

金融期货早评

宏观：日本众议院选举结果公布

【市场资讯】1) 根据最新计票结果，在 2 月 8 日举行的日本众议院选举中，由自民党和日本维新会组成的执政联盟获得过半数议席。2) 加拿大央行行长蒂夫·麦克勒姆表示，如果加拿大失去通过美国墨西哥加拿大贸易协议（USMCA）形成的对美优惠贸易准入，加拿大经济很可能陷入衰退。但他强调，尽管近期贸易摩擦频发，这并非加拿大央行基准情景方案——央行基准预测仍假设加拿大能维持豁免地位。3) 日本财务大臣片山皋月表示，动用外汇储备为减税和支出提供资金并不容易，需要采取专业的方式。4) 日本首相高市早苗：将加快考虑降低消费税。日元疲软有利有弊。

【核心研判与传导逻辑】上周全球宏观市场受多重变量交织影响，以全球流动性预期重构、核心经济体政策与事件扰动、货币政策分化加剧为核心逻辑，日本大选、美国就业疲软、中国稳增长政策双发力、澳洲逆势加息四大变量主导市场博弈，多板块呈现高波动特征。具体来看：以“沃什交易”为代表的全球流动性从扩张转向收缩的预期，主导了大类资产定价，直接引发了黄金等贵金属及有色金属的剧烈价格重估。在此背景下，主要经济体政策各行其是，加剧了市场博弈：日元持续承压，其走势核心系于日本众议院大选结果，选举结局将决定其央行加息与外汇干预的政治空间；澳大利亚联储则逆势加息并缩表，成为全球货币政策分化的鲜明信号，凸显通胀粘性；美国虽就业数据显疲态，但其内在“K 型结构”与聚焦人工智能的国家战略，支撑了经济韧性，其“紧货币、宽财政”的政策组合旨在为战略产业定向输血，但也可能延长通胀压力。反观中国，宏观政策以有效投资与促进消费双轮驱动协同发力，通过明确的资金支持体系与广泛的消费激励措施稳固内需，同时 1 月 PMI 的短期波动并未掩盖服务业预期改善等积极迹象；在产业层面，未来产业的顶层设计加速落地，与区域间差异化的质量导向型增长目标相结合，共同培育新质生产力。展望后市，短期市场走向将密集接受日本大选结果、美国关键经济数据、中国通胀消费表现等一系列事件的验证；而更长期的叙事脉络则清晰指向美国 AI 战略推进、中国产业与投资发力、全球关键原材料战略储备逻辑以及持续的分化性通胀与货币政策背景。

人民币汇率：避险情绪有所修复

【行情回顾】前一交易日，人民币对美元整体呈现升值走势，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.9401，较上一交易日上涨 7 个基点，夜盘收报 6.9354。人民币对美元中间价报 6.9590，调贬 20 个基点。

【核心逻辑】随着 AI 相关恐慌情绪有所修复，美元指数未能延续前期偏强走势，边际走弱。后续需重点关注再度推迟发布的美国非农就业数据等关键就业指标，以及美联储主席沃什接下来的媒体采访发言，二者均将成为影响美元指数短期走势的核心变量。美元兑人民币汇率方面，短期内或仍将受季节性结汇需求的支撑，维持在低位震荡运行。展望后市，节前季节性结汇需求或将继续成为支撑人民币升值的关键动力；但随着节后季节性结汇需求逐步消退，人民币对美元的内生升值动力可能有所下降，其与美元指数的联动性或将进一步增强。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 7.01 附近，择机逢高分批锁定远期结汇，以规避汇率回落可能导致的收益缩水风险；进口企业则可在 6.93 关口附近采取滚动购汇的策略。

【重要资讯】1) 由自民党和日本维新会组成的执政联盟获得过半数议席。2) 泽连斯基：美方希望俄乌在 6 月前达成和平协议。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

股指：震荡整理，板块轮动加速

【市场回顾】

上个交易日股指先冲高后回落，除中证 500 收盘持平外，其余均收跌。期指方面，IF、IC 缩量下跌，IH、IM 放量下跌。

【重要讯息】

1. 美国 12 月 JOLTS 职位空缺创五年多新低，远低于预期。
2. 美国挑战者企业 1 月裁员 10.8 万人，创 2009 年以来同期新高，环比激增 205%。

【行情解读】

上个交易日股指集体冲高后回落，盘中板块轮动明显，高开的食品饮料板块开盘后快速回落，而低开的有色金属板块则持续走强。近期股指处于震荡调整阶段，板块轮动频繁，而流动性宽松以及政策利好预期支撑中长期偏强思路不变，股指何时走出震荡区间？临近春节，为规避假期海外市场波动风险，市场情绪相对谨慎，两市成交额持续回落至 2.1 万亿元左右，因此我们认为短期（节前）股指预计难以再度走强，大概率维持震荡。指数风格方面，春节前银行备付需求增加，资金面或季节性收紧，预计大盘股指相对占优。关注美国非农就业数据以及国内 CPI 数据公布情况，或引发股指波动。

【南华观点】短期预计延续调整

国债：关注交易情绪能否维持

【市场回顾】上周期债蓄势闯关，整体走高，周五在股市调整的助力下，T 创 1 月反弹以来新高。各品种远期合约涨幅较大，呈现多头移仓的特征。资金面逐渐转松，周五 DR001 在 1.27% 左右。现券收益率 10Y 已触及 1.80%，7Y 创出去年四季度以来新低。

【重要资讯】1. 我国外汇储备余额连续第 6 个月增加，黄金储备连增 15 个月。2. 证监会：严格监管境内资产境外发行资产支持证券代币。

【行情解读】上周债市主要动力仍旧来自于股市调整，周一 A 股确立调整之势，但期债闯关未成，此后震荡数日，终在周五再度向上。值得注意的是周五 30 年国债发行情况不佳，中标利率 2.2456%，高于二级市场，一度导致二级收益率上行。这可能意味着随着收益率的下行，一级市场可能对超长债的认可度降低。本周债市能否延续涨势取决于交易情绪能否维持，关注节前资金面、A 股走势以及一级市场发行情况。

【南华观点】中线多单逢盘中调整移仓，3 月合约逢高止盈。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、周骥（Z0017101）、廖臣悦（Z0022951）、潘响（Z0021448）提供。

大宗商品早评

新能源早评

碳酸锂：春节长假，关注卖波动率机会

【行情回顾】上周碳酸锂期货价格呈现大幅下跌态势。碳酸锂加权指数合约收盘价 132971 元/吨，周环比-10.35%；成交量约 75.39 万手，周环比-0.95%；持仓量约 63.65 万手，周环比-8.64 万手。LC2605-LC2607 月差呈现 Contango 结构，周环比-40 元/吨；仓单数量 33777 手，周环比+3146 手。

【产业表现】上周碳酸锂现货市场成交旺盛，主要是因为节前备货。锂矿：SMM 澳矿 6% CIF 报价 1950 美元/吨，周环比-10.34%，非洲矿报价 1834 美元/吨，周环比-6.86%。供给端，碳酸锂报价周度变动-16.20%，氢氧化锂报价周度变动-11.54%；贸易商环节基差报价走强。

需求：下游材料厂报价整体下跌，其中磷酸铁锂系报价变动-11.97%，三元材料系报价变动-3.69%，六氟磷酸锂报价变动-11.58%，电解液报价变动-5.84%。终端电芯市场报价+0.95%。

【南华观点】

综合研判，春节前下游补库备货情况已结束，而春节长假期间不确定性因素较多，因此建议在春节以轻仓或空仓状态过节，规避长假持仓风险。同时，当前碳酸锂期货市场波动率处于高位，建议关注卖波动率策略的布局机会。

中长期维度，储能、新能源乘用车及商用车三大下游应用领域的需求增长逻辑未发生本质改变，行业基本面对碳酸锂的长期价值支撑依旧稳固。

工业硅&多晶硅:供需双弱

【行情回顾】上周工业硅期货加权合约收于 8503 元/吨，周环比变动-3.88%。成交量约 40.96 万手（周环比变动+-42.64%），持仓量约 38.88 万手（周环比变动+3.57 万手）。SI2605-SI2609 月差为 Contango 结构，周环比变动+5 元/吨。仓单数量 15707 手，周环比变动+2436 手。

上周多晶硅加权指数合约收于 49536 元/吨，周环比+5.06%；成交量 1.24 万手，周环比-47.72%，持仓量 6.58 万手，周环比-10229 手；多晶硅 PS2605-PS2606 月差为 contango 结构，周环比-470 元/吨；仓单数量 8610 手，周环比+190 手。

【产业表现】上周工业硅产业链现货市场表现一般。供给：工业硅市场报价周环比变动+0.54%，硅粉市场报价周度涨跌幅+0%。需求：三氯氢硅报价周环比+0%，有机硅市场报价周环比+0%；铝合金市场报价周环比-3.29%。

