

## 金融期货早评

### 宏观：A股首个交易日迎“开门红”

**【重点行情回顾】**前一交易日，国内商品期市收盘涨跌参半，贵金属涨幅居前，钯金涨8.88%，铂金涨6.48%，沪金、沪银均涨超1%。新能源材料多数上涨，碳酸锂涨7.74%。基本金属全部上涨，沪铝涨3.98%。国际贵金属期货普遍收涨，伦敦基本金属全线上涨；美油主力合约收涨1.8%，报58.35美元/桶；布伦特原油主力合约涨1.76%，报61.82美元/桶。

**【市场资讯】**1) 证监会召开资本市场财务造假综合惩防体系跨部门工作推进座谈会。会议认为，资本市场财务造假综合惩防体系建设已进入深化落实的关键阶段，必须坚持问题导向和系统思维打好综合惩防“组合拳”。2) 美国总统特朗普再对印度发出“加税”威胁。特朗普表示，如果新德里不满足华盛顿限制购买俄罗斯石油的要求，美国可能会提高对印度的关税。3) 2026年FOMC票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，目前美国利率水平可能已接近对经济既不产生刺激、也不形成抑制的“中性利率”，未来美联储政策走向将取决于最新经济数据。4) 美国2025年12月ISM制造业指数从48.2小幅下降至47.9，已连续10个月低于50，并创下自2024年10月以来新低。新订单已连续第四个月收缩，出口订单仍然疲弱。就业人数连续第11个月下降。5) 日本央行行长植田和男表示，若经济及物价走势符合央行预期，日本央行将继续加息。6) 委内瑞拉局势——①据悉约有十余艘满载石油的油轮在关闭定位系统的情况下驶离委水域，同时雪佛龙油轮恢复输油至美国。②瑞士政府：冻结马杜罗及其亲信在瑞士的资产。③罗德里格斯就任委内瑞拉代总统。④面对美国威胁，哥伦比亚总统称将“拿起武器”。⑤马杜罗对美方所谓指控当庭表示不认罪，法官要求马杜罗3月17日再次出庭参加听证。

**【核心研判与传导逻辑】**短期宏观面呈现政策红利释放、经济基本面回暖、人民币升值与地缘扰动并存的多元特征，期货市场也因此处于政策发力、经济复苏与流动性宽松的共振阶段。从具体驱动逻辑来看，政策红利的持续释放体现为“两重”“两新”投资拉动基建及工业品需求，同时消费端提振政策为下游板块形成支撑；经济基本面回暖则通过中国PMI指数回升进一步强化商品市场的基本面支撑，而全球流动性宽松格局下人民币升值趋势，既利好进口依赖型品种，也为贵金属板块提供了估值支撑。叠加委内瑞拉局势升级引发的地缘扰动，短期既助推贵金属等避险品种走强，也对全球供应链形成潜在影响。综合来看，当前宏观环境的多元特征下，期货市场多板块有望呈现结构性机会。但需警惕的是，多元特征背后也暗藏多重潜在风险：其一，委内瑞拉局势升级已或扰动全球原油供应链，尤其对重质油相关期货品种形成直接影响；其次，美联储政策不确定性仍未消散，新主席履后的政策调整或引发全球资产重定价，进而传导至商品市场；此外，国内政策红利释放若不及预期，或削弱市场对中国经济基本面回暖的信心。此外，部分品种短期涨幅过大，需警惕获利了结回调风险。

### 人民币汇率：美国12月制造业PMI意外走弱

**【行情回顾】**前一交易日，在岸人民币对美元16:30收盘报6.9806，较上一交易日上涨84个基点，夜盘收报6.9866。人民币对美元中间价报7.0230，调升58个基点。

**【重要资讯】**1) 中国12月RatingDog服务业PMI为52保持扩张，但新出口订单重陷收缩。2) 李强：强化企业创新主体地位，推动机器人、无人机等新技术新产品在扩大应用中加快迭代升级。3) 马杜罗在美国首次出庭，对贩毒等指控表示“不认罪”。特朗普警告委内瑞拉“代总统”：必须听美国的，“如果她不做正确的事，可能比马杜罗更惨”！美国是否会在哥伦比亚开展行动？特朗普：这听上去挺不错的。委内瑞拉代理总统称邀请美国参与制定

