

金融期货早评

宏观：关注下任美联储主席人选公布情况

【市场资讯】1) 央行副行长陆磊：新一代数字人民币计量框架、管理体系、运行机制和生态体系将于 2026 年 1 月 1 日正式启动实施。2) 白银跳水，猜疑四起，传闻称某系统重要性银行因白银期货空头爆仓，有猜测认为涉事方为欧洲大行。3) 特朗普：正考虑以“严重失职”为由起诉鲍威尔，1 月或公布下任美联储主席人选。4) 俄罗斯称乌 91 架无人机袭击普京官邸，泽连斯基否认，特朗普“很生气”。5) 美军首次袭击委内瑞拉陆地目标？特朗普称美军摧毁一“大型设施”。6) 特朗普会晤内塔尼亚胡，就伊朗核问题再次发出威胁。

【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。接下来重点关注特朗普公布的下任美联储主席人选情况。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：急升暂歇，料年末持稳收官

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.0098，较上一交易日下跌 13 个基点，夜盘收报 7.0056。人民币对美元中间价报 7.0331，较上一交易日调升 27 个基点，刷新 2024 年 9 月 30 日以来新高。

【重要资讯】中国将成为首个为央行数字货币计息的经济体。中国人民银行出台数字人民币行动方案，新一代数字人民币计量框架、管理体系、运行机制和生态体系将于 2026 年 1 月 1 日正式启动实施。届时，数字人民币钱包余额将按照活期存款计付利息，数字人民币将从“数字现金时代”迈入“数字存款货币”时代。

【核心观点及逻辑】本周将步入 2025 年收官阶段的最后三个交易日，受年末多数交易员进入休假模式的影响，市场流动性预计仍将维持在较低水平，国际外汇市场整体大概率保持平稳运行态势。前期人民币相对于美元的急升行情暂告停歇，大概率将以持稳态势完成年末收官。具体来看，年末结汇需求的集中释放有望给人民币带来升值推力，不过当前急升节奏已有所放缓，后续走势更趋平稳，届时可重点关注稳汇率相关政策的发力效果，观察人民币能否在 2025 年收官时，将汇率水平稳定在 7.0 关口之上。

【风险提示】海外政策、全球经济环境、中美关系

股指：高位上攻压力加大，预计短期震荡蓄势

【市场回顾】

上个交易日股指震荡偏弱，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.38，两市成交额小幅缩量。期指均缩量下跌。

【重要讯息】

- 央行副行长陆磊：新一代数字人民币计量框架、管理体系、运行机制和生态体系将于 2026 年 1 月 1 日正式启动实施。
- 白银周一在突破 80 美元后遭遇“踩踏式”回撤，单日暴跌逾 8%，一度跌破 71 美元；现货黄金重挫约 4.5%，创 10 月下旬以来最大单日跌幅，逼近 4300 美元。

【行情解读】

指数昨日集体迎来调整，一方面周末公布的规模以上工业企业利润同比下滑，表明当前基本面仍处于偏弱状态，对股指形成压制；另一方面，此前指数已上行至年内高位，继续上攻突破存在较大压力。期指基差均贴水加深，持仓量回落，可见多头离场意愿增强。叠加临近年末资金面有边际趋紧迹象，因此我们认为跨年期间指数预计转为震荡，继续蓄势，跨年后市场将迎来春季躁动行情，再度走强概率较大。

【南华观点】短期预计震荡为主

国债：中期不悲观

【市场回顾】周一期债开盘大幅下挫，此后窄幅波动。资金面尚可，隔夜资金宽松，但跨年资金偏紧，DR001 在 1.24%附近。现券收益率全线上行。机构行为方面，仅保险买入，银行、证券、基金均卖出。

【重要资讯】1. 有关部门表示，国企要带头抵制“内卷式”竞争，带动产业链上下游企业融通发展。2. 山东公布 1 月 5 日专项债发行计划，合计 723.81 亿，30 年期占比 48%。

【核心观点】昨日期债放量下跌，多头早盘有所抵抗，但力度有限。T、TF 大幅减仓，意味着上周涌入的多头暂时退败。消息面并无明显利空，下跌可能与超长国债供给担忧或市场宽松预期的分歧有关。从机构行为来看，目前交易型资金尚未形成合力，对节前最后两天的行情不抱期待。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，短期多单逢低分批介入。

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

大宗商品早评

有色早评

铂金&钯金：交易所提保叠加资金节前避险，铂钯大幅跳水

【盘面回顾】昨日夜盘 NYMEX 铂钯主连大幅跳水，最终 NYMEX 铂 2604 合约收 2145.0 美元/盎司，-15.20%，NYMEX 钯 2603 合约收 1695.5 美元/盎司，-16.20%。

【交易逻辑】近期价格主要运行逻辑围绕弱贵金属价格大涨后获利盘堆积、现货市场成交清淡，以及交易所频繁推出各项风控措施，引发部分获利盘在元旦节假日前获利了结。铂钯前期价格暴涨，尤其铂在上周涨幅超 30%，短期上涨动能过度释放，短期回调风险显著上升。11 月后，铂金与钯金期货市场交易火热，而现货市场则呈现平稳运行、成交低迷的态势，形成鲜明的分化格局。交易所动态方面，芝商所于 12 月 26 日发布通知，宣布将于 12 月 29 日（星期一）收盘后，全面上调包括铂、钯等多类金属期货及对应结算价交易合约（TAS）的履约保证金，其中钯期货因现货供应缺口大、流动性相对较差，初始保证金上调幅度最高，达到 20%。广州期货交易所宣布自 2025 年 12 月 30 日（星期二）结算时起，铂、钯期货合约涨跌停板幅度调整为 13%，投机交易保证金标准、套期保值交易保证金标