光伏产业现货市场表现悲观，市场对于高价硅片接受度较低。供给：N 型多晶硅复投料报价周环比+4.48%。需求：N 型硅片报价周环比+0%；Topcon-183 电池片报价周环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价周环比+0.28%，分布式 N 型 182 组件报价周环比+0%。终端周度中标均价 0.78 元/瓦，周环比+1.30%。

【南华观点】

工业硅、多晶硅供需双弱，2 月份排产整体下滑，社会库存处于高位，整体仍以去库为主。然而多晶硅再提反内卷，有机硅联合减产。预计后续工业硅价格仍有进一步下探态势。同时技术面来看，工业硅增仓下行，多晶硅宽幅震荡。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）及助理分析师余维函（F03144703）提供。

有色金属早评

铝产业链：氧化铝供给端扰动增加

【盘面回顾】隔夜沪铝主力收于 23585 元/吨，环比+0.98%，成交量为 14 万手，持仓 20 万手，伦铝收于 3110 美元/吨，环比+2.78%；氧化铝收于 2775 元/吨，环比-1.84%，成交量为 30 万手，持仓 35 万手；铸造铝合金收于 22175 元/吨，环比+0.70%，成交量为 2893 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：上周沪铝大幅波动，周一受宏观影响，有色随贵金属大幅下跌，铝出现跌停。随着铝价回调，沪铝产业端买盘支撑明显，下游逢低备货意愿增强，铝锭现货采销相对积极，周中沪铝震荡。周五夜盘收美元指数走弱影响，有色整体走强，沪铝回到 23500 点线上。同时我们仍认为沪铝长期驱动暂时并未改变，海外未来宽松预期并未反转，短期沪铝或将震荡调整，支撑位为 23000-23500，推荐支撑区间内逢低建仓多头或卖权参与，节前投机性资金着重风险控制。

氧化铝：上周氧化铝价格出现反弹，主要原因为供给端扰动增加，主要包括：1、2月2日新疆铝厂常规采购中标价格为 2920-2930 元/吨，较 1 月 31 日上涨 40-50，货源为北方货源；2、铁路取消捎脚运输，短期发往新疆运费上涨 10 元；3、贵州遵义某氧化铝厂停产检修，涉及产能约 100 万吨；4、周四夜盘出现文丰新厂停产传闻，但该传闻有炒作可能。同时铝价企稳震荡，铝厂节前备货也有所增加，短期氧化铝震荡运行。但考虑到目前减产产能暂时无法改变氧化铝产能过剩情况，氧化铝现货指数仍未见底，成本端仍在走弱，同时后续仓单压力也维持较大，我们认为氧化铝此次上涨并不代表反转，我们认为中长期氧化铝偏弱趋势不改，但短期扰动增多，推荐情绪消退后空头参与或卖权参与。

铸造铝合金：铝合金对沪铝有较强跟随性，且由于原材料紧俏和违规税收返还政策影响，下方支撑较强，推荐关注铝合金与铝价差，价差过大可多铝合金空沪铝。

【南华观点】铝：震荡整理；氧化铝：震荡整理；铸造铝合金：震荡整理

铜：铜价下跌，亚洲市场累库加速

【盘面回顾】周内沪铜加权指数交易量环减少 62.37%，沪铜加权指数持仓量环比减少 11.2%。市场投机度回归至 50 中位值下方波动。

沪铜主力合约价格位于 101659 附近上下波动，波动区间在【97920，105810】，周五夜盘收于 101490 元/吨，周内减仓 19504 手，周内跌 1.72%，振幅 7.75%。

LME 铜价主要位于【12414.5，13526】区间波动，最后收于 13059.5 美元/吨，周内仓差-903 手，环比涨 1.24%，振幅 8.62%；COMEX 铜价主要位于【556.4，611.55】区间波动，最后收于 588.75 美分/磅，周内仓差-5990 手，环比上涨 0.94%，振幅 9.46%。

近一周 LME 铜价走势明显强于 Comex 铜价，这使得 LC 价差倒挂程度加大。数据显示，LC 活跃合约价差在 200 美元/吨上下。同时远月合约倒挂程度也在加大，比如 4 月/5 月合约价差倒挂 100-200 美元/吨左右，继续拖累 Comex 铜累库的速度（每日库存增幅已经缩小至 2000 吨上下）。

【产业信息】1、2月6日，上期所铜注册仓单 160172 吨，上期所铜库存 248911 吨，LME 铜注册仓单 163975 吨，注销仓单 19300 吨，LME 铜库存 183275 吨，COMEX 铜库存 589081 吨。LME 铜总库存数量环比回升，体现在注册仓单持续大幅回升，而注销仓单趋势回落。截至 2 月 6 日，LME 美国仓库库存在 22100 吨，较上周五增加 7600 吨。

2、英美资源同步调整铜产量中长期指引，将 2026 年铜产量目标由 76-82 万吨下调至 70-76 万吨，2027 年目标从 76-82 万吨微调至 75-81 万吨，2028 年则设定为 79-85 万吨。公司表示，2027 年铜产量有望回升，2028 年智利地区铜产量较 2025 年将增加 12.5 万吨。

3、自 2026 年 2 月 9 日（星期一）收盘结算时起，交易保证金比例和涨跌停板幅度调整如

下：铜期货已上市合约的涨跌停板幅度调整为 10% (+1%)，套持仓交易保证金比例调整为 11% (+1%)，一般持仓交易保证金比例调整为 12% (+1%)。国际铜期货已上市合约的涨跌停板幅度调整为 10% (+1%)，套持仓交易保证金比例调整为 11% (+1%)，一般持仓交易保证金比例调整为 12% (+1%)。

【南华观点】上周初铜价在流动性逐渐枯竭和投机情绪减弱下跌停，后又在铜的“收储”政策提振下反弹，铜价波动率达到阶段性高点。临近春节，投机交易活跃度将下降，对于布局中线投资者来说，技术面可关注 98000-100000 区间的波动情况。但节前以短线区间操作为主，谨慎追涨杀跌。

锌：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收盘价 24484 元/吨。其中成交量为 23.97 万手，持仓 19.06 万手。现货端，0#锌锭均价为 24550 元/吨，1#锌锭均价为 24480 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，锌价日内窄幅震荡，节前资金离场，且宏观上还需要观望，因此夜盘维持窄幅震荡行情。基本上，节前供需双弱，供给端进口 tc 下滑，原料偏紧。需求端下游大规模放假。库存方面，并没有出现累库的趋势，验证供需双弱逻辑。同时海外能源成本大幅上升到情况下，欧洲可能出现复产不及预期的情况，海外矿可能即便在进口窗口不打开的情况下也进入国内。因此可在能源成本居高不下的情况下，少部分布局买外盘卖内盘的内外反套。展望未来，技术调整下，或仍维持宽幅震荡，调整为主。

【南华观点】关注本周就业数据，偏弱则对价格形成支撑

镍-不锈钢：周内深度回调，受大盘影响为主

【盘面回顾】

沪镍主力合约收于 133750 元/吨，上涨 0.87%。不锈钢主力合约收于 13700 元/吨，下跌 0.36%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 140500 元/吨，升水为 9400 元/吨。SMM 电解镍为 135800 元/吨。进口镍均价调整至 130900 元/吨。电池级硫酸镍均价为 31950 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 11777.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 2.9%。8-12%高镍生铁出厂价为 1040 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 6.25%。纯镍上期所库存为 57457 吨，LME 镍库存为 285282 吨。SMM 不锈钢社会库存为 868600 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29346 吨。

【南华观点】

镍-不锈钢周内深度回调，主要跟随大盘以及宏观层面情绪带动偏多，贵金属以及有色领跌带领盘面低位震荡调整，资金面同步炒作，多头资金余力有限。此外配额发放节奏持续笼罩上方，印尼方面周中有加强布局下游终端电池领域叙事，中长期或对供需格局造成影响，短期推动不足。基本上整体呈现供需双弱局面。菲律宾以及印尼主要矿区均进入雨季，产量以及装船量均会受到影响，矿端发运受限。新能源方面下游大多厂商已经完成备货，维持低库存节奏，以销定产为主。节前部分中间品厂进入检修状态。镍铁供应也相对偏紧，目前成本高企下下游接受意愿有所降低。不锈钢周内跟随沪镍偏弱运行。节前高价消化不足库存有一定上升。现货盘周内试图挺价，但是下游逢低补货仍为主流，对高价接受度较低，目前多空博弈不减。

锡：震荡为主

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 35.67 万元每吨；成交 42.99 万手；持仓 8.31 万

