

## 金融期货早评

### 宏观：美国就业市场回温

【市场资讯】1) 中国央行四季度例会：继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度。2) 北京楼市新政：放宽非京籍家庭购房条件、支持多子女家庭住房需求。3) 贝森特暗示美联储未来方向：通胀“区间制”，取消“点阵图”，支持财政部，回归“幕后”。4) 圣诞前夕美国就业市场回温，上周首申 21.4 万人，较前值小幅回落。

【核心逻辑】海外方面，美国 GDP 数据公布，三季度 GDP 超预期增长 4.3%，创两年最快增速，整体表现相对强劲，在一定程度上打击了降息预期。美国就业市场回温，上周首申 21.4 万人，较前值小幅回落，数据显示劳动力市场仍具韧性。国内方面，政治局会议与中央经济工作会议延续“稳中求进”总基调，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；明年重点工作以扩大内需为首要任务，核心在于推进城乡居民增收与释放服务消费潜力，同时依托创新推动新旧动能转换。而 11 月经济数据显示工业生产韧性尚存，社会消费品零售同比增速降至 1.3%，内需表现偏弱，仍需政策托底。

### 人民币汇率：涨声一片

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.0161，较上一交易日上涨 126 个基点，夜盘收报 7.0160。人民币对美元中间价报 7.0471，较上一交易日上涨 52 个基点。

【重要资讯】央行货币政策委员会召开第四季度例会，研究下一阶段货币政策主要思路，建议发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。促进社会综合融资成本低位运行。会议再次强调维护资本市场稳定，但未提及房地产市场。

【核心观点及逻辑】短期视角下，美元兑人民币即期汇率已逐步向 7.0 关键点位逼近，不排除短暂突破的可能。展望 2026 年，美元兑人民币即期汇率核心走势为短期震荡蓄势，全年有望“破 7”并温和贬值。支撑这一判断的核心驱动力有三：一是货币政策周期差收敛，美联储 2026 年延续降息节奏将推动美债收益率中枢下移、美元指数呈现结构性弱势，而中国央行维持宽松基调但大幅降息空间有限，中美利差持续收窄甚至回归正区间，资本外流压力逆转，为人民币提供坚实支撑；二是经济基本面内生动能增强，2026 年作为“十五五”规划开局之年，科技自立、绿色转型等政策落地将带动投资消费信心回暖，“新三样”及高端装备出口优势持续叠加经常项目顺差稳定，成为汇率压舱石，再结合中国经济偏稳的基本面，进一步夯实人民币稳定运行的基础；三是国际资本流动转向流入，资本市场深化开放、A 股纳入国际指数权重或将提升，凸显人民币资产估值吸引力，强化外资回流趋势，而新能源、数字经济等产业链优势也将吸引长期产业资本流入，持续改善外汇市场供求。不过，仍有三大潜在风险可能引发人民币阶段性回调：地缘政治黑天鹅事件（如中美经贸关系反复、美国中期选举、政策不确定性或区域性冲突）可能触发全球避险情绪推升美元，干扰升值节奏；国内经济修复不及预期（如房地产企稳速度放缓、内需复苏动能减弱）会影响基本面改善成色，削弱升值支撑力；央行若出于维持汇率稳定的目标，在人民币升值过快（出现羊群效应）时通过中间价引导等工具平抑波动，避免单边行情。

【风险提示】海外政策、全球经济环境、中美关系

### 股指：上行驱动加强，关注指数上攻突破情况

【市场回顾】

上个交易日除上证 50 收跌外，其余股指均收涨。两市成交额小幅缩量。期指均放量上涨。

#### 【重要讯息】

1. 中国央行四季度例会：继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度。
2. 北京楼市新政：放宽非京籍家庭购房条件、支持多子女家庭住房需求。

#### 【行情解读】

昨日股指除上证 50 指数外整体偏强，期指均贴水收敛，持仓量增加，表明多头进场意愿增强，但 IM 成交量加权平均基差处于 10% 以下历史低位，期指基差的变动更多为对新合约上市后基差偏离的修正，且现货市场今日小幅缩量，因此难言市场情绪明显好转。北京楼市新政落地，放宽非京籍家庭购房条件，利好房地产板块，近期政策信号有所增强，强化指数上行驱动，不过指数上方压力仍存，关注关键点位突破情况，短期预计震荡偏强。

【南华观点】短期预计震荡偏强

## 国债：中期不悲观，短期不追高

【市场回顾】周三期债震荡，T、TL 微涨，TF 微跌，TS 收平。公开市场逆回购 260 亿，净回笼 208 亿。资金面延续宽松态势，DR001 在 1.26% 附近。现券收益率多数下行。机构行为方面，银行卖出，基金、保险买入，券商午后转为买入。

【重要资讯】1. 北京楼市新政：放宽非京籍家庭购房条件、支持多子女家庭住房需求。2. 四季度货币政策例会：继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度。

【核心观点】昨日期债各品种成交明显缩量，未能延续反弹势头。盘中有降准传言，但可信度不高，也未能持续带动市场。从机构行为来看，确实有交易型资金介入，但持续性难以判断。对债市坚持中期不悲观的观点，博弈货币政策支撑以中线思路对待，短线交易维持波段思路。

【策略建议】中期多单继续持有；短线多单考虑止盈。

## 集运欧线：现货提价遇阻，期价承压回落

#### 【行情回顾】

昨日（12 月 24 日），主力合约 EC2602 收盘于 1795.8 点，较前一交易日下跌 0.60%。次主力合约 EC2604 收盘于 1165.0 点，较前日上涨 0.60%。六大合约总成交量 5.1 万手，总成交金额 43.55 亿元。市场继续消化 1 月上半月现货报价信息，对船公司挺价执行力度的担忧主导盘面情绪。

#### 【信息整理】

当前市场聚焦 1 月现货提价的实际落地情况与春节前供需节奏，多空分歧明显：

利多因素：

- 1) 春节运力削减计划出炉：马士基（MSK）公布春节运营安排，2 月北欧航线计划周均运力降至 26.1 万 TEU，环比 1 月大幅减少 16.4%，为远期合约提供底部支撑，但不影响 02 合约。
- 2) 即期报价环比仍有上调：PA 联盟（ONE、YML、HMM）1 月上半月开舱价在 2800 美元/FEU 左右，虽未达此前宣涨的 3000 美元目标，但较 12 月下旬仍上涨约 400 美元/FEU，表明提价部分落地。
- 3) 春节前舱位结构：根据排船计划，2026 年 Week1-4 上海-欧洲航线舱位呈现逐周递减趋势，Week4（春节前）舱位规模相对最小，理论上有利于该阶段挺价。

利空因素：

- 1) 1 月提价落地情况不佳：达飞轮船（CMA CGM）1 月初线上报价大幅下调至 3293 美元/FEU，赫伯罗特（Hapag-Lloyd）也下调报价，显示船公司间价格策略出现分化，整体提价力度不及此前宣涨。
- 2) 地缘风险溢价回落：以色列防长表示无意在加沙重建犹太人定居

点，市场对红海航线复航的预期有所升温，潜在运力供给压力仍存。3) 现货需求短期疲软：上周中国港口集装箱吞吐量周环比减少 5.9%，显示出货节奏有所放缓。

**【风险提示】：**

1) 关注春节前最后几周货主集中出货可能带来的运价脉冲式上涨风险。2) 警惕地缘政治局势再生变数，影响红海航线通行预期。3) 注意船公司后续是否会进一步调整报价或停航计划以维持运价。

