

金融期货早评

宏观：AI 敲响经济的钟？

【市场资讯】1) 商务部新闻发言人就美近期关税调整举措答记者问：视情适时决定调整对美关税反制措施。2) 上金所调整黄金部分合约保证金水平和涨跌停板。3) 春节假期国内出游 5.96 亿人次，总花费超 8034 亿元。4) 消息人士：特朗普政府将利用 AI 为关键矿物设定参考价格，其将首次制定锗、镓、铟和钨的参考价格。5) 伊朗局势——①白宫重申特朗普的首要选择始终是外交，但在必要时也会动武。②伊朗外长：希望在最短时间内与美国达成公平协议。③美军向以色列部署 11 架 F-22 战斗机。④伊朗在伊南部沿海地区举行军事演习。6) 美联储——①库克：AI 投资热潮可能在短期内提高中性利率。可能无法在不引发通胀风险的情况下缓解 AI 驱动的失业潮。②古尔斯比：在有更多证据表明通胀正在回落之前不宜降息，对今年有望进一步降息持乐观态度。③博斯蒂克：即使生产力上升，美联储仍需聚焦通胀。④柯林斯和沃勒预计 AI 不会引发就业市场剧变。⑤柯林斯：很可能在一段时间内维持当前利率。⑥巴尔金：货币政策目前处于应对风险的有利位置，生产率提升并非仅源于 AI。7) 美国正式开始征收 10%全球关税，白宫正在准备把税率提高到 15% 的正式命令。8) 商务部发布公告，决定将 20 家日本实体列入出口管制管控名单，同时将 20 家日本实体列入关注名单。9) 中国人民银行开展 6000 亿元 MLF 操作。

【南华观点】近期人民币汇率走出一轮强势行情，创下阶段新高。这一轮升值的特殊性在于，并非主要由外部因素驱动，而是地缘主动、产业进展、政策协同与外部环境共同作用的结果，其中内生定价逻辑占据了主导地位。支撑人民币走势的核心，是国内产业链自主化能力的持续提升。从稀土深加工项目接连落地，到高端钨制品国产化率突破 95%，再到半导体材料产能逐步爬升，这些产业层面的变化，正在改变市场对中国经济韧性的看法。与此同时，商务部近期将三菱造船等 20 家日本实体列入出口管制名单，这一动作传递出中国在核心利益上的明确立场，对市场情绪形成支撑。产业端的积累与地缘层面的表态相互叠加，为人民币提供了支撑。外部环境方面，美元走弱也为人民币升值创造了条件。2025 年 11 月以来中美经贸关系趋于稳定，人民币面临的外部不确定性有所下降。美元指数则持续承压，美国司法部对美联储主席鲍威尔的调查引发市场对联储独立性的担忧，新主席的表态也未能扭转美元弱势，整体外部环境对非美货币相对友好。政策层面，央行与财政部的协同操作进一步稳定了基本面预期。2 月 25 日，央行在春节后流动性回笼期开展 6000 亿元 MLF 操作，加码中长期资金投放，释放维持流动性合理充裕的信号。与此同时，地方债额度提前下达、财政政策前置发力，正在与货币政策形成稳增长的政策合力。这些举措为宏观经济提供了支撑，也增强了汇率的稳定性。展望后续，春节后流动性的主要变量来自政府债供给节奏，政策端预计将相机调节。中日贸易摩擦可能进入常态化阶段，但国内产业链自主化的持续推进，有望对冲相关短期扰动。当前外汇市场供需结构平稳，政策面以平滑波动为主，不会主动引导汇率单边运行。

人民币汇率：重点关注特朗普发表国情咨文演讲情况

【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 6.8849，较上一交易日上涨 265 个基点，夜盘收报 6.8812。人民币对美元中间价报 6.9414，调贬 16 个基点。

【核心逻辑】日本首相高市早苗向日本央行总裁植田和男表达了对进一步升息的保留态度，市场担忧日央行加息节奏，日元走弱，美元指数被动走强。重点关注特朗普发表国情咨文演讲情况。在美元指数日内走强的背景下，人民币日内再次表现强势。结售汇数据显示，

企业结汇或仍是推动人民币趋势升值的一大重要因素。后续重点关注企业结售汇意愿情况，若季节性结汇效应逐步消退，美元兑人民币与美元指数的联动性有望增强。此外，还需关注中间价的表现，当前逆周期因子仍在释放维稳信号。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 6.95 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 6.88 关口附近采取滚动购汇的策略。

【重要资讯】1) 国常会：推进银发经济和养老服务发展有关工作，审议通过《关于加强基层消防工作的意见》。2) 特朗普将于北京时间周三上午十点发表国情咨文，市场紧盯关税、生活成本、移民、地缘。3) 特朗普 10%“全球关税”周二生效，15%关税实施时间表尚未敲定。报道：美国考虑对约六个行业加征新一轮关税，可能涵盖大型电池等。4) 报道：特朗普拟用 AI 定关键矿产参考价，锆、镓、锑、钨首批纳入。5) 芝加哥联储主席：当前通胀“还不够好”，关税裁决有助通胀降温。美联储理事库克：货币政策可能无法应对 AI 引发的失业潮；理事沃勒：Citirini 报告“夸大了 AI 对就业的潜在影响”。

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：流动性及情绪面积极，支撑股指偏强

【市场回顾】

上个交易日今日股指集体收涨，两市成交额放量至 2.2 万亿元以上。期指均缩量上涨。

【重要讯息】

1. 中国商务部回应美国关税调整：将适时决定调整针对美方原芬太尼关税和对等关税的反制措施。
2. 特朗普 10%“全球关税”周二生效，15%关税实施时间表尚未敲定。

【行情解读】

春节后第一个交易日，股指迎来开门红，四大期指均收涨，中小盘股指表现相对偏强，油气、化工等顺周期板块领涨，AI 板块则受美国小作文影响表现不佳。假期海外因素多空交织，美国多项经济数据公布、美联储会议纪要分歧较大，扰动降息预期，同时美国最高法院裁定特朗普关税违法，特朗普随即动用替补工具并宣布加征 10%全球关税，贸易政策的不确定性再度上升，不过我们认为整体影响可控。国内 1 月社融同比小幅多增、基本符合预期，M2 同比增速超预期成为核心亮点，为股指提供支撑。展望后市，春季躁动叠加政策利好预期，同时美股 AI 担忧缓和，流动性以及情绪面都偏积极，预计股指延续偏强。

【南华观点】股指预计偏强运行

国债：谨慎看待上涨空间

【市场回顾】周二期债开盘冲高，此后震荡，各品种主力合约均收涨，TL 涨幅最大。公开市场逆回购 5260 亿，净回笼 9264 亿。资金面偏紧，DR001 升至 1.36%左右。不同于期债，现券表现较为克制，收益率窄幅波动，相较节前变化不大。机构行为方面，证券、保险买入；银行、基金卖出。

【重要资讯】1.李强主持召开国务院常务会议，对抓紧做好春节假期后政府工作作出部署。

【行情解读】昨日资本市场迎来开门红，期债在股市大涨的情况下并未走弱，长债延续了节前的交易情绪，但现券市场交易活跃度一般，表现不及期货市场。一级市场 3Y 与 10Y 国债中标利率明显低于二级市场，显示配置力量不弱。央行今日将进行 6000 亿 MLF 操作，超额续作 3000 亿，有利于稳定月末资金面。短期交易盘可能仍有做多动力，但需谨慎看待上行空间。

【南华观点】T2606 中线多单少量持有；短线不追高，等待布局机会。

集运欧线：多重利好集中兑现，期市冲高回落显分歧

节后首日期市大涨后大幅回吐涨幅，显示市场在消化重大消息后面临现实考验。

【行情回顾】

昨日（2月24日）为春节假期后首个交易日，集运指数（欧线）期货市场高开高走后大幅回落，呈现冲高回落格局。主力合约 EC2604 开盘后迅速拉升，盘中最高触及 1397.0 点，最大涨幅接近 10%，但午后涨幅持续收窄，最终报收于 1320.6 点，按结算价计算日涨幅为 4.0%，日内增仓显著，持仓量上升至 3.45 万手。次主力合约 EC2606 收于 1691.6 点，上涨 3.4%。远月合约 EC2612 收于 1468.9 点，上涨 6.4%。市场成交量显著放大，八大合约总成交 6.34 万手。盘面走势显示，市场在集中交易假期积累的利多消息后，多头对后续涨价落地持续性存疑，选择部分止盈。