手。现货方面，SMM 1#锡价 356300 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内下探底部，夜盘买盘支撑下收阳。供给端，短期维持偏紧；需求端，现货市场依旧交投情绪冷清，但春节前备库致使部分企业不得不采买，量上看仅维持刚需。展望未来，锡大概率跟随板块宽幅震荡调整为主，需要注意本周美国就业与 cpi 数据。

【南华观点】关注就业数据，偏弱则对有色形成支撑

铅：下方有支撑，节前缺少上行驱动

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16510 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16400 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅窄幅震荡，夜盘延续。基本上，供给端结构性收紧，受部分企业春节维持生产，预计节后有一定宽松预期。需求端整体保持平淡，尽管铅价下行，但是现货市场成交持续乏力。展望未来，目前预计再生铅成本支撑仍存，但是支撑力度受供需结构性矛盾可能偏弱。

【南华观点】偏弱震荡。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）、傅小燕（Z0002675）、揭婷（Z0022453）及助理分析师林嘉玮（F03145451）提供。

油脂饲料早评

油料：外强内弱，关注 2 月 USDA 报告

【盘面回顾】中美领导电话后外盘美豆继续反弹，内盘迫于现实压力月差与单边表现偏弱。

【供需分析】对于进口大豆，目前 2 月预估 500 万吨，3 月 500 万吨，4 月 900 万吨左右。从到港量来看，一季度缺口将在二季度开启弥补，叠加远月国储美豆供应与巴西高利润采购预期，预计二季度后供应压力回归。

对于国内豆粕，现货方面，市场报价整体震荡偏弱，南北差异较大，北方地区由于到港问题导致部分地区油厂存在压车现象。全国来看，整体油厂大豆库存下行，国内油厂开机率仍然较高，豆粕库存升至 90 万吨以上，而下游物理库存逐步增加，说明下游整体备货完成，目前正陆续执行前期合同提货，远期合同库存备货同样有所增加。

菜粕端来看，市场再度传言加菜籽进口预期，叠加澳菜籽已开启压榨，菜系表现弱势。现货来看需求在年前缺乏更多增量，故价格难言乐观。

【后市展望】外盘美豆盘面受美方采购发言指引，叠加美豆油生柴政策影响，短期内将保持强势，中期来看，情绪交易过后关注中方采购进度；内盘豆粕预计短期跟随美豆成本反弹，远月或将受制于新增供应表现不及近月；菜粕在中加和谈关系中博弈，而国内外缺乏更多消费增量背景下，即使估值偏低，菜粕独立涨势难延续。

【南华观点】轻仓尝试单边多头机会，但空间有限。

油脂：节前资金流出，油脂市场偏弱震荡

【盘面回顾】周末外盘维持整理，美豆油冲高回落，马棕油小幅走弱，国内油脂缺乏上行

驱动，且面临春节假期，盘面减仓下跌。

【供需分析】棕榈油：SPPOMA 数据显示，2026 年 2 月 1-5 日马来西亚棕榈油单产环比上月同期增加 5.71%，出油率环比上月同期增长 0.37%，产量环比上月同期增加 7.65%。目前预测机构称马棕 1 月整体去库幅度略微不及预期，等待 MPOB 报告。美国生物燃料政策提振暂时告一段落，等待最终政策落地。

豆油：巴西大豆新作产量宽松且收割进度良好，但阿根廷目前面临干旱困扰，关注阿根廷天气变化。美国生物燃料政策继续推动美豆油上涨，加上特朗普喊话，美豆成本短期好转。国内一季度为大豆季节性到港低位，加上临近春节油厂开机下滑，国内豆油继续维持去库。

菜油：加菜籽新作产量同比大幅增长，全球菜籽供应宽松，美国生物燃料政策提振加菜籽。市场消息传将开启反倾销调查终裁前的流程，市场对于后续采购加拿大菜籽的信心增加，近日陆续出现加菜籽买船消息，市场对后世供应增加的预期较为乐观。

【南华观点】短期油脂板块预计维持震荡，但一季度整体依然有支撑，不建议做空，可考虑卖出看跌期权。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

能源油气早评

燃料油：弱势运行

【盘面回顾】截止到夜盘，FU05 报 2809 元/吨，震荡为主

【产业表现】供给端：进入 1 月份，俄罗斯高硫出口+66 万吨至 329 万吨，伊朗高硫出口-12 万吨至 112 万吨，伊拉克+72 万吨至 165 万吨，墨西哥出口-3 万吨至 40 万吨，委内瑞拉+0.5 万吨至 16 万吨，高硫出口开始修复。需求端，在船加注市场，1 月份新加坡进口+2 万吨至 251 万吨加注市场供应充裕；在进料加工方面，1 月份中国+31 万吨至 166 万吨，印度+27 万吨，美国-41 万吨，进料需求疲软，在发电需求方面，因发电旺季已过，1 月份其中沙特净出口 10 万吨，埃及进口+3 万吨，阿联酋进口+80 万吨至 106 万吨，阿联酋进口多用于加注市场。库存端，新加坡浮仓库存和马来西亚高硫浮仓库存高位回落，中东浮仓高位库存高位盘整

【南华观点】近期由于伊朗地缘影响加上美国收紧对伊朗制裁，伊朗高硫出口低迷，但委内瑞拉，伊拉克和俄罗斯出口显著恢复，供应紧张开始缓和，需求端，发电处于淡季，进料需求放缓，高硫市场需求主要流向加注市场，高硫基本面依然较差，伊朗问题依然在底部支撑高硫，同时舟山进口依然低位，短期来看，由于委内瑞拉前期供应缩量导致当前市场偏紧，但随着新加坡库存快速回升，供应紧张的情况得到缓解，但需留意地缘的反复。

低硫燃料油：裂解低迷

【盘面回顾】截止到夜盘，LU04 报 3281 元/吨，震荡偏强

【产业表现】供给端：1 月份欧洲整体净出口+8 万吨至 81 万吨，西北欧出口+19 万吨至 35 万吨，东欧出口-13 万吨至 42 万吨，西北非市场出口-7 万吨至 85 万吨，尼日利亚出口+19 万吨至 35 万吨，阿尔及利亚出口-13 万吨至 42 万吨，在南美市场，巴西出口-7 万吨至 85 万吨，中东地区科威特出口开始恢复，1 月份出口 114 万吨，1 月份马来西亚出口+6

万吨至 33 万吨；需求端，1 月份中国进口+9 万吨至 41 万吨，新加坡-37 万吨至 72 万吨，香港-1 万吨至 46 万吨，美国进口-6 万吨至 37 万吨；库存端，舟山保税库整体累库-18 至 96 万吨。新加坡燃料油-344 万吨至 1993.8 万桶。

【南华观点】近期海外低硫裂解走强后回落，科威特出口大增，压制低硫裂解，短期供应整体充裕，需求端较为平稳，库存端下降，对裂解有小幅提振，在国内市场中，由于 12 月和 1 月份产量较低，缺口较大，市场转为进口计价，但进口回升，2 月份需求淡季，内外继续走强的驱动有限，内外收缩的压力增大

沥青：上涨乏力

【夜盘回顾】截至夜盘，bu03 收于 3374 元/吨。整体走势呈现震荡偏强

【现货回顾】：2 月 6 日，国内沥青市场均价为 3326 元/吨，较上一日下跌 6 元/吨，跌幅 0.18%。原油价格下跌，叠加需求持续萎缩，今日山东地区多数地炼品牌价格下跌，带动国内沥青市场均价下跌，华北地区主力炼厂主供合同，入库为主，现货报价稀少；南方市场，赶工需求减少，在沥青期货价格波动较小的支撑下，南方当地社会库报价维持稳定，实际成交稀少，此外，主营炼厂库存中低运行，节前或稳定为主。

【南华观点】假期临近，现货端已早一步“提前过年”，需求端降至冰点。前期盘面的持续升水上涨，现货层面跟涨乏力，实际成交热度和价格不尽人意。随着马瑞原油贴水报价的抬升，山东部分炼厂已开始转向其他重油资源，因此所谓的原料紧张问题一直都不是制约地炼开工率的关键问题，但对远期的成本估值确有一定的抬升。因此，未来一周沥青的行情更多的是跟随成本端原油进行波动。近期，原油波动的主线仍在地缘上，中东局势的不稳定性放大了原油向上的脉冲。但小范围的地缘摩擦并不能扭转原油弱势的基本面和过剩格局。近期由于国内柴油价格的持续萎靡，山东部分地炼成品油库存压力大，胀库对沥青的压制，或许在春节过后刚需启动发现不及预期时价格将迎来一波流畅跌势。其他观点并无大的变化，随着假期临近交易热度或逐渐退温，节前投资者需注意仓位风险控制。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）提供。

