

گزارش تحلیلی مطالعات کلان

گزارش بهمن ۱۴۰۴

۰۶۰ ۸۸۷۳۰۰۵۴ - ۸۸۷۳۳۷۵ - ۸۸۷۵۳۳۷۶ - ۲۱ (+۹۸)

info@bcr.ir، ۲۱ ۸۸۷۵۳۳۷۶ (+۹۸)

bcr.ir

تهران، خیابان احمد قصیر، کوچه ششم غربی، پلاک ۸، طبقه ۳، واحد ۳



این گزارش بر اساس داده‌های رسمی و معتبر تهیه شده است و شامل تحلیل‌های کارشناسی دقیق می‌باشد تا تصویری شفاف از وضعیت اقتصادی ارائه دهد.

تهیه و تدوین گزارش

• تیم کارشناسی اقتصادی: محسن امینی، علی آقانسیر

نظارت و تایید نهایی

• مدیر مطالعات کلان و جمع‌آوری داده: نسرين باقري

تهیه شده در واحد مطالعات کلان شرکت رتبه بندی اعتباری برهان

فهرست

۴.....	خلاصه.....
۵.....	بخش اول: اقتصاد جهان.....
۵.....	وضعیت رشد اقتصادی.....
۷.....	شاخص مدیران خرید.....
۹.....	وضعیت تورم.....
۱۰.....	شاخص بیکاری.....
۱۱.....	نرخ بهره.....
۱۳.....	بخش دوم: بازار کامودیتی جهانی.....
۱۳.....	طلا و نفت.....
۱۴.....	بازار جهانی فلزات اساسی.....
۱۶.....	بخش سوم: اقتصاد ایران.....
۱۶.....	نقدینگی و رشد نقدینگی.....
۱۷.....	تورم نقطه به نقطه.....
۱۸.....	روند نرخ رشد اقتصادی.....
۱۹.....	روند نرخ بیکاری.....
۲۰.....	نرخ بهره بین بانکی و نرخ بهره بدون ریسک (اخزا).....
۲۱.....	شاخص مدیران خرید اتاق بازرگانی.....
۲۲.....	وضعیت تجارت خارجی.....
۲۳.....	بخش چهارم: بازار سرمایه.....
۲۳.....	شاخص کل و هم وزن.....
۲۴.....	نسبت قیمت به سود.....
۲۵.....	ورود و خروج پول به بازار سهام.....
۲۶.....	میانگین ارزش معاملات هفتگی.....
۲۸.....	گزارش عرضه اوراق دولتی و جدول سررسید اوراق دولت.....
۳۰.....	اخبار، اطلاعیه‌ها و ابلاغیه‌های مهم بازار سرمایه.....
۳۱.....	بخش پنجم: بورس کالا.....
۳۱.....	خلاصه معاملات مهم بورس کالا.....
۳۲.....	روند قیمتی فولاد و مس.....
۳۴.....	بخش پایانی.....
۳۴.....	منابع و مأخذ مورد استفاده.....

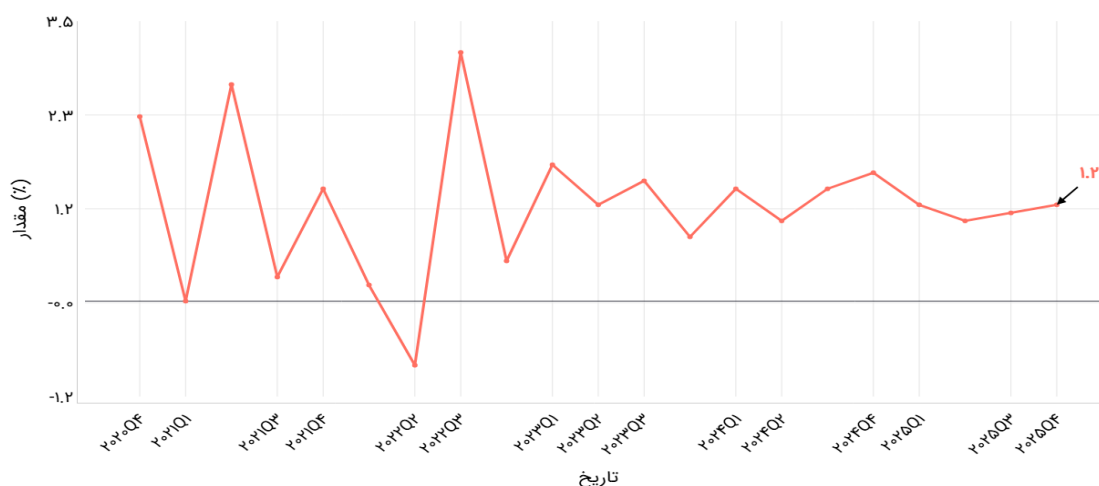
جدول (۱) خلاصه قیمت‌های دلار، طلا، شاخص بورس و قیمت‌های جهانی کامودیتی‌ها

تغییرات یک ساله	تغییرات ماهانه	قیمت بهمن ماه		
۷۶.۸۵%	۱۷.۶۲%	۱,۶۳۵,۰۰۰	دلار آزاد (ریال)	طلا و ارز و شاخص‌ها
۱۰۲.۸۵%	۸۰.۰۰%	۱,۳۷۰,۰۳۶	دلار حواله (ریال)	
۷۵.۹۷%	۶.۳۱%	۵,۱۰۳	اونس طلا	
-۳۰.۲۹%	-۲۴.۰۰%	۶۷,۰۲۴	بیت‌کوین	
۷۳.۱۵%	۲۵.۴۸%	۴,۷۹۶,۴۸۹	شاخص بورس تهران	
-۵.۳%	۲۱.۸۷%	۷۱.۰۰	نفت برنت - بشکه	فرآورده‌های نفتی
-۲۴.۰%	۸.۱۰%	۷۶.۰۰	بنزین خلیج فارس - بشکه	
-۱۶.۸%	۲.۲۰%	۸۹	گازوئیل خلیج فارس - بشکه	
-۱۲.۵%	۴.۸۸%	۲۵۸	متانول - سی‌اف‌آر - چین - تن	پتروشیمی
۱۳.۵%	۱۴.۴۰%	۴۲۹	اوره گرانوله - فوب ایران - تن	
-۲۱.۶%	-۵.۵۰%	۶۸۵	اتیلن - سی‌اف‌آر - شرق آسیا - تن	
-۱.۸%	۹.۹۰%	۸۳۵	پروپیلن - سی‌اف‌آر - چین - تن	
-۱۷.۵%	۲۵.۹۲%	۹۱۸	پلی‌اتیلن سبک خطی - فوب خلیج فارس - تن	پلیمر
-۲.۷%	۱.۰۹%	۸۳۸	پلی‌اتیلن سنگین - فوب خلیج فارس - تن	
-۷.۲%	۱۲.۲۳%	۷۹۸	پلی‌پروپیلن - FOB خلیج فارس - تن	
-۱۱.۴%	۱۰.۸۴%	۱,۱۶۵	پلی‌استایرن - CFR - چین - تن	
-۶.۹%	۱۴.۴۷%	۶۸۰	پی‌وی سی - شرق آسیا - تن	
-۶.۵%	-۸.۲۵%	۱۰۰	سنگ آهن - سی‌اف‌آر - چین - تن	فلزات اساسی
۱.۲%	۱.۳۸%	۴۳۸	فولاد - بیلت دریای سیاه - تن	
۳۵.۲%	-۱.۸۶%	۱۲,۹۲۳	مس - بورس لندن - تن	
۱۶.۰%	-۰.۵۰%	۳,۱۰۲	آلومینیوم - بورس لندن - تن	
۱۵.۳%	۶.۷۲%	۳,۳۷۸	روی - بورس لندن - تن	

وضعیت رشد اقتصادی

رشد سالانه GDP در چین در بازه زمانی مورد بررسی، روندی نزولی و با کاهش تدریجی را نشان می‌دهد. رشد از ۰ درصد در ابتدای سال ۲۰۲۱ به سمت منفی ۰٫۸ درصد در سه‌ماهه دوم ۲۰۲۲ حرکت کرد که نشانه بحران اقتصادی ناشی از شیوع کرونا و فشارهای جهانی بود. پس از آن، رشد با نوسان‌هایی مانند ۴٫۴ درصد در پاییز ۲۰۲۵ به سمت یک رشد مثبت اما کندتر (۱٫۲ درصد در دسامبر ۲۰۲۵) حرکت کرد و در ماه‌های پایانی سال ۲۰۲۵ با کاهش منفی ۰٫۶ درصد و سپس افزایش مجدد به ۱٫۲ درصد در دسامبر ۲۰۲۵ همراه شد. این روند نشان می‌دهد که اقتصاد چین از رکود کوتاه‌مدت عبور کرده اما رشد اقتصادی پایدار را تجربه نمی‌کند.

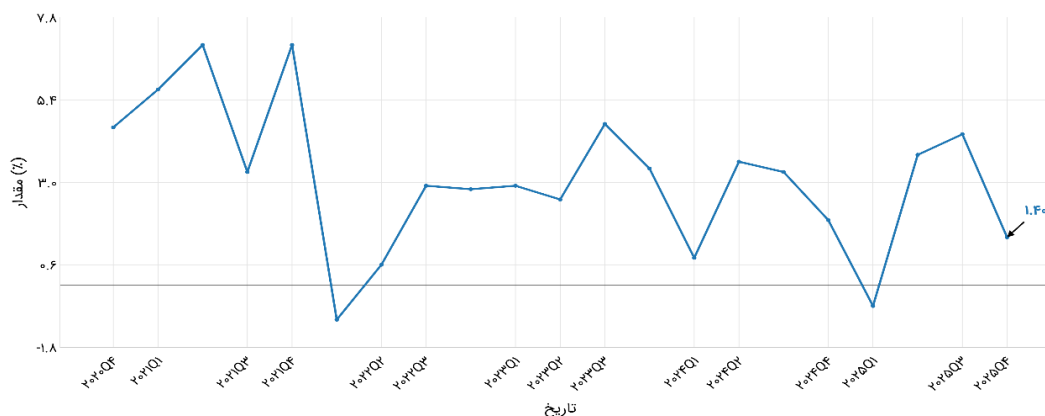
روند رشد تولید ناخالص داخلی برای چین



نمودار (۱) روند رشد اقتصادی چین؛ منبع: اداره آمار اقتصادی چین

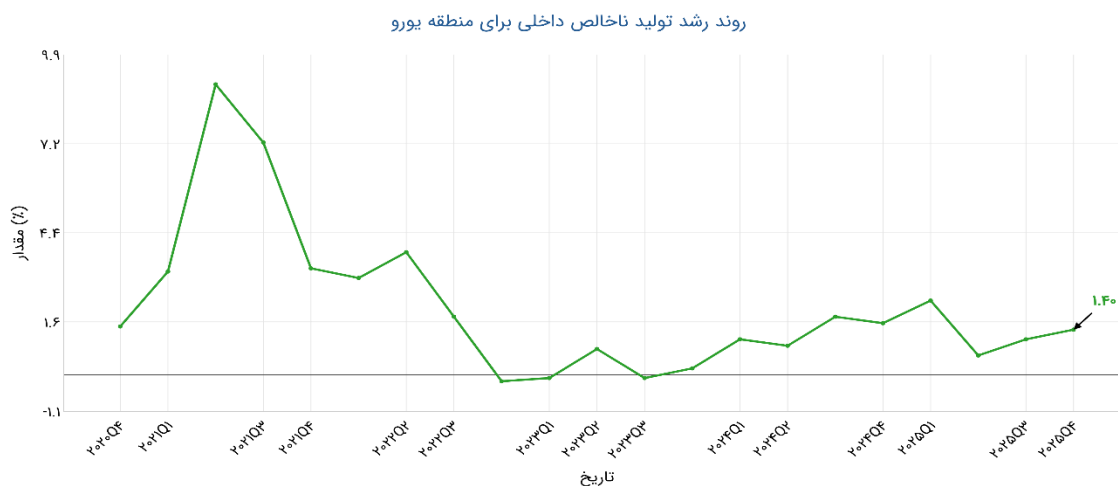
رشد سالانه تولید ناخالص داخلی (GDP) در آمریکا در بازه زمانی مورد بررسی، روندی نوسان‌دار و با کاهش تدریجی را نشان می‌دهد. رشد اقتصادی از ۵٫۷ درصد در ابتدای سال ۲۰۲۱ به سمت منفی ۱٪ در سه‌ماهه اول ۲۰۲۲ حرکت کرد که نشانه بحران اقتصادی ناشی از جنگ و فشارهای جهانی بود. پس از آن، رشد با نوسان‌هایی مانند ۴٫۷ درصد در پاییز ۲۰۲۳ به سمت یک رشد مثبت اما کندتر (۱٫۹ درصد در دسامبر ۲۰۲۴) حرکت کرد و در ماه‌های پایانی سال ۲۰۲۵ با کاهش منفی ۰٫۶ درصد و سپس افزایش مجدد به ۱٫۴ درصد در دسامبر ۲۰۲۵ همراه شد. این روند نشان می‌دهد که اقتصاد آمریکا از رکود کوتاه‌مدت عبور کرده اما رشد اقتصادی پایدار را تجربه نمی‌کند.

روند رشد تولید ناخالص داخلی برای ایالات متحده



نمودار (۲) روند رشد اقتصادی آمریکا؛ منبع: اداره آمار اقتصادی آمریکا

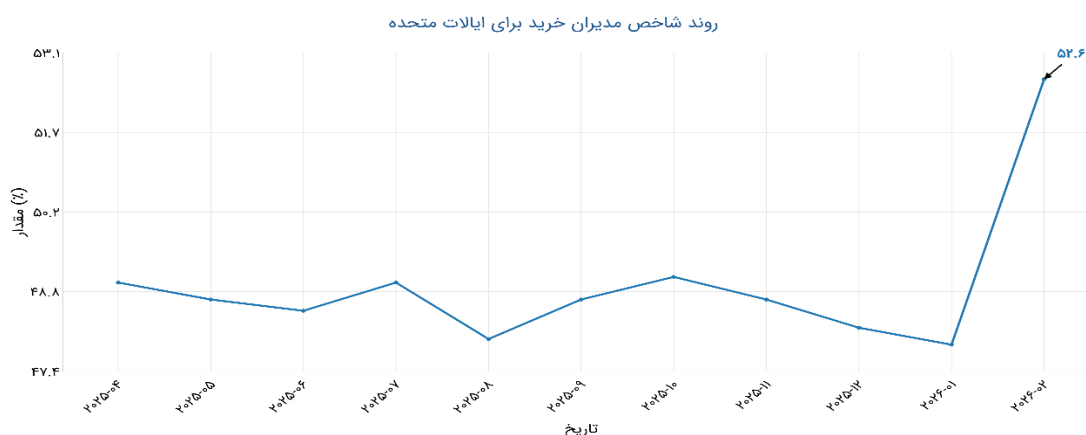
اقتصاد منطقه یورو پس از شروعی ضعیف و تجربه رونقی ناپایدار در اوایل سال ۲۰۲۵، بار دیگر در مسیر نزولی قرار گرفت. نرخ رشد سالانه پس از لمس اوج ۲.۳ درصدی، سرانجام در سه ماهه سوم ۲۰۲۵ با کاهشی ۰.۳ واحد درصدی نسبت به فصل پیشین به سطح شکننده ۰.۳ درصد تنزل یافت. بازگشت به این سطوح نازل که تداعی کننده شرایط «شبه رکودی» و ضعف تقاضای داخلی است، وابستگی بازار به سیاست‌های حمایتی را افزایش می‌دهد. در چنین محیطی ریسک سودآوری صنایع بالا می‌رود و کفه جذابیت سرمایه‌گذاری به نفع بخش‌های دفاعی و شرکت‌های دارای درآمدهای برون مرزی سنگینی می‌کند.



