

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+1.63%，创业板指+5.36%，上证 50+0.95%，沪深 300+1.98%，中证 500+4.38%，中证 1000+4.93%。

经济与企业盈利：1 月 PMI 环比回落，经济复苏边际放缓，但降息、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 国债利率继续回落，信用债利率回落，信用利差小幅下降；中国 12 月 M1 增速反弹；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减少；ETF 基金净申购量偏低；融资余额减少；重要股东净减持金额较少；IPO 数量边际减少。

宏观消息面：

1、DeepSeek 低成本叠加卓越性能，在全球火速出圈，模型开源之后，国内的各大厂商纷纷接入部署；2、宇树科技人形机器人亮相 2025 年央视春晚，表演动作精准流畅，强化了市场对人形机器人产业化的预期；3、比亚迪将于 2 月 10 日召开智能化战略发布会；4、《哪吒之魔童闹海》位列中国影史票房榜首；5、在众多中国科技成果亮相之后，多家海外投行发报告看多中国资产；6、春节假期 8 天，全国国内出游 5.01 亿人次，同比增长 5.9%；国内出游总花费 6770.02 亿元，同比增长 7.0%；7、美方以芬太尼问题为由对中国的商品加征 10% 的关税，中方对此强烈不满；8、美国 1 月 Markit 服务业 PMI 终值创 2024 年 4 月份以来新低，美债收益率下跌。

市盈率：沪深 300:12.55，中证 500:28.18，中证 1000:37.44，上证 50:10.72。

市净率：沪深 300:1.35，中证 500:1.84，中证 1000:2.08，上证 50:1.21。

股息率：沪深 300:3.42%，中证 500:1.81%，中证 1000:1.47%，上证 50:4.32%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.10%/+0.13%/-0.30%/-1.33%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.13%/-0.45%/-2.11%/-3.50%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.10%/-0.63%/-2.65%/-4.58%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.20%/+0.34%/+0.32%/-1.10%。

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，1 月 PMI 季节性走低，12 月 M1 增速回升，社融结构偏弱，经济压力仍在，随着各项经济政策陆续出台，有望扭转经济预期。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，当前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，财政部会议释放积极信号。当前各指数估值分位均处于历史中位数以下，股债收益比显示股市投资价值较高，建议 IF 多单持有。

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：国内主要经济数据的改善主要集中在政策发力的领域，其他方面自发修复仍不明显。海外方面，美国经济数据仍有韧性，欧元区经济数据偏弱。

1. 李强主持召开国务院第七次全体会议 讨论《政府工作报告》稿并对开年工作进行动员；
2. 国家统计局：1月份居民消费价格同比上涨0.5% 环比上涨0.7%；1月份PPI同比下降2.3%，环比下降0.2%；
3. 国务院关税税则委员会：自2025年2月10日起 对原产于美国的部分进口商品加征10%或15%的关税；
4. 美国总统特朗普1日签署行政令，对进口自中国的商品加征10%的关税；
5. 美国总统特朗普表示，将在下周宣布对等关税措施，相关关税措施将适用于所有国家，消息可能会在“下周一或周二”发布；
6. 德意志银行2月5日发布研究报告称，全球投资者今年将认识到中国制造业和服务业的竞争力优势，而DeepSeek的推出更像是中国的“斯普特尼克”时刻，中国股票的估值折价将会消失；
7. 美国1月ISM非制造业PMI 52.8，预期54.3，前值54.1；
8. 美国1月ISM制造业PMI为50.9，自2022年10月以来首次进入扩张区间；预期49.8，前值49.3；
9. 美联储柯林斯：目前暂无再次降息的紧迫性 没有急于调整利率的必要；
10. 美国1月非农就业人数增加14.3万人，预估为增加17.5万人，前值为增加25.6万人；
11. 美国1月失业率为4.0%，为去年5月以来新低，预估为4.1%，前值为4.1%；
12. 美国1月ADP就业人数增加18.3万人 高于市场预期；
13. 欧元区12月PPI环比增长0.4%，预期0.5%，前值由1.60%修正为1.7%；
14. 英国央行降息25个基点，将基准利率从4.75%下调至4.5%，符合市场预期，为本轮降息周期的第三次降息，交易员增加押注英国央行将降息预计2025年再降息三次；
15. 美国上周首次申领失业救济人数为21.9万人，预估为21.3万人，前值为20.7万人。

流动性：上周央行逆回购投放11562亿，到期21775亿，净投放-10213亿，DR007利率收于1.81%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于1.60%，周环比回落2.88BP；30Y国债收益率收于1.82%，周环比回落3.5BP；2、最新10Y美债收益率4.49%，周环比回落9BP。

小结：国内主要经济数据改善的领域仍主要集中在政策发力的方向，经济的自我修复水平仍较弱。随着更加积极的财政，适度宽松的货币及扩内需等一系列政策发力，有助于明年经济企稳，但在宽货币力度加大的背景下，债市策略仍以逢低做多为主。

贵金属

行情总结：受到美国关税以及货币政策预期的影响，金银价格表现强势，1月6日至2月6日收盘，COMEX黄金价格上涨8.49%至2880美元/盎司，盘中达到历史新高水平，COMEX白银价格上涨8.65%至32.66美元/盎司。沪金价格上涨6.72%至668.46元/克，沪银价格上涨5.39%至8042元/千克。

市场对特朗普关税政策的担忧驱动纽约金价格表现强势，COMEX 黄金库存大幅增加：特朗普政府针对加拿大、墨西哥及欧洲等国家和地区发出关税威胁，市场对于贵金属，尤其是黄金潜在的关税风险进行交易，COMEX 黄金溢价出现大幅上升。COMEX 与 LBMA 黄金价差由 1 月 27 日低位的 3.34 美元/盎司大幅上升至 1 月 30 日区间高位的 58.43 美元/盎司。1 月 30 日当日，COMEX 黄金主力合约上涨 2.86% 至 2851.9 美元/盎司。当前 COMEX 金及伦敦金价差有所收窄，截至 2 月 6 日为 24.29 美元/盎司，当前仍处于近五年来同期的最高水平。由于纽约黄金存在较高溢价，叠加对特朗普征收关税风险的担忧，COMEX 黄金库存出现大幅上升，由特朗普正式就任前 1 月 17 日的 764.58 吨上升至 2 月 6 日的 1053.18 吨，库存增加 288.6 吨。值得注意的是，作为非主力合约的 COMEX 黄金 03 合约持仓量持续上升，由 1 月 8 日的 190 手上升至 2 月 6 日的 13231 手，其在去年同期的 2024 年 2 月 6 日持仓量仅为 2073 手，03 合约当前的持仓水平表现异常，大幅高于近年正常水平。与此同时，1 月 17 日至 2 月 6 日，COMEX 白银库存水平上升 933 吨至 11220.8 吨，COMEX 白银相对于伦敦银的溢价在 1 月 30 日达到 1.14 美元/盎司的高位，至 2 月 6 日回落至 0.49 美元/盎司，纽约银相对于伦敦银的溢价高于近年同期水平。

美联储货币政策预期逐步转松：一月议息会议鲍威尔传递出“观望”的态度，他认为美联储不急于调整货币政策立场，需要看到通胀出现实质性进展或劳动力市场疲软的情况下才会考虑进一步的政策调整，鲍威尔的表态意味着当前降息周期仍将进行。与此同时，特朗普政府多次尝试对联储货币政策进行干预，美国财政部长贝森特表示已经与美联储主席鲍威尔进行建设性会谈，他相信鲍威尔会做出“正确的事情”。由此可见，联储今年长时间维持利率不变或升息的概率较小。当前 CME 利率观测器显示，市场定价联储本年将分别在 6 月以及 9 月议息会议分别进行 25 个基点的降息操作。

