

## 下游复工进度偏慢 螺纹钢 上行空间受限

在宏观政策利好预期和成本支撑的共同作用下,钢材市场情绪偏乐观,短期内价格可能继续震荡上行。然而,由于下游需求恢复缓慢、期货升水现货以及供应压力增加等因素,价格的上涨空间将受到限制,预计螺纹钢主力合约运行区间在3210~3420元/吨之间。

■ 黄科

春节后,受外部关税政策冲击和国内终端需求启动缓慢影响,螺纹钢期货价格经历了一波调整。然而,随着全国两会的临近,市场对宏观经济政策的预期趋于乐观,叠加终端需求回暖以及钢材库存累积速度放缓,螺纹钢期货价格自2月中旬起震荡反弹,再度尝试向上突破半年线。尽管如此,下游复工进度偏慢、期货升水现货以及供应压力增加等因素,仍对价格上行空间形成制约。本文将从宏观预期、成本支撑、需求复苏以及潜在风险等多个角度,分析螺纹钢期货合约的未来走势。

近期螺纹钢期货价格震荡反弹的支撑因素主要有以下几个方面:

首先,国内外宏观预期整体偏乐

观。全国两会即将召开,市场普遍预期将出台一系列稳增长、促内需的宏观政策。财政政策有望继续保持积极,基建投资可能加码,这对螺纹钢等建筑钢材的需求形成直接利好。此外,1月国内新增信贷和社融规模创下历史新高,货币政策继续保持宽松,进一步降低企业融资成本,提振市场信心。国外方面,尽管美国对进口钢铁加征关税的政策一度令市场承压,但随着利空出尽,其对国内钢材出口的实质性影响有限。在国内钢材出口数据明显转弱之前,关税加征难再对市场产生较明显的利空影响。

其次,铁矿石价格走高,钢材成本支撑较强。开年以来,澳洲异常天气状况频发,铁矿石海外发运量大幅波动,现货价格整体维持上涨态势,铁矿石普氏指数连续刷新年内高点,当前已逼近110美元/吨。自2月中旬开始,铁矿石期货外资席位净多头连续增加,表明国际资本对铁矿石及黑色系商品的看涨情绪较强。作为螺纹钢的重要原料,铁矿石价格坚挺对螺纹钢成本形成强支撑。同时,高炉生产成本居高不下,钢厂挺价意愿较强,这也限制了螺纹钢价格的下跌空间。成本端的强劲支撑为螺纹钢价格提供了底部支撑。

最后,终端需求回暖,库存累积速度放缓。随着春节后工地逐步复工,终端需求开始恢复。截至2月21日,螺纹钢周度表观消费量为168.62万吨,较前一周大幅增加104.5万吨。与此同时,钢材社会库存的累积速度有所放缓。春节后第三周,螺纹钢总库存环比增加

28.29万吨,为近5年同期最小增幅,总库存较去年同期下降36%,处于历史低位水平。需求的边际改善为螺纹钢价格提供了短期上行动力。库存低位和累库速度放缓表明市场供需关系正在逐步改善,这进一步增强了市场对价格反弹的信心。

往后来看,螺纹钢期货价格继续上涨或面临以下不利因素的制约:

一是下游复工进度不佳,需求恢复缓慢。据百年建筑调研,截至2月20日(农历正月廿三),全国13532个工地复工率为47.7%,农历同比减少,处于近5年来的低位;劳务上工率49.7%,农历同比减少;资金到位率43.6%,农历同比略减。实际终端需求的恢复可能还需要较长时间,通常需要到3月之后才会实质性走强。而考虑到当前钢厂产量已经明显回升,螺纹钢累库速度虽有所放缓,但库存去化的拐点有可能晚于去年,这将对螺纹钢价格形成压制。

二是期货价格再度升水现货,上涨空间受限。随着近期螺纹钢期货价格连续反弹,盘面再度对华东地区现货价格形成升水。在现货市场尚未充分启动的情况下,期货价格的进一步上涨将受到限制。如果现货价格不能同步跟涨,期货价格的升水状态可能导致多头获利离场或吸引期现正套资金入场,进而引发价格回调。期货升水现货的现象表明市场情绪偏向乐观,但现货市场的实际需求恢复仍需时间验证。若现货价格未能及时跟进,期货价格的上涨将缺乏持续性。

三是钢厂复产加快,供应压力或增

加。近期长期流程螺纹生产持续小幅盈利,华东地区螺纹钢平电生产利润在盈亏平衡附近波动。随着下游需求陆续复苏,钢厂复产节奏加快。当前高炉铁水产量同比偏高,电炉开工率也快速回升,螺纹钢的供应量整体逐步增加。如果后续需求恢复速度不及预期,供应压力的增加可能导致库存持续累积、去库推迟,进而对价格形成压制。供应端的快速恢复可能打破当前供需紧平衡的状态,对价格上行构成压力。

