

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-5.55%，创业板指-8.57%，上证50-4.24%，沪深300-5.17%，中证500-7.99%，中证1000-8.85%。两市日均成交额13216亿，较前一周-436亿/天。

企业盈利和宏观经济：12月PMI 50.1，较前值下降0.2，维持在荣枯线上方；11月M1增速-3.7%较上月明显反弹。

利率：中债十年期国债利率-10BP，美债十年期国债利率-2BP，中美10年期利差-8BP至-300BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额增加70亿份，另有部分份额转移至新成立的A500ETF；②DR007边际下行；③上周重要股东二级市场净减持21亿；④证监会新发2家IPO，边际不变；⑤上周融资余额-371亿；⑥上周偏股型基金新成立份额100亿。总的来说，ETF份额增加(+)，重要股东净减持较少(平)，融资额大幅减少(-)，IPO日均数量较少(平)，偏股型基金发行量边际回落(-)，DR007边际下行(+)。资金面中性。

宏观消息面：

1、2025年中国央行工作会议：实施适度宽松的货币政策，为经济稳定增长创造适宜的货币金融环境。2、沪、深交易所召开外资机构座谈会，充分听取意见建议。3、国家发改委：“两新”政策加力扩围，将实施手机等数码产品购新补贴。

市盈率：沪深300:12.43，中证500:26.21，中证1000:34.58，上证50:10.81。

市净率：沪深300:1.33，中证500:1.72，中证1000:1.92，上证50:1.21。

股息率：沪深300:3.09%，中证500:1.92%，中证1000:1.58%，上证50:3.65%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.17%/+0.10%/+0.10%/-0.57%；IC 当月/下月/当季/隔季：+0.02%/-0.27%/-0.74%/-2.43%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.00%/-0.63%/-1.28%/-3.41%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.10%/+0.20%/+0.20%/+0.23%。

交易逻辑：海外方面，近期美债利率高位震荡，对A股影响减弱。国内方面，12月PMI继续维持在荣枯线以上，11月M1增速回升，但社融结构偏弱，经济压力仍在，随着各项经济政策陆续出台，有望扭转经济预期。12月政治局会议和中央经济工作会议措辞较为积极，释放了大量稳增长信号，当前各部委已经开始逐步落实重要会议的政策，尤其是央行设立两大货币工具用于购买股票，财政部会议释放积极信号。当前各指数估值分位均处于历史中位数以下，股债收益比显示股市投资价值较高，建议IF多单持有。

期指交易策略：单边建议IF多单持有，套利暂无推荐。

国债

经济及政策：主要经济数据的改善主要集中在政策发力的领域，其他方面自发修复仍不明显。海外方面，

美国经济数据近期仍有韧性，欧元区经济数据走弱。

1. 习近平：2024 年顺利完成全年经济社会发展主要目标任务 2025 年要实施更加积极有为的宏观政策；
2. 李强在山东调研时强调 从紧抓好推动各项工作落地见效 努力实现今年经济发展良好开局；
3. 国家发改委：2025 年要增加超长期特别国债发行规模 拓展“两重”建设支持范围；
4. 国家发改委：“两新”政策加力扩围 将实施手机等数码产品购新补贴；
5. 国家发改委：推动房地产市场止跌回稳 继续提振资本市场
6. 明年一季度三家政策性银行债券发行量预计高达 2 万亿元，同比增加近 50%，创历史新高。年后首日即启动债券发行，将全曲线增加债券供给；
7. 债券交易商协会将全面加强自律管理，大力推动衍生品市场发展，促进市场规范健康发展。对于调查发现的部分公司治理不健全、风控能力不强的中小金融机构，将及时通报监管部门；
8. 为更好发挥证券基金机构稳市作用，央行启动第二次互换便利操作，本次操作金额为 550 亿元中标费率为 10bp；
9. 为保持银行体系流动性充裕，2024 年 12 月人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 14000 亿元买断式逆回购操作；
10. 央行：12 月公开市场国债净买入债券面值为 3000 亿元；
11. 中指院监测数据显示，2024 年 1-12 月，TOP100 房企销售总额为 43547.3 亿元，同比下降 30.6%，降幅较前 11 个月收窄 2.3 个百分点。12 月单月，TOP100 房企销售额同比下降 3.41%，降幅有所收窄，环比增长 28.86%；
12. 中央财办韩文秀：要适时降准、降息 用好公开市场操作等工具 保持流动性充裕；