合作议程。4) 美国 12 月 ISM 制造业 PMI 意外创 2024 年以来最大萎缩，库存拖累。

【核心逻辑】受委内瑞拉地缘事件引发的避险情绪提振，美元指数获得支撑并震荡上行。而美国 12 月 ISM 制造业 PMI 意外创 2024 年以来最大萎缩，美元指数盘中走跌。人民币对美元延续升值态势，人民币汇率偏强运行的背后，既受益于季节性结汇需求的持续释放，也离不开市场对明年人民币汇率升值的乐观预期支撑。需要注意的是，在人民币走强的过程中，央行的态度尤为关键。近期人民币汇率中间价已连续多日弱于彭博预测值，这一信号释放出央行稳定汇率市场的明确意图。与此同时，关注下任美联储主席人选的相关动态。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 7.02 附近，择机逢高分批锁定远期结汇，以规避汇率回落可能导致的收益缩水风险；进口企业则可在 6.96 关口附近采取滚动购汇的策略。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

## 股指：情绪显著向好，偏强或延续

### 【市场回顾】

上个交易日股指放量大涨，两市成交额大幅放量突破 2.5 万亿元。期指均放量上涨。

### 【重要讯息】

1. 李强：强化企业创新主体地位，推动机器人、无人机等新技术新产品在扩大应用中加快迭代升级。
2. 美国 12 月 ISM 制造业 PMI 意外创 2024 年以来最大萎缩，库存拖累。

### 【行情解读】

元旦假期期间，中国资产一枝独秀，港股、中概股、富时中国 A50 指数期货均大涨，提振市场情绪，同时年前趋紧的资金面在元旦假期结束后回归此前水平，DR007 与 GC001 昨日均明显回落，情绪向好与资金面宽松共振下，股指放量上涨。当前四大股指除沪深 300 指数外，均突破 2025 年高位，两市成交额大幅放量突破 2.5 万亿元。期指方面，各合约均贴水收敛，整体持仓量增加，多头进场意愿增强。HO、MO 持仓量 PCR 站上 90% 以上历史高位，部分指数存在局部过热现象。昨日股指一举上攻突破压力位且市场情绪明显好转，叠加政策利好预期托底支撑，预计短期偏强延续。此外近期地缘政治风险上升，虽然目前对 A 股影响有限，但需警惕若后续冲突升级影响扩大，市场风险偏好将受到冲击，股指或迎来阶段性调整。

【南华观点】短期股指延续偏强概率较大

## 国债：央行购债规模低于预期

【市场回顾】周一国债早盘高开，一度冲高，但此后快速走弱，午后低位震荡。除 T 微涨以外，其余品种均收跌。公开市场逆回购 135 亿，净回笼 4688 亿。资金面宽松，DR001 在 1.26% 附近。现券收益率中长端明显上行，30 年上行幅度最大，触及 2.28%。机构行为方面，仅银行买入，保险、券商、基金均卖出。

【重要资讯】1. 央行 12 月公开市场国债买卖净投放 500 亿元。

【核心观点】由于债基赎回费率新规相较征求意见稿宽松不少，上周日银行间市场国债普遍反弹，带动昨日国债高开，但多头动能明显后继无力。一方面，A 股放量上涨，大盘再次突破 4000 点，令债市承压。另一方面，市场对一季度的新债供给有所担忧，需持续关注新债发行情况。晚间央行公布 12 月购债 500 亿，与上月持平，规模低于市场预期，表明央行无意通过购债影响市场。短期市场可能难以摆脱贫弱，但长债调整后价值回升，中期不必悲观。

【策略建议】中期多单继续持有，短线交易可等待超跌买入的机会。

## 集运欧线：节后首日震荡走强，下半月挺价成色待观察

### 【行情回顾】

昨日（1月2日），节后首个交易日集运指数（欧线）期货全线收涨。主力合约EC2602开盘后冲高，最高触及1893.7点，最终收于1855.5点，较前一交易日上涨3%。次主力合约EC2604收于1198.0点，上涨2.7%，日内最高触及1200点，增仓明显。远月合约亦普遍小幅上涨。盘后公布的上海出口集装箱结算运价指数(SCFIS 欧线)报1795.83点，环比上涨3.1%，连续第二周上涨，但涨幅较上期(10.5%)显著收窄，反映现货市场上涨动能边际放缓。

