

金融期货早评

宏观：关注地缘风险

【市场资讯】1) 美国空袭委内瑞拉，持续一小时，特朗普称抓获马杜罗及其夫人。与马杜罗关系密切的 CIA 线人，为美军通风报信。特朗普称将“管理”委内瑞拉直至实施“安全”过渡，深度介入石油产业。2) 外交部发言人就美国强行控制委内瑞拉总统马杜罗夫妇答记者问。

中方呼吁美方确保马杜罗总统夫妇人身安全，立即释放马杜罗总统和夫人，停止颠覆委内瑞拉政权，通过对话谈判解决问题。3) 俄罗斯强烈敦促美国释放马杜罗。4) 伊朗最高领袖：应与抗议者进行对话，但骚乱行径必须得到制止。特朗普威胁“干涉伊朗骚乱”，伊朗高官回应：美国干涉伊朗内部事务将“破坏整个地区稳定”。5) 商品基准指数“重置”在即，面临抛售风险，金银开年“冲高回落”。

【核心逻辑】国内方面，12月制造业 PMI 录得 50.1%，自 4 月以来首次重返扩张区间，大幅超季节性预期，表现显著强于市场预期。其核心驱动为供需两端同步回暖，价格端显示反内卷政策对价格企稳回升作用关键，建筑业 PMI 亦受天气与施工进度因素推动明显反弹。整体来看，PMI 超预期表现源于企业政策预期与前期政策性金融工具落地，后市需关注超长期特别国债资金支撑及后续财政政策节奏。海外方面，短期核心关注下任美联储主席人选及公布时点，当前哈塞特呼声较高。时点若提前或利多有色金属，但仍面临大宗商品指数参数调整、保证金上调等利空，白银市场多空交织，策略上建议持仓者止盈离场，未持仓者等待回调入场。

人民币汇率：美国“闪击”委内瑞拉

【行情回顾】12月 31 日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.989，较上一交易日上涨 11 个基点，夜盘收报 6.9879，2025 年累计上涨 3098 个基点。当日人民币对美元中间价调升 60 个基点，报 7.0288，2025 年累计调升 1596 个基点。元旦期间，美元指数运行于 98 附近，在岸人民币对美元汇率持续企稳于 7.0 下方。

【重要资讯】美国总统特朗普称，美方已成功对委内瑞拉实施打击，抓获委内瑞拉总统马杜罗及其夫人，并带离委内瑞拉。中国外交部发言人就美国对委内瑞拉实施军事打击答记者问称，美方的这种霸权行径，严重违反国际法，侵犯委内瑞拉主权，威胁拉美和加勒比地区和平与安全，中方坚决反对。敦促美方遵守国际法及联合国宪章宗旨和原则，停止侵犯别国的主权安全。联合国秘书长古特雷斯对委内瑞拉近期局势升级深感震惊。联合国安理会将于当地时间 1 月 5 日 10 时就美国对委内瑞拉军事行动举行紧急会议。

【核心观点及逻辑】元旦假期，美国对委内瑞拉实施大规模特别军事行动，通过空袭关键设施并抓捕总统马杜罗及其夫人完成“闪击”，导致南美局势急剧升级。我们认为，此事件并非简单局部摩擦，而是美国“门罗主义 2.0”战略升级的关键落地，核心诉求是重塑西半球地缘格局。从市场传导逻辑看，该事件引发全球避险情绪激增，推高市场风险溢价，资金或将涌入传统避险资产，预计短期内美元指数获阶段性支撑呈偏强运行态势。但中长期看，美国单边军事行动或加速美元信用损耗，且委内瑞拉原油产能短期难以恢复，难以改变美元长期走势核心逻辑。因此，美元大概率呈现短多长空格局。具体到美元兑人民币即期汇率，后续人民币相对于美元温和升值仍是大概率事件，但趋势非线性。结合历史规律与季节性因素来看，本轮汇率升值的斜率或将在 2026 年春节前后趋于平缓，并转入震荡整理阶段，这主要受 2 月美元指数阶段性反弹、节后企业结汇需求减弱压制。同时，内部经济基本面支撑不足、政策层面限制过快升值等约束仍存，需警惕市场情绪引发的汇率超调风险。总上，即便汇率突破 7.0 关口，也属短期交易性波动，非趋势性单边行情的开端。

