桶至 21.07 百万桶，环比累库 9.39%。

消息方面：沙特阿美首席执行官表示市场是周期性的，沙特阿美拥有 300 万桶闲置产能，在需要时可以在几周内向市场启动。预计 2025 年将增加 130 万桶的产量。

当前原油预期大改，已经进入完全空配区间，建议投资者把握节奏，做好风控，逢高空配。

甲醇

3 月 4 日 05 合约涨 1，报 2607，现货涨 7，基差+38。国内开工回落，短期仍有下行趋势，但在高利润水平下预计今年春检力度不及往年。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，后续存在潜在利多，因此盘面预计下跌空间有限，单边建议观望为主。

尿素

3月4日05合约跌37，报1765，现货跌10，基差+15。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，且当前日产规模较大，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。

苯乙烯

3月4日04合约跌72元/吨收盘价8246元/吨，江苏现货8325元/吨较前日跌65元/吨，基差79元/吨较前日走强7元/吨，现货止跌企稳，盘面偏弱跟随。成本端因受OPEC+宣布4月份开始对外增产原油大跌拖累，纯苯价格大幅跟跌，山东纯苯7535（-35）元/吨，华东纯苯7330（-115）元/吨，纯苯港口库存14.5（-1）万吨，高位去化速度尚可，纯苯自身短期边际改善；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；基于前前提到的产能错配，我们仍旧维持中长期价格偏强运行的判断。3月3日我们提到观察纯苯华东港口纯苯止跌买入机会，但受原油价格大跌影响，短期多头思路先放弃，等待原油止跌企稳。操作建议：观望。

PVC

3月4日05合约跌43元/吨收盘价5185元/吨，期货盘面自2月21日开始多头连续4个交易日主动增仓约7.2万手盘面承压下跌近200点，上周五至本周一空头主动离场共减仓6万手盘面触底反弹近100点，昨日增仓约2万手盘面继续下跌。常州现货4960元/吨较昨日跌20元/吨，基差-225元/吨较走强17元/吨，依旧盘面领跌。PVC供给处于高位83.05%，因年度检修计划尚未出炉，目前春检力度一般，社会库存以累库为主，但上周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；成本端电石乌海宁夏地区报价2550元/吨，兰炭中料价格675元/吨维稳；需求方面，下游管材和型材负荷低于去年同期，其他膜料，板材，电线，封边好于去年同期，原料库存高于去年同期；出口目前利润窗口打开，去年12月24日印度BIS政策（由于中国PVC企业暂未取得印度BIS认证，因此一旦执行，则会导致我国出口印度会短期受阻）延期6个月至6月24日，带动印度询价改善，订单良好。综上所述，在成本企稳，供给高位而社库累库压力、厂库去库的情况下，下游和出口表现不拖后腿，结合盘面空头主动开始离场，我们认为短期盘面价格跟随成本企稳，然考虑到03合约面临注销仓单的流出，将对盘面带来压力，故短期价格反弹空间可能受限，昨日我们提到观察5360一线的压力位是否能有效突破，目前看在商品氛围偏空的背景下，PVC仍旧偏弱震荡。操作建议：在03合约注销仓单外流压力释放之前，PVC偏弱震荡对待，建议观望为主。

乙二醇

EG05 合约上涨 1 元，报 4618 元，华东现货下跌 33 元，报 4637 元，基差 39 元（+1），5-9 价差-61 元（+4）。供给端，乙二醇负荷 72.2%，环比下降 0.1%，其中合成气制 75.2%，乙烯制 70.4%，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，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。下游负荷 88.1%，环比上升 0.4%，装置方面，中石 30 万吨长丝检修。终端加弹负荷上升 3%至 88%，织机负荷上升 2%至 73%。进口到港预报 13.7 万吨，华东出港 3 月 3 日 0.55 万吨，出库下降。港口库存 75.9 万吨，去库 3.7 万吨。估值和成本上，石脑油制利润为-654 元，国内乙烯制利润-789 元，煤制利润 1334 元。成本端乙烯持平至 900 美元，榆林坑口烟煤末价格持平至 490 元。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