### 【信息整理】

当前市场在春节前传统小旺季与涨价落地效果间博弈，多空因素交织：

#### 利多因素：

- 1) 船公司继续宣涨挺价：假期内MSC宣布上调1月下半月欧线运价至小柜2400/大柜4000美元，其线上初步报价为3140美元/FEU，较上半月实际报价上涨约300美元。NCFI欧线指数本周环比上涨9.96%，显示即期市场情绪受到提振。
- 2) 现货报价中枢维持高位：1月上旬现货市场大柜均价约2850美元。尽管部分公司报价分化，但EMC、ONE、CMA等对下半月线上报价仍位于3300-4345美元/FEU的高位区间，为市场提供心理支撑。
- 3) 地缘局势仍存不确定性：中东局势前景复杂，沙特空袭也门、以色列可能再度袭击黎巴嫩南部等风险事件，使得班轮公司短期内大规模复航红海的决策仍显谨慎。

#### 利空因素：

- 1) 货量有回落迹象，挺价落地存疑：1月上半月即期报价中枢约2600-2900美元/FEU，但货量已有回落迹象。部分船东如HMM下调了1月上半月线上报价，马士基第三周开舱价仅环比小幅上调，市场对下半月集体挺价的最终落地效果和持续性存疑。
- 2) 运力供给增加：马士基在第三周新增一艘9472TEU的加班船，使当周运力上调至约32.5万TEU，短期供给压力有所增加。
- 3) 远期供需格局宽松：春节后（对应Week7及以后）舱位规模因假期因素显著下降，船东可能为囤货开启价格战。同时，随着时间推移，地缘风险溢价可能逐步回落，26年合约复航预期持续压制远月价格。

### 【交易研判】

期价短期预计维持高位震荡，主力EC2602合约核心波动区间参考1750-1950点。市场正交易1月下半月涨价预期，但需警惕实际货量支撑不足可能带来的“涨价打折”风险。近月合约受现货价格和交割逻辑主导，波动加剧；远月合约受复航预期和淡季预期压制，上方空间相对有限。

### 【风险提示】：

- 1) 密切关注本周马士基第四周及其他主要船公司1月下旬实际开舱报价，验证挺价落地成色。2) 警惕地缘局势超预期升级（如霍尔木兹海峡航道安全）或快速缓和（红海复航进程加速）带来的双向风险。3) 注意春节前出货节奏变化对现货货量的影响。

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

## 大宗商品早评

### 有色早评

#### 铂金&钯金：铂钯大涨，警惕指数调参抛压

【盘面回顾】昨日夜盘 NYMEX 铂钯主连大涨，最终 NYMEX 铂 2604 合约收 2288.0 美元/盎司，+7.07%，NYMEX 钯 2603 合约收 1772.5 美元/盎司，+4.79%。

【交易逻辑】近期价格主要运行逻辑围绕地缘冲突、指数调参抛压、美联储货币政策、铂钯供需基本面偏紧。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。另外，由于贵金属在 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。

美国货币政策上，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。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。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。

【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，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：高位震荡 关注非农

【盘面回顾】周一贵金属价格明显收涨，受周末地缘政局复杂性下的避险买盘推动，其中白银涨势凶猛，白银 2601 合约进入交割月后持仓依然处于高位，预示交割挤兑压力严峻。此外，美国 12 月 ISM 制造业 PMI 意外创 2024 年以来最大萎缩，打压美指在冲高后走低，并利多贵金属。但整体看当前贵金属仍处于 25 年年底以来的宽幅震荡格局中。最终 COMEX 黄金 2602 合约收报于 4459.7 美元/盎司，+3%；COMEX 白银 2603 合约收报于 76.51 美元/盎司，+7.74%。基金持仓看，昨日全球最大黄金 ETF--SPDR Gold Trust 持仓较上个交易日持平于 1065.13 吨。全球最大白银 ETF--iShares Silver Trust (SLV) 白银持仓减少 90.5 吨至 16353.6 吨。

【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】短期看贵金属整体高位震荡，黄金关注4300，然后60日均线在4200支撑，阻力前高4550；白银高波下均线偏离仍大，预示调整压力仍存，支撑在70附近，阻力78,80,84。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：资金回补，风险资产全线上涨，铜价破新高