贵金属早评

铂金&钯金：资金博弈叠加关键矿产“脱钩断链”，铂钯波动加剧

【盘面回顾】上周接连出现铂钯价格跟随白银价格短时间大幅跳水情形，总体来看，铂钯波动加强，价格宽幅震荡走弱，NYMEX 铂主连周内下跌 1.14%至 2097.4 美元/盎司，NYMEX 钯主连周内上涨 0.52%至 1712.0 美元/盎司；国内铂钯主要因周一补跌行情，跌幅较大，GFEX 铂主连周内下跌 23.02%至 506.00 元/克，GFEX 钯主连周内下跌 16.65%至 410.50 元/克，另外国内外铂钯期限结构呈现分化走势，国内铂钯为 Back 结构，国外为 Contango 结构。

【交易逻辑】近期铂钯价格运行核心驱动为贵金属板块联动、沃什获美联储主席提名、关键矿产“断链”战、交易所提保及国际政治与政策不确定性加剧等因素。铂钯近期波动核心承接贵金属板块情绪传导，走势与白银高度相似，宏观因素扰动下银铂钯共振显著。沃什

被提名 Fed 主席成为板块大幅回撤导火索，其主张虽已部分定价，但“降息、缩表、缩职能”及偏鹰派抗通胀立场，叠加美国 PPI 超预期，引发市场对贵金属中长期支撑的担忧，且缩表或提振美元、打破贵金属支撑逻辑，推动贵金属板块频频回调。国内外铂钯期限结构分化，价格大跌后偏低的铂钯价格引发国内汽车催化剂厂商强劲补库需求，推升期限结构斜率，国内外铂钯期限结构分化。战略资源上，特朗普拟推 120 亿美元“金库计划”关键矿产战略储备，计划建立一个“关键矿产优惠贸易区”，拟设立关键矿产生产各阶段的“价格下限”，并探讨通过关税调整等边境措施来维持这一底线，以抵御所谓的“低价倾销”，实质上是试图建立一个内部有补贴、对外有壁垒的规则体系，将非成员国（特别是中国）排除在供应链核心利益分配之外。2025 年美国铂金、钯金的进口依赖度分别为 89%和 57%，战略储备溢价利多铂钯。交易所动态上，国内广期所宣布自 2 月 5 日结算时起，铂、钯期货合约涨跌停板幅度调整为 20%，交易保证金标准调整为 22%；国外芝商所宣布自 2 月 6 日结算时起，继续上调金银期货保证金比例，黄金上调至 9%，白银上调至 18%，另外，银行、基金分别通过提保、提高金银投资门槛和临时停牌降温金银市场，对铂钯影响或有溢出效应。美伊关系上，本周美伊在阿曼重启中断 8 个月的间接核谈判，仅交换立场、无实质突破，美方同步加码制裁、强化军事威慑并提出严苛限制要求，伊朗坚守铀浓缩与弹道导弹红线，双方对抗态势未缓解，谈判分歧依然巨大。俄乌方面，本周俄美乌在阿布扎比举行会谈，达成近期首次大规模战俘交换的有限外交进展，但领土归属、停火机制等核心分歧仍未解决，战场交火持续，双方互相指责破坏和谈，整体冲突仍处僵局。

【南华观点】中长期看，铂钯牛市基础仍在。预计 26 年上半年美联储保持宽松的货币政策基调不变，央行购金、避险需求以及投资需求增长仍将助推贵金属价格重心继续上抬。虽然类供给学派的沃什被提名美联储主席给市场带来了贵金属支撑逻辑被打破的担忧（美联储缩表提振美元信用），但一方面在 AI 技术完成颠覆性突破之前，美国并不存在诞生下一个“沃尔克”的土壤，另一方面，“中期选举压力下，特朗普有迫切压降中长端利率的需求”和“缩表推升期限溢价带动长端利率上行”之间存在冲突，美联储虽已于去年 12 月底扩表、流动性边际改善，但狭义准备金仍处低位、美元流动性为疫情以来偏紧格局，在多重压力下，沃什被提名影响有限，流动性趋势性扩张已成大概率事件。铂钯高波动下需注意仓位控制。由于内外盘不连续，铂钯开盘价常参考国外夜盘情况，投资者需关注国际市场的交易价格，警惕开盘跳空的现象。

黄金&白银：金银高波 上串下跳

【盘面回顾】上周贵金属市场剧烈波动，伦敦金现货周一最低下探 60 日均线在 4400 附近支撑后反弹，周三触及周内高点 5091 附近后回落，周四加速回调，然而周五出现逆转并重新收复周四跌幅。伦敦银现货在周一下探至 60 日均线在 71 附近支撑后止跌回升，周三见到周内高点 92.2，但周四重挫暴跌，周五亚洲早盘延续弱势并最低下探至 64 附近，随后逐步回升，并在美国交投时段，伴随美国股市与比特币普遍反弹，白银收窄当周跌幅，最终伦敦银周线收带长上下影线小阴柱。

【交易逻辑】上周贵金属价格的剧烈波动，资金与情绪面影响超过基本面与消息面影响。周一在多头相互踩踏恐慌性抛售压力下，金银双双回踩 60 日均线，然而 SLV 白银 ETF 当日持仓暴增 1023 吨，创单日历史第三高增幅。而周三贵金属冲高后回落并于周四加速下挫，白银周五新低，是伴随金融市场情绪的崩塌，其中美股与比特币亦暴跌，国内国投白银 LOF 基金周内连续五个跌停板。数据端，周三晚美 ADP 就业数据不及预期，周四周度初请失业金人数高于预期以及 12 月 JOLTs 职位空缺数低于预期，皆反映就业市场压力，然而 ISM 服务业 PMI 虽维持强劲扩张，但就业几乎没扩张，且价格指数攀升，在降息预期压

制下市场出现恐慌性抛售而下挫。但周五美联储戴利表示，劳动力市场脆弱，仍有降息空间，可能还需降息 1-2 次；以及美财长贝森特澄清“强势美元政策”，令周五美元回落，美联储降息预期回升，贵金属和美股以及比特币皆良好回升。消息面，特朗普周内快速结束政府关门，特朗普签署了一项结束政府部分停摆的法案，这一举措将为数个政府机构提供资金直至 9 月，并为国土安全部提供资金至 2 月 13 日。中国人民银行更新的官方储备资产数据显示，1 月末中国黄金储备较去年 12 月增加 4 万盎司（1.244 吨），延续了自 2024 年 11 月以来的连续增持趋势。接下来数据上关注周二美国零售销售数据，周三美国 CPI 数据，以及延迟于周五公布的美非农就业报告，事件上关注美联储官员讲话对于货币政策预期的影响。其他关注金银波动率的回落情况，从季节性角度看，2 月是金银季节性表现淡季，且国内即将迎来春节长假。此外，投资者需关注 COMEX 白银 2603 合约在 3 月份的交割挤兑风险，当前 COMEX 白银注册仓单进一步下降至不足 3200 吨，而 1 月份 COMEX 2601 合约交割量约 1500 吨。

【**南华观点**】短期来看，金银在高隐波下，价格波动剧烈，叠加 COMEX、SHFE 以及 SGX 频繁加强风控措施，短期操作难度大。但我们认为，当前金银的调整并未改变其中长期上涨趋势，中长期逻辑仍存。因此，当前回调或仍可视为中长期逢低做多补仓机会。但考虑高波因素、国内春节临近等，震荡整理或仍是近期主基调。操作上建议投资者可逢低分步补多，同时在高波动环境下需做好仓位控制，节前则建议轻仓或空仓过节。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）提供。

化工早评

纸浆-胶版纸：期价继续走低，逼近短期支撑位

【**盘面回顾**】上周五纸浆期货（SP）日盘开盘大幅回落，有一定回升后持续震荡走弱，夜盘继续走弱；胶版纸（双胶纸）期货（OP）日盘先涨后跌，夜盘同样先涨后跌。

【**现货市场**】山东银星报价 5370-5380 元/吨（0/0），山东乌针、布针报价 4700-5130 元/吨（0/0），华南银星报价 5400 元/吨（0）。

【**港口库存**】纸浆：截止 2 月 6 日，港口库存 218.2 万吨（+1.3）。

【**南华观点**】针叶浆现货市场价格再度普跌，各地区各品牌价格跌幅在 10-50 元/吨，估值进一步下探。在当前纸浆基本面整体偏空的背景下，大宗商品情绪整体再度转空，叠加保证金正式上调（套保持仓交易保证金比例调整为 8%，一般持仓交易保证金比例调整为 9%，均较此前上调 2%），流动性收紧，使得期价进一步下探。如此前所说，纸厂临近春节减产、停机新闻频频，而根据红桃三数据来看，生活用纸的开工负荷率上周下降 0.75%，双铜纸、双胶纸和白卡纸的有所好转，需求相对来说略有好转；且当前中国和欧洲港口库存至相对高位，新一周中国港口库存周涨幅虽有所回落，但也仍继续累库，对现价和期价的压制加深。总体来看，当前基本面仍相对偏空。

