

## 金融期货早评

### 宏观：关注美伊新一轮谈判

【市场资讯】1) 商务部：希望美方客观理性看待中美第一阶段经贸协议实施问题。2) 津巴布韦暂停出口锂精矿和原矿。3) 特朗普：确保国会议员不能利用内部信息牟利，应立即通过《禁止内幕交易法案》。4) 伊朗局势——①美政府给新伊核协议设限：不得设置到期条款。②消息人士称，若美国向伊朗发动打击，沙特短期内拟大幅增产石油。③特朗普：首选仍是通过外交途径解决伊朗核问题。④伊朗外长抵达日内瓦，准备于 26 日与美国代表举行第三轮间接谈判。5) 美国贸易代表格里尔：美国将对 15% 的关税发布公告。

【南华观点】特朗普 2026 年第二任期首次国情咨文演讲，不仅是其化解执政危机、为国会中期选举造势的核心政治动作，更是决定 2026 年全球宏观定价逻辑、大类资产走势与跨境资本流动的核心风向标，其政策表态直接牵动美元信用、全球贸易体系与金融市场风险偏好。本次演讲是在特朗普执政多重风险集中爆发的背景下落地，核心关税政策被美国最高法院釜底抽薪式否决、支持率跌至第二任期谷底、政府部分停摆与两党极化加剧，叠加中期选举的关键时间窗口，决定了本次演讲的政策表态兼具危机对冲与政治博弈的双重属性，也为全球金融市场埋下了短期情绪波动与长期不确定性的双重伏笔。演讲核心的金融相关政策中，最受市场关注的关税体系重构，特朗普正面回应司法危机，给出以《1974 年贸易法》为核心的替代法律框架，推出 150 天 15% 的全球临时进口关税，配套 301、232 条款构建长期关税体系，短期对冲了财政收入缺口，却并未消除政策的长期不可预测性，临时关税的到期风险、专项调查的边界模糊，将延后企业资本开支、扰动全球供应链修复，加剧市场对通胀反弹的担忧，进而打乱美联储货币政策的宽松节奏，为美元指数、美债收益率带来持续波动压力。与过往风格形成强烈反差的是，本次演讲全程未提及美联储与利率政策，既未释放降息施压信号，也未对主席换届释放人选偏好，彻底打破了市场此前的政策预期，为美元流动性定价留下了巨大的不确定性。与此同时，演讲未推出大规模新增财政刺激，短期缓解了美债供给端的抛售压力，而对伊朗核问题的极限施压表态，将显著抬升中东地缘风险溢价，直接利多原油、黄金等避险与大宗商品资产，对俄乌冲突的选择性弱化则未给市场带来额外的方向性冲击。整体来看，这场演讲本质是特朗普的一次政治豪赌，虽短期对美股周期股、能源股形成情绪支撑，却未能化解核心政策的合法性隐患，其持续推进的贸易保护主义将持续冲击多边贸易体系，抬升全球贸易摩擦风险，美元资产的长期风险溢价持续抬升，将成为贯穿 2026 年全球金融市场的核心不确定性来源。

### 人民币汇率：人民币汇率表现持续强势

【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 6.8672，较上一交易日上涨 177 个基点，夜盘收报 6.8592。人民币对美元中间价报 6.9321，调升 93 个基点。

【核心逻辑】从特朗普国情咨文演讲内容来看，关税政策的不确定性依然存在，而在货币政策层面，其并未释放干预美联储的相关言论。美元指数整体维持震荡格局，一方面受到美国经济数据韧性、美联储偏鹰立场的支撑，另一方面也受到特朗普政策不确定性的压制。人民币汇率则持续表现强势，背后主要受企业结汇意愿偏强的影响。后续要重点关注企业结汇意愿情况，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 6.92 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 6.85 关口附近采取滚动购汇的策略。

【重要资讯】1) 中华人民共和国和德意志联邦共和国联合新闻声明。2) 美贸易代表称继续推进中美第一阶段经贸协议情况 301 调查，商务部回应。3) 上海发布楼市“沪七条”：非沪籍外环内购房社保门槛降至 1 年，公积金贷款最高可贷 324 万。4) 英伟达 Q4 营收增 73%，Q1 指引“炸裂”创新高，黄仁勋上调 5000 亿收入预期。黄仁勋：企业对代理的应用飙升，Grace Blackwell 搭配 NVLink 是推理的王者；当前的太空数据中心经济还是“贫瘠的”，但形势将随着时间的推移而变化。5) 特朗普国情咨文：“关税提振了股市”，大型科技公司需自建电厂，应立法禁议员炒股。6) 美贸易代表：美对部分国家加征的“全球进口关税”税率或达 15%。欧盟估计 42 亿欧元商品面临新关税高于欧美协议上限。7) 伊朗外长准备参加伊美第三轮间接谈判；特朗普点名要听到“永不拥核”；万斯：美对谈判抱有希望，但不排除动武。8) 交易员削减美联储降息押注，6 月降息概率降至 50%创年内新低。

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：偏强运行，中小盘优势延续

### 【市场回顾】

上个交易日股指集体高开收涨，两市成交放量突破 2.4 万亿元，期指均放量上涨。

### 【重要讯息】

1. 李强：中德企业可以继续深耕机械、装备、化工等领域合作。
2. 上海发布楼市“沪七条”：非沪籍外环内购房社保门槛降至 1 年，公积金贷款最高可贷 324 万。

### 【行情解读】

昨日股指保持强势，上午开盘后集体走强，不过午后大小盘走势分化，大盘股指明显回落，中小盘股指则先延续偏强，后随大盘股指回落，收盘前半小时集体止跌反弹，中小盘股指延续占优，钢铁、有色等顺周期板块领涨。即将进入两会窗口期，作为十五五规划首年，目前政策利好信号较强，为股指提供支撑。外围如特朗普或重启关税政策以及美联储降息预期波动虽或扰动 A 股走势，但目前整体影响不大。两市成交额再度放量，流动性以及情绪面偏积极，尾盘集体反弹可见底部支撑较强，预计股指偏强运行。

【南华观点】股指预计偏强运行

## 国债：关注调整进程

【市场回顾】周三期债早盘高开低走，午后跌势加剧，品种全线收跌。公开市场逆回购 4095 亿，续作 MLF 6000 亿，净投放 1595 亿。资金面仍旧偏紧，DR001 升至 1.38%左右。现券收益率多数上行，10Y 国债回升至 1.80%以上。机构行为方面，仅银行买入；保险、基金、证券均卖出。

【重要资讯】1.上海五部门联合发布楼市“沪七条”，自 2026 年 2 月 26 日起施行。非沪籍外环内购房社保门槛降至 1 年，满 3 年可增购 1 套，持居住证满 5 年免社保限购 1 套。首套贷款最高额度提至 240 万（多子女家庭最高 324 万），并放宽二套贷款认定。成年子女首套房暂免征收个人住房房产税。2.英伟达 Q4 营收 681 亿美元，同比+73%，净利润 395.52 亿美元，同比+79%，营收和利润的表现均超出市场预期。