准调整为 15%。

长线基金看，截止 12.26，全球铂 ETF 增 0.0064 吨至 101.8746 吨，全球钯 ETF 增 0.0459 吨至 35.5571 吨。库存方面，截止 12.26，NYMEX 铂维持 20.1207 吨，NYMEX 钯增 0.0686 吨至 6.1597 吨。

【南华观点】中长期看，铂钯的牛市基础仍在，短期来看，节前价格波动或将进一步加剧，建议减仓或清仓，以风险控制及保护利润为主。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：高台跳水

【盘面回顾】周一贵金属价格同步高台跳水，主要因前期贵金属价格大涨后获利盘堆积，隐波上升，以及交易所频繁推出各项风控措施，引发部分获利盘在元旦节假日前获利了结。芝商所于 12 月 26 日发布通知，宣布将于 12 月 29 日（星期一）收盘后，全面上调包括黄金、白银在内的多个金属期货品种的履约保证金；上海期货交易所也宣布自 2025 年 12 月 30 日（星期二）收盘结算时起上调保证金标准和涨跌停板幅度。最终 COMEX 黄金 2602 合约收报于 4350.2 美元/盎司，-4.45%；COMEX 黄金 2603 合约收报于 71.64 美元/盎司，-7.2%。

【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。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波动极其敏感。昨日全球最大白银 ETF--iShares Silver Trust 持仓较上日减少 84.6 吨至 16305.96 吨。短期看，白银调整风波尚未终结，SHFE 白银主力平值期权隐含波动率仍极高，预示价格风险仍大；第二，美国对白银的 232 矿产调查结果有望在 1 月 17 日前公布，可能引发部分获利盘了结；第三，部分指数与产品在 2026 年 1 月中旬可能因重新调节成分权重而阶段性抛售白银。接下来，元旦假期前投资者预计趋向谨慎，宏观事件上继续关注 1 月份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。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】短期看贵金属转弱，黄金关注 20 日均线在 4300 支撑，强支撑在 60 日均线 4200 附近；白银高波下均线偏离仍大，预示调整压力仍较大，建议前多减仓或空仓过节。中长期则维持看涨，短期调整不改中期趋势，回调仍视为补多机会。

铜：节前资金平仓盘获利离场，建议多看少动

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.57 美元/磅，跌 4.61%；LME 铜收于 12187.5 美元/吨，涨 0.21%；沪铜主力收于 96060 元/吨，跌 4.38%；国际铜收于 86010 元/吨，跌 4.52%。主力收盘后基差为 2090 元/吨，较上一交易日涨 3010 元/吨，基差率为 2.11%。

【产业信息】1、29 日，上期所铜期货注册仓单 65878 吨，较前一日增加 7231 吨；26 日，上期所铜库存 111703 吨，较前一日增加 15898 吨；29 日，LME 铜库存 154575 吨，较前一日减少 2450 吨；LME 铜注册仓单 110500 吨，较前一日不变，注销仓单 44075 吨。26 日，COMEX 铜库存 482942 吨，较 25 日增加 3402 吨。

2、国务院关税税则委员会发布《2026 年关税调整方案》，将自 2026 年 1 月 1 日起实施。

《方案》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大和二十届历次全会精神，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，坚持稳中求进工作总基调，科学调整进口暂定税率，优化税目设置，继续实施协定税率和特惠税率，有利于引

领发展新质生产力，满足人民日益增长的美好生活需要，扩大高水平对外开放，推动高质量发展。

【南华观点】昨日铜等金属在资金平仓盘影响下回落，技术面看，铜价形成一根长上影，在上涨趋势高位，往往表明可能的顶部反转信号。我们认为这是元旦假日来临之前获利盘的正常减仓。

【南华策略】短期调整不改中长期向上趋势，节前建议多看少动。

铝产业链：沪铝面临回调压力

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 22570 元/吨，环比+0.83%，成交量为 62 万手，持仓 29 万手，伦铝收于 2950.5 美元/吨，环比-0.20%；氧化铝收于 2751 元/吨，环比+0.11%，成交量为 131 万手，持仓 40 万手；铸造铝合金收于 21645 元/吨，环比+0.91%，成交量为 1 万手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：周一沪铝走势主要影响因素为相关品种带动，白银大幅回调带动沪铝下跌。基本面方面，上周新疆货物积压问题解决，前期滞压货物集中抵库，本周铝锭阶段性累库现象。总的来说，短期沪铝面临调整压力，中长期我们维持沪铝或将震荡偏强的看法。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。上周五发改委发消息鼓励大型氧化铝，铜冶炼骨干企业实施兼并重组提升规模化，集团化水平，该政策被市场理解为相当于变相控制氧化铝的增长，但这个说法的力度来看肯定是远不电解铝的 4500 万吨红线，而且氧化铝行业本身集中度已较高，前十大企业产能占比就有七成以上，因此该政策效果如何尚需观察。总的来说这项政策短期来看对基本面影响是不大的，近月涨幅是低于远月也可以看出来，更多是情绪上的刺激，暂时不能说是氧化铝趋势反转的起点，空头可以观望一下市场情绪以及现货价格，择机逢高沽空。