COMEX 黄金持仓和纽约伦敦价差为观察重点，需注意价格回调风险：当前贵金属市场交易的主要驱动为特朗普政府的关税政策预期，若后续纽约金相较于伦敦金溢价回落，COMEX 黄金近月合约持仓下降至往年同期水平，则 COMEX 黄金将存在较大回调风险。若溢价维持高位、COMEX 黄金近月持仓继续上升，则国际金价短期仍存在一定上涨空间，但总体而言，新开仓黄金多单性价比较低。金银策略上建议持有在手多单，等待后续价格出现明显回调后进行逢低做多操作，沪金主力合约参考运行区间 652-680 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7826-8333 元/千克。

铂族金属

本月 NYMEX 铂金价格受到美国关税政策预期的影响出现较大幅度上涨，NYMEX 铂金主力合约价格上涨 8.14% 至 1022.5 美元/盎司。截止至最新公布的持仓数据，NYMEX 铂金总持仓量当月下降 14.68% 至 76105 手，但仍处于近五年来同期的偏高水平。NYMEX 钯金主力合约价格本月上涨 8.5% 至 996 美元/盎司，主力合约成交量有所上升。截至最新数据，NYMEX 钯金总持仓量当月下降 14.1% 至 17033 手，仍处于近年来的偏高水平。

市场对于美国关税政策的担忧驱动 NYMEX 铂金及钯金价格上升，其为当前铂族金属市场交易的主线：美国特朗普政府针对全球多个国家实施关税政策威胁，市场对于铂族金属被纳入关税增收对象的担忧驱动铂族金属价格当月出现上涨，其集中体现在美国铂金溢价以及库存中。NYMEX 铂金价格与伦敦现货铂金的价差在 1 月 31 日上升至 68.7 美元/盎司的区间高位，NYMEX 期货溢价接近 2020 年 5 月疫情初期的高点，截至 2 月 6 日溢价有所回落，下降至 27.3 美元/盎司。对于关税政策的担忧也令铂金流向美国。CME 铂金库存量大幅上升，由 1 月 6 日的 8.4 吨上升至 2 月 6 日的 14.37 吨，库存增加 5.97 吨。市场对于美

国钯金进口的担忧程度弱于铂金，同1月6日相比，CME钯金库存上升350.8千克至1549千克，仍处于近年来的偏低水平。需求端视角出发，特朗普针对加拿大、墨西哥、欧洲等国家和地区潜在的关税政策将会对美国国内燃油汽车的消费形成负面影响，汽车催化剂需求占钯金总需求比重较大，后续价格仍将承压，铂金需求端虽同时受到影响，但其金融属性强于钯金，铂金将会受到黄金价格上涨的中期驱动，同时期货溢价和库存上升幅度显示市场关于铂金潜在关税的交易仍在进行。预计后续铂金价格在经历回调后仍具备上涨空间，且价格表现将强于钯金，NYMEX铂金主力合约参考运行区间908-1148美元/盎司。预计钯金将持续处于宽幅震荡区间，后续价格上涨的潜力有限，NYMEX钯金主力合约参考运行区间851-1168美元/盎司。

有色金属类

铜

春节后首周铜价强势上涨，伦铜收涨4.15%至9440美元/吨，沪铜主力合约收至77410元/吨。产业层面，上期所库存较春节前增加8.3至18.5万吨，LME库存周环比减少0.9至24.8万吨，COMEX库存周环比增加0.1至9.1万吨。上海保税区库存较春节前增加0.8万吨。当周铜现货进口维持亏损，洋山铜溢价下滑，进口清关需求降低。现货方面，上周LME市场Cash/3M贴水120.0美元/吨，国内假期归来下游缓慢复工，周五上海地区现货对期货小幅贴水10元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至2900元/吨，废铜替代优势提高，但再生铜杆企业复工偏晚造成开工率仅小幅回升。根据SMM调研数据，春节后首周精铜制杆企业开工率维持偏低水平，需求恢复不强。消息面，印尼贸易部支持延长自由港铜精矿出口许可的计划，该公司出口许可证于2024年底到期，出口暂停加剧了过去一段时间全球原料端供应紧张的担忧。

价格层面，美国针对核心商品加征关税的计划和中國政策预期有望支撑市场继续多配铜，不过在中国复工复产推进的当下，过高的价格或引起供需关系弱于预期，从而抑制铜价的涨幅，短期矿端扰动预期缓和也将给铜价带来压力。本周沪铜主力运行区间参考：75000-78500元/吨；伦铜3M运行区间参考：9100-9600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5日：春节期间，铝锭累库16.4万吨至66.1万吨，铝棒累库5.9万吨至29.15万吨。累库数量与往年同期相比波动较小，整体处于预期内。

进出口：据中国海关总署，2024年12月中国进口铝土矿1497.6万吨，环比增加21.9%，同比增加26.2%。2024年1-12月，中国累计进口铝土矿15876.7万吨，同比增加12.3%。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2月空冰洗排产合计总量共计2914万台，较去年同期实际增长30.6%。分产品来看，2月份家用空调排产1593万台，较去年同期实绩增长35.6%；冰箱排产632万台，较上年同期生产实绩增长29.2%；洗衣机排产689万台，较去年同期生产实绩增长21.3%。

小结：供应端方面电解铝供应维持高位，氧化铝期货现货价格同步走弱，电解铝冶炼成本持续走低，电解铝冶炼利润重回高位。进出口方面，12月原铝进口数据维持高位，后续需密切关注一月价差走阔后原铝进口情况。需求端方面，以旧换新政策延续，特朗普关税政策影响后续海外消费预期。海外LME库存去化持续，LME升贴水持续走高。整体而言，国家政策支撑未来预期，国内消费预期整体良好，海外受贸易战影响存在不确定性。铝价预计维持震荡走势，国内主力合约参考运行区间：20000元-21000元。海外参考运行区间：2550美元-2750美元。

锌

价格回顾：上周锌价波动上行，截至周五沪锌指数收涨1.39%至23962元/吨，单边交易总持仓18.41万手。截至周五下午15:00，伦锌3S较前日同期涨35至2865美元/吨，总持仓22.72万手。

高频数据：SMM0#锌锭均价23900元/吨，上海基差70元/吨，天津基差70元/吨，广东基差20元/吨，沪粤价差50元/吨。上期所锌锭期货库存录得0.06万吨，内盘上海地区基差70元/吨，连续合约-连一合约价差-5元/吨。LME锌锭库存录得17.25万吨，LME锌锭注销仓单录得3.57万吨。外盘cash-3S合约基差-48.96美元/吨，3-15价差-57.98美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.147，锌锭进口盈亏为-494.73元/吨。根据上海有色数据，国内社会库存录得至10.70万吨。

产业数据：本周锌精矿国产TC2600元/金属吨，进口TC15美元/干吨。精矿港口库存32.3万吨，工厂库存天数22.0天。本周镀锌结构件开工率录得24.69%，原料库存1.2万吨，成品库存39.5万吨。本周压铸合金开工率录得21.22%，原料库存0.7万吨，成品库存1.6万吨。本周氧化锌开工率录得33.63%，原料库存0.2万吨，成品库存0.5万吨。

总体来看：当前锌矿库存持续抬升，加工费加速上行，矿端宽松逐步计价。然而国内锌冶仍然保持低产，叠加国内锌锭库存较低，交割品不足的情况下月差与单边价格均有反弹。预计后续月差偏强运行，单边价格仍有一定下行风险。

铅

价格回顾：上周铅价波动上行，截至周五沪铅指数收涨0.77%至17175元/吨，单边交易总持仓7.55万手。截至周五下午15:00，伦铅3S较前日同期涨1至2010美元/吨，总持仓15.52万手。