【盘面回顾】隔夜Comex铜收于5.99美元/磅，涨5.25%；LME铜收于13087.5美元/吨，涨4.96%。沪铜主力最新报价收于102650元/吨，涨2.22%；国际铜收于91840元/吨，涨2.03%。主力收盘后基差为-750元/吨，较上一交易日跌1300元/吨，基差率为-0.74%。沪伦比5日为8.13，30日为8.05，跨境比值回升。

【产业信息】1、1月5日，上期所铜期货注册仓单90282吨，较前一日增加8507吨；上期所铜库存145342吨，较前一日增加33639吨；LME铜库存142550吨，较前一日减少2775吨；LME铜注册仓单109900吨，较前一日减少650吨，注销仓单32650吨。1月2日，COMEX铜库存499841吨，环比增加1780吨。

2、1月5日国内市场电解铜现货库存27.14万吨，较29日增4.71万吨，较31日增2.43万吨；上海库存15.49万吨，较29日增1.50万吨，较31日增0.59万吨；广东库存4.06万吨，较29日增0.86万吨，较31日增0.43万吨；江苏库存6.92万吨，较29日增2.46万吨，较31日增1.44万吨。节后国内社会库存继续表现明显累库趋势，其中各市场均表现不同程度增幅，江苏市场增加相对明显；随着前期年末现货贴水幅度较大，加之近月合约Contango结构运行，部分仓库注册仓单增加明显，同时节中国产货源仍有到货入库，且下游企业需求低迷，库存因此维持大幅增加。

3、美国2025年12月ISM制造业指数从48.2小幅下降至47.9，已连续10个月低于50，并创下自2024年10月以来新低。新订单已连续第四个月收缩，出口订单仍然疲弱。就业人数连续第11个月下降。

【南华观点】节后首日期货市场资金净流入，其中有色金属板块资金流入创60日新高，铜吸金40亿，受此影响，沪铜盘面高开上涨再次突破10W大关。反观金银，上涨谨慎。

【南华策略】1、90000-100000区间构建多单继续持有；2、10W上方暂不建议用期货工具新建多单，激进者可尝试期权合成多头。

## 铝产业链：地缘政治冲突下的资金流入

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于23645元/吨，环比+3.98%，成交量为34万手，持仓26万手，伦铝收于3090美元/吨，环比+2.28%；氧化铝收于2770元/吨，环比+0.14%，成交量为52万手，持仓41万手；铸造铝合金收于22520元/吨，环比+4.14%，成交量为1万手，持仓2万手。

【核心观点】铝：近期影响沪铝的核心因素为资金以及未来供需预期。元旦期间外盘铝价突破3000，委内瑞拉事件对铝基本面影响有限，但推高了市场避险需求，同时也意味着各国对于关键金属资源抢夺进入新阶段，在此背景下，基本金属普涨，沪铝由于前期涨幅较

铜银相对较小，资金大幅流入这一被低估品种，铝涨幅在有色金属中也位居前列。同时市场传闻巴林铝业一台调节变压器出现火灾，该火灾对生产的影响海外众说纷纭，后续需继续跟踪实际情况，该事件或将加剧市场对铝供需缺口扩大的担忧。总的来说，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。委内瑞拉铝土矿储量全球第三(仅次于几内亚和澳大利亚)，但年产量约 500 万吨左右，对全球供应影响力有限，相关事件不会直接冲击铝土矿的全球供需基本面，更多是从情绪上推升氧化铝价格。总的来说，中期氧化铝弱势不改，推荐逢高沽空。

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：跟随板块上涨

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 23820 元/吨。其中成交量为 14.11 万手，持仓 8.99 万手。现货端，0# 锌锭均价为 23970 元/吨，1# 锌锭均价为 23900 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锌价偏强运行。宏观上，整体情绪偏暖。基本面上，TC 预计 1 月保持跌势，短期核心矛盾虽然仍是国内原料供应偏紧。但得益于副产品价格的上升，锌冶炼仍能在较低加工费下维持生产。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，伴随金属板块整体走强，锌价有望上行，24000 以上需谨慎追高。