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

## 大宗商品早评

### 有色早评

#### 铂&钯：铂震荡偏弱，钯大幅跳水

**【行情回顾】**昨日夜盘 NYMEX 铂主力合约震荡偏弱，钯主力合约大幅跳水，最终 NYMEX 铂 2604 合约收 2296.2 美元/盎司，-0.65%，NYMEX 钯 2603 合约收 1821.0 美元/盎司，-6.90%。

**【降息预期与基金持仓】**近期价格运行主要围绕美联储货币政策、铂钯供需基本面偏紧、短期投机问题、欧盟燃油车禁令调整等问题上。近期美联储降息扩表，预计美联储在 26 年上半年继续采取宽松货币政策的政策基调不变。欧盟在德国等国压力下放宽 2035 年燃油车禁令，允许使用低碳燃料的插混和高效燃油车继续销售，并下调企业车队电动化强制配额，利好铂钯在汽车催化剂方面的需求。广期所动态上，自 12.23 起，非期货公司会员或者客户在铂钯各合约上的单日开仓量分别不得超过 500 手；12.22 日发文，除广期所认定的高频交易者外，2026 年全年免收交割、期转现、标准仓单转让、标准仓单作为保证金手续费，全部期货、期权品种套期保值交易手续费减半优惠，按照交易手续费标准直接收取；12.25 起，铂 2606、钯 2606 的交易手续费、日内平今仓交易手续费标准均调整为成交金额的万分之 2.5，铂、钯期货合约涨跌停板幅度调整为 10%，交易保证金标准调整为 12%。相较黄金，铂金和钯金的库存安全垫薄，价格弹性更高，在特定时期更容易受到短期投机资金的集中推动。

长线基金看，截止 12.23，全球铂 ETF 增 0.6463 吨至 101.7045 吨，全球钯 ETF 增 0.2922 吨至 35.4253 吨。库存方面，截止 12.23，NYMEX 铂增 1 吨至 20.0318 吨；NYMEX 钯增 0.0082 吨至 6.0911 吨。

**【南华观点】**中长期看，铂金的牛市基础仍在，短期看，期货市场资金集中涌入致铂钯期现价差快速走扩，但现货成交清淡，警惕调整风险。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：高位震荡 今日休市

【盘面回顾】周三外盘金银高位震荡，伦敦金银皆收高位十字形。周边美指震荡，美债收益率回落，美股回升，原油震荡，比特币低位震荡。最终 COMEX 黄金 2602 合约收报 4505.4 美元/盎司，-0.01%；COMEX 白银 2603 合约收报 71.875 美元/盎司，+1.04%。今日为圣诞节假日，美国和伦敦市场休市。

【交易逻辑】数据上，昨日晚间公布的美周度初请失业金人数低于预期，数据后贵金属有所回落。货币政策层面，CME“美联储观察”数据显示，美联储明年 1 月 29 日维持利率不变的概率为 84.5%，降息 25 个基点的概率为 15.5%；明年 3 月 19 日维持利率不变的概率为 51.8%，累计降息 25 个基点的概率为 42.2%；明年 4 月 30 日维持利率不变的概率为 46.5%，累计降息 25 个基点的概率为 43.2%，累计降息 50 个基点的概率为 9.7%。另外，贵金属市场继续交易供给端受限，库存蓄水池浅且全球争夺定价与库存，而投资与配置端需求强劲的逻辑。ETF 持仓方面，全球最大黄金 ETF--SPDR Gold Trust 持仓增加 3.71 吨至 1068.27 吨。全球最大白银 ETF--iShares Silver Trust 持仓减少 56.4 吨至 16446.97 吨。年底关注新一任美联储主席的任命与经济数据对美联储货币政策预期的影响。短期来看，我们认为白银应谨慎追高，价格回调风险可能进一步累积，黄金形态相对良好。远端宏观上，美联储在价格与数据工具上的货币政策，经贸地缘与金融市场不确定避险等仍是关注焦点。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】短期金银高位震荡，黄金突破前高后仍处于偏强状态，但白银高波下价格风险仍大，建议谨慎持有或观望，但不宜做空，中长期维持看涨，回调视为补多机会。

## 铜：96000-97000 区间，多空博弈加剧

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.57 元/磅，涨 0.38%；LME 铜收于 12133 美元/吨，涨 0.6%；沪铜主力收于 95020 元/吨，跌 0.25%；国际铜收于 85350 元/吨，跌 0.07%。主力收盘后基差为-1440 元/吨，较上一交易日跌 990 元/吨，基差率为-1.5%。

沪伦比 24 日为 7.97，23 日为 7.89，跨境比值回升。

【产业信息】1、24 日，上期所铜期货注册仓单 52222 吨，较前一日增加 2679 吨；19 日，上期所铜库存 95805 吨，较前一日增加 6416 吨；24 日，LME 铜库存 157025 吨，较前一日减少 1500 吨；LME 铜注册仓单 110500 吨，较前一日增加 800 吨，注销仓单 46525 吨。23 日，COMEX 铜库存 471162 吨，较 22 日增加 4276 吨。

2、格力电器在互动平台表示，铜是空调的核心原材料，占空调成本的 20%左右，尽管同等情况下，铝材成本约为铜材的 1/12（价格约为 1/4，密度约为 1/3），但其在熔点、热传导系数、电阻率、耐腐蚀等参数以及长期可靠性等方面与铜存在较大差距，在其性能、质量和可靠性不能完全保证的情况下，公司暂时没有铝代铜计划。公司重视铝代铜技术研究，并将持续关注行业动态。

3、美国上周初请失业金人数意外下降，但由于就业低迷，12 月失业率可能维持在高位。美国劳工部周三公布，截至 12 月 20 日当周初请失业金人数经季调后减少 1 万人，至 21.4 万人。

【南华观点】期铜再次突破且放量，表明 96000-97000 区间埋伏头寸较多，夜盘“深蹲”显然不是强势突破后趋势延续的正常情绪。

【南华策略】1、95000 下方建仓多单继续持有；2、昨日追涨多单寻找保护，如卖出期权。追求资金利用效率的，跌破 95000 一线建议做好止损措施；3、未来 30 天有现货采购需求，且每天采购，可以考虑“买入向上敲出累计期权策略”，详见周报场景分析。

## 铝产业链：冰火两重天

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 22330 元/吨，环比+0.93%，成交量为 29 万手，持仓 30 万手，伦铝收于 2956.5 美元/吨，环比+0.53%；氧化铝收于 2671 元/吨，环比+0.64%，成交量为 22 万手，持仓 20 万手；铸造铝合金收于 21480 元/吨，环比+1.23%，成交量为 7414 手，持仓 2 万手。

【核心观点】铝：宏观方面，美国商务部公布的首次预估数据显示，今年第三季度美国国内生产总值（GDP）环比按年率计算增长 4.3%，高于第二季度的 3.8%和市场预期的 3.2%。基本面方面表现平稳，沪铝加速去库，主因为新疆地区站台积压状况有所加重，铁路皮不足导致电解铝发运效率下降，预计本月底解决。在此情况下，我们认为短期电解铝库存窄幅震荡，现货贴水幅度也将收窄。总的来说，中期沪铝我们维持震荡偏强的看法，短期回调或为机会，关注贵金属、铜、美股等相关品种带动作用。

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。反内卷对氧化铝的影响多为情绪上的刺激，但不推荐此时空头加仓，主要原因有两点：1，当前氧化铝盘面价格较低，02 合约已跌破平均现金成本，且当前基差较大，氧化铝存在基差修复可能；2，受反内卷市影响场情绪较亢奋。同时我们也认为抄底也需要等待更多检修出现以及现货价格的指引。因此我们认为空头可逐步止盈，多头暂时观望。

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：宽幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 23230 元/吨。其中成交量为 17.15 万手，持仓 9.52 万手。现货端，0#锌锭均价为 23260 元/吨，1#锌锭均价为 23190 元/吨。

【产业表现】北京出台楼市新政，后续其他城市可能逐步跟进。

【核心逻辑】上一交易日，锌价夜盘受 LME 带动高开回落，疑似圣诞老人行情带动外盘，铜价突破新高拉升金属板块，日内整体下方支撑较强。夜盘金属普跌，锌价受 LME 累库影响偏弱运行。宏观上，整体情绪偏暖。基本面上，TC 受进口窗口打开影响止跌但是预计下月保持跌势，不过圣诞节假期致贸易商报价较少，短期国内原料供应依旧偏紧。供应端从长线来看偏宽松，韩国锌业冶炼厂产能对远期宽松预期形成支撑但投产日期不明。需求端，北方冬季室外停工，且高锌价压制，下游终端消费冷淡。库存方面，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，逐步累库且本周累库加速。展望未来，国内库存低位支撑价格，但基本面缺乏上行驱动，区间震荡为主。

