

## 金融期货早评

### 宏观：平稳收官，蓄力开门红

【市场资讯】1) 国家统计局：初步核算，2025 年全年国内生产总值 1401879 亿元，比上年增长 5.0%。全国规模以上工业增加值比上年增长 5.9%。全国房地产开发投资 82788 亿元，比上年下降 17.2%。2) 特朗普称对反对美国夺取格陵兰岛的 8 个国家加征关税，外交部：敦促美方停止把所谓中国威胁作为捞取私利的借口。3) 日本首相高市早苗：于 1 月 23 日解散众议院并将于 2 月 8 日举行大选投票。4) 格陵兰岛问题——①特朗普夺取格林兰岛的借口又多一条：诺贝尔和平奖未授予他。②法国财长：法国和德国同意就与格陵兰岛相关的关税威胁采取强硬行动。③特朗普强硬重申会对八国征收关税，拒绝表明是否会动用武力夺岛。④美媒：特朗普已经将目光投向了与格陵兰岛有相似处境的加拿大。

【核心研判与传导逻辑】2025 年中国经济顺利收官，整体呈现供给、外需表现向好，内需相对疲软的鲜明分化。供给端来看，高端制造与绿色转型成为核心驱动力；外需之所以表现亮眼，核心是中美吉隆坡协议落地后外贸扰动减少，叠加国内新动能产业链竞争力提升，电子、机电等品类出口实现高增。而内需疲软是当下经济的核心问题，其中投资增速低迷表现尤为突出，基建与制造业投资则受资金紧张、政策约束等因素影响，增长动力不足；消费领域呈现明显结构分化。展望后续，实现“十五五”良好开局是硬性要求，预期 2026 年 GDP 增长目标将设定在 4.5%-5%，稳增长的主攻方向是扩大内需。年初以来财政与货币政策已靠前发力，政府债发行同比多增、央行推出一揽子货币宽松举措，基建与地产开工已出现边际改善迹象，一季度内需或有望迎来好转。后续政策将持续加力，强化基建投资的逆周期调节作用，加大消费领域政策支持力度，推进消费品以旧换新，培育服务消费新增长点。短期需重点关注财政政策落地节奏、地产政策边际调整及市场出清速度，还有高科技产业对私有部门资本开支的带动作用。国际层面，美国深陷阶层固化、移民政策收紧等多重困境，长期来看将拖累其潜在经济增长与美元资产定价，中国需凭借外需的持续韧性与内需的逐步修复，对冲外部环境不确定性，稳步推动经济回升向好。

### 人民币汇率：关注格陵兰岛争夺后续

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 6.9636，较上一交易日上涨 53 个基点，夜盘收报 6.9640。人民币对美元中间价报 7.0051，调升 27 个基点。

【重要资讯】1) 中国经济 2025 年成绩单：高技术制造领跑，GDP 增长目标 5%如期达成；12 月社零同比增速放缓至 0.9%、规上工业增加值同比增 5.2%；全年固定资产投资同比下降 3.8%、房地产开发投资降 17.2%；12 月 70 城房价：一二三线城市环比总体下降、同比降幅扩大。国家统计局：开年以来，生产价格预期出现积极变化，经济稳中有进态势持续。2) 欧盟将 22 日周四召开紧急峰会应对特朗普“夺岛”关税；德副总理称欧洲将明确回应美威胁，总理默茨称欧盟将审慎回应、避免关税升级。3) 特朗普据称“私信”欧元扬言不再只考虑“和平”、美必须控制格陵兰，公开讲话时拒绝说明是否会以武力夺取，称若未就该岛问题达成协议将“百分之百”落实对欧关税。4) 中国外交部回应美方对欧洲八国加征关税：必须维护以联合国宪章宗旨和原则为基础的国际法。5) 鲍威尔罕见出席美国最高法院听证，周三为美联储理事库克“站台”。6) 高市早苗宣布 2 月 8 号举行日本众议院选举：将结束过度紧缩的财政政策。

【核心逻辑】海外方面，特朗普表示，自 2 月 1 日起将对欧洲八国加征关税，直至实现“完全收购格陵兰岛”的目标。对此，欧盟多国拟针对性反击，考虑对价值 930 亿欧元的输欧美国商品加征关税。短期来看，若关税威胁进一步升级，欧元或将面临一定压力，美元指数

则可能被动获得支撑。但从长期视角分析，贸易战不仅会对美国经济造成实质性损伤，还将损害美元的信用基础，整体对美元指数构成利空。国内方面，我国出口的持续韧性与企业结汇意愿的显著提升，共同夯实了人民币兑美元的升值根基。最新公布的经济数据显示，2025 年全年国内生产总值同比增长 5.0%，基本符合市场预期。从 12 月分项数据来看，受基数效应等因素影响，商品零售消费边际走弱；餐饮收入虽同样边际下滑，但整体韧性犹存；投资增速同比则延续下行态势。综合而言，受去年同期高基数影响，四季度经济整体呈现降温趋势。展望未来，开年政策力度并不疲软，叠加出口端的韧性支撑，人民币趋势性升值的基础依然稳固。对于人民币兑美元的升值空间，需综合关注两大核心因素：一是美元指数的强弱表现，二是央行对于人民币汇率的调控导向。若后续美元指数走势趋弱，人民币的升值动能或将进一步增强。不过，汇率波动节奏仍将受央行调控影响，总体来看，人民币的升值进程大概率将保持相对温和的特征。

**【策略建议】**短期内，建议出口企业可在 7.01 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 6.93 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

## 国债：短期动能不足

**【市场回顾】**周一国债高开低走，此后窄幅震荡。TS 平盘，其余品种收跌。公开市场逆回购 1583 亿，净投放 722 亿。资金面稳定，DR001 在 1.32% 附近。现券收益率窄幅波动，多数略有上行。机构行为方面，银行、保险买入，证券、基金卖出。

**【重要资讯】**1、最高检：会同证监会深化资本市场法治建设，从严惩治财务造假、操纵市场等证券犯罪。

**【核心观点】**昨日 A 股震荡收涨，虽然监管意图给市场降温，但市场上行动能仍在。债市则表现平淡，缺乏驱动。数据方面，2025 全年与四季度 GDP 增速符合预期，但 12 月投资、消费双双低于预期，表明内需仍需政策助力。而短期货币政策难有进一步的宽松，使得债市进一步上涨的空间有限。10Y 国债 1.85% 以下，30Y 国债 2.30% 以下可能不太具备吸引力，短期可能陷入震荡。今日关注两场新闻发布会。一是上午十点，发改委介绍落实经济工作会议精神，推动“十五五”实现良好开局有关情况。二是下午三点，财政部介绍发挥积极财政政策作用，推动经济社会高质量发展有关情况。

**【策略建议】**中线多单继续持有，短线观望。

## 集运欧线：市场聚焦现货疲软

**【行情回顾】**

周二（1 月 23 日），集运指数（欧线）期货市场涨跌互现，近月合约走强，远月合约承压。主力合约 EC2604 开盘后震荡，收盘于 1132.2 点，较前一交易日上涨 1.83%。次主力合约 EC2602 报收于 1714.3 点，微涨 0.22%。远月合约表现偏弱，EC2606 合约下跌 2.3% 收于 1318 点，EC2612 合约收于 1300 点。

**【信息整理】**

隔夜市场信息多空交织，现货疲软成为新的压制因素，而宏观风险暂时缓和：

利多因素：

1) 现货指数跌幅微弱：最新一期 SCFIS（欧线）报 1954.19 点，环比微跌 0.1%，跌幅显著低于即期运价市场的实际表现，对近月合约形成一定支撑。2) 贸易关系出现积极信号：加拿大总理访华，双方达成经贸合作共识。加方降低部分中国电动汽车关税，中方亦调整

相关贸易措施。中欧贸易关系亦存在改善可能，长期看对运输需求形成潜在支撑。

3) 地缘风险未完全解除：尽管美伊冲突风险短期缓和，但美军在中东地区增派力量，局势仍有反复可能，对完全复航的预期不宜过度交易。

利空因素：

- 1) 即期运价加速下滑：最新资讯显示，三大联盟为争夺货量均加速降价，PA、OCEAN 联盟线下已有特价逼近 2000 美元/FEU，现货市场疲软态势加剧。2) 复航预期实质性增强：马士基宣布，其独立运营的中东/印度-美东航线（MECL）将于 1 月 26 日重启，并计划试航苏伊士运河。此举被市场解读为复航的重要信号，若后续顺利，将极大缓解运力供给压力。
- 3) 欧洲面临贸易壁垒风险：特朗普宣布拟对包括德、法、英在内的多个欧洲国家加征关税，长期看可能扰动亚欧航线贸易流，加剧远期需求不确定性。
- 4) 节前运力供给充足：1 月末至春节前运力规模维持高位，空班有限，现货报价仍有下行压力。