对于胶版纸期货而言，期价如期在逼近前低，且供应端在纸厂频频减产、停机的情况下，低位反弹。但大宗商品整体偏空，且需求仍偏清淡，纸浆期价至短期高点回落。

对于后市而言，策略上，纸浆期货，持有空单可部分择时平仓，维持短线区间交易或可轻仓尝试短线低多策略；胶版印刷纸期货可再度回归区间交易。

LPG：地缘仍存反复

【盘面动态】LPG2603 日盘收于 4258 (+85)，夜盘收于 4221 (-37)，3-4 月差-305；FEI M1 收于 545.5 美元/吨，CP M1 收于 536 美元/吨，MB M1 收于 340 美元/吨。

【现货反馈】华东均价 4475 (+29)，山东均价 4440 (-30)，最便宜交割品价格 4490 (+50)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 81.81% (+1.79%)；独立炼厂开工率 51.68% (-1.92%)，不含大炼化利用率为 47.28% (-2.14%)，国内液化气外卖量 54.88 万吨 (+0.51)，到港量 50.8 万吨 (+1.3)。需求端，PDH 本期开工率 62.66% (+1.94%)，万华预期复产；MTBE 端本期开工率 70.63% (+0.82%)，外销量依然处于高位；烷基化端开工率 36.54% (+0.96%)。库存端，厂内库容率 24.21% (-0.39%)，港口库存 201.8 万吨 (+14.2)。

【南华观点】原油市场在地缘及供应过剩中摇摆，短期地缘占主导，美伊局势反复，盘面在回吐部分风险溢价后，仍存反复，周五谈判并没有形成实质性的结果，伊朗表示不会停止核浓缩，美方也仍在继续施压，盘面重新评估风险情况。本周基本面数据来看，丙烷海外，在过去一周中东发运依然相对中性；美国在过去一周依然延续降库状态。国内方面，供应端本期依然中性，炼厂商品量有回升，港口到港量依然不高，港库在新增样本下小幅累库。需求端在 PDH 开工依然维持低位，目前在检修装置部分还将持续一段时间。另外随着主力移仓 03，关注仓单变化。

PTA-PX：情绪与需求双弱，估值回归基本面

【盘面动态】PX-TA 板块夜盘震荡运行，PX2605 合约收于 7240，PTA2605 合约收于 5166。

【基本面情况】PX 供应端总体持稳，总负荷小幅升至 89.5% (+0.3%)，PX 供应后续预期高位维持。供需平衡上，PTA 前期停车装置较多，目前重启时间暂未明确，若后续保持当前的运行状态，PXQ1 预期累库 40 万吨左右；当前 PTA 装置停车较多，后续关注相关回归计划；相对聚酯而言，PXQ1 维持季节性累库，4 月起预计将逐步开始大幅紧缺，05 前整体格局仍然偏紧张。效益方面，汽油裂解利润高位回落，调油经济性下滑；成本端近期石脑油走势偏强，MX 偏弱运行，PXN 收缩至 309.6 (-7.2)，PX-MX 走强至 161.5 (+11)。当前 PX 环节效益均保持良好，短流程效益维持高位，外采 MX 效益良好下 PX 供应抗干扰性强。

PTA 方面，供应端四川能投重启，TA 负荷小幅提升至 77.6% (+1%)；前期多套停车装置均无明确回归计划，预计主要参考加工费修复情况，当前加工费已修复至良好水平，后续关注相关动态。库存方面，持货意愿平平，社会库存淡季累库预期兑现至 233 万吨 (+15)。效益方面，PTA 大量停车后静态平衡表 Q1 累库幅度大幅收窄，近期宏观情绪有所降温，需求负反馈影响下 TA 现金流加工费高位回落至 348 (-58)；PTA 加工费在静态良好预期下存修复预期，但当前水平下存量装置已具备回归条件，关注后续兑现情况，高位加工费预计难以维持。

需求端，本周装置检修集中兑现，聚酯负荷加速下滑至 78.2% (-6%)。织造订单目前整体收尾，终端织机基本均已放假，终端环节的放假时长预计较往年拉长。与此同时，坯布库存自 11 月下旬起逐步累积，库存压力也超过历年同期。聚酯环节效益方面，近期原料端 PTA 高位下挫，各产品现金流加工费大幅修复至盈利水平。而产品库存方面，聚酯环节库存压力不大，本周继续中性持稳；后续终端开工与订单下滑的负反馈仍将继续向上传导，随着大量装置季节性检修计划公布，一季度聚酯负荷预期边际下调，开工水平预计低于上一年。瓶片方面近期加工费持续修复至 500 以上并维持，库存总体表现健康。

【南华观点】PX-PTA 得益于 PX 良好的供需结构，近期不断成为资金对化工板块的多配标

的，抢跑交易下估值快速抬升。后续从 PX 对聚酯来看，PX 当前已处于“能开尽开”的状态，一季度预计随聚酯淡季累库，而二季度则将大幅紧缺，上半年整体维持紧张格局。近期需求端负反馈力度不断加强，PX-TA 的多配情绪有所降温，估值出现明显回落。但聚酯产成品库存水平仍然偏低，在检修计划完全兑现的背景下，节后库存预计仍将维持偏低水平，若终端订单出现超预期表现，则将带动聚酯负荷快速回升。因此需求端当前对高价原料的抵抗心理目前看主要以节奏性为主，最终实际影响仍需关注节后终端订单情况。总体而言，PX 的良好供需格局确定性较高，当供需后续出现超预期的情况价格弹性将被大幅放大，从而引发向上的流动性行情。在市场一致看好预期下预计保持易涨难跌，但当前尚未出现核心驱动，逢低布多仍是更合适的选择。加工费方面，PTA 潜在供应量仍然较多，当前的高位加工费预计难以维持，关注停车装置后续回归计划，盘面加工费建议逢高做缩。

MEG-瓶片：聚酯开工加速下滑，估值低位仍存地缘扰动

【盘面动态】乙二醇 2605 合约夜盘震荡偏弱，收跌于 3728。

【库存】华东港口库至 89.7 万吨，环比上周增加 3.9 万吨。

【基本面情况】

基本面方面，供应端近期总体油升煤降，总负荷升至 76.22% (+1.84%)；其中，煤制方面广汇 40、沃能 30 停车，煤制负荷降至 76.77% (-5.02%)。效益方面，原料端油价小幅回落，乙烯小幅走弱，煤价震荡，EG 现货价格走弱，乙烯制和煤制利润延续亏损；当前从效益方面考虑煤制边际装置已压缩至成本线以下，但离因效益减产仍需观察实际兑现情况，在时间和空间上预计仍有距离。而比价方面，近期 EG 价格再度回落，与乙烯链相关产品比价不佳，EO 相对 EG 经济性驱动不明显，而且减水剂价格低迷，EO 需求淡季，近期部分联产装置上调 EG 负荷；HDPE 相对 EG 仍具备经济性，前期连云港一套 90 万吨乙二醇装置宣布计划停车转产 HDPE，关注后续实际兑现情况。库存方面，本周到港中性偏多，周内港口发货尚可，下周一港口显性库存预计平库左右。

需求端，本周装置检修集中兑现，聚酯负荷加速下滑至 78.2% (-6%)。织造订单目前整体收尾，终端织机基本均已放假，终端环节的放假时长预计较往年拉长。与此同时，坯布库存自 11 月下旬起逐步累积，库存压力也超过历年同期。聚酯环节效益方面，近期原料端 PTA 高位下挫，各产品现金流加工费大幅修复至盈利水平。而产品库存方面，聚酯环节库存压力不大，本周继续中性持稳；后续终端开工与订单下滑的负反馈仍将继续向上传导，随着大量装置季节性检修计划公布，一季度聚酯负荷预期边际下调，开工水平预计低于上一年。瓶片方面近期加工费持续修复至 500 以上并维持，库存总体表现健康。

【南华观点】

近期乙二醇需求端季节性走弱基本已成定局，终端放假时间延长之后负反馈传导至聚酯环节预计降负力度强于往年。供应端随着连云港一大型装置宣布后续停产切换计划之后，乙二醇上半年供需平衡大幅改善，估值随预期好转低位修复。当前各路线已有明显修复，HDPE 相对 EG 经济性也同样大幅下滑，供应挤出速度预计不及预期，基本面部分仍难寻向上驱动。基本面之外，关注后续伊朗相关地缘影响，若冲突进一步激化则有可能继续助推乙二醇价格上行。总体来看，在近期宏观氛围偏暖背景下继续做空盈亏比较低，基本面之外仍有地缘风险扰动，短期乙二醇价格见底，预计随宏观氛围宽幅震荡。

