

金融期货早评

宏观：关注国内消费领域政策推进情况

【市场资讯】1) 中国商务部回应是否会放松对美稀土磁体出口的限制：积极促进、便利合规贸易；回应 TikTok 将在美成立合资公司：希望企业达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案；坚决反对美对华半导体产品加征 301 关税，已提出严正交涉。2) 中国商务部：全力做好岁末年初消费促进和市场保供工作，深入实施消费专项行动。3) 日本财政继续踩油门，政府新财年拟推出 122 万亿日元史上最大预算，较本财年增 6.3%。4) 泽连斯基：与特朗兰特使及女婿通话，效果“非常好”，讨论加快实现“真正和平”的时间安排。

【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，整体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：离岸人民币“破 7”大关

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.0066，较上一交易日上涨 95 个基点，夜盘收报 7.0058。人民币对美元中间价报 7.0392，较上一交易日上涨 79 个基点。

【重要资讯】1) 日本政府上调 2025 财年经济预期，预计经济增长率将达到 1.1%，高于 8 月份预测的 0.7%。同时，日本政府预计 2026 财年经济增速有望进一步加快至 1.3%。2) 日本央行行长植田和男表示，正稳步接近实现 2% 通胀目标。日本目前的实际利率处于非常低的水平，如果经济前景符合预期，就将继续提高利率。

【核心观点及逻辑】在人民币“破 7”预期升温背景下，市场上出现的“未来人民币长期升值至 6.0”的观点引发广泛讨论，其核心逻辑仍围绕经济基本面、贸易结构优化等展开，认为适度升值可提升人民币购买力、助力人均 GDP 美元计价翻番，背后是“强货币、高质量”发展路径的转向。但我们认为，该观点依据的“巴拉萨-萨缪尔森效应”在中国存在显著适用性局限，核心原因在于中国经济结构的特殊性。在人民币真实价值评估上，仅关注人民币对美元双边汇率远远不够，必须立足一篮子货币综合视角，当前人民币对美元升值但 CFETS 等指数仍低于年初的分化表现，恰恰印证了美元疲软是短期外部主因，而非人民币内在强度的全面体现。同时我们发现，受国内物价相对全球主要经济体持续偏低影响，人民币实际有效汇率自 2020 年疫情后大幅回落，与名义有效汇率形成明显价差，这意味着人民币真实购买力被显著低估，为长期升值提供了坚实的估值基础。从驱动因素来看，我们将中美利差收窄视为人民币升值的核心触发器，结合央行 2025 年四季度货币政策例会信号，我们解读为监管层对物价回升态势满意，未来激进宽松政策概率较低，保守的政策立场将有效稳定汇率预期。此外，我们认为资本市场吸引力已成为汇率走势的关键变量，“924 政策”落地后 A 股平稳上涨，相较于估值高企的美股展现出更优收益率潜力，海外资金稳步流入不仅提振股市，更在外汇市场形成人民币增量需求，这一趋势将持续为升值赋能。不过，尽管我们对 2026 年人民币“破 7 入 6”抱有较高期待，但必须清醒认识到三大潜在风险的制约：一是地缘政治黑天鹅事件可能冲击全球金融市场，打乱汇率正常走势；二是国内经济修复进程存在不及预期的可能性，进而影响升值根基；三是央行可能平抑汇率波动、抑制单边投机。

【风险提示】海外政策、全球经济环境、中美关系

股指：上攻突破略有难度

【市场回顾】

上个交易日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.18%，两市成交额小幅放量。期指方面，IH 放量上涨，其余品种均缩量上涨。

【重要讯息】

1. 中国商务部回应是否会放松对美稀土磁体出口的限制：积极促进、便利合规贸易；回应 TikTok 将在美成立合资公司：希望企业达成符合中国法律法规、利益平衡的解决方案；坚决反对美对华半导体产品加征 301 关税，已提出严正交涉。
2. 中国商务部：全力做好岁末年初消费促进和市场保供工作，深入实施消费专项行动。