#### 【交易研判】

短期期价预计维持震荡偏弱格局。美国最高法院裁决暂时排除了一个宏观风险，但市场焦点迅速回归疲软的现货基本面。主力 04 合约预计在当前位置承压，近月 02 合约临近交割，走势将紧密跟随 SCFIS，而远月合约受现货悲观情绪传导的影响可能更大，呈现近强远弱格局。操作上，建议观望或短线区间操作为主，警惕现货市场降价超预期带来的下行风险。

#### 【风险提示】：

- 1) 警惕即期市场运价加速下跌，导致 SCFIS 指数后续承压。2) 关注马士基等头部船公司 2 月实际开舱价及货主接受程度。3) 欧美贸易摩擦动向及地缘政治风险。

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

### 新能源早评

#### 碳酸锂:大幅降温，波动率逐渐下降

【行情回顾】碳酸锂期货主力合约收于 147260 元/吨，日环比+0.73%。成交量 32.91 万手，日环比-44.36%；持仓量 41.13 万手，日环比-0.48 万手。碳酸锂 LC2605-LC2607 月差为 Contango 结构，日环比+200 元/吨。仓单数量总计 27698 手，日环比+240 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场表现一般，基差走强，成交一般，现货微跌。锂矿市场价格走弱，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 1950 美元/吨，日环比-1.52%。锂盐市场报价走弱，电池级碳酸锂报价 15.1 万元/吨；电池级氢氧化锂报价 14.4 万元/吨，贸易商基差报价走强。下游正极材料报价走弱，磷酸铁锂报价变动-3.01%，三元材料报价变动-1.07%；六氟磷酸铁锂报价变动+0%，电解液报价变动+0%。

#### 【南华观点】

现货端，春节前夕碳酸锂现货采购需求旺盛，行业将呈现“淡季不淡”的特征，现货基差存在进一步走强的可能。从期货技术面看，当前碳酸锂期货波动率处于历史高位，市场交易风险显著攀升，预计后市将逐渐转为高位宽幅震荡态势。操作方面，建议投资者静待市场风险充分释放后再择机逢低布局。同时，当前碳酸锂期货市场波动率处于历史高位区间，波动率进一步上行空间有限，建议关注卖波动率策略的布局机会。

## 工业硅&多晶硅:供给端减产预期，工业硅有上涨驱动

**【行情回顾】**工业硅期货主力合约收于 8845 元/吨，日环比变动+2.79%。成交量约 39.11 万手（日环比变动+39.06%），持仓量约 23.51 万手（日环比变动-3702 手）。SI2603-SI2605 月差为 Contango 结构，日环比变动+0 元/吨。仓单数量 11571 手，日环比变动+288 手。

多晶硅期货主力合约收于 50505 元/吨，日环比变动+0.61%。成交量 1.22 万手（日环比变动-43.66%），持仓量 4.45 万手（日环比变动-1649 手），PS2603-PS2605 月差为 Contango 结构，日环比变动+20 元/吨；仓单数量 4560 手，日环比变动+0 手。

**【产业表现】**工业硅产业链现货市场表现较弱。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 13900 元/吨，日环比+0.36%；铝合金报价 23900 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 55 元/kg，日环比+0.27%；N 型硅片价格指数 1.39 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.41 元/瓦，日环比+1.23%；集中式 N 型 182 组件报价 0.689 元/瓦，日环比+0%，分布式 N 型 182 组件报价 0.732 元/瓦，日环比+0%。

**【市场消息】**据 SMM 报道，新疆某大厂工业硅产线计划在 1 月底开始陆续减产一半，减产时间不确定。据 SMM 了解，该厂区目前处于满产状态（64 台 33000KVA 矿热炉，月产量在 13 万吨左右），若按照计划减产，将涉及约 32 台矿热炉，月影响产量约 6 万吨左右。

### 【南华观点】

当前 4 月为出口退税政策最后窗口期，光伏及有机硅抢出口现象预计将逐步显现。短期维度下，下游的抢出口行为将直接拉动工业硅的需求，工业硅价格将处于易涨难跌状态。中期来看，考虑到工业硅价格下方支撑相对稳固、下行空间相对有限，中长期维度仍建议把握工业硅逢低布局多单的机会。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）及助理分析师余维函（F03144703）提供。

## 有色金属早评

### 铜：贵金属创新高，铜价反弹

**【盘面回顾】**隔夜 Comex 铜收于 5.9055 美元/磅，涨 0.97%；LME 铜收于 12987 美元/吨，涨 1.44%。沪铜主力最新报价收于 101680 元/吨，涨 1.02%；国际铜收于 90510 元/吨，涨 0.91%。主力收盘后基差为-205 元/吨，较上一交易日跌 1205 元/吨，基差率为-0.2%。沪伦比 7.9，前值 7.66。

**【产业信息】**1、1 月 19 日，上期所铜期货注册仓单 152655 吨，较前一日减少 7762 吨；1 月 16 日，上期所铜库存 213515 吨，较前一日增加 32972 吨；LME 铜库存 147425 吨，较

前一日增加 3850 吨；LME 铜注册仓单 98875 吨，较前一日增加 4875 吨，注销仓单 48550 吨。1月 16 日，COMEX 铜库存 542914 吨，环比增加 4197 吨。

2、上海金属网 1#电解铜报价 100700-101250 元/吨，均价 100975 元/吨，较上交易日下跌 795 元/吨，对沪铜 2602 合约报贴 240-平水/吨。现货市场氛围一般，铜价高位调整下游消费无亮点，叠加库存继续走高，令现货升水承压。升水铜报贴 80-平水/吨，平水铜报贴 240-贴 100 元/吨，湿法铜报贴 300-贴 260 元/吨，非注册铜报贴 360-贴 320 元/吨。

3、美国商品期货交易委员会（CFTC）表示，截至 1 月 13 日，投机基金在 COMEX 铜期货和期权市场持有净多单 62175 手，比一周前减少 4721 手或 7%。前一周净卖出 3537 手。其中基金持有多单 70836 手，比一周前减少 3238 手；持有空单 8661 手，比一周前增长 1483 手。空盘量为 310517 手，比一周前增长 2887 手。

【南华观点】当日贵金属表现强势，夜盘镍锡异动，但铜铝走势一般。关注市场情绪变化对短期铜价影响。

【南华策略】1、10W 上方暂不建议新建头寸；2、90000-95000 区间构建多单可继续持有。95000-100000 区间构建多单灵活调仓；3、需采购现货的企业，若考虑资金压力，价格合适即可分批采购；不考虑资金压力，建议考虑场外期权中适合区间震荡的套保方案。

## 铝产业链：情绪外溢，沪铝跟涨

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 24090 元/吨，环比-0.39%，成交量为 42 万手，持仓 34 万手，伦铝收于 3165.5 美元/吨，环比+1.12%；氧化铝收于 2733 元/吨，环比-1.19%，成交量为 47 万手，持仓 49 万手；铸造铝合金收于 22890 元/吨，环比-0.11%，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情绪。宏观方面，格林兰岛等地缘政治事件频发，市场避险情绪急升，贵金属上涨，有色金属受情绪外溢影响，出现跟涨。基本面方面，随着供应端内蒙和新疆新增产能释放，铝价高位抑制下游采购意愿，春节前消费编辑走弱，铝锭持续累库。本周大户抬价收货暂缓，持货商出货意愿增强，现货贴水幅度加大，也并不紧缺。总的来说，短期受避险情绪外溢影响，铝价有上行空间，关注回调入场机会。

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，前期进口氧化铝陆续到港，目前国内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，但随着本周氧化铝价格大幅反弹，企业进入盘面套保锁定利润，检修时间进一步推迟。近日影响氧化铝价格的核心因素为铝等相关品种带动。随着有色板块涨势放缓的影响，氧化铝盘面有重回基本面定价趋势，整体偏弱。

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：震荡偏弱；铸造铝合金：震荡偏强

## 锌：超跌后的震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 24450 元/吨。其中成交量为 22.45 万手，持仓 12.87 万手。现货端，0#锌锭均价为 24420 元/吨，1#锌锭均价为 24350 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，锌价回调后窄幅震荡。基本面上，TC1 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，1 月产量仍维持高位。供应端从长线来看偏宽松，进口窗口有望在 1 月持续交仓下打开，且高锌价压制，下游终端消费冷淡。库存方面，本周锌价跳涨库存累库，同