【南华观点】短期维持高位震荡

## 镍-不锈钢：日内震荡为主

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 134100 元/吨，上涨 0.57%。不锈钢主力合约日盘收于 13075 元/吨，下跌 0.23%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 141750 元/吨，升水为 7400 元/吨。SMM 电解镍为 138150 元/吨。进口镍均价调整至 134750 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28215 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 -8550 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 -11.4%。8-12% 高镍生铁出厂价为 930 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 0.75%。纯镍上期所库存为 45544 吨，LME 镍库存为 255282 吨。SMM 不锈钢社会库存为 872600 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29346 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢日内震荡偏强运行，整体站上 13.4 一线，前期利多情绪以及资金行为有所淡化，印尼方面前期持续放出多方消息影响盘面，配额发放节奏提速，总量仍待定，RKAB 不确定性仍存。镍矿方面整体预计稳中偏强运行，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。新能源方面价格同步上行，目前节点下游采购意愿低迷，春节前淡季短期支撑有限。镍铁跟随盘面反弹，目前采购成交价有所上行，市场对高价资源接受度打开。不锈钢方面日内震荡，现货方面部分规格报价探涨，部分盘价一月借势上调，上游有一定惜售情绪，但是节前实际高位成交有限。目前多空博弈仍存，基本面压力不改，警惕回调。

## 锡：跟随板块上涨

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 33.48 万元每吨；成交 20.11 万手；持仓 8.89 万手。现货方面，SMM 1# 锡价 331600 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价偏强运行，本次上涨更多倾向于宏观和资金对于金属的做多情绪。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，短期内上方空间较小，34 万以上谨慎追高，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：市场询价增多，关注下游补库进度

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 129980 元/吨，日环比+6.91%。成交量 34.36 万手，日环比-12.44%；持仓量 51.52 万手，日环比+2.50 万手。碳酸锂 LC2605-LC2609 月差为 Contango 结构，日环比+420 元/吨。仓单数量总计 20281 手，日环比+0 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪转好，因春节前有备货需求，市场询价增多。锂矿市场价格小幅走弱，澳洲 6% 锂精矿 CIF 报价为 1535 美元/吨，日环比-0.84%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 119500 元/吨；电池级氢氧化锂报价 110800 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+0.52%，三元材料报价变动+0.48%；六氟磷酸铁锂报价变动+0%，电解液报价变动+0.70%。

【南华观点】

节后第一天，虽然市场成交较少，但询价情绪明显上升，关注市场春节前刚需补库情况。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

【行情回顾】工业硅期货主力合约收于 8730 元/吨，日环比变动-1.47%。成交量约 27.11 万手（日环比变动+20.38%），持仓量约 21.72 万手（日环比变动+1.32 万手）。SI2602-SI2605 月差为 Contango 结构，日环比变动+45 元/吨。仓单数量 10231 手，日环比变动+0 手。

多晶硅期货主力合约收于 58645 元/吨，日环比变动+1.25%。成交量 1.71 万手（日环比变动-27.22%），持仓量 7.45 万手（日环比变动-0.17 万手），PS2602-PS2605 月差为 Contango 结构，日环比变动-315 元/吨；仓单数量 4030 手，日环比变动+0 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 23100 元/吨，日环比+2.90%。

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 53.25 元/kg，日环比+0.47%；N 型硅片价格指数 1.35 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.39 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.677 元/瓦，日环比+1.04%，分布式 N 型 182 组件报价 0.688 元/瓦，日环比+2.84%。

【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，短期

震荡状态。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。

多晶硅产业链现货价格整体上扬，上游出货强硬，关注后续价格持续性和终端中标情况。

## 铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17395 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17225 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【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：产量微增，维持弱势震荡格局

【盘面回顾】昨日钢材小幅下跌

【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：驱动不强

【盘面信息】铁矿石价格日内震荡

【信息整理】1.1. 发运数据：2025 年 12 月 29 日-2026 年 1 月 4 日 Mysteel 全球铁矿石发运总量 3213.7 万吨，环比减少 463.4 万吨。

- 到港数据：2025年12月29日-2026年01月04日中国47港到港总量2824.7万吨，环比增加96.9万吨。
- 需求数据：日均铁水产量227.43万吨，环比上周增加0.85万吨；钢厂盈利率38.1%，环比上周增加0.87个百分点。
- 库存数据：截至12月31日，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。