نمودار (۳) روند رشد اقتصادی اروپا؛ منبع: اداره آمار اقتصادی اتحادیه اروپا

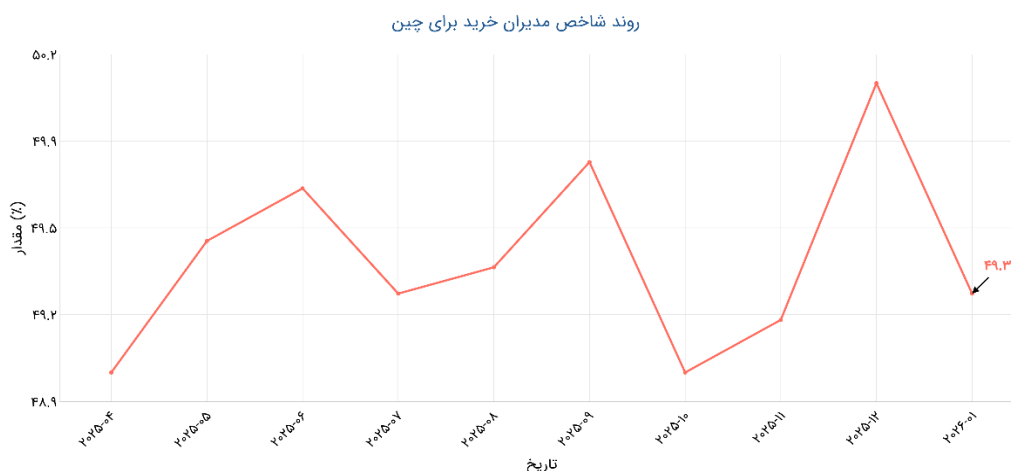
شاخص مدیران خرید

PMI آمریکا طی بازه زمانی مورد بررسی، روندی نزولی و نوسانی را از ۶۴٫۷ واحد در آوریل ۲۰۲۱ به سمت ۵۲٫۶ واحد در فوریه ۲۰۲۲ نشان می‌دهد. این شاخص در ابتدای دوره بسیار بالاتر بود که نشانه رشد اقتصادی قوی و فعال بازارها بود، اما از اواسط سال ۲۰۲۲ با کاهشی شدید روبرو شد و به زیر ۵۰ واحد رسید. پس از آن، PMI آمریکا در بازه بین ۴۶ تا ۵۱ واحد حرکت کرد و در ماه‌های پایانی نیز در سطح رشد اقتصادی مثبت اما ضعیف قرار داشت. این روند نشان می‌دهد که اقتصاد آمریکا پس از یک دوره رونق قوی، با کاهش نرخ رشد مواجه شده است.



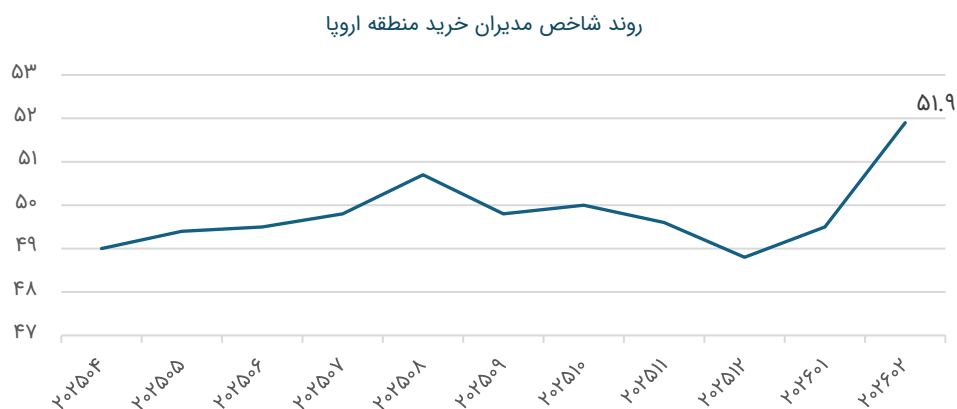
نمودار (۴) شاخص مدیران خرید آمریکا؛ منبع: S&P Global

وضعیت شاخص مدیران خرید در چین طی این دوره، بیانگر یک بازایی شکننده و فاقد تکانه کافی برای تثبیت در محدوده انبساطی است. شاخص از ۵۰٫۵ واحد در ابتدای دوره به ۴۹٫۳ واحد در پایان دوره رسیده که افتی ۱٫۲ واحدی (تقریباً ۲٫۴ درصد) را نشان می‌دهد. نوسانات مکرر شاخص حول مرز ۵۰ واحد و ناتوانی در حفظ سطوح بالای این مرز، حاکی از ناپایداری در تقاضای داخلی و چالش‌های صادراتی است. از منظر تحلیل اعتباری، این عدم قطعیت در روند تولید، ریسک نقدینگی را برای بنگاه‌های کوچک و متوسط افزایش می‌دهد. سرمایه‌گذاران در بازار کالاها باید با احتیاط نسبت به این داده‌ها برخورد کنند؛ زیرا ضعف در PMI چین مستقیماً بر قیمت جهانی کامودیتی‌ها اثرگذار بوده و می‌تواند حاشیه سود شرکت‌های استخراجی و مواد پایه را تحت فشار قرار دهد.



نمودار (۵) روند شاخص مدیران خرید چین؛ منبع: S&P Global

PMI اتحادیه اروپا در طول دوره مورد بررسی، روندی نزولی و نوسانی را از ۶۲٫۹ واحد در آوریل ۲۰۲۱ به سمت ۵۱٫۹ واحد در فوریه ۲۰۲۲ نشان می‌دهد. این شاخص در ابتدای دوره بسیار بالاتر بود که نشانه رشد اقتصادی قوی و فعال بازارها بود، اما از اواسط سال ۲۰۲۲ با کاهشی شدید روبرو شد و به زیر ۴۳ واحد رسید. پس از آن، PMI اروپا در بازه بین ۴۲ تا ۵۰ واحد حرکت کرد و در ماه‌های پایانی نیز در سطح رشد اقتصادی مثبت اما ضعیف قرار داشت. این روند نشان می‌دهد که اقتصاد اتحادیه اروپا پس از یک دوره رونق قوی، با کاهش نرخ رشد مواجه شده است.



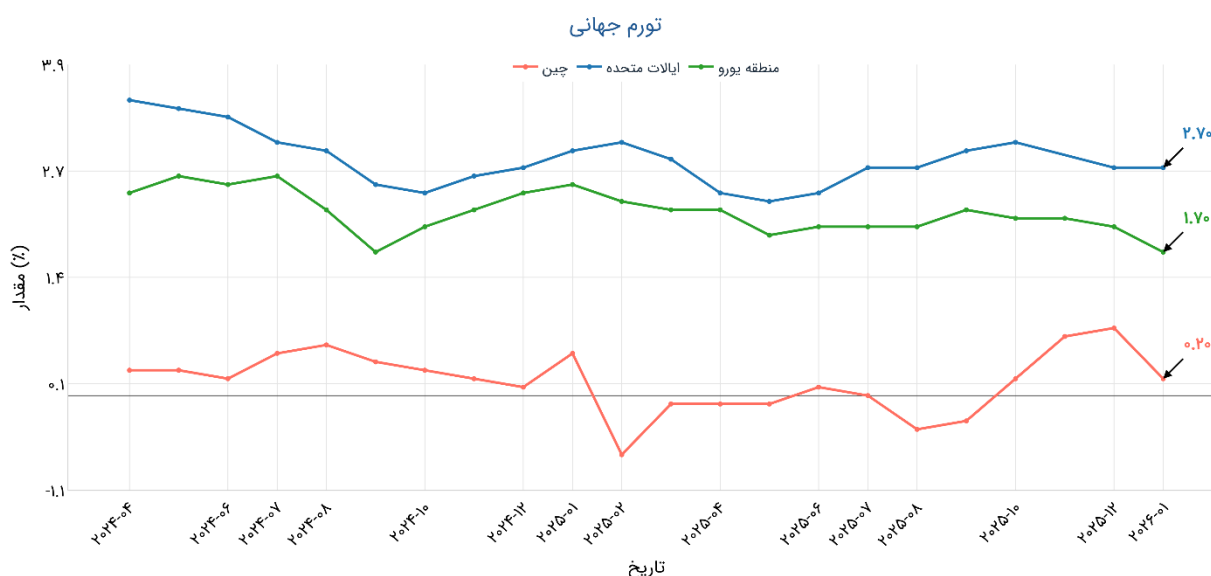
نمودار (۶) روند شاخص مدیران خرید اروپا ؛ منبع: S&P Global

وضعیت تورم

تورم مصرف‌کننده در چین در بازه زمانی مورد بررسی، رشد نزولی و پرنوسانی را نشان می‌دهد. میانگین تورم سالانه در این دوره از ۰٫۱ درصد (دسامبر ۲۰۲۴) تا -۰٫۷ درصد (فوریه ۲۰۲۵) تغییر کرد که به معنای مدتی وارد شدن اقتصاد چین به نیمه‌بازارهای فروخته بود. پس از این دوره، تورم در ماه‌های اول سال ۲۰۲۵ با ۰٫۰ درصد و منفی ۰٫۴ درصد در آگوست ۲۰۲۵ به سمت بازگشت به سطح مثبت حرکت کرد و در ژانویه ۲۰۲۶ به ۰٫۲ درصد رسید. این روند نشان‌دهنده نوسانات بالای تورم در چین بوده که می‌تواند ریسک‌های سرمایه‌گذاری را برای فعالان بازارها افزایش دهد.

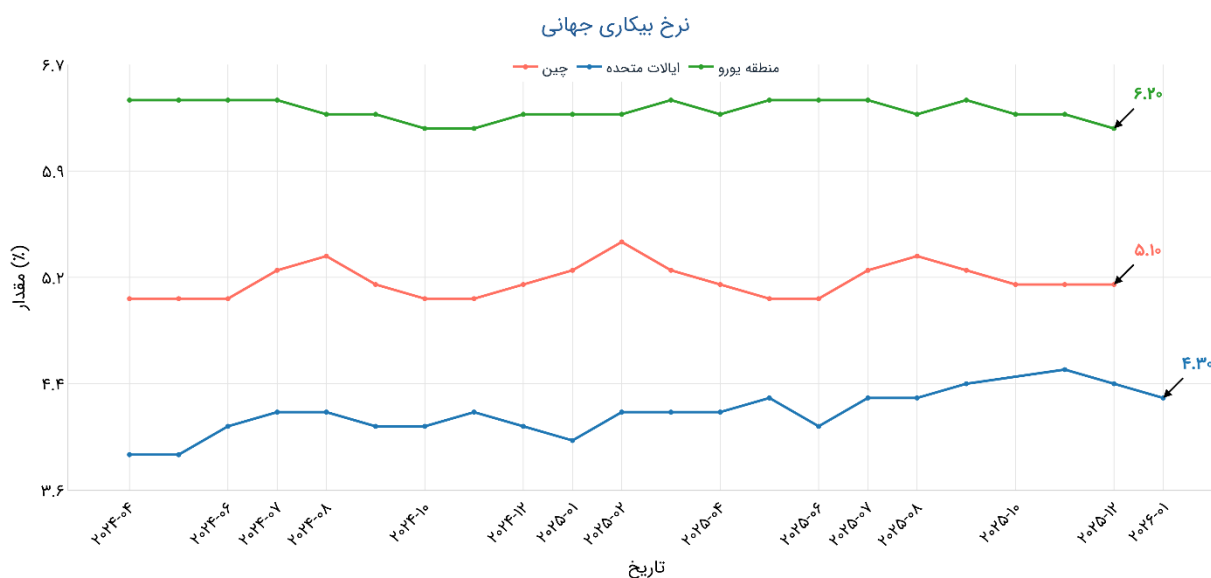
تورم مصرف‌کننده در آمریکا در بازه زمانی مورد بررسی، سطح بالایی از ۳٫۵ درصد (آوریل ۲۰۲۴) تا ۳٫۰ درصد (فوریه ۲۰۲۶) را حفظ کرد. رشد تورم در این دوره نوسان‌ناپذیر بوده و هیچ زمانی به منفی رسید، اما از اواسط سال ۲۰۲۵ با کاهش تدریجی همراه شد. میانگین تورم در دو ماه پایانی سال ۲۰۲۵ (۳٫۰ درصد فوریه و ۲٫۸ درصد مارس) و ژانویه ۲۰۲۶ (۲٫۷ درصد) نشان می‌دهد که اقتصاد آمریکا همچنان با تورم بالای سطح هدف فدرال روبرو مواجه است. این وضعیت برای سرمایه‌گذاران به معنای ریسک بالاتر از نرخ بهره و تغییرات قیمت در بازارها است.

تورم مصرف‌کننده در حوزه اروپا در بازه زمانی مورد بررسی، روندی نسبتاً ثابت را نشان می‌دهد. میانگین تورم سالانه بین ۱٫۹ درصد (آوریل ۲۰۲۵) و ۲٫۶ درصد (می ۲۰۲۵) تغییر کرد و پس از آن با کاهش تدریجی به سمت ۱٫۷ درصد در ژانویه ۲۰۲۶ حرکت کرد. این سطح تورم، بالاتر از چین اما پایین‌تر از آمریکا بود و هیچ زمانی منفی شد. ثبات نسبی تورم در اروپا نشان‌دهنده شرایط اقتصادی پایدار است که برای سرمایه‌گذاران ریسک کمتری را نسبت به دو منطقه دیگر ایجاد می‌کند.



نمودار (۷) روند نرخ تورم مصرف‌کننده در اقتصاد آمریکا، اروپا و چین؛ منبع: اداره آمار اقتصادی آمریکا، اتحادیه اروپا و چین

اتحادیه اروپا نرخ بیکاری در اتحادیه اروپا در بازه زمانی مورد بررسی، روندی صعودی و با کاهش تدریجی را نشان می‌دهد. نرخ از ۸٫۳ درصد در ابتدای سال ۲۰۲۱ به سمت ۶٫۲ درصد در دسامبر ۲۰۲۵ حرکت کرد که نشانه بهبود بازار کار بود. پس از آن، نرخ با نوسان‌هایی مانند ۴٫۴ درصد در سپتامبر ۲۰۲۵ به سمت یک سطح ثابت و پایین (۶٫۲ درصد در دسامبر ۲۰۲۵) حرکت کرد. این روند نشان می‌دهد که بازار کار اروپا از رکود کوتاه‌مدت عبور کرده اما نرخ بیکاری به سطح بلندمدت متوسط بازگشته است.



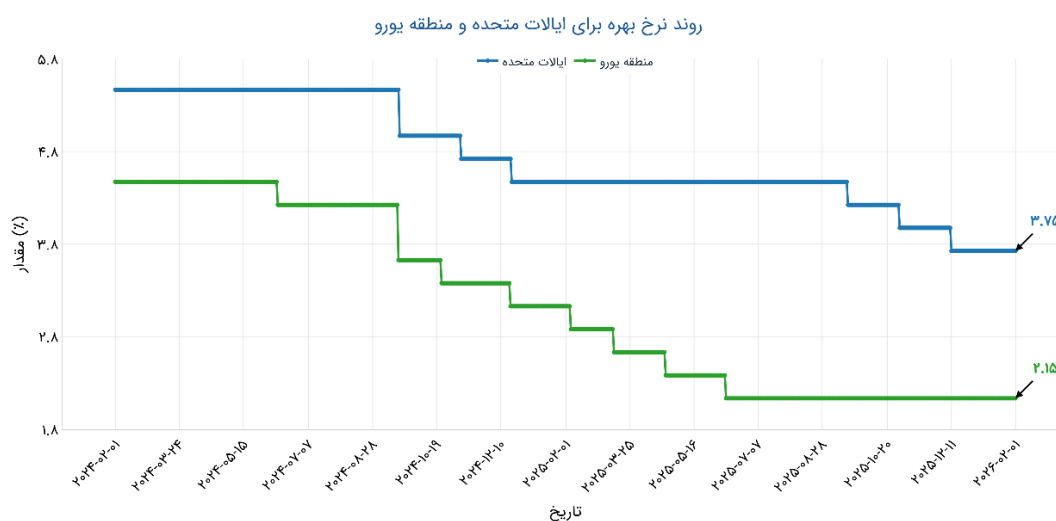
10.