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：震荡运行；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 23255 元/吨。其中成交量为 24.29 万手，持仓 9.37 万手。现货端，0#锌锭均价为 23440 元/吨，1#锌锭均价为 23370 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锌价震荡运行，受有色整体走强影响带动上冲后回落。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会 1 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，进口窗口有望在 lme 持续交仓下打开，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。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：日内回调，震荡为主

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 125710 元/吨，下单 0.86%。不锈钢主力合约日盘收于 12910 元/吨，

下跌 0.35%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 135400 元/吨，升水为 7200 元/吨。SMM 电解镍为 131700 元/吨。进口镍均价调整至 128600 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27555 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 -5400 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 -9.6%。8-12%高镍生铁出厂价为 912 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 -1.03%。纯镍上期所库存为 44454 吨，LME 镍库存为 253939 吨。SMM 不锈钢社会库存为 892400 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，利多情绪有所消化，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，将镍价刺激至年中震荡区间，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，现货方面部分规格报价探涨，但是市场观望情绪较高。目前元旦节点，可以适当减仓轻仓过节。

锡：宽幅震荡，夜盘深跌

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 33.48 万元每吨；成交 58.01 万手；持仓 10.38 万手。现货方面，SMM 1#锡价 343500 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价震荡运行，夜盘受黄金与铜骤跌影响快速下坠。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，预计短期内上方空间较小。我们在周报和早评中都提示了 34 万上方的风险，以及供应与宏观利好出尽后的估值溢价，预计短期维持宽幅震荡。

【交易策略】宽幅震荡，区间操作

碳酸锂：节前资金离场，多看少动

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 118820 元/吨，日环比 -8.96%。成交量 68.87 万手，日环比 +60.66%；持仓量 51.23 万手，日环比 -6.46 万手。碳酸锂 LC2605-LC2609 月差为 contango 结构，日环比 -460 元/吨。仓单数量总计 18191 手，日环比 +330 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪表现转好，下游趁价格下跌增加采购，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 1545 美元/吨，日环比 +3.69%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 118000 元/吨；电池级氢氧化锂报价 110000 元/吨，贸易商基差报价混乱。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动 +3.34%，三元材料报价变动 +2.24%；六氟磷酸铁锂报价变动 +0%，电解液报价变动 +0%。

【南华观点】

短期来看，碳酸锂市场乐观情绪迅速退坡，今日价格大幅回调至跌停，关注技术面支撑位。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:警惕回调，关注支撑位

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8715 元/吨，日环比变动-1.86%。成交量约 38.24 万手（日环比变动-28.46%），持仓量约 22.10 万手（日环比变动-0.36 万手）。SI2602-SI2605 月差为 Contango 结构，日环比变动+5 元/吨。仓单数量 9907 手，日环比变动+480 手。

多晶硅期货主力合约收于 56500 元/吨，日环比变动-4.16%。成交量 6.94 万手（日环比变动-47.04%），持仓量 0.95 万手（日环比变动-2.35 万手），PS2602-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动+630 元/吨；仓单数量 4000 手，日环比变动+30 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%；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 22400 元/吨，日环比+1.82%。

光伏产业现货市场表现一般。N 型多晶硅复投料 52.4 元/kg，日环比+0%；N 型硅片价格指数 1.25 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.365 元/瓦，日环比+7.35%；集中式 N 型 182 组件报价 0.67 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。

多晶硅后续预计仓单数量逐渐增加，关注仓单情况。

铅：上方空间有限

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17380 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17375 元/吨。

【产业表现】据财政部公告，自 2026 年 1 月 1 日起，我国对部分商品的进口关税税率和税目进行调整。其中自由贸易协定和优惠贸易安排实施税率中对于启动活塞式发动机用铅酸蓄电池和其他铅酸蓄电池：协定税率国家及地区较 2025 年不变，部分国家及地区关税税率下调。

2026 年启动型铅酸蓄电池进口税率下调的国家及地区分别为 RCEP 成员国(东盟 8%降到 7.5%，澳大利亚 8%降到 7.5%，日本 8.1%降到 7.6%)；韩国 4.5%降到 4%；尼加拉瓜 8%降到 7%；厄瓜多尔 8.8%降到

8.2%；塞尔维亚 6%降到 4%。其他型铅酸蓄电池进口税率下调的国家及地区分别为 RCEP 成员国(东盟 6%降到 5%，澳大利亚 6%降到 5%，日本 6.4%降到 5.5%，韩国 6%降到 5%)；尼加拉瓜 8%降到 7%；塞尔维亚 6%降到 4%。

【核心逻辑】上一交易日，铅价窄幅震荡。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，铅价大幅上涨缺乏基本面支撑，且进口窗口打开，铅精矿原料预计会有补充，观察下方空间，短期预计 16700-17600 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：短期尚无驱动，窄幅震荡

【盘面回顾】昨日钢材震荡

【核心逻辑】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，上周热卷的消费量环比边际改善明显，但不排除可能是在出口管制生效前的抢出口行为，还需关注后续的需求的持续性。供应端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，上周螺纹和热卷的产量均小幅增加，但终端需求萎靡，工地陆续停工，北方已经进入季节性淡季，螺纹需求降速虽放缓但仍处于低位，若螺纹产量继续增加而消费并无起色，螺纹钢未来去库趋势可能放缓。铁水产量上周环比微增，但是否见底还需观察，铁水产量的微增支撑了铁矿价格的强势，目前铁矿港口库存继续累库，铁矿上方亦有压力，但结构上钢厂库存相较于往年偏低，有补库需求的支撑，铁矿价格可能区间震荡。焦煤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，限制焦煤的上涨空间。