【信息整理】

当前市场受地缘政治、贸易政策等多重宏观因素驱动，波动剧烈且预期分歧较大：

利多因素：

- 1) 中东地缘风险升温：美国近期向中东调集重兵施压伊朗，市场担忧潜在的美伊军事冲突可能外溢，威胁霍尔木兹海峡与红海航道安全，构成潜在运价支撑。
- 2) 美国关税政策剧变：美国最高法院裁定此前部分关税违法，而新宣布的 15% 附加关税低于部分国家的对等关税，且 150 天后延期需国会批准。政策变动可能引发特定商品新一轮“抢出口”潮，提振短期运输需求。
- 3) 中美关系缓和预期：特朗普计划访华的消息，为中美贸易关系带来缓和向好的市场预期。

利空因素：

- 1) 地缘局势不确定性高：美伊冲突存在通过谈判解决的可能性，若如此，当前计入价格的“航道风险溢价”可能回吐，红海复航逻辑将重新主导市场。
- 2) 现货提涨落地存疑：尽管船公司发布 3 月涨价函，但当前主流线上报价（与涨价目标仍存在较大差距，现货实际涨幅可能打折。

【南华观点】

集运欧线期货短期预计宽幅震荡，市场在宏观利好与现货基本面间反复博弈。节后首日的大涨已初步兑现假期积累的多重利好，进一步上行需等待新的强驱动（如地缘冲突实质化、3 月下半月涨价函发布）。

【风险提示】

- 1) 密切关注美伊地缘政治局势演变，警惕局势缓和或恶化带来的双向剧烈波动。
- 2) 关注 3 月份船公司涨价的实际执行情况与货量支撑力度，现货端证伪风险仍存。
- 3) 警惕全球宏观经济超预期下行对远期运输需求的负面影响。

以上评论由分析师宋霁鹏（Z0016598）、徐晨曦（Z0001908）、周骥（Z0017101）、廖臣悦（Z0022951）、潘响（Z0021448）提供。

有色金属早评

铜：以时间换空间，等待去库周期

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.898 美元/磅，涨 2.03%；LME 铜收于 13195 美元/吨，涨 2.54%。沪铜主力最新报价收于 101860 元/吨，涨 0.25%；国际铜收于 90400 元/吨，涨 0.32%。主力收盘后基差为 65 元/吨，较上一交易日涨 170 元/吨，基差率为 0.06%。沪伦比 7.87，前值 7.81。LC 价差 4 月合约价差-133.8 美元/吨，5 月合约价差-185 美元/吨。

【产业信息】1、2 月 24 日，上期所铜期货注册仓单 277089 吨，较前一日增加 80409 吨；上期所铜库存 272475 吨，较前一日增加 23564 吨；2 月 24 日，LME 铜库存 243175 吨，较前一日增加 1350 吨；LME 铜注册仓单 232250 吨，较前一日增加 950 吨，注销仓单 10925 吨。2 月 23 日，COMEX 铜库存 600436 吨，环比增加 1734 吨。

2、上海金属网 1#电解铜报价 101000-102150 元/吨，均价 101575 元/吨，较上交易日上涨 1300 元/吨，对沪铜 2602 合约报升 140-升 400 元/吨。现货市场氛围较节前回暖，但下游消费一般，贸易商流转为主，02-03 维持贴水状态，持货商转对 03 合约报贴水，交割日现货流通相对有限，对当月大幅升水。目前社库积压伴随交割，叠加铜价偏强波动，预计交割后升水偏弱。

3、加拿大 Taseko Mines 旗下位于美国亚利桑那州的 Florence 铜矿正式产出阴极铜，成为该公司第二座在产矿山。这一里程碑节点，是在 2025 年第四季度项目建设顺利完工、佛罗伦萨铜矿溶剂萃取 - 电积 (SX/EW) 厂完成调试后实现的。公司在最新财报中表示，SX/EW 厂已全面投产，阴极铜已开始量产。注液作业已于 2025 年第四季度启动，截至目前，矿场运行表现达到或优于预期。2026 年剩余时间里，Taseko 团队将重点推进项目达产爬坡，全年阴极铜产量目标为 3000 万-3500 万磅。项目满产状态下，年均可生产 8500 万磅（3.85 万吨）LME A 级阴极铜。

【南华观点】节后首日，大多数商品呈现“开门红”，沪铜价格跟随高开，日内缩量上涨，尾盘涨幅收窄。走势基本符合预期，因为下游开工率尚未完全恢复，盘中多空以平仓为主。技术面看，期铜主力承压于前期压力位而回落，根据最新价格数据测算，我们预计沪铜价格波动重心上移至 99605-105119 元/吨，若突破 102000-103000 压力区间，价格向上弹性变大。

策略方面，预期价格先盘整后上涨，可考虑水平套利策略。如买入日历价差策略（卖出相同行权价的近月看涨，买入相同行权价的远月看涨）。

铝产业链：产业氛围还未恢复，沪铝维持震荡

【盘面回顾】隔夜沪铝主力收于 23550 元/吨，环比-0.55%，成交量为 7 万手，持仓 23 万手，伦铝收于 3110.5 美元/吨，环比+0.63%；氧化铝收于 2837 元/吨，环比-0.39%，成交量为 10 万手，持仓 30 万手；铸造铝合金收于 22275 元/吨，环比-0.42%，成交量为 1471 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：节后首日，沪铝维持震荡。现货方面，成交较清淡，产业氛围还未恢复，对盘面贴水扩大。中长期来看，沪铝驱动不改且在美国中期选举和国内十五五规划下，需求大幅走弱概率较小，仍维持向上态势。短期宏观驱动暂缓且面临累库压力，铝或将维持震荡整理，支撑位关注 23000-23500，主要关注节后需求情况和伊朗局势，可考虑卖出虚值期权防守。

氧化铝：中长期我们认为氧化铝基本面较弱，暂无彻底反转的迹象，中长期仍偏空。节前供应端小作文频出且集中于某厂二期项目，后续关注其具体情况，可卖深虚看涨值期权参

与，或等情绪消退后卖空。

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

锌：跟随外盘补涨

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收盘价 24684 元/吨。其中成交量为 13.83 万手，持仓 18.22 万手。现货端，0#锌锭均价为 24650 元/吨，1#锌锭均价为 24580 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，锌价整体跟随板块波动，偏强运行，主要对外盘假期内的涨幅进行补涨，夜盘窄幅震荡。基本上，维持供需双弱格局，国内矿山一季度季节性减产，原料延续偏紧。需求端，下游尚未复工，同时春节季节性累库。展望未来，当前宏观不确定性较大，地缘政治构成的避险情绪以及降息预期仍对有色进行支撑，短期原料偏紧下预计偏强震荡。

【南华观点】偏强震荡，警惕关税消息下盘面负反馈。

镍-不锈钢：节后首日补涨，关注下游复工节奏

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 140330 元/吨，上涨 1.65%。不锈钢主力合约收于 14215 元/吨，上涨 1.03%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 146850 元/吨，升水为 8900 元/吨。SMM 电解镍为 145350 元/吨。进口镍均价调整至 137900 元/吨。电池级硫酸镍均价为 31950 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 4827.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2%。8-12%高镍生铁出厂价为 1056 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 4.06%。纯镍上期所库存为 58775 吨，LME 镍库存为 287706 吨。SMM 不锈钢社会库存为 894500 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29346 吨。

【南华观点】镍不锈钢开市首日震荡偏强，夜盘再度上涨。春节期间伦镍走势修复，沪镍节后同步补涨，情绪仍偏强。基本上目前仍处于节后复苏阶段，部分上游试探报价，整体仍有一定挺价氛围，节后需求端复苏尚不明朗。镍矿方面持续走势偏强，菲律宾以及印尼加强镍产业合作或进一步加强两国在镍矿方面资源掌控权。新能源方面价格企稳，下游主流采购尚未开启，现货流通有限。镍铁方面节后首个工作日上游报价坚挺，下游部分尚未复工，实际成交较为有限。不锈钢日内同步跟涨，当前现货市场相对较为冷清，下游大多尚未复工。现阶段可重点关注美国关税扰动以及印尼供给端发展，后续三月旺季临近，价格或维持高位震荡为主。