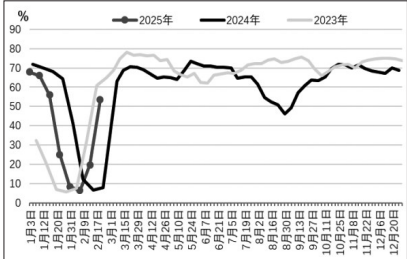


图6 螺纹钢短流程开工率走势

综合来看,在全国两会召开前,在宏观政策利好预期和成本支撑的共同作用下,钢材市场情绪偏乐观,叠加螺纹钢盘面资金流入明显,短期内价格可能继续震荡上行。然而,由于下游需求恢复缓慢、期货升水现货以及供应压力增加等因素,价格的上涨空间将受到限制,预计螺纹钢主力合约运行区间在3210~3420元/吨之间。更长期的走势则取决于国内宏观政策的实际出台情况以及终端需求的恢复进度。如果国内政策力度超预期,螺纹钢需求出现明显改善预期,价格可能突破当前区间上沿。

(作者单位:大有期货)

## 沪铝 长期箱体格局难破

■ 范芮

自2025年以来,国内电解铝价格持续走高,与之形成鲜明对比的是,氧化铝价格延续了去年12月以来的颓势,走出了一轮流畅的下跌行情,氧化铝价格走弱并未有效带动电解铝价格走弱。

我们认为,从铝土矿和氧化铝两个角度来看,电解铝的成本支撑确有减弱。

一方面,在铝土矿环节,国产铝土矿较难在今年出现大规模的复产和新增产,铝土矿的进口依存度有望进一步提升,因此今年铝土矿的核心症结依然来自海外。从我们统计的海外矿山增产情况来看,今年海外矿山增产主要来自几内亚,铝土矿项目增量预计有2290万吨,虽然我们需要考虑到当地基础设施仍有待完善,贸易环境、天气等干扰因素仍无法排除,但海外铝土矿新增产能上量趋势较为确定。此外,从去年12月开始的几内亚矿石运输不畅问题最近逐渐改善,矿石供应紧张程度较此前明显缓解。

另一方面,氧化铝环节新增产能开始释放,市场对氧化铝供应宽松预期较为

一致。去年伴随氧化铝价格持续走高,行业利润大幅扩大,国内有大量新增氧化铝产能投放。重庆九龙万博、内蒙古致轩、广西华昇、广西广投北海等总计360万吨的氧化铝新产能均在去年下半年投放,海外亦有860万吨的新增产能投放,这为氧化铝价格的流畅下跌埋下了伏笔。

今年全球氧化铝的供需结构明显改变。去年国内大量氧化铝新产能集中在下半年投放,考虑到项目爬产周期,氧化铝新产能集中释放期已经开始出现。此外,据SMM调研情况,2025年一季度国内有山东创元、河北文丰二期等合计580万吨新增氧化铝产能投放,国内氧化铝供应有进一步上量空间。

海外方面,据阿拉丁、SMM等调研情况,印尼Vedanta共计300万吨氧化铝产能于2024年投放,此外印尼Mem-pawah于2024年投产100万吨,合计400万吨的海外氧化铝新增产能爬产将不断对海外氧化铝形成补充。今年南山二期、天山等多个海外氧化铝项目将在下半年投产,海外氧化铝新投放产能预计多于去年,氧化铝供应仍有较为可观

的增长潜力。

由此,基于国内和海外氧化铝的一致增产行动,氧化铝供应确有明显增长。

氧化铝价格自去年12月起便持续走弱,几乎跌去2024年涨幅,不过值得我们深思的是,伴随铝土矿和氧化铝供应紧张问题缓解,铝产业链行业利润确实实现了从上游向电解铝厂让渡的过程,国内电解铝企业利润快速向上修复,远高于去年年末的利润水平,不过电解铝运行产能变动不大。主要原因有二:

其一,去年受氧化铝价格走强支撑,电解铝价格两度大幅走强,电解铝厂全年多数时候保持盈利状态,利润稳定对电解铝厂开工率亦形成明显拉动,去年国内电解铝厂开工率持续维持在92.9%以上的高水平,并且自二季度起开工率持续走高,景气度远高于往年。仅有年末氧化铝价格快速上涨吞噬电解铝厂生产利润,但由于长周期利润较好,年末电解铝环节利润虽有受损,但依然维持了高开工率。

其二,2024年年中,国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》,为

市场带来了较为明确的电解铝产能天花板信号。虽然铝土矿供应增长和氧化铝价格快速回落为电解铝环节带来了更多利润,但据SMM统计数据,去年12月和今年1月国内电解铝月度开工率持续维持在95.2%的高水平,电解铝运行产能距离国内电解铝产能天花板已经较为接近,因此利润增加无法带来实质性的电解铝新增产量。

