

金融期货早评

宏观：美联储如期降息

【市场资讯】1) 中国 11 月 CPI 同比上涨 0.7%，创 2024 年 3 月来最高，PPI 同比降幅略有扩大。2) 房地产板块午盘大涨，万科展期债券讨论与市场“房贷贴息”政策预期成为情绪核心驱动。3) 美联储如期再降息 25 基点，但三票委反对，仍预计明年降息一次，将买短债 400 亿美元；鲍威尔：购债规模未来几个月或维持在较高水平，劳动力市场逐步降温但慢于预期，目前利率下能耐心等待，关税影响明年料逐渐消退。新美联储通讯社：美联储暗示暂停降息行动；新债王：今天或是鲍威尔任内最后一次。4) 特朗普要搞“美联储主席最终面试”，哈塞特尚未“板上钉钉”，贝森特仍有望后续接任。哈塞特：特朗普未来 1-2 周对美联储主席人选做最终决定，重申美联储还有很大的降息空间。5) 美国就业成本涨幅创逾四年新低，通胀压力缓和。6) 全球长债收益率飙升至 16 年新高，市场押注全球降息周期即将终结。

【核心逻辑】海外市场聚焦美联储政策动向，下一任主席人选敲定预期升温，哈塞特当选概率较高。市场预判其上任后或推动更激进降息，但受鲍威尔任期、经济及通胀等因素制约，降息落地存在不确定性，资产价格将呈现结构性分化。美联储如期再降息 25 基点，同时宣布将购买短债，被市场解读为“不是 QE 的 QE”，此举有助于解决美元流动性偏紧格局，调节利率曲线。国内方面，11 月制造业 PMI 止跌回升至 49.2%，主要受益于外需反弹；供需剪刀差收窄、价格指数回升印证经济边际改善，但 PMI 仍处荣枯线下方，经济向好基础尚不牢固。政治局会议定调积极，明确实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，以更积极有为的宏观政策组合持续扩大内需、优化供给，后续需重点关注政策推进节奏。

人民币汇率：美联储如期降息

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.0638，较上一交易日上涨 55 个基点，夜盘收报 7.0661。人民币对美元中间价报 7.0753，调升 20 个基点。

【重要资讯】1) 中国 11 月 CPI 同比上涨 0.7%，创 2024 年 3 月来最高，PPI 同比降幅略有扩大。2) 美联储如期再降息 25 基点，但三票委反对，仍预计明年降息一次，将买短债 400 亿美元；鲍威尔：购债规模未来几个月或维持在较高水平，劳动力市场逐步降温但慢于预期，目前利率下能耐心等待，关税影响明年料逐渐消退。新美联储通讯社：美联储暗示暂停降息行动；新债王：今天或是鲍威尔任内最后一次。3) 特朗普要搞“美联储主席最终面试”，哈塞特尚未“板上钉钉”，贝森特仍有望后续接任。哈塞特：特朗普未来 1-2 周对美联储主席人选做最终决定，重申美联储还有很大的降息空间。

【核心逻辑】美联储如期再降息 25 基点，同时宣布将购买短债，被市场解读为“不是 QE 的 QE”，美联储主席鲍威尔讲话比预期温和，利空美元指数。国内层面，物价指数表现基本契合市场预期，对美元兑人民币汇率的扰动整体偏于中性。后续需聚焦两大核心维度：其一，密切跟踪美国 11 月经济数据的发布节奏，以及下任美联储主席人选的相关动态；其二，关注中央经济工作会议的召开，会议中关于经济运行及汇率层面的表述，有望对人民币兑美元汇率走势产生重要影响。此外，国内企业结汇意愿值得持续跟进，随着季节性结汇效应逐步释放，人民币兑美元汇率有望获得阶段性升值动能支撑。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 7.10 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 7.05 关口附近采取滚动购汇的策略。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期
重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

国债：中期仍有空间

【市场回顾】周三期债继续反弹，品种全线收涨。公开市场逆回购 1898 亿，净投放 1105 亿。资金面宽松，DR001 在 1.29%附近。现券收益率多数下行，唯 10Y 震荡。

【重要资讯】1.11 月 CPI 同比上涨 0.7%，环比下降 0.1%；PPI 同比下降 2.2%，环比上涨 0.1%。2.美联储降息 25 个基点，将基准利率下调至 3.50%-3.75%区间。鲍威尔表示，美联储将“观望”后再采取进一步行动，但基本排除加息可能。

【核心观点】昨日早间公布的通胀数据一般，期债开盘后快速走高。11 月 CPI 同比回升，主要受食品价格上涨带动；PPI 同比低于预期，跌幅略微加深，摆脱通缩仍待时日，当前基本面支持利率保持低位。午后再度有房贷贴息政策的传言，这是导致上周大跌的传言之一，但债市反应不大，显然上周是恐慌情绪所致。目前 T 已回到上周四大跌前的水平，TL 尚未完全修复，对短期反弹空间不做过高期待。隔夜美联储如期降息，关注中国央行何时释放宽松信号，中期市场仍有空间。

【策略建议】中期多单可继续持有。

集运欧线：12 月下旬价格下调，挺价 rolling 的可能性在强化

【行情回顾】

昨日（12 月 10 日），主力合约 EC2602 收盘于 1665.2 点（+2.8%），EC2512 合约收盘于 1655.1 点（-0.6%）。远月合约 EC2604 合约收盘于 1080.7 点（+0.6%）。周一 SCFIS 欧线录得 1509.1 点（+1.7%）。02 合约开始升水 12 合约，推断主要因素是船司挺价意愿仍在，但从线上的价格行为来看，12 月中下旬的落地价格很可能会大幅松动，那么后置的可能性在升高，推升 02 合约的价格走强。

【信息整理】

当前市场多空因素交织，短期波动可能加剧：

利多因素：

1) 船司挺价的意愿以及预期仍在，rolling 可能性提高 2) 地缘不确定性：红海航线潜在的不稳定性仍可能对有效运力供给形成间歇性扰动。

利空因素：

1) 部分运价出现松动迹象：有船公司下调了 12 月中下旬的线上报价，提示实际涨价执行的彻底性仍需观察 2) 达飞宣布 INDAMEX 航线复航苏伊士运河。3) 贸易摩擦风险：全球主要经济体之间的贸易政策变动，长期看可能影响航运需求总量。

【风险提示】

1) 警惕 12 月中旬船公司提涨计划实际执行力度不及预期。2) 关注红海复航进程超预期推进对运价的冲击。3) 注意欧洲经济数据进一步恶化对货量的负面影响。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、宋霁鹏（Z0016598）、潘响（Z0021448）提供。

大宗商品早评

有色早评

铂&钯：降息如期而至，铂钯震荡回调

【行情回顾】昨夜盘 NYMEX 铂钯主力合约震荡回调，最终 NYMEX 铂 2601 合约收 1672.9 美元/盎司，-1.62%；NYMEX 钯 2603 合约收 1507.0 美元/盎司，-2.35%

【降息预期与基金持仓】近期贵金属价格运行主要围绕美联储降息预期、现货市场交割挤兑、俄乌冲突问题上。今日 FOMC 如期降息 25BP 至 3.5-3.75%，并决定在 12.12 起 Fed 将购买短期国债来维持系统内准备金水平（RMP），购买规模将在第一个月达到 400 亿美元，并在接下来几个月维持较高水平。WPIC 研究总监 Edward Sterck 指出 2026 年随着贸易紧张局势的缓解，铂金市场供需面或将趋于平衡。长线基金看，截止 12.5，全球铂 ETF 减 0.0943 吨至 97.1817 吨；全球钯 ETF 增 0.4475 吨至 34.0251 吨。库存方面，截止 12.5，NYMEX 铂维持 19.1197 吨；截止 12.4，NYMEX 钯增 0.1342 吨至 5.4962 吨

【南华观点】近期关注新美联储主席的任命、LME 公布的新管理者和俄乌冲突的进展。从中长期维度看，央行购金以及投资需求增长前景（货币宽松前景、阶段性避险交易、以及对 AI 股防御式配置需求）仍将助推贵金属价格重心继续上抬。建议关注铂的期限结构异动逢低补多铂金，钯金预计短期将维持宽幅震荡行情。由于内外盘不连续，铂钯开盘价常参考国外夜盘情况，投资者也需关注国际市场的交易价格，警惕开盘跳空的现象。

黄金&白银：鹰派降息 重启购债

【盘面回顾】周三贵金属市场普遍上涨，其中白银涨幅较大，投资者需关注昨日 COMEX 白银 12 月合约交割通知单数量。白银总体仍处于供给低弹性、库存偏低且割裂、ETF 需求强劲、以及现货交割意愿强的易涨难跌以及易多逼空格局中。11 月 27 日 COMEX 银 2512 合约的交割通知单量达到 7330 张（逾 1000 吨），而白银 ETF 需求的持续大增进一步加剧现货市场挤兑担忧。周三，SPDR 黄金 ETF 持仓下降 1.15 吨至 1046.82 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 110 吨至 16083.16 吨。估值上，昨日美指与 10Y 美债收益率双双下行提振贵金属价格，因周四凌晨美联储利率决议在“鹰派降息”25BP 同时，即对 26 年降息预期仅 1 次，决定购买短债以维持储备资产充裕，首月购买 400 亿美元，未来几个月保持较高水平，周边昨日美股上涨，比特币震荡，原油回升。最终 COMEX 黄金 2602 合约收报 4258.3 美元/盎司，+0.52%；COMEX 白银 2603 合约收报 62.2 美元/盎司，+2.24%。