【风险提示】全球贸易摩擦意外升级、地缘政治事件频发、汇率超预期波动、央行外汇政策

股指：资金面趋松增强驱动，上行扰动变量较多

【市场回顾】

上个交易日股指整体震荡，除中证 500 指数收涨外，其余指数均收跌。期指方面，IH 小幅放量下跌，其余品种缩量下跌。

【重要讯息】

1. 美国空袭委内瑞拉，持续一小时，特朗普称抓获马杜罗及其夫人。与马杜罗关系密切的 CIA 线人，为美军通风报信。特朗普称将“管理”委内瑞拉直至实施“安全”过渡，深度介入石油产业。

【行情解读】

跨年后资金面边际趋松，叠加公募基金开年布局需求，资金面环境对股指形成支撑，同时政策托底力度持续，12 月中央经济工作会议定调后，国补扩围、房地产增值税调整等配套政策落地，强化市场对稳增长的预期。近期重点关注美联储主席提名落地与 1 月末议息会议，美国就业、通胀数据将扰动降息预期，成为股指主要波动来源，此外 A 股当前估值分位偏高，需警惕若业绩预告不及预期或引发高估值板块回调。跨年期间地缘政治冲突升级，或压制市场风险偏好。因此短期股指预计偏强，但上行空间受多重因素扰动限制。

【南华观点】短期股指预计震荡偏强

国债：短期具备积极因素

【市场回顾】节前期债持续下跌，TL 甚至创出新低。跨年资金面整体平稳，唯最后一日偏紧。节后首个银行间交易日，DR001 下行至 1.24 %附近，现券收益率普遍下行。

【重要资讯】1.《求是》刊发的特约评论员文章《改善和稳定房地产市场预期》，提出政策力度要符合市场预期，政策要一次性给足，不能采取添油战术，导致市场与政策陷入博弈状态。2.证监会发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，2026 年 1 月 1 日起正式施行。3.美国对委内瑞拉实施大规模打击，已抓获委总统马杜罗及其夫人并将他们带离委内瑞拉。

【核心观点】节前最后一日，监管发布了《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》。市场关心的债基赎回费率落定，新规对于机构投资者持续持有期限满 30 日的债基可免赎回费，相较征求意见稿宽松了不少，有利于债市反弹。此外节日期间美国对委内瑞拉实施军事袭击，可能给节后 A 股市场带来一定负面影响，债市或因此受益。今日期债预计高开，关注市场反弹强度与持续性。

【策略建议】中期多单继续持有，节前布局的交易性多单视情况止盈。

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：避险、地缘、调参抛压三因素共振，铂钯价格波动或将持续加剧

第一章 核心矛盾及后市展望

1.1 核心矛盾

上周铂钯巨幅震荡，NYMEX 铂主连周内下跌 13.22%至 2161.8 美元/盎司，NYMEX 钯主连下跌 16.20%至 1695.5 美元/盎司，上周价格运行因前期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，引发部分获利盘在节假日获利了结。

短期来看，1 月中旬前贵金属板块价格或将围绕特朗普周末对委内瑞拉的闪电战和被动指数年度调参带来的贵金属板块的抛压展开。1 月 3 日凌晨美军对委内瑞拉实施闪电打击，抓获马杜罗夫妇，引发地缘风险升温并为贵金属注入短期避险溢价，由于在周末，影响尚未在盘面充分释放。另外，由于黄金、白银在 2025 年创下自 1979 年以来表现最佳的年度涨势，导致在被动指数（如彭博商品指数）中的权重超过了上限，指数需要在 1 月 8 日至 14 日完成再平衡，意味着被动型基金的集中抛售，将带来巨大技术性卖盘。

成交活跃度方面，11 月以来，铂金与钯金期货市场交易火热，而现货市场则呈现成交低迷的态势，形成鲜明的分化格局。交易所动态方面，上周国内广期所和国外芝商所纷纷发布提高保证金的通知。美国货币政策方面，据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 2026 年 1 月 29 日维持利率不变的概率为 83.4%，降息 25 个基点的概率为 16.6%。汽车以旧换新政策上，国家发展改革委、财政部发布 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策，核心是补贴从定额制改为按新车售价比例核算（设上限），收紧旧车持有要求、限定燃油车 2.0 升及以下排量，实行全国统一标准且更侧重新能源。定价权方面，LME 宣布将于 2026 年年中起正式停止每日两次的铂钯定价拍卖，该决定或将对全球铂金钯金市场的定价机制与流动性格局产生影响，关注其替代定价机制的培育和流动性承接问题。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。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。