【南华观点】近期商品市场偏暖也部分带动了钢材价格的上涨，但受制于现实端的偏弱，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：日内波动加大

【盘面信息】铁矿石价格跟随其他金属价格冲高回落，日内波动加大

【信息整理】1.全球铁矿石发运总量 3677.1 万吨，环比增加 212.6 万吨

2025 年 12 月 22 日-12 月 28 日全球铁矿石发运总量 3677.1 万吨，环比增加 212.6 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 3059.6 万吨，环比增加 244.8 万吨。澳洲发运量 2113.7 万吨，环比增加 163.1 万吨，其中澳洲发往中国的量 1867.6 万吨，环比增加 173.0 万吨。巴西发运量 945.9 万吨，环比增加 81.8 万吨。（Mysteel）2.中国 45 港铁矿石到港总量 2601.4 万吨，环比减少 45.3 万吨

2025 年 12 月 22 日-12 月 28 日中国 47 港铁矿石到港总量 2727.8 万吨，环比减少 62.4 万吨；中国 45 港铁矿石到港总量 2601.4 万吨，环比减少 45.3 万吨；北方六港铁矿石到港总量 1330.6 万吨，环比增加 74.2 万吨。（Mysteel）

【南华观点】铁矿石基本面呈中性格局。供给端，年末发运季节性冲量，非主流矿增量显著，港口库存持续累积，对上方价格形成压制。需求端，钢厂利润维持高位，当前原料库存偏低，且随着铁水产量触底回升、年底临近补库窗口，刚性补库需求将为价格提供支撑。整体来看，高供给与刚性需求相互制衡，预计价格以震荡运行为主。

焦煤焦炭：四轮提降开启

【盘面回顾】低位震荡

【信息整理】

1. 12月29日，河北部分钢厂对湿熄焦炭下调50元/吨、干熄焦炭下调55元/吨，2026年1月1日零点执行，焦炭第四轮提降开启。
2. 国家发展改革委创新和高新技术发展司刊发题为《因地制宜发展新质生产力》的署名文章。文章提出，坚持全国一盘棋，优化重大生产力布局，统筹谋划、系统推进重点领域发展，防止一哄而上、重复建设，坚决反对“内卷式”竞争，增强发展新质生产力的整体效能。
3. 国务院关税税则委员会：明年起对部分商品进口关税税率和税目进行调整。

【核心逻辑】本周钢联和汾渭口径矿山均减产累库，下游焦企仅维持刚需采购，厂内原料库存少量增加，大面积冬储补库暂未开始，焦煤库存结构仍在持续恶化。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。目前焦煤供应理论平衡铁水点为241左右，实际铁水仅为226.58，理论过剩量超10万吨。下游方面，焦炭四轮提降开启，即期焦化利润边际回落。本周焦企开工率维稳，产量环比变化不大，目前焦炭理论平衡铁水点为232左右，理论过剩量约为5万吨。展望后市，随着蒙煤年末冲量结束，叠加海煤到港预期减少，1月进口压力或有所缓和。后续需重点关注国内矿山年初的复产节奏与复产弹性（即“开门红”），若复产不及预期，冬储补库可能为焦煤价格反弹提供动力。反之，若供应恢复超预期，则价格反弹将面临较大压力。焦炭方面，即期焦化利润短期承压，焦化厂缺乏增产积极性，后续观察下游钢厂复产弹性，若铁水增产动作较快，焦炭供需结构有望改善，五轮提降或面临较大阻力。

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5676，硅锰主力收5862

【核心逻辑】近期铁合金偏强震荡的主要原因一方面在于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预期影响；另一方面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。但本周硅锰产量小幅增加，环比上周增加+2.3%，一方面在于硅锰利润底部边际反弹，另一方面下游螺纹产量连续两周环比增加和铁水产量上周的环比改善，在下游需求疲软没有改变的情况下，硅锰大规模产量的增加的可能性不大，以小幅波动为主；硅铁产量维持减产的趋势，硅铁产量环比上周-1.3%，减产速度明显放缓。库存端，硅铁库存继续去库，硅铁库存环比上周-2.4%；硅锰库存继续累库，硅锰库存环比上周+0.4%，累库速度放缓，库存基数大为近5年库存最高水平，去库压力较大。下游需求，上周铁水改善，热卷消费环比改善明显，但不排除是在明年1月1号出口管制生效前的抢出口行为，下游需求可能是阶段性的反弹，铁水是否见底还需要关注1月后的数据。

【南华观点】目前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洸（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

纸浆-胶版纸：情绪影响，纸浆回落；成本支撑，双胶纸上行

【盘面回顾】：昨日纸浆期货（SP）价格先偏震荡，临近收盘时大幅回落；胶版纸（双胶纸）期货（OP）价格日盘整体延续此前走势，偏震荡上行，收盘时受纸浆期价影响有所回落。

【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 4950-5400 元/吨（+50/0），华南银星报价 5550-5600 元/吨（0）。