因此,我们认为氧化铝价格走弱带动电解铝价格跟随下行的逻辑在今年较难明确体现。

考虑到氧化铝价格走弱将引发部分高成本产能退出,氧化铝下跌幅度将由此受到限制。海外美铝旗下圣西普里安铝冶炼厂、Trinmet冶炼厂在今年均有复产计划,合计带来增产产能约为25.2万吨,国内部分电解铝厂也在最近传出复产消息,全球电解铝供应将有小幅增加。虽然需求端仍有相对稳定的增长,但对电解铝价格的拉动作用有限。因此,我们认为电解铝价格长期震荡格局较难打破,震荡过程中的节奏连贯性会相对较强。

(作者单位:国元期货)

《上接1版》从精准获客、产品创新、精益运营和管理决策四个维度,推动公司数字化转型升级;二是革新移动端客户触达系统,提升客户移动交易体验,同时加快产业客户服务系统建设,满足产业客户个性化套保交易和业务线上办理需求;三是搭建人工智能基础能力,丰富辅助阅读、数字人应用等多个人工智能应用场景,充分发挥智能化示范引领作用。未来,中粮期货将以一体化运营作为系统建设目标,打通各业务系统与管理系统的物理隔隔,完善业财一体化建设,做好数字化、智能化的转型升级工作。

### 发挥优势 进一步提升服务实体经济质效

推动“大交割业务”持续增长。2024年中粮期货交割量同比增长60.98%,买入交割量居期货公司前列。通过“管家式”陪跑集团专业化公司,提供全方位的期货交易、交割服务,以及交割库申请、陪同现场考察、交割库后续年检等全程服务。通过“顾问式”陪跑产业链上下游等市场客户,针对交割库申请、仓单注册注销、交割业务提供培训和指导。协助产业机构把拥有的

指定交割库发展成为该品种的集散地;运用基差报价,把采、销、存与期货价格和交割库有机联系在一起,优化出更具竞争力的商业模式;举办论坛及经销商系列活动,更加便捷地对接、服务上下游企业。

整合公司研投资源,实现咨询业务量的提升,推动产业服务价值提升。一是标准化客户服务咨询,梳理合规开展交易咨询标准制度,统筹投研资源,建立交易咨询客户风险管理制度和操作流程;二是沉淀交易咨询经验,形成交易咨询服务体系,包含帮助客户建立完善的风险管理体系,保障客户有效地识别、评估和管理风险;三是系统化风险管理咨询和专项培训,为客户提供专业的风险管理建议,开展针对性培训,形成全面风险管理交易咨询体系,系统提升客户风险管理能力。

丰富衍生品风险管理工具箱。中粮期货积极践行固链强链的职责使命,持续探索期货及衍生工具与粮食产业链供应链的创新融合。中粮期货风险管理子公司通过发挥期货期权、场内场外工具的协同互补优势,熨平产业企业面临的价格风险。比如,在服务储备粮轮换工作中,中粮期货定制化设计“轮储+基差+期权”模式,借助“场内+场外”期

权组合工具等,丰富套保结构,有效缓解了储备粮轮换任务在“数量、质量、时间、价格”等方面的供需矛盾,助力维护我国粮食产业链供应链稳定畅通。

进一步完善国际化布局。中粮期货的国际业务始终坚持“国际化、防风险、高质量”工作主线,经过多年发展,积累了丰富和宝贵的境外客户服务经验,能够为客户提供高效的资金划拨、支持各类型主流交易平台及提供个性化报表等一站式解决方案。中粮期货(国际)致力于为全球客户提供定制化、专业性的咨询服务,以及会议与研讨服务和专业研究服务。在助力境内客户“走出去”拥抱国际市场的同时,积极推动我国期货市场“引进来”的国际化进程,吸引更多境外产业企业参与境内期货交易,提升“中国价格”的国际定价能力,助力高水平对外开放。

### 筑牢内控屏障 持续强化风控防线

中粮期货秉承“合规创造价值”理念,通过内控合规、外控风险双面持续强化风控防线。内控合规方面,持续完善并有效执行各项内控制度,合规管理水平稳步提升;着重合规反洗钱文化建

设,制定合规培训方案及员工合规手册规范,落实合规培训效果。风险管控方面,加强二道防线监控责任,从规范与授权、日常监控、压力测试与风险预案、监督与检查、风险预警与风险报告的“五维度闭环管控体系”,形成了风控管理链条式监控。