【交易逻辑】近端看，关注后续美国数据补发对货币政策预期的影响。此外，COMEX 合约 12 月份进入交割月，关注交割量对现货市场的挤兑压力。远端看，估值上关注美元指数变化，其中涉及欧元及日元等相对货币强弱，亦需关注美债实际利率变化。宏观上，美联储 26 年上半年降息节奏以及是否采取新一轮量化宽松是关注焦点，26 年 2 月 4 位鹰派地方联储官员即将到期轮换。需求上，关注去美元化趋势下的央行购金，以及投资需求增长前景（货币宽松前景、阶段性避险交易、以及对 AI 股防御式配置需求）。此外也需关注逆全球化以及贸易保护下的关键资源需求和关税政策等问题。

【南华观点】短期预计维持震荡整理，中长期维持老涨。伦敦现货黄金支撑阻力：4000-4100-4250-4400；伦敦现货白银支撑阻力：56.5-60-65。策略上，单边上考虑支撑位附近分步布多机会。

铜：12 月降息落地，铜价偏强整理

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.39 元/磅，涨 0.85%；LME 铜收于 11559.5 元/吨，涨 0.63%；沪铜主力收于 91770 元/吨，涨 0.32%；国际铜收于 82230 元/吨，涨 0.37%。主力收盘后基差为-160 元/吨，较上一交易日跌 1290 元/吨，基差率为-0.17%。

沪伦比 10 日为 8.01，9 日为 7.8，跨境比值回升。

【产业信息】1、10 日，上期所铜期货注册仓单 28931 吨，较前一日减 600 吨；5 日，上期所铜库存 88905 吨，较前一日减少 9025 吨；10 日，LME 铜库存 164975 吨，较前一日减少 700 吨；LME 铜注册仓单 99575 吨，较前一日减少 3000 吨，注销仓单 65400 吨。9 日，COMEX 铜库存 443047 吨，较 8 日增加 3537 吨。

2、伦敦金属交易所（LME）正式发布公告，弘盛铜业生产的“DJ-HS”阴极铜，正式通过了 LME 品牌注册，并获颁证书。此次“DJ-HS”牌阴极铜成功纳入 LME 全球交割体系，意味着该产品已具备 LME 标准合约标的物资格，可直接参与国际有色金属期货与现货交易，这将大幅提升弘盛铜业的海外品牌影响力与国际市场议价能力。

3、美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 3.5%至 3.75%之间，符合预期。美联储点阵图预测显示在 2026 年和 2027 年各有一次 25 个基点的降息。

【南华观点】当日日内销售情绪明显抬升，主要因为贸易长单陆续到期以及年度财务结算安排影响，多数企业选择提前结束本年交易并加速平仓操作，沪铜现货对期货升水快速回落。期货盘面偏强整理，联储降息落地后，铜价走势回归基本面主导。

【南华策略】若开盘反弹无力，期价不宜追高。

风险点在于：现实需求疲软

铝产业链：美联储柔中带刚

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21990 元/吨，环比-0.29%，成交量为 17 万手，持仓 28 万手，伦铝收于 2862.5 美元/吨，环比+0.60%；氧化铝收于 2477 元/吨，环比-3.17%，成交量为 28 万手，持仓 28 万手；铸造铝合金收于 20930 元/吨，环比-0.05%，成交量为 4157 手，持仓 2 万手。

【核心观点】铝：宏观方面，本次议息会议如期降息 25 个基点，但暗示当前降息周期或告一段落。从六年来最多的异议票、2014 年以来最分散的点阵图，到措辞收紧的会议声明、更趋乐观的经济预测，多重信号叠加之下，美联储的政策转向意图已然清晰：除非未来几个月就业数据出现明显恶化，否则 2026 年可能仅降息一次，甚至完全暂停降息。基本面方面，社库维持震荡，短期基本面矛盾不大。总的来说，短期沪铝受美联储鹰派发言影响存在压力，但中长期维持震荡偏强走势，回调后可尝试分批建仓。

氧化铝：氧化铝目前仍走在过剩逻辑的道路上。目前氧化铝国内产能维持高位，过剩明显，同时进口窗口打开，前期进口氧化铝于陆续到港，新疆地区库容基本满额，后续大量仓单将到期，大量仓单将加剧供需不平衡的状态，目前国内外现货价格无论是网价还是成交价均持续下跌，想要改善这种情况，需要检修企业达到一定量级。年末企业面临下年长单签订，在长单未确定的情况下，企业无法停产检修，因此即使价格突破现金成本后继续下跌，也仍无大规模检修出现，后续或将维持弱势运行，推荐空单逐步止盈，但在市场整体维持看空的情况下，底部尚不确定，暂时不推荐多头抄底入场。

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：震荡偏强；氧化铝：偏弱运行；铸造铝合金：震荡偏强

锌：高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 23075 元/吨。其中成交量为 9.32 万手，

持仓 11.82 万手。现货端，0#锌锭均价为 23070 元/吨，1#锌锭均价为 23000 元/吨。

【产业表现】今日暂无

【核心逻辑】上一交易日，锌价受整体有色价格压制下跌。宏观上，市场对利率会议交易逻辑偏鹰，但锌短期基本面支撑较足，价格下跌不如其他有色品种，建议投资者持续关注本次会议解读。国内政治局会议延续宽松政策。基本面上，矿端偏紧成现实，TC 再次大幅下降，冶炼端减产意愿上升，供给收缩。需求端逐渐步入淡季，北方季节性需求下降。出口和减产导致国内库存去库对沪锌形成支撑。LME 库存受中国出口和交仓影响，逐步累库。目前宏观回暖，供需两弱，沪锌则在有色中属于被低估，短期下方空间有限。

【南华观点】短期维持高位震荡

锡：刚果金冲突再次升级

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 32.3 万元每吨；成交 27.91 万手；持仓 10.89 手。现货方面，SMM 1#锡价 316700 元每吨。

【相关资讯】近期，刚果（金）东部安全形势急剧恶化，南基伍省多地武装冲突持续升级。根据联合国及多方信息，M23 近期在南基伍省乌维拉（Uvira）、瓦伦古（Walungu）、姆文加（Mwenga）、沙邦达（Shabunda）、卡巴雷（Kabare）、菲齐（Fizi）、卡莱赫（Kalehe）等地区频繁使用重型武器对民用设施发起攻击，造成大量人员伤亡和难民流离失所。据人道机构初步统计，12 月 2 日至 7 日期间，南基伍省冲突已造成至少 74 人死亡、83 人受伤，超过 20 万人流离失所，数千人越境前往布隆迪、卢旺达避难。

【核心逻辑】上一交易日，锡价偏强运行，夜盘回落。我们在热点报告里面就提示过 M23 名义上不属于卢旺达控制，卢旺达与刚果金的谈和短期较难平息战局，并且每当有新的战局新闻公布时盘面都有可能做出反响。宏观上目前交易的主旋律在于降息是否偏鹰，从盘面走势来看，市场对本次利率会议预期偏鹰为主。因此短期在短期预期偏鹰的情况下，我们更需要关注偏鸽派声音带来的预期偏离，建议投资者持续关注本次会议。国内宏观上，政治局会议延续宽松政策。基本面上，短期内供给端原料问题解决难度较大且供给端扰动频繁，沪锡维持高位震荡。刚果金扰动受谈和可能有一定缓和。短期强支撑在 29.9 万元附近，弱支撑 30.6 万元左右。锡本身基本面有很好的理由，加上品种较小，资金易推动。短期内不建议做空配，仍维持回调寻找入场机会的观点。31.5 万以上谨慎追高，可以尝试以期权博取收益。

【交易策略】宽幅震荡，逢低入场

碳酸锂：短期仍有回调压力

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 95980 元/吨，日环比+3.43%。成交量 62.09 万手，日环比+21.23%；持仓量 60.54 万手，日环比+3.00 万手。碳酸锂 LC2603-LC2605 月差为 contango 结构，日环比-20 元/吨。仓单数量总计 13680 手，日环比+760 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪表现一般。锂矿市场价格小幅走强，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 1178 美元/吨，日环比+1.12%。锂盐市场报价走弱，电池级碳酸锂报价 92700 元/吨；电池级氢氧化锂报价 81930 元/吨，贸易商基差报价维稳。下游正极材料报价涨跌不一，磷酸铁锂报价变动-0.05%，三元材料报价变动+0.03%；六氟磷酸铁锂报价变动+0%，电解液报价变动+0%。

【南华观点】

从基本面看，当前碳酸锂市场受宁德复产以及 Q1 下游需求淡季预期影响，预计短期内碳酸锂价格将震荡走弱。从中长期视角来看，新能源动力电池、储能等下游核心应用领域的需求增长逻辑未发生本质变化，行业基本面对碳酸锂的长期价值支撑依旧稳固，其具备

明确的逢低布多配置价值。

工业硅&多晶硅:基本面未见好转

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8250 元/吨，日环比变动-1.08%。成交量约 25.25 万手（日环比变动-21.95%），持仓量约 17.17 万手（日环比变动-1.35 万手）。SI2601-SI2605 月差为 contango 结构，日环比变动+30 元/吨。仓单数量 7780 手，日环比变动+252 手。