**【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：大范围冬储仍未开启，现货市场缺乏支撑

**【盘面回顾】**煤焦盘面震荡下行，整体市场情绪偏弱

**【信息整理】**

- 1月5日乌海市场炼焦煤价格下跌25元/吨，高灰低硫肥煤A15、S0.8、V32、G85、Y20、CSR65出厂价现金含税970元/吨。
- 1月5日晋中市场炼焦煤价格下跌10元/吨，中硫主焦精煤A10.5、S1.3、V25、G80、CSR65、岩相0.15出厂价现金含税1260元/吨。
- 据南非税务局(SARS)海关最新数据显示，2025年11月份，南非煤炭出口量643.72万吨，环比下降10.53%，同比下降3.89%；统计数据修正后，2025年1-11月，南非累计出口煤炭6581万吨，同比增长2.2%。
- 20个省份“十五五”规划建议中提及煤炭相关内容。包括加强煤炭清洁高效利用；推进煤炭智能绿色安全开采；持续释放煤炭优质产能；加快推进煤电改造升级等。

**【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】**昨日铁合金回调小幅下跌

**【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：纸企陆续公布停机计划，策略延续

【盘面回顾】：昨日纸浆期货（SP）日盘价格先偏震荡，午后有所回落，临近收盘再度回升；胶版纸（双胶纸）期货（OP）价格整体偏震荡上行。

#### 【现货市场】：

纸浆市场主流价：山东银星报价 5550-5580 元/吨（-30/-20），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】：针叶浆现货市场基本维稳，少数品牌调降报价。主力合约基差（俄针）为 -130 元/吨。总体来看，当下行情仍偏中性。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 0.05%，基本维稳，影响更偏中性。需注意的是，纸企陆续启动 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，如需操作，纸浆可关注短线高空机会，胶版纸需注意追高风险。

### LPG：地缘风险给予短期支持

【盘面动态】LPG2602 盘面收于 4136 (+4)；FEI M1 收于 527 美元/吨，CP M1 收于 515 美元/吨

【现货反馈】华东均价 4413 (+16)，山东均价 4400 (+40)，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】原油端，市场依然对地缘风险给与了一定的溢价，对比美委冲突，伊朗的风险对

于 lpg 市场来说更为直接。丙烷方面，在过去一周中东发运依然偏低，但美国库存出现了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】**周一甲醇 05 收于 2275

**【现货反馈】**周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 05-5

**【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：短期基本面转好

【盘面动态】聚丙烯 2605 盘面收于 6330(-18)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6100 元/吨，华东现货价格为 6250 元/吨，华南现货价格为 6320 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，但节后对原油盘面造成的影响比较有限，并未引发明显波动。从 PP 基本面看，在供应端，装置投产已暂告一段落，加之当前 PDH 装置利润仍处于低位，后续装置停车检修的预期依然偏强，或将带来供应的阶段性收缩。在需求端，元旦过后在宏观扰动之下，下游补库意愿增强，现货情况有所好转，基差走强。但后续仍需关注本轮成交增量的持续性，以及临近春节下游或将陆续停工放假的情况。综合来看，PP 基本面短期有所转好，但春节累库预期仍将形成一定压力，预计盘面将以震荡格局为主。

## PE：地缘影响有限

【盘面动态】塑料 2605 盘面收于 6449(-23)。

【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，但节后对原油盘面造成

的影响比较有限，并未引发明显波动。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，元旦过后在宏观扰动之下，下游补库意愿增强，现货情况有所好转，基差走强。但 PE 下游当前正处于产销淡季，需求实质性增量的空间相对有限，这或将限制本轮成交增量的持续性。综合来看，PE 仍处于供需双减格局，虽然供应压力的缓解带来一定的回升动力，但需求支撑的不足或将限制其回升空间。

## 纯苯-苯乙烯：纯苯继续累库

【盘面回顾】BZ2603 收于 5406 (-57)，EB2602 收于 6739 (-52)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5275 (-80)，主力基差 -161 (-23)。下午华东苯乙烯现货 6835 (-35)，主力基差 96 (+17)

【库存情况】截至 1 月 5 日，江苏纯苯港口样本商业库存量 31.8 万吨，较上期累库 1.8 万吨。截至 2025 年 12 月 29 日，江苏苯乙烯港口库存量 13.88 万吨，较上周期减 0.05 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，上周供需数据未完全更新，但基本面变动不大。库存方面，华东主港的纯苯库存已经累至历史新高，已有库区计划提高纯苯超期费。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，天津渤海 45 万吨苯乙烯装置计划外停车且归期未定，近端供应有所收缩；需求方面短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。近期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。化工板块整体情绪有所好转，年底资金开始转换配置，最为明显的是明年预期较好的 PX、PTA 受资金影响较大，同为芳烃品种纯苯，苯乙烯亦走强。需要注意的是基本面虽有好转但当前仍处于需求淡季，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地缘风险导致的原油波动。