高频数据：SMM1#铅锭均价16925元/吨，再生精铅均价16900元/吨，精废价差25元/吨，废电动车电池均价9925元/吨。上期所铅锭期货库存录得3.07万吨，内盘原生基差-185元/吨，连续合约-连一合约价差-35元/吨。LME铅锭库存录得22.13万吨，LME铅锭注销仓单录得3.36万吨。外盘cash-3S合约基差-28.57美元/吨，3-15价差-85.13美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.173，铅锭进口盈亏为-685.58元/吨。据钢联数据，国内社会库存录得至4.48万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存3.1万吨，工厂库存30.8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46.45%，原生锭厂库3.1万吨。再生端，铅废库存10.8万吨，再生铅锭周产2.2万吨，再生锭厂库3.4万吨。需求端，铅蓄电池开工率40.84%。

总体来看：春节期间铅锭累库情况不及预期，节后铅价强势上行。对于高价铅锭贸易商与下游蓄企畏高慎采，现货贴水持续扩大，后续仍需关注蓄企复工后的采购情况。预计后续铅价偏强运行。

镍

本周菲律宾镍矿新政引发市场对矿端供给担忧，镍价从底部大幅反弹。周五沪镍主力合约夜盘收盘价 126700 元/吨，较上周上涨 2.45%，LME 主力合约收盘价 15555 美元/吨，较上周上涨 3.35%。

宏观方面，美国经济数据整体稳健。周五的美国非农就业数据显示，1 月新增就业岗位大幅放缓，不及市场预期，但失业率从 4.1% 降至 4%。此后的密歇根大学消费者调查显示短期通胀预期大涨，一年期通胀预期飙升至 4.3%，创 15 个月新高，美元指数小幅走强。现货市场方面，部分精炼镍贸易商复工，整体成交尚可，现货升贴水多持平于节前。成本端，虽有消息扰动，但短期影响有限，镍矿价格整体持稳运行。整体而言，菲律宾禁矿政策短期对镍价影响有限，后市还是应重点关注需求侧的表现情况，在未看到明显好转之前，预计镍价仍以震荡运行为主。本周沪镍主力合约参考运行区间 123000 元/吨-130000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 15300-16000 美元/吨。操作方面，建议逢高做空为主。

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：根据中国海关公布的数据以及安泰科折算，锡精矿进口方面，2024 年 12 月我国共进口锡精矿实物量 8040 吨，折金属量 3706.1 吨，环比下滑 27.4%，同比上涨 8.5%。2024 全年，我国累计进口锡精矿实物量 15.9 万吨，折金属量 5.2 万吨，环比下滑 4.5%。2024 年全年，我国共进口精锡 2.2 万吨，同比下滑 35.4%；累计出口精锡 1.7 万吨，同比增长 42.4%；累计净进口量 4395 吨。

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 2 月空冰洗排产合计总量共计 2914 万台，较去年同期实际增长 30.6%。分产品来看，2 月份家用空调排产 1593 万台，较去年同期实绩增长 35.6%；冰箱排产 632 万台，较上年同期生产实绩增长 29.2%；洗衣机排产 689 万台，较去年同期生产实绩增长 21.3%。乘联会数据显示，1 月 1-19 日，乘用车市场零售 105.0 万辆，同比去年 1 月同期下降 5%，较上月同期下降 27%，今年以来累计零售 105.0 万辆，同比下降 5%。乘用车新能源市场零售 42.3 万辆，同比去年 1 月同期增长 26%，较上月同期下降 39%，今年以来累计零售 42.3 万辆，同比增长 26%。

小结：本周锡价环比节前大涨，主要原因是刚果(金)政府军与反政府武装“M23 运动”在北基伍省首府戈马市的冲突可能影响到当地锡矿的开采工作。刚果(金)为非洲最大锡矿生产国，国内最大锡矿 AlphaMin Resources 位于北基伍省境内，一年锡精矿产量约 2 万吨，约占全球锡矿产量 5%。现阶段战事并未对锡矿生产造成实质影响，价格上升主要出于对后续供应减少的担忧。锡基本面方面，国内冶炼厂维持正常开工状态，但 1 月印尼出口减少，同时国内锡精矿供应偏紧，叠加刚果(金)影响，供应端整体预期偏紧。需求端方面，以旧换新政策维持，关注后续消费变化。国内库存小幅增加，海外库存小幅走低。盘面价格主要受到预期影响，沪锡后续预计将呈现震荡偏强走势。国内主力合约参考运行区间：245000 元-275000 元。海外伦锡参考运行区间：29000 美元-32500 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 76061 元，周内-0.65%。MMLC 电池级碳酸锂报价 76000-77800 元，工业级碳酸锂报价 74400-75000 元。LC2505 合约收盘价 77800 元，周内跌 2.24%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 900 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 860-910 美元/

吨，与节前持平。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 12492 吨，较节前一周减 11.8%。2025 年 1 月国内碳酸锂产量 62490 吨，环比减 10.3%，同比增 50.5%。第三方预计 2 月产量略增。1 月智利出口中国碳酸锂 1.91 万吨，预计国内总进口可达 2.3 万吨。1 月国内新能源汽车产销分别完成 78.7 万辆和 72.9 万辆，同比分别增长 85.3% 和 78.8%，市场占有率为 29.9%。2 月 6 日，国内碳酸锂周度库存报 107686 吨，环比节前-822 吨（-0.8%）。截止 2 月 6 日，广期所碳酸锂注册仓单 48382 手，较节前略减 200 余吨。

观点：锂价连续走弱，触及支撑位后暂稳。近期碳酸锂产量连续下调，第三方调研 2 月上游排产仍弱势。上周国内碳酸锂社会库存下降，需求端强排产无法证伪，市场担忧近期供需侧复工可能出现时间错配，造成现货阶段性偏紧。目前上下游长协谈判进度缓慢，短期锂盐厂在定价中更为主动。原料价格位于近年低位，下游节后备货意愿将释放，对底部形成支撑，碳酸锂进一步下探空间十分有限。着重关注节后下游备货情况。本周广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 76500-79800 元/吨。

氧化铝

截止 2 月 7 日下午 3 时，氧化铝指数本周下跌 3.47% 至 3478 元/吨，持仓增加 3.1 万手至 21.8 万手。基差方面，山东地区现货价格较主力合约升水缩小至 119 元/吨。月差方面，连 1-连 3 月差缩窄至 20 元/吨，现货价格崩塌带动近月合约大跌，远月合约在成本支撑下维持弱势震荡。

本周部分地区氧化铝现货价格延续加速下行趋势，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别下跌 220 元/吨、210 元/吨、190 元/吨、190 元/吨、180 元/吨、120 元/吨。氧化铝企业复产投产顺利，现货流通货源增加，现货价格继续承压下行。

进出口方面，截止 2 月 7 日，本周澳洲氧化铝 FOB 价格下跌 25 美金/吨至 531 美金/吨，进口盈亏报-1028 元/吨。

本周氧化铝社会总库存累库 2.2 万吨至 381.3 万吨，全社会氧化铝库存保持增加态势。电解铝企业氧化铝库存下降，节中到货减少影响相对明显，虽然铁路运量有所增加，但短期站台相对积压，而且汽运在途量明显下降，节中消耗稳定所致，随着节后汽运恢复，电解铝企业氧化铝库存具备继续增加条件。氧化铝企业库存普遍提高，尤其部分氧化铝企业料仓可统计口径内库存明显增加，因外发效率下降导致包装减少，目前发运和包装均处于恢复过程中，以长单执行为主，前期现货订单执行为辅。

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，2024 年 12 月铝土矿进口 1498 万吨，同比增加 26.19%，环比增加 21.27%。2025 年累计进口 15907 万吨，同比增加 12.51%。随着赢联盟和 GIC 的港口建设完成，叠加雨季影响退坡，几内亚矿石进口量恢复至雨季前水平。整体来看，矿石紧缺局面逐步缓解，氧化铝价格大跌预计将导致矿价受到压制。