多晶硅期货主力合约收于 55915 元/吨，日环比变动+0.55%。成交量 11.62 万手（日环比变动-26.79%），持仓量 5.49 万手（日环比变动-1.39 万手），PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动+320 元/吨；仓单数量 3430 手，日环比变动+620 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场情绪较弱。新疆 553#工业硅报价 8750 元/吨，日环比+0%；99#硅粉报价 9800 元/吨，日环比-1.01%；三氯氢硅报价 3425 元/吨，日环比+0%；有机硅报价 13600 元/吨，日环比+0%；铝合金报价 21500 元/吨，日环比-0.46%。光伏产业现货市场表现较弱。N 型多晶硅复投料 52.3 元/kg，日环比+0%；N 型硅片价格指数 1.18 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.283 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.668 元/瓦，日环-0.15%，分布式 N 型 182 组件报价 0.664 元/瓦，日环比+0%。

【南华观点】工业硅当前仍处于供需双弱格局，上下游均存在减停产预期，基本面缺乏实质性改善动力，行业难有起色。技术面看，期货价格跌破布林震荡带内，短期有加速下跌趋势。而中长期维度价格下方空间有限，具备逢低建仓配置价值。

预计后续多晶硅市场交易逻辑逐渐偏向基本面，而在供需双弱的情况下，预计多晶硅将震荡走弱。

铅：下方支撑较足

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17115 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16975 元/吨。

【产业表现】今日暂无

【核心逻辑】上一交易日，铅价偏弱运行，夜盘维持下跌趋势。宏观上对于偏鹰的利率会议压制有色金属价格，建议持续关注 FOMC 会议。基本面上，国内冶炼端目前减产情况较多，原生铅原料问题暂未解决，TC 继续走弱，供应边际减量。再生铅河北区域性偏紧，且再生铅冶炼利润再次走弱，开工意愿下降，目前再生铅成品库存处历史低位。冶炼端自铅价跌破 17000 后惜价出售，再生铅成本对铅价有一定支撑。需求端逐步进入汽车蓄电池旺季为铅价提供支撑。库存端，沪伦两市铅锭有一定去库现象。观察下方空间，短期预计 16900-17500 附近震荡，在 16700 附近形成强支撑。

【南华观点】震荡

以上评论由分析师揭婷（Z0022453）、夏莹莹（Z0016569）、傅小燕（Z0002675）及助理分析师林嘉玮（F03145451）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹&热卷：小幅反弹，上涨空间有限

【盘面回顾】昨日成材受到铁矿上涨的影响，小幅反弹，但上涨空间有限。

【核心逻辑】上周五大材供需双减，库存维持缓慢去库的趋势，供需平衡是在边际改善的，但目前高炉和电炉的利润是在边际好转，盘面利润也在边际改善，主要来自于炉料端的让利，钢材减产的力度可能会逐渐减弱，并且铁废价差走扩，废钢的性价比也在提升，电炉端有增仓的利润驱动。热卷开始缓慢去库，但库存依然处于近 5 年同期较高的水平，库存超季节性累库，去库可能需要依赖减产路径去实现。板材出口保持高位的支撑出口需求不错，但内需环比逐渐走弱。铁水上周环比下滑，预计后续按照季节性规律和利润下滑驱动维持缓慢减产的趋势。上周钢铁企业盈利率停止下跌环比小幅提升，为 36.36%，主要原因还是在于炉料端的让利。成本端铁矿近期较强，但铁矿港口库存重新转为累库趋势，铁矿目前的估值相对较高，上涨的空间有限，下方受到冬储的支撑。焦煤临近交割，受到仓单的压制，需求季节性转弱，基本面边际转弱，但下方空间有限。前期螺纹利空因素正逐步兑现出清，高炉和电炉的利润是在边际好转，盘面利润也在边际改善，钢材底部支撑较强，基本面偏中性。

【南华观点】综合来看整体成材下方受到原料成本和政策预期的支撑，原料端让利，利润逐渐改善，市场可能提前交易市场预期，钢材价格区间震荡。螺纹的运行区间可能在 3000-3300 之间，热卷的运行区间在 3200-3500 之间。同时需关注钢材的去库速度和下游的消费情况，风险点在于钢铁企业盈利率的下跌可能会引发负反馈风险。

铁矿石：地产消息推动

【盘面信息】铁矿石价格大幅拉涨，后回落。

【信息整理】1. 地产股午后异动上涨，万科 A 冲击涨停，最高超过 27 亿资金封死涨停板，财信发展、华夏幸福、金地集团、保利发展、绿地控股等跟涨。港股万科企业一度大涨超 19%。行业层面，关于房贷贴息的消息此前已经多次在市场上传播。另外，涉及万科债务重组和纾困等消息于近期频繁传出，万科境内债集体大涨，多只涨超 30%，并触发临停。2. 中国 11 月 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，为 2024 年 3 月份以来最高，同比涨幅扩大主要是食品价格由降转涨拉动。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅连续 3 个月保持在 1% 以上。CPI 环比下降 0.1%，主要受服务价格季节性下降影响。

【南华观点】近期铁矿石交易基本面权重略升，但随产业链矛盾缓解、钢厂利润回升及冬储补库刚性需求增强，价格下方空间预计有限。宏观周临近，价格对宏观面的交易权重可能上升。

供应端，全球发运累计同比增 3250 万吨，非主流矿贡献主要增量。港口库存继续累积，交割品资源短缺情况缓解。需求端，铁水产量季节性下降，但钢厂利润回升后进一步减产动力不强。钢厂铁矿库存偏低，节前补库刚需对价格形成支撑。宏观方面，重点关注美联储议息会议与国内经济工作会议可能带来的预期差。短期价格或随宏观情绪波动。整体来看，预计铁矿价格下行后，下方买盘支撑有支撑，下行空间有限。

焦煤焦炭：二轮提降开启

【盘面回顾】煤焦盘面延续低位震荡，近端盘面焦化利润走扩

【信息整理】

1. 美联储货币政策委员会（FOMC）会后公布，降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 3.50%-3.75%。这是美联储年内的第三次降息，幅度均为 25 个基点。

2. 国家统计局：11 月份，中国 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点；PPI 环比上涨 0.1%，连续两个月上涨。

3. 国际货币基金组织（IMF）预计中国经济在 2025 年和 2026 年将分别增长 5.0%和 4.5%。相较 10 月的预测值分别上调了 0.2 个和 0.3 个百分点。

4. 河北、天津地区部分钢厂对湿熄焦炭下调 50 元/吨、干熄焦炭下调 55 元/吨，12 月 12 日零点执行。

【异动原因】

近期焦煤价格连续跌破关键支撑位，其核心驱动并非来自产业基本面严重恶化，国内疲弱的宏观环境或许才是价格空间被向下打开的核心原因。从产业层面看，国内矿山生产稳定，供应端未出现明显增产。进口端，前期国内高价打开了海煤进口窗口，蒙煤通关也在近几周快速增加，叠加下游钢厂亏损减产和季节性检修增加，焦煤需求边际转弱，导致供需由紧平衡转向宽松，但和以往年份对比，当前焦煤绝对过剩矛盾并不突出。本次下跌的深层逻辑在于政治局会议定调相对平稳，宏观未释放超预期利好，且未提及房地产相关内容，国内市场整体宏观情绪偏弱。而此前市场一致的四季度看涨预期，促使终端提前补库、上游捂货待涨，这一操作实际上透支了需求。随后进口煤大量到港，迅速弥补并逆转了焦煤供需格局，但此时下游原料库存已处相对高位，补库动能衰竭。最终，在弱宏观基调削弱整体估值，与产业层面补库需求断档的双重作用下，价格压力集中释放，导致了本轮焦煤破位下行。

【后市展望】

整体来看，焦煤供应边际变化有限，但终端钢厂利润承压，铁水持续减产，导致焦煤过剩幅度加深。叠加焦企受提降预期影响，主动控制原料采购节奏，上游矿山库存压力渐显，短期煤价仍将承压。焦炭方面，因入炉煤成本下行，即期焦化利润修复，后续焦炭供应预计回升。随着焦企开工逐步恢复，焦炭或面临累库压力，后续需重点关注主流钢厂提降节奏，考虑到盘面已提前计价 5 轮提降，焦炭现货或面临 3 轮以上提降压力。

【策略建议】

操作上，焦煤 01 合约因受交割仓单压制且已跌破关键支撑，短期空头趋势明确，前期高位空单可继续持有。焦炭方面，当前主力合约价格已计入 5 轮提降，估值趋于合理，继续追空的风险收益比较低，不建议盲目参与下行行情。

硅铁&硅锰：需求逐渐，震荡偏弱

【盘面回顾】昨日铁合金弱势震荡

【核心逻辑】铁水产量受到钢厂盈利率的下跌和季节性规律，上周继续减产，预计未来延续小幅下滑的趋势，五大材的库存仍需要通过减产来实现，铁合金的需求量预计将会下滑，铁合金自身库存也位于高位进一步抑制了铁合金的需求，铁合金目前面临高库存与弱需求的矛盾，铁合金生产利润逐渐下滑，下游需求进入淡季，铁合金预期大幅增产的可能性不大，铁合金库存高位，硅铁和硅锰企业库存均位于近 5 年最高水平，铁合金企业上周库存继续累库，环比+2%；硅铁企业库存受到硅铁产量环比上升的影响，库存环比+1.12%，库存压力仍存。下游需求逐渐走弱，去库依赖路径可能还是需要减产去实现。成本端焦煤周五跌幅相对较大，也会影响铁合金的反弹。