甲醇：空仓过节

【盘面动态】周五甲醇 05 夜盘收于 2345，上涨 0.67%

【现货反馈】周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 05-40

【库存】上周甲醇港口库存去库，周期内显性外轮卸货计入 12.73 万吨。江浙一带终端刚

需尚稳，主流社会库提货一般，卸货减量下库存减少。华南港口库存呈现累库。广东地区周内少量进口及内贸船只到货，主流库区提货量一般，库存波动不大。福建地区进口船货继续补充，在刚需以及节前备货推进下提货量表现稳健，但仍难敌供应增加，库存有所累库。

【南华观点】甲醇最近行情仍然跟随地缘与有色，基本面最大的变化在于上周三伊朗 ZPC 装置回来一套(40%负荷)。05 合约在上周三夜盘增仓 5 万余手，单边绝对价格并没有什么变化，产业定价更多体现在 5-9 反套上(伊朗装置提前归来对 05 的压力大于 03)。随着美伊谈判的恢复与有色贵金属的下跌，甲醇主力合约下跌。从交易角度看，单边参与难度较大，一方面定价权基本不在产业内，另一方面交易节奏也极快在关注地缘的基础上也需要关注有色等盘面的变化。从前两次地缘缓和(2318-2183,2394-2243)的结果看，甲醇主力合约的价格重心在不断上行。此外临近春节山东甲醛等下游需求降负但联弘与阳煤等 mto 维持开车状态，山东整体需求还可以，随着内地上游排库不断进行(上周内地去库 5.58w)，内地节前还算健康。2400 的甲醇或许很贵，但 2200 的甲醇也还行，毕竟 1 月发运再超预期基数也还是低，05 合约面临着下游投产，多头预期不到证伪的阶段，综上建议空仓过节。

塑料 PP：短期关注成本端波动

【盘面动态】塑料 2605 日盘收于 6812 (+35)；夜盘收于 6775 (-17)。聚丙烯 2605 日盘收于 6691 (+15)；夜盘收于 6662 (-29)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6630 元/吨，华东现货价格为 6700 元/吨，华南现货价格为 6750 元/吨。PP 拉丝华北现货价格为 6480 元/吨，华东现货价格为 6600 元/吨，华南现货价格为 6730 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 85.91% (+0.56%)，PP 开工率为 73.92% (-0.85%)。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 40.93%(-4.03%)，PP 下游平均开工率为 52.53% (-2.24%)。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 7.74%，上游石化库存环比上升 19%，煤化工库存上升 11%；中游社会库存上升 1%。由于下游需求回落，PE 库存压力增加。PP 总库存环比上升 2.22%。上游库存中，两油库存环比上升 14.91%，煤化工库存下降 23.81%，地方炼厂库存上升 10.76%。中游库存变化幅度不大。对比 PE 来看，当前 PP 库存压力相对良好。

【南华观点】上周市场情绪有所降温，聚烯烃呈现震荡下行趋势。而近期聚烯烃基本面变化相对有限。PE 呈现供减需增趋势：供应端，近期新增检修装置较少，开工率呈现回升趋势。需求端，春节临近，下游开工率如预期出现较明显的下滑，多数工厂已提前停工，原料需求较为有限，现货成交整体平淡，出货压力加大。PP 则呈现供需双减格局：供应端，装置检修维持高位，开工率回升幅度有限，大部分装置预计于春节后复产，但近期丙烷偏强，pdh 装置利润依然较低，后续装置复产存在延期的可能，因此短期供应压力不大。需求端，除 BOPP 节前需求较好，订单和开工率维持增长以外，其他大部分下游也已陆续停工，需求总体下滑。但是短期盘面受基本面影响相对有限，波动仍主要受到宏观情绪以及成本端变化的影响，不确定性偏高。短期关注宏观氛围变化及美伊冲突局势，节后需留意聚烯烃累库幅度以及边际装置利润情况。

纯苯-苯乙烯：地缘反复，苯乙烯出口再传增量

【盘面回顾】BZ2603 夜盘收于 6059 (-18)；EB2603 夜盘收于 7610 (-47)

【库存情况】截至 2 月 2 日，江苏纯苯港口样本商业库存量 29.6 万吨，较上期库存去库 0.9 万吨。截至 2025 年 2 月 2 日，江苏苯乙烯港口库存量 10.86 万吨，较上周期增 0.8 万吨；截至 2026 年 2 月 5 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 15.78 万吨，较上一周期增加 0.20 万吨，环比上升 1.26%。

【南华观点】

本周化工板块仍受地缘以及资金行为影响，美伊会谈持续反转，美国数据好坏参半，中美双方领导人通电等，后半周市场避险情绪回落，贵金属，有色，化工板块集体回调，当前地缘仍存不确定因素。品种自身来看，本周纯苯供需增平，周度供需走弱。现货市场，仍是以节前刚需补货为主。近期纯苯供需两端都有较多装置回归，平衡表近月纯苯供需格局改善，后续关注上半年美国国汽油需求高峰期之前对于亚洲纯苯的实际需求情况，对应到一季度中国纯苯进口量下降的预期兑现情况。

苯乙烯 2 月供应将逐步增加(检修装置回归稍有推迟)，而下游 3S 在春节期间对于苯乙烯需求将有所下滑，苯乙烯供需由紧转松，但短期地缘反复以及出口仍对苯乙烯价格形成支撑，本周再传欧洲，土耳其以及韩国方向出口(有待验证)。年前在地缘扰动，资金参与下品种波动较大。后续重点关注地缘险导致的原油波动以及下游 3S 春节后复工情况。策略上，短期单边建议观望。

尿素：空仓过节

【盘面动态】周五尿素 05 收盘 1776，下跌 0.17%

【现货反馈】周末国内尿素区间整理，多数价格保持稳定，局部窄幅涨跌 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1630-1780 元/吨。节前刚需陆续缩减，市场高价成交再次受阻。目前多数工厂执行前期待发，但节前仍需预收假期订单。短线尿素行情僵持整理，市场情绪或继续偏弱，进一步关注期货指引。

【库存】2026 年 2 月 5 日，中国尿素企业总库存量 91.85 万吨，较上周减少 2.63 万吨，环比减少 2.79%。中国尿素港口样本库存量：16.5 万吨，环比增加 2.1 万吨，涨幅 14.58%。

【南华观点】从投产格局以及产业周期来看，尿素仍然处于不断释放新增产能导致供应过剩的阶段，在这样的阶段下，尿素 2026 年的价格中枢将进一步下移，但下跌的过程中受到出口政策的托底，总得来看 2026 年尿素价格将依靠出口政策缓解压力。需求节奏来看，上半年对应农需旺季，大概率暂停出口，上半年尿素行情将依据需求节奏涨跌，进入下半年后，依靠出口政策缓解国内供应压力，价格走势偏政策主导。对于尿素 05 合约而言，对应国内需求旺季，存有涨价预期，尿素价格持续上涨。但伴随价格上行，下游逐步抵触，现货成交转弱，预计尿素价格短期回调，建议多单离场，空仓过节。

玻璃纯碱：延续偏弱运行

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约夜盘收于 1171，-1.84%，夜盘偏弱运行。

【基本面信息】

截止到 2026 年 2 月 5 日，本周，国内纯碱厂家总库存 158.11 万吨，较周一增加 2.07 万吨，涨幅 1.33%。其中，轻质纯碱 83.5 万吨，环比下降 0.25 万吨，重质纯碱 74.61 万吨，环比增加 2.32 万吨。较上周四增加 3.69 万吨，涨幅 2.39%。其中，轻质纯碱 83.5 万吨，环比增加 0.69 万吨；重质纯碱 74.61 万吨，环比增加 3 万吨。

【南华观点】

纯碱当下震荡偏弱，产业矛盾仍在积累。如果盘面上涨，期现等中游有一定补库空间，但因为需求一般弹性比较有限；而价格向下的空间则需要库存的积累去打开。供需维度，随着新产能逐步释放产量，纯碱日产高位，当下纯碱中长期供应维持高位的预期不变。光伏玻璃产业库存高位，日熔暂时稳定，刚需上整体稳中偏弱，重碱平衡继续保持过剩。纯碱出口维持高位，一定程度上继续缓解国内压力。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2605 合约昨夜盘收于 1057，-1.4%，夜盘继续走弱。

【基本面信息】

截止到 20260205，全国浮法玻璃样本企业总库存 5306.4 万重箱，环比+50 万重箱，环比+0.95%，同比-11.778。折库存天数 23.1 天，较上期+0.3 天。

【南华观点】

浮法玻璃预日熔下滑至 15 万吨下方，回溯近两周，玻璃供应端冷修和点火均有传闻，但落地的节奏并不特别清晰，因此后续具体情况大概率仍要根据价格和利润来定。从供需维度，虽然浮法玻璃日熔下滑至相对低位，但需求现实和预期同样疲弱，供需双弱的格局下难有趋势性走势。此外，政策对供应的扰动尚不能排除，比如湖北石油焦产线改气以及沙河产线变动。现实层面，无论供应预期如何变化，玻璃中游高库存是一个风险点，目前看终端恐难以消化，因此一旦负反馈发生现货的压力还是比较大（尤其在靠近交割月的时候，更需要关注）。