供应端，本周国内氧化铝产量 170.2 吨，较上周增加 0.9 万吨，增量主要由山东、山西和河南两地贡献。

需求端，2024 年 12 月电解铝运行产能 4356 万吨，较上月小幅减少 2 万吨。12 月四川、广西地区多家电解铝厂减产，具体来看，四川地区多因氧化铝、电费成本过高，企业亏损严重而减产；月内四川、贵州等地复产进度停滞，主要氧化铝价格过高，叠加进入淡季，电解铝需求、价格走弱，企业复产动力不足，新疆、内蒙、宁夏等地项目正常进行中。

总体来看，原料端，国产矿仍未见规模复产，几内亚矿石发运大幅恢复，预计随着矿石到港增加，矿价后续将逐步回落；供给端，前期部分检修产能恢复，山东和广西地区新增产能投产进度顺利，预计氧化铝产量将逐步上行；需求端，电解铝开工仍维稳，增产及减产并行。进出口方面，海外氧化铝报价走低，国内外氧化铝供应同步转松，进出口结构短期预计维稳。策略方面，现货价格崩塌带动近月合约大跌，期货价格逐渐跌至成本支撑附近，成本需观察矿价和液碱价格波动，短期建议观望为主。氧化铝盘面多空博弈激烈，短期价格波动剧烈，建议做好风险控制。国内主力合约 A02505 参考运行区间：3350-3650

元/吨。

不锈钢

期现市场:据MYSTEEL,截至02月07日无锡不锈钢冷轧卷板均价报13700元/吨,环比+0.00%;山东7%-10%镍铁出厂价为940元/镍,环比+0.00%;废不锈钢均价报8850元/吨,环比+0.00%。不锈钢主力合约周五下午收盘价13400元/吨,环比+2.60%。

供给:据MYSTEEL,01月国内冷轧不锈钢排产116.51万吨。12月粗钢产量为293.99万吨,环比+8万吨,1-12月累计同比3.69%。据MYSTEEL样本统计,12月300系不锈钢粗钢产量预计达143.88万吨,环比+2.68%;12月300系冷轧产量72.16万吨,环比+6.34%。

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:截至2月7日不锈钢社会总库存为104.59万吨,环比+12.24%;期货仓单本周库存10.03万吨,较上周+2179吨。不锈钢200/300/400系社库分别为17.94/67.32/19.33万吨,其中300系库存环比+10.58%;本周不锈钢海漂量3.63万吨,环比+133.14%,卸货量4.74万吨,环比-38.58%。

成本:本周山东7%-10%镍铁出厂价945元/镍,较上周+0元/镍,福建地区铁厂当前亏损70元/镍。

观点:节前经济数据显示下游需求有复苏预期,但目前仍处于传统内需淡季,贸易商和下游用户库存饱和使得不锈钢需求释放有限。随着春节将近,现货市场鲜有成交,而期货市场走势偏强,主要认为节后下游企业逐渐复工复产带来积极预期。节前受到消息面刺激,华东某大型冷轧厂检修对不锈钢期货仓单生成或有影响,期货拉涨明显。另外台湾地区不锈钢板材上游供应商烨联、唐荣等调涨2月份300系列冷轧价格,带动市场情绪,提振价格走势。同时,稳健的宏观政策或对不锈钢行业需求带来刺激。短期来看,需重点关注3月仓单注册数量及钢厂复工复产情况,预计不锈钢偏强运行。

黑色建材类

钢材

估值:本月钢厂盈利率为51.52%,钢厂盈利情况较上月有所回升。即期利润方面,螺纹钢华东地区长流程即期利润在162元/吨左右,谷电利润在192元/吨左右,成材估值小幅偏高。

供应:2025年1月螺纹钢当月累计产量约为950.51万吨,较去年同期增加2.85万吨,螺纹产量方面与去年同期基本持平;热轧卷板累计产量约为1572万吨,较去年同期增加了355万吨,增幅为29%。1月的铁水日均产量维持在224.87万吨,元旦后高炉铁水产量逐步恢复,与去年春节前夕相比,铁水供应表现更强,与之前的预期相同。但铁水产量能否持续走强还需关注节后下游需求恢复情况。

需求:2025年1月螺纹钢当月累计消费量约为950.51万吨,较去年同期下降约151万吨,降幅为18%;热轧累计消费量约为1491万吨,较去年同期增加277万吨,增幅为22.7%。螺纹需求在春节前夕延续季节性特征缓慢回落;热卷需求虽由于春节假期季节性回落,但在春节前夕的需求以及春节后恢复速度均表现的可圈可点。展望未来一季度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复工的情况来看,今年工地复工率为五年内最低,与此前我们预期的“新开工面积在2025年承压”相同。

因此，可以初步判断螺纹需求在一季度难有超预期表现。热卷本月需求较去年同期表现优异，本周出口表现有明显回落，后续还需重点关注现实需求能否如期恢复。

库存：螺纹钢库存存在春节假期后快速累积，但绝对值依旧处于五年内最低位，短期不会有较大影响；热卷库存存在本月库存累计速度与过去几年基本一致，但由于产量会上升较快，还需注意需求恢复不及预期的累库风险。

小结：从宏观角度来看，1月期间美国总统特朗普上台公布了一系列对华出口关税政策，此前我们分析过美国加出口关税对于成材直接出口到美国的影响量较小，但可能会间接影响家电、机械等方面的出口量。国内当前处于政策空窗期，后续还需重点关注三月的两会对市场情绪的影响。从基本面来看，正值春节假期，螺纹与热卷库存均处于季节性累库当中。其中螺纹表需与产量节后恢复速度较过去几年稍快一些，库存虽有增加但仍处于相对低位，未来还需注意新开工面积的回落对螺纹需求有较为明显的影响。热卷产量与过去几年春节后的走势有所不同，出现了供需双强的局面，但从库存结果来看，今年库存增速与往年基本一致。如若后续热卷持续增产，而需求难以随之恢复的话，热卷库存可能会在两周后出现累库情况。因此未来还需重点关注需求能否跟随产量同步回升。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3100-3480元/吨。

锰硅硅铁

前期，我们提到“观察当前6550元/吨至6850元/吨区间内价格盘整的强弱情况。若价格短期强势整理后继续上冲，则或可继续关注上方7300-7500元/吨附近高度。若价格盘整中渐弱，且伴随缩量、持仓回落，则关注价格快速回落风险”，本周价格在经历盘整后，借助市场向好氛围及锰矿发运减少事件发酵大幅、快速拉升且接近我们提示的压力区间。短期价格走势依旧强劲，继续建议关注7300-7500元/吨区间附近的压力。我们仍继续提示在资金强势背景下，价格显著走弱前勿轻易摸顶。此外，手中锰硅库存或可逐步增加套保比例。

本周，硅铁盘面价格正式摆脱2024年6月份以来的下跌趋势线，但仍处在6200-6600元/吨的箱体区间之内，价格向上一度接近区间上沿后回落，短期继续以箱体波动看待。

当下，锰硅的博弈矛盾依旧聚焦在锰矿端，近期持续回落并创下近五年新低的锰矿库存引发市场想象空间。虽然当下锰矿整体库存偏低，但仍高于2020年之前水平。此外，虽然氧化锰矿库存处于低位，但在假设澳洲锰矿预计4月份能够恢复发运的背景下，我们测算氧化锰矿并不会出现明显短缺的情况，虽然货物集中在部分贸易商手中确实能够一定增加价格的话语权。且2024年4月份行情已经给到市场指引，在锰矿价格持续上涨的背景下，氧化锰矿的使用配比可以通过富锰渣的替代被显著调低。因此，成本端抬升的逻辑我们认为并不顺畅。此外，锰硅自身的基本面依旧疲弱，过剩格局未发生任何改变。同时，盘面对于现货的高升水将提供给过剩背景下现货极佳的套保空间，仓单正在快速累积且仍具备向上的空间，这也将对盘面价格形成压力。当下锰硅走势的强度超出我们预期，但站在基本面角度，仍旧认为本轮价格上方的空间是有限的，当下或已接近该水平。