锡：收复跌幅

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 38.53 万元每吨；成交 14.01 万手；持仓 8.16 万手。现货方面，SMM 1#锡价 387350 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价整体偏强震荡，夜盘延续走势，主因春节假期内外盘走势高位震荡并收复节前跌幅。基本上，供给端延续偏紧，而需求端暂未复工。当前价格处于历史高位，下方受供给端与宏观支撑，上方受未来需求端高价负反馈压制。展望未来，预计维持高位震荡，关注印尼审批进度与缅甸实际复产进度。

【南华观点】高位震荡

铅：开门红后盘面分歧较大，观望为主

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16680 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16525

元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅在早盘开盘后迎来开门红，但是在内外盘累库压制下，后续表现不佳，整体偏弱震荡，夜盘窄幅震荡。基本上，当前维持供需双弱格局，节后多空事件频发导致目前盘面观望情绪较浓，同时现货市场维持贴水。展望未来，预计铅价维持震荡运行。

【南华观点】震荡为主。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）、傅小燕（Z0002675）、揭婷（Z0022453）及助理分析师管城瀚（F03138675）、林嘉玮（F03145451）提供。

油脂饲料早评

油料：报告调整有限

【盘面回顾】美国关税政策变动宣布将全球进口商品临时关税提高至 15%，市场预期可能削弱中国后续对于美国大豆采购意愿，外盘前高附近止涨回落，

【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，节后报价整体走弱，但由于盘面跌幅大于现货，基差维持坚挺。全国来看，整体油厂大豆库存因春节停工短暂回升，节后国内油厂处于陆续开机过程中，豆粕库存预计将继续回升，而下游物理库存处于历年高位，整体采购成交情绪一般。

菜粕端来看，华南地区澳籽逐渐开始压榨，一季度整体在澳籽不断到港过程中菜粕供应得到恢复，且市场再度传言后续加菜籽进口预期，菜粕或将继续表现弱势。需求端来看在水产旺季来临前缺乏更多增量，故价格难言乐观。

【后市展望】市场预期最新关税裁定可能影响中美关税协议，美豆出口预期被削弱，关注 3 月底访华是否达成新协议进度。美豆新作方面由于种植面积基本符合预期，盘面暂未大幅波动。南美虽墒情一般，但整体丰产格局已定。后续关注中方对于美豆采购及 EPA 生柴政策，美豆或将进入高位宽幅震荡期；内盘来看，短期内大豆供应偏紧现实仍存，现货基差坚挺，但中期高供应量仍是压制盘面高度的关键，故内盘连粕仍属于短多长空的趋势中。

【南华观点】关注单边做空及反套机会。

油脂：短期宽幅震荡运行

【盘面回顾】夜盘原油因美伊冲突未解决影响下依然维持震荡偏强，美豆油假期期间传出消息 EPA 将提交年度计划，但今日并未有最新动态，美豆油小幅回落 60 美分，但整体偏强趋势未改，马棕油走势相对疲弱，因产地出口步伐变慢拖累并未复刻美豆油走势。国内油脂板块夜盘走势分化，豆油继续上涨，但棕榈油与菜油基本回吐日盘涨幅。

【供需分析】棕榈油：SPPOMA 数据显示，2026 年 2 月 1-20 日马来西亚棕榈油单产环比上月同期减少 23.82%，产量环比上月同期减少 22.24%，减产季依旧推动去库，产地压力继续减轻，但同一时期马来出口下滑，或拖累去库速度。春节期间有消息称马来部分地区出现暴雨，观察天气持续影响，如暴雨持续产量将进一步缩窄。

豆油：美国新季大豆种植面积预计增加，巴西大豆新作依然创纪录丰产，全球大豆供应格局维持宽松，但美国生物燃料政策依然利好美豆油，美豆作为原料需求也受到支撑，国内豆油成本端下行有限，叠加一季度大豆到港低位，库存继续去化，供应压力继续下降。

菜油：加菜籽新作产量同比大幅增长，全球菜籽供应宽松，3月国内将公布反倾销事件结果，市场对后市加菜籽购买较为乐观，预计菜油供应逐渐宽松，但春节期间加菜籽价格上涨，短期菜油支撑仍在。

【南华观点】春节假期产地刚需虽然没有明显变化，但地缘冲突及全球植物油市场利好条件下，油脂维持宽幅震荡运行。

以上评论由分析师靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

能源油气早评

燃料油：依旧地缘主导

【盘面回顾】截止到夜盘，FU05 收于 2919 元/吨，LU05 收于 3479 元/吨

【产业表现】2月24日亚洲高硫燃料油（HSFO）市场结构持续走弱，380 CST HSFO 现货升水自2月20日近11个月高位连续三日回落，2月23日较20日大幅下调；380 CST HSFO 3-4月掉期价差、月间价差显著收窄，裂解价差同步走弱；180 CST HSFO 现货升水亦同步回落。新加坡低硫船用燃料油掉期价差小幅波动，现货升水受买盘支撑走高至近一月高位。亚洲高硫燃料油供应充裕，下游船燃市场需求疲软，对市场支撑不足；托克报价走弱进一步压制180 CST HSFO 现货价差。低硫船燃方面，Shell对3月装船货买盘坚挺，印度 MRPL 招标出售 3.5 万吨 0.5% S 船用燃料油。

【南华观点】供应宽松叠加下游高硫船燃需求低迷，是亚洲高硫燃料油市场结构走弱、价格及价差大幅回调的核心原因；低硫船用燃料油则受刚性买盘支撑，整体表现相对偏强。

沥青：小幅波动

【夜盘回顾】截至夜盘，bu04 收于 3358 元/吨。整体走势呈现窄幅震荡。

【现货回顾】国内沥青市场均价为 3356 元/吨，较上一日上涨 31 元/吨，涨幅 0.94%。春节期间，需求及汽运交通运输受限，不过原油价格大幅上涨，在成本支撑下，北方贸易商报价上调为主，带动今日国内沥青市场均价走高；春节期间华东主营汽运价格上调 20 元/吨，今日船运价格存上调预期，华南个别炼厂船运价格上调 50 元/吨。此外，春节期间，南方部分社会库船运资源入库，带动库存水平明显攀升。

【南华观点】假期结束，现货端成交清淡。受到假期原油上涨带动，与期价相比，现货层面跟涨乏力，实际成交热度和价格不尽人意。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。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）提供。

贵金属早评

铂钯：铂钯震荡偏强

【盘面回顾】昨日夜盘 NYMEX 铂钯震荡偏强，最终 NYMEX 铂 2604 合约收 2178.6 美元/盎司，+1.21%，NYMEX 钯 2606 合约收 1840.0 美元/盎司，+1.92%。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。消息面，美联储理事库克表示，AI 引发巨变，短期内或至中性利率上升。

【南华观点】关税方面，对等关税被最高法院推翻后，特朗普政府会寻找更加坚实的法律依据重建关税框架，再通胀的风险依然较高，新税率和退税纷争使得政策不确定性有所抬升。对等关税被推翻后，特朗普短期通过 122 临时关税填补税率真空，中长期可能通过 232 和 301 维持高关税框架，据 2.24 华尔街日报，特朗普政府正在考虑对六种行业征收“国家安全关税”（大型电池、生铁与铁质配件、塑料管材、工业化学品以及电网和电信设备等行业）。此外，对等关税被裁定违法后带来的巨额退税压力，将进一步加重美国财政负担（对等关税贡献美国关税收入近 60%），从而强化弱美元逻辑，对贵金属整体形成支撑。美伊方面，美伊重启间接谈判但分歧仍存，美方军事施压与伊朗强硬回应并存，中东地缘风险持续抬升。2.24，特朗普释放美伊局势缓和信号，称更倾向达成协议而非战争。中长期来看，铂钯牛市基础仍存。2026 年上半年美联储预计维持宽松基调，央行购金、避险及投资需求将持续推升贵金属价格中枢。沃什获提名美联储主席虽引发市场担忧（缩表或提振美元信用、松动贵金属支撑逻辑），但实际影响有限。关注俄罗斯未锻造钯双反调查结果和 LME 公布的新管理者细节。关注 15%临时关税实施后，贸易伙伴相关反制措施。