流动性：1、12 月份 MLF 余额 50890 亿，当月 MLF 净投放-11500 亿元；2、本周央行逆回购投放 2909 亿，到期 5801 亿，净投放-2892 亿，DR007 利率收于 1.67%。

利率：1、上周 10Y 国债收益率收于 1.60%，周环比回落 9.45BP；30Y 国债收益率收于 1.83%，周环比回落 11.6BP；2、上周 10Y 美债收益率 4.60%，周环比回落 2BP。

小结：国内主要经济数据改善的领域仍主要集中在政策发力的方向，经济的自我修复水平仍较弱。随着更加积极的财政，适度宽松的货币及扩内需等一系列政策发力，有助于明年经济企稳，但在宽货币力度加大的背景下，债市策略仍以逢低做多为主。

贵金属

本月美元指数及美债收益率走势强劲，贵金属总体呈现震荡偏弱行情，内盘金银价格表现强于外盘，黄金价格表现强于白银。12月2日至1月2日，美元指数由105.4上升至109.2，十年期美债收益率由4.22%上升35个基点至4.57%。COMEX黄金小幅下跌0.37%至2671.2美元/盎司，COMEX白银下跌3.61%至29.9美元/盎司。沪金主力合约价格上涨1.15%至622.4元/克，沪银主力合约小幅上涨0.04%至7614元/千克。金银比价由12月9日区间低位的83.6上升至2025年1月2日收盘的89.9。

美元流动性收缩对于当前处在高位的美股形成利空因素，金银比价当前仍具备上涨空间：1月1日当周公布的美联储资产负债表数据显示，美联储本国机构使用的逆回购余额增加2925亿美元至4735亿美元，叠加美联储本周335亿美元的总资产负债表缩表操作，联储资产负债表负债端的准备金规模下降3261亿美元至2.89万亿美元。本次隔夜逆回购余额的回升主要受到年末交易商调整持仓的影响，预计后续逆回购余额将会有所回落，但本轮上升已对于美元流动性形成收缩，进而对当前价格处于高位的美国股市形成利空因素。回顾历史上金银比价的走势，其在联储降息周期中均会出现上涨，且上涨的开始对应美股形成顶部形态的时间点。美国股票指数在外盘圣诞节后总体表现弱势，叠加当前流动性的收紧影响，其在后续存在较大回调风险，这将驱动金银比价出现进一步的上涨。1月2日公布的美国经济数据总体具有韧性，美国12月28日当周首次申请失业救济人数为21.1万人，低于预期的22.2万人和前值的22万人。美国12月标普全球制造业PMI终值为49.4，高于预期和前值的48.3。当前CME利率观测器显示，当前市场预期美联储一月议息会议维持利率不变的概率为88.8%，降息25个基点的概率仅为11.2%。同时市场定价美联储分别在三月以及九月议息会议存在25个基点的降息操作。当前美联储货币政策预期依然偏紧，对贵金属绝对价格形成利空因素。

贵金属成交及持仓情况：截止至最新数据，COMEX黄金管理基金净多持仓为16.55万手，较前值下降1.8万手；COMEX白银管理基金净多持仓为20548手，较前值下降1331手。ETF持仓情况偏弱，12月2日至1月2日，SPDR黄金ETF持仓量下降3.44吨至872.52吨，SLV白银ETF持仓量下降282.62吨至14426.97吨。