*近端交易逻辑（26 年 2 月前）

- 1.部分指数年度调参对贵金属板块形成抛压。
- 2.特朗普对委内瑞拉的“闪电战”。
- 3.美联储降息预期主推黄金价格中枢上抬，在金价“恐高”下带动长线资金配置弱贵金属铂金钯金。
- 4.关注 26 年 1 月 LME 公布的新管理者和过渡细节。
- 5.关注美国商务部 232 调查报告和对俄罗斯未锻造钯的反倾销调查报告的公布。

*远端交易逻辑（26 年 2 月后）

- 1.以旧换新：补贴方式重构，受益结构重塑
- 2.南非电力问题缓和，关注 Eskom 公司分拆重组进度。
- 3.国七进度与欧洲禁燃推迟。

1.2 交易型策略建议

【行情定位】

*趋势判断：高位宽幅震荡

【南华观点】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，铂钯牛市基础仍在。1 月中上旬部分指数调参对贵金属板块带来的抛压，短期警惕回调风险。由于内外盘不连续，铂钯开盘价常参考国外夜盘情况，1.2 铂钯外盘均收一定涨幅，NYMEX 铂 +5.75%，NYMEX 钯 2.67%，投资者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：进入调整 关注非农

【盘面回顾】元旦假期期间，海外贵金属价格整体震荡，节前因交易所提保风控，贵金属整体回调明显。周末期间，海外地缘政局复杂性依旧料对节后贵金属价格形成一定利多，委内瑞拉遭美国突袭，特朗普称马杜罗及其妻子已被抓获；伊朗抗议者与警方爆发暴力冲突。最终周五 COMEX 黄金 2602 合约收报于 4341.9 美元/盎司，+0.02%；COMEX 白银 2603 合约收报于 72.265 美元/盎司，+2.35%。

【交易逻辑】接下来近端看，1 月 8 日起的一周，投资者需密切关注彭博等商品指数权重调整对贵金属的抛压；1 月 9 日则将公布美 12 月非农就业报告，而周内亦将有 ADP 小非农、职位空缺数等数据公布，投资者也需关注 ISM 制造业与非制造业 PMI 等数据与周内美联储官员讲话。其他方面，此前特朗普已宣布计划于 2026 年初公布其选定的美联储主席人选。美国对白银的 232 矿产调查结果有望在 1 月 17 日前公布。远端看，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】短期看贵金属整体调整，黄金关注 4300，然后 60 日均线在 4200 支撑；白银高波下均线偏离仍大，预示调整压力仍存，第一支撑在 20 日均线的 67 附近。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：节日期间外盘铜价波澜不惊，美委事件影响有限

【盘面回顾】元旦期间，外盘铜价波澜不惊。Comex 铜收于 5.69 美元/磅，涨 0.28%；LME 铜收于 12460.5 美元/吨，跌 0.29%。

12 月 31 日，沪铜主力最新报价收于 98240 元/吨，涨 0.84%；国际铜收于 87870 元/吨，涨 0.92%。主力收盘后基差为 550 元/吨，较上一交易日涨 940 元/吨，基差率为 0.56%。沪伦比 30 日为 8.05，25 日为 7.93，跨境比值回升。

【产业信息】1、12 月 31 日，上期所铜期货注册仓单 81775 吨，较前一日增加 10037 吨；上期所铜库存 145342 吨，较前一日增加 33639 吨；1 月 2 日，LME 铜库存 145325 吨，较前一日减少 2100 吨；LME 铜注册仓单 110550 吨，较前一日减少 50 吨，注销仓单 34775 吨。COMEX 铜库存 499841 吨，环比增加 1780 吨。