نرخ بهره

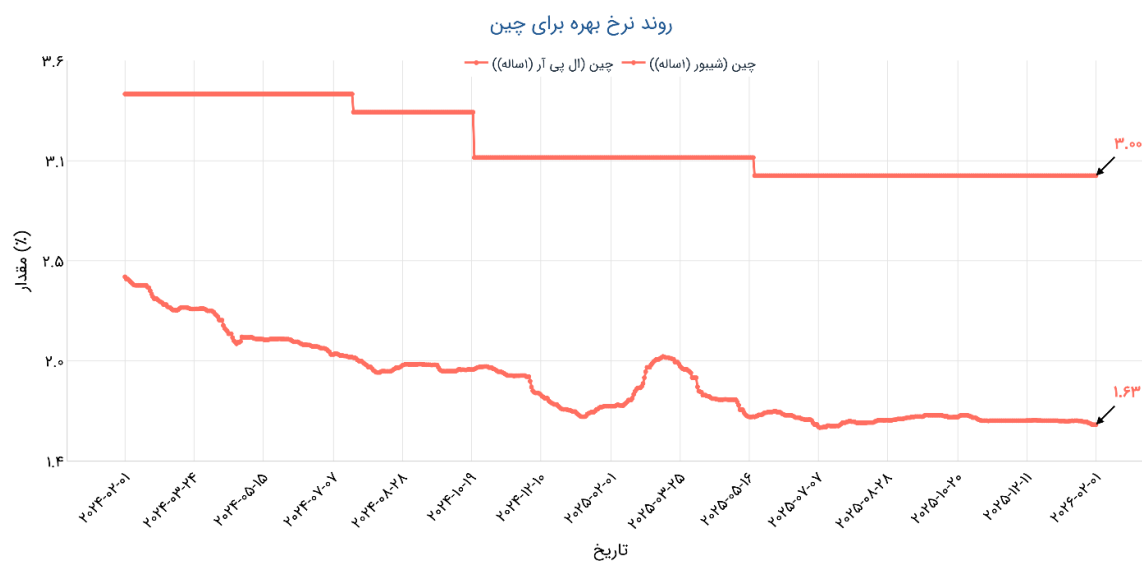
در چین، نرخ‌های کوتاه‌مدت بازار پول (شایبور یک‌ساله) در مسیر نزولی قرار گرفت و از ۱.۷۳٪ در ۲۸ ژانویه ۲۰۲۵ به ۱.۶۳۷٪ در ۲۸ ژانویه ۲۰۲۶ کاهش یافت (کاهش ۰.۰۹۳۵ واحد درصد). هم‌زمان، نرخ وام‌دهی معیار یک‌ساله از ۳.۱٪ به ۳.۰٪ در ۲۰ می ۲۰۲۵ تعدیل شد (کاهش ۰.۱ واحد درصد) و سپس ثابت ماند. این ترکیب، به معنای تداوم جهت‌گیری حمایتی و تلاش برای کاهش هزینه تامین مالی است، اما فاصله معنادار میان نرخ معیار و نرخ بازار پول نشان می‌دهد انتقال سیاست به شرایط اعتباری می‌تواند ناهمگن باشد. برای سرمایه‌گذار، پیام اصلی کاهش فشار نرخ بهره بر شرکت‌های بدهکار و بخش‌های حساس به تامین مالی است؛ در مقابل، حاشیه سود بانک‌ها و بازده دارایی‌های با درآمد ثابت داخلی می‌تواند تحت فشار باقی بماند و انتخاب سررسید و کیفیت اعتباری اهمیت بیشتری می‌یابد.

در ایالات متحده، نرخ سیاستی در سطح بالا آغاز شد و سپس به صورت پله‌ای کاهش یافت: از ۴.۵٪ در ۲۸ ژانویه ۲۰۲۵ به ۴.۲۵٪ در ۱۸ سپتامبر ۲۰۲۵ (کاهش ۰.۲۵ واحد درصد)، سپس به ۴.۰٪ در ۳۰ اکتبر ۲۰۲۵ (کاهش ۰.۲۵ واحد درصد) و نهایتاً به ۳.۷۵٪ در ۱۱ دسامبر ۲۰۲۵ (کاهش ۰.۲۵ واحد درصد). این الگو نشان‌دهنده چرخش تدریجی از انقباض به سمت کاهش محدود محدودیت پولی است، بدون آن‌که به معنای ارزان شدن سریع پول باشد. برای سرمایه‌گذار، کاهش نرخ‌ها معمولاً به نفع ارزش‌گذاری دارایی‌های ریسکی و کاهش هزینه تامین مالی شرکت‌هاست، اما سطح همچنان بالای نرخ بهره، ریسک بازتأمین مالی و فشار بر بخش‌های بدهی‌محور (مانند املاک تجاری و بنگاه‌های با اهرم بالا) را کاملاً رفع نمی‌کند. در بازار اوراق، حساسیت به داده‌های تورمی و مسیر انتظارات نرخ بهره همچنان عامل کلیدی نوسان خواهد بود.

در منطقه یورو، روند کاهش نرخ بهره زودتر و با گام‌های مشخص رخ داد: نرخ از ۳.۱۵٪ در ۲۸ ژانویه ۲۰۲۵ به ۲.۹٪ در ۵ فوریه ۲۰۲۵ کاهش یافت (کاهش ۰.۲۵ واحد درصد)، سپس به ۲.۶۵٪ در ۱۲ مارس ۲۰۲۵ (کاهش ۰.۲۵ واحد درصد)، بعد به ۲.۴٪ در ۲۳ آوریل ۲۰۲۵ (کاهش ۰.۲۵ واحد درصد) و نهایتاً به ۲.۱۵٪ در ۱۱ ژوئن ۲۰۲۵ رسید (کاهش ۰.۲۵ واحد درصد) و تا ۲۸ ژانویه ۲۰۲۶ ثابت ماند. این مسیر، نشان‌دهنده تمرکز بر حمایت از تقاضا و کاهش فشار هزینه سرمایه در شرایط رشد شکننده‌تر است. برای سرمایه‌گذار، کاهش سریع‌تر نرخ‌ها نسبت به آمریکا می‌تواند به بهبود نسبی شرایط اعتباری و حمایت از بخش‌های حساس به نرخ بهره کمک کند، اما ناهمگنی درون منطقه (تفاوت ریسک اعتباری دولت‌ها و بانک‌ها) همچنان می‌تواند به واگرایی بازده اوراق و ریسک نقدشوندگی منجر شود. در نتیجه، گزینش کشور/بخش و مدیریت ریسک نرخ بهره در پرتفوی اهمیت مضاعف دارد.



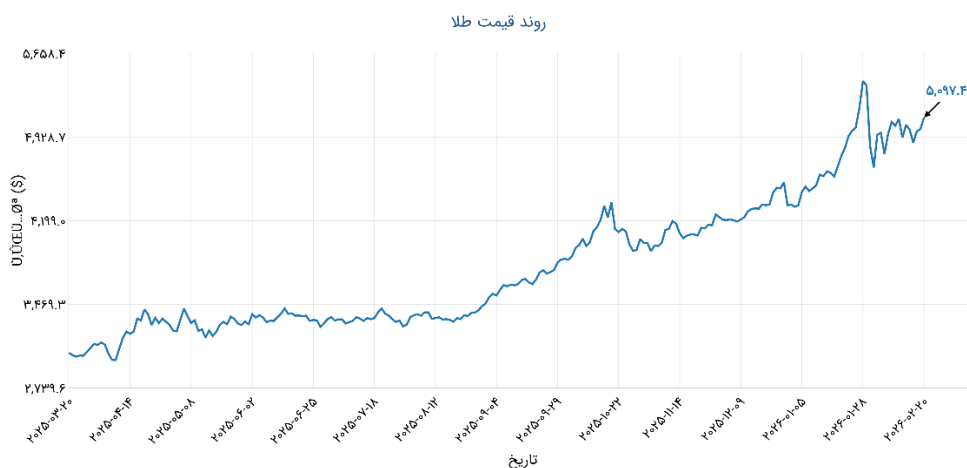
نمودار (۹) روند نرخ بهره سیاستی؛ منبع: Federal Reserve, European Central Bank



نمودار (۱۰) روند نرخ بهره سیاستی؛ منبع: People's Bank of China

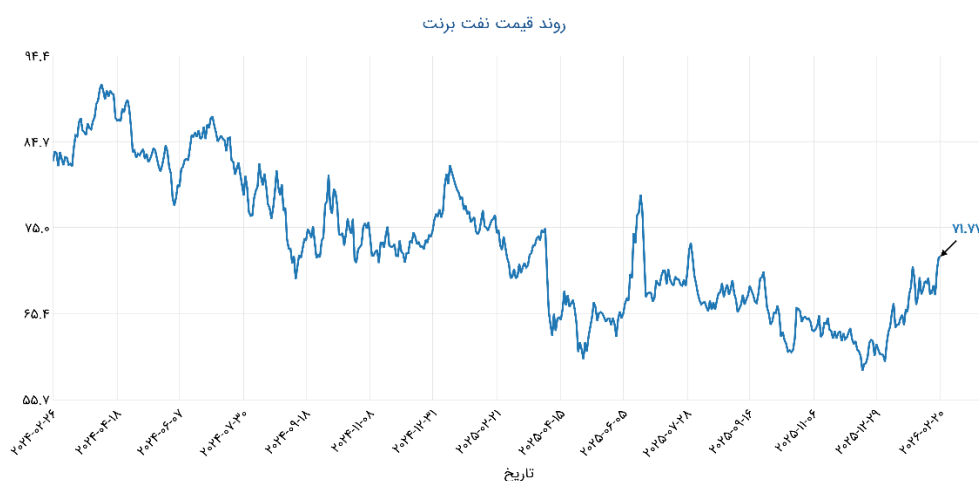
انس طلا و نفت

قیمت طلا پس از کاهشی شدید در اوایل سال ۲۰۲۵، روندی نوسانی و با افزایش تدریجی را از ۲۰۹۰۹ دلار در مارس ۲۰۲۵ به سمت ۵۰۱۸۲ دلار در فوریه ۲۰۲۶ نشان می‌دهد. این رشد با کاهش ارزش دلار، نگرانی‌های مربوط به تورم و افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری همراه بوده است. قیمت طلا در ماه‌های پایانی با نوسانات بالاتر از ۵۰۰۰ دلار قرار گرفت که نشان‌دهنده قدرت بازار این کالا است.



نمودار (۱۱) روند قیمت انس طلا؛ منبع: investing.com

قیمت نفت برنت پس از کاهشی شدید در اوایل سال ۲۰۲۵، روندی نوسانی و با افزایش تدریجی را از ۷۰٫۳۸ دلار در مارس ۲۰۲۵ به سمت ۶۹٫۳۲ دلار در فوریه ۲۰۲۶ نشان می‌دهد. این رشد با کاهش ذخایر، نگرانی‌های مربوط به تولید و افزایش تقاضای جهانی همراه بوده است. قیمت نفت برنت در ماه‌های پایانی با نوسانات بالاتر از ۷۰ دلار قرار گرفت که نشان‌دهنده قدرت بازار این کالا است.

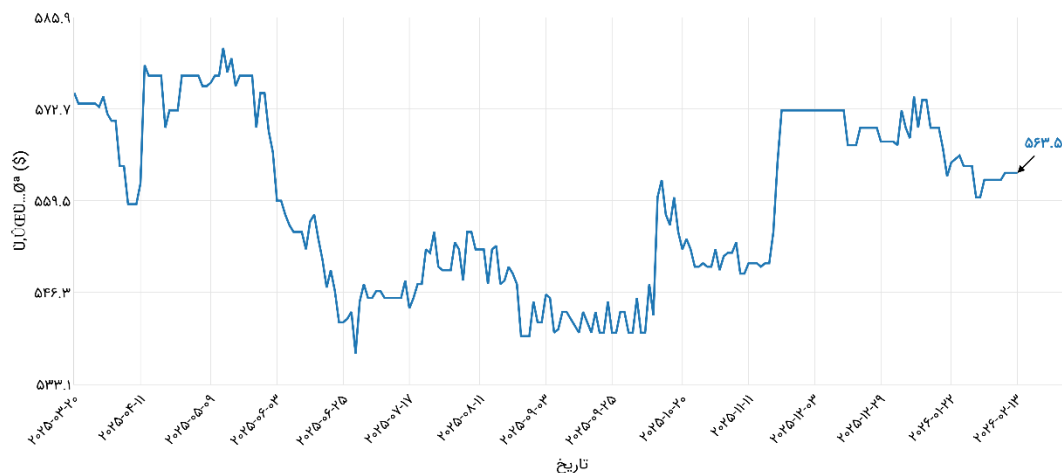


نمودار (۱۲) روند قیمت نفت برنت؛ منبع: نشریه آرگوس

بازار جهانی فلزات اساسی

قیمت میلگرد فولادی ترکیه پس از کاهشی شدید در اوایل سال ۲۰۲۵، روندی نوسانی و با افزایش تدریجی را از ۵۷۲٫۵ دلار در مارس ۲۰۲۵ به سمت ۵۶۴٫۵ دلار در فوریه ۲۰۲۶ نشان می‌دهد. این رشد با کاهش ذخایر، نگرانی‌های مربوط به تولید و افزایش تقاضای جهانی همراه بوده است. قیمت میلگرد فولادی ترکیه در ماه‌های پایانی با نوسانات بالاتر از ۵۶۴ دلار قرار گرفت که نشان‌دهنده قدرت بازار این کالا است.

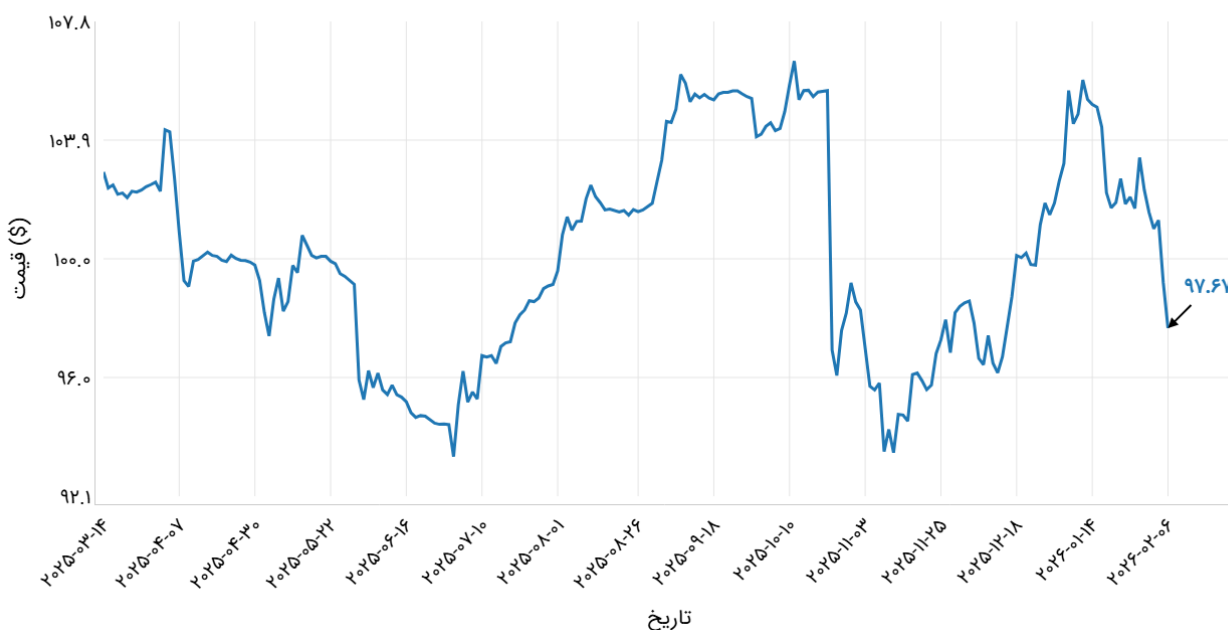
روند قیمت میلگرد فولادی ترکیه



نمودار (۱۳) روند قیمت میلگرد فولادی ترکیه؛ منبع: نشریه platts

قیمت سنگ آهن پس از کاهشی شدید در اوایل سال ۲۰۲۵، روندی نوسانی و با افزایش تدریجی را از ۱۰۱٫۲۹ دلار در مارس ۲۰۲۵ به سمت ۶۸٫۷۴ دلار در فوریه ۲۰۲۶ نشان می‌دهد. این رشد با کاهش ذخایر، نگرانی‌های مربوط به تولید و افزایش تقاضای جهانی همراه بوده است. قیمت سنگ آهن در ماه‌های پایانی با نوسانات بالاتر از ۶۸ دلار قرار گرفت که نشان‌دهنده قدرت بازار این کالا است.