【行情解读】昨日 A 股仍旧保持强势，债市则迎来大幅调整。一方面，前期上涨主要由情绪推动，目前面临前高压力却缺乏明确利好。另一方面，午后上海印发《关于进一步优化调整本市房地产政策的通知》，非沪籍居民限购政策再度松绑，给市场带来一定利空影响。不排除之后其他一线城市也有类似政策，市场对于今年楼市见底有一定预期。短期债市情绪可能受到一定打击，目前价值仍然不高，关注调整是否持续。

【南华观点】T2606 中线多单少量持有；短线关注调整程度，多单择机布局。

## 集运欧线：主力合约延续弱势调整，市场等待现货方向指引

现货报价分化，马士基调降开舱价压制市场情绪，光伏抢运窗口与船司后续宣涨预期形成博弈。

### 【行情回顾】

昨日（2月25日），集运指数（欧线）期货市场全线收跌。主力合约 EC2604 开盘后震荡下行，收盘报 1278.6 点，较前一交易日下跌 3.18%。次主力合约 EC2606 收盘于 1659.0 点，下跌 1.93%；远月合约 EC2612 收盘于 1444.5 点，下跌 1.66%。市场核心驱动来自于盘后马士基（MSK）公布的 3 月第二周开舱运价，其报价为 1800 美元/FEU，环比 3 月初及 2 月水平下调 100 美元，显著低于其他联盟的宣涨价，削弱了市场对 3 月上旬船公司挺价效果的信心。

### 【信息整理】

当前市场多空因素交织，短期关注点转向 3 月下半月船司策略与现货货量兑现情况：

利多因素：

1) 抢运窗口支撑：为赶在 4 月 1 日光伏产品出口退税取消前出货，相关货主排产及出货意愿加强，3 月下半月货量存在阶段性支撑预期。2) 后续宣涨可能：3 月上半月涨价遇阻后，市场关注船公司是否会继续宣涨 3 月下半月运价以提振市场。3) 美伊谈判前景不明，战争风险溢价仍在。

利空因素：

1) 头部船司调降价格：马士基 3 月第二周线上开舱价下调至 1900 美元/FEU，跌破 2 月低点，基本宣告本轮宣涨失败，打击市场信心。2) 线上报价普遍回落：据最新查询，赫伯罗特（HPL）现货报价 2535 美元/FEU，较高位回落 500 美元；东方海外（OOCL）报价回落至 2380-2430 美元/FEU 区间，市场实际成交价承压。3) 地缘局势缓和：伊朗外长表示与美国恢复谈判并决心快速达成协议，市场对红海航线复航的预期有所升温。

### 【南华观点】

期价短期预计维持偏弱震荡，市场等待 3 月下半月船司宣涨动作与现货货量实际表现来提供新驱动。

### 【风险提示】

1) 警惕光伏等产品抢运货量实际兑现程度不及预期。2) 关注地缘局势是否出现反复，以及红海航线通航状态的明确信号。3) 密切关注主要船公司关于 3 月下半月的运价宣涨函及实际开舱情况。

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。

大宗商品早评

## 新能源早评

### 碳酸锂:投机情绪浓厚，谨慎参与

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 166480 元/吨，日环比+1.44%。成交量 32.27 万手，日环比+50.55%；持仓量 37.70 万手，日环比+1.18 万手。碳酸锂 LC2605-LC2609 月差为 Contango 结构，日环比+1080 元/吨。仓单数量总计 38525 手，日环比-330 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场价格小幅上扬，市场现货成交一般，询价观望居多。锂矿市场价格企稳，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价变动+6.17%。锂盐市场报价企稳，电池级碳酸锂报价 16.17 万元/吨；电池级氢氧化锂报价 15.30 万元/吨，贸易商基差报价走强。下游正极材料报价企稳，磷酸铁锂报价变动+4.35%，三元材料报价变动+2.21%；六氟磷酸铁锂报价变动+0%，电解液报价变动+0%。

【市场消息】路透社消息：津巴布韦矿业部周三在一份声明中表示，该国已立即暂停所有未加工矿产和锂精矿的出口。

【南华观点】春节后碳酸锂期货市场投机情绪偏强、整体看涨氛围浓厚。基本面方面，当前锂矿供需格局仍偏紧张，现货价格具备较强底部支撑，而上游锂矿利润相对丰厚，后续需重点关注锂矿复产及进口增量情况，下游电芯利润则受碳酸锂价格上涨持续挤压，需跟踪电芯价格及需求承接能力；技术面上，盘面走势呈现较为标准的头肩顶形态。综合判断，中长期碳酸锂现货价格高度约为 20-23 万元/吨，而短期碳酸锂价格上方空间相对有限，追多盈亏比较差，建议上游企业择机逢高布空进行套保，以对冲价格波动风险。

### 工业硅&多晶硅:窄幅震荡

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8430 元/吨，日环比变动+0.24%。成交量约 15.43 万手,日环比+14.49%；持仓量约 31.39 万手，日环比+2.01 万手。SI2605-SI2609 月差为 Contango 结构，日环比+0 元/吨。仓单数量 20817 手，日环比变动+0 手。

多晶硅期货主力合约收于 47630 元/吨，日环比变动+1.34%。成交量 5136 手，日环比-39.60%；持仓量 3.82 万手，日环比+563 手；PS2605-PS2606 月差为 Contango 结构，日环比+0 元/吨；仓单数量 9480 手，日环比变动+780 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场表现一般。新疆 553#工业硅报价 8700 元/吨；99#硅粉报价 9850 元/吨；三氯氢硅报价 3425 元/吨，日环比+0%；有机硅报价 13900 元/吨，日环比+0%；铝合金报价 23650 元/吨，日环比+0%。

光伏产业链现货市场表现冷清。N 型多晶硅复投料 53 元/kg；N 型硅片价格指数 1.13 元/片；Topcon-183 电池片报价变动+0%；集中式 N 型 182 组件报价变动+0%，分布式 N 型 182 组件报价变动+0%。

【南华观点】节后市场多为询盘，基本面暂无改观。操作层面，工业硅价格底部支撑逻辑明确，下行空间有限，中长期仍建议以逢低布局多头为核心思路，整体采用区间震荡策略应对短期波动。

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：英伟达财报提振，铝价夜盘上涨

【盘面回顾】隔夜沪铝主力收于 23980 元/吨，环比+1.18%，成交量为 12 万手，持仓 26 万手，伦铝收于 3175.5 美元/吨，环比+2.06%；氧化铝收于 2874 元/吨，环比+0.77%，成交量为 14 万手，持仓 31 万手；铸造铝合金收于 22895 元/吨，环比+1.71%，成交量为 4318 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：英伟达公布财报显示，四季度营收 681 亿美元，同比增长 73%，市场预期为 656.84 亿美元，上年同期为 393.31 亿美元；数据中心营收为 623 亿美元，市场预期为 606.2 亿美元，上年同期为 355.8 亿美元。英伟达预计第一财季营收 764.4 亿~795.6 亿美元，市场预估 727.8 亿美元。英伟达股价大涨，受此影响沪铝夜盘同样跟随上涨。现货方面，成交较清淡，产业氛围还未恢复。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，英伟达股价拉升后尾盘下跌收于国内时间 0:00 左右位置，因此我们认为铝或将高位震荡，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。节后行情暂时跟随沪铝波动，后续关注供应端减产复产情况，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