丙烯：基本面短期仍有支撑，成本波动较大

【盘面动态】PL2605 日盘收于 6198（-7），夜盘收于 6190（-8）；PP-PL 主力价差 500

【现货反馈】山东均价 6440（+0），华东均价 6490（0）

【基本面数据】供应端，丙烯产量 116.96 万吨（+1.89），开工率 71.65%（+1.16%）。主营炼厂开工率 81.81%（+1.79%）；独立炼厂开工率 51.68%（-1.92%），不含大炼化利用率为 47.28%（-2.14%）；蒸汽裂解开工率 88.22%（+3.15%）；PDH 开工率 62.66%（+1.94%）；MTO 开工率 82.74%（+1.87%）。需求端本周整体变动不大，PP 端，PP 粒料开工率 73.92%（-0.66%），粉料开工 31.40%（-0.61%），正丁醇开工 84.56%（-1.5%），丙烯酸开工 82.38%（-1.77%）。

【南华观点】近期行情主要受到成本、供需端、盘面情绪的共同影响。成本端原油及丙烷价格在美伊局势反复下宽度波动，周五美伊谈判并没有形成实质性的结果，特朗普称本周还将再次谈判；短期基本面依然能提供一定支撑，本周供增需减，供需差小幅回升，但仍处于偏紧状态，山东市场在装置检修及新装置投产下更为明显，PDH 端在持续亏损下一些企业进入检修，金能、巨正源预期检修到 2 月底。需求端，本周 PP 开工小幅下行，变动不是很大。另外其他下游除丁辛醇烷外，基本均处于亏损状态，按需补库为主。另外节前资金行为易对盘面造成较大影响，关注风险。

以上评论由分析师戴一帆（Z0015428）、寿佳露（Z0020569）、俞俊臣（Z0021065）、张博（Z0021070）提供。

黑色早评

螺纹&热卷：螺纹累库加速，热卷去库转累库

【盘面回顾】上周成材震荡偏弱

【核心逻辑】成材近期的主要矛盾是钢厂利润尚可下高炉开工率维持在高位，但春节前终端需求逐渐萎缩，成交有价无市，库存逐渐累库。但下方受到成本支撑和政策约束的博弈，

本周临近春节，终端消费需求进一步走弱，螺纹累库速度同比加快，热卷从之前的去库趋势转为累库状态，自身基本面走弱，叠加炉料端焦煤和铁矿的下跌，成材震荡走弱，可能去挑战箱体震荡区间的下沿。供应端，电炉厂面临春节假期的季节性规律，电炉产量大概率大幅减产，高炉利润本周维稳，炉料端成本压力缓解，高炉盈利仍能保持稳定，并且盘面利润给了钢厂套保锁定利润的机会，后续短期内钢厂大幅减产的可能性在短期内不大，高炉产量维持稳定。需求端，螺纹需求季节性走弱，终端采购意愿回落，后续螺纹库存将维持累库的趋势，热卷也会因为季节性规律，需求后续逐渐走弱，供应端相较于需求端略强，库存累库速度将会加速。炉料端，钢厂铁矿库存补库环比上周+3.49%，钢厂补库进入尾声，对铁矿价格支撑的力度逐渐走弱。铁矿港口继续累库，即将接近 1.8 亿吨，在钢厂补库即将结束的情况下，整体现货不缺，港口的库存压力较大。钢厂利润尚可，高炉开工率维持在高位，钢厂复产和提产的意愿走强，铁水产量后续可能稳步提升带动铁矿需求，下方可能形成对铁矿价格的支撑。焦煤因临近春节，部分矿山开始放假，矿山开工率开始季节性走弱，但甘其毛都口岸通关量同比仍维持在较高水平，口岸库存维持在高位，焦煤的上方存在压力。

【南华观点】钢材价格震荡走弱，短期看螺纹主力合约 2605 的价格区间可能在 3050-3200 之间，热卷主力合约 2605 的价格区间可能在 3200-3350 之间，短期需关注钢材价格是否回去突破震荡区间的下沿。

铁矿石：市场风险偏好快速下降

【南华观点】目前整体铁矿石供需双弱，淡季特征明显。

发运端，铁矿石发运季节性走低，发运与往年相比有边际回落。此外需要关注季风对澳洲发运的影响。目前南半球进入雨季，发运扰动可能增加。

需求端，钢厂利润尚可，铁水预计稳步回升。终端钢材进入节前淡季，库存季节性累积，但累库速度不及往年。五大材总库存尚在可控范围，预计未来仍有一定的增产空间。热卷出口利润有显著回升，预计后期需求有所支撑。

库存端，铁矿石港口库存继续持续累积。虽然钢厂进行了节前补库，钢厂补库接近尾声，但港口库存在此基础上继续超季节性累库，因此库存压力仍较大。

整体产业链矛盾不大，铁矿石供应上有压力，但整体市场风险偏好走弱，流动性不佳，价格下挫。操作上节前谨慎观望。

焦煤焦炭：关注节后供需博弈

【盘面回顾】上周双焦先涨后跌，盘面波动较大

【信息整理】

1. 河北 6 市启动重污染天气 II 级应急响应。石家庄、唐山、保定、廊坊、衡水、沧州于 2 月 8 日启动重污染天气 II 级应急响应。
2. 本周重点关注：周二关注中国 1 月 M2 货币供应年率（待定）。周三关注美国 1 月失业率、季调后非农就业人口、平均每小时工资月率、2025 年非农就业基准变动终值；中国 1 月 CPI 年率。周四关注美国至 2 月 7 日当周初请失业金人数。周五关注美国 1 月末季调 CPI 年率、季调后 CPI 月率、未季调核心 CPI 年率、季调后核心 CPI 月率。

【南华观点】临近年关，国内矿山减产范围扩大，焦煤供应呈现季节性收缩特征。进口煤方面，本周蒙煤通关积极性尚可，日均通车维持在 1000 车以上。澳煤价格坚挺，印尼煤挺价，内外价格倒挂持续，预计后续炼焦煤到港量仍将处于低位。近期焦炭第一轮提涨落地，入炉煤成本有所下移，即期焦化利润改善，预计后续焦企开工率将小幅回升。高炉钢厂目前处于有序复产阶段，但铁水产量增幅较为缓慢，短期内焦煤供需格局依然偏松。随

着春节前后矿山减产范围进一步扩大，焦煤供需结构有望逐步改善。焦炭方面，供需两端同步恢复，基本面矛盾暂不突出。后续需重点关注春节后矿山与高炉钢厂的复产节奏。在海运煤进口持续偏紧的背景下，若节后国内矿山供应出现扰动，同时配合下游钢厂积极复产，可能引发短期焦煤供需错配行情。反之，若后续出现“国内矿山复产超预期”与“宏观情绪转弱”的组合，煤焦价格或将面临较大的下行压力。

硅铁&硅锰：下方成本支撑，上方受到下游五大材累库压力

【盘面回顾】上周铁合金震荡偏弱，硅铁主力收 5624，-0.39%；硅锰主力收 5856，-0.27%

【核心逻辑】铁合金目前的矛盾是成本支撑与下游终端库存累库之间的博弈，硅锰还面临自身高库存的压力，但锰矿报价坚挺，形成底部有成本支撑，上方有压力的震荡格局。供应端，铁合金利润回升但仍未摆脱亏损区间，铁合金产量减产至目前的状态下继续大幅减产的可能性不大，预计产量维持目前水平上下小幅波动，硅铁产量处于近几年历史同期最低点的水平，硅锰产量处于近几年历史同期中下的水平。硅铁产量环比上周+0.71%，硅锰产量环比上周-0.72%。需求端，钢厂利润近期尚可，盘面利润走强，给了钢厂套保的机会，后续钢厂可能有复产和增产的驱动，铁水产量可能稳中回升，但下游终端钢材进入消费淡季，消费需求季节性走弱，五大材累库加速，对铁合金的需求增量有限。库存端，硅铁库存环比上周-1.53%，硅铁仓单库存环比上周-3.38%；硅锰库存环比上周+0.93%，硅锰仓单库存环比上周+3.32%，硅锰库存基数仍偏大，为近 5 年库存最高水平，去库压力较大，仍需要减产来实现，并且仓单数量的增加对盘面也造成一定的压力。短期内，黑色系成材等价格的下跌在一定影响上影响铁合金的价格。铁合金下方受到成本端的支撑，硅锰上方受到高库存的压制，硅铁基本面稍好于硅锰

