

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：周一国际贵金属市场反弹；消息面，特朗普重申 3 月 4 日开始对加拿大和墨西哥加征关税，重申将于 4 月 2 日征收对等关税。美方与加拿大和墨西哥谈判关税方面已经“不存在剩余空间”。加拿大回应称准备好报复措施；巴菲特罕见地公开反对特朗普的关税政策。数据方面，美国 2 月 ISM 制造业 PMI 虽然仍延续 1 月时的扩张，但幅度微小，趋于停滞状态，新订单和就业均出现萎缩，同时材料采购价格指数飙升至 2022 年 6 月以来的最高水平。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增加 3 吨至 1280 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。国内光伏下游组件在抢装潮下开工率提升，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	
氧化铝	市场表现：昨日氧化铝 2505 合约收盘价较前一交易日-0.56%，收于 3344 元/吨，国内 0-3 月差 1 元/吨。2 月 28 日，巴西成交 3 万吨氧化铝，离岸成交价格为 480 美元/吨（上一笔成交 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。
锌	市场表现：昨日锌 2503 合约收盘价较前一交易日+1.04%，收于 23,705 元/吨。国内 0-3 月差 20 元/吨 Bakt，海外 0-3 月差 30.2 美元/吨 Con 结构，华南、华东对 2504 合约 10（-5）元/吨贴水，0（+0）元/吨平水。社会库存 3 日 13.65 万吨，较 27 日去库 0.88 万吨 基本面：供应端，3 月矿加工费加速上行至 3000 元/金属吨以上，冶炼厂原料库存充足，叠加硫酸价格上涨，加上硫酸和副产品收益，部分冶炼厂已有小幅盈利，3 月产量继续向上修复，供应端支撑减弱；消费上虽然目前消费处于复苏阶段，但从实际新增订单表现上来看整体不及预期，消费复苏仍需时间传导 交易策略：整体来看，考虑宏观情绪偏弱，叠加随着供应端增量释放，锌价弱势运行为主。 风险提示：国内需求超预期，矿端放量不及预期。
铅	市场表现：昨日铅 2503 合约较前一交易日收盘价-0.09%，收至 17,210 元/吨。国内 0-3 月差 60 元/吨 Contango。LME0-3 月差 25.5 美元/吨 Contango，华东 45（+0）元/吨贴水，精废价差 75（+0）元/吨。社会库存 3 日 7 万吨，较 27 日累库 0.71 万吨 基本面：进入 3 月份，春节假期因素解除，铅市场整体供需预期双增。从周度的边际变化看，供应端预计有小增空间，消费端则趋于平缓，铅锭显性库存仍有累增空间。 交易策略：整体来看，原料供应保持偏紧状态，且因供应端增产预期，废料等原料价格相对坚挺，多空因素僵持状态暂难打破。预期短期仍维持震荡格局。 风险提示：再生废料供应大幅恢复。
工业硅	市场表现：周一开盘先上涨一个点，后震荡回落，05 合约收盘上涨 0.48 点，收于 10405 元/吨。现货止跌趋稳。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，多晶硅产量未有明显修复。有机硅周度产量稳定，产业链价格趋稳。铝合金开工率回调基本结束。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：周一 06 合约震荡运行，波动幅度缩窄，收于 44390 元/吨，较上日上涨 125 元。基本面：供给端，生产仍维持低位运行，3 月预计产量在 9.5-10 万吨。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。