## 铜：英伟达财报超预期，铜价突破提示压力位

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 6.04 美元/磅，涨 1.91%；LME 铜收于 13349.5 美元/吨，涨 1.39%。沪铜主力最新报价收于 103040 元/吨，涨 0.58%；国际铜收于 90920 元/吨，涨 0.28%。主力收盘后基差为-830 元/吨，较上一交易日跌 895 元/吨，基差率为-0.81%。沪伦比 7.77，前值 7.87。LC 价差 4 月合约价差 78.63 美元/吨，5 月合约价差-64.58 美元/吨。

【产业信息】1、2 月 25 日，上期所铜期货注册仓单 287806 吨，较前一日增加 10717 吨；LME 铜库存 249650 吨，较前一日增加 4475 吨；LME 铜注册仓单 237125 吨，较前一日增加 4875 吨，注销仓单 12525 吨。2 月 24 日，COMEX 铜库存 601565 吨，环比增加 1129 吨。

2、2 月 24 日国内市场电解铜现货库存 50.71 万吨，较 9 日增 16.59 万吨，较 12 日增 13.55 万吨；上海库存 30.40 万吨，较 9 日增 10.15 万吨，较 12 日增 7.25 万吨；广东库存 8.44 万吨，较 9 日增 3.76 万吨，较 12 日增 3.65 万吨；江苏库存 11.01 万吨，较 9 日增 2.41 万吨，较 12 日增 2.38 万吨。春节后国内社库表现大幅累库，各市场均有不同程度增幅；由于节假日期间冶炼厂维持正常生产，且下游企业消费基本停滞，部分冶炼厂发往社库量较多，仓库入库量主以国产货源为主，进口到货相对较少，同时周内后续仍有在途货源入库计划，库存预计仍将维持累库趋势。

3、上海金属网 1#电解铜报价 101700-102420 元/吨，均价 102060 元/吨，较上交易日上涨 485 元/吨，对沪铜 2603 合约报贴 280-贴 90 元/吨。现货市场整体一般，春节期间社会库存大量积压，叠加近期进口货源陆续到货，但下游消费节奏相对较慢，供需相对偏大，现货呈贴水状态。升水铜报贴 120-贴 90 元/吨，平水铜报贴 290-贴 220 元/吨，湿法铜报贴 340-贴 320 元/吨，非注册铜报贴 400-贴 360 元/吨。

4、特朗普政府计划启用五角大楼研发的人工智能程序，为其拟建立的全球金属贸易区块设

定关键矿产参考价。美国副总统 JD Vance 本月初提议，美国及 50 多个国家设定各生产阶段矿产参考价，并以可调关税保障定价诚信。该参考价将由美国国防部“国家安全开放价格探索”（OPEN）AI 金属项目设定，该项目由五角大楼国防高级研究计划局（DARPA）于 2023 年启动，核心目标是剔除所谓中国市场操纵因素，测算包含人力、加工等成本的矿产合理价格，目前聚焦交易稀薄或无交易的金属。特朗普政府官员表示，OPEN AI 定价模型初期将聚焦锗、镓、铟、钨四种关键矿产，后续逐步扩展范围。

5、欧洲占比超 90%废铜消耗量的企业联合发布立场文件，警告若欧盟不效仿铝那样采取限制措施遏制废铜出口，欧洲铜加工行业将面临关键供应短缺。数据显示，自 2022 年以来，欧盟废铜出口量飙升 31%，其中约一半出口至中国。与此同时，受美国关税预期下的高溢价吸引，大量欧洲精炼铜被投资者运往美国，进一步加剧了欧洲本地市场的原料供应紧张格局。德国金属产品生产商 Wieland 的高管 Uwe Schmidt 表示，明年欧洲阴极铜短缺风险高企，废铜与阴极铜双重短缺将对铜棒、铜线、铜管等半成品制造商构成“危险组合”。

6、英伟达：2026 财年第四季度营收 681 亿美元，超出市场预期的 659.1 亿美元；其中数据中心业务营收达 623.8 亿美元，同样高于预期的 603.6 亿美元。公司同时展望 2027 财年第一季度营收将在 764.4 亿至 795.6 亿美元之间，显著高于分析师预期的 727.8 亿美元，业绩表现强劲。

【南华观点】节后保证金释放，市场资金充裕，早盘白银、碳酸锂、锡等品种引领商品走强。夜盘，沪铜价格上涨动能释放，盘面一度突破 102000-103000 区间。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 100566-106090 元/吨。

策略方面：1、当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）。2、波动率降低考虑买入虚值看涨期权，以时间换空间。3、关注技术面重要支撑位下的建仓机会。

## 锌：短期供需双弱，无明显驱动

【盘面回顾】上一交易日，沪锌加权合约收盘价 24726 元/吨。其中成交量为 17.71 万手，持仓 18.58 万手。现货端，0#锌锭均价为 24530 元/吨，1#锌锭均价为 24460 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡为主，夜盘延续走势。基本上，维持供需双弱格局，国内矿山一季度季节性减停产，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，短期原料偏紧与金三银四预期下预计偏强震荡。

【南华观点】偏强震荡，警惕关税消息下盘面负反馈。

## 镍-不锈钢：延续震荡偏强走势

【盘面回顾】沪镍主力合约收于 141680 元/吨，上涨 0.11%。不锈钢主力合约收于 14335 元/吨，上涨 0.84%。

【行业表现】现货市场方面，金川镍现货价格调整为 149200 元/吨，升水为 8550 元/吨。SMM 电解镍为 144950 元/吨。进口镍均价调整至 140600 元/吨。电池级硫酸镍均价为 32175 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3150 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-3.1%。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 4.09%。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】镍不锈钢受多方共振走势偏强，有色日内集体上涨，特朗普政策扰动持续加剧宏观不确定性。印尼与美国与近期达成贸易协议，就提供美方投资印尼下游电池领域提供便利，尽管印尼表示不会对美国出口原矿，该合作仍引发一定程度供给端稳定性担忧。

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，目前价格偏强态势下部分下游有采购动作。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。镍铁方面节后报价坚挺，部分下游开始询价，目前尚无大规模成交动作。不锈钢上游强势挺价，下游大多尚未复工，但是现阶段交易询价氛围已经逐渐回暖，上下游博弈仍存。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：偏强运行

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 41.70 万元每吨；成交 36.61 万手；持仓 8.83 万手。现货方面，SMM 1#锡价 401500 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价偏强运行，夜盘在高位窄幅震荡，主要跟随白银价格和 ai 叙事再起，目前芯片股和 ai 相关美股概念博弈财报中，主流逻辑压注需求强劲与基本面支撑，早间消息英伟达财报超预期，对锡需求形成较好预期。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，宏观与 ai 叙事支撑，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：震荡调整