【南华观点】短期维持高位宽幅震荡

## 镍-不锈钢：强势运行，警惕高度

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 128000 元/吨，上涨 4.68%。不锈钢主力合约日盘收于 13075 元/吨，上涨 1.4%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 133550 元/吨，升水为 6750 元/吨。SMM 电解镍为 130200 元/吨。进口镍均价调整至 127200 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27450 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 -4477.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 -9%。8-12%高镍生铁出厂价为

894 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-2.44%。纯镍上期所库存为 45280 吨，LME 镍库存为 253939 吨。SMM 不锈钢社会库存为 926700 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29346 吨。

#### 【市场分析】

沪镍不锈钢日内持续强势运行，日内美元走弱，整体有色偏强运行，当前为年内高位，基本面整体改善有限。镍矿方面整体预计稳中偏强运行，APNI 工作计划预计 2026 年镍矿配额将下降至 2.5 亿吨，防止镍价进一步下跌，警惕后续实际发放是否超过预期。目前菲律宾以及印尼主要矿区均进入雨季，产量以及装船量均会受到影响。新能源方面目前价格企稳，目前节点下游采购意愿低迷，年末淡季短期支撑有限。镍铁跟随盘面同步反弹，前期部分铁厂利润受限情况下减产挺价，目前成交价震荡运行，但是淡季下游采购意愿持续低迷。不锈钢方面日内跟涨，走势相较于沪镍更为稳重，现货端借势提价但是效果有限。近期不锈钢加强出口监管，2026 起钢铁产品实施出口许可证管理，目前不锈钢方面逻辑围绕出口管制较多；此外青山等多个矿区前期在印尼遭到环保等方面罚款仍有余波。现货方面报价跟随盘面上涨促进提货，价格短期堆高下游部分选择观望为主；总体盘面飘红整体仍有一定成交情绪。

### 锡：日内宽震，夜盘承压

【市场回顾】沪锡加权上一交易日收在 34.18 万元每吨；成交 50.51 万手；持仓 10.86 万手。现货方面，SMM 1#锡价 336350 元每吨。

【相关资讯】有色工业协会发布锡价倡议书。

【核心逻辑】上一交易日，锡价高位宽幅震荡，夜盘承压运行，推测多自前期多头止盈带来的下行。宏观情绪偏暖整体偏暖。基本上，缅甸印尼预计 12 月出口大幅恢复，需观察 12 月海关具体进口数据，同时需求端短期内无明显增量。并且短期内供损和宏观利好均以计价，34 万以上需谨慎追高，预计短期内上方空间较小，目前虽然倡议书并无实质性措施影响，但资金或认为短期锡价难以推动，进而造成锡价承压。

【交易策略】宽幅震荡，区间操作

### 铅：小幅反弹

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17225 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17025 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，铅价偏强运行，受其本处于震荡下沿，且 LME 去库为铅价提供支撑。基本上，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 维持低位，供应边际减量。再生铅冶炼利润走弱，开工意愿下降，目前再生铅成品库存处历史低位且再生铅成本对铅价有一定支撑。需求端，铅蓄电池开工率维稳运行，但远期看需求端缺少新兴驱动。库存端，内外库存格局分化，LME 大幅累库且长期看累库趋势难以改善，国内库存在历史低位运行。展望未来，进口窗口打开，铅精矿原料预计会有补充，观察下方空间，短期预计 16700-17500 附近震荡，在 16500 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）提供。

## 黑色早评

### 螺纹&热卷：上方有压力，下方有支撑，低位震荡

【盘面回顾】昨日成材价格震荡

【核心逻辑】上周在国资委会议再次提及了反内卷的有关消息、国家发改委提出的关于推动煤炭清洁高效使用文件、以及多部门围绕提振消费、培育壮大新动能等密集发生的多重利好下，焦煤价格触底后大幅反弹，以及铁矿价格的强势，直接带动了成材价格的反弹，成材价格反弹到压力位附近后呈现震荡趋势。基本面方面，成材自身的矛盾基本面不大，整体维持减产和去库的趋势，但由于高炉和电炉的利润近期回升较多，成材减产的力度可能减弱，上周螺纹的产量微增，近期高炉的检修量较多，热卷减产速度加快，上周热卷产量环比-5.4%，但若未来高炉的检修量下降高炉和电炉利润维持高位，成材的供应压力可能增加；需求方面，成材维持淡季弱需求的状态。炉料端，短期炉料对成材有成本支撑，铁矿短期偏强势，虽然港口库存呈现累库状态，但结构上钢厂库存相较于往年偏低，有补库需求的支撑，但铁水维持减产限制铁矿上涨高度，上方亦有压力。焦煤产量环比回升，矿山库存和港口库存维持累库状态，蒙古通关量维持在高位，蒙古口岸库存也维持累库趋势，整体看焦煤的供应相对宽松，焦煤上涨的空间有限，下方又受到钢厂补库的支撑，下方空间有限。

【南华观点】钢材价格认为下方受到成本端的支撑，但上方又受到需求逐渐转弱和钢材出口预期可能收紧的压制，钢材价格维持震荡的趋势，螺纹主力合约 2605 的价格区间可能在 2900-3300 之间，热卷主力合约 2605 的价格区间可能在 3000-3400 之间。

### 铁矿石：波动缩小

【盘面信息】铁矿石价格冲高回落震荡

【信息整理】【经济日报：理性看待房地产开发投资下降】文章指出，1月至11月，全国房地产开发投资同比下降15.9%。这是各地落实控增量要求的正向反应，也是市场自发调整的结果。房地产开发投资下降，原因之一是各地严控房地产增量，主动调控取得积极成效。我国房地产市场供求关系已经发生重大变化，由需求旺盛转变为结构性供大于求，新建住房需求不可能回到过去高峰时的规模，简单依靠卖地增加财政收入的做法再也不可能了。还有一个原因是二手住房的替代作用日益明显。二手房交易已成为当前住宅交易的重要组成部分。当前，商品房销售面积超过新开工面积，表明去库存在有力推进。基于市场供求关系，应因城施策控增量、去库存、优供给。房地产过剩的城市，应停止通过征地新增房地产用地，重点结合城市更新、城中村改造盘活利用存量用地。应继续推动收购存量商品房用作保障性住房、安置房、宿舍、人才房等。优供给方面，应继续用好城中村改造专项借款政策，加快已开工项目建设进度，确保按时完工。

【南华观点】铁矿石发运维持高位，非主流矿成为增量主力，供给压力显著，压制价格上方空间。需求端，铁水产量预计即将见底，钢厂利润回升带动复产预期，叠加成材去库情况改善，对铁水形成支撑。港口库存持续累积，但钢厂库存处于低位，仍有补库刚性。估值方面，焦煤价格止跌，基差收窄，宏观预期推动估值修复。整体来看，铁矿石上下驱动并存，预计维持区间运行，估值修复后上方空间有限。

### 焦煤焦炭：年末计划检修的矿山数量增多

【盘面回顾】夜盘高开低走

【信息整理】

1. 北京市进一步优化调整住房限购政策：放宽非京籍家庭购房条件，购买五环内商品住房的社保或个税缴纳年限由“3年”调减为“2年”，五环外由“2年”调减为“1年”；多子女家庭五环内可多购买1套房；商贷利率不再区分首套房和二套房，二套房公积金贷款最低首付比例下调至25%。
2. 市场监管总局等部门印发《网售工业产品质量安全专项治理行动方案（2025-2027年）》。其中提出，建立重点产品价格信息库，及时排查价格明显低于合理区间的产品，对价格异常、投诉集中的重点产品提高巡查和抽检频次；对存在质量违法违规行为的高风险商家，依法及时采取下架商品、闭店、封号等处置措施。
3. 临汾乡宁三座煤矿将于近期陆续停产安排年底检修，合计产能1020万吨，主产低硫瘦煤，停产周期9-10天左右，期间影响原煤产量约30万吨。