2、刚果民主共和国（DRC）矿产部数据显示，2025 年 1-9 月铜出口量为 191 万吨，比 2024 年同期的 231 万吨下降了 17.3%。出口量的下降归因于年初矿山的中断。该国矿产部预计 2026 年的产量将降至 300 万吨。它没有给出原因，但 Kamoa-Kakula 等主要矿山今年面临运营挑战。Kamoa-Kakula 是近年来支撑刚果铜产量增长的资产之一，经营 Kamoa-Kakula 的 Ivanhoe 矿业在 5 月份的地震事件导致生产中断后，下调了产量预测。该公司表示，预计 Kamoa-Kakula 在 2025 年的交付量将不超过 42 万吨，低于此前预测的 52 万吨至 58 万吨，中断可能会减少 2026 年刚果铜的出口。

3、南非约翰内斯堡-艾芬豪矿业执行联席董事长罗伯特·弗里兰德、联席董事长郝维宝与总

裁兼首席执行官玛娜·克洛特公布卡莫阿-卡库拉 (Kamoa-Kakula)50 万吨/年一步炼铜冶炼厂在点火烘炉约五周后，也即首次投料一周后，于 12 月 29 日顺利出产第一批阳极铜。冶炼厂产能爬坡将贯穿整个 2026 年度，有望在年底达产。正如 2025 年 12 月 3 日公布，卡莫阿-卡库拉项目 2026 年预计生产 38 万吨 ~ 42 万吨矿产铜，中值为 40 万吨，代表了冶炼厂总产能的 80%。卡莫阿-卡库拉管理团队计划优先通过自有冶炼厂处理 I、II 和 III 期选厂生产的铜精矿。若有剩余的铜精矿，将运至毗邻矿山的科卢韦齐卢阿拉巴冶炼厂代加工。

【南华观点】元旦期间外盘贵金属及其他风险资产表现一般，美委事件对国内开盘影响有限。因此，国内首日开盘跳空可能性不大，但需要关注量价变化，对当前铜价趋势影响。

【南华策略】1、节前 90000-95000 多单继续持有；2、95000-100000 区间高抛低吸，量价共振时逢低买入并持有；3、10W 上方暂不建议新建多单。

锌：上方空间有限

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 23275 元/吨。其中成交量为 15.49 万手，持仓 8.65 万手。现货端，0# 锌锭均价为 23320 元/吨，1# 锌锭均价为 23250 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锌价宽幅震荡。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 Ime 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

锡：高价负反馈来临

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 32.23 万元每吨；成交 38.5 万手；持仓 8.79 万手。现货方面，SMM 1# 锡价 326450 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价多空博弈加剧，整体呈宽幅震荡，但技术面看偏弱运行。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：关注下游补库节奏

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 121580 元/吨，日环比 +0.86%。成交量 39.24 万手，日环比 -14.60%；持仓量 49.01 万手，日环比 -2.11 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 20281 手，日环比 +790 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪转好。锂矿市场价格小幅走强，澳洲 6% 锂精矿 CIF 报价为 1548 美元/吨，日环比 +0.19%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 118500 元/吨；电池级氢氧化锂报价 110300 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 +0.26%，三元材料报价变动 +0.45%；六氟磷酸铁锂报价变动 +0%，电解液报价变动 +0.70%。

【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，储能、新能源乘用车和商用车下游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多的机会。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，工业硅关注供给端扰动

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8860 元/吨，日环比变动-0.17%。成交量约 22.52 万手（日环比变动-38.50%），持仓量约 20.39 万手（日环比变动-1.22 万手）。SI2602-SI2605 月差为 Contango 结构，日环比变动+20 元/吨。仓单数量 10231 手，日环比变动+204 手。

多晶硅期货主力合约收于 57920 元/吨，日环比变动+0.05%。成交量 2.35 万手（日环比变动-44.82%），持仓量 7.63 万手（日环比变动-0.69 万手），PS2602-PS2605 月差为 Contango 结构，日环比变动-880 元/吨；仓单数量 4030 手，日环比变动+10 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场表现一般。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 22450 元/吨，日环比+0.67%。

光伏产业现货市场表现好转，价格整体上扬。N 型多晶硅复投料 53 元/kg，日环比+0.95%；N 型硅片价格指数 1.35 元/片，日环比+3%；Topcon-183 电池片报价 0.39 元/瓦，日环比+2.63%；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 0.669 元/瓦，日环比+0.15%。