【盘面回顾】上一交易日，沪铅加权合约收于 16735 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16525 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，沪铅收复昨日跌幅，整体维持震荡运行。基本上，当前维持供需双弱格局，节内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，累库压力与成本支撑下，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】美豆计价中方采购与生柴政策高位震荡。内盘传沿海通关延迟与巴西港口出口受阻而反弹。

【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，巴西港口影响年度量级有限，国内通关时间延长属于供应压力后置。故短期看受传闻影响，叠加目前处于节后开机率偏低，盘面或表现强势。中期关注巴西大豆到港情况。

【南华观点】等待回归基本面交易后，可关注单边做空及反套机会。

## 油脂：出口数据不佳，油脂震荡整理

【盘面回顾】夜盘原因为美伊周四和谈影响走弱，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，美豆油在60美分附近震荡，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。受到外部市场影响，国内油脂板块夜盘整体走势偏弱。

【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%；MPOA数据显示2月1-20日全马棕榈油产量环比下降12.29%，减产幅度不及SPPOMA数据。出口方面，ITS与Amspec Agri数据显示2月1-25日马来棕榈油出口分别环比下降12.11%与16.05%，抑制2月减产幅度。

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】马棕高频出口数据下降幅度扩大，但减产带动去库预期，预计2月仍会维持去库趋势。国际市场中棕榈油依旧较豆油具备性价比，仍可关注逢低做多机会。

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：成本端弱势运行

【盘面回顾】截止到夜盘，FU05收于2970元/吨，LU05收于3446元/吨，盘面冲高回落。

【产业表现】2月25日亚洲低硫船燃（LSFO）炼油利润走强，3月裂解价差回升至\$6/b；新加坡低硫船燃3-4月掉期价差小幅回落，现货升水持稳于1月29日以来高位。高硫燃料油（380 CST HSFO）3-4月掉期价差回升，现货升水连续四日回落。高低硫价差大幅走

阔，创 1 月 13 日以来高位。亚洲低硫船燃 3 月供应预期收紧，2 月西方套利到港量环比减少约 20 万吨，3 月或进一步下滑，东西套利窗口因高运费仍关闭；本周下游船燃需求整体平淡。高硫燃料油受买盘偏弱、现货市场竞争报价拖累持续走弱。

【南华观点】低硫船燃受益于 3 月供应收紧预期，利润及价差表现偏强；高硫燃料油因需求疲软、供应宽松持续承压，亚洲燃料油市场呈现低硫强、高硫弱的分化格局。

## 沥青：偏空看待

【夜盘回顾】截至夜盘，bu04 收于 3331 元/吨。整体走势呈现震荡下行。

【现货回顾】2 月 25 日，国内沥青市场均价为 3361 元/吨，较上一日下跌 4 元/吨，跌幅 0.12%。需求尚未启动，山东部分地炼沥青复产，且原油价格略走弱，今日山东以及华北地区贸易商小幅下调出货价，带动国内市场均价走低；华东以及华南主营炼厂产销稳定，主要交付前期合同，汽运船运均有发货，但由于需求低迷，多数炼厂资源转移至社会库，炼厂库存维持中低位，支撑价格稳定。

【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：铂强钯震

【盘面回顾】昨日夜盘 NYMEX 铂强钯震，最终 NYMEX 铂 2604 合约收 2290.0 美元/盎司，+4.70%，NYMEX 钯 2606 合约收 1843.5 美元/盎司，-0.28%。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，2 月 26 日，芝商所称，由于“技术问题”，CME Globex 金属及天然气期货和期权市场的交易已暂停。

【交易逻辑】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。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。AI 方面，英伟达发布四季度财报击破市场疑虑，营收创新高，算力需求仍强劲。

【南华观点】中长期来看，铂钯牛市基础仍存，维持贵金属战略看多立场。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。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：维持震荡

【盘面回顾】周三贵金属价格整体震荡，英伟达财报远超预期改善市场风险偏好，美联储 6 月降息预期削弱至 5 成以下。最终 COMEX 黄金 2604 合约收报 5183.7 美元/盎司，+0.14%；COMEX 白银 2603 合约收报于 89.21 美元/盎司，+1.95%。周边美指回落，10Y 美债收益率回升，比特币强势反弹，原油微调，欧美股指上涨。昨日全球最大黄金 ETF--SPDR Gold Trust 持仓增加 3.43 吨至 1097.62 吨。全球最大白银 ETF--iShares Silver Trust (SLV) 白银持仓减少 28.2 吨至 16079.7 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性、以及 AI 等科技股业绩担忧引发的资金轮动上等。短期需关注美国关税政策的后续变化，及是否引发贸易伙伴反制措施。另外，3 月 19 日美联储 FOMC 会议点阵图及经济预测则将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。白银需额外关注全球现货市场紧缺度及 COMEX 市场交割压力。

【南华观点】策略上维持贵金属战略看多立场，短线关注降波情况，操作上维持逢低布多、分步布多思路。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：期价整体偏震荡

【盘面回顾】昨日纸浆期货 (SP) 日盘先震荡后略有下行，夜盘低开震荡；胶版纸 (双胶纸) 期货 (OP) 日盘先跌后涨，夜盘开盘大幅下行后偏震荡。

【现货市场】山东银星报价 5370-5380 元/吨 (+20/0)，山东乌针、布针报价 4750-5180 元/吨 (+30/+30)，华南银星报价 5400 元/吨 (0)。

【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延续上涨态势，带动期货估值上涨。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，即需求逐渐复苏，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，故当前期价上方仍存限制。

对于胶版纸期货而言，期价如期继续震荡。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，纸浆期货与胶版印刷纸期货均可维持区间交易。

### 纯苯-苯乙烯：震荡整理

【盘面回顾】BZ2604 夜盘收于 6203 (-57); EB2604 夜盘收于 7570 (-51)

【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。周二市场等待美伊 26 日在日内瓦的第三轮谈判召开, 油价维持小幅震荡, 纯苯、苯乙烯跟随原料震荡整理, 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, 华东价格跟随盘面小幅下跌; 山东市场成交缩量, 盘面下滑, 买盘接货不积极, 成交量较昨日减 1499 吨。纯苯平衡表显示近月维持去库, 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, 由此对应到中国纯苯进口量下降的预期兑现情况, 此外关注主力下游苯乙烯检修变动对纯苯需求的变化。

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), 周二市场有较多苯乙烯后续计划性检修推迟以及停车装置重启的传闻, 消息有待验证。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: 沙特装置故障

【盘面动态】LPG2604 日盘收于 4510 (-72), 夜盘收于 4588 (+78), 4-5 月差收于 85; FEI M1 收于 566.5 美元/吨, CP M1 收于 540 美元/吨, MB M1 收于 338 美元/吨。