【核心逻辑】本周钢联口径矿山减产累库，根据检修停产计划及季节性因素，预计下周焦煤产量将继续下降。下游焦企受提降预期影响补库积极性偏差，仅维持刚需采购，焦煤库存结构持续恶化。进口端，本周蒙煤最高日通关车数超1700车，澳煤价格指数稳中有涨，内外价差倒挂严重，海煤进口窗口收窄，后续焦煤到港可能有所回落。下游方面，焦炭三轮提降全面落地，部分焦企将面临小幅亏损。本周焦企开工率受环保限产影响小幅下降，但高炉铁水加速减产，用焦需求同步萎缩，焦炭基本面边际恶化，目前不排除钢厂继续四轮提降的可能。展望后市，随着终端冬储补库临近，焦煤库存结构有望改善，当前焦煤过剩幅度相比往年并不严重，此轮库存转移对于缓和上游矿山库存压力、支撑现货价格企稳有一定帮助，受偏高基差牵制，焦煤盘面下方空间可能较为有限。焦炭方面，三轮提降落地后干熄焦仓单成本约为1700-1720，与05合约基本平水，焦炭估值修复驱动可能阶段性减弱。若后续焦炭盘面继续反弹，终端可关注低基差下的卖出套保机会。

## 硅铁&硅锰：短期震荡偏强，下方亦有支撑，但上涨空间或有限

【盘面回顾】昨日铁合金震荡，硅铁主力收5656，-0.07%；硅锰主力收5832，-0.03%

【核心逻辑】上周铁合金底部反弹，主要原因还是在于上周加快推进全面绿色低碳转型，从明年开始有力有效管控高耗能高排放项目消息的影响，而铁合金作为高耗能产业首当其冲。其次，铁合金在利润亏损的情况一直维持减产的状态，以及下方受到成本端的支撑，部分地区上调了电价，均对多头有利。基本面方面预计后续铁合金产量在企业亏损的情况下减产的概率可能会更大。铁合金需求端，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。铁合金库存上周出现分化，硅铁企业库存开始去库，环比-16.28%；硅锰企业库存继续累库，环比+0.6%，但累库速度明显放缓。

【南华观点】铁合金的基本面供需双弱，预计后期铁合金上涨的空间有限，下游铁水产量维持减产的趋势，对铁合金的需求是在逐渐减弱的，近期钢材价格偏弱震荡，铁合金后续可能会跟随钢材价格变化。在铁合金企业亏损的情况下，反弹到一定的高度可能会刺激企业进行套保从而压制价格。但铁合金下方空间有限，下方受到成本支撑，需谨慎看空

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

## 能化早评

### 纸浆-胶版纸：Suzano 宣涨，低多策略仍存操作空间

【盘面回顾】：昨日纸浆期货（SP）与胶版纸（双胶纸）期货（OP）价格日盘整体偏低幅震荡。

【现货市场】：

纸浆市场主流价：山东银星报价 5580-5600 元/吨（0），山东乌针、布针报价 4900-5400 元/吨（0），华南银星报价 5600 元/吨（0）。

【港口库存】：纸浆：截止 12 月 19 日，港口库存 199.3 万吨（-4.3）。

【月差结构】：纸浆：暂时观望。

【南华观点】：针叶浆现货市场价格维稳不变。基差与前日持平，主力合约基差为-20 元/吨。总体来看，当下行情中性略偏多。据外媒，Suzano 宣布亚洲市场 1 月份提涨 20 美元，欧美市场提涨 120 美元，带来小幅利多影响。印尼洪灾对纸浆进口限制持续，从供应角度托底现价与期价走势。此外，从历史数据和当前库存数据来看，12 月基本以去库为主，库存逐渐从高位回落，对现价和期价的压制有所减少。但需注意的是，当前港口纸浆主要去库的品类为阔叶浆，针叶浆的进一步去库还需等待。根据卓创数据来看，进口针叶浆价格上涨 0.32%，带来一定底部支撑作用，但涨幅收窄，利多作用有限。

对于胶版纸期货而言，基差同样与前日变化不大，主力合约基差为 427.38 元/吨。近期造纸市场景气有所回升——接近年底，纸企开始逐渐停机减产，供应压力有所缓解；此外，双胶纸涨价函再度出现（2026 年 1 月 1 日起，亚太森博针对旗下双胶纸、静电复印原纸产品价格从现有基础上上调 200 元/吨；山东太阳纸业、银行瑞雪同时间起对其文化纸全系产品调涨 200 元/吨），远期估值略有上调，但还需关注后期的实际落地情况。

对于后市而言，策略上，纸浆与胶版纸均可先观望或尝试短线低多操作。

### 原油：美委局势紧张，地缘逻辑回归

【盘面动态】截至当天收盘，纽约商品交易所 2026 年 2 月交货的轻质原油期货价格下跌 3 美分，收于每桶 58.35 美元，跌幅为 0.05%；2 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 14 美分，收于每桶 62.24 美元，跌幅为 0.22%。

【市场动态】1. 市场消息：印度信实工业恢复从俄罗斯进口原油，以供应贾姆纳加尔炼油厂。2. 塞尔维亚石油公司获美方暂时许可延期。当地时间 12 月 24 日，塞尔维亚石油公司获得美国财政部负责制裁事务的机构（海外资产控制办公室）发放的新的特别许可，相关许可期限延长至 2026 年 3 月 24 日。新许可允许塞尔维亚石油公司在制裁框架下，继续就涉及俄罗斯股权的调整和出售问题开展谈判，为有关方面争取进一步协商解决的时间。不过，此次发放的许可并不意味着公司可以正常开展全部经营活动。在许可有效期内，公司仍未获得全面恢复日常生产和商业运营的授权。塞尔维亚总统武契奇表示，许可延期在一定程度上缓解了时间压力，但对彻底解决能源供应和企业经营问题的实际作用有限，塞方仍需尽快推动形成长期、稳定的解决方案。

【南华观点】美委内瑞拉紧张局势加剧的背景下，油价止跌反弹。特朗普已下令“全面彻底封锁”进出委内瑞拉的受制裁油轮，这加剧了要求总统尼古拉斯·马杜罗下台的压力。委内瑞拉在 11 月份出口了约 60 万桶/日的石油。鉴于最新的事态发展，这些交易量很可能会下降。标普数据显示，在美国升级驱逐马杜罗之后，前往委内瑞拉的油轮数量有所下降。地缘局势升级将给短期油价带来上行驱动，后续关注美委局势进展。

### LPG：现实预期交替影响盘面

【盘面动态】LPG2601 盘面收于 4221 (+36)、LPG2602 盘面收于 4082 (+51)；

【现货反馈】华东均价 4392 (+15)，山东均价 4320 (-50)，最便宜交割品价格 4360 (0)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 75.11% (+0%)；独立炼厂开工率 55.90% (0%)，不含大炼化利用率为 51.97% (0%)，国内液化气外卖量 51.76 万吨 (+0.4)，到港量 67.7 万吨 (-5.6)。需求端，PDH 本期开工率 75% (+2.13%)；MTBE 端本期开工率 72.56% (+1.68%)，外销量依然处于高位；烷基化端开工率 38.43% (+0.56%)。库存端，厂内库容率 23.66% (-0.03%)，港口库 261.07 万吨 (-22.37)。

【观点】原油整体偏低位震荡，基本面及宏观地缘交替影响盘面。外盘丙烷掉期同样偏震荡，现货相对偏强，但 FEI 的升贴水有下滑，CP 升贴水依然较高；从国内本期基本面来看，供应端本期依然偏紧，港口到港量依然不高，港库去化。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，本期在巨正源及滨华提负情况下开工回升至 75%，短期没有更多的检修反馈。整体来看，近端依然相对有支撑，预期承压，关注边际变化。

### PTA-PX：良好预期推高估值

【基本面情况】PX 供应端运行持稳，负荷维持 88.1% (-)，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，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；相对聚酯而言，PX12-1 月维持紧平衡，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弱，MX 大幅走强，PXN 走强至 305 (+22)，PX-MX 走扩至 149.5 (+6)。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，供应端平稳运行，TA 负荷小幅下调至 73.2% (-0.5%)；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，后续关注相关动态。库存方面，持货意愿平平，社会库存小幅去化至 220 万吨 (-2)。效益方面，PTA 大量停车后静态平衡表 12-1 月转为去库，TA 现金流加工费修复至 215 (+18)，但仍处低位；PTA 加工费在静态良好预期下存修复预期，但短期供需矛盾难以形成持久驱动，存量供应仍将压制加工费修复空间。