当然，站在交易角度，我们一直强调顺势而为，在上涨走势尚未明显破坏之前，我们认为并不着急借基本面的判断去进行逆势/摸顶操作。当下整体商品氛围有所转暖，且黑色板块在一季度经济复苏预期出现恢复的背景下呈现持续反弹走势。这仍将给予到锰硅一定上冲的多头氛围及空间，且当下锰硅盘面持仓仍在增加，表明资金推涨情绪仍存，虽然这些都建立在我们认为并不顺畅的锰矿端紧张预期叙事之上。

硅铁方面，基本面短期仍然未出现明显的矛盾。当前供给维持在同期低位，但偏低幅度有限，在钢铁方面需求仍处于淡季背景下，我们看到硅铁显性库存延续小幅累积，整体仍处于相对中性的水平。即我们认为目前总体供求结构及库存水平处于相对健康的状态，盘面价格估值水平也相对合理或略偏高，短期价格缺乏有效的驱动。

我们关注到生态环境部、发改委等 5 部委在 1 月 2 日联合发布的《产品碳足迹核算标准编制工作指引》（文件重申了 “2027 年前制定 100 项和 2030 年前制定 200 项产品碳足迹核算标准”，并且促进国内国际标准互认）以及国家市场监督管理总局、生态环境部、国家发展和改革委员会、工业和信息化部在 1 月 7 日联合发布的《关于公布产品碳足迹标志认证试点名单的通知》，“双碳”再度回到市场的视野当中，虽然 1 月 7 日的文件中暂未提及铁合金。关于“能耗双控”的博弈或再度对价格造成扰动，尤其在目前市场氛围由弱转强的背景下。我们提示继续关注供给端是否出现如能控、限产等驱动以形成硅铁价格上涨驱动。

近期市场有“降碳”相关消息传出，带动硅铁盘面向上出现一定波动，当前消息未经证实，后续建议继续关注相关政策情况。

铁矿石

上周，铁矿石主力合约（I2505）价格收至 817 元/吨，较 2 月 5 日开盘价变化+2 元/吨，涨跌幅+0.25%。供给端，最新一期本期全球铁矿石发运总量 2334.9 万吨，环比减少 1112.4 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 1898.1 万吨，环比减少 872.3 万吨。澳洲发运量 1288.7 万吨，环比减少 778.4 万吨，其中澳洲发往中国的量 1205.7 万吨，环比减少 539.1 万吨。巴西发运量 609.4 万吨，环比减少 93.8 万吨。中国 47 港到港总量 1922.2 万吨，环比增加 69.7 万吨；中国 45 港到港总量 1877.5 万吨，环比增加 115.5 万吨。日均铁水产量 228.44 万吨，环比增加 2.99 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存为 16002.68 万吨，环比增 403.07 万吨。

供给方面，最新一期海外发运量骤降，主要系澳洲受飓风影响，部分港口清港所致，巴西发运量亦有所降低。近端到港量受前期发运节奏影响延续同期低位。需求方面，日均铁水产量农历季节性处于近几年偏高位置。节后最新数据显示日均铁水产量进一步回升，前期高炉检修结束后按计划复产。钢材库存依旧偏低，下游的低库存也为春节后铁水复产提供了一定空间。盘面价格目前仍在高点一线，近期波动剧烈，注意风险控制。往后看市场或围绕两会宏观预期反复博弈，以及关注下游需求启动时点。

工业硅

日线级别，工业硅盘面价格当前仍延续 2024 年 6 月份以来的下跌趋势，短期价格摆脱短期跌势维持震荡，建议关注下方 10500 元/吨附近支撑情况，向上关注 11100-11400 元/吨区间压力。在缺乏趋势性的背景下，单边参与仍缺乏性价比，建议仍以观望为主。

基本面方面，本周工业硅周产环比延续小幅回落，新疆地区产量有小幅回升，四川及云南地区产量维持同期低位。下游多晶硅仍是工业硅需求的主要压力项，当前周产较去年同期降幅超 40%。在行业自律性减产稳价背景下，多晶硅对于工业硅的需求支撑显著减弱，暂未见复苏预期。从月度的供求结构上，受到多晶硅端需求锐减影响，虽然当前产量随着检修以及枯水期已经出现了明显的减量，但供给总量仍较需求显得宽松。这一点我们从仍旧持续创下新高的库存上可以明显看出。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, 工业硅当下的减产力度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, 带动现货、期货螺旋式下跌。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

橡胶胶价到了选择方向的点位附近。

橡胶经常 1-2 月局部见顶。

但 2025 年泰国现货强于往年, 增加了泰国减产的预期空间。

现货

泰标混合胶 16550 元。STR20 报 2035 美元。STR20 混合 2010 美元。

山东丁二烯 12850 元。江浙丁二烯 12550 元。华北顺丁 14600 元。

操作建议:

技术面看, 橡胶胶价到了选择方向的点位附近。

我们中性思路或偏空思路。

我们前期推荐买 20 号胶现货空 RU2505, 我们认为 RU 升水回归大半, 可能有所反复。

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。

2024 年 12 月重卡销量约 8.1 万辆, 同比增 55%, 环比上涨 18%, 终结连续六个月同比下降态势。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 6 日, 1 月 24 日-30 日上周山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 8%, 1 月 31 日-2 月 6 日本周山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 20.01%, 较上周走高 12.01 个百分点, 较去年同期走高 0.23 个百分点。上周国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 22.32%, 本周国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 29.01%, 较上周走高 6.69 个百分点, 较去年同期走低 13.22 个百分点。

国内半钢胎开工负荷较上周走高。主要是因为上周恰逢春节假期, 轮胎企业全面进入假期阶段, 开工降至低点。本周轮胎企业陆续复工复产, 整体开工恢复性走高。

4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 1 月 26 日，中国天然橡胶社会库存 131.6 万吨，环比增加 4.7 万吨，增幅 3.7%。中国深色胶社会总库存为 76.4 万吨，环比增加 5%。中国浅色胶社会总库存为 55.2 万吨，环比增 1.9%。

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 主力原油期货收涨 0.54 美元，涨幅 0.77%，报 71.06 美元；布伦特主力原油期货收涨 0.42 美元，涨幅 0.57%，报 74.69 美元；INE 主力原油期货收涨 3.4 元，涨幅 0.56%，报 607.20 元。

地缘政治：本月 OPEC 会议并未响应特朗普的增产号召，OPEC 本月维持减产。OPEC 代表表示，委员会目前不会改变产量政策，专注于减产遵守和补偿。本周特朗普宣布开始经济制裁伊朗，表示目标为将伊朗原油出口降为零。

宏观方面：美国 2024 年非农就业基准变动终值（未季调）-59.8 万人，前值-81.8 万人。美联储卡什卡利在数据发布后表态鸽派：如果看到良好的通胀数据，且劳动力市场保持强劲，那么这将促使支持进一步降息。整体宏观方面温和偏多。

供给方面：美国产量维持高位震荡走势，本周 EIA 原油产量 13.48 百万桶/日；贝克休斯钻机环比增加 1 台，截止目前 480 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：美国炼厂开工率止跌，本周小幅回暖 84.5%；中国主营炼厂开工率回升至 78.94%，独立炼厂开工率环比下滑至 43.64%；欧洲炼厂开工率维持 86.51%。整体全球炼厂开工均低于预期。