【风险提示】铂钯高波动下注意风险控制。铂钯内外盘交易不连续，开盘多参考外盘夜盘，需警惕开盘跳空风险。

黄金&白银：回落调整

【盘面回顾】周二贵金属价格回落调整，受节中地缘避险与美国贸易不确定性担忧缓和引发贵金属获利盘回吐影响。最终 COMEX 黄金 2604 合约收报 5160.5 美元/盎司，-1.25%；COMEX 白银 2603 合约收报于 87.07 美元/盎司，+0.57%。周边美指微涨，10Y 美债收益率震荡，比特币偏弱，原油震荡，美股回升。昨日全球最大黄金 ETF--SPDR Gold Trust 持仓增加 7.72 吨至 1094.19 吨。全球最大白银 ETF--iShares Silver Trust (SLV) 白银持仓增加 277.54 吨至 16107.92 吨。

【交易逻辑】目前贵金属市场交易集中在美联储货币政策预期、地缘局势避险与贸易政策不确定三个维度上。短期需关注 15%临时关税若正式实施后，贸易伙伴反制措施，以及美国政府与法律就贸易关税博弈下的后续变化。另外，3 月 19 日美联储 FOMC 会议点阵图及经济预测则是验证降息路径的关键，期间则需关注 3 月初美非农就业报告、3 月中旬美 CPI 数据。

【南华观点】策略上维持贵金属战略看多立场，白银则关注金银比修复机会。风险上警惕短期地缘与贸易关税担忧缓和下的获利了结风险。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）提供。

化工早评

纸浆-胶版纸：期价延续上行趋势

【盘面回顾】昨日纸浆期货（SP）价格夜盘冲高回落后再度上行；胶版纸（双胶纸）期货（OP）夜盘走势偏震荡。

【现货市场】山东银星报价 5350-5380 元/吨（+50/+60），山东乌针、布针报价 4720-5150 元/吨（+50/+50），华南银星报价 5400 元/吨（+50）。

【港口库存】纸浆：截止 2 月 13 日，港口库存 219.5 万吨（+1.3）。

【南华观点】针叶浆现货市场价格普涨，带动期货估值上涨。如此前预期，大宗商品情绪带动期价有所上行，此外春节期间主流浆厂发布 3 月提价计划，带动期价上行。但当前基本面从中期来看相对偏中性：春节后纸厂预计将逐渐复产，从下游需求角度带来一定利好，但目前仍相对偏弱；而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维稳，继续累库，对现价和期价的压制加深。总体来看，当前行情中性略偏多。

对于胶版纸期货而言，期价如期震荡。一方面，基本面在纸厂频频减产、停机的情况下，供过于求的情况有所缓解；另一方面，需求仍偏清淡，且阔叶浆和针叶浆价格下行，使得成本端支撑减弱。当前市场多空因素交织。

对于后市而言，策略上，纸浆期货可少量尝试低多策略，胶版印刷纸期货可维持区间交易。

纯苯-苯乙烯：关注地缘动向

【盘面回顾】BZ2604 夜盘收于 6280（+63）；EB2604 夜盘收于 7646（+47）

【库存情况】截至 2 月 24 日，江苏纯苯港口样本商业库存量 30.4 万吨，较上期库存增 0.7 万吨。截至 2 月 24 日，江苏苯乙烯港口库存 15.81 万吨，较上周期增 6.19 万吨，幅度 +64.35%；截至 2026 年 2 月 12 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 16.09 万吨，较上一周期增加 0.31 万吨，环比上升 1.94%。

【南华观点】

春节假期原油偏强运行，节后首日化工品补涨明显，当前地缘仍存不确定因素。品种自身来看，纯苯最新港口库存数据为 30.4 万吨，小幅累库，符合预期。现货市场，华东近月价格跟随盘面上涨但涨幅不及盘面，基差走弱。2 月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 月供应逐步增加，而下游 3S 在春节期间对于苯乙烯需求下滑，苯乙烯供需由紧转松，但短期地缘反复以及出口对苯乙烯价格形成支撑。节后首日多空交织，成本端原油强势加上苯乙烯再传至韩国以及欧洲的出口成交形成利多；与此同时苯乙烯港口明显累库至 16.09 万吨（市场对春节累库有预期），总体利多占据上风，盘面偏强运行。夜盘基本面无新增消息，纯苯苯乙烯震荡偏强。后续重点关注地缘风险导致的原油波动、京博装置回归时间点以及下游 3S 春节后复工情况。策略上，单边建议等待回调布多机会。

LPG：地缘增加波动

【盘面动态】LPG2604 日盘收于 4582 (+166)，夜盘收于 4535 (-47)，4-5 月差收于 77；FEI M1 收于 563 美元/吨，CP M1 收于 540 美元/吨，MB M1 收于 334 美元/吨。

【现货反馈】华东均价 4424 (-20)，山东均价 4500 (+0)，最便宜交割品价格 4420 (0)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 82.17% (+0.36%)；独立炼厂开工率 51.06% (-0.62%)，不含大炼化利用率为 46.60% (-0.68%)，国内液化气外卖量 55.66 万吨 (+0.85)，到港量 57.4 万吨 (+6.6)。需求端，PDH 本期开工率 65.57% (+2.91%)，万华复产提负；MTBE 端本期开工率 71.38% (+0.75%)，外销量依然处于高位；烷基化端开工率 36.85% (+0.31%)。库存端，厂内库容率 21.10% (-3.11%)，港口库存 202.54 万吨 (+0.74)。

【南华观点】目前 LPG 仍主要受到地缘的影响，美伊谈判依然有几个关键问题无法解决，美伊下一轮谈判计划于 2.26 在日内瓦举行。昨日午盘有消息称伊朗愿意在谈判中做出让步，夜盘期间伊朗外交部长也表示已准备好尽快与美国达成协议，原油及丙烷价格从高位回落。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，至远东海运费在 90 多美金震荡；美国在过去一周，产量回升，同时需求攀升，延续降库状态，降库速率尚可。国内方面，供应端本期在商品量及到港增加下回升，港库基本与上周持平。需求端，PDH 开工在万华复产下小幅回升，目前在检修装置部分还将持续一段时间。整体基本面变动不大。短期 PG 市场定价主导依然在美伊局势。

甲醇：暂时观望

【盘面动态】上一交易日甲醇 05 夜盘收于 2289，上涨 0.79%

【现货反馈】上一交易日远期部分单边出货利买盘为主，基差 05-25

【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】昨日甲醇期货主力合约日内涨 3%，报 2285 元/吨。现货市场同步走强，江苏太仓现货商谈在 2225-2255 元/吨。由于美伊谈判陷入僵局，军事冲突可能性加大。美国在中东部署双航母，市场对潜在冲突影响能源供应的担忧加剧，为甲醇等能化品种注入了显著的风险溢价。受伊朗冬季限气及地缘局势影响，2026 年 1-2 月中国甲醇进口量预计将大幅收缩（1 月降至 105-115 万吨，2 月或进一步下探至 80 万吨左右），强化市场对于港口库存去化的预期。

塑料 PP：成本支撑依然偏强

【盘面动态】塑料 2605 日盘收于 6820 (+176)；夜盘收于 6826 (+6)。聚丙烯 2605 日盘收于 6746 (+178)；夜盘收于 6747 (+1)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6650 元/吨，华东现货价格为 6700 元/吨，华南现货价格为 6800 元/吨。PP 拉丝华北现货价格为 6550 元/吨，华东现货价格为 6650 元/吨，华南现货价格为 6750 元/吨。