## 沥青：供给扰动，短期裂解或偏强

【现货回顾】1 月 5 日，国内沥青市场均价为 3166 元/吨，较上一日上涨 22 元/吨，涨幅 0.70%。沥青期货盘面大涨，提振市场心态，今日山东地炼价格宽幅走高，贸易商跟涨，华北以及东北地区贸易商上调出货价。华南以及华东地区主力炼厂库存水平无忧，在成本面带动下，今日预计继续上调出货价格。

【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，对原料和终端的冲击或进一步凸显。

## 橡胶：预期与情绪进一步提升

合成橡胶方面，丁二烯原料现货外售成交价格与厂商出厂价同步上涨 200 元左右，今日成交竞价参考 8700 元/吨左右，相比上周普遍涨 300-600 元/吨。丁二烯下游其他合成材料需求表现不弱，丁二烯进一步抬价使顺丁橡胶成本延续偏强支撑，顺丁厂商惜售情绪加剧，但价格分歧加大使成交略平淡，向下游传导略有不畅。华北地区大庆 BR9000 参考 11600-11650 元/吨，华东地区大庆 BR9000 参考 11650-11700 元/吨，华南地区大庆 BR9000 参考 11700-11900 元/吨。美委地缘冲突升级，原油供应端不确定加剧，原油大幅下挫。原料丁二烯近期开工稳中有降，维持 70%左右，但周度产量水平保持高位。丁二烯库存压力小幅减弱，港口库存大幅增加至 4.33 万吨，但社会月度库存环比回落至 7.6 万吨左右。在预期偏暖和成本支撑下，顺丁橡胶期现价格同步走高，下游顺丁、丁苯和 ABS 等材料加工整体利润驱动开工提升，进一步筑稳丁二烯价格。后期随下游稳定需求和上游原油成本进一步塌陷共同作用，产业链利润走扩或带动产能利用率进一步提升。但目前下游需求利好有限，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，需求端压力较大。短期情绪烘托下，合成橡胶或维持偏强震荡，但基本面驱动有限。

## 玻纯&烧碱：低位震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2605 合约昨日收于 1177，-2.65%

【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 1081，-0.55%

【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 2164, -3.48%

【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：上有顶，下有底

【盘面】lg2603 收盘于 772 (-4)，持仓 1.1 万手。

【现货】根据原木通数据显示，5.9 米中 A 主流价 770 (+5-10)，长三角地区现货涨价，6 米中 A780 元/方 (+10)。

【估值】仓单成本约 804 元 / 立方米（长三角+10），792 元 / 立方米（山东）。

【库存】截止 12 月 26 日，全国库存量 254 万方 (-6)。

【核心矛盾】

截止 12.26 日，全国原木库存为 254 万方 (-6)，持续去库状态，于此同时，日均出库量下滑至 5.83 万方 (-0.49)，临近年末，出库量下滑具有季节性特征，数据好于过去三年同期水平。

现货价格方面，过去一周，太仓 6 米中/小 A 材，价格上涨 10 元/方。山东岚山地区，5.9 米中 A 主流报价 770，主流成交价格 760-770 (+5-10)。现货端受到低库存的影响短期见底，个别规格木材出现缺货情况。目前距离春节还有 1 个月多月，根据产业传统来说，春节前后一个月现货端的成交较为清淡，现货端的报价可能存在一定程度的偏离。3 月份的季节性旺季还有待验证。

期货端，01 合约的大幅贴水进入交割，说明了买方意愿的低迷程度，根本不想在期货市场接货。对于 03 合约来说，目前是上有顶，下有底的区间交易策略为主。现货端卖方抛压不大，距离交割逻辑也上远，可以参考 760-790 的区间低买高卖操作。

## 丙烯：成本提供支持，关注装置变动

【盘面动态】PL2603 盘面收于 5821 (-14)；PP-PL 主力价差 509 (-4)