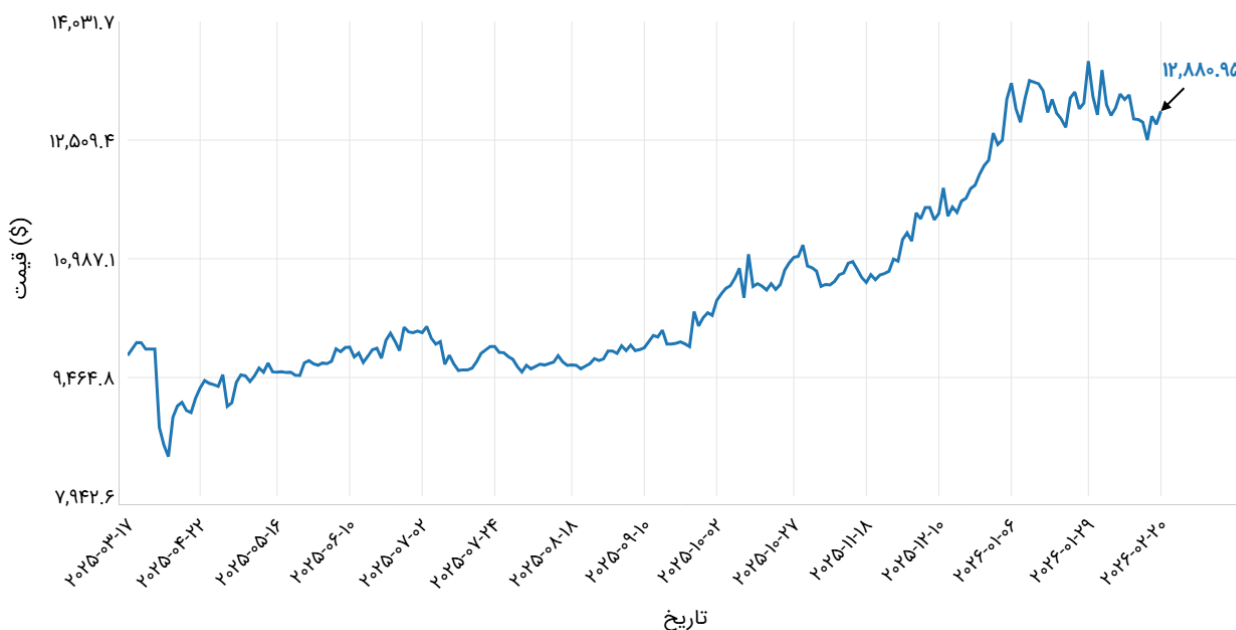
روند قیمت سنگ آهن 62 درصد



نمودار (۱۴) روند قیمت قراضه ترکیه؛ منبع: نشریه platts

قیمت مس در بازه زمانی مورد بررسی روندی صعودی و نوسانی را از ۹۰۶۶۴ دلار در آوریل ۲۰۲۵ به سمت ۱۳۰۰۳۳ دلار در فوریه ۲۰۲۶ نشان می‌دهد. این رشد با افزایش تقاضای جهانی، کاهش ذخایر و نگرانی‌های مربوط به تولید در چین همراه بوده است. قیمت مس در ماه‌های پایانی با نوسانات بالاتر از ۱۳۰۰۰ دلار قرار گرفت که نشان‌دهنده قدرت بازار این فلز است.

روند قیمت مس



نمودار (۱۵) روند قیمت مس؛ منبع: LME

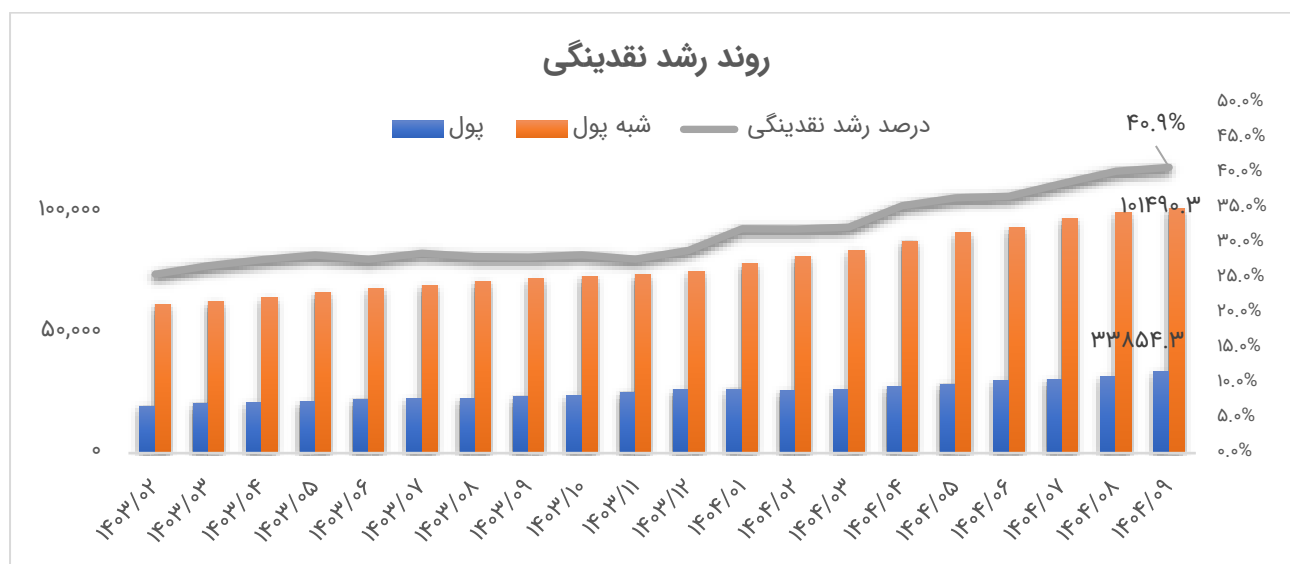
قیمت آلومینیوم پس از کاهشی شدید در اوایل سال ۲۰۲۵، روندی نوسانی و با افزایش تدریجی را از ۲۰۶۹۳ دلار در مارس ۲۰۲۵ به سمت ۳۰۱۰۶ دلار در ژانویه ۲۰۲۶ نشان می‌دهد. این رشد با افزایش تقاضای صنعتی، کاهش ذخایر و نگرانی‌های مربوط به تولید در چین همراه بوده است. قیمت آلومینیوم در ماه‌های پایانی با نوسانات بالاتر از ۳۰۰۰۰ دلار قرار گرفت که نشان‌دهنده قدرت بازار این فلز است.

روند قیمت آلومینیوم



نمودار (۱۶) روند قیمت آلومینیوم؛ منبع: LME

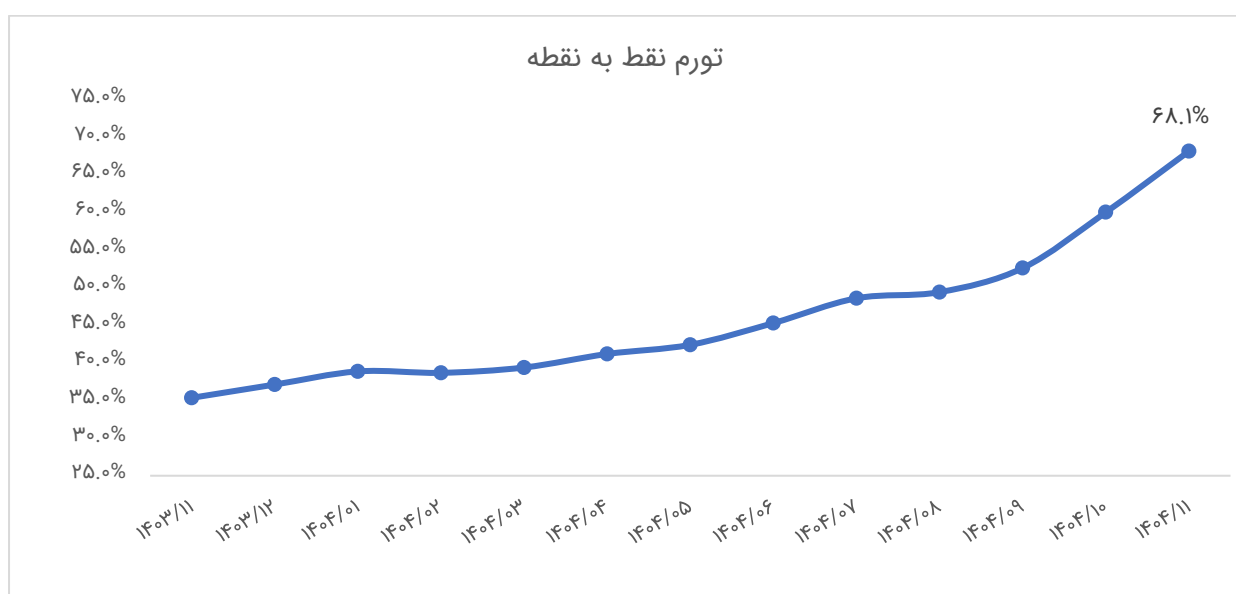
آخرین داده‌های پولی نشان می‌دهد شبه پول که در اسفند ۱۴۰۳ معادل ۷۵,۳۴۲ هزار میلیارد ریال ثبت شده بود در آذر ۱۴۰۴ به ۱۰۱,۴۹۰ هزار میلیارد ریال رسیده و در همین دوره حجم پول از ۲۶,۳۱۷ هزار میلیارد ریال به ۳۳,۸۵۴ هزار میلیارد ریال افزایش یافته و بانک مرکزی رشد نقدینگی را برای آذر ۱۴۰۴ برابر ۴۰.۹ درصد گزارش کرده است؛ این ترکیب عددی حکایت از تشدید تسهیلات‌زا بودن ساختار نقدینگی در سال ۱۴۰۴ دارد. شواهد روندی نشان می‌دهد رشد شبه پول شتاب بیشتری نسبت به پول داشته است که علامت افزایش تمایل به تبدیل دارایی‌ها به شبه‌نقد و تقویت سازوکار ضریب فزاینده پولی است و از این رو چند کانال تبیینی محتمل به‌وضوح مطرح است: نخست، افزایش خالص بدهی بخش دولتی به نظام بانکی یا بانک مرکزی که به‌عنوان منبع اصلی تامین مالی عرضه پول عمل می‌کند؛ دوم، کاهش یا کندی انبساط خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی که در صورت تضعیف، نیاز به خلق ذخایر ریالی برای جبران تراز پرداخت‌ها را افزایش می‌دهد؛ و سوم، رشد بدهی بانک‌ها و افزایش جذب سپرده‌های مدت‌دار که سهم شبه پول را بالا برده است. از منظر ساختاری، افزایش سریع‌تر شبه پول نسبت به پول حاکی از افزایش ضریب فزاینده یا کارایی خلق نقدینگی توسط بخش بانکی است که بدون اصلاح ترکیب ترازنامه بانک مرکزی می‌تواند فشارهای تورمی را از طریق افزایش تقاضای کل و تسهیل اعتبار تقویت کند؛ هم‌زمان این الگوی رشد نقدینگی احتمال افزایش نرخ‌های اسمی بازار بین‌بانکی و بازدهی اوراق را بالا می‌برد و به تضعیف ثبات بازار پول در صورت کاهش اعتماد به توان استقراض دولت منجر می‌شود. در شرایط کنونی، تفکیک نقش اجزای ترازنامه (خالص دارایی‌های خارجی، خالص بدهی دولت، بدهی بخش بانکی و اقلام سایر) برای تشخیص سهم نسبی محرک‌های نقدینگی ضروری است و نهاد پولی باید با شفاف‌سازی ترازنامه، اولویت‌بندی اقدامات خنثی‌سازی و هماهنگی سیاست مالی را به‌منظور مهار فشارهای تورمی و تثبیت انتظارات در دستور کار قرار دهد.



نمودار (۱۷) روند رشد نقدینگی منبع: بانک مرکزی

تورم نقطه به نقطه

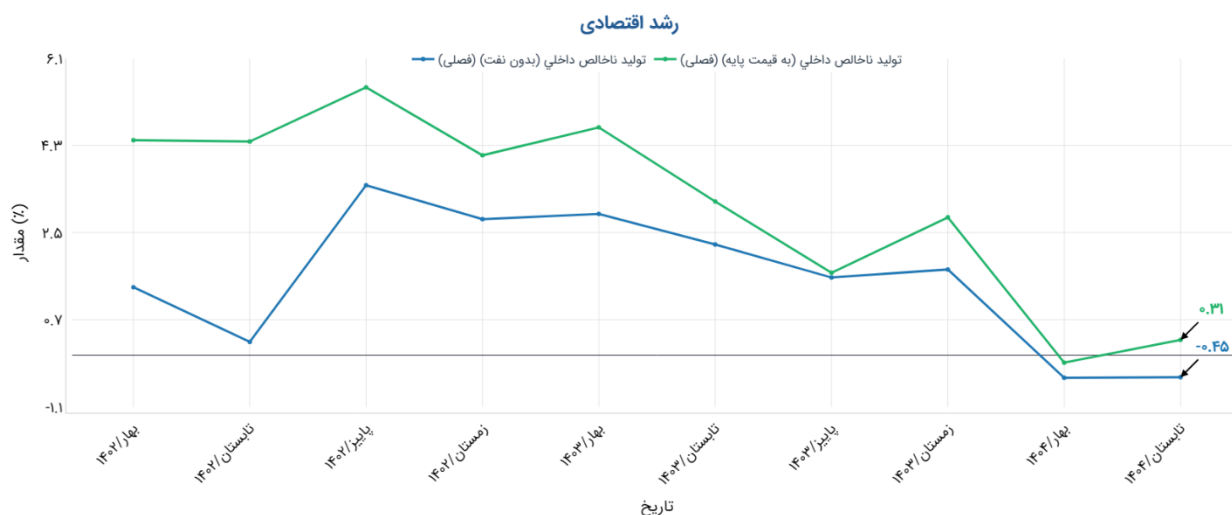
در بهمن ۱۴۰۴ تورم سالانه به ۴۷.۵۰ درصد با تغییر ۲.۸۹ واحد درصد، تورم ماهانه به ۹.۴۰ درصد با تغییر ۱.۵۲ واحد درصد و تورم نقطه‌ای به ۶۸.۱۰ درصد با تغییر ۸.۱ واحد درصد رسیده است؛ داده‌ها نشان‌دهنده بازگشت شتاب افزایشی است که از نیمه اول ۱۴۰۴ آغاز و در ماه‌های اخیر تشدید شده است. روند سیگنال می‌دهد که شتاب تورم ماهانه افزایش و نوسان‌پذیری ماهانه بالا رفته است، تورم نقطه‌ای به سرعت رشد کرده و تورم دوازده‌ماهه از حالت کُند به روند صعودی پایدار منتقل شده است؛ به عبارت دیگر، جهش‌های ماهانه نشان‌دهنده شوک‌های موقتی و گذرا همراه با تداوم انتقال به سطح عمومی قیمت‌ها است که به افزایش انتظارات دامن زده است. محرک‌های محتمل شامل اثرگذار بودن تغییرات نرخ ارز و تشدید انتظارات، رشد نقدینگی و سیاست پولی انبساطی، کسری بودجه و تامین مالی از طریق نظام بانکی، افزایش قیمت‌های جهانی انرژی و کالا و شوک‌های عرضه و تجاری است. پیامدهای مالی و اعتباری عبارت‌اند از تضعیف قدرت خرید خانوار و فشار بر جریان نقد، کاهش حاشیه سود و افزایش نیاز به سرمایه در گردش بنگاه‌ها، و افزایش ریسک اعتباری و رقم مانده معوق در شبکه بانکی؛ توازن بین امکان بازتعیین نرخ تسهیلات و کاهش پوشش مالی هزینه بهره نامشخص است. چشم‌انداز کوتاه‌مدت سناریوی پایه حکایت از ادامه فشار تورمی با دامنه محدود اما معنادار دارد؛ ریسک‌های صعودی شامل تضعیف بیشتر ارز و تداوم تامین مالی کسری و شوک عرضه و ریسک‌های نزولی شامل تثبیت ارز، مهار نقدینگی و بهبود عرضه هستند.