【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。

多晶硅产业链价格整体上扬，关注后续上涨持续性，和终端中标情况。

铅：回归基本面

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17355 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17125 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，铅价受白银情绪消退后下坠，超跌后被多头接回。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，国内库存处历史低位运行。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：产量微增，维持弱势震荡格局

【盘面回顾】上周钢材震荡

【核心逻辑】钢材基本面方面，成材随着近期利润的边际好转，减产驱动明显减弱，铁水产量止跌为稳，成材产量环比小幅增加，下游消费需求受到元旦节前弱补库需求释放，以及制造业年末备货和出口冲量，需求环比回升，但节后需求预计逐步走弱，整体看成材自身基本面矛盾不大，仍维持去库的趋势。但后续铁水产量继续回升增加，下游成材在淡季需求难以承接，可能出现累库的可能性。铁矿港口库存继续累库，但钢厂库存偏低和铁水止跌为稳的背景下，向下和向上的空间均或有限，维持震荡格局。甘其毛都通关量节假日后仍维持在高位，甘其毛都口岸库存仍维持累库趋势，矿山开工率下滑生产放缓，但矿山精煤库存积压累库，港口库存也呈现累库趋势，焦煤的供应相对宽松，维持弱稳的状态，限制焦煤的上涨空间。

【南华观点】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：库存继续累积

【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.Mysteel 统计全国 47 个港口进口铁矿库存总量 16721.79 万吨，环比增加 101.83 万吨；日均疏港量 340.21 万吨，增 11.45 万吨。分量方面，澳矿库存 7309.15 万吨，增 134.89 万吨；巴西矿库存 6016.25 万吨，降 102.31 万吨；贸易矿库存 10833.52 万吨，增 51.91 万吨；粗粉库存 12883.58 万吨，增 166.88 万吨；块矿库存 2147.03 万吨，降 14.63 万吨；精粉库存 1334.18 万吨，降 40.86 万吨；球团库存 357.00 万吨，降 9.56 万吨。在港船舶数量 109 条，增 4 条。

Mysteel 统计全国 45 个港口进口铁矿库存总量 15970.89 万吨，环比增加 112.23 万吨；日均疏港量 325.21 万吨，增 10.15 万吨；在港船舶数量 105 条，增 2 条。2.本周（1月1日），铁水产量 227.43 万吨，+0.85 万吨，同比去年增加 2.23 万吨

【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：四轮提降全面落地

【盘面回顾】煤焦盘面震荡运行，焦炭四轮提降全面落地，焦煤现货继续下探

【信息整理】

1. 1月4日 Mysteel 煤焦：节前山东及江苏地区焦企计划上调准一级冶金焦基准价格，涨幅 20-30 元/吨，自 2026 年 1 月 1 日起执行。下游反应分化明显，部分钢厂已接受涨价，已于 1 日开始执行，部分钢厂态度较抵触，焦企仍在积极协商。

2. 1月4日甘其毛都口岸正常闭关，蒙古国煤炭短盘运费价格指数延用前一通关日，报价 70.0 元/吨。

【核心逻辑】本周钢联口径矿山减产累库，下游独立焦企增加原料采购，钢厂焦企原料库

存变化不大，整体来看，焦煤库存结构环比改善。进口端，年末蒙煤冲量结束，目前口岸监管区库存压力仍然较大。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，焦炭四轮提降落地，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。终端钢厂检修量减少，铁水产量企稳反弹，对原料的采购需求有所增加。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：短期或回调，但下方成本支撑

【盘面回顾】上周铁合金震荡偏强，硅铁主力收 5672，硅锰主力收 5920

【核心逻辑】上周铁合金维持震荡偏强的走势，核心的主要逻辑仍然没有改变，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下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。但上周硅锰和硅铁产量均小幅增加，硅铁环比上周增加+0.4%，硅锰产量环比上周增加+0.59%，一方面在于铁合金利润底部边际反弹，另一方面下游钢材产量的环比增加和铁水产量的止跌为稳。库存端受到产量环比增加的影响，硅铁去库斜率放缓，上周硅铁库存环比增加+1.17%，硅锰库存环比增加+1.9%，硅锰库存基数大为近 5 年库存最高水平，去库压力较大。

【南华观点】目前随着铁合金产量的增加，和库存继续累库趋势下，可能会压制震荡上涨的节奏，铁合金回调，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泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