行情总结：当前国际金价受到海外风险事件以及美国财政预期的影响表现相对强势，但本轮反弹未伴随显著的成交量上升，预计黄金价格向上空间相对有限，策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间614-639元/克。白银工业属性驱动弱化，近期内外盘库存持续上升。金银比价具备上升动能的背景下，白银策略上建议逢高抛空，沪银主力合约参考运行区间7365-7875元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价下探后回升，伦铜收跌0.98%至8893美元/吨，沪铜主力合约收至73810元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比增加0.4万吨，其中上期所库存增加0.9至8.3万吨，LME库存减少0.3至27.0万吨，COMEX库存减少0.2至8.5万吨。上海保税区库存基本持平。当周铜现货进口盈利收缩，洋山铜溢价下滑。现货方面，上周LME市场Cash/3M贴水108.5美元/吨，国内跨年后现货重回升水格局，周五上海地区现货升水期货85元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至1140元/吨，废铜替代优势提高，但跨年前后政策的不确定性造成废铜制杆企业开工率进一步下降。根据SMM调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比降低8.4个百分点，跨年期间检修较多导致了开工率降低。

价格层面，进入1月中国精炼铜产量预估有所回落，而精炼铜需求将季节性走弱，精炼铜供应季节性过剩，但过剩幅度或不及往年同期。海外现货市场维持弱势。宏观层面，美国新任总统上任前市场主要基于政策预期进行博弈，短期美国货币政策态度随着权益市场走弱或边际转鸽；国内开年后资产价格表现偏弱，对情绪面有所影响。综合而言，好于季节性的供需关系支撑铜价，而上方压力来自宏观情绪的不稳定。本周沪铜主力运行区间参考：72500-74800元/吨；伦铜3M运行区间参考：8700-9050美元/吨。

铝

供应端：百川盈孚统计，2024年11月中国原铝产量为358.96万吨，同比增加2.59%，平均日产11.97万吨，年化产量4379.31万吨。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2025-1-2：铝锭去库0.4万吨至46.9万吨，铝棒累库0.65万吨至13.85万吨。

进出口：海关总署数据显示，中国11月未锻轧铝及铝材出口66.9万吨；今年累计未锻轧铝及铝材出口615.9万吨，同比增18.8%。2024年11月中国铝土矿进口1235万吨，同比增加4%。2024年1-11月铝土矿进口总量14390万吨，同比增加11.2%。11月中国出口氧化铝19万吨，同比增长56.7%；1-11月累计出口160万吨，同比增长42.5%。11月中国进口未锻轧铝及铝材28万吨，同比下降17.6%。2024年11月份国内原铝净进口约为13.2万吨，环比减少17.0%，同比减少23.5%。1-11月份国内原铝净进口总量约为186.6万吨，同比增加51.5%。

需求端：据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2025年1月空冰洗排产合计总量共计3222万台，较2024年1月的生产实绩下跌4.3%。分产品来看，1月份家用空调排产1714万台，同比下滑1.5%；冰箱排产768万台，同比下滑6.5%；洗衣机排产740万台，同比下滑8%。乘联会数据显示，12月1-22日，乘用车市场零售169.2万辆，同比去年12月同期增长25%，较上月同期增长14%，今年以来累计零售2,195万辆，同比增长6%。乘用车新能源市场零售81.7万辆，同比去年12月同期增长60%，较上月同期增长4%，今年以来累计零售1,041.3万辆，同比增长43%。

小结：供应端方面电解铝供应维持高位，氧化铝期货价格下调，现货价格维持高位，电解铝预期冶炼成本走低；需求端方面，春节临近，下游厂商陆续出台放假通知，消费市场整体偏淡。1月3日，国家发展改革委有关负责人今日在新闻发布会上表示，2025年，要加力扩围实施“两新”政策，更大力度支持“两重”项目。库存方面，国内铝锭库存去化，铝棒库存小幅走高，库存走势分化；海外LME库存去化持续。华南中原升贴水价差维持高位，抢出口结束后出口相关消费下降明显。整体而言，春节临近消费整体偏弱，国家政策支撑未来预期，消费预期整体良好。铝价预计维持震荡走势，国内主力合约参考运行区间：19400元-20200元。海外参考运行区间：2450美元-2600美元。