2024年国务院办公厅转发中国证监会等部门的《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》,期货高质量发展实体经济迈入新阶段。这一背景下,一系列关系期货行业发展的重大会议、重要文件相继召开、出台。中粮期货在推动各项制度、举措落实落地的同时,积极参与监管、协会等组织的座谈会,为期货市场高质量发展建言献策。后续,中粮期货将持续推动并严格执行各项制度、举措,积极响应上级单位、监管等各项检查、要求,逐项推动、跟进整改落实并做好建言献策。同时,进一步推动落实分支机构及成员企业的合规责任,强化合规岗位责任落实,通过多维度的评价实现分级分类管理。

接下来,中粮期货将进一步深入学习《实施意见》,通过业务创新、管理升级等,持续助力期货行业实现高质量发展。

## PVC 缺乏持续走强动力

■ 陈栋

虽然上周五PVC期价一度突破60日均线压制,试探5300元/吨整数关口压力,但上方抛压明显,随后冲高回落。本周一,PVC期货2505合约承压收低,不过期价跌幅有限。鉴于PVC供需结构依然偏弱,期价缺乏持续走强的动力,预计后市维持区间震荡整理的走势。

众所周知,国内PVC生产主要有两种工艺,分别为电石法和乙炔法。春节长假过后,由于北方内蒙古地区限电,当地电石产出受到限制,供应预期有所减少,电石价格小幅上调。据统计,上周乌海地区出厂价格小幅上调至2450元/吨,周环比增长2.08%。随着电石价格走强,全国电石法PVC平均成本增加。据估算,上周末全国电石法PVC生产企业平均成本达5291元/吨,周环比小幅增加13元/吨。在乙炔法方面,海外市场乙炔供应趋紧导致其价格走势上扬。受此影响,全国乙炔法PVC平均成本周环比小幅提升。据估算,上周末全国乙炔法PVC生产企业平均成本达5812元/吨,周环比小幅增加57元/吨。整体来看,国内PVC电石法和乙炔法成本支撑坚挺。

近期,国内部分PVC生产企业装置检修导致供应阶段性下降。据统计,节后宁波镇洋、广西华谊、苏州华苏和沧州聚隆等装置停车检修,导致近两周国内PVC装置开工率和产量环比下降。虽然国内PVC开工率和产量出现短期回落,不过随着春节后生产恢复,预计3月国内PVC产量有所回升。同时,PVC社会库存和企业厂库存存在春节后继续累积。

众所周知,PVC的主要消费领域包括建筑、包装、电子等。由于下游订单情况欠佳,部分制品企业采购情绪偏淡,节后需求恢复速度不及预期。数据显示,春节假期结束后,虽然建筑行业的逐步复工以及包装、电子等行业的生产恢复,但是整体开工仍未达到历史同期水平。目前PVC下游行业整体开工率依然偏低,其中硬制品开工维持在三成,软制品开工维持在六七成。下游订单情况欠佳,采购积极性不高,观望情绪较重。考虑到现阶段国内房地产市场的承压以及宏观经济环境的不确定性,PVC下游需求修复空间可能受到压制。

综上所述,美联储降息节奏放慢,宏观氛围逐渐转弱。虽然国内PVC电石法和乙炔法成本支撑坚挺,提振PVC期货价格小幅反弹,不过后市PVC供应预期逐渐回升,下游终端需求复苏缓慢,对原料采购量有限,社会库存仍面临着较大的累积压力。在多空分歧加剧的背景下,预计后市国内PVC期货2505合约维持区间震荡整理的走势。

(作者单位:宝城期货)

### 技术解盘

#### 燃油 高位回调



从燃油加权日线走势看,燃油在3600元/吨一带压力位受阻回落,进入高位整理走势,目前跌至本轮上涨趋势线附近。

均线方面,中短周期均线在死叉后已经拐头向下,近期价格延续调整的可能性较大,目前价格已经跌至60日均线附近,关注近期是否有效跌穿60日均线。指标方面,MACD高位死叉后向下发散,DIFF下穿零轴,绿柱延续伸长,空头力量不断增强,并占据主导地位。量仓方面,回调过程中持仓量持续下降,成交量整体呈现下跌放量反弹缩量态势,空头动能仍在。

综合来看,燃油短期下跌趋势开始朝着中期下跌周期蔓延,建议偏空思路操作。

#### 集运欧线 横盘整理



从集运欧线加权日线走势看,集运欧线从1月下旬见底后走出了一波强势反弹,近期上涨乏力,呈现横盘震荡格局。

均线方面,K线位于短期均线和长期均线之间,表明近期价格没有明确的趋势,20日均线和60日均线逐步收敛,或能提供一定支撑。指标方面,MACD位于零轴上方,红柱逐步缩短,多空力量相对均衡。KDJ高位死叉后向下发散,RSI也形成死叉,行情处于调整阶段。量仓方面,持仓量较为平稳,成交量较前期有所下降,市场交投氛围较为平淡。

综合来看,集运欧线近期没有明确的趋势,或延续区间震荡。

(张煜 期货投资咨询从业证书编号Z0018066)