库存方面：美国原油商业库存环比累库至 423.79 百万桶，总成品油库存环比累库至 435.45 百万桶；中国原油到港库存环比下滑至 197.784 百万桶，总成品油库存受柴油影响环比大幅累库至 208.60 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存维持累库至 51.62 百万桶。全球成品油均进入累库期间，但中美汽油好于预期。

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，当前油价建议投资者短期震荡偏多思路对待。

甲醇

气头装置回归，企业利润有所回落但依旧较好，国内开工回到高位水平，后续供应压力依旧存在，海外开工恢复缓慢，原料整体偏弱，供应端仍有一定利空。需求端关注节后恢复情况，当前多数下游利润仍

处低位，终端需求未有大幅好转，需求支撑预计也较为有限。虽盘面仍有贴水，但甲醇现货估值依旧不低，且供应仍有进一步走高预期，后续甲醇利润或仍有下修需求，但大幅下跌空间预计相对有限，单边参与难度较大，关注 PP 与甲醇价差的修复机会。

尿素

气头装置回归，国内开工同比高位，企业利润低位小幅走高，低成本工艺仍有一定利润，当前未见大规模减产出现。需求端节后农需返青肥为主，工业需求过节期间停工降负，关注节后恢复情况，整体需求难有大幅改善且节前一定程度透支节后需求。当前格局下后续企业进一步大幅去库的难度较大。节前预期收单好转下盘面拉升转为大幅升水现货，节后现实未有明显好转，现货仍有小幅回落，盘面下跌修复基差。整体来看，尿素现货估值不高，但盘面估值不低，节前集中拿货利好兑现后若节后无进一步利好出现，盘面有一定的回调压力，因此建议盘面冲高不追，在盘面高升水下生产企业可逢高参与空头套保机会。

聚烯烃

政策端：美国国务院宣布美国船只可免费通过巴拿马运河，原油及 LPG 价格震荡下行价格。

估值：聚烯烃周度跌幅（现货 > 期货 > 成本）；聚乙烯现货标品供应回归，05 合约基差大幅回落。

成本端：本周 WTI 原油下跌-2.15%，Brent 原油下跌-0.79%，煤价下跌-1.31%，甲醇下跌-2.79%，乙烯上涨 8.59%，丙烯下跌-2.43%，丙烷下跌-1.54%。宏观政策端支撑转弱，盘面交易逻辑受供需关系影响增强。

供应端：PE 产能利用率 77.34%，环比下降 2.43%，同比去年上涨 3.72%，较 5 年同期下降-5.66%。PP 产能利用率 71.46%，环比下降-4.96%，同比去年上涨 0.21%，较 5 年同期下降-12.59%。根据投产计划观察，一季度聚烯烃供给端压力整体偏高 PE303 万吨产能、PP196 万吨产能待投放。

进出口：12 月国内 PE 进口为 117.92 万吨，环比 11 月下降-2.31%，同比去年下降-3.30%，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%。人民币升值推高进口利润，PE 北美地区货源增多，进口端或存一定压力。12 月 PE 出口 6.19 万吨，环比 11 月上涨 0.72%，同比下降-6.35%。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，叠加人民币升值，预计 1 月 PP 出口量或将环比季节性下滑。

需求端：PE 下游开工率 32.20%，环比下降-12.60%，同比下降-25.81%。PP 下游开工率 50.50%，环比下降-5.24%，同比下降-3.61%。季节性淡季，下游开工率低位震荡。

库存：春节期间，库存季节性调整。PE 生产企业库存 32.5 万吨，环比去库-0.06%累库，较去年同期去库-2.55%；PE 贸易商库存 2.96 万吨，较上周去库-10.86%；PP 生产企业库存 35.17 万吨，本周环比去库-11.74%，较去年同期去库-27.06%；PP 贸易商库存 12.33 万吨，较上周去库-5.95%；PP 港口库存 5.99 万吨，较上周累库 1.70%。

小结：美国国务院宣布美国船只可免费通过巴拿马运河，原油及 LPG 价格震荡下行价格。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。短期内预计春节后，供应端投产预期转现实与下游需求端返工情况相博弈，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，根据聚乙烯基差修复节奏，逢高做低价差。

风险提示：原油价格大幅上升，PE 进口大幅回落。

苯乙烯

当前苯乙烯终端需求持续发力，三大白电排产远超预期；出口方面中国到印度的出口谈判结束，后续出口看点主要关注韩国和日本。从产能投放来看，2025年依旧是纯苯下游投放周期，虽纯苯自身供应伴随乙烯裂解的投产有所增加，但下游于2024年结转的投产依旧偏高，综合来看，2025年预计纯苯自身投产增速为8%，纯苯下游投产增速（折纯苯消耗）为9%，纯苯格局依旧偏强。而苯乙烯自身投产增速为6%，下游三大S投产增速（折苯乙烯消耗）为15%，苯乙烯迎来下游大投产周期，产业格局或优于2024年。上半年考虑到海外冬季装置开工不稳，国内炼厂春检影响原料供应，叠加下游开工提速以及订单的可持续性，港口累库或在盘面已经兑现，关注后市需求带动的反弹行情，建议逢低多配。

PVC

PVC2025年产能投产新浦化学50W（其中25万1月初试产）；海湾化学20W（2025年1~2季度）；金泰30W（4月），渤海发展40W（6月），浙江嘉化30W（5-6月），福建万华50万（5-6月），甘肃耀望30W（四季度），上半年保守估计180万吨，乐观估计超过250万吨，主要集中在5-6月份。PVC冬季检修企业少，过年期间开工高位运行，本周及下周预计小幅下滑至78%附近，仍处于相对高位；下游复工情况一般；出口利润打开至100左右；整体库存累库为主，社库累库水平低于去年同期。短期受国内能耗双控政策影响，提振高耗能品种，但考虑到21年电石已经经历过能耗技改，故本次实质影响有限，中期而言，PVC仍然承压。

乙二醇

行情回顾：本月震荡偏弱，截至2月6日，05合约收盘价4668元，月同比下跌76元；华东现货价格4692元，同比下跌54元。本月盘面震荡走弱，主要原因是显性库存的累积，港口到港量上升至近五年高位，国内的负荷也在五年期最高位水平，但下游步入淡季，导致港口大幅累库，从而盘面大幅下跌。基差和价差方面，截至2月6日，基差3元，月同比上升34元；5-9价差-24元，同比持平。

供应端：EG月底负荷76.9%，同比上升3.9%；月均负荷71.6%，同比下降1.4%；其中合成气制负荷75.1%，同比上升4.4%；乙烯制负荷78%，同比提高3.6%。本月检修重启交织，乙二醇整体负荷有所下降，2月预期负荷小幅下滑，近期合成气制装置方面，山西美锦半负荷运行；油化工方面，成都石油化工短停重启，三江石化重启，镇海炼化重启推迟。海外方面，沙特jupc2#、Sharq4#停车中，马来西亚石油一套75万吨装置重启推迟至4-5月，科威特53万吨装置检修，美国多套前期因天气原因停车装置重启，南亚83万吨装置因设备原因停车。到港方面，1月进口预计75万吨，同比提高17万吨，进口量大幅提升，2月进口预期仍然偏高，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81.7%，同比下降6.4%，其中长丝负荷93.1%，下降6.7%；短纤负荷77.9%，下降11.1%；瓶片负荷65.5%，下降5%。目前瓶片库存较高，利润偏低，且后续有装置投产预期，负荷承压。涤纶方面，因终端淡季即将结束，化纤负荷将低位回升。终端方面，产成品库存下降，订单下降，月底加弹负荷14%，织机负荷15%，涤纱负荷13%，月环比均大幅下滑。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5日，港口库存67.2万吨，月同比累库14.6万吨；下游工厂库存天数15.5天，同比上升4.3天，港口库存大幅累库，下游库存天数低位上升。2月因下游负荷仍然偏低，但国内负荷及海外进口偏高，港口库存预期持续累积，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。