锌

价格回顾：周五沪锌指数收跌2.29%至24652元/吨，单边交易总持仓25.74万手。截至周五下午15:00，

伦锌 3S 较昨日同期跌 101 至 2918 美元/吨，总持仓 22.06 万手。

高频数据：内盘基差 325 元/吨，价差 315 元/吨。外盘基差 -26.09 美元/吨，价差 -4.2 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.151，锌锭进口盈亏为 -122.49 元/吨。SMM0# 锌锭均价 25270 元/吨，上海基差 325 元/吨，天津基差 305 元/吨，广东基差 545 元/吨，沪粤价差 -220 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.12 万吨，LME 锌锭库存录得 23.41 万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录得增至 6.45 万吨。

产业数据：本周锌精矿国产 TC1850 元/金属吨，进口 TC-20 美元/干吨。精矿港口库存 27.3 万吨，工厂库存天数 21.5 天。本周镀锌结构件开工率录得 62.48%，原料库存 1.4 万吨，成品库存 34.2 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 56.06%，原料库存 0.9 万吨，成品库存 1.0 万吨。本周氧化锌开工率录得 57.14%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.6 万吨。

总体来看：美国财政政策紧缩预期强，美元指数延续强势，有色金属走势偏承压。锌精矿港口库存与工厂库存持续抬升，锌冶炼备库较多，锌精矿价格有所松动，近期锌精矿加工费持续上行。下游黑色系金属走势较弱，镀锌厂利润有限，需求难有快速好转。12 月交割后锌锭库存去库明显，仓单仅剩 1600 吨，但单边价格仍有下滑，难掩疲态。虽然当前库存水平下结构仍有一定风险，但是近期国内大宗商品弱势运行，锌价单边下行风险仍然较高。

铅

价格回顾：周五沪铅指数收跌 0.82% 至 16688 元/吨，单边交易总持仓 8.29 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较昨日同期跌 -38 至 1926.5 美元/吨，总持仓 14.01 万手。

高频数据：内盘基差 -15 元/吨，价差 -45 元/吨。外盘基差 -29.23 美元/吨，价差 -80.07 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.182，铅锭进口盈亏为 -915.07 元/吨。SMM1# 铅锭均价 16700 元/吨，再生精铅均价 16775 元/吨，精废价差 -75 元/吨，废电动车电池均价 10000 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 3.47 万吨，LME 铅锭库存录得 24.22 万吨。据钢联数据，国内社会库存录得减至 4.29 万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 3.3 万吨，工厂库存 33.8 天，铅精矿进口 TC-20 美元/干吨，铅精矿国产 TC650 元/金属吨，原生开工率录得 58.61%，原生锭厂库 0.6 万吨。再生端，铅废库存 17.5 万吨，再生铅锭周产 3.9 万吨，再生锭厂库 1.2 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 75.36%。

总体来看：原生再生冶炼原料均有边际转松，TC 上行，虽然环保检查扰动对铅冶炼开工有一定影响，但冶炼厂产量下方空间有限，下游消费开工维持高位，备库预期存在较久，预计铅锭消费向上空间不足，向下风险较高。叠加近期国内大宗商品弱势运行，沪铅伦铅近期强势下行，警惕后续退潮风险。

镍

上周镍价探底回升，周五盘中短暂触及 12 万元/吨后快速反弹，主力合约夜盘收盘价 123620 元/吨，较前日 +0.80%，LME 镍收盘价 15240 美元/吨，较前日 +1.33%。

从基本面来看，精炼镍需求未见好转，库存呈现明显上行趋势，镍价上涨存在压力，但在成本支撑下，12 万元/吨的价格点对镍价的支撑也较为坚实。因此，镍价上涨下跌均需要其他因素的进一步推动。宏观层面来看，短期国内处于政策真空期，预期交易逐步转向现实交易，对镍价形成利空；海外方面，特朗普上台临近，中美贸易战预期升温，亦不利于镍价的上涨。整体而言，镍价走势中性偏空，预计短