نمودار (۱۸) روند تورم نقطه به نقطه اقتصاد ایران؛ منبع: مرکز آمار ایران

روند نرخ رشد اقتصادی

رشد اقتصادی ایران در تابستان ۱۴۰۴، تصویری از «رکود در بخش غیرنفتی» و «اتکای شکننده به نفت» را به نمایش گذاشت. بر اساس آخرین داده‌های حساب‌های ملی، رشد تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه با اندکی بهبود نسبت به فصل قبل (۰.۱۵- درصد) به ۰.۳۱ درصد رسید؛ اما متغیر نگران‌کننده، تداوم رشد منفی در بخش بدون نفت است که رقم ۰.۴۵- درصد را ثبت کرد. این ثبات نسبی در محدوده منفی (در مقایسه با ۰.۴۶- درصد بهار) و فاصله معنادار آن با رشد ۱.۷۶ درصدی زمستان ۱۴۰۳، نشان‌دهنده تعمیق رکود در بخش‌های مولد و اشتغال‌زا است. درحالی‌که بخش نفت همچنان پیشران اصلی رشد مثبت کلی محسوب می‌شود، بخش غیرنفتی تحت فشار محدودیت‌های سرمایه در گردش، تضعیف تقاضای مؤثر و نااطمینانی‌های سیاسی، توان بازایی خود را از دست داده است. این واگرایی میان رشد نفتی و غیرنفتی، ضمن افزایش حساسیت اقتصاد به شوک‌های بیرونی، هشدار برای بازار کار و چشم‌انداز سرمایه‌گذاری در نیمه دوم سال است.

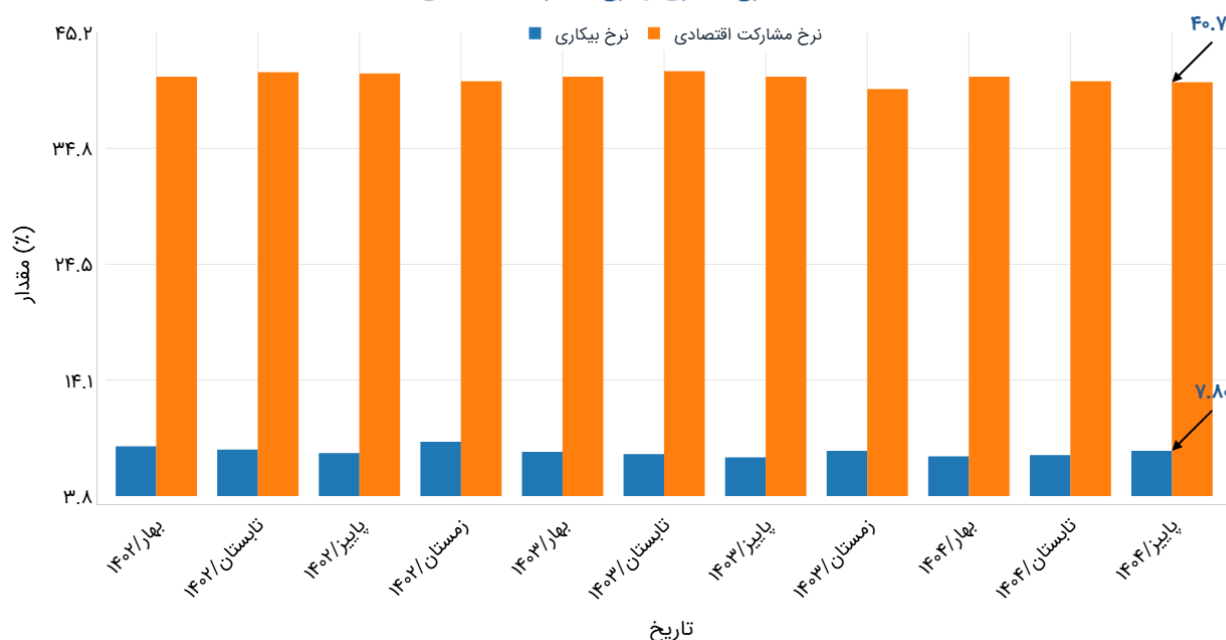


نمودار (۱۹) روند نرخ رشد اقتصادی ایران؛ منبع: مرکز آمار

روند نرخ بیکاری

تحلیل روندهای بازار کار ایران در بازه مورد بررسی حاکی از آن است که نرخ بیکاری از سطح ۸.۲ درصد در بهار ۱۴۰۲ به طور کلی روندی کاهشی تا ۷.۲ درصد در پاییز ۱۴۰۳ داشته، اما در ادامه با مقداری بازگشت به ۷.۸ درصد در پاییز ۱۴۰۴ مواجه شده که نشان‌دهنده تثبیت نسبی این نرخ در محدوده ۷ تا ۸ درصد با حساسیت نسبت به نوسانات فصلی است، حال آنکه نرخ مشارکت اقتصادی در همین بازه حرکت کم‌دامنه‌تری بین ۴۰.۱ تا ۴۱.۷ درصد داشته و کاهش تدریجی آن از تابستان ۱۴۰۳ (۴۱.۷ درصد) به ۴۰.۷ درصد در پاییز ۱۴۰۴، همزمان با افزایش اخیر بیکاری، می‌تواند نشان‌دهنده خروج بخشی از نیروی کار به دلیل دلسردی از یافتن شغل یا تغییر در ساختار جمعیتی فعال باشد. این هم‌حرکتی معکوس اخیر در دو نرخ، حاکی از تحت فشار بودن عرضه نیروی کار و احتمال تشدید چالش‌های اشتغال در صورت تداوم رشد اقتصادی کند و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است که در صورت عدم تحرک سیاستی هدفمند، می‌تواند پیامدهای منفی برای رشد بالقوه اقتصاد، کاهش درآمد واقعی خانوارها و افزایش نابرابری را به همراه داشته باشد.

مقایسه نرخ بیکاری و نرخ مشارکت اقتصادی

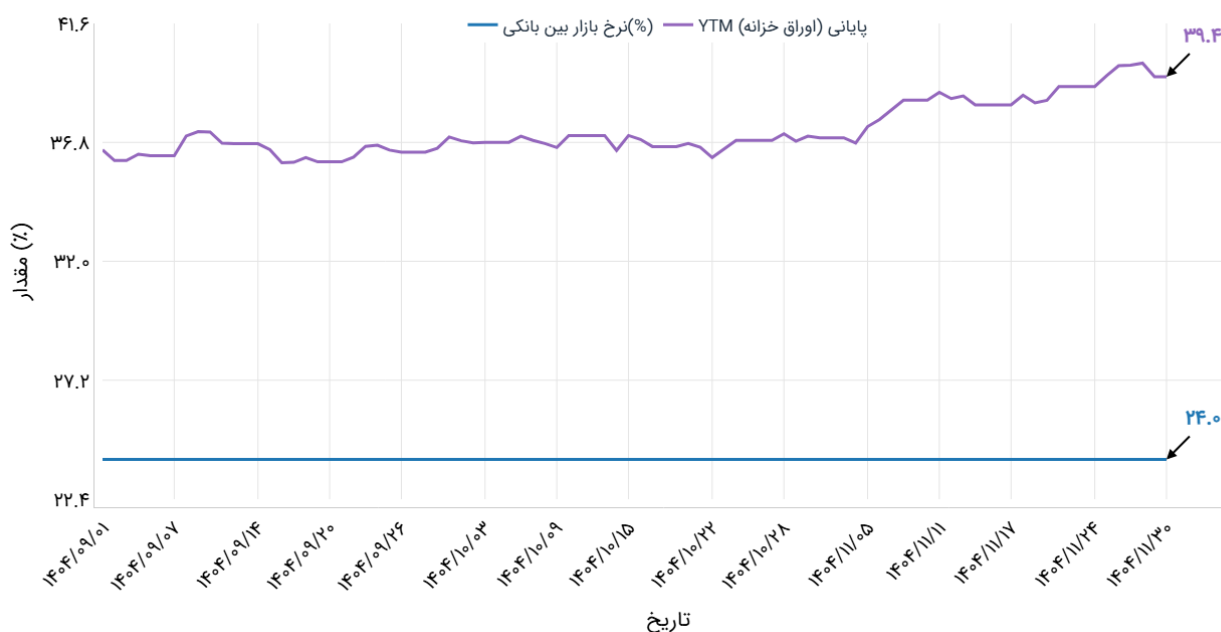


نمودار (۲۰) روند نرخ بیکاری ایران؛ منبع: مرکز آمار ایران

نرخ بهره بین بانکی و نرخ بهره بدون ریسک

با بررسی داده‌های نرخ‌های بهره کلیدی در بازه دو ماهه منتهی به ۳۰ بهمن ۱۴۰۴، روند صعودی نرخ تا سررسید (YTM) اوراق خزانه اسلامی از حدود ۳۶.۹ درصد به سطح ۳۹.۵ درصد، حاکی از تشدید انتظارات تورمی و فشار فزاینده تقاضای تأمین مالی دولت در بازار بدهی است، در حالی که نرخ بازار بین بانکی در تمام این دوره ثابت بر سطح ۲۴ درصد باقی مانده که بیانگر تثبیت دستوری نرخ توسط مقام پولی و فاصله‌گیری قابل توجه از نرخ‌های بازار اوراق (با شکاف بیش از ۱۵ واحد درصدی) است. این واگرایی آشکار بین نرخ بین بانکی (به عنوان کف کریدور سیاستی) و نرخ اوراق خزانه، نشان‌دهنده عمق ناترازی در بازار پول و انعطاف‌ناپذیری مکانیزم انتقال سیاست پولی است، به طوری که بانک‌ها با وجود نرخ ثابت تأمین منابع بین بانکی، ترجیح می‌دهند منابع مازاد را به جای بازار بین بانکی، در اوراق با بازدهی بالاتر تخصیص دهند که این امر بر فشار هزینه تأمین مالی دولت می‌افزاید و انگیزه واسطه‌های مالی برای گسترش تسهیلات به بخش خصوصی را تضعیف می‌کند. در چشم‌انداز کوتاه‌مدت، تداوم کسری بودجه دولت و نیازهای گسترده تأمین مالی از محلی غیرتورم‌زا، احتمال حفظ روند صعودی نرخ اوراق خزانه را تقویت می‌کند، مگر آنکه مداخله مستقیم بانک مرکزی برای هم‌ترازسازی نرخ‌ها از طریق ابزارهایی مانند عملیات بازار باز صورت پذیرد که در غیاب آن، شکاف نرخ‌ها به عنوان یک ریسک سیستمیک برای ثبات بازار پول و کارایی سیاست پولی باقی خواهد ماند.

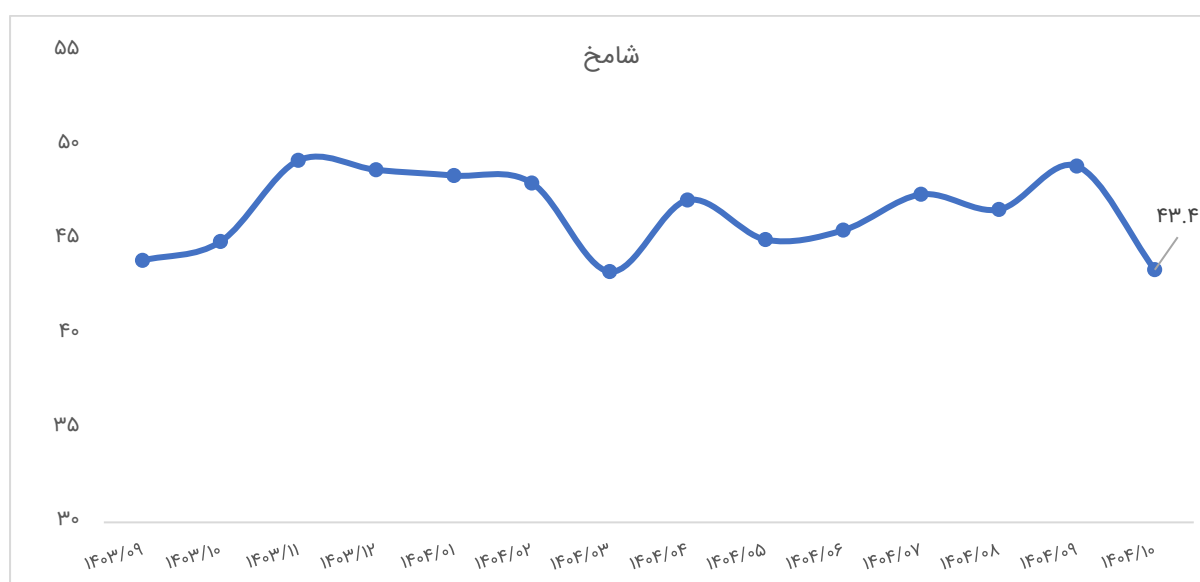
مقایسه نرخ بهره بین بانکی و نرخ اوراق خزانه



نمودار (۲۱) مقایسه روند هفتگی نرخ بهره بین بانکی و میانگین نرخ بهره بدون ریسک (اخزا)؛ منبع: شرکت پردازش اطلاعات مالی و بانک مرکزی

شاخص مدیران خرید اتاق بازرگانی

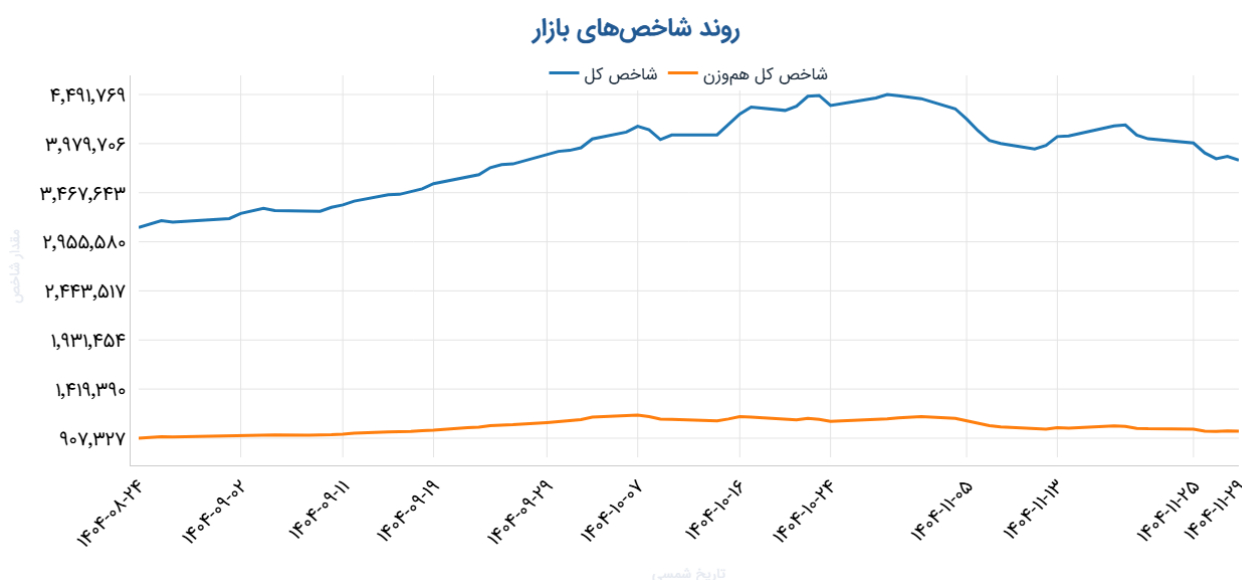
شاخص مدیران خرید (شامخ) مربوط به دی ماه ۱۴۰۴، ادامه روند انقباضی در اقتصاد کشور را برای بیست و دومین ماه متوالی تایید می‌کند؛ به نحوی که شامخ کل اقتصاد با ثبت پایین‌ترین سطح ۷ ماهه خود ۴۳.۴ از ابتدای سال رسمی ۱۴۰۴، عمق رکود را نمایان ساخته است. در این ماه، شاخص تولید و ارائه خدمات کمترین میزان ۵ ماهه و شاخص سفارش‌های جدید مشتریان پایین‌ترین سطح ۷۰ ماهه خود را تجربه کرده‌اند که نشان‌دهنده ضعف شدید تقاضا و تولید است. همچنین، شاخص استخدام در پایین‌ترین سطح ۳ ماهه قرار گرفته و قیمت مواد اولیه و محصولات تولیدی به ترتیب به بالاترین ارقام ۴۴ و ۳۳ ماهه اخیر رسیده‌اند که نشان‌دهنده فشارهای تورمی هزینه‌ای بر کسب‌وکارهاست. در بخش صنعت نیز، روند کاهشی در تولید، سفارش، فروش و صادرات کالاها مشاهده می‌شود، و مهم‌تر از آن، انتظارات تولید برای ماه آینده به کمترین سطح خود از آغاز اجرای طرح رسیده که بیانگر بدبینی عمیق فعالان اقتصادی به چشم‌انداز آتی است.