PTA05 合约下跌 128 元，报 4886 元，华东现货下跌 95 元，报 4915 元，基差-26 元（+5），5-9 价差-16 元（0）。PTA 负荷 78.2%，环比持平，装置方面，仪化、恒力大连检修，恒力惠州装置重启推迟，中国台湾一套 55 万吨装置重启中。下游负荷 88.1%，环比上升 0.4%，装置方面，中石 30 万吨长丝检修。终端加弹负荷上升 3%至 88%，织机负荷上升 2%至 73%。库存方面，2 月 28 日社会库存（除信用仓单）环比去库 4 万吨，到 331 万吨。估值和成本方面，PTA 现货加工费上升 14 元，至 348 元，盘面加工费下跌 6 元，至 395 元。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

PX05 合约下跌 186 元，报 6846 元，PX CFR 下跌 20 美元，报 841 美元，按人民币中间价折算基差 108 元（+20），5-9 价差-118 元（+8）。PX 负荷上看，中国负荷 86.4%，亚洲负荷 77.3%，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。PTA 负荷 78.2%，环比持平，装置方面，仪化、恒力大连检修，恒力惠州装置重启推迟，中国台湾一套 55 万吨装置重启中。进口方面，2 月韩国 PX 出口中国 29.8 万吨，环比下降 0.9 万吨。库存方面，1 月底库存 477 万吨，累库 2 万吨。估值成本方面，PXN 为 210 美元（-4），石脑油裂差 123 美元（-1）。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。

聚乙烯 PE

现实需求端进入季节性小旺季，现货价格无变动。成本端原油价格低位震荡，PE 估值向上空间有限。一季度供应端新增产能较大，供应端或将承压。上中游库存去库，对价格支撑尚存；春节后，需求端农膜订单边际回升，房地产宏观预期转好，现实端下游订单多为年前订单，反弹力度持续性存疑。短期矛盾不突出，预计 3 月伴随大量新增产能落地，聚乙烯价格或将下行。

基本面看主力合约收盘价 7905 元/吨，下跌 21 元/吨，现货 8185 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 280 元/吨，走强 21 元/吨。上游开工 88.68%，环比下降 0.56 %。周度库存方面，生产企业库存 50.97 万吨，环比去库 2.10 万吨，贸易商库存 4.66 万吨，环比累库 0.23 万吨。下游平均开工率 29%，环比上涨 1.66 %。LL5-9 价差 108 元/吨，环比扩大 8 元/吨。

聚丙烯 PP

美国务院宣布将接管巴拿马运河管理权，LPG 价格向下空间打开，成本端支撑松动。现实需求端进入季节性小旺季，现货价格无变动，预计维持震荡；成本端原油价格震荡下行，LPG 下游化工需求利润修复，开工率触底反弹，叠加燃烧需求旺季结束，因此 PP 估值偏空。3 月供应端新增产能较多，供应端或将承压。需求端，下游开工率伴随塑编订单上升，“两会”宏观利好预期尚存，因此今年塑编订单数量强于往年同期。期限结构保持水平结构。预计 3 月中长期聚丙烯价格维持震荡。

基本面看主力合约收盘价 7343 元/吨，下跌 44 元/吨，现货 7430 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 87 元/吨，走强 44 元/吨。上游开工 80.18%，环比上涨 0.69%。周度库存方面，生产企业库存 68.36 万吨，环比去库 1.04 万吨，贸易商库存 17.61 万吨，环比去库 0.56 万吨，港口库存 7.36 万吨，环比累库 0.19 万吨。下游平均开工率 49%，环比上涨 1.99%。LL-PP 价差 562 元/吨，环比扩大 23 元/吨，建议跟踪 LL05 合约基差回落节奏，逢高做空 LL-PP 价差。

农产品类

生猪

昨日国内猪价涨跌互现，河南均价落 0.08 元至 14.45 元/公斤，四川均价涨 0.1 元至 15 元/公斤，北方市场生猪供应能力尚可，养殖端走货略显难度，价格或继续偏弱调整；而南方市场部分养殖端走货尚可，存稳价情绪，今日行情或有稳有降。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

昨日全国鸡蛋价格部分稳定，部分上涨，主产区均价涨 0.03 元至 3.42 元/斤，黑山持平于 3.1 元/斤，馆陶涨 0.07 元至 3.16 元/斤，供应稳定，市场整体需求尚可，下游按需采购为主，局部走货略有好转，今日蛋价或部分稳定，部分上涨。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