期镍价或在宏观驱动下向下再次挑战 12 万/吨支撑位置，主力合约参考运行区间 115000 元/吨-126000 元/吨。操作方面，建议逢高做空为主。

锡

供给端：供给方面，据安泰科调研国内 20 家锡冶炼厂（涉及精锡产能 31 万吨，总产能覆盖率 97%）结果显示，2024 年 11 月精锡产量为 16479 吨，环比增加 1.62%，同比增加 10.95%，2024 年 1-11 月精锡累计产量为 16.13 万吨，累计同比增加 8.81%。

进出口：根据中国海关公布的数据以及安泰科折算，锡精矿进口方面，2024 年 11 月我国共进口锡精矿实物量 12136 吨，折金属量 5106.1 吨，环比小幅增长 2.2%，同比下滑 16.6%。截止 2024 年 11 月，我国共进口精锡 1.9 万吨，同比下滑 34.7%；累计出口精锡 1.5 万吨，同比增长 34.5%；累计净进口量 3488 吨。印尼交易所公布 12 月出口锡锭 4585 吨，环比有所下滑，1 月国内进口锡锭预计减少。

需求端：据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2025 年 1 月空冰洗排产合计总量共计 3222 万台，较 2024 年 1 月的生产实绩下跌 4.3%。分产品来看，1 月份家用空调排产 1714 万台，同比下滑 1.5%；冰箱排产 768 万台，同比下滑 6.5%；洗衣机排产 740 万台，同比下滑 8%。乘联会数据显示，12 月 1-22 日，乘用车市场零售 169.2 万辆，同比去年 12 月同期增长 25%，较上月同期增长 14%，今年以来累计零售 2,195 万辆，同比增长 6%。乘用车新能源市场零售 81.7 万辆，同比去年 12 月同期增长 60%，较上月同期增长 4%，今年以来累计零售 1,041.3 万辆，同比增长 43%。

小结：锡基本面方面，国内冶炼厂维持正常开工状态，进口窗口开放带动国内 11 月锡锭供应大增，但 12 月印尼出口减少，同时国内锡精矿供应偏紧，锡矿加工费持续走低，供应端环比呈现走弱态势。需求端方面，1 月 3 日国家发展改革委在新闻发布会表示“两新”政策加力扩围，将实施手机等数码产品购新补贴。汽车家电维持高增速状态，但光伏厂商进入假期后下游消费呈现分化状态；美元指数高位压制有色金属价格。国内库存维持去化，海外库存震荡延续，沪锡后续预计将呈现震荡走势。国内主力合约参考运行区间：238000 元-255000 元。海外伦锡参考运行区间：28000 美元-31000 美元。

碳酸锂

期现市场：周五五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 74218 元，周内-0.51%。MMLC 电池级碳酸锂报价 74200-75800 元，工业级碳酸锂报价 72300-73600 元。LC2505 合约收盘价 76380 元，周内跌 1.47%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 1380 元。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 15285 吨，较上周减 3.3%，锂辉石碳酸锂厂家检修，减量明显。11 月国内碳酸锂产量 64140 吨，环比增 7.5%，同比增 48.8%。2024 年 11 月中国进口碳酸锂 19235 吨，环比减少 17%，同比增加 13%，前 11 月进口累计同比增 49.5%。11 月智利出口至中国碳酸锂均为 1.70 万吨附近，12 月预计国内进口在 2.1 万吨以上。乘联会预计 12 月国内新能源汽车销量环增约 10%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 51.9%。欧洲德英法意西瑞挪七国 11 月总销量同比增长 11%，前 11 月累计同

比减 3.1%。美国 11 月新能源汽车销量同比增 26.3%，前 11 月累计同比增 11.4%。1 月 2 日，国内碳酸锂周度库存报 108247 吨，环比上周+596 吨（+0.6%）。截止 1 月 3 日，广期所碳酸锂注册仓单 54366 手，周内仓单增加 4.4%。