نمودار (۲۲) شاخص مدیران خرید اقتصاد ایران (کل) منتشره توسط اتاق بازرگانی؛ منبع: اتاق بازرگانی ایران

شاخص کل و هم وزن

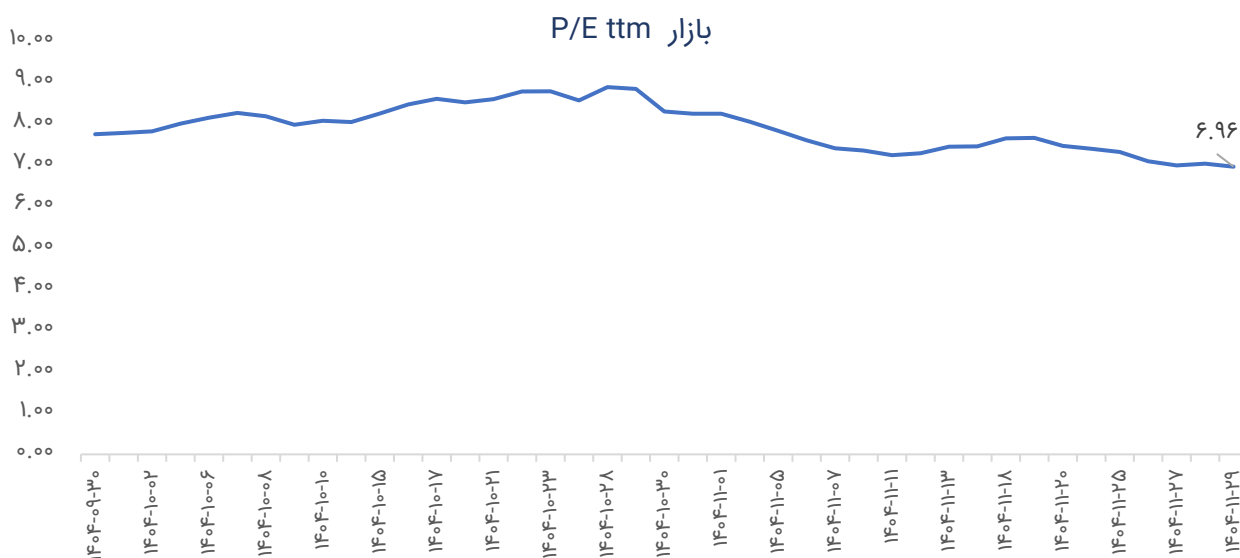
از ابتدای دی ماه تا انتهای بهمن ماه بازار سرمایه تهران روندی پرنوسان و فازگذار از حرکت صعودی اولیه به اصلاح قابل توجه را تجربه نمود، به طوری که شاخص کل علیرغم صعود به محدوده ۴.۴ میلیون واحدی، در نهایت روندی نزولی به خود گرفت و کاهش یافت، درحالی که شکاف فزاینده بین عملکرد این شاخص و شاخص هم وزن که کاهش محسوس تری را ثبت کرد، حاکی از تمرکز جریان نقدینگی بر گروه های معدود و نمادهای بزرگ شاخص ساز و ضعف عمومی سهام کوچک و متوسط بود. این رفتار بازار نشان دهنده هدایت نقدینگی به سمت پناهگاه های امن تر درون بورس تحت تأثیر ابهامات کلان از جمله انتظارات تورمی، نوسانات نرخ ارز و فضای سیاسی-اقتصادی است، که منجر به عملکرد قطبی صنایع شده و گروه های فلزی، بانکی و خودرویی عمدتاً پیشتاز بوده اند. در مجموع، روند فعلی از شکنندگی برخوردار است و کاهش مداوم شاخص هم وزن و حجم معاملات در مقطعی، حکایت از احتیاط سرمایه گذاران و عدم ارزندگی گسترده بازار دارد، لذا تداوم این روند متکی به تغییر محرک های کلان و بازگشت تعادل به جریان نقدینگی بین گروه های مختلف خواهد بود.



نمودار (۲۴) روند شاخص کل و شاخص هم وزن؛ منبع: شرکت های پردازش اطلاعات مالی

نسبت قیمت به سود

تا ۲۹ بهمن ۱۴۰۴ نسبت قیمت به سود بازار از سطح آغازین حدود ۵.۴ در تابستان به اوجی نزدیک ۸.۹ در دی ماه رسید و سپس به حدود ۷.۰ بازگشت، روندی که نشانه افزایش چشمگیر تمایل به ارزش گذاری بالاتر در فصل پایانی سال و پس از آن تعدیل قیمتی است؛ این الگو نشان می دهد ارزش گذاری کنونی بازار نسبت به میانگین های فصلی اخیر افزایش یافته اما از نقطه اوج فاصله گرفته است. افزایش نسبت قیمت به سود در دوره اوج همزمان با بهبود انتظارات رشد سودآوری در برخی صنایع با نسبت های رشد بالا و همچنین کاهش جذابیت اوراق با درآمد ثابت رخ داد، ولی توزیع این افزایش یکسان نبوده و صنایع حساس به نوسانات نرخ ارز و صادرات که سودآوری شان مشروط به تغییرات ارزی است، نسبت های پایین تر یا نوسان پذیری بیشتری نشان دادند؛ در مقابل شرکت های با چشم انداز رشد بالاتر یا جریان نقدی قابل پیش بینی، نسبت ها بالاتر از میانگین بودند. رفتار سرمایه گذاران حقیقی در فاز افزایش بیشتر مبتنی بر جستجوی بازده و ریسک پذیری افزایشی بود و نهادهای حقوقی در فاز اصلاحی نقش فروشنده یا تعدیل کننده ایفا کردند. ریسک های سیستماتیک مانند نوسانات ارزی، تشدید تحریم ها و ابهامات سیاسی کانال هایی قوی برای کاهش سریع نسبت ها فراهم می کنند؛ بر این پایه، وضعیت فعلی ارزش گذاری بازار شکننده و به سادگی پایدار نیست.

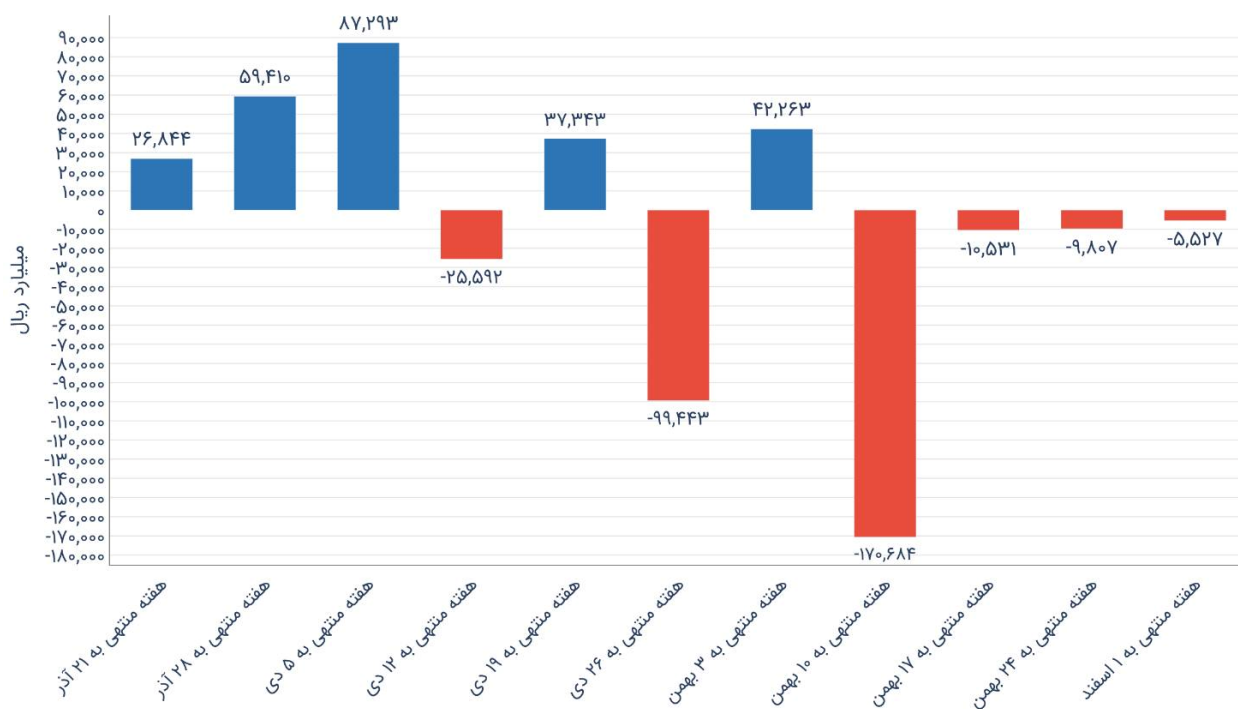


نمودار (۲۵) روند P/E ttm بازار سرمایه؛ منبع: شرکت های پردازش اطلاعات مالی

ورود و خروج پول به بازار سهام

در بازه هفته‌های منتهی به پایان بهمن‌ماه، جریان نقدینگی حقیقی در بازار سهام با نوسانات قابل توجهی همراه بود، به طوری که دوره‌های ورود سنگین پول (مانند ۳۰ دی با ورود خالص ۵۱,۱۶۵ میلیارد ریال) با روزهای خروج گسترده (همچون ۱۸ بهمن با خروج خالص ۳۷,۹۹۳ میلیارد ریال) در هم آمیخت و حکایت از بی‌ثباتی در روان‌شناسی جمعی سرمایه‌گذاران خرد داشت. این نوسان شدید در کنار حرکت پرتلاطم ارزش معاملات نشان می‌دهد که بازار در این برهه بیشتر تحت تأثیر جریان‌های سفته‌بازی کوتاه‌مدت و رفتار گل‌های قرار گرفته است، نه یک روند پایدار مبتنی بر ارزش‌گذاری. نوسان شدید شاخص «قدرت خریدار حقیقی» از مقادیر کمتر از واحد تا بیش از ۳۰۰ واحد نیز مؤید تغییرات لحظه‌ای در فشار خرید و فروش و عدم شکل‌گیری یک روند یکپارچه است. در چنین شرایطی، به‌رغم مشاهده ورود پول در برخی روزهای پرحجم، ماهیت پرنوسان و جهت‌گیری سریع جریان نقدینگی، از عدم شکل‌گیری اعتماد پایدار و تمایل به تشکیل سبدهای سرمایه‌گذاری با افق بلندمدت خبر می‌دهد و چشم‌انداز کوتاه‌مدت بازار را در هاله‌ای از عدم قطعیت و وابستگی به اخبار و جو روزانه قرار می‌دهد.

ورود و خروج پول حقیقی (میلیارد ریال)

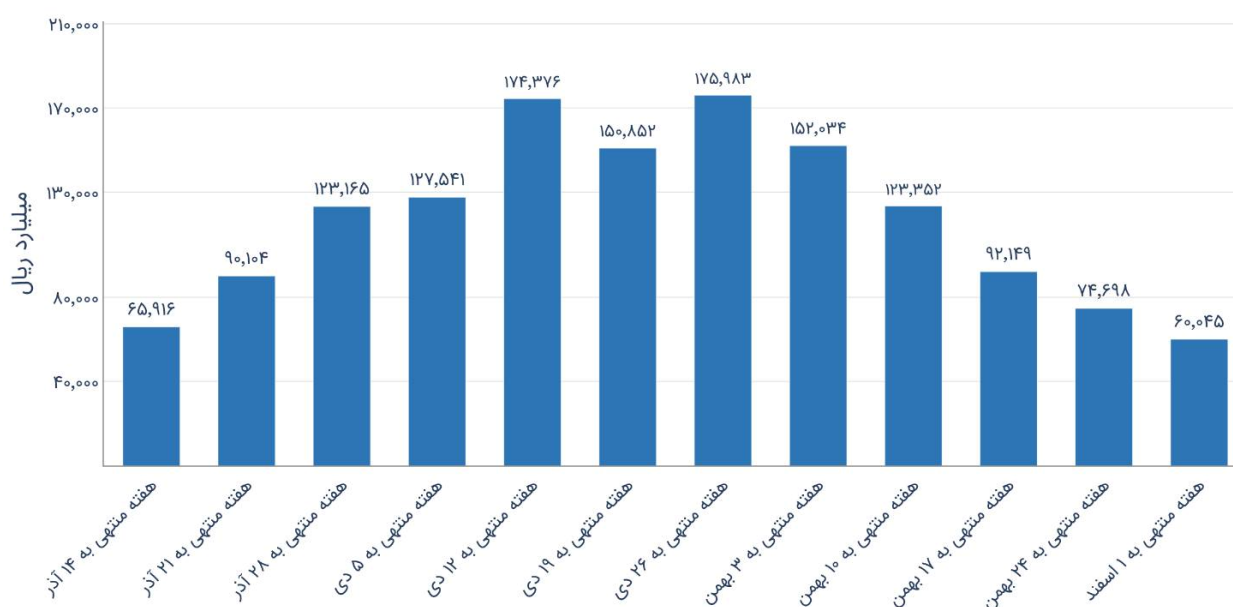


نمودار (۲۶) روند ورود و خروج هفتگی پول از بازار سرمایه (میلیارد ریال)؛ منبع: شرکت پردازش اطلاعات مالی

میانگین ارزش معاملات هفتگی

تحلیل روند معاملات بازار سرمایه در بازه بررسی شده از آبان تا بهمن ۱۴۰۴، حکایت از یک تنزل محسوس در عمق و نقدشوندگی بازار دارد، به طوری که میانگین ارزش معاملات از سطوح نسبتاً بالای حدود ۴۰۰ هزار میلیارد ریال در آبان و آذر، به کانال حدود ۶۰ تا ۸۰ هزار میلیارد ریال در روز در بهمن تنزل یافته که بیانگر کاهش شدید حجم مبادلات و افت قابل توجه نقدشوندگی در مقایسه با دوره‌های پیشین است؛ این روند نزولی همزمان با خروج خالص پول حقیقی در بسیاری از روزهای متأخر، ضعف قدرت خریداران حقیقی نسبت به فروشندگان، و کاهش سرانه خرید حقیقی، تصویری از احتیاط و خروج تدریجی سرمایه‌گذاران خرد از بازار ترسیم می‌کند و از تضعیف اعتماد و کاهش تمایل به مشارکت فعال در معاملات حکایت دارد، لذا علی‌رغم جهش‌های مقطعی در برخی روزها، کلیت داده‌ها حاکی از فشردگی دامنه معاملات، محدودیت نقدشوندگی، و حاکمیت انتظارات محتاطانه بر فضای بازار در آستانه پایان سال مالی است که پایداری جریان معاملات را در کوتاه‌مدت تحت تأثیر قرار می‌دهد.