【重要资讯】

特朗普对中国额外征收关税引发美豆出口下降预期，美豆走弱，中期种植面积下降预期予以支撑，中国周二宣布反制措施对原产于美国的大豆额外征收 10% 关税，国内豆粕期货走强，夜盘期间美国商务部长表示若中国、加拿大、墨西哥可以展现阻止芬太尼流动的进展时关税可以取消，夜间我国禁毒办发布有关芬太尼物质管控白皮书，贸易战情绪有所减弱，豆粕回落。周二国内豆粕现货跌 0-30 元，华东报 3610 元/吨左右。周二油厂开机率 42.29%，成交 25.42 万吨，提货 15.22 万吨。上周国内豆粕库存增加，大豆库存下降，同比均处于中等分位，后续主要关注 3 月到港衔接是否顺畅。

南美方面，巴西升贴水近期因内陆物流、海运费上涨而偏强震荡，大豆到港成本稳定为主，未来两周雨量未超出季节性，后续收割受影响不大。阿根廷未来一周预计仍有较大规模降雨。

【交易策略】

国内豆粕现货因预期 3 月到港较少、4 月到港恢复，现货博弈激烈。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

【重要资讯】

1、据船运调查机构 ITS 及 AmSpec，2 月前 10 日马棕出口环比下降 3.94% 或增加 6.39%，2 月前 15 日出口环比下降 13.34%-19.9%，2 月前 20 日出口环比下降 0.3%-8.1%，前 25 日出口环比（-2.7%，1.2%），2 月整体出口环比下降 8.5%-11%。2 月前 10 日产量下滑 1.81%，2 月前 15 日产量环增 12.54%，2 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量增加 8.57% 或下降 5.78%，2 月全月预计同比增加 7.31%。

2、美国农业部将于 3 月 31 日发布的《预期种植报告》将成为下个月最受关注的报道。

3、贸易战情绪因今晚美国商务部长表态有所缓和，不过 4 月 2 号的对等关税政策及特朗普要求公平贸易的心态仍未解除，预计市场波动较大。

国内现货基差稳定。广州 24 度棕榈油基差 05+760 (0) 元/吨, 江苏一级豆油基差 05+520 (0) 元/吨, 华东菜油基差 05+30 (0) 元/吨。

【交易策略】

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

周二郑州白糖期货价格偏弱震荡, 郑糖 5 月合约收盘价报 5919 元/吨, 较之前一交易日下跌 13 元/吨, 或 0.22%。现货方面, 广西制糖集团报价区间为 6000-6090 元/吨, 报价下调 20 元/吨。云南制糖集团报价区间为 5870-5910 元/吨, 报价下调 0-10 元/吨。主流加工糖集团报 6350-6610 元/吨, 报价下调 20-50 元/吨。广西现货-郑糖主力合约 (sr2505) 基差 81 元/吨。

消息方面, 截至 2 月 28 日, 2024/25 年榨季广西全区已有 37 家糖厂收榨, 同比增加 30 家; 共入榨甘蔗 4640 万吨, 同比增加 325 万吨; 产混合糖 616 万吨, 同比增加 98 万吨; 产糖率 13.29%, 同比提高 1.27 个百分点; 累计销糖 288 万吨, 同比增加 53 万吨; 产销率 49.43%, 同比提高 4.03 个百分点。2 月单月产糖 135 万吨, 同比减少 9.6 万吨; 单月销糖 50.24 万吨, 同比增加 15.58 万吨; 工业库存 328 万吨, 同比增加 45 万吨。

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

周二郑州棉花期货价格震荡, 郑棉 5 月合约收盘价报 13605 元/吨, 较前一交易日上涨 10 元/吨, 或 0.07%。现货方面, 中国棉花价格指数 (CCIndex) 3128B 新疆机采提货价 14410 元/吨, 较上个交易日下跌 10 元/吨, 3128B 新疆机采提货价-郑棉主力合约 (CF2505) 基差 805 元/吨。

消息方面, 据国务院关税税则委员会消息, 我国自 2025 年 3 月 10 日起, 对原产于美国的棉花等进口商品加征 15% 关税。据中国棉花信息网 2 月初对 2025 年新疆植棉意向面积初步调查统计, 2025 年新疆植棉面积同比增幅 1.3%, 整体保持稳定略增的趋势。

受我国对原产于美国的棉花进口加征 15% 关税影响, 昨日美棉价格大幅下跌, 但对于国内而言加税意味着进口成本有所抬高, 因此在消息公布后, 昨日下午郑棉价格小幅反弹。但从中长期而言, 美棉价格承压下跌, 对国内棉价也并不利多。另一方面本次反制措施可能导致美国对我国出口商品进一步加税。总体而言, 受政策影响, 短线棉价或出现较大波动, 建议观望为主。

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。未经许可，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
王梓铎	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	