【港口库存】：纸浆：截止 12 月 26 日，港口库存 190.6 万吨（-8.7）。

【月差结构】：纸浆：暂时观望。

【南华观点】：针叶浆现货市场部分地区价格有所抬升，上涨 50 元/吨左右，主力合约基差为 90 元/吨，由负转正。总体来看，当下行情仍偏中性。昨日期价回落，在一定程度上受大宗商品偏空情绪影响，且期价也是从偏高估值回落至正常区间。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。根据卓创数据来看，进口针叶浆价格上涨 0.02%，涨幅进一步收敛，影响更偏中性。需注意的是，玖龙纸业、山鹰国际、理文纸业、荣成纸业等头部企业已全面启动 2026 年一季度停机计划，下游需求逐渐减弱，期价上方仍存限制。

对于胶版纸期货而言，基差逐渐从高位回落至合理区间，主力合约基差为 309.38 元/吨。自上周起，胶版纸期货价格逐渐开始震荡上行。当前期价上行，一方面来自于成本端——昨日作为胶版纸两大原料的阔叶浆和针叶浆现货价格均有所上涨，支撑期价上行；另一方面，部分主流纸企再度发布双胶纸或文化用纸的涨价函，虽实际落地情况存疑，但仍从情绪面和远期估值角度带来一定利多影响。此外，接近年底，纸企开始逐渐停机减产，供应压力有所缓解；且胶版纸期货即将步入第一个交割月，从基差收敛的逻辑引领期价逐渐向现货靠拢。

对于后市而言，策略上，纸浆与胶版纸均可先以观望为主。

LPG：近端仍有支撑，预期偏承压

【盘面动态】LPG2601 盘面收于 4160（-78）、LPG2602 盘面收于 4046（-34）；FEI M1 收于 522 美元/吨，CP M1 收于 510 美元/吨，MB M1 收于 339 美元/吨

【现货反馈】华东均价 4380（-4），山东均价 4320（+20），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；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：强预期弱现实仍将延续

【基本面情况】PX 供应端重启与停车均存，天津石化 39w 长停，福佳大化一线技改完成重启中，总负荷小幅提至 88.2%（+0.1%），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，PX1 月预期小

幅过剩；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，PX1-2 月维持季节性累库，3 月起预计将逐步开始大幅紧缺，05 前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强，MX 大幅走强，PXN 走强至 360.8 (+25.3)，PX-MX 走扩至 153.5 (+4)。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，供应端逸盛新材料一线降负，TA 负荷小幅下调至 70.8% (-2.4%)；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 238 万吨 (+23)。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)；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，本周部分装置变动，聚酯负荷下调至 90.4% (-0.7%)。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，短期降负速度预计平稳；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，富海新装置投产出料，总体表现健康。

【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。近期在 PX 的高估值影响下部分海外装置出现重启或者回切 PX 的动作，若最终兑现额外供应将使 PX 供需边际小幅转弱，在当前的高估值水平下不建议继续追多。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：宏观叙事兑现前维持估值承压

【库存】华东港口库至 75.5 万吨，环比上期增加 3.6 万吨。（数据来源调整为隆众）

【装置】中海壳牌一线 40w 重启；远东联 50w 短停，预计短期恢复。

【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 72.15% (+0.18%)；其中，煤制方面部分装置负荷上提，煤制负荷升至 76.37% (+0.91%)；后续华谊 20w、远东联 50w 计划重启，巴斯夫 83w 计划投产，关注兑现情况。效益方面，原料端油价和乙烯价格持稳，煤价继续走弱，EG 现货价格止跌小幅反弹，乙烯制利润小幅修复，煤制边际利润修复至 -444 (+144)；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，本周到港中性，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，本周部分装置变动，聚酯负荷下调至 90.4% (-0.7%)。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，短期降负速度预计平稳；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，富海新装置投产出料，总体表现健康。

【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；但在 PTA 价格大幅抬升的影响下下游买涨情绪带动投机备货需求，长丝库存大幅去化，聚酯环节降负节奏或将延迟。但近期的备货需求影响更多还是以节奏为主，目前尚未看到终端订单实际改善。近期宏观氛围整体偏暖，“反内卷”等多方面题材影响下化工多品种低位反弹。但现在一方面尚未见到实际政策出台，另一方面随着价格低位反弹与煤价持续走弱，多路线均得到一定修复，前期的减产计划实际兑现或将打折扣。总体来看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：低位买入

【盘面动态】：周一甲醇 05 收于 2181

【现货反馈】：周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 05-25

【库存】：上周甲醇港口库存大幅累库，主要累库幅度体现在江苏，周期内卸货顺利，显性外轮记入 40.33 万吨。内地转弱导致江苏沿江提货明显转弱，助力江苏库存大幅积累；浙江地区刚需稳定，库存窄幅波动。华南港口库存小幅去库。广东地区周内仅内贸船只抵港，主流库区提货量在当地及周边支撑下依旧稳健，库存呈现去库。福建地区进口集中卸货，下游维持刚需消耗，库存有所累积。

【南华观点】：短期的行情属于基本面偏弱，在前期卸港问题解决后，港口累库预期重提，内地在久泰恢复后以及运费上涨，内地需求被港口解决，内地累库降价，越临近春节物流越少，工厂想主动降价去库。内地注意变盘的节点，比如内地情绪集中看空，或者开始去库，关注凯越乙醇。港口是对 MTO 利润的担忧，主要是由于下游较差，但 MTO 自身利润还可以，富德可能在节前提前回来。最主要的利空还是接下来港口的累库，可能累到 1 月中，高度在 160，可以关注在倒流关闭后港口自身能不能撑住，目前看成交一般，但经历过近期的累库后，港口再度开启去库预期。短期叠加内地的共振转弱，盘面偏弱，再往后看，还是有故事可以讲，富德重启、伊朗进口锐减、非伊进口缩量，港口再度开启去库预期。综上，建议价格 2050-2100 之间买入 05 合约。