میانگین ارزش معاملات هفتگی بازار (میلیارد ریال)

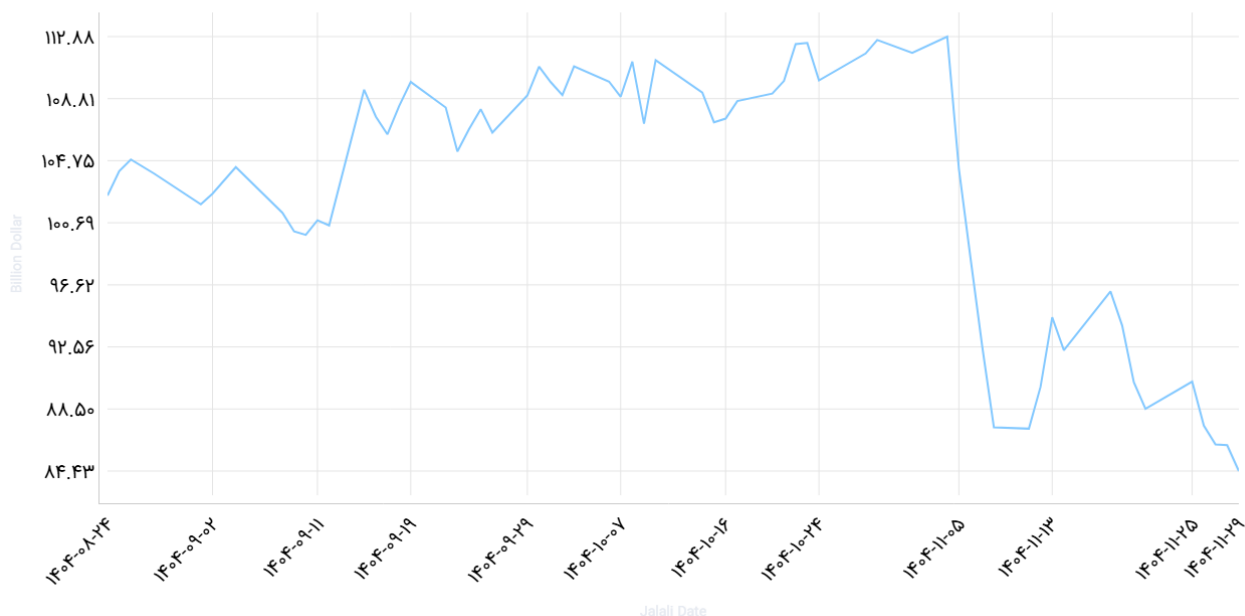


نمودار (۲۷) میانگین ارزش معاملات روزانه در طول هفته (میلیارد ریال)؛ منبع: شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی

ارزش دلاری بازار سرمایه

در ادامه تحلیل ارزش بازار سرمایه، بازه زمانی اواخر دی تا اواخر بهمن ۱۴۰۴ ارزش دلاری بازار پس از یک دوره ثبات نسبی در محدوده ۱۰۵ تا ۱۱۲ میلیارد دلار طی پاییز ۱۴۰۴، با تشدید نوسانات ارزی در بهمن ماه با کاهش قابل توجهی مواجه شد و به کف حدود ۸۴ میلیارد دلار در اسفند رسید. این افت آشکارا بیانگر غلبه اثر منفی جهش نرخ ارز آزاد بر رشد مثبت ارزش ریالی شاخص کل است و جایگاه فعلی بازار را از منظر دلاری، در موقعیتی به مراتب ارزان تر نسبت به اوج های اخیر و حتی میانگین بلندمدت قرار می دهد. روند مذکور حساسیت فوق العاده بالای ارزش گذاری دلاری بازار را به بی ثباتی نرخ ارز نمایان می سازد، به گونه ای که بهبود جذابیت برای سرمایه گذاری خارجی و جریان نقدینگی داخلی، در گرو تثبیت شرایط کلان ارزی است و تداوم نوسانات، ریسک فرار سرمایه و کاهش عمق بازار را تشدید خواهد کرد.

ارزش دلاری بازار سرمایه



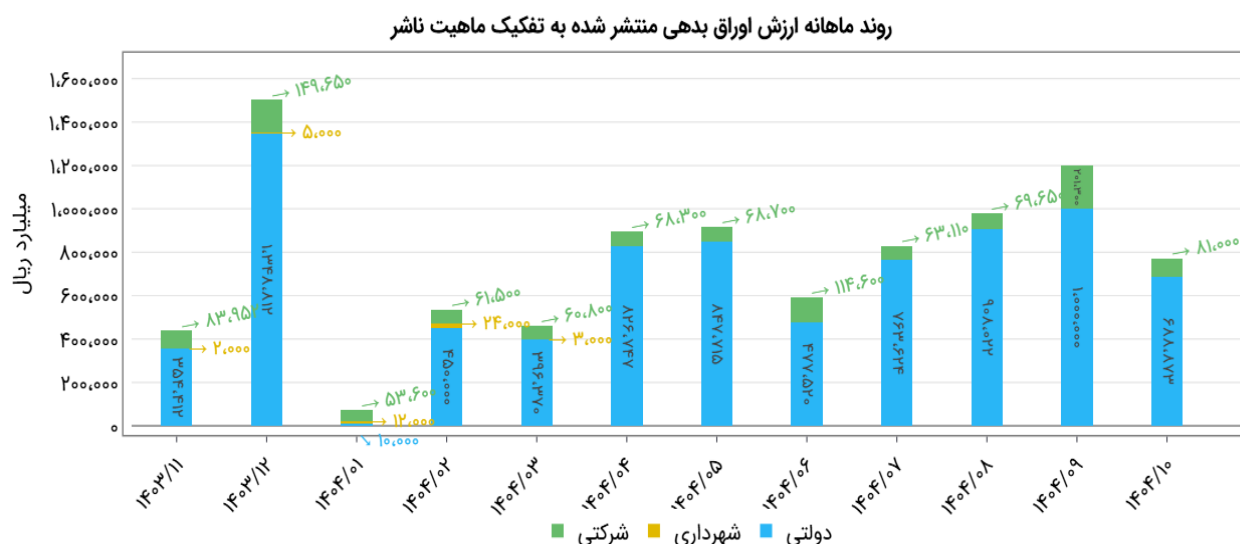
نمودار (۲۸) روند ارزش دلاری بورس با توجه به نرخ بازار آزاد (میلیارد ریال)؛ منبع: شرکت های پردازش اطلاعات مالی

گزارش عرضه اوراق دولتی و جدول سررسید

بررسی داده‌های نمودار روند یک‌ساله ارزش اوراق بدهی منتشره نشان می‌دهد که بازار بدهی در دی‌ماه ۱۴۰۴ شاهد رشد حجم انتشار نسبت به مهرماه بوده است. ارزش کل اوراق منتشر شده در این ماه به سطح ۷۶۹,۸۷۳ میلیارد ریال و ارزش کل اوراق منتشر شده در این ۱۰ ماه ۷,۲۴۰,۴۳۳ میلیارد ریال بوده است.

ترکیب ناشران در مهرماه حاکی از سلطه مطلق بخش «دولتی» بر جریان عرضه اوراق است؛ به‌طوری که بخش اعظم ستون مهرماه به اوراق دولتی اختصاص یافته و اوراق «شرکتی» سهمی محدود در این ترکیب دارد. بازگشت پرشتاب دولت به بازار بدهی در آغاز نیمه دوم سال، پس از یک دوره ثبات نسبی در تابستان، سیگنالی از فعال‌سازی ظرفیت‌های بودجه‌ای برای پوشش ناترازی‌هاست که می‌تواند منجر به افزایش فشار بر منابع در دسترس بازار و رقابت سنگین‌تر برای جذب نقدینگی نسبت به بخش خصوصی شود.

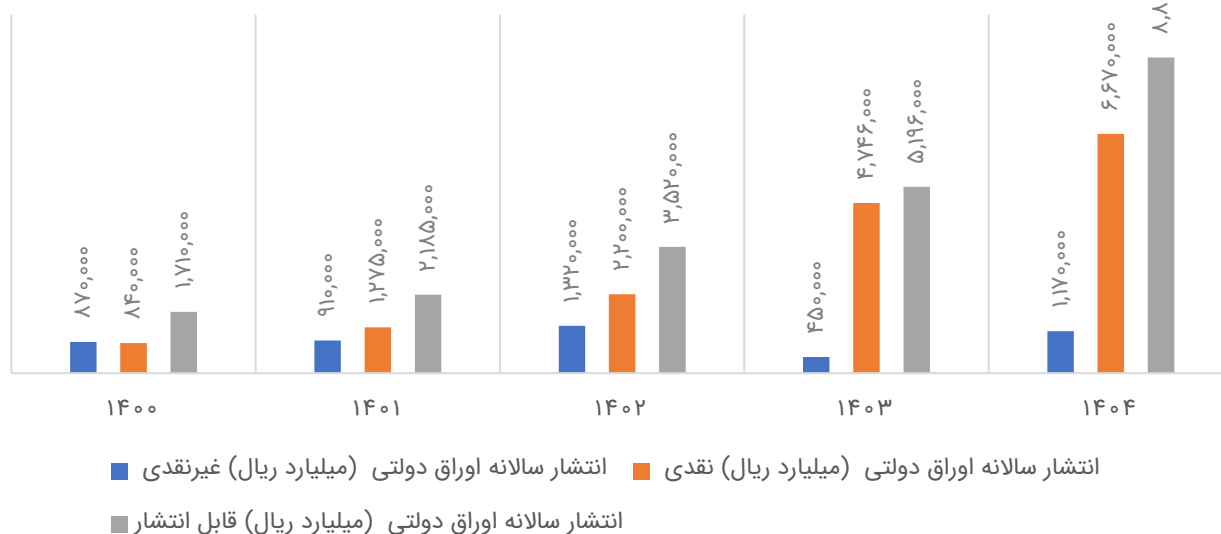
در نمودار زیر روند ماه‌به‌ماه انتشار اوراق صکوک اعم از دولتی یا شرکتی، طی دوازده ماه منتهی به دی‌ماه ۱۴۰۴ ارائه شده است.



نمودار (۲۹) روند انتشار ماهانه اوراق صکوک؛ منبع: گزارش عملکرد ماهانه سازمان بورس و اوراق بهادار

بر اساس داده‌های نمودار انتشار سالانه اوراق دولتی، سقف قابل انتشار اوراق در سال ۱۴۰۴ با جهشی معنادار نسبت به سال ماقبل، به سطح ۸,۸۰۰ هزار میلیارد ریال رسیده است که در مقایسه با ظرفیت ۵,۱۹۶ هزار میلیارد ریالی سال ۱۴۰۳، بیانگر انبساط ۶۹ درصدی در استراتژی تأمین مالی دولت از بازار بدهی است. ترکیب این سبد بدهی در سال جاری تا کنون شامل ۶,۶۷۰ هزار میلیارد ریال اوراق نقدی و ۱,۱۷۰ هزار میلیارد ریال اوراق غیرنقدی (تهاتر و اسناد خزانه) است. نکته حائز اهمیت، فاصله میان سقف مصوب قانون بودجه و رقم ۸,۸۰۰ هزار میلیارد ریالی نمودار است که بازتاب‌دهنده مجوزهای شورای عالی هماهنگی اقتصادی برای پوشش کسری بودجه فراتر از سقف‌های اولیه است. این حجم فزاینده از عرضه اوراق، ضمن برجسته‌سازی عمق ناترازی مالی دولت، سیگنالی مبنی بر تداوم فشار بر بازار پول و سرمایه جهت جذب این نقدینگی و احتمال نوسان نرخ بهره مؤثر در بازار بدهی صادر می‌کند.

انتشار سالانه اوراق دولتی (میلیارد ریال)



نمودار (۳۰) روند سالانه انتشار اوراق دولتی به تفکیک نقدی و غیرنقدی؛ منبع: مرکز بدهی های عمومی وزارت اقتصاد

جزئیات سررسید تعهدات اصل و فرع اوراق دولتی در سال ۱۴۰۴ تاکنون به تفکیک ماهانه در نمودار (۲۹) ارائه شده است که جمعاً ۴۴۱ هزار میلیارد تومان بوده و تا پایان بهمن ماه ۴۰۴ هزار میلیارد تومان تسویه شده است.

تعهد و تسویه اوراق



نمودار (۳۱) جدول ماه به ماه سررسید اصل و فرع اوراق منتشر شده قبلی؛ منبع: مرکز بدهی های عمومی وزارت اقتصاد

۱. انتخاب رئیس فدرال رزرو

معرفی کوین وارث به عنوان سکندار آینده فدرال رزرو، با برانگیختن تلاطمی جدی در بازارهای جهانی، ریزش بی‌سابقه بهای طلا و نقره را رقم زد. این گزینش، حامل پیامی صریح مبنی بر پایان عصر سیاست‌های تسهیلی و آغاز دوران انضباط سخت‌گیرانه پولی است. وارث با نقد ساختاری تورمِ ترازنامه و تقبیح تقلیل دستوری نرخ بهره، اولویت را بر مهار تورم مزمن و پایداری بلندمدت اقتصادی استوار کرده است. در واقع، تفوق این نگاه اصلاح‌گر بر ملاحظات سیاسی کوتاه‌مدت، موجب تغییر پارادایم در مدیریت نقدینگی شده و با تعدیل انتظارات بازار، دارایی‌های امن را با اصلاحی عمیق مواجه ساخته است.

۲. FATF شروط ایران را رد کرد

مرکز اطلاعات مالی اعلام کرد که در نشست عمومی گروه اقدام مالی (FATF) که از ۲۲ تا ۲۴ بهمن در مکزیکوسیتی برگزار شد، ۵ مورد از ۱۰ حق شرط پیشنهادی ایران برای الحاق به کنوانسیون‌های «پالرمو» و «CFT» مورد پذیرش قرار نگرفت. همچنین در این نشست، ۸ بند دیگر از ۲۴ بند باقی‌مانده در برنامه اقدام ایران مورد ارزیابی مجدد قرار گرفت که منجر به تغییر وضعیت ارزیابی این موارد از رتبه «بلا تکلیف» به رتبه «تا حدی پذیرفته‌شده» شد.

۳. مذاکرات ایران و آمریکا در عمان

روایت مذاکرات ایران و آمریکا در بهمن‌ماه ۱۴۰۴، حکایت ماراتنی دیپلماتیک در لبه‌گاه تردید بود؛ جایی که بارقه‌های کم‌سوی امید برای رفع تنش‌ها، مدام با تندبادهای بیم‌ناشی از آرایش نظامی در منطقه به مخاطره می‌افتاد. اگرچه تلاش‌های میانجی‌گرانه برای گشودن گره‌های کور سیاسی در جریان بود، اما تداوم بی‌اعتمادی ریشه‌دار و اصرار طرفین بر خطوط قرمز عبورناپذیر، نشان داد که سایه سنگین بدبینی بر میز گفت‌وگوها چیره شده است. در نهایت، با وجود تمام رفت‌وآمدهای سیاسی، فقدان اراده‌ای راهبردی برای تغییر مسیر، افق صلح را چنان مه‌آلود کرد که انتظار دستیابی به توافقی پایدار، بیش از هر زمان دیگری در غبار تقابل‌های پیش‌رو رنگ باخت.