时现货升水下滑，两相结合不难看出市场对于高锌价接受程度较差。展望未来，短期内锌价下方支撑仍存，关注中期选举与美联储独立性相关资讯。

#### 【南华观点】偏强震荡

### 镍-不锈钢：夜盘偏强，宽幅震荡为主

#### 【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 143640 元/吨，上涨 1.98%。不锈钢主力合约日盘收于 14485 元/吨，上涨 1.44%。

#### 【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 149750 元/吨，升水为 7850 元/吨。SMM 电解镍为 145900 元/吨。进口镍均价调整至 142500 元/吨。电池级硫酸镍均价为 33600 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 8377.27 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 0.4%。8-12% 高镍生铁出厂价为 1027.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 10.83%。纯镍上期所库存为 48180 吨，LME 镍库存为 285732 吨。SMM 不锈钢社会库存为 843700 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29346 吨。

#### 【市场分析】

镍不锈钢日内宽幅震荡运行，配额发放节奏仍为核心因素。ESDM 司长预计今年镍矿生产配额将策略性调整预计为 2.5 亿至 2.6 亿吨，官方消息发出后进一步坐实配额大跌预期。此外基本面上目前改善有限。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，矿端发运受限。新能源方面目前价格跟随镍价上涨，两部门宣布逐步降低并取消电池产品出口增值税退税，但是目前高价下节前备货意愿不足。镍铁跟随盘面同步反弹，前期龙头采购价上行，但是目前成本高企下下游接受意愿有所降低。不锈钢方面日内震荡，现货盘价一月大多借势上调，试图促进高价成交挺价，但是节前实际高位采购有限，下游接受度较低。

### 锡：高波动下需谨慎入场

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 38.98 万元每吨；成交 59.68 万手；持仓 10.79 万手。现货方面，SMM 1# 锡价 389800 元每吨。

【核心逻辑】上一交易日，锡价在资金情绪消退，以及估值过高等众多利空因素下，快速回调。整体走势可以看出多头在周五逃逸离场，但周一再次被接回，底部支撑较强。夜盘更是再次涌入做多。基本面上并无明显变化，供给端缅甸复产不及预期，以及印尼方面难以保持高位。需求端上，下游在上周基本停采，但锡在终端中大多属于辅料，年末淡季短期难见终端负反馈。展望未来，在供损题材以及需求预期的叙事下，锡价或维持高位宽幅震荡。

【交易策略】宽幅震荡，维持高波动，谨慎入场。

### 铅：资金退场，回归基本面

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17275 元/吨。现货端，1# 铅锭均价为 17025 元/吨。

【核心逻辑】上一交易日，铅价受贴水累库交仓，以及金属做多情绪热度下降等利空因素驱动，大幅回调。基本面上，原生铅虽原料偏紧，TC 维持低位，但高价刺激生产。再生铅方面，环保限产解除与高价共同刺激再生铅冶炼。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。且终端电瓶车面临节后淡季以及新国标压制，消费转淡。库存端，LME 持续去库，国内库存大幅累库。展望未来，铅价上下空间由再生铅生产弹性控

制，26年低波依旧是常态，区间震荡为主。

【南华观点】震荡

以上评论由分析师揭婷（Z0022453）、夏莹莹（Z0016569）、傅小燕（Z0002675）及助理分析师林嘉玮（F03145451）提供。

## 油脂饲料早评

### 油料：逻辑切换

【盘面回顾】中加谈判预期恢复加菜系进口给予菜粕下跌驱动，粕类整体资金驱动继续回落。

【供需分析】对于进口大豆，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，国家以轮储形式对远月供应添加增量。

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，豆粕库存延续季节性去库，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，1月16日下午，在中加会面后，加拿大总理称：加拿大和中国已达成一项初步但具有里程碑意义的贸易安排，旨在消除贸易壁垒并降低关税。关于菜系：加拿大预计，到3月1日，中国将把加拿大油菜籽的关税降低至综合税率约15%。从3月1日起至今年年底，加拿大产油菜籽粕以及龙虾、螃蟹和豌豆将不受相关反歧视关税的约束。标志着自2024年9月3日的加菜籽反倾销调查以及2025年3月8日的加菜粕、菜油100%关税政策存在缓解预期。从供应量级角度考虑，新年度国际菜籽整体丰产，尤其加菜籽虽国内压榨即生柴政策方面存在消费增量，但菜籽余量库存与副产品菜粕方面仍可增加对于中国供应出口。从进口利润角度考虑，目前加菜籽国际报价较其他来源仍属最低，参考周末价格，原本75.8%的进口保证金之下菜籽盘面榨利-2000元/吨附近，如今仅考虑15%关税情况下盘面榨利修复至150元/吨附近（包括运杂费与加工费），已优于后续3月后澳菜籽进口榨利。

【后市展望】外盘美豆盘面在1月报告公布后震荡区间下移，后续将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，短期跟随菜粕不断走弱，但下行空间有限；菜粕若贸易关系如加拿大总理发言所进展，则国内菜系将重归国际定价。菜粕由于国际与国内缺乏更多消费增量而表现弱势，且后续加菜粕直接进口后内盘估值定价仍存下行空间。

【策略观点】M3-5正套离场，菜粕空配减仓后底仓持有。

### 油脂：油脂恢复宽幅震荡，跨品种价差仍具性价比

【盘面回顾】中加和谈目前已有突破性进展，菜籽进口税有望维持在15%，加菜籽进口有望得到补充。

【供需分析】棕榈油：印尼政府宣称今年B50不推进，且26年延续B40计划掺混，此外

在 3 月将上调棕榈油出口专项税。SPPOMA 数据显示，1 月 1-15 日马棕产量环比下降 18.24%；ITS 与 Amspec Agri 数据显示 1 月 1-15 日马棕出口环比增长 18.64% 与 17.52%。印尼政府计划 2026 年再额外没收 500 万公顷种植园，或提振产地报价。据消息人士透露，特朗普政府正在推进生物燃料政策，预计将在 3 月初敲定 2026 年生物燃料混合配额，可能将把生物燃料混合配额大致保持在当前提案的水平，同时美政府正权衡生物基柴油的配额范围在 52 亿至 56 亿加仑之间，而当前提案为 56.1 亿加仑，此外预计将放弃惩罚可再生燃料及其原料进口的计划。

豆油：巴西大豆收获顺利，且新作长势良好，全球大豆供应宽松。中国采购美豆与美国生物燃料政策支撑美豆价格。国内一季度大豆到港下降，后续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，美国生物燃料政策提振加菜籽。市场对最终开放加拿大菜籽进口持乐观态度，目前市场传言已出现加菜籽买船，但现货层面仍处于去库阶段，基差维持强势，后续仍需关注政策的走向。

【南华观点】中加扰动暂时好转，菜油支撑减弱，仍可关注菜棕价差的走弱机会。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、靳晚冬（Z0022725）、陈晨（Z0022868）提供。

## 贵金属早评

### 铂金&钯金：美夺岛关税引忧，鲍威尔将出席庭审，铂钯震荡偏强

【盘面回顾】昨日夜盘 NYMEX 铂钯震荡偏强，最终 NYMEX 铂 2604 合约收 2381.6 美元/盎司，+2.54%，NYMEX 钯 2603 合约收 1882.0 美元/盎司，+3.33%。

【交易逻辑】近期价格运行逻辑主要围绕美关税政策、地缘冲突和美联储独立性被挑战为贵金属注入短期避险溢价。

关税方面，1 月 17 日，美国总统特朗普宣布，“向反对美国得到格陵兰岛的欧洲国家加征关税”。欧盟随后发表声明宣布，正在协调成员国发起联合反制。1 月 14 日，美国总统特朗普签署总统公告《调整美国加工关键矿物及其衍生产品的进口》(PCMDPs)，基于《1962 年贸易扩展法》第 232 条款，宣布 PCMDPs 威胁美国国家安全，但特朗普选择通过谈判达成协议而非立即征税。俄乌冲突方面，冲突烈度上升，军事对抗达新阶段，1 月 11 日乌军无人机袭击普京官邸，俄方将其定性为国家恐怖主义，俄军大规模空袭，并在首次实战高超音速中程导弹；1 月 17 日，俄军控制库皮扬斯克，乌克兰能源系统遭持续打击引发全国紧急状态。美联储方面，据美联社报道，鲍威尔将于周三出席美国最高法院关于美联储理事库克的口头辩论，美联储主席亲自出席此类案件实属罕见。与此同时，鲍威尔遭刑事调查，美联储货币政策独立性面临政治化风险。南非电力方面，南非放宽了反垄断规则，允许受高昂电力成本冲击行业中的竞争对手合作协商更廉价的电力供应，以防止其全面崩溃。关注美对俄罗斯未锻造钯双反调查结果和 LME 于月内公布的新管理者细节。