估值成本端：本月石脑油制利润下降41元至-726元/吨，国内乙烯制利润下降67元至-639元/吨，煤制利润上升71元至1077元/吨。成本端乙烯上升5美元至875美元/吨，榆林坑口烟煤末价格下跌30元至

600 元/吨，国内利润位于高位水平，将支撑装置的开工率。

小结：春节期间大幅累库，美国多套装置重启，进口持续偏高，供给负荷高位之下港口持续累库，2 月下游复产仍需一定时间，显性库存持续累库或将导致短期震荡偏弱走势，3 月基本面将有所好转，一方面 2 月美国和沙特多套装置计划检修，另外一方面下游将恢复高负荷，显性库存预期从 3 月起重新去库，关注 3 月后的做多机会。

PTA

行情回顾：本月价格震荡上升，截至 2 月 6 日，05 合约收盘价 4990 元，月同比上涨 10 元；华东现货价格 4920 元，同比上涨 15 元。本月 PTA 加工费受累库预期持续走弱，本月即使相较于 12 月整体负荷有所下滑，但下游淡季的现实下，加工费持续压缩，单边受 PXN 低位修复的影响震荡上升。基差和价差方面，截至 2 月 6 日，基差-66 元，月同比上升 47 元；5-9 价差-26 元，同比上升 14 元。

供应端：月底 PTA 负荷 80.5%，月环比持平；月均负荷 85%，同比下降 0.4%。1 月整体检修量上升，负荷较前期高位有所下滑。近期有装置计划重启，预期负荷将小幅上升，进入三月检修季后，负荷预期下滑。

需求端：月底聚酯负荷 81.7%，同比下降 6.4%，其中长丝负荷 93.1%，下降 6.7%；短纤负荷 77.9%，下降 11.1%；瓶片负荷 65.5%，下降 5%。目前瓶片库存较高，利润偏低，且后续有装置投产预期，负荷承压。涤纶方面，因终端淡季即将结束，化纤负荷将低位回升。终端方面，产成品库存下降，订单下降，月底加弹负荷 14%，织机负荷 15%，涤纱负荷 13%，月环比均大幅下滑。纺服零售 12 月国内零售同比-0.3%，出口同比+12.8%。

库存：截至 1 月 24 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）307.8 万吨，月同比累库 28.2 万吨，其中在库在港库存为 23 万吨，同比去库 4.5 万吨，实物仓单 96.2 万吨，同比累库 17 万吨。1 月随着下游转淡季，PTA 大幅累库。三月后 PTA 进入检修季，下游逐渐走出淡季，预期平衡表将有所改善。

利润端：本月现货加工费下降 70 元，截至 2 月 6 日为 226 元/吨；盘面加工费上升 9 元，截至 2 月 6 日为 309 元/吨。

小结：在终端步入淡季后，PTA 负荷仍然维持高位，1 月持续累库，导致加工费压缩至历史低位水平，但受原油及 PX 反弹的影响，绝对价格仍然震荡向上。后续来看，基本上受下游淡季而带来的累库现实压制，加工费在 2 月将持续偏弱，3 月随着进入检修季预期加工费有所改善，将在低位小幅回升，绝对价格方面，在原油企稳的背景下，预期将受到 PXN 估值修复的影响有所反弹，关注逢低多配的机会，但谨防原油意外回落的风险。

对二甲苯

行情回顾：本月价格震荡上升，截至 2 月 6 日，05 合约收盘价 7136 元，月同比上涨 50 元；PX CFR 价格 866 美元，同比上涨 18 美元。本月 PX 在意外检修，叠加原油大幅上涨的情况下，淡季震荡上涨，利润低位修复。基差和价差方面，截至 2 月 6 日，折算基差 20 元，月同比上升 158 元；5-9 价差-72 元，同比上升 18 元。

供应端：中国负荷 87%，同比上升 0.9%，月均负荷 89%左右，同比下降 0.2%；亚洲负荷 78.4%，同比下降 0.3%。国内装置方面，本月整体变动不大，仅一套装置短期检修，其他装置以负荷小幅变动为主。后续来看，短期内检修计划较少，进入三月检修计划上升，短期内供应仍然位于高位。进口方面，1 月韩国 PX 出口中国 30.8 万吨，环比下降 6.9 万吨，进口量有所下滑。

需求端：月底 PTA 负荷 80.5%，月环比持平；月均负荷 85%，同比下降 0.4%。1 月整体检修量上升，负荷较前期高位有所下滑。近期有装置计划重启，预期负荷将小幅上升，进入三月检修季后，负荷预期下滑。

库存：12月底社会库存389万吨，同比去库9万吨，根据1月平衡表将累库3万吨左右，2月因目前检修计划较少，整体负荷压力在高位水平，整体平衡仍略宽松。

估值成本端：本月PXN上升29美元，截至2月5日为199美元，本月小幅反弹；石脑油裂差上升22美元，截至2月6日为117美元，原油端低位反弹。芳烃调油方面，汽油裂解价差有所回升，美亚芳烃价差仍然偏低，美韩芳烃贸易量小幅上升。

小结：PXN近期走势偏强，主因在绝对低位的估值情况下，对后期的供需格局预期乐观，并在意外的减产检修推动下，估值低位修复。后续来看，短期检修较少，PX整体平衡偏累，聚酯产业链目前受淡季压制，而基本面改善时间主要在三月之后，近期有减产及检修的计划不断出现，原油企稳的背景下，预期估值将有所修复，关注逢低做多的机会，但谨防原油意外回落带动下滑的风险。

农产品类

生猪

现货端：节后猪价开年表现尚好，但终因供过于求，年后弱势滑落为主，且在假期屠宰量未充分释放背景下，体重累计较快，不过仍存在肥-标价差过大，大猪出栏占比偏低等结构性的问题；具体看，河南均价开年15.76元/公斤，较节前回落0.24元/公斤，当前报价15.2元/公斤，四川均价开年15.6元/公斤，较节前回落0.2元/公斤，当前报价15.36元/公斤；2月份供过于求态势仍明显，或主线下跌，但月底或存在集团减量、二育和冻库入场等支撑因素，价格存在逐步走稳空间，3、4月份随着消费回升和屠宰进一步放量，或继续支撑价格稳定或小涨。

供应端：12月官方母猪存栏4078万头，环比持平，去年以来母猪产能延续缓增趋势，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，假期屠宰停滞，节后体重明显积累，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：节前养殖端普遍风控，导致节后存在散户栏位偏低、大猪出栏占比偏小、肥-标价差过高等结构性问题，或阶段性吸引二育等投机力量入场托底，限制猪价下跌幅度，但从节后体重积累情况以及理论出栏量看，基础供应依旧充裕，猪价不具备持续涨价的基础；盘面对今年供应过剩的基本面背景定价充分，预期差相对有限，未来盘面预计以窄幅整理为主，机会上短期更多留意近月和现货估值过低受支撑后的短多，以及远月拉高后的长期套保入场。

鸡蛋

现货端：节后开年价偏低，且存在较明显的库存积累，节后流通转好，蛋价跌势放缓，但生产和流通环节压力犹存；具体看，黑山大码开年报价2.8元/斤，当前2.8元/斤，较节前回落0.7元/斤，馆陶开年价2.89元/斤，当前3元/斤，较节前回落0.38元/斤，销区回龙观报价3.05元/斤，东莞报价3.3元/斤；供应整体充裕，且存在春节期间的库存积累，需求属于淡季，终端消化库存为主，但学校开学和食