【南华观点】铁合金面临自身高库存和弱需求的基本面，成本端焦煤价格受保供影响下，成本重心可能下移，但供应端维持减产的趋势以及铁合金的低估值，铁合金下方空间有限，预计铁合金震荡偏弱。但也要防止利润亏损导致的减产驱动，在低估值下可能出现的反弹。

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

能化早评

原油：委内瑞拉紧张局势，油价抬升

【盘面动态】纽约商品交易所 1 月份 WTI 收高 21 美分，至 58.46 美元/桶，ICE 二月布伦特原油价格上涨 27 美分，收于 62.21 美元/桶。

【市场动态】1. 美国总统唐纳德·特朗普 12 月 10 日表示，美国在委内瑞拉沿海扣押了一艘大型油轮，同时还警告说，可能会采取更多行动。这次扣押是在美国加强在加勒比地区的军事活动之后发生的，目的是将委内瑞拉总统尼古拉斯·马杜罗赶下台。2. 美国能源信息管理局 12 月 10 日公布的数据显示，美国墨西哥湾沿岸汽油库存连续第四周攀升，而该地区的隐含需求在经历了两周的上涨趋势后下滑。库存连续第四周攀升，在截至 12 月 5 日的一周结束时上涨了 112.3 万桶，达到 8,665.6 万桶，这是自截至 7 月 25 日当周库存量为 8703.0 万桶以来的最高水平。3. 当地时间 10 日，消息人士称，乌克兰国家安全局当天动用海军无人艇，在黑海海域击沉一艘隶属于俄罗斯“影子舰队”的油轮。俄方对此暂无回应。4. 美国至 12 月 5 日当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存 30.8 万桶，前值-45.7 万桶。美国至 12 月 5 日当周 EIA 战略石油储备库存 24.8 万桶，前值 25 万桶。EIA 报告：美国至 12 月 5 日当周除却战略储备的商业原油库存减少 180 万桶至 1.257 亿桶，降幅 0.4%。

【南华观点】由于预期的美联储降息以及美委内瑞拉紧张局势加剧，隔夜油价收高。美联储如期降息 25 个基点，短期价格是利好的，但由于市场已提前计价，当前对价格影响中性，基本面前景仍然看跌。同时，美军在委内瑞拉近海扣押了一艘大型油轮后，美国-委内瑞拉的紧张局势成为焦点。扣押的细节尚不清楚，但美国总统唐纳德·特朗普将该船描述为有史以来扣押的最大油轮，并表示该地区“正在发生其他事情”。这次扣押是在据报道两架美国海军喷气式飞机进入委内瑞拉湾的第二天发生的，委内瑞拉湾的水域三面与委内瑞拉领土接壤。总的来看，委内瑞拉地缘局势紧张接替俄乌成为短期价格主导因素，降息利好在前期已计价，对油价驱动有限，后续继续关注美委局势变化。

LPG：维持震荡

【盘面动态】LPG2601 盘面收于 4242 (+1)；FEI M1 收于 526 美元/吨 (+5)，CP M1 收于 517 美元/吨 (+7)，MB M1 收于 368 美元/吨 (+2)

【现货反馈】华东均价 4424 (+32)，山东均价 4370 (-80)，最便宜交割品价格 4370 (-10)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 74.66% (-0.88%)；独立炼厂开工率 56.11% (+1.12%)，不含大炼化利用率为 52.20% (+1.25%)，国内液化气外卖量 51.72 万吨 (+0.18)。需求端，PDH 本期开工率 70.22% (+0.4%)。MTBE 端本期开工率 71.27% (+0.66%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 36.69% (+0.26%)。库存端，厂内库容率 23.42% (-0.31%)，港口库 274.59 万吨 (-20.78)。

【观点】近日原油整体低位震荡，受到基本面、宏观及地缘的多重影响。外盘掉期同样整体偏震荡格局，但现货相对偏强，FEI 近期升贴水走强明显，MB 在需求回升下同样获得支撑。从国内本期基本面来看，供应端本期整体小幅减少，炼厂外放量因复产及部分企业外放增加而小幅抬升，而到港依然偏低，进口补充有限，与中东及美国近期发中国的情况

相匹配。需求端整体变动不大，化工需求依然持稳，PDH 端仍维持亏损状态，本期在检修延续背景下开工基本与上周齐平，短期没有更多的检修反馈。从内外价差来看，内盘整体估值依然偏高，但基本面提供相对支撑，短期维持震荡格局。

PTA-PX：随需求下滑与商品情绪走弱

【基本面情况】PX 供应端部分装置负荷波动，负荷维持 88.2% (-0.1%)，PX 供应四季度预期高位维持。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，PX12-1 月预期维持紧平衡；当前 PTA 装置停车较多，后续关注相关回归计划，关注后续 PTA 加工费低位下额外检修计划的动态；相对聚酯而言，PX12-1 月维持小幅去库，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弱，MX 维持，PXN 走强至 285.5 (+20)，PX-MX 走扩至 121.5 (+2)。当前 PX 环节效益均保持良好，短流程效益虽有下滑但仍维持高位，外采 MX 效益良好下 PX 供应抗干扰性强。

PTA 方面，供应端平稳运行，TA 负荷维持 73.7% (-)；前期多套停车装置均无明确回归计划，后续关注相关动态。库存方面，持货意愿平平，社会库存维持 222 万吨 (-)。效益方面，PTA 大量停车后静态平衡表 11-12 月转为去库，TA 现金流加工费本周小幅压缩至 172 (-12)，但仍处低位；PTA 短期供需矛盾难以形成持久驱动，预期维持不佳，现金流加工费以低位盘整为主，存量供应压制下加工费修复空间有限。

需求端，本周部分装置负荷波动，聚酯负荷上调至 91.8% (+0.3%)；除此以外，近期随效益与预期改善，共有三套聚酯装置投产，涉及长丝为主，聚酯需求基数提升。织造订单目前高位回落，整体新增订单全面走弱，终端织机负荷加速下滑。与此同时，坯布库存自 11 月下旬起逐步累积，预计后续随订单收尾库存压力仍将逐步加大。短期来看，聚酯需求在效益与库存结构均保持健康的背景下预计高位维持，短期降负压力不大；后续终端开工与订单下滑的负反馈将逐步向上传导，预计 12 月下旬起聚酯环节负荷将季节性下滑。瓶片方面近期加工费持续修复至 450+ 的年内高位并维持，库存表现健康，关注后续新装置投产进度。

【观点】近期商品情绪总体不佳，12 月虽然国内宏观后续有会议召开，但市场预期不佳，化工板块整体估值下挫，PX-TA 链条虽然供需较好，但偏高估值难觅向上驱动，近期同样随情绪走弱。近期芳烃调油炒作快速降温，MX 走势偏弱再次扩张 PX 短流程效益，PX 供应预计仍将维持“能开尽开”。基本面方面下游聚酯需求在库存与效益动态平衡支撑下，短期负荷预计仍将高位维持。但终端订单全面收尾，织机开工季节性下滑加速，负反馈预计将逐步向上传导，12 月下旬预计聚酯降负压力将较为明显，目前 12 月月均负荷评估为 91% 附近。PTA 此前停车检修量较多，目前回归预期大多尚未明确，PTA 静态供需 12 月保持良好，加工费得到阶段性修复。但 PTA 存量供应仍然较多，随加工费修复回归可能性将提升，加工费修复空间较为有限。综合来看，近期宏观情绪不佳，PTA 价格走势随商品情绪偏弱，PX-PTA 供需结构在能化板块相对较好，成为部分资金多配选择。后续而言，短期暂无明显驱动，供需相对良好下预计维持化工板块多配地位，以跟随商品情绪与成本端震荡为主。加工费方面主要关注 PTA 装置新增动态，PTA 停车装置若继续维持则供需预期将保持良好。但加工费修复空间预计较为有限，PX-TA 的结构性矛盾仍将压制 PTA 加工费修复空间。

MEG-瓶片：终端需求全面下滑，供应端负反馈初显

【库存】华东港口库至 81.9 万吨，环比上期增加 6.6 万吨。

【装置】盛虹炼化一线 100w 近期停车。

【基本面情况】

基本面方面，供应端近期停车计划兑现，煤制部分装置重启推迟，负荷总体油降煤升，总负荷降至 72.93% (-0.2%)；其中，乙烯制方面，盛虹炼化 100w 停车；煤制方面，红四方 30w 重启，煤制负荷升至 72.58% (+0.55%)；后续新装置畅亿 20w 投料试车，正达凯 60w 计划重启，关注兑现情况。效益方面，原料端油价走强，乙烯价格持稳，动力煤价格走弱，EG 现货价格大幅下挫，乙烯制利润压缩，煤制边际利润修复至 -681 (+14)；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 价格再度下挫，与乙烯链相关产品比价维持不佳，EO 相对 EG 经济性走强，但减水剂价格低迷，EO 需求淡季，近期部分联产装置上调 EG 负荷；HDPE 相对 EG 经济性进一步走强，相关装置若切换运行具备经济性，但具体执行仍需考虑销售渠道等多方面问题，关注后续动态。库存方面，本周到港较多，周内港口发货不佳，下一港口显性库存预计累库 5 万吨左右。