【南华观点】从中长期维度看，预计 26 年上半年美联储保持宽松的货币政策基调不变，央行购金以及投资需求增长仍将助推贵金属价格重心继续上抬，铂钯牛市基础仍在。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：格陵兰岛事件推升避险情绪 贵金属续刷新高

**【盘面回顾】**周一贵金属价格再刷新高。周一亚洲早盘，伦敦金银价格跳空高开、持续走强，美元指数同步大幅回调，欧洲股市跳空低开收跌，美股则因节假日休市，驱动因素直指周末期间特朗普的一则重磅表态——美总统声称将对8个反对其收购格陵兰岛的欧洲国家加征惩罚性关税。贵金属的跳空上涨，本质是市场对“美国单边主义冲击全球秩序”的定价。当关税武器化、领土诉求货币化，传统避险资产的配置价值将持续凸显。投资者需警惕两大风险：欧美关税博弈的反复性可能加剧市场波动，留意政策预期的“反复打脸”（TACO式交易）风险；长期看，美元信用损耗与储备货币地位再平衡，将系统性支撑金价中枢上移。最终COMEX黄金2602合约收报于4676.7美元/盎司，+1.77%；COMEX白银2603合约收报于94.28美元/盎司，+6.49%。昨日全球最大黄金ETF--SPDR Gold Trust持仓增加10.9吨至1085.7吨。全球最大白银ETF--iShares Silver Trust (SLV)白银持仓增加11.3吨至16073吨。

**【交易逻辑】**近端看，持续关注格陵兰岛事件进展；其次，关注美联储主席人选的公布，预计将在本月晚些时候正式提名；第三，1月29日将召开美联储2026年首次FOMC会议，本周进入美联储官员噤声期，市场预期美联储1月将大概率维持基准利率不变。远端看，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，关注美联储26年上半年降息节奏以及技术性扩表的RMP操作，26年5月美联储主席鲍威尔任职到期。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、以及对美国科技股防御式配置需求）。白银市场持续关注期货与现货市场的挤兑压力。

**【南华观点】**贵金属仍处于易涨难跌的格局中，突破新高后上方空间重新打开，黄金关注4550支撑；白银支撑86.5附近，短线可能进一步上冲100。中长期维持看涨，回调仍视为补多机会，但波动加剧下建议做好仓位控制，白银则需警惕即将进入春节假期带来的工业需求放缓与负反馈压力可能引发冲高回落风险。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）提供。

## 化工早评

### 纸浆-胶版纸：高空策略可延续，但需注意追空风险

**【盘面回顾】**：昨日纸浆期货（SP）日盘走势震荡下行后企稳回升；胶版纸（双胶纸）期货（OP）日盘价格持续震荡下行。

**【现货市场】：**

纸浆市场主流价：山东银星报价5400-5420元/吨（0/0），山东乌针、布针报价4800-5250元/吨（0/0），华南银星报价5550-5600元/吨（0/0）。

**【港口库存】**：纸浆：截止1月16日，港口库存201.4万吨（+0.7）。

**【南华观点】**：针叶浆现货华东、华南地区部分品牌价格跟进下降，降幅基本在20-50元/

吨，期货估值再度降低。主力合约基差（山东俄针）为-112 元/吨（日盘），维稳。总体来看，当下行情相对偏空。中东局势存在缓和现象，马士基在部分航线恢复通行，纸浆运输成本端可能有所回落。中国港口库存再度回升至相对高位，且根据欧洲纸浆协会（UTIPULP）发布的最新统计显示，2025 年 12 月欧洲纸浆库存环比增长 7.6%，同比增长 2.4%，对现价和期价的压制再次产生。根据卓创数据来看，上周进口针叶浆价格上涨 0.09%，基本维稳，影响更偏中性。此外，纸企陆续启动 2026 年一季度停机计划，下游需求相对减弱，且 UTIPULP 同样显示，2025 年 12 月欧洲纸浆消费量环比下降 10.9%，需求面相对利空。还需关注后续浆企是否挺价和现货市场交投情况能否有所好转等因素。需注意的是，期价已接连下跌 8 个工作日，虽仍有一定下行空间，但存在短线低位反弹的可能性。

对于胶版纸期货而言，主力合约基差为 445.38 元/吨（日盘），已回升至相对偏高的位置，存在后续基差收敛的可能。期价延续震荡偏空走势。纸浆期价下行从成本端带动期价有所下滑，但阔叶浆价格带来的成本支撑仍在，包括阔叶浆明星调涨 20 美元/吨至 590 美元/吨，且近期玖龙纸业发布北海基地停机计划，三台文化纸机和一台白卡纸机将在 1 月 20-30 日期间停机检修，预计减产 4 万吨双胶纸和 3.9 万吨白卡纸，可能从供应端给予现价与期价以一定底部支撑。预期当前行情整体应以中性看待。

对于后市而言，策略上，纸浆与胶版纸均可先观望。

## LPG：供需边际走弱，盘面估值回调

【盘面动态】LPG2603 盘面收于 4092 (-45)，夜盘收于 4077 (-15)，3-4 月差-256；

【现货反馈】华东均价 4523 (+0)，山东均价 4470 (+10)，最便宜交割品价格 4440 (+0)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 77.24% (+0.26%)；独立炼厂开工率 53.91% (-0.66%)，不含大炼化利用率为 49.77% (-0.74%)，国内液化气外卖量 51.87 万吨 (+0.06)，到港量 53.9 万吨 (+1.1)。需求端，PDH 本期开工率 73.07% (-2.54%)；MTBE 端本期开工率 68.76% (-1.59%)，外销量依然处于高位；烷基化端开工率 38% (+0.32%)。库存端，厂内库容率 23.15% (-0.66%)，港口库存 202.78 万吨 (-10.42)。

【观点】原油市场在地缘及供应过剩中摇摆，盘面波动较大，目前看过剩的基本面依然是主线，伊朗局势暂缓，看涨情绪迅速退却，内盘化工品回撤。丙烷海外，在过去一周中东发运依然偏低，美国在出口增加情况下，重新回到去库状态，但国内需求依然偏低，库存绝对值依然处于高位，对价格形成一定压力。从国内本期基本面来看，供应端本期依然偏紧，炼厂商品量处于低位，港口到港量依然不高，港库维持去化。需求端边际走弱，PDH 在持续亏损下，部分装置进入检修状态，对 PG 市场形成利空。后续持续关注地缘变化及国内装置检修情况。

## PTA-PX：负反馈压制下走势偏弱

【基本面情况】PX 供应端浙石化降负，总负荷小幅降至 89.4% (-1.5%)，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，PXQ1 预期累库 60 万吨左右；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，PXQ1 维持季节性累库，4 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 偏弱，PXN 回落至 326.1 (-40.8)，PX-MX 走缩至 141.5 (-5)。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，供应端英力士和 ys 新材料停车，独山能源重启，TA 负荷降至 76.9% (-1.3%)；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，当前加工费已修复至良好水平，后续关注相关动态。库存方面，持货意愿平平，社会库存小幅累积至 210 万

吨 (+4)。效益方面，PTA 大量停车后静态平衡表 Q1 累库幅度大幅收窄，TA 现金流加工费修复至 350 (+1)；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，本周部分装置检修兑现，聚酯负荷降至 88.3% (-2.5)。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，近期原料端 PTA 高位回落，各产品现金流加工费修复。而产品库存方面，由于在前期下游买涨情绪带动下长丝库存大幅去化，聚酯环节库存压力不大；后续终端开工与订单下滑的负反馈仍将继续向上传导，随着大量装置季节性检修计划公布，一季度聚酯负荷预期边际下调，开工水平预计低于上一年。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 PX-TA 在下游负反馈加剧的影响下走势偏弱，但长期良好格局难以改变，随着估值高位回落仍建议逢低布局多单。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：过剩预期压制估值