【南华观点】短期看铁合金在成本线和前期压力位呈现区间震荡格局，硅铁 05 合约价格区间 5400-5900 之间，硅锰 05 合约价格区间在 5700-6100 之间。

以上评论由分析师周甫翰（Z0020173）、张泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）提供。

农副软商品早评

生猪：市场整体弱势运行

【期货报价】主力合约 LH2605 收于 11625，跌幅达 0.51%。

【现货报价】

全国生猪均价 12.84 元/公斤，其中河南 12.14 元/公斤、四川 11.14 元/公斤、湖南 11.73 元/公斤、辽宁 12.00 元/公斤、广东 11.59 元/公斤、安徽 12.29 元/公斤。

【现货情况】

本周末，国内生猪市场整体呈现弱势运行，南北方市场表现略有分化。

北方市场临近小年，终端备货启动带动屠宰量小幅提升，但增幅普遍不及预期。养殖端出栏积极性较高，市场猪源供应充足，整体呈现供大于求的格局。尽管连续降价引发部分养殖企业的抵触情绪，但在供应过剩的背景下，其定价话语权偏弱。预计短期价格将以窄幅震荡为主。

南方市场猪价有稳有降，区域内部存在差异。市场核心压力源于供应充足而需求疲软。不

过，随着南北方价差拉大，低价猪源和白条外调至北方的机会增加，这对南方本地价格形成一定支撑，使得价格降幅有所收窄。预计短期内，南方市场仍将面临供应压力，其后续走势需重点关注北方价格变化及跨区域调运的持续性。

【南华观点】

03 合约主要以交易节后需求淡季为主。月差策略上可以选择空 03 合约多 05 合约。

棉花：内外价差再度走强

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 1%，美元偏强，棉价持续承压，关注 USDA 报告的发布。上周五夜盘郑棉小幅上涨。

【市场信息】

1. 截至 2026 年 2 月 4 日，全国棉花累计公证检验量已达 734.04 万吨，同比增加 94.98 万吨。
2. 巴西对外贸易秘书处公布的出口数据显示，2026 年 1 月巴西出口棉花 31.69 万吨，较上年同期的 41.56 万吨减少 9.87 万吨，同比下降 23.76%。

【核心逻辑】本年度新棉公检工作已接近尾声，随着春节临近，下游新增订单有所减少，纱布厂即将陆续放假，整体负荷小幅下滑。目前，纺织企业对棉花远期价格多持乐观态度，在原料采购上维持逢低买入，但棉价向下传导不畅，纺纱利润受到挤压，市场后续关注点将转向年后的传统旺季需求能否如期兑现。当前，内外棉价差持续走扩，预计将带动一季度国内棉花及棉纱进口量增加，这仍是压制国内棉价上方空间的主要因素。短期内，美棉自身基本面驱动有限，更多受宏观环境影响，年后若棉粮比价维持低位，新作植棉面积或有缩减可能，同时随着巴西棉出口转弱以及中国对进口纱需求上升，东南亚地区对美棉的采购需求有望增加，美棉有望迎来更多的反弹驱动，但需警惕美棉市场目前未点价采购合约量仍处高位，短期或存在价格回调风险。

【南华观点】短期棉价受宏观情绪扰动明显，本年度产业供需偏紧的预期暂未改变，为棉价提供了核心支撑，但年前外盘暂缺强劲的上行驱动，郑棉上方空间受内外价差制约，且随着春节假期临近，市场资金避险情绪升温，预计郑棉短期或以震荡行情为主，后续需密切关注下游进口动态及新增订单的实际表现。

白糖：临近春节，销售比较清淡

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收跌 14.14 美分，跌破 14.5-15 美分区间，周五夜盘郑糖收涨。

【现货报价】白糖现货持稳，南宁中间商站台 5330 元/吨；昆明中间商报价 5100-5200 元/吨。

- 【市场信息】
1. 行业高管在迪拜食糖会议上表示，受种植面积缩减影响，欧盟 2026/27 榨季食糖总产量预计从 1710 万吨降至约 1550 万吨。
 2. 据沐甜科技，截至 2 月 5 日，25/26 榨季云南已开榨糖厂 50 家，同比增 2 家，日榨蔗能力 18.19 万吨，同比增 0.76 万吨；本周预计再有 1 家开榨，2 月下旬 52 家将全部开榨。今日昆明现货报价 5150-5180 元/吨，企业反映节前销售清淡。西盟昌裕糖业改造后日处理能力提升 367%至 7000 吨，预计年产白砂糖 11.34 万吨。
 3. 巴西 1 月出口糖约 201.75 万吨，同比减少 2.09%。巴西 2025/26 榨季（4 月-次年 3 月）截至 26 年 1 月累计出口糖 3023 万吨，同比减少 7.15%。

【南华观点】当前国内白糖需求一般，国际原糖价格偏弱运行，预计对国内白糖造成拖累。预计国内白糖进一步上行空间有限，上方 60 日均线压力较大。

鸡蛋：节前备货需求结束

【期货报价】鸡蛋主力合约 JD2603 收于 2904，小幅上涨 0.45%。

【现货情况】

现货成交上看，北京各大市场鸡蛋价格下落 5 元每箱，北京主流参考价 166 元/44 斤，石门，新发地、回龙观等主流批发价 166 元/44 斤；大洋路鸡蛋主流批发价格 166-167 元。上海褐壳鸡蛋价格下落 3 元每箱，浦东褐壳鸡蛋接货价 104 元/27.5 斤。山东菏泽曹县、单县主流鸡蛋价格维持稳定，褐壳大蛋到户价参考 107-108/30 斤。整体来看鸡蛋现货价格在前期大幅上涨后有所回落，主要原因还是在于节前备货窗口的结束，流通环节和生产环节已经基本完成补库需求，在驱动力减弱的情况下现货价格对盘面的支撑也减小。

【南华观点】

策略上可以选择 JD2603-C-3100 卖涨期权。

苹果：春节备货步入尾声

【期货动态】周五苹果期货收涨，主力合约 AP2605 跌 0.45%，收盘价 9535 元/吨；AP2503 下跌 1.19%，收盘价 9449 元/吨。近期苹果成交量持续收缩，多空博弈缓和，近月 03、04 持仓持续收缩。

【现货价格】栖霞 80#一二级晚富士（条纹）参考价 4.15 元/斤，栖霞 80#一二级晚富士（片红）参考价 3.85 元/斤，陕西洛川产区晚富士 70#以上半商品 4.2 元/斤，白水地区晚富士 70#以上统货 2.9 元/斤。

【现货动态】当前产区春节备货已进入中后期，果农货整体成交氛围偏弱，部分产区客商调货有所增加。目前客商以发运前期已包装好的货源为主，整体包装发运节奏尚可；主产区果农统货成交量一般，走货仍以高次果、三级果为主，部分果农急售情绪有所加重。

【库存分析】1.据钢联数据，截至 2026 年 2 月 4 日，全国主产区苹果冷库库存量为 619.81 万吨，环比上周减少 34.25 万吨，去库速度环比加快，高于去年同期。2.卓创数据显示，截至 2026 年 2 月 5 日，全国冷库库存比例约为 42.79%，较去年同期低 4.08%，本周冷库库容比下降 2.85%，去库率 23.41%，春节备货高峰，前期包装好的货源也陆续发货，出货量较大。

【南华观点】盘面逻辑继续围绕基本面和交割短期问题，当前备货步入尾声，消费旺季逻辑兑现差不多了，若短期需求走弱，可能对盘面有压制，但鉴于交割矛盾对盘面有支撑，下跌的空间有限，盘面易涨难跌。

红枣：节前购销放缓

【期货动态】上周五红枣主力合约收于 8695 元/吨，跌幅 1.25%，在外围市场情绪及自身基本面影响下承压运行。

【产区信息】据钢联调查显示，新季灰枣产量在 57.38 万吨左右，较正常年份小幅减产，在上年度库存基础之上，国内供应充裕。

【销区信息】上周五广东如意坊市场到货 1 车，参考特级 9.80-10.50 元/公斤，一级 8.30-10.0 元/公斤，河北崔尔庄市场出摊商户减少，参考特级 8.80-10.50 元/公斤，一级 7.80-8.50 元/公斤，下游按需采购为主，价格持稳，市场开始陆续放假。

【库存动态】2 月 6 日郑商所红枣期货仓单录得 3350 张，较上一交易日持平，有效预报录得 768 张。据钢联统计，截至 2 月 5 日，36 家样本点物理库存在 11888 吨，周环比减少 1255 吨，同比增加 12.84%。

【南华观点】25/26 产季红枣产量已敲定，市场关注点转向需求端变化，临近春节，下游购销放缓，且资金避险情绪上升，短期红枣价格或维持低位震荡，中长期来看，国内红枣整体供需格局偏松，价格仍将面临承压走势。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、杨歆悦（Z0022518）提供。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。