PP：持续关注 1 月装置动态

【盘面动态】聚丙烯 2605 盘面收于 6274 (-18)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6010 元/吨，华东现货价格为 6150 元/吨，华南现货

价格为 6270 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 76.87% (-2.53%)。本周广州石化、辽阳石化进入检修，装置检修量上升，另外宁夏宝丰传出短期降幅消息，供应压力有缓解迹象。但同时，本周部分装置传出取消停车的消息，1 月装置停车预期减弱。需求端，本期下游平均开工率为 53.8% (-0.56%)。其中，BOPP 开工率为 63.24% (+0%)，CPP 开工率为 58.72% (-1.41%)，无纺布开工率为 42.95% (-0.12%)，塑编开工率为 44% (-0.26%)，改性 PP 开工率为 69.25% (-0.12%)。本周 PP 下游综合开工率下滑明显，几大主要下游开工率均出现下滑，需求呈现缩量趋势，支撑力量减弱。库存方面，PP 总库存环比下降 1.79%。上游库存中，两油库存环比下降 1.02%，煤化工库存上升 3.54%，地方炼厂库存下降 3.95%。中游库存中，贸易商库存环比下降 5.6%，港口库存上升 1.78%。

【观点】上周聚烯烃盘面底部回升，一方面是宏观情绪总体偏暖，带动化工板块回升，另一方面是现货端情况有所转好，前半周现货成交放量明显，价格也逐步止跌。但是在盘面回升的过程中，现货价格跟涨仍显乏力，基差大幅走弱。从 PP 基本面情况来看，在供应端，PDH 装置利润仍处于低位，虽然本周曾有部分装置或将取消停车计划的消息传出，但是在当前利润环境下检修预期仍存。在需求端，消费旺季过后，近期下游开工率均出现下滑，需求支撑有所转弱，PP 呈现供需双减格局。综合来看，PP 矛盾有所减弱，核心关注点仍是一月的装置检修规模能否带来阶段性的供需压力缓解。当前预计仍是以震荡格局为主。

PE：回升空间或将有限

【盘面动态】塑料 2605 盘面收于 6453 (-12)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6300 元/吨，华东现货价格为 6350 元/吨，华南现货价格为 6370 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 82.64% (-1.22%)。近期在低利润环境下，装置检修量增加。另外，在全密度装置转产方面，内蒙宝丰一期全密度装置（55 万吨）转产低压，标品供应压力得到边际缓解。投产方面，巴斯夫全密度装置近期进入试车阶段。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 41.83% (-0.62%)。其中，农膜开工率为 43.86% (-1.32%)，包装膜开工率为 48.22% (-0.74%)，管材开工率为 30.67% (-0.33%)，注塑开工率为 48.85% (-0.2%)，中空开工率为 37.06% (-0.29%)，拉丝开工率为 30.82% (-0.6%)。本周 PE 主要下游开工率均出现不同程度下滑，当前已进入下游产销淡季，需求支撑转弱。虽然本周在低价之下，现货成交出现放量，但持续性有限。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 2.76%，上游石化库存环比下降 7%，煤化工库存上升 2%；中游社会库存下上升 1%。

【观点】上周聚烯烃盘面底部回升，一方面是宏观情绪总体偏暖，带动化工板块回升，另一方面是现货端情况有所转好，前半周现货成交放量明显，价格也逐步止跌。但是在盘面回升的过程中，现货价格跟涨仍显乏力，基差大幅走弱，目前 05 接近无风险。从 PE 基本面情况看，在供应端，近期在低利润环境下，装置检修量有所增加，虽然将有部分装置在年末重启，但 1 月检修量预计仍将高于去年同期。并且，由于 HD-LL 价差到达较高水位，内蒙宝丰一套全密度装置发生转产，且裕龙石化前期也有计划转产的消息传出，预计标品压力将得到缓解。在需求端，目前已进入下游产销淡季，开工率呈现明显下滑趋势，预计需求支撑将有所弱化。在供需双减格局之下，虽然供应压力的缓解带来一定的回升动力，但同时需求的转弱将限制其回升空间，预计 PE 短期将维持底部震荡格局。

纯苯-苯乙烯：纯苯继续累库

【盘面回顾】BZ2603 收于 5469 (-61)，EB2602 收于 6737 (-50)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5305 (-30)，主力基差-124 (+31)。下午华东苯乙烯现货 6815 (-50)，主力基差 78 (-)

【库存情况】截至 12 月 29 日，江苏纯苯港口样本商业库存量 30 万吨，较上期累库 2.7 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 2025 年 12 月 25 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 17.18 万吨，较上一周期增加 800 吨，环比增加 0.47%。