纸浆-胶版纸：节前持仓缩减，期价震荡延续

【盘面回顾】：节前纸浆期货（SP）价格先偏震荡，后有所回落；胶版纸（双胶纸）期货（OP）价格整体偏震荡。

【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 4950-5400 元/吨（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】：针叶浆现货市场再度维稳，主力合约基差（俄针）为-132 元/吨。总体来看，当下行情仍偏中性。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，带来小福利多影响。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

阔叶浆价格上涨 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 281.38 元/吨。当前期价上行，一方面来自于成本端——作为胶版纸重要原料的阔叶浆现货价格整体偏上行，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：地缘或带来短期支持

【盘面动态】LPG2602 盘面收于 4132 (+35)；FEI M1 收于 505 美元/吨，CP M1 收于 515 美元/吨，MB M1 收于 322 美元/吨

【现货反馈】华东均价 4397 (+21)，山东均价 4360 (+60)，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 54.94% (-1.28%)，不含大炼化利用率为 50.9% (-1.42%)，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】假期期间海外市场动荡，美委冲突、伊朗内乱、俄乌冲突，阶段性或对原油价格提供支撑，短期原油风险溢价有抬升预期。丙烷方面，中东发运依然偏低，但美国库存在过去一周逆季节性上涨仍给价格带来一些压力。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 端虽维持亏损状态，但开工仍上行至 76.36%，短期依然没有检修反馈。短期关注下海外事件的后续以及国内 PDH 可能的检修。

PTA-PX：地缘扰动，随成本波动

【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，PXM 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】：周三甲醇 05 收于 2223

【现货反馈】：周三远期部分单边出货利买盘为主，基差 05-20

【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】：假期期间海外市场动荡，美委冲突、伊朗内乱，阶段性或对原油价格提供支撑，短期风险溢价有抬升预期。在经历了近期的基本面偏弱后，甲醇迎来急速拉升，主要导火索来自特朗普发文有可能重启伊朗制裁，市场对伊朗装置担忧再起，但最主要的改变点在于累库预期的转变。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。05 合约再往后看，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，甲醇大概率开启震荡上行阶段。

PP：关注成本端支撑

【盘面动态】聚丙烯 2605 盘面收于 6348 (+27)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6060 元/吨，华东现货价格为 6140 元/吨，华南现货价格为 6230 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】从宏观层面看，元旦期间美国对委内瑞拉发动军事行动，这或将造成原油的短期

走强，带动聚烯烃上涨。从 PP 基本面看，在供应端，PDH 装置利润仍处于低位，加之昨天 1 月 CP 价格公布，高于预期 10-15 美元，因此后续装置停车检修的预期依然偏强。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 近期矛盾有所减弱，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。

PE：地缘冲突或带来短期扰动

【盘面动态】塑料 2605 盘面收于 6472 (+11)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6290 元/吨，华东现货价格为 6380 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%；中游社会库存上升 1%。

【观点】从宏观层面看，元旦期间美国对委内瑞拉发动军事行动，这或将造成原油的短期走强，带动聚烯烃上涨。从 PE 基本面看，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。

沥青：供给扰动，短期裂解或偏强

【盘面回顾】截止 12 月 31 日，BU2603 收于 3036 元/吨。

【基本情况】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 万吨为 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】此次冲突的核心是美国以“缉毒”为由升级制裁与军事行动，并于 1 月 3 日采取“斩首行动”逮捕马杜罗。美委矛盾的根源在于多重长期因素的叠加，其中对石油资源控制权的争夺也是关键因素之一。针对此次美委冲突，主要有以下影响：短期供应受阻，重质原油溢价凸显。回顾 2025 年，委内瑞拉原油月均出口量约为 75 -80 万桶/日，主要流向中国，油种以高硫重质原油为主。当前报道显示，委内瑞拉原油出口港口封闭，短期物理性中断已成事实。对于依赖重质原油加工副产物(如沥青，燃料油)的细分领域，成本传导更为直接，短期价格涨幅可能超过原油本身。影响最直接的沥青，短期因重质原油禁运力度可能进一步升级，对原料和成本端的冲击或进一步凸显，因此沥青开盘走强的确定性相对较高。