【行情解读】

近期在国内政策利好信号增强以及人民币持续升值的影响下，股指偏强运行。期指基差除 IH 小幅贴水加深外其余均贴水收敛，IM 成交量加权平均基差摆脱 10% 以下的历史低位，两市成交额也温和放量至 1.9 万亿元以上，市场情绪逐渐好转，偏强行情大概率将延续，不过临近年末资金面有边际趋紧倾向，指数上方压力仍存，持续上攻有难度，若无法一举突破压力位，或将回归震荡蓄势，关注指数突破情况。

【南华观点】短期预计震荡偏强

国债：中期不悲观

【市场回顾】周四国债全线收跌，T、TF、TS 整体窄幅波动，TL 午后跌幅加深。公开市场逆回购 1771 亿，续作 MLF 4000 亿，合计净投放 1888 亿。资金面延续宽松态势，DR001 在 1.26% 附近。现券收益率短端下行，中长端上行。机构行为方面，保险买入，证券卖出，银行尾盘转为买入，基金日内以买入为主。

【重要资讯】1. 离岸人民币一年多来首度盘中涨破 7.0 大关。2. 中国商务部回应是否会放松对美稀土磁体出口的限制：积极促进、便利合规贸易；并表示坚决反对美对华半导体产品加征 301 关税，已提出严正交涉。

【核心观点】12 月的货币政策例会表示“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”，未有新的政策信号，其中“促进社会综合融资成本低位运行”的表述意味着央行对于目前实体经济的融资成本较为满意，并不急于向下引导。今日期债中长期品种成交继续缩量，结合近几日机构行为来看，交易型资金尚未形成合力，上涨动力不足。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。

集运欧线：市场窄幅整理，等待节前驱动明朗

现货提价博弈与地缘局势扰动并存，期市在“弱现实”与“强预期”间反复权衡，呈现震荡整理格局。

【行情回顾】

周三（12 月 25 日），集运指数（欧线）期货市场涨跌互现，整体波动收窄。主力合约 EC2602 报收于 1799.7 点；次主力合约 EC2604 报收于 1164.5 点。当月合约 EC2512 收于 1608 点。市场继续评估 1 月初涨价的实际成色与地缘政治消息，交投趋于谨慎。

【信息整理】

市场多空信息交织，焦点从单纯的提价落地转向对春节前完整旺季曲线的博弈：

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) 地缘风险未完全消退：哈马斯称以色列持续打击加沙阻碍和平进程，冲突完全解决的前景仍不明朗，红海航线复航预期存在反复可能。

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) “弱现实”格局未变：当前现货市场货量支撑有限，船公司间的价格策略分化削弱了集体挺价的合力。

【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：外盘圣诞休市，广期所继续限仓降温

【行情回顾】12.24 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；昨晚广期所发文，12.29 起铂钯各合约最小开仓下单量调整为 2 手，且单日开仓量不超过 300 手，最小平仓量维持一手。

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：昨日欧美虽休市 国内夜盘不平静

【盘面回顾】周四外盘因圣诞节假日休市，但国内夜盘仍不平静，白银暴涨并刷新高。

【交易逻辑】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。此外，地缘侧的复杂性对贵金属避险以及通过油价传导的抗通胀需求亦提振贵金属。相较之下，白银因市场规模更小，且工业需求刚性以及现货市场偏紧，价格对投资需求与投机需求增加极其敏感。接下来，继续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】短期看黄金突破前高后仍处于偏强状态，回调力度预计有效；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：CSPT 不为 2026 年一季度设现货采购指导价

【盘面回顾】隔夜外盘因节假日休市。沪铜主力收于 97680 元/吨，涨 2.51%；国际铜收于 87940 元/吨，涨 2.6%。主力收盘后基差为-1385 元/吨，较上一交易日涨 55 元/吨，基差率为-1.44%。