【基本面】截至年前（2 月 13 日），供应端，PE 开工率为 87.30% (+1.39%)，PP 开工率为 75.93% (+2.01%)。需求端，PE 下游平均开工率为 19.8% (-13.93%)，PP 下游平均开工率为 39.66% (-10.18%)。库存方面，PE 总库存环比下降 1.53%，上游石化库存环比下降 13%，煤化工库存上升 8%；中游社会库存上升 5%。PP 总库存环比下降 3.3%。上游库存中，两油库存环比下降 7.3%，煤化工库存下降 14.49%，地方炼厂库存上升 7.87%。中游库存中，贸易商库存下降 3.55%，港口库存上升 14.44%。

【南华观点】昨日聚烯烃盘面跟随油价震荡走高。目前宏观面支撑依然偏强，一方面是美伊局势仍在僵持，未见明显缓解，成本端的地缘风险溢价仍存；另一方面是美国最高法院裁定特朗普政府依据 IEEPA 实施的大规模关税政策违法，对华关税最终下调 5%，中美贸易格局有所改善，带动市场情绪回暖。从基本面情况来看，据隆众统计，两油聚烯烃库存 94 万吨，较节前上涨 48 万吨。较去年同期 96 万吨下降 2.08%。当前上游库存压力相对可控，库存水平与去年相似。在现货方面，受盘面上涨影响，基差小幅走弱。开年现货成交情况尚可，主要以贸易商采购为主，大部分下游企业尚未复工，实际需求增长相对有限。后续重点关注中游累库幅度以及下游复工后旺季需求的释放情况。

橡胶：看多情绪集中，维持偏强趋势

【行情走势】夜盘橡胶整体走高后小幅回落，天胶相对偏强，沪胶主力合约收盘价为 17180 元/吨 (+295)，20 号胶主力合约收盘价为 13930 元/吨 (+270)，丁二烯橡胶期货主力合约收盘价为 13100 元/吨 (+50)。

【相关资讯】

1、2026 年 2 月 25 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

2、中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2026 年 2 月 24 日贷款市场报价利率 (LPR) 为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。两个期限 LPR 均与上月持平。

3、2026 年 1 月，泰国出口天然橡胶 (不含复合橡胶) 为 21.4 万吨，同比降 10%。其中，标胶出口 11.5 万吨，同比降 16%；烟片胶出口 4.4 万吨，同比增 26%；乳胶出口 5.3 万吨，同比降 18%。其中，1 月份泰国出口到中国天然橡胶为 7.7 万吨，同比降 13%。其中，标胶出口到中国为 4.8 万吨，同比降 6%；烟片胶出口到中国为 1.7 万吨，同比增 55%；乳胶出口到中国为 1.3 万吨，同比降 52%。1 月，泰国出口混合胶为 13.7 万吨，同比降 10%；混合胶出口到中国为 13.7 万吨，同比降 8%。综合来看，泰国 1 月天然橡胶与混合胶合计出口 35.1 万吨，同比降 10%；合计出口中国 21.4 万吨，同比降 10%。

4、根据美国联邦政府周五发布报告 (因联邦政府停摆而推迟)，个人消费支出 (PCE) 物价指数在 12 月升至 3%，超预期环比上涨 0.4% (前值为 2.8%)。由于此前 CPI 数据显示通胀率降低至 2.4%，因此 PCE 数据对市场影响有限，原先 6 月降息的预期或有所延后。

5、美国海关与边境保护局 (CBP) 表示，将从美国东部时间 2 月 24 日起停止征收依据《国际紧急经济权力法》(IEEPA) 开征的关税。此前，美国最高法院 20 日公布裁决，认定川普政府援引《国际紧急经济权力法》实施的大规模关税政策违法。而后特朗普政府于 2 月 21 日宣布将全球进口关税税率从 10% 提升至 15%，自 2 月 24 日 00:01 起生效，并试图通过《1974 年贸易法》第 122 条维持关税。美国媒体报道称美国政府正考虑以“国家安全”为由，对约六个行业加征新一轮独立于此前的“15% 关税”的关税，拟议关税可能涵盖大型电池、铸铁及铁制配件、塑料管道、工业化学品以及电网和电信设备等行业。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 112570 吨，日度变化 0 吨。20 号胶当日仓单数量为 50601 吨，日度变化 -202 吨。合成橡胶当日仓单数量为 39870 吨，日度变化 560 吨。

【现货动态】天胶现货随期货大幅上涨，价格重心上移，但下游偏谨慎观望，积极性不高，昨日盘中实际成交清淡。截止昨日下午收盘，上海国营全乳胶报价为 16800 元/吨(650)，上海泰三烟片报价为 19100 元/吨(600)，印尼标胶港口美金报价为 2005 美元/吨(85)，越南 SVR10 山东市场价为 15400 元/吨(600)。全乳胶-RU 主力基差为 -230(-65)，印标-NR 主力基差为 -52(-129)。

高顺顺丁橡胶主流出厂价格稳定，现货市场价格大幅走高。原油大幅反弹提振丁二烯成本

支撑，现货挺价意愿强烈，但现货成交有限。顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 12950 元/吨(500)，对应主力合约基差为-190 元/吨(-135)，浙江传化市场价为 12900 元/吨(300)，华南主流市场价为 12400 元/吨(100)；丁二烯山东市场价为 10750 元/吨(200)，丁二烯韩国 FOB 中间价为 1250 元/吨(0)，丁二烯欧洲 FOB 中间价为 930 元/吨(0)。

【南华观点】

天胶上游产区进入低产季，原料价格坚挺，海外现货价格相对坚挺，1 月泰国出口减少带动看多情绪。国内产区停割，云南海南存在气象干旱，年中厄尔尼诺也可能加强干旱风险，全乳胶维持去库对估值有支撑，重点需关注国内 2-3 月物候条件。假期期间现货成交停滞，下游排产开工有所分化，半钢胎由于海外订单支撑，排产优于全钢胎，但干胶累库、下游产品和终端库存压力仍存，需关注节后复工情况与高库存消化进度。同时海内外物候条件尚可，注意后续产量兑现与节后进口到港情况。宏观情绪偏暖下，多头情绪较集中，预计天然胶价走势维持偏强震荡，短期大涨后进一步驱动受限。

国内丁二烯产量有所增加，但进口到港减少，流通资源相对有限，丁二烯海外价格持稳，国内装置 3 月存在部分检修计划，顺丁橡胶成本支撑仍较坚挺，关注节后下游采购情况。目前宏观扰动加强，美伊局势箭在弦上，海外原油大幅反弹提振化工板块，俄乌谈判僵局未解，美国关税裁决后又加征 15% 的关税带来额外不确定性。整体看，顺丁橡胶原料支撑稳固，后续有待需求预期兑现，进一步上涨承压。

【策略建议】

中长期整体偏多看待，但短期大涨后进一步驱动有限，短期或存在回调风险。主力合约压力位分别参考 17200、14000 和 13300。RU 和 BR 可考虑逢高卖出深度虚值看涨期权。套利方面，RU5-9 逢高反套布局；多 RU 空 BR 持有；做扩深浅价差考虑逢高减仓。

尿素：低位买入

【盘面动态】前一交易日尿素 05 收盘 1849，上涨 1.43%

【现货反馈】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 1630-1810 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。

【库存】2026 年 2 月 17 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】昨日尿素期货主力合约上涨，报收于 1850 元/吨左右，涨幅超 1%。A 股市场的化肥板块也集体走强，龙头股湖北宜化午后涨停。最新一轮印度尿素进口招标（印标）价格创下阶段性新高，东海岸到岸价（CFR）达到 512 美元/吨，较 1 月份的招标价大幅上涨了约 85 美元/吨。这一价格折合人民币已超过市场预期，直接提振了全球尿素市场的价格预期。最新一轮印度尿素进口招标（印标）价格创下阶段性新高，东海岸到岸价（CFR）达到 512 美元/吨，较 1 月份的招标价大幅上涨了约 85 美元/吨。这一价格折合人民币已超过市场预期，直接提振了全球尿素市场的价格预期。

玻璃纯碱：供应预期或变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约昨日夜盘收于 1184，1.98%，走势稳中偏强。