尿素：远月买入

【盘面动态】：周三尿素 05 收盘 1745

【现货反馈】：假期国内尿素行情继续盘整，个别窄幅下调 10 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1570-1690 元/吨。委内瑞拉空袭事件在市场发酵，出于对大宗及期货市场涨价担忧，市场情绪突变，工厂陆续停售。节后复合肥、工需、区域农需备货均有恢复迹象，预计近几日尿素工厂挺价为主，部分价格将开始反弹。

【库存】：2025 年 12 月 24 日，中国尿素生产企业库存量 106.89，减少 11.08 万吨，环比减少 9.39%。中国尿素港口样本库存量 17.7 万吨，环比增加 3.0 万吨，环比涨幅 28.2%。

【南华观点】：从投产格局以及产业周期来看，尿素仍然处于不断释放新增产能导致供应过剩的阶段，在这样的阶段下，尿素 2026 年的价格中枢将进一步下移，但下跌的过程中受到出口政策的托底，总体来看 2026 年尿素价格将依靠出口政策缓解压力。需求节奏来看，上半年对应农需旺季，大概率暂停出口，上半年尿素行情将依据需求节奏涨跌，进入下半年后，依靠出口政策缓解国内供应压力，价格走势偏政策主导。对于尿素 05 合约而言，对应国内需求旺季，存有涨价预期，具体节奏来看，大概率在 2026 年春节前一个月迎来启动，顶部区间参考 1850-1950 之间，需要注意的是农需节奏存在波段性，建议尝试买入远月合约。

玻璃纯碱烧碱：震荡为主

纯碱：

【盘面动态】 纯碱 2605 合约昨日收于 1209，-0.33%

【基本面信息】

本周纯碱库存 140.83 吨，环比周一+0.17 万吨，环比上周四-3.02 万吨；其中，轻碱库存 73.22 万吨，环比周一+0.01 万吨，环比上周四-0.33 万吨，重碱库存 67.61 万吨，环比周一+0.16 万吨，环比上周四-2.69 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 1087，0%

【基本面信息】

截止到 20251231，全国浮法玻璃样本企业总库存 5686.6 万重箱，环比-175.7 万重箱，环比-3.00%，同比+28.96%。折库存天数 25.6 天，较上期-0.9 天。

【南华观点】

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，比如前期关于湖北石油焦产线改气的消息，关注后续供应预期的变化。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 2242，-1.36%

【南华观点】

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：01 合约交割前深贴水

【盘面】lg2603 收盘于 776 (+0)，持仓 1.1 万手。01-03 价差为 -40.

【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】

01 合约的最后一个交易日，还是上演了深贴水剧情，看来买方是真不愿意接货。

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。

波动空间很有限，上下无驱动，建议观望为主。真要想操作，可运行小间隔的网格策略。

丙烯：关注边际变化

【盘面动态】PL2603 盘面收于 5835 (+42)；PP-PL 主力价差 513 (-15)

【现货反馈】山东均价 5730 (+5)，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】假期期间海外市场动荡，美委冲突、伊朗内乱、俄乌冲突，阶段性或对原油价格提供支撑，短期原油风险溢价有抬升预期。PDH 端维持亏损状态，短期依然没有更多的检修出来 (1 月份关注下可能的检修)，开工预期维持在 70% - 75%。基本上看，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，现货价格上行仍有压力，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。短期可能受到成本短影响价格有抬升预期，但在基本面有明确改善前，预期空间相对有限。

以上评论由分析师凌川惠 (Z0019531)、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:有所支撑

生猪:

【期货动态】2025年12月31日LH2603收于11795日环比+0.04%。

【现货报价】元旦前湖南省内出栏均价12.80元/KG，日环比+12.08%，广东出栏均价13.55元/KG，日环比+11.89%，河南出栏周均价12.56元/KG，环比+7.63%，山东地区出栏均价13.05元/KG，日环比+9.48%。

【现货情况】

上周全国出栏平均体重为128.66KG，较前一周下降1.04KG，环比降幅0.80%，交易均重下滑，整体出栏积极性较强，大猪出栏量级下降。12月下旬二次育肥补栏积极性阶段性提高。在冬至前，生猪价格走弱期间，部分市场二次育肥进场情绪提升对生猪底部价格形成一定支撑。涌益咨询数据显示，多数市场下旬二次育肥栏舍有所提升，仅有少数市场栏舍下降，主要是西南以及江西区域。