需求端，本周部分装置负荷波动，聚酯负荷上调至 91.8% (+0.3%)；除此以外，近期随效益与预期改善，共有三套聚酯装置投产，涉及长丝为主，聚酯需求基数提升。织造订单目前高位回落，整体新增订单全面走弱，终端织机负荷加速下滑。与此同时，坯布库存自 11 月下旬起逐步累积，预计后续随订单收尾库存压力仍将逐步加大。短期来看，聚酯需求在效益与库存结构均保持健康的背景下预计高位维持，短期降负压力不大；后续终端开工与订单下滑的负反馈将逐步向上传导，预计 12 月下旬起聚酯环节负荷将季节性下滑。瓶片方面近期加工费持续修复至 450+ 的年内高位并维持，库存表现健康，关注后续新装置投产进度。

【观点】

总体来看，乙二醇需求端终端订单全面下滑，需求负反馈将逐步向聚酯环节传导；长丝效益与库存水平均表现健康，部分投产计划集中兑现，11-12 月目前已投 3 套装置共计 90 万吨产能，后续仍有一套长丝一套瓶片共计 60 万吨投产计划；聚酯需求 12 月月均负荷预期 91% 附近，预计聚酯开工下滑将从 12 月下旬起逐步兑现。近期宏观预期偏弱，前期减仓空配资金再次回归，乙二醇价格破位下跌后部分煤制装置重启延迟，乙烯制装置出现降负行为。目前来看，乙二醇向下驱动力度减弱，估值随宏观情绪波动；但中长期来看，一方面成本端动力煤趋势偏弱，成本支撑预计将逐步减弱；另一方面，累库斜率放缓与兑现推迟均为节奏问题，供需偏过剩预期下估值承压格局难以扭转，当前近端显性库存累库预期已得到部分兑现，对供应端意外的抗风险能力同样增强，因此在操作上仍然维持逢高布空的思路不变。向下空间而言，乙二醇当前煤制边际装置现金流已压缩至煤制初步支撑线附近，关注供应端负反馈动态及负反馈之后的供需再平衡。

尿素：成交转弱

【盘面动态】：周三尿素 01 收盘 1645

【现货反馈】：周三国内尿素行情偏弱松动，跌幅 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1530-1700 元/吨。昨日山东主流风向工厂日产减半，对当地及周边市场形成一定支撑，部分低价成交见好。市场看空情绪仍在，尿素整体氛围依旧偏弱，短线区域低价或短暂企稳，高价继续下调。

【库存】：2025 年 12 月 3 日，中国尿素生产企业产量 129.05 万吨，较上周减少 7.34 万吨，环比减少 5.38%。中国尿素港口样本库存量：10.5 万吨，环比增加 0.5 万吨，环比涨幅 5%。

【南华观点】：在第四批出口配额带动投机性背景下，上半周维持成交走强，下半周转弱，预计下周上游企业仍处于小幅去库的阶段。在政策保供与生产利润修复的支撑下，尿素日产预计将维持高位，高供应对价格构成显著压力。然而出口政策的适时、连续调节，持续为基本面泄压，从而削弱了价格的下行驱动强度。在出口政策调控背景下，短期现货价格

受到明显支撑，业内情绪有提升，短线国内尿素行情稳中偏强。由于目前东北地区已经连续补库两周，复合肥工厂及贸易商追高意愿逐步减弱，但尿素显性库存连续去库，基本面对价格形成支撑。总体而言，尿素市场处于基本面与政策的区间内。短期其下行空间受到有力支撑，但上方同样承压，01 预计将延续震荡走势。

PP：现货悲观情绪形成拖累

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6162 (-30)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6190 元/吨，华东现货价格为 6170 元/吨，华南现货价格为 6260 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 77.61% (-0.53%)。本周开工率下滑，中景石化、福建联合等装置进入检修，但与此同时巨正源、东华能源等 PDH 装置重启。从短期来看，装置检修计划相对有限，开工率较难进一步下压，但从中期来看，在利润持续低位的情况下，后续装置停车的预期依然存在。因此，对 PP 供应端的后续情况仍保持谨慎乐观。需求端，本期下游平均开工率为 53.93% (+0.1%)。其中，BOPP 开工率为 62.6% (+0%)，CPP 开工率为 60% (+0%)，无纺布开工率为 42.08% (+0.25%)，塑编开工率为 44.1% (+0%)，改性 PP 开工率为 68.63 (+0.38%)。本周 PP 下游开工率变化不大，BOPP、CPP、塑编等主要下游开工率均与上周持平，而改性 PP 开工率维持增长，对 PP 需求形成一定支持。库存方面，PP 总库存环比上升 4.59%。上游库存中，两油库存环比上升 3.75%，煤化工库存变化不大，地方炼厂库存上升 6.88%，PDH 库存下降 1%。中游库存中，贸易商库存环比上升 9.63%，港口库存下降 0.77%。

【观点】当前 PP 估值已经被压制较极端水平，PDH 装置生产利润已经压至-800 元/吨以下的年内低位，同时 PP-丙烯价差也降至 200 元/吨以下。但是在当前的低利润情况下并未看到下游有太多的负反馈出现，先前停车的巨正源四条线，也将在今明两日相继重启。因此，从当前 PP 的基本面情况来看，供应端，虽然检修量仍维持在偏高位，但暂未能看到新的增量出现，后续供应预计基本持平或有小幅回升；需求端，本周现货成交情况缩量比较明显，下游补库意愿偏低，且在前期 PP 盘面回升时，现货并未能出现回升，基差明显走弱。当前市场情绪仍然较为悲观，导致盘面回升幅度受限。但是在当前估值已极度压缩的情况下，继续追空的风险较大，不建议进一步做空。后续需重点关注 PDH 装置的开工变动情况，同时持续跟踪 PP 现货市场表现。

PE：供增需减格局下，压力难缓解

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6561 (+4)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6530 元/吨，华东现货价格为 6660 元/吨，华南现货价格为 6650 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 84.05% (-0.46%)。本周独山子石化、裕龙石化等装置进入检修，开工率小幅下滑。由于年底的计划检修相对有限，开工率预计维持偏高位。目前看来，PE 供应压力依然偏大。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 44.3% (-0.54%)。其中，农膜开工率为 48.02% (-0.92%)，包装膜开工率为 50.22% (-0.48%)，管材开工率为 31.83% (0%)，注塑开工率为 49.55% (-0.5%)，中空开工率为 38.38% (-0.74%)，拉丝开工率为 33.02% (-1.1%)。本周 PE 综合开工率下滑，尤其是农膜生产进入淡季，开工率下滑较为明显。后续 PE 需求的增长空间将比较有限，导致其供强需弱的格局进一步加剧。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 1.5%，上游石化库存环比下降 2%，煤化工库存上升 8%；中游社会库存上升 3%。

【观点】当前 PE 的供需矛盾相对有限，其自身基本面驱动不强。首先在供应方面，PE 后

续装置检修量预计将比较有限，叠加前期检修的装置陆续重启，开工率或将进一步回升，使得 PE 供应持续宽松。同时，在需求端，下游需求旺季目前已进入尾声，农膜开工率呈现由升转降的趋势，预计后续需求增量的空间比较有限。从库存角度来看，当前 LLDPE 社会库存虽维持去化趋势，但绝对水平依然偏高。在当前 PE 供增需减的格局之下，后续去库预期不强，LLDPE 供需压力依然偏大。PE 在供增需减的格局之下，基本面所带来的支撑比较有限，导致其上涨动力并不充足。并且，当前 LLDPE 现货表现偏弱，在前期盘面上涨的过程中，现货端跟涨明显乏力，上游降价出货的情况不止，同时下游也并未展现出强烈的投机性补库的意愿，市场情绪总体悲观，对盘面形成一定拖累。所以综合来说，当前 PE 缺乏回升的驱动，预计短期仍将维持底部震荡，后续需继续关注现货端情况以及基差变化。

纯苯-苯乙烯：震荡偏弱

【盘面回顾】BZ2603 收于 5440 (-52)，EB2601 收于 6469 (-107)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5295 (-60)，主力基差 -146 (-8)。下午华东苯乙烯现货 6640 (-105)，主力基差 171 (+2)

【库存情况】截至 12 月 8 日，江苏纯苯港口样本商业库存量 26 万吨，较上期累库 3.6 万吨，环比上升 16.07%。截至 2025 年 12 月 8 日，江苏苯乙烯港口库存量 14.68 万吨，较上周减少 1.38 万吨，幅度 -8.59%。；截至 12 月 4 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 17.62 万吨，较上一周期减少 1.43 万吨，环比下降 7.49%。

【南华观点】

纯苯方面，石油苯，加氢苯供应均小幅下滑，但港口船货的大量到港使华东主港的纯苯库存已经累至 26 万吨，港口库容告急。需求端，本周纯苯主力下游除己内酰胺外开工率均小幅提升，己内酰胺行业减产兑现的同时广恒逸新投产也在进行中，因此行业联合减产兑现到对纯苯需求的减量暂不明显。五大下游折算纯苯需求较上周有所增加。纯苯总体呈现近弱远强格局。周一市场传闻有韩国去往美国的纯苯成交，市场情绪得到提振。

苯乙烯方面，辽宁宝来 12 月计划外短停 10 天，近端供应收缩。需求端 EPS,PS 开工率提升，ABS 利润恶化下边际装置出现降负消息。12 月三大白电排产数据更新，12 月家用空调排产较上期数据继续下修，冰箱，洗衣机预期小幅改善，总体终端需求预期仍偏差。当前苯乙烯港口库存较高但货权相对集中，市场警惕流动性风险，近端补货积极，近月基差偏强，月间走正套。连云港石化苯乙烯装置昨日重启，近端流动性问题预计有所缓解。苯乙烯基本面与纯苯相反，呈现为近强远弱。