沪伦比 25 日为 7.93，24 日为 7.97，跨境比值回落。

【产业信息】1、25 日，上期所铜期货注册仓单 59083 吨，较前一日增加 6861 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。24 日，COMEX 铜库存 479540 吨，较 23 日增加 8378 吨。

2、12 月 25 日国内市场电解铜现货库存 20.22 万吨，较 18 日增 2.77 万吨，较 22 日增 2.22 万吨；上海库存 13.19 万吨，较 18 日增 1.30 万吨，较 22 日增 0.96 万吨；广东库存 2.37 万吨，较 18 日增 0.92 万吨，较 22 日增 0.71 万吨；江苏库存 4.00 万吨，较 18 日增 0.45 万吨，较 22 日增 0.51 万吨。

3、中国铜原料联合谈判小组（CSPT）小组今日（12 月 25 日）召开季度会议，决定不为 2026 年第一季度铜精矿加工费用(TC/RCs)设定现货采购指导价。

【南华观点】美元指数走弱，人民币汇率破 7，铜价调整后重新站上 97000 一线。从 CSPT 季度会议看出，当前铜价超出认知范围。在“供给-降息-需求-政策-汇率”轮番上阵后，铜价创新高后，多空博弈加剧，一季度价格波动预期增加。

【南华策略】95000 附近构建多单继续持有。

铝产业链：冰火两重天

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 22275 元/吨，环比+0.29%，成交量为 23 万手，持仓 29 万手，伦铝收于 2956.5 美元/吨，环比+0.53%；氧化铝收于 2646 元/吨，环比-0.71%，成交量为 28 万手，持仓 25 万手；铸造铝合金收于 21345 元/吨，环比+0.40%，成

成交量为 6506 手，持仓 1 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或将窄幅震荡。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 23080 元/吨，1#锌锭均价为 23010 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锌价日内整体下方支撑较强，补回夜盘跌势。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】短期维持高位震荡

镍-不锈钢：小幅回调，预计宽幅震荡

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 125410 元/吨，下跌 1.22%。不锈钢主力合约日盘收于 12990 元/吨，下跌 0.08%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 131000 元/吨，升水为 7250 元/吨。SMM 电解镍为 127400 元/吨。进口镍均价调整至 124150 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27475 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 -1313.64 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 -6.8%。8-12%高镍生铁出厂价为 900 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 -1.4%。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-不锈钢日内均有小幅回调，部分资金选择高位止盈，基本面上来看当前仍属于需求淡

季，预计宽幅震荡为主。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。不锈钢方面日内同样小幅下行，走势相较于沪镍更为稳重。部分规格报价探涨，但是市场观望情绪较高。

锡：宽幅震荡

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 33.59 万元每吨；成交 39.43 万手；持仓 10.36 万手。现货方面，SMM 1#锡价 332750 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价高位宽幅震荡，33 万以下短期有一定支撑。宏观情绪偏暖整体偏暖。基本面上，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

碳酸锂:增产去库

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 123520 元/吨，日环比-0.96%。成交量 92.48 万手，日环比-2.55%；持仓量 60.71 万手，日环比-4.01 手。碳酸锂 LC2605-LC2609 月差为 contango 结构，日环比-560 元/吨。仓单数量总计 17101 手，日环比+0 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪表现一般，下游刚需采购为主，临近年末后点价需求集中。锂矿市场价格小幅走强，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 1440 美元/吨，日环比+0.42%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 104900 元/吨；电池级氢氧化锂报价 94280 元/吨，贸易商基差报价平稳。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动+1.96%，三元材料报价变动+0.99%；六氟磷酸铁锂报价变动-0.60%，电解液报价变动+0%。

【南华观点】

短期来看，碳酸锂期货价格走势将更多受市场乐观情绪驱动，但由于价格涨幅过快，市场情绪较旺，需警惕因获利平仓所导致的大幅波动。中长期视角看，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，行业基本面对于碳酸锂的长期价值支撑依旧稳固，碳酸锂仍具备逢低布局的机会。操作层面，建议投资者聚焦回调后的结构性做多机会，依托基本面锚定合理估值区间进行分批布局，避免盲目追高而受到短期波动的风险，建议以更稳健的策略应对市场波动。