【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）

### 【基本面情况】

基本面方面，供应端近期总体油平煤升，总负荷升至 74.43% (+0.5%)；其中，煤制方面部分装置重启，煤制负荷升至 80.21% (+1.58%)。效益方面，原料端油价和煤价小幅反弹，乙烯价格继续走弱，EG 现货价格总体持稳，乙烯制利润得到明显修复，煤制边际利润压缩至 -492 (-24)；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 经济性明显走弱，而且减水剂价格低迷，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，周内港口发货尚可，下周一港口显性库存预计累库 6 万吨左右。

需求端，本周部分装置检修兑现，聚酯负荷降至 88.3% (-2.5)。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，近期原料端 PTA 高位回落，各产品现金流加工费修复。而产品库存方面，由于在前期下游买涨情绪带动下长丝库存大幅去化，聚酯环节库存压力不大；后续终端开工与订单下滑的负反馈仍将继续向上传导，随着大量装置季节性检修计划公布，一季度聚酯负荷预期边际下调，开工水平预计低于上一年。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，乙二醇需求端负反馈随终端订单下滑持续向上传导，且聚酯环节在 PTA 价格大幅抬升的影响下效益大幅压缩，近期部分聚酯工厂公布预期外检修计划，后续淡季负荷预期下修。近期宏观前期偏暖氛围有所降温，关注后续伊朗相关地缘影响，若后续局势缓和则乙二醇供需承压格局依然难以扭转。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。

## PP：关注 PDH 装置动态

【盘面动态】聚丙烯 2605 盘面收于 6482(-14)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6360 元/吨，华东现货价格为 6430 元/吨，华南现货价格为 6510 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 75.62% (+0.15%)。本周中景石化一套装置进入检修，同时京博、利和知信等装置复产，总体开工率变化不大。1 月 PP 检修量持续处于偏高水位，短期供应有所缩减。但需注意的是，在 PP 价格回升的过程中，部分边际装置正逐步复产，后续 PP 供应压力或将再现。需求端，本期下游平均开工率为 52.53% (-0.05%)。其中，BOPP 开工率为 63.56% (+0.32%)，CPP 开工率为 54.23% (0%)，无纺布开工率为 42.33% (-0.12%)，塑编开工率为 42.6% (-0.32%)，改性 PP 开工率为 70.63% (+0.32%)。库存方面，PP 总库存环比上升 6.46%。上游库存中，两油库存环比下降 4.12%，煤化工库存下降 15.16%，地方炼厂库存下降 6.2%。中游库存中，贸易商库存环比下降 5.28%，港口库存下降 0.7%。

【观点】近期宏观情绪降温，聚烯烃呈现见顶回落趋势。从 PP 基本面格局来看，其主要支撑仍来自于 1 月下旬 PHD 装置的检修预期，叠加 1 月装置检修量总体偏高，短期供应压力不大。而在需求端，PP 情况与 PE 类似，虽然先前中游的补空情绪叠加下游节前补库，带动短期需求增量，但进入下半月需求预计进入下滑趋势，导致需求端支撑减弱。总体来看，1 月下旬 PP 供需格局预计略好于 PE，但需重点关注装置检修的实际兑现情况。

## PE：基本面支撑不足

【盘面动态】塑料 2605 盘面收于 6667(-28)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6570 元/吨，华东现货价格为 6700 元/吨，华南现货价格为 6750 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 81.59% (-2.07%)。近期装置检修较多，开工率下滑明显，但从预期来看，大部分装置将在本周末至下周陆续重启，供应预计再度回升。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 40.93%(-0.28%)。其中，农膜开工率为 36.93%(-0.96%)，包装膜开工率为 48.15%(-0.81%)，管材开工率为 29.33%(-0.17%)，注塑开工率为 48.95%(-0.2%)，中空开工率为 38.82%(+1.32%)，拉丝开工率为 29.92%(+0.4%)。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 5.18%，上游石化库存环比下降 7%，煤化工库存下降 31%；中游社会库存变化不大。

【观点】近期宏观情绪降温，聚烯烃呈现见顶回落趋势。与此同时，PE 基本面情况也有所转弱，进一步加速下跌：在供应端，随着生产利润修复，先前降负的装置逐步复产，且部分转产低压的装置也重新切换回生产线性，供应压力再度回升。而在需求端，上周后半周开始现货情况明显转弱，叠加春节临近，下游部分企业或将提前进入停车放假状态，需求面临季节性回落。总体来看，PE 正转向供增需减的格局，短期或将维持偏弱运行趋势。

## 纯苯-苯乙烯：基本面有所好转，纯苯估值修复

【盘面回顾】BZ2603 收于 5827 (+171)，EB2602 收于 7295 (+117)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5695 (+150)，主力基差-132 (-21)。下午华东苯乙烯现货 7425 (+105)，主力基差 130 (-12)

【库存情况】截至 1 月 19 日，江苏纯苯港口样本商业库存量 29.7 万吨，较上期库存去库 2.7 万吨。截至 2025 年 1 月 19 日，江苏苯乙烯港口库存量 9.35 万吨，较上周期减 0.71 万吨，幅度-7.06%；截至 2026 年 1 月 15 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 16.12 万吨，较上一周期减少 0.12 万吨，环比下降 0.73%。

### 【南华观点】

纯苯方面，供减需增，近期下游除苯酚外利润均有所修复，下游较多装置提负或重启，五大下游折纯苯需求明显增加，周度供需情况有所改善。库存方面，周一华东主港的纯苯明显去库，近期到港船货较少，港口转去库，往后看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，春节后纯苯去库阻力仍较大。外盘方面，上周五市场传闻亚洲纯苯出口美国可退税，但退税需要先获得资质，目前来看美亚套利量存改善预期。周一纯苯期现均偏强。

苯乙烯方面，总体仍偏强运行。基本面看先是国内中化泉州、天津渤化苯乙烯检修装置提前至 1 月底回归，加工差短暂走缩；下半周市场又传闻中东两套苯乙烯装置运行出现问题，加工差再次走扩。此外华东主港去库至 10 万吨以下，港口苯乙烯部分货权集中，大幅去库下现货流动性再次收紧。年前国内苯乙烯供应弹性较小，估值较难压缩。需要注意的是苯乙烯基本面虽有好转但当前仍处于需求淡季，高估值下并不建议高位追多。后续重点关注苯乙烯出口增量的持续性、地缘险导致的原油波动以及下游 3S 对于高价原料的承接力。

## 橡胶：驱动有限，震荡回调

### 【相关资讯】

1、据中国海关总署 1 月 18 日公布的数据显示，2025 年中国橡胶轮胎出口量达 965 万吨，同比增长 3.6%；出口金额为 1677 亿元，同比增长 2%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达 929 万吨，同比增长 3.3%；出口金额为 1611 亿元，同比增长 1.8%。按条数计算，出口量达 70,162 万条，同比增长 3.1%。汽车轮胎出口量为 819 万吨，同比增长 3%；出口金额为 1376 亿元，同比增长 1.2%。

2、地缘争端不断，市场避险情绪有所提升。美国再挥关税大棒，此前宣布对半导体加征进口关税，现又将针对格陵兰岛问题对欧洲 8 国加征 10% 关税，欧盟则考虑对美国 1080 亿美元商品加征关税或其他反制措施。

3、据隆众资讯统计，截至 2026 年 1 月 18 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 58.49 万吨，环比上期增加 1.67 万吨，增幅 2.94%。保税区库存 9.95 万吨，增幅 6.42%；一般贸易库存 48.54 万吨，增幅 2.26%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 0.85 个百分点，出库率增加 0.05 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 0.72 个百分点，出库率增加 1.55 个百分点。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 109890 吨，日度变化 1500 吨。20 号胶当日仓单数量为 56750 吨，日度变化 0 吨。

合成橡胶当日仓单数量为 26030 吨，日度变化-300 吨。

【现货动态】上海国营全乳胶报价为 15500 元/吨(-100)，上海泰三烟片报价为 18200 元/吨(0)，泰混人民币报价为 14850 元/吨(-80)，印尼标胶市场价为 12709 元/吨(-47)，非洲 10 号胶市场价为 1840 美元/吨(-5)。全乳胶-RU 主力基差为-245(-10)，印标-NR 主力基差为

54(+43)，全乳泰混价差为 650(-20)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市价参考 11750 元/吨 (0)，华南市场价参考 11400 元/吨 (-200)。