【基本面信息】

纯碱库存 158.80 万吨，环比+0.69 万吨；其中，轻碱库存 83.16 万吨，环比-0.34 万吨，重

碱库存 75.64 万吨，环比+1.03 万吨。

【南华观点】

一方面玻璃存冷修预期，纯碱刚需或走弱，另一方面供应端或有检修，产量预计下滑，产业矛盾或延缓。只是如果盘面上涨，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，新产能仍在释放产量，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。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2605 合约昨日夜盘收于 1061，1.24%，震荡偏强。

【基本面信息】

截止到 20260212，全国浮法玻璃样本企业总库存 5535.2 万重箱，环比+228.8 万重箱，环比+4.31%，同比-12.28%。折库存天数 24.4 天，较上期+1.3 天。

【南华观点】

虽然春节前浮法玻璃冷修加速，日熔下滑，但沙河地区有不少待点的新线，保持关注。年前的集中冷修有助于缓解春节后的累库压力和现货压力。从供需维度，浮法玻璃处于供需双弱的格局，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的。

玻璃纯碱：供应预期或变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约昨日夜盘收于 1184，1.98%，走势稳中偏强。

【基本面信息】

纯碱库存 158.80 万吨，环比+0.69 万吨；其中，轻碱库存 83.16 万吨，环比-0.34 万吨，重碱库存 75.64 万吨，环比+1.03 万吨。

【南华观点】

一方面玻璃存冷修预期，纯碱刚需或走弱，另一方面供应端或有检修，产量预计下滑，产业矛盾或延缓。只是如果盘面上涨，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，新产能仍在释放产量，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。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2605 合约昨日夜盘收于 1061，1.24%，震荡偏强。

【基本面信息】

截止到 20260212，全国浮法玻璃样本企业总库存 5535.2 万重箱，环比+228.8 万重箱，环比+4.31%，同比-12.28%。折库存天数 24.4 天，较上期+1.3 天。

【南华观点】

虽然春节前浮法玻璃冷修加速，日熔下滑，但沙河地区有不少待点的新线，保持关注。年前的集中冷修有助于缓解春节后的累库压力和现货压力。从供需维度，浮法玻璃处于供需双弱的格局，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的。

丙烯：基本面仍有支撑

【盘面动态】PL2605 日盘收于 6344 (+226)，夜盘收于 6352 (+8)；PP-PL 主力价差 395

【现货反馈】山东均价 6550 (+120)，华东均价 6525 (+80)

【基本面数据】供应端，丙烯产量 118.99 万吨 (+2.03)，开工率 72.89% (+1.24%)。主营炼厂开工率 82.17% (+0.36%)；独立炼厂开工率 51.06% (-0.62%)，不含大炼化利用率为 46.60% (-0.68%)；蒸汽裂解开工率 87.3%(+0.8%)；PDH 开工率 65.57% (+2.91%)；MTO 开工率 84.08% (+1.34%)。需求端本周整体变动不大，PP 端，PP 粒料开工率 75.93% (+2.01%)，粉料开工 25.66% (-5.74%)，丙烯腈开工 72.27% (+3.35%)，环氧丙烷开工 71.4% (+1.46%)，正丁醇开工 86.02% (+1.46%)，辛醇开工 95% (+4%)

【南华观点】丙烯行情依然受到成本、供需端的共同影响。美伊依然有较多的红线问题没有达成共识，2.26 或进行第三次谈判，昨日伊朗方表示可能在谈判中做出妥协，准备尽快与美国达成共识，原油及丙烷价格高位回落，但从盘面来看，市场更多仍是观望的态度。基本上短期依然有一定支撑，节后现货价格继续抬升，截至节前数据显示供需端均有增量，供需差小幅缩小，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 端在持续亏损下仍有一些企业比如金能、巨正源等还将检修至 2 月底。需求端，PP 开工小幅再度抬升，另外除 PP 粉料外，环氧丙烷、丁辛醇等开工也均有抬升。但其他下游除丁辛醇外，基本均处于亏损状态，按需补库为主。成本抬升及基本面情况依然为盘面带来向上驱动。

以上评论由分析师边舒扬 (Z0012647)、寿佳露 (Z0020569)、俞俊臣 (Z0021065)、张博 (Z0021070) 及助理分析师黄超贤 (F03147169) 提供。

黑色早评

螺纹&热卷：震荡偏弱

【盘面回顾】昨日成材震荡偏弱，破前期低点后拉回，螺纹环比-0.88%，热卷环比-0.87%，夜盘成材继续震荡偏弱

【核心逻辑】节前电炉减产停产，节后有复产的规律特征，炉料端相对成材偏弱，钢材利润逐渐走强，铁水有复产的预期，成材供应端的压力较大；需求端，终端制造业逐步恢复，螺纹需求会稍慢，预计正月十五后会逐步启动。春节期间钢联五大材数据，五大材产量环比+10.69 万吨，表需环比-153.44 万吨，环比-22.26%，库存环比+269.11 万吨，环比+18.65%，根据季节性规律节后几周内库存将到达最大值，节后五大材的库存压力较大。其中，热卷库存 433.85 万吨，位于近 5 年同期的最高水平，继续超季节性的累库；螺纹也累库，但累库速度好于热卷。

【南华观点】钢材价格维持震荡偏弱的趋势，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，目前成材已经突破震荡区间下沿的支撑位，有继续往下突破的可能性

铁矿石：止跌企稳

【盘面信息】铁矿石日内随黑色反弹，留下较长的下影线。

【信息整理】1. 根据 Mysteel 最新数据，2026 年 2 月 16-22 日当周，全球铁矿石发运总量

为 3320.9 万吨，环比大幅增长 23.5%，同比也显著增加 26.1%。其中，澳巴两国发运总量为 2713.3 万吨，是主要增长来源。具体来看，澳洲发运量恢复明显，达到 2010.8 万吨，环比激增 36.7%；巴西发运量为 702.5 万吨，环比增长 9.0%。四大矿山（力拓、BHP、FMG、VALE）发运量环比均实现增长，共同推动了全球供应的回升。

2. 2026 年 2 月 16-22 日当周，中国 47 港铁矿石到港总量为 2321.1 万吨，环比上周减少 7.0%。其中，澳矿到港量 1234.2 万吨，环比大幅下降 19.2%，是总到港量回落的主因；而巴西矿到港量 677.8 万吨，环比逆势增长 14.0%；非主流矿到港量 409.1 万吨，环比增加 35.3 万吨。数据显示本周到港供应结构发生明显变化，澳矿收紧，而巴西与非主流矿供应增加。

3. 2 月 12 日-2 月 18 日，五大钢材品种总产量共 804.75 万吨，环比上一期增加 10.69 万吨。截至 2 月 23 日，五大钢材品种总库存 1711.84 万吨，环比上一期增加 269.11 万吨。其中，钢厂库存 529.87 万吨，环比上一期增加 113.81 万吨；社会库存 1181.97 万吨，环比上一期增加 155.3 万吨。据测算，春节期间螺纹钢日均累库速率为 11.75 万吨，为过去 5 年同期最低。

【南华观点】当前铁矿石估值已大幅回调，前期利空因素得到较充分释放。供应端边际改善的持续性仍需观察，而需求端随着节后钢厂复产与补库的推进，铁水产量有望延续回升态势。港口库存累积压力有所缓解，整体产业链矛盾并不尖锐。若宏观预期与钢材需求端出现改善，价格下方支撑将增强，可关注估值低位下的低吸机会或正向套利策略。

焦煤焦炭：动力煤报价坚挺，炼焦煤相对弱勢

【盘面回顾】周二早盘双焦震荡走低，主力合约最大跌幅均超 3%，临近午盘双焦触底反弹，夜盘双焦冲高后小幅回落。截至夜盘收盘，焦煤 05 合约收 1108.5 涨 0.73%，焦炭 05 合约收 1646.5 涨 0.64%。

【信息整理】

1. Mysteel: 2 月 24 日印尼低卡动力煤报价偏强运行。当前印尼部分矿山配额问题仍未确定，叠加雨季及斋月预期影响，市场可售资源流通较少，且贸易商看涨情绪浓厚，整体报价坚挺上扬。

2. 据蒙古国国家统计办公室（National Statistical Office of Mongolia）最新统计数据显示，2026 年 1 月份蒙古国煤炭产量 1016.89 万吨，环比下降 2.26%，同比增长 55.74%。统计数据修正后，2025 年 1-12 月，蒙古国最新煤炭产量累计 9542.17 万吨，同比增长 0.34%。