需求端，本周部分装置负荷波动，聚酯负荷下调至 91.1% (-0.1%)。织造订单目前大幅回落，订单表现进一步走弱，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，库存压力也超过历年同期。聚酯环节效益方面，由于近期原料 PTA 大幅涨价，下游难以完全跟涨，各产品现金流加工费大幅压缩。但效益压缩主要为节奏问题，近期下游买涨情绪带动下，长丝库存大幅去化，聚酯需求在效益与库存后续将再次动态平衡，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，12 月下旬起聚酯环节负荷预计将季节性下滑。瓶片方面近期加工费持续修复至 400 以上并维持，库存表现健康，关注后续新装置投产进度。

【观点】PTA 在四季度以来的减产程度超出前期市场预期，目前表现出的高度自律也让 PX-TA 的结构性矛盾大幅缓解。后续从供需结构上来看，2026 上半年 PTA 静态对下游需求维持紧张格局，但随着去库与加工费修复预期兑现，存量装置仍随时可能回归，因此 PTA 加工费预期中枢上移但空间较为有限，而最终去库情况同样需要视 PTA 的减产力度而定。但抛开中间 PX-TA-聚酯的动态平衡，而直接从 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小幅累库，而二季度则将大幅紧缺，上半年整体维持紧张格局。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，多配主要出于对格局看好的考虑。因此后续随着现实端需求负反馈逐步向上传导，在向上驱动出现前情绪可能将随需求端走弱逐步降温从而引发阶段性回调，回

调布多仍是更合适的方向。

## MEG-瓶片：负反馈带动减仓反弹

【库存】华东港口库至 84.4 万吨，环比上期增加 2.5 万吨。

【装置】正达凯 60w 重启运行；内蒙古兖矿一线 20w 提前停车检修。

### 【基本面情况】

基本面方面，供应端近期部分装置降负，煤制部分装置重启，负荷总体油平煤升，总负荷升至 71.97% (+2.04%)；其中，煤制方面正达凯 60w 重启，内蒙古兖矿一线 20w 提前检修更换催化剂，煤制负荷升至 75.46% (+3.29%)；后续正达凯 60w 计划重启，关注兑现情况。效益方面，原料端油价和煤价均走弱，乙烯价格持稳，EG 现货价格止跌企稳，乙烯制利润持稳，煤制边际利润修复至 -588 (+157)；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 价格止跌企稳，与乙烯链相关产品比价小幅好转，EO 相对 EG 经济性走弱仍处高位，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 经济性仍优势明显，相关装置若切换运行具备经济性，但实际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，周内港口发货平平，下周一港口显性库存预计累库 2 万吨左右。

需求端，本周部分装置负荷波动，聚酯负荷下调至 91.1% (-0.1%)。织造订单目前大幅回落，订单表现进一步走弱，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，库存压力也超过历年同期。聚酯环节效益方面，由于近期原料 PTA 大幅涨价，下游难以完全跟涨，各产品现金流加工费大幅压缩。但效益压缩主要为节奏问题，近期下游买涨情绪带动下，长丝库存大幅去化，聚酯需求在效益与库存后续将再次动态平衡，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，12 月下旬起聚酯环节负荷预计将季节性下滑。瓶片方面近期加工费持续修复至 400 以上并维持，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进一步下滑，需求负反馈将逐步向聚酯环节传导，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 月底起逐步兑现。需求端难抱预期的同时，供应端前期初步释放支撑信号，部分乙烯制装置集中降负叠加煤制停车装置重启延迟，随着负反馈信号出现静态供需平衡有所好转，预计估值继续向下大幅压缩的难度提高。但除了自身供需之外，成本端油煤目前仍然维持双弱趋势，若后续利润随着成本端下行而继续修复，检修预期兑现程度可能将不及预期。因此存量供应仍将长期压制估值的反弹空间，不低的显性库存也为可能出现的流动性矛盾提供了缓冲空间，供应端或需求端的小幅超预期若无法扭转长期格局则走势均只能定性为阶段性反弹，对“反转”的期待更可能依赖宏观叙事的驱动，在此之前过剩预期压制估值以清退边际产能的交易主线逻辑仍将延续。

## 甲醇：多空交织

【盘面动态】：周三甲醇 05 收于 2168

【现货反馈】：周三远期部分单边出货利买盘为主，基差 01+23

【库存】：上周甲醇港口库存窄幅去库，周期内显性外轮卸货计入 21.09 万吨，江内有 10.66 万吨在靠船货尚未计入库存。周内华东主流社会库提货延续良好，浙江有炔工厂停车检修继续影响消费。华南港口库存窄幅累库。广东地区周内进口及内贸船只继续补充，主流库区提货量尚可，库存小幅累库。福建地区卸货速度依旧缓慢，下游刚需消耗，在进口

及内贸补充下库存略有累库。

【南华观点】：上周宏观情绪转暖，远月合约普遍反弹，同时甲醇近月合约并没有走弱，分析下来甲醇基本面呈现多空交织、预期端近弱远强的格局。上周伊朗装置继续停车，目前仅剩 FPZ、KPC 仍开车，日产 0.4w 附近，截至目前伊朗装船 58w 吨，月中发运减缓，月度进口预期从 60 提升至 70 附近，但从卸港来看，受天气/人为影响仍不太顺利，在此背景下，港口基差高企，港口倒流内地窗口收窄，倒流量减少。此外内地方面，西北库存上周累库，久泰提升至满负荷，西北憋库主动降价让利运费，内地出现转弱，虽然内蒙宝丰外采，但量一般（整体外采利润偏低），下游鲁南维持强势（贸易商持货意愿强烈）。海外方面，伊朗加点+2 成交，伊朗进口在 1 月可能大幅下降，利多远月。总的来看，甲醇目前多空交织，预期呈现远弱远强格局，1-5 反套继续持有。

## PP：1 月仍存减产预期

【盘面动态】聚丙烯 2605 盘面收于 6270 (+120)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6000 元/吨，华东现货价格为 6150 元/吨，华南现货价格为 6250 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 79.4% (+1.08%)。本周由于部分检修装置回归，开工率有所回升，但同时可以看到金能、裕龙等装置因 PP 当前较极端的生产利润情况出现停车。由于当前 PP 利润依然偏低，1 月装置停车预期较强，预计供应或将出现阶段性减量。需求端，本期下游平均开工率为 53.8% (-0.19%)。其中，BOPP 开工率为 63.24% (+0.31%)，CPP 开工率为 58.72% (-1.28%)，无纺布开工率为 42.95% (-0.13%)，塑编开工率为 44% (-0.06%)，改性 PP 开工率为 69.25% (+0%)。本周 PP 下游综合开工率有所下滑，其中 CPP 订单和开工率下滑较为明显，而 BOPP 订单情况相对较好，开工率也出现了连续两周的上调。库存方面，PP 总库存环比下降 1.11%。上游库存中，两油库存环比下降 1.73%，煤化工库存上升 7.5%，地方炼厂库存下降 7.17%。中游库存中，贸易商库存环比下降 4.34%，港口库存下降 1.03%。

【观点】本周现货成交放量，上游压力减缓，价格有所回升。叠加昨日化工总体气氛偏暖，带动聚烯烃底部回升。从 PP 基本面来看，供应端，由于当前 PP 生产利润维持在较极端的低位，1 月仍存较强的装置停车预期，预计供应压力将得到阶段性缓解。需求端，目前各下游情况仍有分化，但整体仍具韧性。因此从预期来看，PP 基本面情况预计有所转好，短期可考虑逢低做多。