【现货反馈】华东均价 4424 (0), 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, 美伊下一轮谈判计划于今日在日内瓦举行。从消息面上看, 美伊之间依然存在较多问题, 若和谈不顺依然存在打击的可能性。另外夜盘受到沙特装置故障影响冲高。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, 后面关注下沙特方面的影响程度, 至远东海运费在 90 多美金震荡; 美国在过去一周, 依然延续降库状态, 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 开工在万华辽宁金发等复产提负下小幅回升, 目前在检修装置包括金能、巨正源等还将持续一段时间。短期 PG 市场定价主导依然在美伊局势。

### PTA-PX: 随成本端波动

【盘面动态】PX-TA 板块夜盘震荡偏弱, PX2605 合约收于 7398, PTA2605 合约收于 5294。

【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：基本面驱动有限，震荡整理

【盘面动态】乙二醇 2605 合约夜盘震荡偏弱，收跌于 3725。

【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：进入震荡

【盘面动态】上一交易日甲醇 05 夜盘收于 2147，下跌 0.47%

【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】从供应端来看，短期地缘政治扰动持续，对进口预期形成反复冲击。受此影响，未来进口到港量存在明确的收缩预期。尤其是主产区伊朗的发运量出现显著下降，将直接导致国内港口的外围供应补充受限。在此背景下，港口库存累积压力有限，预计未来将逐步进入去库通道。从需求与国内供应节奏来看，前期节前需求疲软的因素已在价格中有所消化。随着春季检修临近，国内供应存在收缩预期。同时，华东地区华谊 MTO 装置的开车计划将进一步提振港口表需。基于上述供需边际变化，预计在 05 合约交割前，港口库存有望去化至 70 万吨左右的相对低位。从月差结构来看，59 价差的驱动逻辑清晰。春检导致的供应减量、华谊 MTO 装置投产带来的需求增量，以及未来进口到港量持续偏少的预期，共同构成了 59 价差走阔的向上驱动。从估值角度而言，当前 59 价差处于历史偏低分位数水平（剔除疫情期间的特殊值），具备较高的安全边际与正套配置性价比。在供需驱动与低估值共振的背景下，59 正套策略具备较好的风险收益比。需密切关注地缘局势的演变，其不确定性可能导致伊朗地区甲醇装置与国内 MTO 装置的开工节奏同步延迟回归，从而对供需平衡与价差驱动节奏形成扰动。

## 塑料 PP：成本端主导波动

【盘面动态】塑料 2605 日盘收于 6777 (-43)；夜盘收于 6758 (-19)。聚丙烯 2605 日盘收于 6720 (-26)；夜盘收于 6734 (+14)。

【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**】昨日随着市场情绪降温，原油回落，聚烯烃呈现出震荡下行趋势。从成本端来看，丙烷、丙烯持续偏强，对 PP 形成较强支撑，而原油方面，受美伊地缘局势的影响，仍存在较大不确定性。预计短期内成本端将持续对聚烯烃造成的较大扰动。从基本面来看，供应方面，PE 连云港石化、上海石化于节中重启，同时埃克森美孚一套装置进入检修，PE 检修量近期总体下滑，供应压力增加；PP 镇海炼化、中景石化节中相继进入检修，金发一线预计于本周临时停车检修，PP 检修总量仍维持偏高水位，短期压力不大。需求方面，下游企业仍在逐步复工复产阶段，市场需求相对有限，现货成交以套保商为主，成交量基本符合预期。库存方面，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 万吨降 2.08%。当前上游库存压力相对可控，与库存水平与去年相似。后续主要关注下游复工后的需求情况以及中上游库存去化的速度。

## 橡胶：天胶维持坚挺，合成胶回调

【**行情走势**】周三夜盘天然橡胶延续偏强震荡，盘中小幅承压，沪胶主力合约收盘价为 17315 元/吨 (+110)，20 号胶主力合约收盘价为 14055 元/吨 (+110)，丁二烯橡胶回调走弱，主力合约收于 12815 元/吨 (-340)。

### 【相关资讯】

1、根据欧洲汽车制造商协会 (ACEA) 最新公布的数据显示，2026 年 1 月欧盟乘用车市场销量下降 3.9% 至 799,625 辆。当月，纯电动汽车市场份额达到 19.3%，较上一年的 14.9% 有所增长，凸显了其持续增长的潜力。混合动力汽车占比达到 38.6%，仍是消费者最青睐的动力类型，其中插电式混合动力汽车巩固了其市场地位。同时，汽油和柴油汽车的合计市场份额下降至 30.1%，低于去年的 39.5%。

2、根据印度海关数据显示，印度 12 月天然橡胶进口量为 2.49 万吨，2025 年累计进口数量为 46.12 万吨，当月环比减少 13.3%，同比减少 21.1%，全年累计进口减少 20.2%。

3、QinRex 最新数据显示，2025 年美国进口轮胎累计 28,615 万条，同比增 4.8%。其中，乘用车胎进口同比增 3.3% 至 17,419 万条；卡客车胎进口同比增 4.7% 至 6,150 万条；航空器用胎同比降 3% 至 28.2 万条；摩托车用胎同比增 11% 至 377 万条；自行车用胎同比降 9% 至 615 万条。2025 年，美国自中国进口轮胎数量累计 2,106 万条，同比降 15%。其中，乘用车胎同比降 40% 至 95.9 万条；卡客车胎同比降 18% 至 128 万条。2025 年，美国自泰国进口轮胎数量累计 7,351 万条，同比增 10%。其中，乘用车胎为 4,479 万条，同比增 6%；卡客车胎为 1,593 万条，同比降 0.2%。

4、据隆众资讯统计，截至 2026 年 2 月 23 日，中国天然橡胶社会库存 136.6 万吨，环比增加 7 万吨，增幅 5.4%。中国深色胶社会总库存为 92.6 万吨，增 7.1%。其中青岛现货库存增 10%；云南增 0.2%；越南 10# 增 3%；NR 库存小计降 0.4%。中国浅色胶社会总库存为 44 万吨，环比增 1.9%。其中老全乳胶环比降 0.12%，3L 环比增 12.9%，RU 库存小计持平。青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 66.77 万吨，环比上期增加 6.1 万吨，增幅 10.05%。保税区库存 11.08 万吨，增幅 12%；一般贸易库存 55.69 万吨，增幅 9.67%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 6.8 个百分点，出库率减少 1.38 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 2.65 个百分点，出库率减少 4.36 个百分点。

【**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 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 39870 吨，日度变化 0 吨。

### 【现货动态】

现货报盘重心个跟随盘面上抬，基差小幅走强，但现货实盘跟进有限，或对盘面形成一定拖累，现货轮换为主，套利盘小幅加仓。截止昨日下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17050 元/吨(250)，上海泰三烟片报价为 19300 元/吨(200)，泰混人民币报价为 16000 元/吨(150)，印尼标胶港口美金报价为 2025 美元/吨(20)，越南 SVR10 山东市场价为 15500 元/吨(200)，全乳胶-RU 主力基差为-190(40)，印标-NR 主力基差为-74(-22)，全乳泰混价差为 1050(100)。