燃料油：窄幅震荡

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2427 元/吨

【产业表现】供给端：进入 11 月份，俄罗斯高硫出口 -4 万吨，伊朗高硫出口 +49 万吨，伊拉克 -41 万吨，墨西哥出口 -7 万吨，委内瑞拉 -24 万吨，11 月份供应稳定，不过俄罗斯高硫出口开始向沙特倾斜，伊朗高硫出口向阿联酋倾斜，带动了沙特和阿联酋出口增加，导致常规高硫供应增长；需求端，在船加注市场，11 月份新加坡进口有所下滑，但仍处于高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，11 月份中国 +51 万吨，印度 -35 万吨，美国 +25 万吨，进料需求改善，在发电需求方面，因发电旺季已过，11 月份其中沙特出口 3 万吨，埃及进口 13 万吨，阿联酋进口 12 万吨，发电需求弱势。库存端，新加坡浮仓库存和马来西亚高硫浮仓库存高位回升，中东浮仓高位库存盘整

【核心逻辑】在船加注市场，11 月份新加坡进口有所下滑，但仍处于高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，11 月份中国 +45 万吨，印度 -33 万吨，美国 +33 万吨，进料需求改善，在发电需求方面，因发电旺季已过，11 月份其中沙特出口 14 万吨，埃及进口 9 万

吨，阿联酋进口 129 万吨，发电需求弱势。

【策略观点】观望

低硫燃料油：裂解低迷

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU02 收于 3009 元/吨

【产业表现】供给端：从 11 月开始，科威特因发生火灾，预计检修到 12 月底，丹格特 RFCC 预计 12 月中旬检修，马来西亚 rapid 炼厂两套 RFCC 装置 1 套已经回归，预计第 2 套 1 月份回归。在出口方面，11 月份巴西低硫燃料油出口量-40 万吨，西北欧-18 万吨，科威特-51 万吨，马来西亚出口-8 万吨，11 月份低硫出口整体缩量，12 月份出口延续缩量；需求端，10 月份，新加坡加注量 481 万吨，低硫加注 243 万吨，环比+8 万吨，中国加注量 163 万吨，低硫加注 119 万吨，环比-9 万吨；进口端，11 月份中国进口-3 万吨，新加坡+8 万吨，香港+6 万吨。新加坡库存+85 万桶；ARA+1.5 万吨，舟山+1 万吨

【核心逻辑】11 月份受全球重质油贴水大跌的影响，Dar Blend 原油贴水也大跌至-6.75 美元/桶，11 月份全球低硫的最大供应增量为马来西亚，套保头寸增加，对盘面压制增大，低硫燃料油裂解大跌，由于科威特 Al-Zour 炼厂检修推迟，丹格特炼厂检修推迟，Rapid 炼厂一套 RFCC 已经回归，低硫燃料油基本面有所好转，裂解有向上驱动

【策略观点】观望

沥青：窄幅波动，关注冬储政策

【盘面回顾】截至昨日收盘，BU01 收于 2922 元/吨

【现货情况】12 月 10 日，国内沥青市场均价为 3235 元/吨，较上一日上涨 1 元/吨，涨幅 0.03%。华北市场沥青现货资源不多，供应上利好价格，今日贸易商小幅上调出货价。华南市场成交低价资源为主，个别地炼沥青供应水平偏高，利空区内沥青价格走势；华东市场主力炼厂库存水平略显压力，个别主力炼厂船运价格下调 100 元/吨，刺激中下游用户接货。

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率-4.5%至 28.8%，华东开工率+8.6%至 43.5%，中国沥青总的开工率+0.1%至 27.9%。需求端，中国沥青出货量+1.85 万吨至 28.0 万吨，山东出货+3.3 万吨至 10.78 万吨；库存端，山东社会库存-0.7 万吨至 7.0 万吨和山东炼厂库存-1.4 万吨至 12.9 万吨，中国社会库存-1.7 万吨至 25.8 万吨，中国企业库存+0.9 万吨至 38.3 万吨。

【南华观点】前期冬储的看法是，由于原油中期仍处于弱势格局，或不支持冬储成规模放量。同时炼厂整体利润也难以给出让利空间，降价保底或难以见到，抑制期现入场积极性，冬储将面临“量能不足的问题”。预计山东地区将于下周陆续出台冬储政策，从近期现货走势和炼厂沥青合同价来看，冬储或围绕在 2750-2830 元/吨 附近。若低于 2750 元/吨，可能会基于安全角度考虑，引起市场投机拿货热情，吸引部分中间商囤货；若价格高于 2830 元/吨，则可能会大幅抑制囤货需求。所以待冬储政策出台后，或许是 BU01 的估值锚点，由于近期沥青驱动并不强，故可用期权卖方进行双向策略表达。或者择机关注 BU03 基差多配机会。其他观点并无大的变化，如下所述：本周炼厂开工因华北炼厂调整，带动沥青总体供应小幅缩减。而需求端，整体现货市场交投随着价格下探成交阶段性转好，主要以消耗社会库存为主。短期南方地区旺季翘尾更并没有超预期表现。厂库微累，社库呈现去库态势。成本端原油，近期原油偏弱震荡。现货基差持续走弱，符合需求逐渐转淡的特征。中长期看，需求端北方随着气温降低，需求结束。南方降雨减少后，赶工需求翘尾或提振整体消费。总之，沥青现阶段旺季并无超预期表现。短期需要关注冬储情况，炼厂是否会进一步调整价格刺激拿货。由于成本端原油仍存地缘和谈扰动，因此沥青短期维持震荡看待。

橡胶：天气扰动与地缘冲突再起，橡胶系反弹

【相关资讯】

- 1、昨夜美联储 12 月利率决议公布，美联储如期降息 25 个基点。同时政策预测“点阵图”显示，美联储在 2026 年或仅降息 1 次，2027 年再降 1 次。此外据悉美国总统特朗普在此前访谈中明确表示，支持立即大幅降息将成为其选择新任美联储主席的关键标准。或反映特朗普对货币政策的干预意图，提高对美联储保持独立性的担忧。
- 2、国内宏观方面，11 月份 CPI 略有反弹，同比值录得 0.7%，环比-0.1，接近预期水平；核心 CPI 同比上涨 1.2%。11 月份 PPI 数据则依旧维持在负值区间，同比值录得-2.2%，低于预期的-2.0%。近期关注 12 月政治局会议后续政策动向。
- 3、据隆众资讯，截至 2025 年 12 月 7 日，中国天然橡胶社会库存 112.3 万吨，环比增加 2.1 万吨，增幅 1.9%。中国深色胶社会总库存为 73 万吨，增 2.4%。其中青岛现货库存增 1.5%；云南增 2.3%；越南 10#增 8%；NR 库存小计增加 9.6%。中国浅色胶社会总库存为 39.3 万吨，环比增 1%。其中老全乳胶环比降 1.4%，3L 环比增 0.4%，RU 库存小计增 8.5%。
- 4、据泰国 12 月 9 日消息，近日泰柬边境局势对泰国橡胶的影响如下：5 个省府，24 个区受到影响，省府包括武里喃、素林、色军、乌汶、达叻。受影响橡胶园面积达 60.9 万莱。橡胶园农民受到影响超过 55,427 人。预计橡胶干胶产量将每天减少 487,000 公斤。（资料来源：QinRex）

【核心观点】

沪胶当日仓单数量为 53430 吨，日度变化 7400 吨。20 号胶当日仓单数量为 60279 吨，日度变化 3527 吨。近期天胶供应端近期小幅收紧，云南临近全面停割，目前产出以胶块为主；海南产区天气情况尚可，胶水干含季节性下滑，整体产出减量，国营原料胶水收购价格参考 15000 元/吨；泰国洪水减产担忧消退，但未来印尼大部地区降雨扰动加强或影响割胶上量，此外近期泰柬冲突再起，或扰动东北边境产区供应。下游需求支撑边际持续偏弱，11 月重卡销量维持增长对商用车胎需求带来一定支撑，但替换市场表现弱于往年，渠道库存偏高而订单增长有限。11 月干胶进口维持增长，供给压力仍存，整体继续维持累库趋势，而老全乳维持去库，新全乳仓单增多。橡胶系整体承压随情绪维持波动，后市预计维区间震荡格局。其中 RU 仓单和老胶库存低位，现货老胶价格坚挺，目前天胶触底有所反弹，伴随成交放量，当日全乳仓单注册显著增多，下方空间有限但上涨承压。短期单边关注 RU 区间下沿支撑。深浅胶价差待低位做扩、看扩天胶与合成价差。RU1-5 月差重心或维持平水波动。策略建议仅供参考。

合成橡胶当日仓单数量为 19020 吨，日度变化 1700 吨。原油价今日延续跌势，长期供需宽松预期未变。据悉裕龙石化 15 万吨/年顺丁橡胶装置今日投料重启，或在本周末前后产出。今日顺丁橡胶报盘持稳，华北地区大庆 BR9000 参考 10450-10600 元/吨，华东地区大庆 BR9000 参考 10550-10700 元/吨，华南地区大庆 BR9000 参考 10700-10900 元/吨。原料丁二烯供给与库存格局宽松，成本支撑弱，下游刚需采购助现货价格持稳。橡胶下游需求尚无明显利好驱动，部分轮胎厂检修带动开工率走低，半钢胎库存边际去库但维持偏高水平，整体供需压力仍较大。目前天然橡胶走强带动合成胶回升，天胶与合成价差走扩，预计后期延续趋势但相对偏弱。BR 单边观望，关注前高点位；天然橡胶与合成橡胶的价差仍存走扩空间。策略建议仅供参考。