## PE：现货成交转好

【盘面动态】塑料 2605 盘面收于 6408 (+112)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6250 元/吨，华东现货价格为 6300 元/吨，华南现货价格为 6300 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 83.86% (-0.25%)。本周装置检修有所增多，扬子石化、中韩石化等装置进入计划检修，齐鲁石化、裕龙石化等装置意外停车。在当前 PE 价格压至极低水平的情况下，可以看到装置检修量有所回升。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 44.3% (-0.55%)。其中，农膜开工率为 45.18% (-1.22%)，包装膜开工率为 48.96% (-0.63%)，管材开工率为 31% (0%)，注塑开工率为 49.05% (-0.3%)，中空开工率为 37.35% (-0.44%)，拉丝开工率为 31.42% (-0.8%)。本周 PE 综合开工率延续下滑趋势，目前已进入 PE 下游淡季，需求下滑较为明显，刚需支持有所减弱。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 3.17%，上游石化库存环比上市 5%，煤化工库存下降 1%；中游社会库存下上升 3%。

【观点】本周现货成交放量，上游压力减缓，价格有所回升。叠加昨日化工总体气氛偏暖，

带动聚烯烃底部回升。从 PE 基本面情况来看，虽然当前 PE 下游正向淡季转换，需求下滑，但是同时，供应端压力或将得到缓解：一是在价格快速下跌之中，装置检修量有所增加，二是目前 HD-LL 价差已到达高位，部分全密度装置传出转产消息，标品 LLDPE 供应预计减量，这或将对盘面形成一定的底部支撑。

## 纯苯-苯乙烯：震荡运行

【盘面回顾】BZ2603 收于 5461 (+36)，EB2602 收于 6598 (+89)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5305 (+10)，主力基差-156 (-26)。下午华东苯乙烯现货 6650 (+90)，主力基差 52 (+1)

【库存情况】截至 12 月 22 日，江苏纯苯港口样本商业库存量 27.3 万吨，较上期累库 1.3 万吨。截至 2025 年 12 月 22 日，江苏苯乙烯港口库存量 13.93 万吨，较上周期增 0.46 万吨；截至 12 月 18 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 17.10 万吨，较上一周期减少 0.76 万吨，环比下降 4.23%。

【南华观点】

纯苯方面，供应继续小幅增加。需求端，纯苯五大主力下游开工涨跌互现，五大下游折原料纯苯总体需求量下降，减量主要体现在下游苯胺，重庆巴斯夫，南京化工等多家装置集中停。苯乙烯多套装置检修中，计划年后回归；己内酰胺联合减产兑现中，下游无法给到很强的需求支撑。库存方面，华东主港的纯苯库存已经累至历史高位，面临胀库险。明年炼厂检修计划陆续公布，根据当前已有检修计划计算，明年上半年检修季纯苯的月检修损失相较于前两年明显减少，春节后纯苯去库压力较大。外盘美湾纯苯价格继续偏强，日韩窗口持续打开，但在当下亚洲纯苯比较过剩的情况下，零星的出口成交仍难改变过剩格局，纯苯维持内弱外强。

苯乙烯方面，连云港石化，国恩苯乙烯装置重启，近端流动性问题有所缓解加上本周下游 ABS 利润持续亏损下出现负反馈，本周几家大厂裕龙，漳州奇美，浙石化，英力士均有降负检修计划传出，苯乙烯由强现实向弱预期转变，盘面偏弱运行，近端基差走弱。后续关注“反内卷”进一步动向，以及纯苯，苯乙烯出口成交消息。苯乙烯出口商谈消息时有传出，昨日午后市场传闻有苯乙烯装置计划外停车，盘面偏强震荡。

## 沥青：华南调降冲击北方市场

【现货回顾】国内沥青市场均价为 3107 元/吨，较上一日下跌 20 元/吨，跌幅 0.64%。近期成本面坚挺，加之沥青期货盘面走势尚可，对市场心态有一定支撑，山东及华北地区炼厂及贸易商报价坚挺，支撑价格稳定；华南主力价格相对低位，炼厂出货量增加，个别主力炼厂出现限量及排队发货现象；华东主力汽运及船运下调后，带动中下游用户接货。

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率-3.3%至 29.3%，中国沥青总的开工率-0.2%至 27.6%。需求端，中国沥青出货量-0.9 万吨至 24.9 万吨，山东出货-0.23 万吨至 8.78 万吨；库存端，山东社会库存-0.2 万吨至 6.1 万吨和山东炼厂库存-0.4 万吨至 13.9 万吨，中国社会库存+1.9 万吨至 26.1 万吨，中国企业库存+0.5 万吨至 40.5 万吨。

【南华观点】本周冬储政策陆续出台，山东地区某炼厂释放 2900 元/吨的 3 月底冬储合同，从下游拿货情况看，拿货热情比想象中强。周内盘面也给出升水，和正套进场机会。但华南主营炼厂提产调降，冲击华南市场价格，若算上物流成本运至东北地区也具备价格优势。但近期随着美国持续对委内瑞拉施压，并存在爆发军事冲突的可能，使得沥青原料端存在供应扰动。因此周内沥青波动也随之放大。前期看法仍然没有大的变化，“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”。目前，委内瑞拉有 90 万桶/日的重油出口，而

作为主要消费低的山东地炼，目前还是卸货清关缓慢的老问题，若美国升级对委内军事冲突，更多的也是对远期原料有影响，短期更多是地缘带来的情绪溢价。其他观点并无大的变化，如下所述：本周炼厂开工因山东炼厂复产，华南主营提产，带动沥青总体供应增加。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。短期南方地区旺季翘尾更并没有超预期表现。厂库微累，社库变化不大。成本端原油，近期原油偏弱震荡。现货基差持续持稳，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。短期需要关注后续炼厂冬储情况，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偏强看待。

## 橡胶：商品氛围助力橡胶系估值抬升

### 【相关资讯】

- 1、截至 2025 年 12 月 21 日，中国天然橡胶社会库存 118.2 万吨，环比增加 3 万吨，增幅 2.5%。中国深色胶社会总库存为 77.4 万吨，增 3.4%。其中青岛现货库存增 3%；云南增 4.2%；越南 10#增 20%；NR 库存小计降 1%。中国浅色胶社会总库存为 40.8 万吨，环比增 1%。其中老全乳胶环比降 1%，3L 环比增 3%，RU 库存小计增 5%。
- 2、据隆众资讯数据，中国高顺顺丁橡胶产能利用率在 76.76%，较上一工作日持平。生产利润方面，中石化华东丁二烯价格稳定在 7800 元/吨，中石化化销顺丁橡胶出厂价稳定在 10900 元/吨，顺丁橡胶理论生产利润维持在 366 元/吨。
- 3、据卓创咨询数据，截止 12 月 24 日，中国丁二烯港口周度库存为 43.3 千吨，较前一周增加 7.3 千吨，增幅 20.8%。
- 4、美国至 12 月 13 日当周续请失业金人数 192.3 万人，预期 190 万人，前值由 189.7 万人修正为 188.5 万人。

### 【核心观点】

近期宏观情绪偏暖带动商品整体表现较强，尤其是有色金属板块连续冲高，对于工业品有一定估值提振作用，三个橡胶品种中 RU 金融属性更强，在国内产区临近全面停割且仓单较少情况下，或受估值“补涨”逻辑驱动更显著。

海南产区中东部地区停割，西线产区逐渐减产，胶水干含低，部分民营加工厂已经停工，预计海南产区月底全面停割，国营原料胶水收购价参考 14500 元/吨，民营加工厂胶水收购价参考 14800-15100 元/吨。现货价格持稳但成交平淡，橡胶期货估值提升使基差有所回落，目前上海全乳胶-RU 基差为-550 元/吨，较前高回落 200 元。但橡胶整体基本面承压，天然橡胶干库连续两个月累库，其中老全乳缓慢去库，深浅库存比持续走高。汽车配套需求较强，但一定程度受“以旧换新”补贴和新能源补贴退坡带来的零售促销与需求前置影响，后续增长或承压；轮胎产销和出口环比下降，下游库存压力仍高，交投情绪较弱。重卡与工程机械受新旧置换和对外出口提振，但长期固定资产投资和房地产投资或维持下滑趋势，内需增长承压且出口不确定性仍存，长期需求预期偏弱。胶价整体承压随情绪维持波动，后市预计维持宽幅震荡格局。