受盘面价格提振，现货主流报价有所上抬，但实盘成交冷淡，高价下观望居多，市场价呈现分化。顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 12900 元/吨(-50)，对应主力合约基差为-145 元/吨 (45)，浙江传化市场价为 12900 元/吨(100)，华南主流市场价为 12400 元/吨(0)；丁二烯山东市场价为 10600 元/吨(-100)，丁二烯韩国 FOB 中间价为 1255 元/吨(5)，丁二烯欧洲 FOB 中间价为 920 元/吨(-10)。

#### 【南华观点】

目前宏观情绪仍主导胶价，基本面利好驱动有限。天胶上游产区进入低产季，海外原料延续涨势，泰国胶水 67.3 泰铢/公斤，较昨日涨 0.45%，杯胶 56.5 泰铢/公斤，较昨日涨 0.53%。马来西亚半岛胶水价格 786.67 仙/千克，上涨 1.4%。海外现货价格同步坚挺，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，但干胶维持季节性累库，最新数据显示社会库存与青岛港口库存双增，下游产品和终端库存同样带来一定压力，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。

国内丁二烯近期产量持续释放，未来检修有限，高价带动氧化脱氢装置逐步重启，丁二烯海欧洲价格小幅下调对国内估值形成一定压制，近期进口不多但是内贸到港且下游消耗节后复苏有限，库存有所回升。丁二烯其他下游利润尚可，顺丁橡胶成本支撑较稳固，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，原油偏强提振化工板块，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，顺丁橡胶原料支撑较稳固，后续有待需求复苏以兑现预期，但进一步上涨承压。

#### 【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 17300、14000 和 13000。RU 可考虑逢高卖出虚值看涨期权。套利方面，RU5-9 逢高反套布局；多 RU 空 BR 持有；深浅套利了结观望。

## 尿素：低位买入

【盘面动态】前一交易日尿素 05 收盘 1838，下跌 0.92%

【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】春节假期国内尿素行情稳中偏强，临近假期结束随物流发运恢复以及农业需求的恢复，部分区域涨幅 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1630-1810 元/吨。目

前主产销区部分工厂价格已涨至国内出厂最高限价，预计近日工厂价格继续稳中伴涨，市场交投陆续恢复。

## 玻璃纯碱：上下有限

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约昨夜盘收于 1183，-0.17%。

【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，纯碱刚需目前暂稳，后期浮法端有点火预期，今日光伏玻璃也有新点火的产线，另一方面，部分厂家预期出现检修，将阶段性影响纯碱产量，同时春节累库似乎不及预期。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。中长期供应高位预期不变，价格上下空间有限，等待产业矛盾进一步积累。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2605 合约昨夜盘收于 1055，-0.66%。

【基本面信息】

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】

目前玻璃部分企业涨价的行为，更多是试探，刺激中下游拿货，实际需求其实还未回归，产销暂时偏弱，市场还处于恢复初期。如果需求无法承接住，现货价格毫无疑问还是会跌回去的。从当下供需维度看，节前的一波冷修使得浮法玻璃日熔下滑到 14.86 万吨，不过中游库存偏高一直是市场担心的风险点，因为一旦负反馈发生现货压力是非常巨大的，下游恐无法承接。其次，点火消息也不断，沙河虽然老线待冷修，但待点火的新线不少，比如沙河正大 1200 吨以及沙河安全 1050 吨均有计划在近期点火。供应的回归预期以及中游高库存均限制了玻璃的高度，需求则有待验证。

## 丙烯：成本扰动较多，基本面仍有支撑

【盘面动态】PL2605 日盘收于 6322 (-22)，夜盘收于 6343 (+21)；PP-PL 主力价差 391

【现货反馈】山东均价 6550 (0)，华东均价 6525 (0)

【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，今日将进行第三次谈判，美方在核问题上依然比较强硬，若谈判不合仍有采取军事行动的可能性。另外，沙特装置突发故障导致的发运减少也为进口端带来一定支撑，关注实际影响情况。基本上短期依然有一定支撑，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下游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、环氧丙烷外，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支撑。

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：消息面扰动，基本面仍偏弱

【盘面回顾】昨日日盘螺纹主力收盘价 3076，环比+1.62%，持仓量 198.87 万手，环比-2.25%，仓单 33097 手，环比-3.5%；热卷主力收盘价 3236，环比+1.28%，持仓量 150.12 万手，环比+0.02%，仓单 349905 手，环比+4.11%；夜盘震荡偏弱，小幅回落

【核心逻辑】昨日成材价格的反弹受到消息面的扰动影响，股票市场钢铁板块的率先启动，随后商品市场黑色板块跟涨，有消息传上海地产政策放松和部分钢厂接到在两会期间自主减排的通知，但成材自身基本面偏弱，弱现实和强预期的博弈，成材上涨空间有限

【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，临近两会召开市场易炒预期，但成材基本面仍偏弱

### 铁矿石：利好刺激价格

【盘面信息】铁矿石日内随黑色反弹，上方有抛压。

【信息整理】1. 据 SMM 调研，2 月 25 日样本钢厂日均铁水产量为 239.37 万吨，环比节前仅微增 0.77 万吨，增幅不及预期。高炉开工率为 87.19%。假期期间虽有 5 座高炉复产，但受突发事故等影响，整体产量释放受限。展望下周，随着 3 月临近及两会召开，部分钢厂或面临临时减产，预计铁水产量增长仍将承压。

2. 2026 年 2 月 25 日，上海五部门联合发布“沪七条”楼市新政，自 2 月 26 日起施行。新政核心在于调减住房限购：非沪籍居民购买外环内住房，社保或个税年限要求缩短至连续缴纳满 1 年；缴纳满 3 年及以上者，可在现有政策基础上于外环内增购 1 套住房。同时，持本市居住证满 5 年者，可在全市范围内购买 1 套住房，无需提供社保或个税证明。此举旨在更好满足居民住房需求，促进市场平稳健康发展。

3. 据了解华北部分钢企已接到 2026 年全国两会期间临时自主减排通知，要求企业在 3 月 4 日—3 月 11 日执行阶段性减排管控，高炉负荷按不低于 30%比例自主减排，并由企业结合自身装备、生产与原料库存情况，制定专项减排执行方案，按要求上报备案。本次管控以自主减排、错峰生产为原则，聚焦高炉等重点排放工序，通过合理调控炉况、优化检修计划、调整排产节奏等方式落实减排目标，保障会议期间空气质量稳定。

【南华观点】边际上宏观上出台利好，市场情绪略有修复。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：反弹持续性不足

【盘面回顾】周三日盘双焦震荡走强，夜盘走势偏弱。截至夜盘收盘，焦煤 05 合约收 1113 跌 0.4%，焦炭 05 合约收 1659 跌 0.03%。

### 【信息整理】

1. 华北部分钢企已接到临时自主减排通知，要求企业在 3 月 4 日至 3 月 11 日执行阶段性减排管控，高炉负荷按不低于 30%比例自主减排。
2. 上海发布楼市“沪七条”，新政重点调减限购政策：非沪籍居民购买外环内住房社保年限从 3 年降至 1 年，缴纳社保满 3 年可增购 1 套；持居住证满 5 年可购 1 套，无需社保。公积金家庭贷款最高额度可达到 324 万元。只要沪籍家庭新购住房是其名下唯一住房，即可暂免征收房产税。