3. 美国正式开始征收 10%全球关税，白宫正在准备把税率提高到 15%的正式命令。报道称美国政府正考虑以“国家安全”为由，对约六个行业加征新一轮关税。知情人士称，拟议关税可能涵盖大型电池、铸铁及铁制配件、塑料管道、工业化学品以及电网和电信设备等行业。这些新关税将独立于近期宣布的全球 15%关税措施单独实施。

【南华观点】国有煤矿陆续复产，民营煤矿复产略慢，国内煤炭销售稳步恢复中。进口煤方面，蒙煤通关恢复，通关车数重回高位。近期澳煤指数小幅下跌，但内外煤价倒挂仍较严重，预计后续炼焦煤到港量将处于低位。焦炭第一轮提涨落地，入炉煤成本弱稳，即期焦化利润改善，预计后续焦企开工率将小幅回升。目前高炉钢厂目前处于有序复产阶段，叠加矿山环节停产，焦煤供需格局改善。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，考虑到今年春节时间较晚，节后终端复工节奏可能偏慢，若出现“国内矿山复产超预期”与“宏观情绪转弱”的组合，节后煤焦价格或将面临较大的下行压力。

硅铁&硅锰：震荡偏弱

【盘面回顾】昨日硅铁主力收 5470，环比-0.11%，硅锰主力 5738，环比-0.66%

【核心逻辑】春节期间钢联五大材数据，五大材产量环比+10.69 万吨，表需环比-153.44 万吨，环比-22.26%，库存环比+269.11 万吨，环比+18.65%，根据季节性规律节后几周内库存将到达最大值，节后五大材的库存压力较大。下游的累库趋势，对铁合金需求造成一定的压力。铁合金供应端在自身利润不加，和产量维持低位，供应端的压力相对不大，但铁合金面临自身的高库存，尤其是硅锰，硅锰库存位于近 5 年同期库存的最高水平，去库的压力较大

【南华观点】在黑色板块整体偏弱的状态下，铁合金震荡偏弱，缺乏故事向上驱动，短期看硅铁主力合约 2605 的价格区间可能在 5300-5700 之间，硅锰主力合约 2605 的价格区间可能在 5650-6000

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

农副软商品早评

生猪：节后需求疲软

【期货报价】今日生猪主力合约 LH2605 收于 11265 跌幅达 2.04%。

【现货报价】

全国生猪均价 10.93（-0.33）元/公斤，其中河南 11.07（-0.25）元/公斤、四川 11.10（-0.37）元/公斤、湖南 10.92（-0.28）元/公斤、辽宁 10.57（-0.35）元/公斤、广东 11.48（-0.26）元/公斤、安徽 11.00（-0.30）元/公斤。

【现货情况】

春节过后，国内仔猪市场整体呈现补栏情绪分化、价格区域差异明显的态势。北方地区如辽宁、河南、山东等地补栏情绪趋于谨慎，部分散户虽有补栏积极性提升的迹象，但整体成交偏冷，仔猪价格出现小幅回调或偏弱运行。其中，辽宁断奶仔猪价格在 320-380 元/头，河南在 320-340 元/头，山东则在 340-470 元/头区间，高价成交受阻。南方市场以观望为主，湖南、四川等地价格相对稳定，湖南断奶苗报价 350-380 元/头，四川维持在 360-370 元/头，局部如西南地区出现下跌。两广地区仔猪价格较节前下降约 30 元/头，企业牌价在 340 元/头左右，成交清淡。整体来看，节后仔猪补栏情绪趋于理性，市场以观望为主，局部地区虽有补栏动作，但量级不大，价格走势分化明显。

【南华观点】

策略上可以选择生猪主力 LH2605 卖涨期权。

棉花：强势上行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉冲高回落，上涨近 0.5%，关注美棉周度出口情况。隔夜郑棉上涨近 2%。

【市场信息】

1. 截至 2026 年 2 月 23 日，全国棉花累计公证检验量已达 747.99 万吨，同比增加 100.30 万吨。
2. 据商务部数据显示，印度 2026 年 1 月的服装出口额为 15.45 亿美元，同比下降 3.84%，

环比增加 2.73%。

【核心逻辑】当前市场对本年度棉花供需趋紧的预期未改，下年度新疆棉种植面积也延续缩减预期，棉价走势偏强，但在内外棉价差高企下，一季度国内花纱进口量或有增加，将限制郑棉上行空间。当前在美国对外贸易协定支持下，印度、越南、孟加拉对美棉的签约量有所增加，美棉出口表现好转，同时 USDA 预期 26/27 年度美棉产量或有下滑，全球棉花期末库存或有趋紧，走势有所转强，有利于推动郑棉价格的上行，但美国关税政策再度面临调整，特朗普新推出的全球关税开始生效，后续宏观不确定性再度增强，市场波动或放大，关注美国对外贸易政策波动下美棉出口进度情况。

【南华观点】策略上仍建议回调布局多单但不宜追涨，上方内外棉价差牵制影响仍存，关注 15500 附近压力情况，特朗普计划于 3 月 31 日至 4 月 2 日访华，后续需重点关注节后国内下游旺季需求落地情况及美国关税政策变化。

白糖：原糖上方压力较大

【期货动态】国际原糖微跌至 13.99 美分，继续承压于 14 美分，周二夜盘白糖持平。

【现货报价】南宁中间商站台 5310 元/吨。昆明中间商报价 5120-5200 元/吨。

【市场信息】1.根据行业组织 Unica 发布的数据，巴西中南部地区 1 月下半月甘蔗压榨量接近 60.9 万吨，巴西正处于甘蔗收获期的相对淡季。2025/26 作物年度，巴西中南部地区甘蔗压榨量达到 6.02 亿吨，较上年同期的 6.15 亿吨减少 2.16%。

2.印度主要产糖邦降雨过剩，导致甘蔗产量下降，印度糖产量可能低于预期。印度供应减少可能对国际糖价构成支撑。

3.巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 2 月 18 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 43 艘，此前一周为 53 艘。港口等待装运的食糖数量为 157.70 万吨，较此前一周的 183.00 万吨下降 13.83%。

【南华观点】当前基本面利好下给白糖带来一定上行驱动，但鉴于国际原糖仍承压于前期 14 美分支撑位，且资金面显示偏空，预计反弹空间有限。

鸡蛋：整体持稳，局部微调

【期货动态】

鸡蛋主力合约 JD2604 收于 3253，涨幅达 0.06%。

【现货情况】

春节期间，鸡蛋现货市场经历了一轮从节前旺季高点向节后淡季低位的快速切换。节前（1 月底）受备货需求拉动，主产区均价一度冲高至 3.9-4.0 元/斤，但随着节日期间库存积压，节后开市价格急转直下，普遍回落至 2.70-3.00 元/斤的区间。具体来看，地区分化较为明显：山东市场内销短暂好转后走货放缓，库存压力较大，参考价跌至 2.70 元/斤；河南、江苏及东北地区开市价普遍在 2.80 元/斤左右，市场整体清淡；而湖北及西南地区开市价稍高（3.00 元/斤），节后复工复学虽带动部分走货，但贸易商仍在积极清货，短期稳中偏弱。这一轮下跌是季节性消费淡季、高存栏供应压力（1 月在产蛋鸡存栏同比仍高 5.31%）以及节前备货积累的情绪泡沫共同作用的结果。

【南华观点】

展望后市，短期（3 月中上旬前）市场预计将在高库存与弱消费的压制下保持低位震荡；中期来看，随着二季度新开产蛋鸡减少，供应收缩预期增强，价格中枢有望逐步抬升。

橡胶：看多情绪集中，维持偏强趋势

【行情走势】夜盘橡胶整体走高后小幅回落，天胶相对偏强，沪胶主力合约收盘价为

17180 元/吨 (+295) ,20 号胶主力合约收盘价为 13930 元/吨 (+270) ,丁二烯橡胶期货主力合约收盘价为 13100 元/吨 (+50)。

【相关资讯】

1、2026 年 2 月 25 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

2、中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2026 年 2 月 24 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。两个期限 LPR 均与上月持平。