【南华观点】

纯苯方面，供应小幅波动；需求端，主力下游苯乙烯，苯酚，苯胺，己二酸开工均有不同程度提升，五大下游折原料纯苯总体需求量明显回升，但中长期看下游仍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，美韩窗口持续打开，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，天津渤化 45 万吨苯乙烯装置计划外停车，近端供应有所收缩；需求方面近期苯乙烯出口商谈较多，供需两端均有利多消息，提振市场情绪。盘面的反弹除了有基本面的利多也有资金配置转变的助推。近期化工板块整体情绪好转，资金开始低位布多，最为明显的是明年预期较好的 PX、PTA，PX、PTA 短时间拉涨明显，同为芳烃品种纯苯、苯乙烯亦跟随上涨。需要注意的是基本面虽有好转但当前仍处于需求淡季，短期盘面迅速拉涨主力而基差是走弱的，并不建议高位追多。后续重点关注苯乙烯出口增量的持续性以及宏观层面“反内卷”进一步动向。

橡胶：夜盘随商品整体回调

【相关资讯】

1、2025 年 11 月，全国规模以上工业企业利润同比下降 13.1%，为 2024 年 10 月以来最低水平，主因基数回升、需求疲软及成本压力；1—11 月累计利润同比微增 0.1%，增速较前 10 个月放缓 1.8 个百分点。1—11 月工业企业利润累计增速 0.1%，延续 8 月以来的增长态势，但较前 10 个月（1.9%）明显回落。

2、据隆众资讯统计，截至 2025 年 12 月 28 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 52.48 万吨，环比上期增加 0.96 万吨，增幅 1.87%。保税区库存 8.14 万吨，增幅 2.25%；一般贸易库存 44.34 万吨，增幅 1.80%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率减少 0.54 个百分点，出库率减少 0.08 个百分点；一般贸易仓库入库率减少 1.08 个百分点，出库率增加 0.38 个百分点。

【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，但目前市场分歧出现，夜盘大部分商品价格回调。11 月规上工业企业利润同比大幅下滑，利空后期下游需求预期。

天胶基本面方面，从泰国进口天然橡胶边际减少，供应压力预期有所缓解，对天胶价格有所支撑。目前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。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。橡胶整体基本面仍承压，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。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。

顺丁橡胶偏强震荡，之前受“替代需求”预期驱动进一步上涨，然夜盘跌幅较大。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，相比前一周，国内主流丁二烯现货价格普涨 300 元/吨左右。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。下游需求尚无明确利好驱动，下游轮胎厂开工小幅分化，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，短期或有回调。深浅胶价差正套持有。RU1-5 月差重心或维持平水波动。合成橡胶后续上涨承压，谨慎为主，关注天然橡胶与合成橡胶的价差。目前波动率较高，可考虑卖出深度虚值期权或采用价差策略。

玻纯&烧碱：窄幅震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约昨日收于 1181，-1.58%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 140.66 万吨，环比上周四-3.19 万吨；其中，轻碱库存 73.21 万吨，环比上周四-0.34 万吨，重碱库存 67.45 万吨，环比上周四-2.85 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，前期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 1051，-0.57%

【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 2232，1.59%

【南华观点】

近几日烧碱从低位有所反弹，一方面，我们认为是整体市场情绪有多好转，带动部分低估值品种上涨；另一方面，烧碱的主要下游氧化铝今日受到供给侧消息而大涨，烧碱有跟涨的成分。现实角度来看，目前烧碱仍处于弱现实的状态里，现货端局部跌价且尚未见底，叠加淡季背景上游去库也并不顺利，低价下投机需求未有明显的改善。因此，烧碱虽然估

值不高（最近液氯小幅走弱也有影响），但基本面似乎并不构成驱动，需求端也有进一步走弱的预期。预计烧碱宽幅震荡，基本面驱动不强。

原木：上下均无驱动，震荡

【盘面】lg2603 收盘于 776（-0.5），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），长三角地区现货涨价，6 米中 A 770 元/方（+10）。

【估值】仓单成本约 800 元/立方米（长三角+10），787 元/立方米（山东）。

【库存】截止 12 月 19 日，全国库存量 260 万方（-12）。

【核心矛盾】

截止 12 月 19 日，全国库存 260 万方，环比持续去库 12 万方。日均出库量 6.15 万方，环比下降 0.14 万方。现货方面，不同的统计口径有一定的差异，根据原木通的数据显示，周一（12.22 日）岚山地区多种规格现货出现下调，3.9 米中 A 主流价为 730 元/方（-5），5.9 米中 A 主流价为 760 元/方（-5），5.9 米小 A 主流价为 700-710 元/方（-5）。木联数据显示，本周山东地区价格不变，长三角地区 4/6 米中 A，6 米小 A 分别上涨 10 元/方。上三角地区的价格上涨主要受到低库存的影响，6 米中小 A 相对缺货。

盘面上，周度波动率维持常态的较低水平，波动在 765-785 元/方之间。主力合约 lg2603 持仓 1.1 万手，加权来看属于资金流出状态。01-03 价差收盘于-10.5，波动不大。目前盘面的矛盾依然不明显，驱动相对不足。低库存的背景之下，具备一定的涨价条件，但下游受到需求的限制，接受度又相较一般，空间不大。策略上来看，可以考虑期权双卖策略，卖出 lg2603-p-750，lg2603-c-800 的头寸。

丙烯：关注边际变化

【盘面动态】PL2603 盘面收于 5781（-12）；PP-PL 主力价差 493（-6）

【现货反馈】山东均价 5725（-10），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，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）、边舒扬（Z0012647）、张博（Z0021070）、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 12150 日环比+0.5%