工业硅&多晶硅:宽幅震荡

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8835 元/吨，日环比变动-0.28%。成交量约 26.84 万手（日环比变动-5.37%），持仓量约 21.65 万手（日环比变动-0.16 万手）。Si2602-Si2605 月差为 Contango 结构，日环比变动+0 元/吨。仓单数量 9259 手，日环比变动+0 手。

多晶硅期货主力合约收于 60760 元/吨，日环比变动+4.22%。成交量 12.42 万手（日环比变动-37.08%），持仓量 13.21 万手（日环比变动+0.50 万手），PS2602-PS2605 月差为 Contango 结构，日环比变动-370 元/吨；仓单数量 3960 手，日环比变动+0 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 8700 元/吨，日环比

-0.57%；99#硅粉报价 9800 元/吨，日环比+0%；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 21950 元/吨，日环比+0%。

光伏产业现货市场表现一般。N 型多晶硅复投料 52.35 元/kg，日环比+0%；N 型硅片价格指数 1.22 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.31 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.668 元/瓦，日环比+0%，分布式 N 型 182 组件报价 0.668 元/瓦，日环比+0%。

【南华观点】

工业硅当前仍处于供需双弱格局，基本面缺乏实质性改善动力，行业处于平稳状态。然而，中长期维度下，工业硅下方空间有限，逢低做多盈亏比较好，具备逢低建仓远月的配置价值。

多晶硅暂时偏离基本面，关注新注册仓单情况。

铅：小幅反弹

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17315 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17100 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 维持低位，供应边际减量。再生铅多面临原料紧张，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）、余维函（F03144703）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】昨日成材价格弱势下跌

【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：铁水见底

【盘面信息】铁矿石价格震荡

【信息整理】1.截至 2025 年 12 月 25 日，中国 47 港铁矿石库存总量 16619.96 万吨，周环比增 394.43 万吨（+2.4%），再创年内新高。其中，贸易矿库存增 304.95 万吨，澳矿增 282.65 万吨，巴西矿减 93.50 万吨。在港船舶数 105 条，环比降 9 条。日均疏港量 328.76 万吨，环比微增 0.53 万吨，结束连续三期下降趋势。2.截至 12 月 25 日，钢厂高炉运行数据出现分化：日均铁水产量环比微增 0.03 万吨，基本持平；高炉开工率环比小幅下降 0.15 个百分点；产能利用率环比略升 0.01 个百分点。值得关注的是，钢厂盈利率环比显著回升 1.30 个百分点，是主要指标中环比改善最明显的一项。

【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：蒙煤口岸通关屡创新高

【盘面回顾】偏弱震荡

【信息整理】

1. 邯郸市、保定市自 12 月 26 日 12 时起，启动重污染天气Ⅱ级应急响应；邢台市自 12 月 25 日 18 时启动Ⅰ级应急响应；西安市 12 月 26 日 16 时执行重污染天气Ⅱ级应急响应；安徽省发布重污染天气省级橙色预警。
2. 12 月 25 日，离岸人民币对美元盘中升破“7”整数关口，为 15 个月来首次，最高触及 6.9985。
3. 本周，五大钢材品种供应 796.82 万吨，周环比降幅 0.1%，五大钢材总库存 1257.99 万吨，周环比降 2.8%，五大品种周消费量为 833.61 万吨，其中建材消费环比降 3.2%，板材消费环比增 1.4%。
4. 大商所公告，自 2025 年 12 月 30 日（星期二）结算时起，焦炭品种期货合约涨跌停板幅度调整为 10%，交易保证金水平维持不变；焦煤品种期货合约涨跌停板幅度调整为 10%，交易保证金水平维持不变；其他品种期货合约涨跌停板幅度和交易保证金水平维持不变。