主流供应商对顺丁橡胶出厂供价计划上调，参考幅度 200 元/吨。华北地区大庆 BR9000 参考 10950-11000 元/吨，华东地区大庆 BR9000 参考 11000-11200 元/吨，华南地区大庆 BR9000 参考 11100-11300 元/吨。顺丁橡胶多空分歧加大，目前价格接近此前旺季的价格区间。原油企稳回升减弱上游成本压力。原料丁二烯供给与库存格局仍宽松，近期开工小幅下降，供给压力仍较大，下游刚需采购，受情绪提振丁二烯近期挺价带来顺丁橡胶成本端支撑。目前丁二烯抽提利润走高，顺丁橡胶受盘面提振同步扩大利润，但需求仍承压促使买盘观望加强。下游需求尚无明显利好驱动，部分轮胎厂检修结束带动开工小幅回升，

全钢胎与半钢胎厂商库存与经销商库存累库，叠加终端汽车库存指数走高，整体供需压力加大。

多空分歧大，RU 和 NR 轻仓观望，短期谨忌追涨。深浅胶价差正套持有。RU1-5 月差重心或维持平水波动。合成橡胶基本面偏弱，分歧加大，后续上涨承压，故 BR 谨慎为主，关注天然橡胶与合成橡胶的价差。

## 尿素：短期震荡

【盘面动态】：周四尿素 05 收盘 1728

【现货反馈】：周四国内尿素行情稳中上扬，涨幅 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1570-1710 元/吨。尿素期货持续上涨，场内情绪尚可持续。虽中下游恐高，但上游整体压力不大，且近日待发强势支撑。短线国内尿素行情继续稳中有涨，进一步关注情绪变化及新单预收情况。

【库存】：2025 年 12 月 10 日，中国尿素生产企业库存量 123.42 万吨，较上周减少 5.63 万吨，环比减少 4.36%。中国尿素港口样本库存量 12.3 万吨，环比增加 1.8 万吨，环比涨幅 17.149%。

【南华观点】：磷肥政策的改变，带来化肥板块投机性压制，尿素现货成交转弱。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压制，业内情绪有减弱，短线国内尿素行情走低。由于目前东北地区已经连续补库，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，短期预计震荡走势。

## 玻纯&烧碱：等待驱动

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约昨日收于 1184，0.77%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 150.04 万吨，环比上周四+0.11 万吨；其中，轻碱库存 72.92 万吨，环比上周四+0.16 万吨，重碱库存 77.12 万吨，环比上周四-0.05 万吨。

【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，等待供应出现预期外变量。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。11 月纯碱出口接近 19 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 2605 合约昨日收于 1048，1.95%

【基本面信息】

隆众数据：截止到 20251218，全国浮法玻璃样本企业总库存 5855.8 万重箱，环比+33.1 万重箱，环比+0.57%同比+25.73%。折库存天数 26.5 天，较上期+0.2 天。

【南华观点】

12 月-春节前仍有部分玻璃产线冷修等待兑现，或影响远月定价和市场预期。此外，政策对供应的扰动尚不能排除，关注明年供应预期的变化。现实层面，无论供应预期如何变化，

目前玻璃中游的高库存需要被消化，终端进入淡季，现货压力尚存。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2603 合约昨日收于 2250，1.4%

【基本面信息】

华北地区液碱市场价格稳中下滑，山东鲁西南地区虽有企业降负荷运行，但下游接货情绪表现不佳，厂家出货不畅，价格多低位整理，有企业出货存压价格有所下调，其他地区液碱市场价格暂稳整理，短期内液碱市场无好转预期，下游接货积极性一般。河北地区液碱市场成交氛围暂稳，企业稳价出货。山西地区液碱下游氧化铝接货情况一般，企业积极出货为主。天津地区液碱市场亦维持稳定，短期内暂无好转情绪。

【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。近端现货低价，但补库刺激有限。氧化铝同样整体价格承压，非铝需求同样有走弱预期。预计烧碱价格偏弱震荡。

## 原木：震荡行情，可考虑双卖

【盘面】lg2603 收盘于 776 (+6)，持仓 1.1 万手。01-03 价差为-9.5。

【现货】根据原木通数数据显示，岚山地区 3.9 米中 A 主流价 730-740 (-5)，5.9 米中 A 主流价 750-760 (-5)。

【估值】仓单成本约 790 元/立方米（长三角），787 (-6) 元/立方米（山东）。

【库存】截止 12.12 日，全国库存量 272 万方 (-16)。

【核心矛盾】

虽然后续有继续去库的预期，但现货市场疲弱。木方价格本周继续下调 10 元。原木处于低估值区间，下方空间有限，但上行也没驱动，可考虑区间操作。

截止 12 月 12 日，全国库存 272 万方，环比大幅去库 16 万方。日均出库量 6.46 万方，环比下降 0.2 万方。上周原木现货价格保持平稳。估值未变，山东地区仓单成本约为 792 元/方，长三角地区约为 790 元/方。

盘面上，主力完成移仓换月至 03 合约。01 合约周度涨幅 3%，03 合约周度涨幅 1.8%。01-03 月差收窄。

上周的价格反弹，可以归因于 2 个点，一是估值偏低的情况之下的估值修复，交货并没有利润可言。二是对于本周快速去库，以及后续继续去库的预期。目前，海外的发运受到 2 个因素影响，一个是新西兰的圣诞节临近，发运大幅减少。一个是之前对于进口商对日本柳杉的进口担忧，使得后续进口量出现下滑。在需求相对稳定的情况之下，未来有进一步去库的预期。今年春节较晚，在 2 月 16 日，放假 9 天。按照一般的行业习惯，节前以及节后的一至两周，现货的出货都比较清淡。春节过后将进入金三银四的传统旺季，虽然明年的旺季预期并不高，但还是有一定的备货需求。所以相比之下，原木的基本面存在一定的边际改善。策略上可以考虑卖出 lg2603-P-750 的头寸，同时卖出 lg2603-C-800

## 丙烯：现货承压下跌，盘面减仓反弹

【盘面动态】PL2603 盘面收于 5758 (+126)；PP-PL 主力价差 520 (-6)

【现货反馈】山东均价 5705 (-105)，华东均价 5925 (0)

【基本面数据】供应端，丙烯产量 122.71 万吨 (+0.03)，开工率 74.11% (-0.1%)。主营炼厂开工率 75.11% (+0%)；独立炼厂开工率 55.90% (0%)，不含大炼化利用率为 51.97% (0%)；蒸汽裂解开工率 83.18%(-0.28%)；PDH 开工率 75% (+2.13%)，巨正源及滨华提负；

MTO 开工率 89.51% (-0.43%)。需求端本周整体变动不大，PP 端，PP 粒料开工率 79.40% (+1.06%)，粉料开工 36.94% (-2.62%)；其他下游，正丁醇端卫星、巴斯夫等复产开工回升至 77.78%。

【观点】原油整体偏弱震荡，丙烷相对坚挺，但近期 FEI 稍有走弱，PDH 端维持亏损状态，短期依然没有更多的检修出来，开工预期维持在 70% -75%。基本面上看，国内丙烯端整体依然维持宽松局面不变，本周供需端变动不大。PP 端依然维持高开工，尽管 pp 跟 pl 价差低位，但仍没有更多的检修被挤出，供需压力不减，价格依然承压，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。在 pp/pl 端更多的检修出来前，预期维持低位震荡格局。另外山东市场随着滨华的复产及金能、裕龙停 pp 放丙烯，现货价格下跌。近期盘面多次受到“反内卷”影响，短期预期影响为主，关注政策进一步实施情况。

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) 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 11480 日环比+0.57%

【现货报价】全国生猪均价 11.57 (+0.07) 元/公斤，其中河南 11.78 (+0.09) 元/公斤、四川 11.74 (+0.13) 元/公斤、湖南 11.36 (+0.1)、辽宁 11.32 (+0.04) 元/公斤、广东 12.11 (-0.00) 元/公斤。