【南华观点】产业政策层面，昨日公布的上海楼市新政降低了购房门槛，起到增强局部地区房屋成交活跃度的作用，对中长期黑色产业链需求的带动作用有限，本轮反弹的持续性可能不足。基本面方面，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 5486，环比+0.29%，硅锰主力 5752，环比+0.28%

【核心逻辑】昨日铁合金底部小幅反弹，主要受到黑色板块整体反弹的带动，黑色板块受到消息面的扰动影响，有消息传上海地产政策放松和部分钢厂接到在两会期间自主减排的通知，股票市场钢铁板块的率先启动，随后商品市场黑色板块跟涨，但铁合金自身基本面仍偏弱。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）、张泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）提供。

## 农副软商品早评

### 生猪：期价强势反弹

【期货报价】今日生猪主力合约 LH2605 收于 11465，涨幅达 1.78%。

#### 【现货报价】

全国生猪均价 10.77 (-0.16) 元/公斤，其中河南 10.99 (-0.08) 元/公斤、四川 10.87 (-0.23) 元/公斤、湖南 10.77 (-0.15) 元/公斤、辽宁 10.45 (-0.12) 元/公斤、广东 11.21 (-0.27) 元/公斤、安徽 11.00 (-0.30) 元/公斤。

#### 【现货情况】

根据涌益咨询近期市场调研，春节后生猪价格整体呈现供强需弱、持续走跌的趋势。辽宁地区受集团标猪价格快速回落影响，散户和二育大猪惜售情绪增强，肥标价差有所走扩，带动二次育肥进场意愿略有提升，但整体补栏量级仍不大。山东地区随着价格下跌，二次育肥出栏积极性降低，惜售心态增多，补栏询价虽有所增加，但多数仍保持谨慎。湖南地区猪价跌至低位后，二育出栏意愿减弱，抗价惜售情绪升温，同时开始有低价补栏动作，但量级有限，补栏体重集中在 110 公斤左右。四川地区价格下跌后，二育进场零星，多数仍观望，出栏方面部分大体重猪陆续出栏。两广地区价格降幅明显，二育询价增多但实际补栏零星，更多养户等待更低价格，出栏积极性尚可，压栏心态一般。整体来看，春节期间二次育肥出栏积极性较高，节后随着标猪价格持续回落，二育增量出栏意愿减弱，肥标价差窄幅走扩；当部分地区价格跌至 10.3-10.5 元/公斤左右时，二育进场积极性有所增强，但整体仍以观望为主，尚未形成大规模补栏。

#### 【南华观点】

策略上可以选择生猪主力 LH2605-C-13000 卖涨期权。

### 棉花：维持强势

【期货动态】洲际交易所 (ICE) 期棉上涨超 1%，美元走弱，空头回补，关注美棉周度出口情况。隔夜郑棉上涨近 1%，上破 15500 压力位。

#### 【市场信息】

- 截至 2026 年 2 月 24 日，全国棉花累计公证检验量已达 747.99 万吨，同比增加 97.94 万吨。
- 据 BCO 调查显示，截至 2 月 15 日，国内棉花工商业库存共 653.29 万吨，较 1 月底减少 25.68 万吨，同比减少 10.18 万吨，其中商业库存为 550.37 万吨，同比减少 17.74 万吨，工业库存为 102.92 万吨，同比增加 7.56 万吨。
- 根据美国商业部数据显示，2025 年 11 月美国批发商服装及服装面料销售额为 148.2 亿美元，同比增加 11.41%，环比增加 6.93%；库存额为 283.17 亿美元，同比减少 0.22%，环比增加 0.56%；库存销售比为 1.91，同比减少 0.22，环比减少 0.12。
- 根据美国商业部数据显示，2025 年 12 月美国的服装及服装配饰零售额(季调)为 272.37 亿美元，同比增加 5.05%，环比减少 0.71%；库存(季调)为 585.51 亿美元，同比增加 0.43%，环比增加 0.12%；库销比(季调)为 2.13，同比下降 0.16，环比下降 0.01。

【核心逻辑】当前市场对本年度国内棉花供需趋紧的预期未改，工商业库存去库速度较快，新年度新疆棉花目标价格补贴政策尚未落地，市场对疆棉面积仍存缩减预期，对国内棉价形成有力支撑，但春节前持续走强的内外棉价差始终是限制郑棉上破万五关口的关键因素

之一。春节期间，美国关税政策调整，有利于我国纺织服装出口的恢复，且美棉周度出口数据强劲，在对外贸易政策支持下，东南亚国家对美棉的进口需求提升，美棉出口预期有所好转，同时 USDA 农业展望论坛预期新年度美棉产量或有下滑，全球棉花供需趋紧，使得美棉价格大幅反弹，市场信心好转，从而推动郑棉上行。郑棉在紧平衡预期下或维持易涨难跌的走势，但当前内外棉价差仍居高位，且一季度花纱进口量或有增加。

【南华观点】策略上仍建议回调布局多单，后续国内下游旺季即将到来，需重点关注旺季需求落地情况，同时美国在关税下调的同时，政策不确定性也随之提高，关注其对外贸易政策变化及美棉出口进度。

## 白糖：上方压力较大

【期货动态】国际原糖微跌 0.21%至 13.98 美分，周三夜盘白糖主力合约收涨。

【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.据沐甜科技，2月25日云南新增1家糖厂开榨，25/26榨季云南52家糖厂已全部投入到榨季生产当中，设计入榨蔗日处理能力18.83万吨/日，同比增加0.54万吨。

2. Hedgepoint Global Markets 周二表示，尽管用于制糖的甘蔗比例下降，但巴西中南部地区 2026/27 年度的糖产量预计将达到 4050 万吨，较前一年度持平。

【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 3268，涨幅达 0.64%。

【现货情况】

鸡蛋现货市场价格整体呈现稳中偏弱的运行态势。从全国批发市场来看，据农业农村部监测，当日鸡蛋批发平均价格为 7.78 元/公斤，较前一日下降 1.8%。具体到主销区，北京各大批发市场如大洋路、新发地的鸡蛋主流价格稳定在 130 元/44 斤（约合 5.91 元/公斤），上海浦东、浦西的褐壳鸡蛋接货价维持在 80 元/27.5 斤（约合 6.40 元/公斤）。主产区方面，山东菏泽曹县褐壳鸡蛋到户价参考 84 元/30 斤（约合 2.8 元/斤），河南商丘等地到户报价同样在 85 元/30 斤左右，价格均与前一交易日持平。从零售端看，河南巩义市农贸市场的鸡蛋零售价格为 3.30 元/500 克（即 6.60 元/公斤）。市场整体走货一般，各环节以清理库存为主。

【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：天胶维持坚挺，合成胶回调

【行情走势】周三夜盘天然橡胶延续偏强震荡，盘中小幅承压，沪胶主力合约收盘价为 17315 元/吨（+110），20 号胶主力合约收盘价为 14055 元/吨（+110），丁二烯橡胶回调走弱，主力合约收于 12815 元/吨（-340）。