【核心逻辑】本周钢联口径矿山减产累库，下游焦企仅维持刚需采购，厂内库存少量增加，大面积冬储补库暂未开始，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，口岸监管区库存压力较大。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。本周焦企开工率基本维稳，供应变化不大，高炉铁水产量企稳，后续观察下游复产弹性，若钢厂复产动作较快，焦炭供需结构有望改善。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】昨日铁合金震荡偏强，硅铁主力收 5692，硅锰主力收 5846

【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洵（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

纸浆-胶版纸：人民币利好，期价至短期低位回升

【盘面回顾】：昨日纸浆期货（SP）价格先震荡上行，至高点后有所回落；胶版纸（双胶纸）期货（OP）价格日盘整体偏震荡上行。

【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 5550-5600 元/吨（-50/0）。

【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】：针叶浆现货市场部分浆企降价，且降价地区主要集中在华东和华南，降幅基本在 10-50 元/吨。基差收敛，主力合约基差为-4 元/吨。总体来看，当下行情偏中性。当前人民币“破 7”带来宏观利好，使得期价至低位回升。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。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。但需要注意的是，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，基差显著收敛，主力合约基差为 381.38 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存在基础上上调 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，纸浆前期多单可择时平仓转向观望，胶版纸均可先观望或尝试短线低多操作。

原油：地缘逻辑回归，油价低位震荡

【盘面动态】昨日欧美市场休市。截至 12 月 24 日，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. 俄罗斯副总理诺瓦克：预计 2025 年俄罗斯石油产量将与 2024 年持平，约为 5.16 亿吨。2. 伊拉克库尔德斯坦电力部周四表示，由于库尔德地区最大气田之一——霍摩尔气田出现“技术故障”，该地区电力供应下降了 1000 兆瓦。电力部称，自然资源部正与联合运营该气田的阿联酋达纳天然气公司团队共同努力解决问题、恢复供应稳定。气田现场消息人士表示，技术故障正在抢修中，预计数小时内可解决。电力部的声明未具体说明技术故障细节，但透露该气田的天然气供应量已减少 2.5 亿标准立方英尺。今年 11 月，该气田储罐曾遭火箭弹袭击，导致生产中断并引发大规模停电，数日后才恢复运营。库尔德地区政府在伊拉克北部实行自治，美国能源企业在该区域拥有大量投资。

【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：基本面维持

【盘面动态】LPG2601 盘面收于 4235 (+14)、LPG2602 盘面收于 4076 (-6)；

【现货反馈】华东均价 4389 (-3)，山东均价 4310 (-10)，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 56.22% (+0.32%)，不含大炼化利用率为 52.32% (+0.35%)，国内液化气外卖量 52.44 万吨 (+0.61)，到港量 31.3 万吨 (-36.4)。需求端，PDH 本期开工率 76.36% (+1.36%)；MTBE 端本期开工率 69.78% (-2.78%)，外销量依然处于高位；烷基化端开工率 36.38% (-2.05%)。库存端，厂内库容率 24.06% (+0.41%)，港口库 233.73 万吨 (-27.34)。

【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，港口到港量低点，港库连续去化。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，但开工仍上行至 76.36%，短期依然没有检修反馈。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，短期降低压力不大；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：煤价颓势不改，支撑位再度下调

【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】：周四甲醇 05 收于 2146

【现货反馈】：周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 01+15

【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，浙江有烃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。

纯苯-苯乙烯：震荡运行

【盘面回顾】BZ2603 收于 5434 (-27)，EB2602 收于 6638 (+40)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5305 (-)，主力基差 -129 (+27)。下午华东苯乙烯现货 6710 (+60)，主力基差 72 (+20)

【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工。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，24 日午后市场传闻有苯乙烯装置计划外停车，盘面偏强震荡。