3、2026 年 1 月，泰国出口天然橡胶（不含复合橡胶）为 21.4 万吨，同比降 10%。其中，标胶出口 11.5 万吨，同比降 16%；烟片胶出口 4.4 万吨，同比增 26%；乳胶出口 5.3 万吨，同比降 18%。其中，1 月份泰国出口到中国天然橡胶为 7.7 万吨，同比降 13%。其中，标胶出口到中国为 4.8 万吨，同比降 6%；烟片胶出口到中国为 1.7 万吨，同比增 55%；乳胶出口到中国为 1.3 万吨，同比降 52%。1 月，泰国出口混合胶为 13.7 万吨，同比降 10%；混合胶出口到中国为 13.7 万吨，同比降 8%。综合来看，泰国 1 月天然橡胶与混合胶合计出口 35.1 万吨，同比降 10%；合计出口中国 21.4 万吨，同比降 10%。

4、根据美国联邦政府周五发布报告（因联邦政府停摆而推迟），个人消费支出（PCE）物价指数在 12 月升至 3%，超预期环比上涨 0.4%（前值为 2.8%）。由于此前 CPI 数据显示通胀率降低至 2.4%，因此 PCE 数据对市场影响有限，原先 6 月降息的预期或有所延后。

5、美国海关与边境保护局（CBP）表示，将从美国东部时间 2 月 24 日起停止征收依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）开征的关税。此前，美国最高法院 20 日公布裁决，认定川普政府援引《国际紧急经济权力法》实施的大规模关税政策违法。而后特朗普政府于 2 月 21 日宣布将全球进口关税税率从 10%提升至 15%，自 2 月 24 日 00:01 起生效，并试图通过《1974 年贸易法》第 122 条维持关税。美国媒体报道称美国政府正考虑以“国家安全”为由，对约六个行业加征新一轮独立于此前“15%关税”的关税，拟议关税可能涵盖大型电池、铸铁及铁制配件、塑料管道、工业化学品以及电网和电信设备等行业。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 112570 吨，日度变化 0 吨。20 号胶当日仓单数量为 50601 吨，日度变化 -202 吨。合成橡胶当日仓单数量为 39870 吨，日度变化 560 吨。

【现货动态】天胶现货随期货大幅上涨，价格重心上移，但下游偏谨慎观望，积极性不高，昨日盘中实际成交清淡。截止昨日下午收盘，上海国营全乳胶报价为 16800 元/吨(650)，上海泰三烟片报价为 19100 元/吨(600)，印尼标胶港口美金报价为 2005 美元/吨(85)，越南 SVR10 山东市场价为 15400 元/吨(600)。全乳胶-RU 主力基差为 -230(-65)，印标-NR 主力基差为 -52(-129)。

高顺顺丁橡胶主流出厂价格稳定，现货市场价格大幅走高。原油大幅反弹提振丁二烯成本支撑，现货挺价意愿强烈，但现货成交有限。顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 12950 元/吨(500)，对应主力合约基差为 -190 元/吨 (-135)，浙江传化市场价为 12900 元/吨(300)，华南主流市场价为 12400 元/吨(100)；丁二烯山东市场价为 10750 元/吨(200)，丁二烯韩国 FOB 中间价为 1250 元/吨(0)，丁二烯欧洲 FOB 中间价为 930 元/吨(0)。

【南华观点】

天胶上游产区进入低产季，原料价格坚挺，海外现货价格相对坚挺，1 月泰国出口减少带动看多情绪。国内产区停割，云南海南存在气象干旱，年中厄尔尼诺也可能加强干旱风险，全乳胶维持去库对估值有支撑，重点需关注国内 2-3 月物候条件。假期期间现货成交停滞，下游排产开工有所分化，半钢胎由于海外订单支撑，排产优于全钢胎，但干胶累库、下游产品和终端库存压力仍存，需关注节后复工情况与高库存消化进度。同时海内外物候条件尚可，注意后续产量兑现与节后进口到港情况。宏观情绪偏暖下，多头情绪较集中，预计

天然胶价走势维持偏强震荡，短期大涨后进一步驱动受限。

国内丁二烯产量有所增加，但进口到港减少，流通资源相对有限，丁二烯海外价格持稳，国内装置 3 月存在部分检修计划，顺丁橡胶成本支撑仍较坚挺，关注节后下游采购情况。目前宏观扰动加强，美伊局势箭在弦上，海外原油大幅反弹提振化工板块，俄乌谈判僵局未解，美国关税裁决后又加征 15% 的关税带来额外不确定性。整体看，顺丁橡胶原料支撑稳固，后续有待需求预期兑现，进一步上涨承压。

【策略建议】

中长期整体偏多看待，但短期大涨后进一步驱动有限，短期或存在回调风险。主力合约压力位分别参考 17200、14000 和 13300。RU 和 BR 可考虑逢高卖出深度虚值看涨期权。套利方面，RU5-9 逢高反套布局；多 RU 空 BR 持有；做扩深浅价差考虑逢高减仓。

苹果：需求走弱，盘面承压

【期货动态】周二苹果期货收跌，主力合约 AP2605 下跌 1.08%，收盘价 9705 元/吨；AP2503 下跌 1.16%，收盘价 9350 元/吨。

【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】春节期间产地交易零星、补货偏少，产区价格基本稳定，初四后个别客商零星补货，冷库陆续开工，出库以客商自存少量补市为主，果农交易清淡。销区高端礼盒、箱装货销售尚可，柑橘热销挤占苹果份额；节后到货回落，拿货减少，批发价偏稳，低端礼盒价格略显混乱。

【库存分析】1. 据钢联数据，截至 2026 年 2 月 11 日，全国主产区苹果冷库库存量为 588.15 万吨，环比上周减少 31.65 万吨，去库速度环比略慢。

【南华观点】盘面逻辑继续围绕基本面和交割短期问题，节后短期需求走弱对盘面有压制，但鉴于交割矛盾对盘面有支撑，下跌的空间有限。

红枣：等待下游启市

【期货动态】昨日红枣主力合约维持窄幅震荡，收于 8845 元/吨，涨幅 0.23%。

【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】当前河北崔尔庄市场有零星出摊，少量等外到货，参考特级 8.80-10.50 元/公斤，一级 7.80-8.50 元/公斤，广东如意坊市场预计初九开市，当前购销基本停滞，现货价格持稳。

【库存动态】2 月 24 日郑商所红枣期货仓单录得 3869 张，较上一交易日增加 103 张，有效预报录得 352 张。据钢联统计，截至 2 月 12 日，36 家样本点物理库存在 11852 吨，周环比减少 36 吨，同比增加 12.90%。

【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，关注下游节后补货需求，国内红枣整体供需格局偏松，短期红枣价格仍将面临承压走势，或维持低位震荡。

原木：观望为主策略延续

【盘面回顾】昨日原木期货（LG）先涨后跌，主力合约 LG2605 收于 789.0，持仓 5631 手。03-05 合约月差为 -0.5。

【现货市场】岚山地区现货价格数据暂未更新，5.9 米小 A 主流价 720（+5），长三角地区

现货上周普遍涨价，6米中A价格820元/方。岚山3米木方价格1130-1140。

【估值】仓单成本约810元/立方米（长三角，最低仓单成本锚定为6米大A），813元/立方米（岚山地区锚定5.9米小A）。

【库存】截至2月6日，辐射松、云杉、北美材原木库存为238万立方米（-4）。

【南华观点】如节前预期，年后市场预期相对乐观。从现货角度来看，库存下降，外盘报价上涨带来的成本抬升等因素都给予现价以支撑因素，而此前期价也接连下跌至相对低位，给予多头机会。目前的盘面价格，空头交货面临亏损。在当前需求仍相对偏弱的情况下，如看好后续需求发展，现货价格上涨，则产业人士可以根据自身需求和风险承受能力，少量尝试低多策略。如对后续现货价格走势相对悲观，可选择暂时观望。当前估值相对偏中性，可选择以观望策略为主，少量低多策略与少量03-05反套策略为辅。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、俞俊臣（Z0021065）、杨歆悦（Z0022518）及助理分析师黄超贤（F03147169）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。