玻纯&烧碱：低位持续

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1094，-2.76%

【基本面信息】

沙河库存：

- 1、厂家共：39800 架（约 318 万重箱）比上周减少 500 架（约 4 万重箱）
- 2、沙河各经销商库存 59000 架（472 万重箱）比上周增加 2000 架（约 16 万重箱）
- 3、沙河各期现商库存 69500 架（约 556 万重箱），比上周减少 500 架（约 4 万重箱）

【南华观点】

随着新产能投产预期加强，纯碱过剩预期也在加剧，盘面价格开始逐步击穿成本。近期玻璃冷修加速，纯碱刚需预期进一步走弱。当下纯碱中长期供应维持高位的预期不变，光伏玻璃低位开启累库，日熔相对稳定，重碱平衡继续保持过剩。10 月纯碱出口超过 21 万吨，维持高位，一定程度上继续缓解国内压力。上中游库存整体保持高位限制纯碱价格。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2601 合约昨日收于 964，-2.03%

【基本面信息】

截止到 20251204，全国浮法玻璃样本企业总库存 5944.2 万重箱，环比-292 万重箱，环比-4.68%，同比+23.25%。折库存天数 26.8 天，较上期-0.7 天。本周沙河地区产销率前高后低，周初在市场情绪提振以及部分刚需支撑下，业者低价补货积极性较高，后续随着情绪回落，产销率略有下降，部分企业库存已降至低位；京津唐企业库存趋势不一，整体亦去库为主。华中市场本周供应端产量下降，叠加市场情绪受一定提振，日度产销多数时日处于过百水平，整体库存较上周下降。

【南华观点】

12 月玻璃产线冷修预期再起，落地情况待定，肯定影响远月定价和市场预期，不过近月 01 仍将跟随现实（交割逻辑），关键是湖北的现货以及仓单预期。现实层面，随着近期冷修加速且日熔有进一步下滑预期，但终端进入淡季，且沙河湖北期现+贸易商库存维持高位，现货压力尚存，观察中游库存去化程度。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2092，-1.51%

【基本面信息】

华北山东地区液碱出货情况依旧不佳，虽下游需求稍有好转，但供应较为充足，企业出货仍有压力，近日省内企业与外围氧化铝下游签单完成，但发货时间未定，当前企业低价出货为主。河北地区因后期有新增产能，当地下游需求情况温和，企业出货一般，价格低位维稳。山西地区有氯碱企业负荷不满，氧化铝接单情况一般，当地企业多积极促进成交。天津地区液碱货源供应充足，下游需求情况温和，企业稳价走货。

【南华观点】

基本面支撑有限，需求端有进一步走弱预期；烧碱产量高位，供应压力持续；估值上，液氯价格中性，氯碱利润虽有下滑但尚未影响负荷。近端现货跌价中，补库刺激有限。氧化铝开工率虽然有所恢复，但整体价格承压，非铝需求同样有走弱预期。预计烧碱价格偏弱震荡。

纸浆-胶版纸：纸浆期价创近四月新高！资金异动明显

【盘面回顾】：昨日纸浆期货（SP）价格日盘维持震荡，夜盘开盘大幅上行，后维持震荡上行走势；胶版纸期货（OP）价格日盘延续偏弱震荡格局，夜盘明显回升后回落。

【现货市场】:

纸浆市场主流价: 山东银星报价 5500-5550 元/吨 (0/0), 山东月亮报价 5400-5420 元/吨 (0/-10), 华南银星报价 5550 元/吨 (0)。

胶版纸/双胶纸: 本白现货价格在 4300-4400 元/吨, 高白在 4500-4600 元/吨。

【港口库存】: 纸浆: 截止 12 月 5 日, 港口库存 210.1 万吨 (-7.1)。

【月差结构】: 纸浆: 暂时观望。

【南华观点】: 针叶浆现货市场延续下行趋势, 普降 20-50 元/吨, 浆价继续下行的企业再度减少, 但南方松针叶浆报价上限下调 200 元/吨。期价上行, 一方面来自于供应端的变动——印尼 APP 集团宣布所有出口商品浆调涨 20 美元, 立即执行, 在一定程度上推涨期价; 另一方面也来自于资金异动, 特别是 05 合约, 一度增仓超 5 万手! 但目前基本面仍未出现较大改变, 港口库存高企对期价压制仍在。

胶版纸期货则延续此前逻辑, 一方面应来自于期价下跌至低位而有所反弹, 另一方面则是现货市场有部分商品开始挺价。

对于后市而言, 纸浆与胶版纸整体策略均可以暂时观望为主。

原木: 新注册仓单压制盘面, 价格向买方接货意愿方向移动

【盘面】lg2601 合约盘中触及 747 元/方的低点, 最终收盘于 756 (-10), 下跌 1.57%。01-03 价差回归反套逻辑, 盘中触及-24, 收盘于-20.5。

【现货】 根据原木通数据显示, 岚山地区 3.9 米中 A 主流价 740 (-10), 5.9 米中 A 主流价 760 (-10)。

【估值】仓单成本约 790 元 /立方米 (长三角, -10), 793 元 (-10) /立方米 (山东)。

【库存】截止 11.28 日, 全国库存量 297 万方 (-6)。

【核心矛盾】

昨日盘面下跌较为剧烈, 主要驱动因素还是 12 月 9 日的新注册仓单 200 手。在 11 月仓单完全注销之后, 12 月初的 0 仓单格局被打破。目前现货市场本身疲弱, 对于利多钝化, 利空敏感。买方接货意愿低的逻辑又重新主导。交割逻辑再次回归盘面, 01 合约贴水交割基本难以翻盘, 但是是否会复制 11 合约交割月前的那么大幅度的贴水, 本身具备不确定性。若市场被可能交割的大量旧货以及非主流集散地的信息所主导, 那么买方的接货意愿可能会再次坍塌。但现在的位置来说, 卖方也不可能在出仓单上有任何利润。博弈的属性极强, 盘面最后会受到买卖双方谁先离场而左右。

【策略建议】

谨慎参与, 之前一直在提的 01-03 反套策略, 已经开始呈现。

丙烯: 偏弱震荡

【盘面动态】PL2603 盘面收于 5738 (-49); PP01-PL03 价差 424 (+19); PL01-03 月差 221 (+43); PL3-4 月差 -42 (-21)

【现货反馈】山东均价 6090 (+0), 华东均价 6000 (+0)

【基本面数据】供应端, 丙烯产量 122.43 万吨 (-0.1), 开工率 74.06% (-0.06%)。营炼厂开工率 74.66% (-0.88%); 独立炼厂开工率 56.11% (+1.12%), 不含大炼化利用率为 52.20% (+1.25%); 蒸汽裂解开工率 82.74% (+0.54%); PDH 开工率 70.22% (+0.4%), 检修延续导致。MTO 开工率 90.03% (+1.32%)。需求端本周整体变动不大, PP 端, PP 粒料开工率 77.61% (-0.53%), 粉料开工 40.45% (-1.98%); 其他下游变动不大。

【观点】原油端近期低位震荡, 基本面、宏观及地缘反复影响盘面。随着丙烷的反弹, pdh 成本抬升明显, 而丙烯及 pp 价格并没有明显的上涨, 亏损进一步加大, 但短期依然

没有更多的检修出来，开工预期维持在 70% 左右。基本面上看，国内丙烯端整体依然维持宽松局面不变，本周供应端变动不大，需求端整体小幅下滑。需求端，pp 跟 pl 价差走弱，挤出 pp 端的部分检修，但 pp 端依然维持高供应，整体供需压力依然存在，另外其他下游同样承压，对高价丙烯接受度低，整体按需采购。整体而言，虽然在成本上涨背景下有一定支撑，但整体基本面依然偏弱，维持震荡偏弱格局。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、俞俊臣（Z0021065）、边舒扬（Z0012647）、张博（Z0021070）、杨歆悦（Z0022518）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）及助理分析师黄超贤（F03147169）提供。

农产品早评

生猪：旺季供需有待验证

【期货动态】LH2603 收于 11310 日环比-1.22%

【现货报价】全国生猪均价 11.33（+0.06）元/公斤，其中河南 11.26（-0.00）元/公斤、四川 11.69（+0.21）元/公斤、湖南 11.33（+0.2）、辽宁 11.18（-0.04）元/公斤、广东 12.46（+0.2）元/公斤。

【现货情况】

北方区域猪价震荡偏强。部分集团企业出栏量有所减少，猪价接连走高。社会猪源部分有惜售情绪，价格稳中走强，涨幅较集团稍弱。屠企宰量变动有限，订单增幅较小。关注 12 月份出栏及宰量变动。