**【核心观点】**近期宏观情绪波动对橡胶整体走势带来较大影响。央行发布诸多宏观宽松政策，利好预期有所兑现；美联储降息预期减弱，美委冲突叠加美伊局势降温，原油宽松预期加强，对板块有所拖拽。美国再挥关税大棒，格陵兰岛争端升级，避险情绪升温，整体宏观情绪有所退却，商品进一步回调分化。沪胶 RU 目前国内停割，全乳胶维持去库，则以未预期，以及估值定价主导，受到宏观情绪影响较大。海外产区多处于低产季前冲刺上量阶段，目大，割胶顺畅且冬储抢收积极，对原料有所支撑。12 月干胶进口大增带来库存高企，未来供应预期定压制。下游节前备库，轮胎开工有所回升，干胶库存、下游产品和终端库存压力仍存，导致现货交投情绪平淡。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。后市预计胶价在承压中随情绪维持波动，维持宽幅震荡格局。

**【策略建议】**单边观望为主，板块分化延续，回调难言企稳，但现货价格相对不弱基差走强。未来 RU2605 短期参考震荡区间为 15500—16200，重要压力点位关注 16000，支撑看 15600 左右或企稳；NR2603 震荡区间参考 12500—13200。BR 主力支撑参考 11500，关注 NR-BR 价差低位做扩机会。

## 尿素：多单持有

**【盘面动态】**周一尿素 05 收盘 1772

**【现货反馈】**周末国内尿素行情弱势盘整，局部个别窄幅下调 10 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1610-1750 元/吨。工厂新单明显减弱，待发支撑下多数价格保持稳定。市场成交阻力增加，部分贸易商窄幅降价，以出货为主。短线国内尿素市场稳中偏弱。

**【库存】**2026 年 1 月 14 日，中国尿素生产企业库存量为 98.61 万吨，较上周减少 3.61 万吨，环比减少 3.53%。中国尿素港口样本库存量：13.4 万吨，环比减少 0.6 万吨，环比跌幅 4.29%。

**【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，总得来看 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，尿素价格持续上涨。但伴随价格上行，下游逐步抵触，现货成交转弱，预计尿素价格短期回调，顶部区间参考 1850-1950 之间，建议多单持有。

## 玻璃纯碱：供需格局偏弱

纯碱：

**【盘面动态】**纯碱 2605 合约昨日收于 1192，0%

**【基本面信息】**

本周一纯碱库存 154.42 万吨，环比上期 -3.08 万吨；其中，轻碱库存 82.26 万吨，环比上期 -1.44 万吨，重碱库存 72.16 万吨，环比上期 -1.64 万吨。

**【南华观点】**

前期商品情绪升温，带动部分低估值品种，盘面上涨，纯碱中游补库，但弹性有限。基本面看，随着新产能逐步释放产量，纯碱日产新高，过剩预期也在加剧。当下纯碱中长期供应维持高位的预期不变，光伏玻璃继续累库，堵窑开始增加，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 1070, -2.99%

#### 【基本面信息】

截止到 20260115，全国浮法玻璃样本企业总库存 5301.3 万重箱，环比-250.5 万重箱，环比-4.51%，同比+20.89%。折库存天数 23 天，较上期-1.1 天。

#### 【南华观点】

市场传部分产线有点火预期，供需预期转差。虽然浮法玻璃日熔下滑至一定低位，但需求现实和预期同样疲弱，供需双弱的格局下难有趋势性走势。供应端，春节前仍有部分玻璃产线冷修和点火等待兑现，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。

## 丙烯：地缘局势暂缓，盘面估值修复

【盘面动态】PL2603 盘面收于 6035 (-15)，夜盘收于 6084 (+34)；PP-PL 主力价差 447

【现货反馈】山东均价 6145 (+0)，华东均价 6325 (+0)

【基本面数据】供应端，丙烯产量 123.15 万吨 (-1.05)，开工率 75.23% (-0.72%)。主营炼厂开工率 77.24% (+0.26%)；独立炼厂开工率 53.91% (-0.66%)，不含大炼化利用率为 49.77% (-0.74%)；蒸汽裂解开工率 82.07% (-1.46%)；PDH 开工率 73.07% (-2.54%)；MTO 开工率 85.77% (-2.29%)。需求端本周整体变动不大，PP 端，PP 粒料开工率 75.62% (+0.15%)，粉料开工 31.56% (-5.84%)，正丁醇开工 87.33% (+4.22%)，辛醇开工 95% (+7%)，丙烯酸开工 82.08% (-4.66%)。

【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持，过剩依然是主线。短期伊朗局势降温，带动内盘化工品回调。基本面上，本周数据供需均减，从供需差上看，国内丙烯端整体依然维持宽松局面不变，但山东市场在装置检修情况下有收紧。PDH 端，在持续亏损下，金能、万华等装置进入检修状态，短期开工预期依然能维持在 70%-75%；MTO 端浙江兴兴停车、恒通化工降负，开工也有下行。需求端，PP 依然维持高开工，但较前期高点有所下滑，供需压力环比有所好转。另外其他下游除丁辛醇、环氧丙烷外，基本均处于亏损状态，对高价丙烯接受度低，整体依然按需采购。后续仍需持续关注地缘及装置变动情况。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、边舒扬（Z0012647）、张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、戴一帆（Z0015428）及助理分析师黄超贤（F03147169）提供。

## 黑色早评

### 螺纹&热卷：低位震荡

【盘面回顾】昨日成材受到包钢消息影响冲高回落，低位震荡

**【消息整理】**1.18 包钢厂区突发爆炸事故，可能引发市场对钢厂安全检查的预期，短期对盘面造成一定影响

**【核心逻辑】**成材产量恢复速度边际放缓，螺纹表观消费量超预期回升，螺纹库存从新转为去库，但环比变化不大基本持平，后续随着螺纹钢下游消费淡季再次走弱和季节性规律，螺纹钢库存可能从新进入累库趋势，但整体看螺纹库存处于低位并且同期超季节性相比处于去库趋势。热卷去库速度边际有所加快，库存基数同期相比偏大但从同期的季节性看却处于一个去库状态，但热卷近期仓单增量明显，热卷仓单环比上周增加+58%，不排除可能是库存注册为仓单的可能性。整体看，成材的基本面偏中性，缺乏驱动，处于一个区间震荡的状态，涨不动也跌不深。目前主要的核心矛盾还是在于炉料端，钢厂铁矿库存偏低存在补库预期，支撑铁矿价格的强势，但铁水产量下降和铁矿港口库存的继续累库，铁矿大幅度上涨也有难度。焦煤从基本面上看，甘其毛都口岸通关量继续创新高，为几年同期较高水平，口岸库存继续累库，矿山开工率回升和矿山焦煤库存累库均会压制焦煤价格的上行。尽管冬储上游库存逐渐转移至下游，支撑焦煤价格，但焦煤库存基数偏大，焦煤上方空间有限。

**【南华观点】**短期内成材受到成本端的支撑，下方空间有限，但上方缺乏驱动。钢材价格维持震荡的趋势，短期看螺纹主力合约 2605 的价格区间可能在 3050-3200 之间，热卷主力合约 2605 的价格区间可能在 3200-3350 之间。

## 铁矿石：发运和到港减少

**【盘面信息】**铁矿石价格日内大幅低开，主力合约一度下跌近 3%，原因有：

1. 目前库存端有迹象表示政策禁令有所松动，有满载金布巴粉的散货船成功卸港，若谈判落地，现货价格面临冲击。
2. 市场情绪整体有所回落，前期涨幅较大的部分商品显著回调
3. 估值偏离基本面较多，有回落压力

**【信息整理】**1. 全球铁矿石发运总量 2929.8 万吨，环比减少 251.1 万吨

2026 年 1 月 12 日-1 月 18 日 Mysteel 全球铁矿石发运总量 2929.8 万吨，环比减少 251.1 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2246.6 万吨，环比减少 359.8 万吨。澳洲发运量 1688.0 万吨，环比减少 243.6 万吨，其中澳洲发往中国的量 1389.7 万吨，环比减少 262.4 万吨。巴西发运量 558.6 万吨，环比减少 116.2 万吨。（Mysteel）

2. 2026 年 01 月 12 日-1 月 18 日中国 47 港铁矿石到港总量 2897.7 万吨，环比减少 117.3 万吨；中国 45 港铁矿石到港总量 2659.7 万吨，环比减少 260.7 万吨；北方六港到港总量 1442.9 万吨，环比减少 26.3 万吨。（Mysteel）