观点：一月供需环比均有降幅，国内碳酸锂产量历史新高后连续回落。年末下游需求稍有降温，本周国内碳酸锂库存上升。短期虽然资源端供给充足，但锂价走低可能导致部分盐厂春节后复工意愿减弱，重现年初现货偏紧局面。近期市场矛盾围绕消费展开，新年下游排产强预期对锂价底部形成支撑。需求的兑现程度和持续性将会影响碳酸锂定价走向。底部成本强支撑与锂价回暖弹性供给释放的矛盾将持续较长时间，近期锂价区间震荡概率较大。关注下游节前备货现货宽松程度，终端抢出口在一季度的持续性和强度，以及高成本锂矿和锂盐企业生产经营决策调整。本周广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 75600-80500 元/吨。

氧化铝

截止 1 月 3 日下午 3 时，氧化铝指数周内下跌 8.52%至 4081 元/吨，持仓大幅减少 8.2 万手至 30.6 万手。周内氧化铝现货价格大幅松动，叠加几内亚矿石发运逐步恢复，带动期货价格大幅下跌。基差方面，山东地区现货较主力合约基差周内大幅走扩，录得 1233 元/吨。月差方面，连 1-连 3 月差缩小至 593 元/吨，现货价格松动带动近月合约大跌，远月合约在成本支撑下相对抗跌。

周内除贵州外其他地区氧化铝现货价格出现加速下行趋势，广西、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别下跌 40 元/吨、145 元/吨、115 元/吨、180 元/吨、225 元/吨。随着氧化铝企业执行长单效率提高和冬储需求减少，氧化铝现货流通量增加，叠加投产周期临近，氧化铝流通现货价格大幅下挫。

进出口方面，截止 1 月 3 日，周内澳洲氧化铝 FOB 价格维持 672 美金/吨，进口盈亏报-163/吨，进出口窗口均未打开。

库存方面，周内氧化铝社会总库存去库 0.5 万吨至 370.3 万吨，去库趋势持续，近期氧化铝厂长单执行效率持续提升，电解铝企业氧化铝库存呈微增状况；氧化铝企业库存整体保持低位，个别单体厂家库存略有提升；港口库存有所降低。本周氧化铝上期所仓单累库 0.03 万吨至 1.23 万吨；交割库库存去库 0.12 万吨至 1.87 万吨。

原料端，国产矿方面，晋豫地区仍未见规模复产；进口矿方面，但 GIC 和赢联盟新码头已建成，雨季后将逐渐带来增量。整体来看，矿石紧缺局面短期仍持续，海外矿石价格仍维持高位，转松拐点后续仍需观察几内亚发运情况和印尼铝土矿出口政策变化。

供应端，本周国内氧化铝产量 160.4 万吨，较上周增加 2.1 万吨，前期部分减产产能有所恢复。

需求端，12 月四川、广西地区多家电解铝厂减产，具体来看，四川地区多因氧化铝、电费成本过高，企业亏损严重而减产；广西地区个别铝厂因技改减产，预计 2025 年四季度复产；月内四川、贵州等地复产进度停滞，主要氧化铝价格过高，叠加进入淡季，电解铝需求、价格走弱，企业复产动力不足，新疆、内蒙、宁夏等地项目正常进行中。

总体来看，原料端，国内整体仍未见规模复产，短期矿石供应量难以大幅上行，海外矿石价格持续走高，但随着 GIC 和赢联盟新码头建成，海外矿石进口增量可期；供给端，受环保督察和矿石紧缺影响，短期供应增量有限，但随着山西部分氧化铝厂超预期复产和新建产能逐步投产，远期供应大幅转松拐点或见

于春节后，后续需跟踪投产进度和矿石供应情况；需求端，电解铝开工仍维稳，增产及减产并行。进出口方面，海外氧化铝报价走低，随着澳洲氧化铝厂恢复满产，海外氧化铝供应逐步转松，进口窗口临近打开。策略方面，当前氧化铝企业执行长单效率提高，氧化铝流通现货紧缺局面有所缓解，预计现货价格将保持震荡下行，若海外价格进一步下跌带动进口窗口打开或者国内产能复产投产超预期，国内现货价格或将出现更大波动。因一季度预期投产规模较大，且若进口窗口打开或导致累库拐点提前，因此可逢高布局 03 空单。05 合约在成本支撑下或相对抗跌，因此可考虑布局 03-05 反套。氧化铝盘面多空博弈激烈，短期价格波动剧烈，建议做好风险控制。国内主力合约 A02502 参考运行区间：4100-4600 元/吨。