黑色产业

螺纹钢	市场表现：螺纹主力合约 2505 偏弱震荡收于 3301 元/吨，较前一交易日夜盘收盘价跌 17 元/吨 基本面：钢银口径建材库存环比增加 1.3%至 618.5 万吨，上周环比增 4.4%。杭州周末螺纹出库 7.9 万吨，上周 7.2 万吨；库存 121.1 万吨创历史新高，上周 117.1 万吨，去年同期 117.3 万吨。螺纹供需较为中性，期货估值高。关注限产传闻如何发酵。 交易策略：单边建议观望。套利建议螺矿比多单持有或止盈离场。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 784 元/吨，较前一交易日夜盘收盘价跌 7 元/吨 基本面：澳洲至中国发货环比下降 14 万吨至 1568 万吨，巴西发货环比上升 77 万吨至 796 万吨。铁矿到港环比下降 389 万吨至 1886 万吨，港存环比周四大幅下降 662 万吨至 1.52 亿吨。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。关注限产传闻如何发酵。 交易策略：铁矿 2505 空单持有或止盈。套利建议螺矿比多单持有或止盈离场。 I05 参考区间 770-810 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 1107 元/吨，较前一交易日夜盘收盘价涨 7 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。关注限产传闻如何发酵。 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:隔夜 CBOT 大豆下跌，因关税政策市场担忧美豆出口。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，但因近端偏紧及关税忧虑，呈现内强外弱。关注政策及产区天气等。观点仅供参考！
玉米	市场表现：玉米 2505 合约窄幅震荡，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:昨日马棕收低,交易弱需求。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 月出口环比-11%。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	价格表现:郑糖 05 合约收 5932 元/吨,涨幅 0.12%。广西现货-郑糖 05 合约基差 39 元/吨,配额外巴西糖加工完税估算利润为 436 元/吨。 基本面: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:隔夜 ICE 美棉上涨 0.17%;郑棉收平。近期宏观事件变化不利棉花出口销售,CFTC 基金持仓棉花净空单继续增加。国内方面,近期郑棉窄幅震荡,下游开机率较好支撑棉价。市场跟踪农产品市场整体预期变化。油价下跌对替代品价格形成利空。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	鸡蛋: 市场表现:鸡蛋 2505 合约上涨,现货价格稳定。 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,现货价格上涨。 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:主力合约收 7104 元/吨,跌幅 0.31%。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:昨天 lldpe 主力合约小幅震荡。华北低价现货 8080 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
甲醇	市场表现:昨日甲醇 2505 合约收盘价较前一日环比上升 0.93%,收至 2606 元/吨。

敬请阅读末页的重要说明

	基本面：供应端，进入三月，甲醇装置将陆续进入春检阶段，预计开工率会有所下滑，对甲醇价格有一定的支撑。截至 2 月 27 日，国内甲醇整体装置开工负荷为 73.11%，较上周下降 1.91 个百分点，较去年同期下降 2.29 个百分点。本周内，受西北、华北、西南地区开工负荷下降的影响，导致全国甲醇开工负荷下降。国外伊朗装置目前开工负荷仍较低，预计 3、4 月份将陆续恢复，需持续关注伊朗复工情况。需求端，近期烯烃外采情况良好，对甲醇需求有所增加；受烯烃利润小幅上行影响，甲醇制烯烃开工率回升；传统需求开工率较为稳定，甲醛开工率已恢复至正常水平。库存端，截至 2 月 27 日，沿海地区甲醇库存在 105.9 万吨，整体沿海地区甲醇可流通货源预估 54.1 万吨附近；近期烯烃持续外采支撑市场整体交投氛围较好，企业整体出货顺畅，同时周内长约结算周期，内地企业大幅去库。 交易策略：随着 3 月逐步进入春检阶段，检修落地将改善当前市场供需格局，同时叠加烯烃外采增加，将对甲醇价格产生一定支撑。短期内甲醇价格以震荡为主，关注 2550-2600 区间交易机会。 风险提示：春季检修情况，需求恢复超预期
PP	市场表现：昨天 pp 主力合约小幅震荡。华东 PP 现货 7400 元/吨，基差 05 盘面加 10，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
原油	昨日油价下跌，因三个利空消息的影响，1)首先是美国对加拿大和墨西哥的 25%加征关税已经开始实施，这可能影响美洲经济和需求。2)另外最重要的一点是，欧佩克+确认将从 4 月开始增产，同时强调可以根据供需情况随时暂停或逆转增产。另外沙特、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼确认，根据提交给欧佩克秘书处的补偿计划，将全额补偿自 2024 年 1 月以来的任何过剩产量，确保所有补偿在 2026 年 6 月之前完成，这意味着以上国家理论上需要先减产，而不是增产。因此欧佩克+整体的产量短期内或许是不变的，是增减抵消的，因此油价虽然下跌但跌幅不大。3)消息称，白宫正在起草一份可以放松对俄制裁的提案，虽然尚不清楚放松哪一部分的制裁，但传递出的信息是若俄罗斯与美国达成协议，放松制裁将随之而来，这将挤出少量风险溢价。虽然近期油价下跌，但月差相对稳定，说明基本面尚可，并没有出现显著过剩，过剩预期也不强烈，这与我们估算的平衡表的结果基本一致，即上半年小幅过剩，短期油价震荡区间或下移至布伦特 65-75 美元桶。
苯乙烯	市场表现：昨天主力合约小幅震荡。华东现货价格 8450 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，三月预期小幅去库存；苯乙烯三月供需平衡略紧，三月预期小幅去库存。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，供需环比小幅走强，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。

航运

招商评论	
欧线集运	昨日主力合约跌 0.25%。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。