【现货反馈】山东均价 5775 (+45)，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】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。成本端偏强运行下，PDH 端仍维持亏损状态，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，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）、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:关注春节消费

生猪:

【期货动态】今日 LH2603 收于 11660 日环比 -1.14%。

【现货报价】全国生猪均价 12.44 (+0.00) 元/公斤，其中河南 12.72 (+0.05) 元/公斤、四川 12.74 (-0.10) 元/公斤、湖南 12.23 (-0.17) 元/公斤、辽宁 12.15 (-0.24) 元/公斤、广东 12.86 (-0.20) 元/公斤。

【现货情况】

元旦备货过后生猪整体市场屠宰量快速下滑，其中主要是广东、湖南等地屠宰量减少较为明显，随着假期结束，消费量级有所回暖，反观供给端整体出栏节奏可控，暂未出现宽幅增量表现，节后价格连续下跌后的二育进场比例有所提升。南方消费相对疲软，供给端出栏积极性尚可，北方屠企采购顺畅度一般，猪价坚挺运行，后续应持续关注跌价后各地二育入场时机。

【南华观点】

在当前生猪市场上，供应压力叠加消费疲软导致生猪价格承压。春节等传统节日对生猪需求提振幅度较为有限，短期内价格持续处于低位震荡阶段，标猪跌价后的二育进场行为或对价格形成一定支撑。在此背景下，后续应持续关注标肥价差变化以及二育栏舍利用率。

### 油料：近强远弱

【盘面回顾】开盘内盘补跌后逐渐企稳，外盘关键位置止跌。

【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：宽幅震荡未改

**【盘面回顾】**外盘夜盘整理运行，国内三大油脂延续整理运行，缺乏明确驱动下依然维持宽幅震荡。

**【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，如中美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，基本面强弱影响油脂间比价关系，关注产地产量情况及生物柴油市场信息。

## 棉花：关注政策调整

**【期货动态】**洲际交易所 (ICE) 期棉上涨近 1%，空头回补支撑。隔夜郑棉小幅上涨。

**【外棉信息】**据巴西农业部，截至 12 月 27 日当周，巴西新棉种植进度约 25%，同比基本持平，目前当地主流行业机构普遍预计最终实播面积在 205-210 万公顷。

**【郑棉信息】**截至 2026 年 1 月 4 日，全国新年度棉花公证检验量累计 654.25 万吨，同比增加 78.85 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，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，但近期棉纱流通放缓，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，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，本周五新疆将召开棉花种植产业链大会，关注会中或公布的 2026 年政策优化方向。

## 白糖:关注原糖动向

**【期货动态】**国际方面，ICE 原糖期货周一收高，交易商押注大宗商品指数再平衡将为市场提供支撑。

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 5340 元/吨。昆明中间商报价 5190-5210 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】**短期价格保持承压，关注原糖价格波动。

## 鸡蛋：关注春节备货

**【期货动态】**主力合约 JD2603 收于 2992，日环比 +1.39%。

### 【现货情况】

当下产区鸡蛋主流价格多数维持稳定，走货一般，销区有稳有涨，走货正常，节后补货明显好转，库存虽因节日增加但是增幅不多。产能方面，蛋鸡存栏下降，开产小蛋呈现出减量趋势，各地中小蛋价格偏高且依然缺货，后市受冷库蛋的影响将逐渐走弱。需求方面，食品加工厂冷库蛋使用比例增加，加工需求增长。

### 【南华观点】

当前市场上，现货价格位于阶段性低位，市场对产能去化抱有期待，但高存栏的现实压力依然存在，预计短期盘面可能呈现“近月受压制，远月有支撑”的近弱远强格局，若春节前备货力度不及预期，或节后老鸡淘汰仍不顺畅，可能导致“弱现实”持续，压制盘面。

## 苹果：强势上涨

**【期货动态】**昨日苹果期货大幅上涨，市场延续此前交割品短缺问题。

**【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】**近期市场重新开始交割品短缺问题，预计近远月合约均将进一步推高。

## 红枣：低位震荡

**【产区动态】**目前新枣收购工作基本完成，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，在上年度库存基础之上，国内供应充裕。

**【销区动态】**昨日广东如意坊市场到货 7 车，客商按需采购；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】**1月5日郑商所红枣期货仓单录得2102张，较上一交易日减少18张，有效预报录得511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】**短期红枣价格或维持低位震荡，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。