خلاصه معاملات مهم بورس کالا

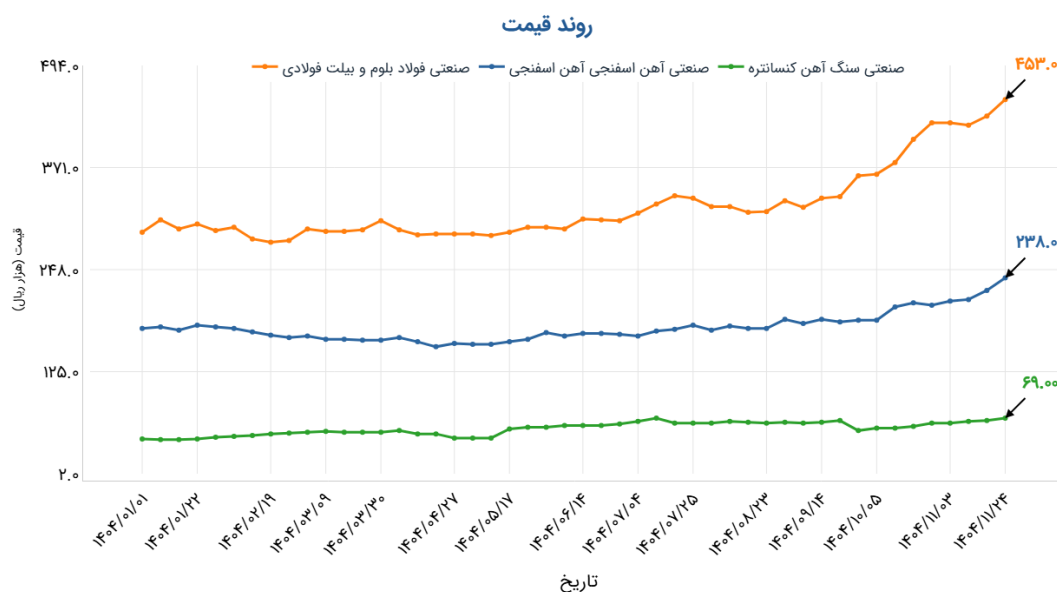
بررسی عملکرد بورس کالای ایران در بهمن ۱۴۰۴ نشان‌دهنده ثبت حجم معاملات بالغ بر ۱۳۸ میلیون تن (شامل ۱۱۰۲ میلیون تن در رینگ داخلی و ۲۶ میلیون تن در رینگ صادراتی) با ارزش کل تقریبی ۳۳۶۴ هزار میلیارد تومان است که بازتاب‌دهنده تداوم روند پر حجم تقاضای فصلی نسبت به ماه‌های گذشته و تلاش صنایع پایین‌دستی برای تکمیل موجودی انبارها در آستانه پایان سال است. در ساختار بازار داخلی، تالار سیمان با ثبت حجم ۵۰۵ میلیون تن، پشیران اصلی مقداری بازار بوده است، در حالی که تالار صنعتی با ارزش معاملات بیش از ۱۰۲۰۷ هزار میلیارد تومان (حدود ۳۷۰۸ درصد از کل ارزش رینگ داخلی) و حجم ۲۸۶ میلیون تن، نقش مسلط را در هدایت نقدینگی و کشف قیمت محصولات کلیدی نظیر مقاطع فولادی ایفا کرده است؛ همزمان، تالار پتروشیمی با وجود سهم کمتر در حجم (حدود ۴۹۵ هزار تن)، ارزشی بالغ بر ۴۹۰۲ هزار میلیارد تومان خلق کرده که نشان‌گر ارزش‌افزوده بالاتر و حساسیت قیمتی این گروه کالایی در زنجیره تامین است. تحلیل طرفین عرضه و تقاضا حاکی از یک عدم‌تقارن ساختاری و تمرکز بالا در سمت عرضه است؛ به‌نحوی که در رینگ داخلی تنها ۷۷ عرضه‌کننده در برابر بیش از ۴۷ هزار خریدار قرار گرفته‌اند که این ساختار انحصاری چندجانبه می‌تواند در دوره‌های نوسان ارزی یا شوک‌های سمت تولید (مانند محدودیت‌های تامین انرژی زمستانه صنایع)، ریسک رقابت‌های قیمتی هیجانی و عدم‌تعادل موقت را تشدید کند. در بخش ارزآوری نیز، رینگ صادراتی کیش با جذب بیش از ۶۵ هزار میلیارد تومان نقدینگی از طریق ۵۷۷ خریدار خارجی و داخلی، عملکرد قابل‌قبولی در تسهیل صادرات کالاهای پایه داشته است. در مجموع، چشم‌انداز کوتاه‌مدت بورس کالا حاکی از پایداری نسبی جریان معاملات در سطوح بالایی فعلی است، اما تداوم این ثبات به‌شدت به مدیریت ریسک‌های سیستماتیک از جمله نوسانات نرخ ارز، استمرار تولید در صنایع مادر و سیاست‌های تنظیم بازار نهادهای ناظر بستگی دارد؛ عواملی که در صورت بروز شوک، می‌توانند به سرعت به تغییر رفتار خریداران از فاز مصرفی به سفته‌بازانه و در نتیجه، التهاب در کشف قیمت‌های پایه و سرریز تورم به بازارهای مصرفی منجر شوند.

محصول	آخرین قیمت پایه عرضه	میانگین قیمت معاملات (هزار ریال / تن)				تغییرات قیمت ماهانه	شدت رقابت	دلار ضمنی (ریال/دلار)
		هفته منتهی به ۱۴۰۴/۱۱/۱۰	هفته منتهی به ۱۴۰۴/۱۱/۱۷	هفته منتهی به ۱۴۰۴/۱۱/۲۴	هفته منتهی به ۱۴۰۴/۱۲/۰۱			
		به	به	به	به			
آهن اسفنجی	۲۲۹,۹۴۸	۲۱۲,۴۹۴	۲۲۳,۴۰۵	۲۳۸,۳۴۳	۲۴۵,۲۲۴	۱۵%	۷%	
اوره	۵۱۶,۵۱۱	۵۰۸,۸۶۰	۴۸۹,۵۳۲	۵۰۷,۳۷۳	۵۱۸,۱۸۷	۲%	۰%	
شمش روی	۳,۹۸۸,۹۶۶	۴,۱۷۰,۲۱۶		۴,۳۶۶,۴۵۴	۴,۴۵۵,۰۷۳	۱۲%	۰%	
شمش فولادی	۴۷۹,۰۱۵	۴۷۰,۰۷۵	۴۸۹,۴۷۷	۵۱۱,۳۹۲	۴۹۱,۰۰۷	۴%	۳%	
مس کاتد	۱۷,۷۴۲,۰۰۰	۱۶,۳۴۰,۰۰۰	۱۶,۸۹۲,۰۰۰	۱۷,۶۰۱,۰۰۰	۱۷,۷۴۲,۰۰۰	۹%	۰%	۱,۶۸۹,۷۱۴
وکیوم باتوم	۳۳۷,۸۷۶	۳۳۷,۳۲۳	۳۱۳,۹۸۴	۳۴۴,۵۸۱	۳۵۶,۲۲۰	۶%	۵%	
پلی بوتادین رابر	۲,۲۰۱,۸۸۲	۱,۸۳۴,۰۹۶	۱,۹۹۹,۸۰۲	۲,۰۴۸,۶۹۴	۲,۲۰۱,۸۸۲	۲۰%	۰%	

جدول (۲) خلاصه معاملات محصولات فلزی، پالایشی و پتروشیمی در بورس کالا؛ منبع آمار معاملات فیزیکی بورس کالا و بورس انرژی

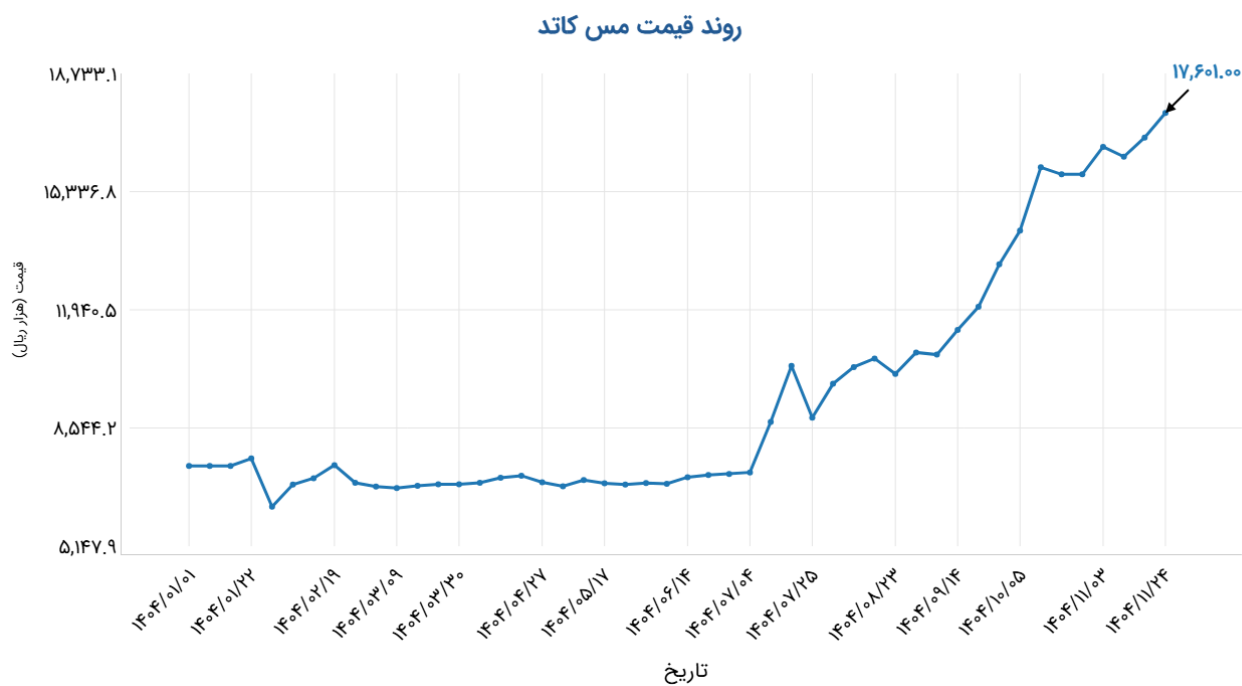
روند قیمتی فولاد و مس

در بهمن ماه ۱۴۰۴، بررسی داده‌های بورس کالا نشان می‌دهد که زنجیره فولاد در فاز تشدید التهابات قیمتی و تداوم روند صعودی قرار دارد؛ به گونه‌ای که در هفته منتهی به ۲۴ بهمن، نرخ «بلوم و بیلت فولادی» با رشدی ۶.۴ درصدی نسبت به پایان دی ماه، از ۴۲۵.۳ هزار ریال به ۴۵۲.۵ هزار ریال بر تن افزایش یافته است. همزمان، «آهن اسفنجی» با ثبت جهش ۱۶.۱ درصدی، از ۲۰۵.۱ هزار ریال به ۲۳۸.۳ هزار ریال رسیده و «کنسانتره سنگ آهن» نیز با رشد ۹.۵ درصدی، سطح ۶۹.۲ هزار ریال را لمس کرده است. این هم‌گرایی صعودی در طول زنجیره، حاکی از انتقال کامل فشار هزینه‌ها به محصولات میانی و غلبه انتظارات تورمی بر رفتار معامله‌گران است. موتورهای محرک اصلی این روند شامل تشدید محدودیت‌های تأمین انرژی زمستانی برای واحدهای احیا، نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی نظیر نرخ ارز و تقاضای پیش‌دستانه برای انبارگردانی در آستانه پایان سال ارزیابی می‌شود. از منظر ریسک‌های اعتباری و چشم‌انداز بازار، وضعیت فعلی نشان‌دهنده تداوم فشار تقاضا با میل به تثبیت در سطوح بالا است؛ در حالی که افت احتمالی حجم معاملات یا ثبات ارزی می‌تواند به عنوان سیگنال هشدار برای اصلاح قیمتی در دوره‌های آتی عمل کند. در این شرایط پرنوسان، رویکرد منطقی برای تولیدکنندگان، مدیریت مرحله‌ای عرضه، برای تجار، ورود پله‌ای با رعایت مدیریت ریسک، و برای مصرف‌کنندگان نهایی، تأمین تدریجی مواد اولیه صرفاً بر مبنای نیازهای قطعی تولید است.



نمودار (۳۰) روند قیمت کنسانتره، آهن اسفنجی و فولاد در بورس کالا؛ منبع: آمار معاملات شرکت بورس کالای ایران

بررسی روند هفتگی میانگین موزون قیمت معاملات «مس کاتدی» در بورس کالا طی بهمن ماه ۱۴۰۴، حاکی از تثبیت و تداوم مسیر صعودی پایه‌گذاری شده در ماه‌های پیشین است. پس از جهش‌های قیمتی پرشتاب در دی ماه، بازار در بهمن ماه با وجود یک اصلاح نزولی مقطعی در هفته منتهی به ۱۰ بهمن، مجدداً در مسیر رشد قرار گرفت؛ به طوری که قیمت از سطح ۱۶,۶۲۶,۰۰۰ هزار ریال در هفته منتهی به ۳ بهمن، با افزایشی معادل ۱,۱۱۶,۰۰۰ هزار ریال (حدود ۶.۷ درصد رشد)، به قله بی‌سابقه ۱۷,۷۴۲,۰۰۰ هزار ریال در هفته منتهی به ۱ اسفندماه ارتقا یافت. این رفتار قیمتی که نشان‌دهنده عبور تثبیت شده بازار از مرز ۱۷ میلیارد ریال بر تن است، بازتابی از استمرار انتظارات تورمی، اثرپذیری از نوسانات نرخ ارز و همچنین همبستگی با روندهای قیمتی فلزات پایه در بازارهای جهانی ارزیابی می‌شود. تداوم این رالی صعودی، ضمن تأیید غلبه پایدار تقاضای مبتنی بر حفظ ارزش دارایی بر عرضه، چشم‌انداز هزینه‌ای صنایع پایین‌دستی را به شدت منبسط کرده و با افزایش چشمگیر نیاز بنگاه‌ها به سرمایه در گردش، ریسک‌های نقدینگی و اعتباری این بخش را در آستانه پایان سال تشدید می‌نماید.



نمودار (۳۱) روند قیمت مس کاتد در بورس کالا؛ منبع: آمار معاملات شرکت بورس کالای ایران

- ۱- [گزیده آمارهای اقتصادی بانک مرکزی ایران](#)
- ۲- [مرکز آمار ایران](#)
- ۳- [مرکز داده نرخ بهره بین بانکی بانک مرکزی ایران](#)
- ۴- [گزارش های آماری ماهانه سازمان بورس و اوراق بهادار](#)
- ۵- [خبرنامه های مرکز بدهی های عمومی وزارت اقتصاد](#)
- ۶- [آمار معاملات فیزیکی بورس کالا و بورس انرژی](#)
- ۷- [اطلاعیه های شرکت بورس و شرکت فرابورس](#)
- ۸- [داده های پردازش شده شرکت های پردازش اطلاعات مالی کشور](#)
- ۹- [گزارش های واردات و صادرات غیرنفتی گمرک ایران](#)
- ۱۰- [پایگاه خبری اتاق بازرگانی](#)
- ۱۱- [پایگاه خبری بازار سرمایه ایران](#)
- ۱۲- [شبکه اطلاع رسانی طلا، سکه و ارز](#)
- ۱۳- [داده های هفتگی مجلات پلتر Platts، آرگوس Argus و آیسس ICIS](#)
- ۱۴- [گزارش قیمت معاملات کالایی بورس لندن](#)
- ۱۵- [مرکز داده نرخ بهره بانک های مرکزی اروپا، آمریکا و چین](#)
- ۱۶- [مراجع انتشار داده های آمار و تحلیل اقتصادی آمریکا، اروپا و چین](#)