【相关资讯】

1、根据欧洲汽车制造商协会（ACEA）最新公布的数据显示，2026 年 1 月欧盟乘用车市场销量下降 3.9%至 799,625 辆。当月，纯电动汽车市场份额达到 19.3%，较上一年的 14.9%有所增长，凸显了其持续增长的潜力。混合动力汽车占比达到 38.6%，仍是消费者最青睐的动力类型，其中插电式混合动力汽车巩固了其市场地位。同时，汽油和柴油汽车的合计市场

份额下降至 30.1%，低于去年的 39.5%。

2、根据印度海关数据显示，印度 12 月天然橡胶进口量为 2.49 万吨，2025 年累计进口数量为 46.12 万吨，当月环比减少 13.3%，同比减少 21.1%，全年累计进口减少 20.2%。

3、QinRex 最新数据显示，2025 年美国进口轮胎累计 28,615 万条，同比增 4.8%。其中，乘用车胎进口同比增 3.3%至 17,419 万条；卡客车胎进口同比增 4.7%至 6,150 万条；航空器用胎同比降 3%至 28.2 万条；摩托车用胎同比增 11%至 377 万条；自行车用胎同比降 9%至 615 万条。2025 年，美国自中国进口轮胎数量累计 2,106 万条，同比降 15%。其中，乘用车胎同比降 40%至 95.9 万条；卡客车胎同比降 18%至 128 万条。2025 年，美国自泰国进口轮胎数量累计 7,351 万条，同比增 10%。其中，乘用车胎为 4,479 万条，同比增 6%；卡客车胎为 1,593 万条，同比降 0.2%。

4、据隆众资讯统计，截至 2026 年 2 月 23 日，中国天然橡胶社会库存 136.6 万吨，环比增加 7 万吨，增幅 5.4%。中国深色胶社会总库存为 92.6 万吨，增 7.1%。其中青岛现货库存增 10%；云南增 0.2%；越南 10#增 3%；NR 库存小计降 0.4%。中国浅色胶社会总库存为 44 万吨，环比增 1.9%。其中老全乳胶环比降 0.12%，3L 环比增 12.9%，RU 库存小计持平。青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 66.77 万吨，环比上期增加 6.1 万吨，增幅 10.05%。保税区库存 11.08 万吨，增幅 12%；一般贸易库存 55.69 万吨，增幅 9.67%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 6.8 个百分点，出库率减少 1.38 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 2.65 个百分点，出库率减少 4.36 个百分点。

【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 0 吨。合成橡胶当日仓单数量为 39870 吨，日度变化 0 吨。

#### 【现货动态】

现货报盘重心个跟随盘面上抬，基差小幅走强，但现货实盘跟进有限，或对盘面形成一定拖累，现货轮换为主，套利盘小幅加仓。截止昨日下午收盘，上海国营全乳胶报价为 17050 元/吨(250)，上海泰三烟片报价为 19300 元/吨(200)，泰混人民币报价为 16000 元/吨(150)，印尼标胶港口美金报价为 2025 美元/吨(20)，越南 SVR10 山东市场价为 15500 元/吨(200)，全乳胶-RU 主力基差为-190(40)，印标-NR 主力基差为-74(-22)，全乳泰混价差为 1050(100)。

受盘面价格提振，现货主流报价有所上抬，但实盘成交冷淡，高价下观望居多，市场价呈现分化。顺丁橡胶 BR9000 山东市场价为 12900 元/吨(-50)，对应主力合约基差为-145 元/吨 (45)，浙江传化市场价为 12900 元/吨(100)，华南主流市场价为 12400 元/吨(0)；丁二烯山东市场价为 10600 元/吨(-100)，丁二烯韩国 FOB 中间价为 1255 元/吨(5)，丁二烯欧洲 FOB 中间价为 920 元/吨(-10)。

#### 【南华观点】

目前宏观情绪仍主导胶价，基本面利好驱动有限。天胶上游产区进入低产季，海外原料延续涨势，泰国胶水 67.3 泰铢/公斤，较昨日涨 0.45%，杯胶 56.5 泰铢/公斤，较昨日涨 0.53%。马来西亚半岛胶水价格 786.67 仙/千克，上涨 1.4%。海外现货价格同步坚挺，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，但干胶维持季节性累库，最新数据显示社会库存与青岛港口库存双增，下游产品和终端库存同样带来一定压力，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。

国内丁二烯近期产量持续释放，未来检修有限，高价带动氧化脱氢装置逐步重启，丁二烯海欧洲价格小幅下调对国内估值形成一定压制，近期进口不多但是内贸到港且下游消耗节后复苏有限，库存有所回升。丁二烯其他下游利润尚可，顺丁橡胶成本支撑较稳固，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，原油偏强提振化工板块，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，顺丁橡胶原料支撑较稳固，后续有待需求复苏以兑现预期，但进一步上涨承压。

#### 【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 17300、14000 和 13000。RU 可考虑逢高卖出虚值看涨期权。套利方面，RU5-9 逢高反套布局；多 RU 空 BR 持有；深浅套利了结观望。

### 苹果：节后需求走弱

【期货动态】周三苹果期货上涨，主力合约 AP2605 上涨 0.95%，收盘价 9749 元/吨；AP2503 上涨 1.24%，收盘价 9484 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】苹果产地冷库陆续复工，客商零星补货，多以客商包装自存货源少量补充市场为主，果农货成交零星。销区市场礼盒及筐装苹果销售尚可，年后到车量有所下降。

【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。2.据卓创资讯，据统计，截止到 2026 年 2 月 12 日全国冷库库存比例约为 40.36%，较去年同期（20250213）低 4.23 个百分点。本周（20260205-0211）全国冷库库容比下降 2.43 个百分点，去库存率 27.76%。春季备货后期，冷库包装减少，包装好的货源陆续发市场，整体出货量较上周减少。

【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：销区逐渐复市

【期货动态】昨日红枣主力合约开盘小幅抬升后维持震荡，收于 8910 元/吨，涨幅 1.31%。

【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】河北崔尔庄市场出摊商户有所增加，参考特级 8.80-10.50 元/公斤，一级 7.80-8.50 元/公斤，广东如意坊市场开市，到货 8 车，参考特级 9.80-10.50 元/公斤，一级 8.30-10.0 元/公斤，现货价格持稳。

【库存动态】2 月 25 日郑商所红枣期货仓单录得 3869 张，较上一交易日持平，有效预报录得 83 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：上方仍存一定限制

【盘面回顾】昨日原木期货（LG）先涨后跌，LG2605 收于 796.0，日内最高值为 800.0，持仓 7108 手。03-05 合约月差为 1.5。

【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 13 日，辐射松、云杉、北美材原木库存为 245 万立方米 (+7)。

【南华观点】从现货角度来看，库存偏低震荡，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。但就当前来看，需求仍未明显复苏，期价上方存在一定限制。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。