不锈钢

期现市场：01 月 03 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13500 元/吨，环比-0.74%；山东 7%-10%镍铁出厂价为 945 元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报 8850 元/吨，环比-2.20%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12715 元/吨，环比-2.27%。

供给：12 月国内冷轧不锈钢排产 141.73 万吨。11 月粗钢产量为 286.31 万吨，环比+1 万吨，1-11 月累计同比 3.00%。11 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 140.12 万吨，环比+5.77%；11 月 300 系冷轧产量 67.86 万吨，环比+0.03%。

需求：国内 2024 年 1-11 月，商品房销售面积 86117.95 万 m²，同比-14.30%；11 月单月，商品房销售面积为 8187.79 万 m²，同比+3.25%。11 月家用电器领域持续回暖，冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 6.2/2.6/27/4.2%；11 月燃料加工业累计同比+10%。

库存：本周不锈钢社会总库存为 89.50 万吨，环比-0.92%；期货仓单本周库存 10.18 万吨，较上周-349 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 16.27/58.26/14.97 万吨，其中 300 系库存环比-1.25%；本周不锈钢海漂量 5.96 万吨，环比+87.16%，卸货量 4.57 万吨，环比-43.48%。

成本：本周山东 7%-10%镍铁出厂价 945 元/镍，较上周+0 元/镍。宏观情绪转淡后需求转弱，钢厂采购意愿不强，长协压价明显，国内镍铁厂利润持续下行。12 月铬铁链价格有较大程度下跌，铬矿报价 45.5 元/干吨，月内-9 元/干吨，跌幅达-16.51%；高碳铬铁报价 7300 元/50 基吨，环比-300 元/50 基吨。产量方面，11 月高碳铬铁产量 72.04 万吨，环比-4.94%，铬铁链预期依旧较为悲观。

观点：淡季时节不锈钢面临降价压力，市场需求相对稳定，然而价格与需求出现了背离现象，现货市场让利销售居多。贸易商订货意愿不强，以降价去库存为主要目标，社库数据显示月内连续去库，但不足以反映基本面出现边际好转。原料端铬铁钢招下跌幅度较大，镍铁延续小幅下滑，成本边际难以支撑不锈钢出现大幅度反弹，预计 1 月仍将处于磨底阶段，基本面改善仍需等待开春后下游工厂备货。

黑色建材类

钢材

估值：本周钢厂盈利率为 48.05%，钢厂盈利情况趋于平稳。今年的淡季，热卷的需求表现为淡季不淡特征，现货价格坚挺，热卷现货升水盘面 50 元/吨左右。即期利润方面，螺纹钢华东地区长流程即期利润在 141 元/吨左右，谷电利润在 21 元/吨左右，成材估值小幅偏高。

供应：2024 年 12 月螺纹钢当月累计产量约为 875 万吨，较去年同期下降 156 万吨；热轧卷板累计产量约为 1256 万吨，较去年同期减少 14 万吨。月中螺纹钢周均供应为 239.15 万吨，热轧卷板周均供应为 305.92 万吨。12 月的铁水日均产量维持在 230.59 万吨，淡季中钢厂检修计划的增加，铁水产量较上月稍有下降。随着季节性检修的结束，叠加钢厂利润较好的情况下，预计一季度的铁水供应会逐渐恢复。