南方市场价格多数上涨，集团企业有出栏放缓动作，供应稍有收紧。腌腊陆续启动但部分区域反馈气温仍有限制，需求暂时没有大幅提振，后续需继续关注腌腊状态。

【南华观点】

政策端扰动频出，生猪远月供给或受到影响。长周期战略性可以看多，但中短期依旧以基本面为主。近期二育补栏减弱，近月出栏压力依旧持续，远月受预期影响，走势偏强。

油料：正套延续

【盘面回顾】近月紧张远月宽松故事延续，盘面正套走强，外盘暂时止跌。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西升贴水在外盘走强后继续回落，总体支撑国内买船成本，近月榨利走弱，远月美豆报价高于巴西，美豆进口关税调整至 13%，只能通过储备买船进口，而榨利亏损下商业买船继续以采购近远月巴西船期为主，整体买船情绪有所降低。到港方面看，12 月 750 万吨，1 月 600 万吨，2 月 500 万吨左右。但目前开启采购美豆窗口以储备形式为主，对远月供应预期以抛储进行。

对于国内豆粕，供应方面，全国进口大豆港口与油厂库存维持高位，豆粕延续季节性库存高位，临近换月点价，油厂催提加速；需求端来看，下游饲料厂物理库存维持中性，成交随用随买，存在一定消费刚性支撑。

菜粕端来看，目前菜粕仍将保持供需双弱状态，当前菜籽库存与压榨已经榨尽，菜粕库存同样加速下行，但菜粕盘面却由于澳大利亚菜籽到港，后续开放进口使得供应存在恢复预期而表现弱势。且目前处于水产消费淡季，需求增量有限，故菜粕库存后续存在回升预期。

【后市展望】外盘美豆在 12 月供需报告中难寻更多驱动，目前需求端中方采购进度偏慢，且完成日期存在后移可能性，短期内走势将继续偏弱。但同时 3 亿蒲年度库存限制深跌可能性，预期后续仍将维持成本线附近区间震荡走势；对应内盘豆粕在巴西坚挺成本支撑下继续深跌空间有限，近期临近最后点价日盘面以正套思路调整，中期关注后续抛储供应增量决定后续一季度国内供应情况。菜粕端来看，短期存在供应修复预期，后续关注澳菜籽质量检测后菜粕是否符合交割品逻辑。

【策略观点】M2605 上的沽空等待 M1-5 正套结束后离场。

油脂：MPOB 报告利空，油脂继续整理

【盘面回顾】外盘缺乏利好偏弱震荡，国内油脂短期延续区间震荡运行。

【供需分析】棕榈油：11 月 MPOB 报告棕榈油产量小幅下降，出口大幅下降，库存高于市场预期，报告偏空。印尼前期洪水影响未能持续，对棕榈油产量影响有限，继续关注产地天气，B50 计划缺乏明确信息，市场预期较悲观。

豆油：本周国内油厂压榨开机率预计维持高位，12 月国内豆油供应压力依然较大，难以有效去库。美豆支撑豆油成本，但美国生物燃料政策仍缺乏指引，油脂市场利多驱动不足。

菜油：澳菜籽到港压榨，可能会缓解目前国内菜油供应趋紧的趋势，短期需关注澳籽到港与压榨节奏。加拿大统计局上调菜籽产量，加菜籽走弱。中加关系暂无进展，但澳籽到港预期使菜油走弱，板块内趋弱。

【后市展望】油脂市场持续反弹动能依旧受限，预计维持震荡，等待数据指引，同时关注产地天气及政策。

【南华观点】短期油脂延续区间整理走势，关注产地降雨情况及生物柴油市场信息。

棉花：压力突破

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，受技术性买盘支撑。隔夜郑棉上涨超 0.5%。

【外棉信息】11 月巴西棉出口量为 40.2 万吨，环比（29.4 万吨）增加 36.9%，同比（30.0 万吨）增加 34.4%，为近十年同期最大出口量。从当月出口目的地看，中国出口量居首位，出口量占总量的 26%；印度出口量其次，占比 20%；孟加拉出口量排第三，占比 14%。

【郑棉信息】截至 2025 年 12 月 9 日，全国新年度棉花公证检验量累计 501.09 万吨，近日疆棉平均日度公检量维持在 8 万吨左右，新棉不断上市，随着盘面的上涨，现货基差报价略有下调，但一口价报价保持坚挺。据 BCO 统计，截至 11 月底，全国棉花工商业库存共 562.32 万吨，同比增加 2.44 万吨，较 10 月底增加 180.44 万吨。当前下游整体负荷保持稳定，纺企利润尚可，成品库存压力不大，但纱线端走货好于坯布端，纱厂对棉花存在刚性补库需求。

【南华观点】新棉加速上市但下游存在韧性，当前 13800 附近套保压力位已突破，若站稳短期棉价或有进一步上行空间，关注下游订单持续情况。

白糖：弱势依旧

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收高，美元走软引发一些空头回补。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体走势疲软。

【现货报价】南宁中间商站台 5430 元/吨。昆明中间商报 5300-5380 元/吨。

【市场信息】1.ISMA 数据显示，印度截至 11 月底，已经产糖 410 万吨，高于去年的 288 万吨。

2.巴西 12 月第一周出口食糖 81.75 万吨，日均出口 16.35 万吨，同比增加 21%。

3.ISMA 预计 25/26 榨季印度糖产量为 3435 万吨（包括乙醇），乙醇用糖 340 万吨。

5.我国 10 月进口糖 75 万吨，同比增加 21 万吨。

4.印度已经签约 10 万吨食糖出口，货物 1 月中旬前交付，运输已启动。卢比走弱或将推动更多贸易。

5.市场预计巴西中南部 11 月上半月甘蔗压榨量增加 14.9%至 1885 万吨，产糖同比增长 18.9%至 107.5 万吨。

6.印度开放了 150 万吨的出口配额，低于市场预估的 200 万吨，且由于当前印度国内糖价高于海外，目前出口的可能性较低。

7.截至 12 月 10 日，印度马邦已有 181 家糖厂开榨，压榨甘蔗 3072 万吨，生产 2515.9 公担食糖，平均糖回收率 8.19%。去年同期仅为 189 家，1503 万吨甘蔗，以及糖回收率 7.74%。

8.截至 12 月 1 日，广西累计开榨糖厂 39 家，同比减少 22 家，日榨产能 30.95 万吨/日，同比减少 18.75 万吨/日。

【南华观点】糖价近期维持疲软态势。

鸡蛋：淘鸡进行时

【期货动态】主力合约 JD2601 收于 3153，日环比+0.93%

【现货情况】

全国鸡蛋市场需求有所回暖，市场走货速度尚可，贸易商拿货积极性恢复，前期积累的库存基本清空，前期悲观的情绪有所缓解。市场整体走货加快，淘鸡继续加速，全国总存栏量处于缓慢下跌去产能，蛋价周内低位反弹。短期来看，冷库蛋以及前期小码蛋的集中出货，虽然短期令市场承压，但长期来看利好春节期间蛋价上涨

【南华观点】

长周期蛋鸡产能依旧过剩，价格压力偏大。短期受节后蛋价下跌较快，部分养户出现淘鸡，亦或换羽。总体来讲，产能高位，但面临拐点，总体大方向依旧偏空，若多单博弈反弹，建议以轻仓参与。

苹果：近月强势

【期货动态】昨日苹果期货走势继续分化，01 合约再创新高，05 合约维持震荡。

【现货价格】栖霞 80#一二级主流参考价 3.5-4 元/斤，栖霞 80#一二级半主流参考价 3.0-3.5 元/斤，统货价格 2.0-3.0 元/斤，以质论价。陕西洛川产区晚富士 70#以上半商品 3.8-4.5 元/斤。甘肃静宁产区 70#以上冷库零星出货商品 5.2-6.5 元/斤，庆阳 3.6-4 元/斤。

【现货动态】晚富士库存货源整体成交不快，交易多按需进行，客商调货补货暂告一段落。甘肃客商包装发货为主，订单客商不多。陕西出货氛围不旺，少量果农二级货源出货。山东出货以外贸渠道调小果为主。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 12 月 3 日，全国主产区苹果冷库库存量为 763.51 万吨，环比较少 3.24 万吨。山东产区库容比为 53.97%，环比减少 0.14%。陕西产区库容比为 58.21%，环比减少 0.23%。甘肃产区库容比为 62.54%，环比减少 0.64%。卓创数据显示，全国苹果库存 724.38 万吨。

【南华观点】苹果持续保持偏强格局。

红枣：低位震荡

【产区动态】目前红枣收购已进入尾声，整体来看，新年度枣果整体偏小，但基本没有烂枣裂果，关注后续定产情况。当前阿克苏地区通货主流价格参考 5.00-5.30 元/公斤，阿拉尔地区通货主流价格参考 5.50-5.80 元/公斤，喀什团场收购价格参考 6.20-6.80 元/公斤，麦盖提地区价格参考 6.00-6.30 元/公斤。

【销区动态】昨日广东如意坊市场到货 8 车，客商按需采购；河北崔尔庄市场参考新季特级 9.30-10.00 元/公斤，一级 8.00-9.00 元/公斤，价格持稳。

【库存动态】12 月 10 日郑商所红枣期货仓单录得 850 张，较上一交易日增加 164 张，有效预报录得 642 张。据钢联统计，截至 12 月 4 日，36 家样本点物理库存在 13910 吨，周环比增加 3062 吨，同比增加 135.16%。

【南华观点】当前红枣采收已基本完成，在减产之下，预计短期红枣价格下方空间或有限，关注下游节前采购情况。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、靳晚冬（Z0022725）、陈嘉宁（Z0020097）、陈晨（Z0022868）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。