【南华观点】

随着春节临近，备货量增加，消费端推动生猪价格小幅上涨，刺激部分地区二次育进场量增加，或将短期内推动生猪价格小幅上涨。同时，随着全国平均出栏体重下降或将缓解部分地区生猪供应存量，对短期生猪价格形成一定支撑。

油料：近强远弱

【盘面回顾】假期间外盘继续走弱，油厂停机整体开机下滑，大豆库存继续季节性回落，预计近强远弱格局延续。

【供需分析】对于进口大豆，明年二季度到港压力持续压制盘面主力合约整体高度，但近月港口大豆通关延迟消息，使得现实端油料整体开启反弹。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1月预估到港600万吨，2月500万吨，3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，明年巴西供应压力依旧是压制盘面主力反弹高度的主要因素，但后续近月阶段性供应缺口或延迟到港问题将影响国内进口大豆现货整体供应节奏，使得近月合约出现阶段性反弹。

对于国内豆粕，供应方面，全国进口大豆港口与油厂库存边际去库，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，叠加巴西产量压制出口需求预期，盘面继续弱势震荡；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】35 正套持有。

油脂：地缘冲突下预计小幅走强

【盘面回顾】元旦假期间南美地缘冲突局势紧张，或提振国际油价，国内油脂节后有望得到提振。

【供需分析】棕榈油：据 SPPOMA 数据，12 月 1-31 日马来西亚棕榈油产量预估下降 8.07%，但出口也下降约 6%，库存压力依然较大。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。

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。国内一季度大豆到港下降，关注通关进度是否影响短期供应。

菜油：加菜籽新作产量同比大幅增长，全球菜籽供应宽松，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】节后油脂有小幅走强可能，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】元旦假期间，洲际交易所（ICE）期棉下跌近 0.5%，美元走强，棉价承压。

【外棉信息】据统计，截至 2025 年 12 月 18 日，美国累计净签约出口 25/26 年度棉花 148.8 万吨，达到年度预期出口量的 56.03%，其中中国累计签约进口 25/26 年度美棉 6.6 万吨，占美棉已签约量的 4.44%。

【郑棉信息】截至 2026 年 1 月 3 日，全国新年度棉花公证检验量累计 649.46 万吨，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，下游随着国内纺纱产能扩张，且新疆纱厂维持高负荷运行，棉花刚需消费提升，内需或在宏观政策支持下保持温和增长的态势，而中美关税的下调有利于我国纺服出口的恢复，因此新年度国内棉花供需预期偏紧，同时，本年度为三年一定目标价格补贴政策的最后一年，在新疆粮食保供方针及新疆水资源问题下，市场对明年政策调整的预期较强，下年度疆棉面积或有缩减的可能。

【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:原糖回落

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五下跌，受供应忧虑压制。

【现货报价】南宁中间商站台 5340 元/吨。昆明中间商报价 5200-5220 元/吨。

【市场信息】1. 据印度全国合作糖厂联合会有限公司（NFCSF）发布的数据显示，截至 2025 年 12 月 31 日，印度糖厂已压榨甘蔗 1.33921 亿吨，而上一榨季同期的压榨量为

- 1.10187 亿吨。本榨季截至目前共有 499 家糖厂开榨。
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，巴西北部和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。
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。

【南华观点】预计今日郑糖价格小幅低开，整体受外盘下跌压制。

苹果：淡季回落

【期货动态】节前苹果期货上涨，短期维持震荡。

【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 31 日，全国主产区苹果冷库库存量为 733.56 万吨，环比较少 10.47 万吨。山东产区库容比为 52.42%，环比减少 0.56%。陕西产区库容比为 56.15%，环比减少 0.69%。甘肃产区库容比为 58.06%，环比减少 1.51%。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：低位震荡

【产区动态】目前新枣收购处于扫尾阶段，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 8 车，客商按需采购，河北崔尔庄市场到货 8 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 31 日郑商所红枣期货仓单录得 2120 张，较上一交易日增加 778 张，有效预报录得 422 张。据钢联统计，截至 1 月 4 日，36 家样本点物理库存 15649 吨，周环比减少 249 吨，同比增加 38.34%。

【南华观点】短期红枣价格或处于低位震荡，关注下游采购情况，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）、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。