品厂备货阶段性拉升需求，预计蛋价小涨后回落，整体波动空间或不大。

补栏和淘汰：成本下行明显，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541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，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：开年价偏低叠加库存积累，侧面印证供应规模偏大，考虑去年四季度同比偏高的补栏水平，以及当前盈利状态下老鸡惜售的现状，未来供应仍呈趋势增加态势，或压制蛋价波动重心，偏近合约或因此承压，考虑成本波动有限且盘面升水的背景下，思路上反弹抛空为主，但留意成本端不利变化支撑远月情绪。

豆菜粕

国际大豆：1月美豆因USDA调低24/25年度美豆产量，美豆库销比快速回落至8.73%一线而迅速修复，期间阿根廷干旱、巴西降雨过多影响收割亦有所推动。1月底因阿根廷降雨恢复、贸易战不利于销售预期及技术面打压，整体震荡。24/25年度美豆产量环比下调近260万吨，美豆库销比快速回落至8.73%一线，但全球大豆库销比预期仍在31.65%的较高水平。天气上来看，近日阿根廷降雨恢复，预计2月中旬也仍有一轮降雨，阿根廷的天气在转好，不过前期干旱高温导致阿根廷当地机构将阿根廷大豆产量下调至4900万吨。巴西降雨开始减少，对收割影响不大，因此南美的总体预期仍然是丰产。美豆基本面边际转好、全球大豆仍宽松的情况下，预计美豆、豆粕偏强运行但中期受限，美豆更可能是呈现有较强支撑，但在天气、美豆种植面积未能进一步推动的情况下区间震荡为主的走势，国内豆粕因贸易战预期在大豆到港成本基础上会出现一定的盘面榨利。对于美豆的进一步上涨，市场认为可能需要新季度因玉米比价的上升导致大豆种植面积下降，同时贸易战预期下，美豆可能也会主动减少种植。美豆的中期利好成为盘面的支撑因素。

国内双粕：1月豆粕成交、提货、表观消费较好，或出于贸易战预期。开机率较高，饲料企业库存天数大增，市场备货积极。截止1月17日12月大豆买船447万吨，1月买船365万吨，2月买800万吨，3月买船1039万吨，4月767万吨，1月大豆供应充足，2、3月大豆库存可能下滑，对现货有一定支撑，在2月左右随着到港量下降现货基差会较强，但2、3月大豆买船较多，远月国内供应又将充足。

观点：美豆因USDA调整24/25年度产量回升，但随着阿根廷降雨回归暂处于震荡趋势，后续巴西降雨较多延迟收割及阿根廷干旱是否再度上演仍有一定的交易窗口，同时美豆中期因大豆玉米比价的下降及贸易战预期等存在种植面积下调预期，美豆存在较强支撑。美国宣布对中国加征10%关税，国内反制措施目前尚未涉及大豆。国内豆粕现货因预期2、3月到港较少形成库存偏紧预期，不过近期快速上涨后关注下游备货情绪消退风险。后续豆粕可能会呈现下有强支撑的格局，单边尝试逢低买入，上方空间则受南美天气、美豆面积预估而定。

油脂

马棕：1月油脂总体回落，受累于棕榈油出口数据较差形成累库预期，同时美国生物柴油政策的不确定性及新作油脂恢复性增产预期亦压制油脂价格。1月末的高频数据则扭转了马棕1月累库预期，从而油脂1月末、2月初反弹明显。高频数据显示马来西亚棕榈油1月前31日环比下降12.3%-20.14%。SPPOMA数据显示，同期马来西亚棕榈油产量环比下降15.19%，2月前5日环比下降0.99%。按此预估马棕1月或去库。特朗普的生柴政策悬而未决，新任美国农业部长及环保署署长均在生物柴油市场有过反对的背景，市场预期生物柴油总量会被削减，利空菜油、豆油消费，但SAF的需求或大幅增长，可能会抵消美国生物柴油豆油消费减量。目前油脂因产地供应仍处低位、销区前期进口较少近期有可能恢复采购而近月合约偏强，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预期影响偏空，油脂预计整体震荡偏弱，期间会因现实供需偏紧或有反复。

国际油脂：欧洲棕榈油1月高位回落后修复至相对高位、菜油小幅回落。印度葵油价格1月高位震荡趋势。政策面，1月新任美国农业部部长参加了参议院听证会，其表示尊重所有燃料来源；种植端，欧洲、乌克兰菜籽生长期天气较为正常。

国内油脂：国内油脂现货成交较弱，棕榈油表现消费偏低，菜油、豆油表现消费偏好，国内油脂总库存低于去年14万吨，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，表现消费低迷，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，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预期影响偏空，油脂预计整体震荡偏弱，期间会因现实供需偏紧或有反复。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格冲高回落，因印度产量下滑。2024/25榨季截至2月5日，印度马邦累计产糖602.1万吨，同比减少115.4万吨。截至周五ICE原糖5月合约收盘价报17.8美分/磅，较前一交易周下跌0.11美分/磅，或0.61%。其他方面消息，Green Pool预计2025/26榨季巴西中南部糖产量将从2024/25榨季的3995万吨增至4160万吨。预计2025/26榨季全球食糖产量将增长4.5%至2.020亿吨，为有记录以来的第二高水平。同时2025/26榨季全球糖消费量将增长1.2%至1.983亿吨，增幅较前一季度持平。由此，预计全球糖市供需将在2025/26榨季转为小幅过剩，过剩量为270万吨。

国内市场回顾：上周郑糖价格冲高回落，因干旱影响，广西产量预估下调，有市场机构预计24/25榨季广西最终甘蔗糖产量可能只比上榨季的618万吨略增20-30万吨。截至周五郑糖5月合约收盘价报5836元/吨，较前一交易周上涨19元/吨，或0.33%。其他方面消息，截至2025年1月底，本制糖期全国共生产食糖749.2万吨，同比增加162.5万吨，增幅27.7%；全国累计销售食糖373.5万吨，同比增加61.7万吨，增幅19.82%；累计销糖率49.85%，同比放缓3.28个百分点。其中1月份单月产糖308.9万吨，同比增加41.6万吨；单月销糖123.5万吨，同比减少18.3万吨；工业库存375.7万吨，同比增加100.7万吨。

观点及策略：总体而言受北半球天气干旱影响，印度和中国产量预估较此前下调，短线糖价止跌反弹。

但从中长期来看，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：上周美棉价格延续震荡，截至周五美棉花期货 5 月合约收盘价报 67.27 美分/磅，较之前一周上涨 0.11 美分/磅，或 0.16%。消息方面，美国农业部(USDA)上周公布的出口销售报告仍不乐观。截至 1 月 30 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 4.42 万吨，较之前一周减少 33%，较前四周均值减少 30%，对中国出口销售净增 1.52 万吨。美国下一年度棉花出口销售净增 0.35 万吨。当周，美国棉花出口装船 5.37 万吨，较之前一周增加 44%，较前四周均值增加 12%，对中国大陆出口装船 0.63 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格延续震荡，截至周五郑棉 5 月合约收盘价报 13635 元/吨，较之前一交易周下跌 55 元/吨，或 0.4%。消息方面，上周国内基本面没有太大变化，新棉公检量维持同比大幅增加。消费方面因春节假期刚过，纺企暂未完全复工，并且在年前纺企逢低补库较为充分，因此上周在需求端暂无太大的起色。

观点及策略：目前美棉的出口签约情况仍不乐观，按 USDA1 月报告的预估还是偏乐观，未来美棉库存比仍有上调的空间。但随着近期美元指数走弱，商品价格整体走势比较强，基本面和宏观不匹配，预计短期郑棉还是震荡为主，建议暂时观望。未来需要关注新年度的供应变量，如美棉对下一年度的种植预期。

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