**【南华观点】**目前铁矿石价格的主导因素不在其基本面，在宏观预期上，目前持续累库和复产缓慢的情况下基本面无法支撑目前的高估值，价格继续冲高缺乏支撑。但价格下跌后，抛压释放，钢厂有补库刚需，下方价格亦有支撑，整体看区间宽幅震荡。

## 焦煤焦炭：一轮提涨暂未落地

**【盘面回顾】**偏弱震荡，盘面钢厂利润走扩

**【信息整理】**

1. 中国经济 2025 年“成绩单”出炉。2025 年全年，我国 GDP 同比增长 5.0%，达到 140.19 万亿元；规模以上工业增加值增长 5.9%，增速较上年加快 0.1 个百分点；社会消费品零售总额规模增长 3.7%，增速较上年加快 0.2 个百分点；固定资产投资下降 3.8%，其中房地产开发投资下降 17.2%。2025 年末全国人口 140489 万人，全年出生人口 792 万人，死亡人口 1131 万人，人口总量同比减少 339 万人。

- 国新办 20 日将举行两场重要发布会。上午 10 时，国家发改委副主任王昌林将介绍落实中央经济工作会议精神，推动“十五五”实现良好开局有关情况。下午 3 时，财政部副部长廖岷将介绍发挥积极财政政策作用，推动经济社会高质量发展有关情况。
- 国家统计局数据显示，2025 年，中国粗钢产量 96081 万吨，同比下降 4.4%；生铁产量 83604 万吨，同比下降 3.0%；钢材产量 144612 万吨，同比增长 3.1%。
- 今日即将公布中国 1 月一年期、五年期贷款市场报价利率 LPR。

**【核心逻辑】**近几周，国内矿山“开门红”，焦煤产量稳中有增。进口端，口岸蒙煤通关量仍处于同比高位，澳煤因海外供应扰动，出口报价坚挺，内外煤价倒挂严重，近期焦煤到港高位回落。焦化方面，主流焦企开启一轮提涨，但下游钢厂对此较为抵触。近期焦煤现货反弹幅度较大，即期焦化利润收缩，焦企开工率稳中有降，本周产量环比小幅下降。钢厂方面，本周高炉检修量抬升，铁水产量小幅下降。周末内蒙古某工厂事故可能导致局部钢材供应收缩，起到修复盘面钢材利润、支撑钢价的作用，后续关注事件处理结果。若该事件导致局部地区监管限产驱严，铁水复产进度可能放缓，加剧焦煤短期过剩矛盾。中长期，需重点关注宏观情绪变化以及春节后国内矿山的复产节奏，若出现“国内供应恢复超预期”与“宏观情绪转弱”的组合，煤焦中长期价格将面临较大的下行压力。

## 硅铁&硅锰：高位回落，低位震荡

**【盘面回顾】**昨日铁合金震荡下行

**【核心逻辑】**上周宏观情绪回落后，铁合金呈现冲高回落、震荡下行的态势，并且产业端逢高套保压制价格的上涨，硅锰库存虽环比去库，硅锰库存环比去库-2.5%，但硅锰仓单库存环比增加 32.96%。从基本面看，供应端铁水产量上周环比下降对铁合金的需求有所下降，铁合金近期的利润回升但下游需求较弱，铁合金产量减产的驱动不大，预计产量维持目前水平上下小幅波动，铁合金产量硅铁产量环比上周-0.40%，硅锰产量环比上周下降-0.23%。需求端铁水产量上周环比下降对铁合金的需求有所下降，下游五大材可能进入季节性的累库状态，对铁合金的需求也将有所下降。库存端，硅铁库存环比上周-7.48%，硅锰库存继续去库，库存环比上周-2.5%，但硅锰仓单库存环比增加+32.96% 硅锰库存基数仍偏大，为近 5 年库存最高水平，去库压力较大，仍要需要减产来实现。锰矿港口库存去库，贸易商挺价，支撑硅锰的价格。

**【南华观点】**铁合金下方受到成本端的支撑，短期看铁合金回调后或呈现底部震荡的趋势。

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

## 农副软商品早评

### 生猪：寒潮来临

**【期货报价】**LH2603 收于 11705 日环比-2.30%。

**【现货报价】**

全国生猪均价 13.30 (+0.05) 元/公斤，其中河南 13.53 (-0.04) 元/公斤、四川 13.02 (+0.11) 元/公斤、湖南 13.15 (+0.70) 元/公斤、辽宁 13.28 (+0.51) 元/公斤、广东 14.13 (+0.36) 元/公斤、安徽 13.53 (+0.14) 元/公斤。

### 【现货情况】

北方周末行情偏强上调。主因市场降雪备货，周六订单量增加，支撑猪价上行；涨价期间，情绪传导散户出栏积极性差，周日部分区域屠企收购有难度，缺计划，部分厂家被动下调宰量；另外近两天部分二育省份有少量二次育肥补栏，支撑当地猪价。后续需警惕备货过后，订单有减少可能，届时猪价有下落风险。

南方市场猪价走高为主。近期受大猪消费支撑，带动西南、华南等地区标猪走货好转，加之受北方涨价情绪助推，周末猪价涨势明显。但是根据屠企反馈，猪价连日走高后终端跟进不足，短期南方市场猪价有止涨回稳迹象。

### 【南华观点】

当下生猪市场现货价格走高，另外北方寒潮或将对生猪运输造成影响导致北猪南调难度增加，对南方生猪市场供应造成影响。同时，寒潮将导致养殖户出栏量减少出现被动压栏现象，或对后续生猪出栏量产生影响。

## 棉花：关注下游走货

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉因马丁路德金纪念日休市一天。隔夜郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】据商务部数据显示，印度 2025 年 12 月的服装出口额为 15.04 亿美元，同比增加 2.89%，环比增加 20.61%。

【郑棉信息】截至 2026 年 1 月 18 日，全国新年度棉花公证检验量累计 699.15 万吨，同比增加 75.67 万吨，新棉公检工作已进入尾声，国内棉花工商业库存明显回升，处于近年峰值水平，但受进口配额限制，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，而下游在棉纱产能扩张下，棉花刚性消费提升，市场预期本年度末国内棉花供需或偏紧，同时 26/27 年度疆棉面积下调预期仍存，但国内棉价走强后，下游纺纱利润受到挤压，内外棉价差也大幅走扩，进口纱或阶段性增加流入，对棉价上方形成压力。

【南华观点】在下游利润挤压及内外价差大幅走强下，棉价上方存在压力，但当前纱厂负荷基本持稳，纺纱产能的扩张对棉花的消费形成支撑，且下游整体库存压力尚且不大，短期棉价或震荡调整，关注下游进口及订单情况。

## 白糖：震荡承压

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一收跌，今日因假期休市。周一夜盘郑糖微跌。

【现货报价】南宁中间商站台 5360 元/吨。昆明中间商报价 5170-5260 元/吨。

【市场信息】1. 据海关总署公布的数据显示，2025 年 12 月份我国进口食糖 58 万吨，同比增加 19 万吨。2025 年我国累计进口食糖 492 万吨，同比增加 57 万吨。25/26 榨季截至 12 月底我国累计进口食糖 177 万吨，同比增加 31 万吨。

2. 2025/26 榨季截至 1 月 17 日，泰国累计甘蔗入榨量为 2926.43 万吨，较去年同期的 3487.99 万吨减少 561.56 万吨，降幅 16.09%；甘蔗含糖分 11.95%，较去年同期的 11.87% 增加 0.08%；产糖率为 9.790%，较去年同期的 9.814% 减少 0.024%；产糖量为 286.51 万吨，较去年同期的 342.32 万吨减少 55.81 万吨，降幅 16.3%。

3. 根据印度糖和生物能源制造商协会（ISMA）的数据，截至 2026 年 1 月 15 日，印度 2025/26 榨季糖产量达到 1590.9 万吨，较去年同期的 1304.4 万吨增加近 22%；已开榨糖厂 518 家，较去年同期的 500 家增加 18 家。截至 2025 年 1 月中旬，北方邦已产糖 460.5 万吨，较去年同期增加 32.3 万吨；马哈拉施特拉邦本榨季产糖率有所提高，目前有 204 家糖厂开榨，食糖产量达 645 万吨，同比增加约 51%；卡纳塔克邦与去年同期相比，甘蔗压榨进度加快，食糖产量也较去年同期增长了约 13%。

4. 巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 1 月 14 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 48 艘，此前一周为 44 艘。