【现货报价】全国生猪均价 12.41 (+0.2) 元/公斤，其中河南 12.58 (+0.16) 元/公斤、四川 12.67 (-0.04) 元/公斤、湖南 12.43 (+0.37)、辽宁 12.17 (+0.18) 元/公斤、广东 12.78 (+0.43) 元/公斤。

【现货情况】

北方涨势明显,目前市场整体猪源有限,中大猪溢价程度高,刺激市场惜售状态增强;集团成交率明显好转,竞拍价格连续走高,存在竞价企业转定价销售。市场推涨情绪浓厚,短期形成明显价格拉力。

南方市场猪价走强提振,华南市场多数开始涨价,华中及西南已连续上涨两日,涨价原因主要以下几点:一是部分集团公司前期出栏进度偏快后,导致月底供应短时收紧;二是市场中猪在经历前期抛压后减少,带动标猪价格上行;三是,南方正值消费旺季,需求端提振仍存。

【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：近强远弱

【盘面回顾】外盘继续走弱,内盘跟随回吐涨幅,进月继续保持强势。

【供需分析】对于进口大豆,近月现实压力可能会持续压制盘面,但近期传出港口大豆通关延迟消息,使得油料整体开启反弹。对于进口大豆,买船成本方面看,巴西升贴水在外盘走弱后保持坚挺,总体支撑国内买船成本。量级方面看,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,但由于榨利表现一般,整体买船情绪较前期有所降低,故目前 12 月预估到港 750 万吨,1 月 600 万吨,2 月 500 万吨左右。仅从到港量来看,在明年一季度同比往年或存在一定供应缺口,但目前国内开启采购美豆窗口后,国家或将以轮储形式对远月供应添加增量。所以总的来看,近期弱现实依旧是压制盘面反弹高度的主要因素,但阶段性供应缺口或延迟到港问题将影响国内进口大豆整体供应节奏,使得盘面出现阶段性反弹。

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,但由于大豆后续供应节奏问题,部分油厂出现停机现象;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,澳菜籽压榨进度不及预期,盘面有所反弹;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,全国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,故认为反弹高度有限。

【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走强;菜粕关注澳菜籽压榨进度。

【策略观点】轻仓尝试正套。

油脂：产地缺乏明确上行驱动，油脂延续震荡

【盘面回顾】国际间缺乏上行驱动，国内油脂震荡为主，棕榈油菜油相对板块偏强，豆油较为弱势。

【供需分析】棕榈油：据 MPOA 数据 12 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量预估下降 7.44%，减产季节到来有望加速去库。印尼 B50 预计在 26 年后半年推行，基本符合市场预期，短期虽缺乏利好但支撑棕榈油长期需求。美国 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，且新作长势良好，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，去库缓慢压制盘面。

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，如中加关系明朗则可能加剧国内菜油供应过剩局面。

【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：回调震荡整理

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，空头回补支撑。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】据美国农业部报告，截至 12 月 25 日，美国 25/26 年度棉花累计分级检验 255.35 万吨，82.7% 的皮棉达到 ICE 期棉交割要求。

【郑棉信息】截至 2025 年 12 月 28 日，全国新年度棉花公证检验量累计 620.36 万吨，近日平均日度公检量降至 5 万吨左右，国内棉花商业库存显著回升，但在上年度低库存的现实基础与新年度低进口的未来预期下，国内新年度整体供应增幅缩窄，现货价格坚挺，而下游内需在宏观政策支持下呈温和增长的态势，外需在中美关税的下调下得到支撑，使得新年度国内棉花供需预期偏紧，同时，本年度为三年一定的目标价格补贴政策的一年，在新疆粮食保供方针及新疆水资源问题下，市场对明年疆棉面积缩减的预期较强。

【南华观点】短期市场受新年度供需偏紧及明年产量下滑的强预期情绪主导，但当前新季目标价格补贴政策的调整尚存不确定性，未有官方文件及具体政策落地，且近期坯布端走货不畅的现状逐渐向纱线端反馈，棉纱流通放缓，棉价强势上涨但棉纱跟涨乏力，纱厂纺纱利润受到挤压，开机率小幅下滑，同时随着内外棉价差的不不断扩大，需关注未来进口纱的替代情况，在估值修复及现实走弱下，短期需谨防棉价回调，但目前下游整体库存压力尚且不大，回调幅度或有限，关注下游订单情况，中长期来看，在供给预期不变的情况下，棉价仍存上涨空间，关注政策端变化。

白糖：反弹力度衰减

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一收高，进一步上涨空间料受限。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。

【现货报价】南宁中间商站台 5360 元/吨。昆明中间商报价 5200-5240 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. 截至 11 月，巴西北部 and 东北部甘蔗压榨量为 3250 万吨，较上年同期减少 9%。

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】短期糖价进一步向上压力有所增大。

鸡蛋：淘鸡进行时

【期货动态】主力合约 JD2602 收于 2941，日环比-0.54%

【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：短期上方承压

【期货动态】昨日苹果期货下跌，短期上方存在压力。

【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】目前新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 6 车，客商按需采购，市场成交 1-2 车左右；河北崔尔庄市场到货充足，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 29 日郑商所红枣期货仓单录得 1171 张，较上一交易日增加 79 张，有

效预报录得 1047 张。据钢联统计，截至 12 月 25 日，36 家样本点物理库存在 15898 吨，周环比减少 210 吨，同比增加 37.17%。

【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。