玻纯&烧碱：窄幅震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约昨日收于 1184，0%

【基本面信息】

本周纯碱库存 143.85 万吨，环比周一-6.19 万吨，环比上周四-6.08 万吨；其中，轻碱库存 73.55 万吨，环比周一+0.63 万吨，环比上周四+0.79 万吨，重碱库存 70.30 万吨，环比周一-6.82 万吨，环比上周四-6.87 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 1047，-0.1%

【基本面信息】

截止到 20251225，全国浮法玻璃样本企业总库存 5862.3 万重箱，环比+6.5 万重箱，环比+0.11%，同比+29.63%。折库存天数 26.5 天，较上期持平。

【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 2233，-0.76%

【基本面信息】

华北地区液碱市场价格维持稳定，山东地区今日外围氧化铝企业开始收货，北部地区氯碱企业出货压力缓解，鲁西南地区下游需求依旧低迷，企业出货价格仍低位震荡。河北地区液碱下游需求情况稳定，当地有新增投产企业负荷逐步提升，液碱供应有增量情况，但当前报价暂稳整理。天津地区氯碱企业装置负荷稳定，下游需求情况温和，企业报价暂稳整理。山西地区下游氧化铝需求情况稳定，部分氯碱企业负荷不满，市场价格维持稳定。

【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，液碱价格中性，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：低波，短期没啥行情

【盘面】lg2603 收盘于 778 (+2)，持仓 1.1 万手。01-03 价差为-12.5。

【现货】根据原木通数据显示，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季节临近，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：维持宽松

【盘面动态】PL2603 盘面收于 5772 (+14)；PP-PL 主力价差 494 (-26)

【现货反馈】山东均价 5705 (-105)，华东均价 5850 (0)

【基本面数据】供应端，丙烯产量 122.71 万吨 (+1.62)，开工率 75% (+0.89%)。主营炼厂开工率 75.11% (+0%)；独立炼厂开工率 56.22% (+0.32%)，不含大炼化利用率为 52.32% (+0.35%)；蒸汽裂解开工率 82.83%(-0.35%)；PDH 开工率 76.36% (+1.36%)；MTO 开工率 89.26% (-0.25%)。需求端本周整体变动不大，PP 端，PP 粒料开工率 76.87% (-2.53%)，粉料开工 36.74% (-0.2%)

【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，价格上行仍有压力，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。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）提供。

农产品早评

生猪：旺季供需有待验证

【期货动态】LH2603 收于 11460 日环比-0.17%

【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：外盘休市，内盘独立走强

【盘面回顾】外盘假期休市，内盘小作文叠加情绪走强。

【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】等待确定性机会。

油脂：延续震荡运行

【盘面回顾】外盘圣诞节休市，内盘信息不足维持震荡。

【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：关注下游走货

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉因圣诞节假期休市一天。隔夜郑棉上涨近 1.5%。

【外棉信息】11 月韩国进口棉花 4831 吨，环比（3965 吨）增加 21.8%，同比（4608 吨）增加 4.8%。

【郑棉信息】截至 2025 年 12 月 24 日，全国新年度棉花公证检验量累计 599.06 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的调整尚存不确定性，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：承压回落

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货因圣诞节休市。

昨夜夜盘，郑糖价格下跌，01 合约平水广西价格。

【现货报价】南宁中间商站台 5350 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.safra 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，进一步上行难度较大。

鸡蛋：淘鸡进行时

【期货动态】主力合约 JD2602 收于 2946，日环比-0.03%

【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 744.04 万吨，环比较少 8.94 万吨。山东产区库容比为 52.98%，环比减少 0.43%。陕西产区库容比为 56.84%，环比减少 0.58%。甘肃产区库容比为 59.57%，环比减少 1.09%。卓创数据显示，截至 2025 年 12 月 24 日，全国主产区苹果冷库库存量为 702.1 万吨，环比上周减少 10.06 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：关注节前采购

【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，预计新赛季灰枣产量在 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 7 车，客商按需采购，早市成交 2 车左右；河北崔尔庄市场到货 10 余车，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 25 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】当前新枣采收已基本完成，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。