【现货情况】

北方多个区域企业牌价呈现偏弱补跌走势，价格弱势主要来源于冬至备货过后，屠企宰量下滑拖累市场出栏压力增强，从而带动近两日价格走低。不过从今日部分企业竞价表现来看，连续跌价+缩量压榨屠企压价情绪，支撑成交价格走强。

南方整体行情走弱，仅部分区域对抗性趋稳。两广区域受情绪支撑，价格维持稳定观望；其他多区域反馈猪源充足，且市场需求有所减弱，拖累价格走弱，不过连续下跌叠加北方行情走强，预计南方下跌预期收敛

【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：外盘止跌

【盘面回顾】外盘换月后止跌，内盘增仓下跌，回归现实交易逻辑。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西升贴水在外盘弱后坚挺，总体支撑国内买船成本，近月榨利低于远月，而美豆目前只能通过储备买船进口，商业买船继续以采购巴西船期为主，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。而菜籽进口继续维持低位。

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，油厂催提加速；需求端来看，下游饲料厂物理库存小幅回升，关注后续未执行合同情况。

菜粕端来看，目前菜粕仍保持供需双弱状态，供应端来看，菜粕盘面由于 12 月澳大利亚菜籽到港，且后续存在持续开放进口可能性，使得供应存在恢复预期而持续表现弱势；需求端处于水产消费淡季，整体增量有限。当前菜籽库存与压榨已经榨尽，菜粕库存同样继续下行，但后续库存由于澳籽供应增量而存在回升预期，故远月继续偏弱。

【后市展望】外盘美豆目前供应端等待 1 月 USDA 报告定产，主逻辑切至需求端。盘面继续演绎中方采购进度偏慢，且完成日期存在后移可能性，短期内走势将继续震荡；内盘豆粕关注后续抛储供应增量决定一季度国内供应情况。目前根据市场预估来看，一季度整体供应量级可能类似去年，但由于供应节奏问题将支撑近月盘面走势。

【策略观点】交易逻辑切换后进月多单离场。

## 油脂：恢复宽幅震荡运行

【盘面回顾】外盘止跌企稳后国内油脂恢复宽幅震荡，其中棕榈油和菜籽油延续反弹，但上方空间有限。

【供需分析】棕榈油：据 MPOA，12 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量预估下降 7.44%。印尼 B50 预计在 26 年后半年有望推行，基本符合市场预期，支撑棕榈油长期需求，马来高频数据显示 12 月产量下降，同时出口好转。产地库存压力或逐渐去化。EPA 预计将在 2026 年一季度发布 RFS 最终规则，设定 2026 年和 2027 年可再生燃料标准中的可再生资源掺混义务，市场不确定性仍存。

豆油：巴西大豆上调产量预估，全球大豆供应宽松。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。进口大豆抛储使豆油承压，加上美豆需求一般的同时巴西大豆丰产竞争，豆油压力较明显。

菜油：中加或有和谈机会，有望缓解供应缺口，叠加澳菜籽到港压榨，可能会缓解目前国内短期菜油供应趋紧的趋势，需关注澳籽到港与压榨节奏。加菜籽新作产量同比大幅增长，伴随美国生物燃料政策的不确定性，国际菜籽价格预计依旧弱势。

【南华观点】短期油脂宽幅震荡运行，棕榈油板块内维持偏强，关注产地产量情况及生物柴油市场信息。

## 棉花：关注下游采购

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，美元疲软支撑。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】据 CONAB 统计，截至 12 月 20 日巴西 25/26 年度棉花播种进度 16.9%，环比增加 6.8 个百分点，同比慢 3 个百分点，较近三年均值慢 3.7 个百分点。

【郑棉信息】截至 2025 年 12 月 22 日，全国新年度棉花公证检验量累计 588.25 万吨，近日平均日度公检量降至 5.5 万吨左右，据 BCO 调查，截至 12 月 15 日，国内棉花商业库存为 534.9 万吨，较 11 月底增加 66.54 万吨，同比减少 1.63 万吨，现货报价坚挺。当前纱布厂开机率稳中有降，纱厂纺纱利润在棉价的反弹下重新受到挤压，在前期预售及逢低采购下，纱厂原料库存已得到补充，据 BCO 调查，截至 12 月 15 日，国内棉花工业库存为 98.39 万吨，较 11 月底增加 4.43 万吨，同比增加 6.08 万吨，当前下游整体库存压力不大，但纱厂进一步补库动力或有减弱。

【南华观点】近日新疆当地组织召开会议制定棉花种植面积调减方案，市场对国内新年度疆棉面积缩减的预期进一步加强，但目前时间尚早，新季目标价格补贴政策调整尚存不确定性，短期棉价上方套保压力逐步消化，中长期来看，在供给预期不变的情况下，新年

度国内棉花供需或偏紧，棉价存在上涨空间，关注节前下游订单情况。

## 白糖:基差修复

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收盘上涨，但假期前市场交投清淡。昨日夜盘，郑糖继续反弹，01 合约目前已经升水广西现货。

【现货报价】南宁中间商站台 5380 元/吨。昆明中间商报价 5210-5270 元/吨。

【市场信息】1.印度或将通过生产乙醇或更多食糖出口来缓解过剩。

2.巴西 12 月前三周出口食糖 243.48 万吨，日均出口 14.23 万吨，同比增加 5%。

3.印度马邦部分地区甘蔗开花，农民可能面临 5%的单产损失。

5.我国 11 月进口糖 44 万吨，同比减少 9 万吨。

4.11 月下半月，巴西中南部产糖 72.4 万吨，同比下降 32.94%。

5.泰国糖价暴跌，泰国部分甘蔗产区正遭受病害侵袭，农户种植正转种木薯。

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.safras 表示，巴西 26/27 年度糖产量料达到 3800 万吨，较上榨季减少 5%。

【南华观点】短期糖价已经完成基差修复，圣诞节原糖停盘间隙，短期国内价格恐陷入震荡。

## 鸡蛋：淘鸡进行时

【期货动态】主力合约 JD2602 收于 2947，日环比+2.47%

【现货情况】

终端需求持续疲软，整体成交偏清淡，市场谨慎情绪主导，按需补货为主，产区蛋价稳定为主，河北粉蛋承压下行。销区北京市场到车正常，走货一般，价格走稳。上海市场需求一般，价格暂稳。广东市场交投不快，到货增加，价格稳中偏弱。

【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:近强远弱

【期货动态】昨日苹果期货横盘震荡，01 合约持续保持强势。

【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 17 日，全国主产区苹果冷库库存量为 752.98 万吨，环比较少 5.57 万吨。山东产区库容比为 53.41%，环比减少 0.32%。陕西产区库容比为 57.42%，环比减少 0.44%。甘肃产区库容比为 60.76%，环比减少 0.81%。卓创数据显示，截至 2025 年 12 月 18 日，全国主产区苹果冷库库存量为 712.7 万吨，环比上周减

少 7.09 万吨。

【南华观点】近期消费趋缓对盘面造成阶段性压力，等待回撤接多机会。

## 红枣：关注节前备货

【产区动态】目前红枣收购处于扫尾阶段，整体来看，新年度枣果整体偏小，但基本没有烂枣裂果，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 5.20-5.80 元/公斤，喀什团场收购价格参考 6.20-6.40 元/公斤，麦盖提地区价格参考 6.00-6.30 元/公斤。据钢联调查显示，预计新季灰枣产量在 57.38 万吨左右，较正常年份小幅减产。

【销区动态】昨日广东如意坊市场到货 5 车，客商按需采购，早市成交 2 车左右；河北崔尔庄市场到货 5 车，参考新季特级 9.00-10.00 元/公斤，一级 8.00-8.80 元/公斤，价格暂稳。

【库存动态】12 月 24 日郑商所红枣期货仓单录得 1092 张，较上一交易日持平，有效预报录得 675 张。据钢联统计，截至 12 月 18 日，36 家样本点物理库存在 16108 吨，周环比增加 318 吨，同比增加 34.68%。

【南华观点】当前红枣采收已基本完成，预计短期红枣价格处于低位震荡，关注下游节前采购情况，中长期来看，国内新年度红枣整体供需偏松，价格仍将承压运行。

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。