5. 据消息人士透露，印度食糖最低销售价格(MSP)可能将上调至每公斤 37.50 至 38.00 卢比。

【南华观点】预计国内白糖期货短期维持震荡运行，后续继续关注泰国、印度生产进度，若供应压力持续增加，原糖下行压力较大，亦压制国内白糖盘面。

## 鸡蛋：期价大幅回调

【期货动态】主力合约 JD2603 收于 3023，日环比-1.60%。

【现货情况】

当前鸡蛋现货价格继续保持上涨，截至 1 月 19 日，全国现货基准价已涨至 7.57 元/公斤（约 3.79 元/斤）较前日环比持平。蛋鸡出栏量增加，老鸡加速淘汰，淘汰日龄从年初的 539 天降至 488 天，补栏持续低迷，7-12 月鸡苗销量同比下滑，累计降幅约 21%。春节前食品厂备货需求旺盛，生产库存和流通库存已处近几年低位。

【南华观点】

当下鸡蛋受节前备货需求的影响价格有所支撑，但仍需警惕节后需求骤降对现货市场的冲击。近月合约短期内可以逢低做多。

## 橡胶：驱动有限，震荡回调

【相关资讯】

1、据中国海关总署 1 月 18 日公布的数据显示，2025 年中国橡胶轮胎出口量达 965 万吨，同比增长 3.6%；出口金额为 1677 亿元，同比增长 2%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达 929 万吨，同比增长 3.3%；出口金额为 1611 亿元，同比增长 1.8%。按条数计算，出口量达 70,162 万条，同比增长 3.1%。汽车轮胎出口量为 819 万吨，同比增长 3%；出口金额为 1376 亿元，同比增长 1.2%。

2、地缘争端不断，市场避险情绪有所提升。美国再挥关税大棒，此前宣布对半导体加征进口关税，现又将针对格陵兰岛问题对欧洲 8 国加征 10% 关税，欧盟则考虑对美国 1080 亿美元商品加征关税或其他反制措施。

3、据隆众资讯统计，截至 2026 年 1 月 18 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 58.49 万吨，环比上期增加 1.67 万吨，增幅 2.94%。保税区库存 9.95 万吨，增幅 6.42%；一般贸易库存 48.54 万吨，增幅 2.26%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 0.85 个百分点，出库率增加 0.05 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 0.72 个百分点，出库率增加 1.55 个百分点。

【仓单变化】沪胶当日仓单数量为 109890 吨，日度变化 1500 吨。20 号胶当日仓单数量为 56750 吨，日度变化 0 吨。

合成橡胶当日仓单数量为 26030 吨，日度变化-300 吨。

【现货动态】上海国营全乳胶报价为 15500 元/吨(-100)，上海泰三烟片报价为 18200 元/吨(0)，泰混人民币报价为 14850 元/吨(-80)，印尼标胶市场价为 12709 元/吨(-47)，非洲 10 号胶市场价为 1840 美元/吨(-5)。全乳胶-RU 主力基差为 -245(-10)，印标-NR 主力基差为 54(+43)，全乳泰混价差为 650(-20)。

顺丁橡胶 BR9000 山东市价参考 11750 元/吨 (0)，华南市场价参考 11400 元/吨 (-200)。

【核心观点】近期宏观情绪波动对橡胶整体走势带来较大影响。央行发布诸多宏观宽松政策，利好预期有所兑现；美联储降息预期减弱，美委冲突叠加美伊局势降温，原油宽松预期加强，对板块有所拖拽。美国再挥关税大棒，格陵兰岛争端升级，避险情绪升温，整体宏观情绪有所退却，商品进一步回调分化。沪胶 RU 目前国内停割，全乳胶维持去库，则以

未预期，以及估值定价主导，受到宏观情绪影响较大。海外产区多处于低产季前冲刺上量阶段，且大，割胶顺畅且冬储抢收积极，对原料有所支撑。12月干胶进口大增带来库存高企，未来供应预期压制。下游节前备库，轮胎开工有所回升，干胶库存、下游产品和终端库存压力仍存，导致现货交投情绪平淡。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。后市预计胶价在承压中随情绪维持波动，维持宽幅震荡格局。

**【策略建议】**单边观望为主，板块分化延续，回调难言企稳，但现货价格相对不弱基差走强。未来 RU2605 短期参考震荡区间为 15500—16200，重要压力点位关注 16000，支撑看 15600 左右或企稳；NR2603 震荡区间参考 12500—13200。BR 主力支撑参考 11500，关注 NR-BR 价差低位做扩机会。

## 苹果：关注支撑

**【期货动态】**周一苹果期货继续低开跳空后减仓下跌，主力合约 AP2605 下跌 2.32%，收盘价 9345 元/吨。近月 AP2603 下跌 2.26%，收盘价 9410 元/吨。苹果盘面下跌主要受需求偏弱和资金退潮的双重影响。

**【现货价格】**栖霞 80#一二级晚富士（条纹）参考价 4.4 元/斤，栖霞 80#一二级晚富士（片红）参考价 4.1 元/斤。陕西洛川产区晚富士 70#以上半商品 4.2 元/斤。白水地区晚富士 70#以上统货 2.9 元/斤。

**【现货动态】**当前春节备货氛围偏淡，产区客商多销售存货，果农货略有低价货源走货。销区市场中转库存积压严重，走货缓慢。

**【库存分析】**1.据钢联数据，截至 2026 年 1 月 14 日，全国主产区苹果冷库库存量为 704.66 万吨，环比上周减少 16.25 万吨，去库速度环比加快，但低于去年同期。2.据卓创资讯，截止到 2026 年 1 月 15 日，全国冷库库存比例约为 49.78%，较去年同期低 3.55 个百分点。本周全国冷库库容比下降 1.35 个百分点，去库存率 10.90%。

**【南华观点】**短期来看，预计基本面逻辑继续影响盘面走势，交割品短缺逻辑暂时搁置，后续交易逻辑何时回归交割品短缺仍有待观察。后续关注春节备货情况，若无明显好转，盘面可能继续下行。

## 红枣：关注下游备货

**【产区动态】**目前新枣收购工作已完成，据钢联调查显示，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 8 车，参考特级 9.80-10.50 元/公斤，一级 8.30-10.0 元/公斤，河北崔尔庄市场到货近 3 车，参考特级 9.00-10.00 元/公斤，一级 8.00-8.80 元/公斤，下游按需采购为主，价格暂稳。

**【库存动态】**1 月 19 日郑商所红枣期货仓单录得 3298 张，较上一交易日增加 27 张，有效预报录得 324 张。据钢联统计，截至 1 月 8 日，36 家样本点物理库存 15300 吨，周环比减少 349 吨，同比增加 41.27%。

**【南华观点】**短期红枣价格或维持低位震荡，关注下游年前采购情况，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。

## 原木：增仓下跌，背离基本面

**【盘面】**Ig2603 收盘于 763 (-15)，持仓 1.3 万手。

**【现货】** 岚山地区现货价格未变，5.9 米中 A 主流价 760-770，长三角地区现货上周普遍涨价，6 米中 A 价格 810 元/方。

**【估值】**仓单成本约 810 (+6) 元 /立方米（长三角，最低仓单成本锚定为 6 米大 A），792 元 /立方米（山东，锚定为 5.9 米中 A）。

**【库存】**截止 1 月 9 日，全国库存量 269 万方 (+2)。

**【核心矛盾】**

Lg2603 合约盘中增仓 (+1000 余手) 下跌，触及 763 元/方低点，3-5 价差走缩至 -20 附近。从基本面角度看，并不支持大幅下跌。长三角地区现货连续上涨，仓单成本抬升至 810 元/方附近。虽然岚山地区目前受到 5.9 米中 A 材的仓单成本压制（约 792 元/方），会一定程度上压制反弹的高度，但不是支持大幅下跌的理由。短期来看，绝对库存仍处于低位，且到港量受到之前海外圣诞季发运减量的影响，短期不支持大幅累库。从绝对价格来看，03 合约在 11 月下旬开始至今，基本就没有给出过空头套保利润，从今日的下跌起点来看，也并不是高位下跌。从资金层面来讲，原木的持仓量较小，小规模资金就可以对于盘面有较大的扰动。可能下跌跟黑色版块整体走弱相关，但盘面存在一定超跌。周报中价格重心可能会缓慢上移的观点不变。估值的角度来看，750-760 元/方的价格存在较强支撑。在长三角等地现货走强的背景之下，成本上看，可交割的绝对数量并不支持低位大幅增仓交割。短期依然维持区间震荡思路对待，【760-795】。前期的双卖策略，可择时平 call。750-put 可逢低建仓。同时关注 3-5 正套机会。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、陈嘉宁（Z0020097）、杨歆悦（Z0022518）、宋霁鹏（Z0016598）及助理分析师黄超贤（F03147169）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。