需求：2024 年 12 月螺纹钢当月累计消费量约为 923 万吨，较去年同期下降约 156 万吨；热轧累计消费量约为 1255 万吨，较去年同期下降 100 万吨。螺纹需求延续季节性特征缓慢回落；热卷需求由于出口表现较好，维持在高位震荡。展望未来一季度螺纹需求可能会稍有回升，但终端需求疲软可能会限制螺纹需求回升高度；热卷本月需求表现为淡季不淡，得益于制造业需求的回温以及出口的增加，使得热卷在淡季中的需求表现较为坚挺，预计一季度需求会持续坚挺。但需注意早前东南亚地区有抢出口行为，也需注意需求提前透支的情况。

库存：螺纹钢库存依旧处于五年内最低位，本周螺纹库存虽小幅增加，但由于库存处在绝对低位，短期不会有较大影响；热卷库存在本月去化速度放缓，随着产量快速下降，库存矛盾也已经阶段性缓解。成材整体基本面暂无明显问题。

小结：基本面来看，当前正值淡季，螺纹与热卷的供需结构均表现出淡季特征，短期内没有明显的矛盾。尽管政策端有意提振房价，但传导至实际用钢需求回升仍需时间。因此，预计明年一季度螺纹需求或将延续疲弱态势。而若经济回暖逐渐显现，热卷需求可能会随着消费及制造业的企稳而增加，因此一季度热卷需求可能具有一定韧性。总体而言，现阶段成材市场呈现出“弱现实与弱预期”的特征。随着两大会议结果的落地，盘面交易逻辑将逐步回归基本面。在宏观政策的空窗期，如果未来成材现实需求持续走弱，市场可能会围绕“弱现实”逻辑展开交易。目前来看基本面表现尚可，叠加原料价格具有一定支撑，短期内成材价格或将以弱势震荡走势为主。

锰硅硅铁

锰硅盘面价格延续震荡下跌，其在 12 月 12 日中央经济工作会议之后形成的短期下跌趋势阶段性中止，价格向右对趋势线进行摆脱，但长周期的下跌趋势仍未结束。日线级别，价格在 9 月底跳空附近维持相对弱势震荡，价格表现弱势，价格仍存在进一步下探至 9 月份低点 5882 元/吨附近风险。价格若想要反弹，则需向右摆脱下行趋势线，可将价格是否摆脱下跌趋势作为强弱转换的观测点之一。在此之前并不建议盲目抄底，我们继续提示价格注意进一步下跌风险，但单边仍需谨慎参与。

硅铁方面，盘面价格仍维持在 6200-6600 元/吨（针对加权指数，下同）的区间内做箱体震荡，价格仍被压制在下跌趋势线之下。当前仍以箱体波动看待，观察价格对于右侧下行趋势线及下方 6200 元/吨附近下边界的突破情况，价格表现偏弱，但同时向下空间有限，单边参与性价比仍低，建议谨慎参与。

展望后市，我们仍延续前期观点。市场在近几个月对于政策的持续预期之下，对于整体预期的阈值显著提升，赤字率的预期已提升至4%甚至4.5%。在这样的背景下，“两会”需要达到什么样的规模才能推升价格继续上行？还是期待政策在短期能落地，带来来年一季度需求的显著回升？这二者显然都存在难度。但政策的态度是积极的，宽货币与宽财政是明确的，价格的下行需要结合现实超预期疲弱因素的驱动，这显然在短期也难以呈现。因此，未来一段政策真空期内，预期黑色板块整体价格将进入相对混沌的时期，以震荡偏弱为主。需要注意的是，当前海外包括美股、贵金属在内价格或存在下行压力，国内整体商品大氛围走弱，或带动黑色系价格在震荡期间下移。

品种自身基本面在当下淡季仍处在次要矛盾的位置，驱动暂不显著。站在基本面角度，我们看到铁水本周再度回落至225万吨附近水平（季节性），螺纹钢产量维持弱势，需求淡季特性延续。供给端，锰硅周产量本周再度回升，幅度有限。供求结构仍延续边际宽松化。在这样的背景下，我们仍倾向于锰硅产业端仍需继续压低估值以使整体供求结构改善。硅铁方面，供给端继续向下收缩，随着钢铁方面需求的季节性走弱，库存小幅累积，但总体库存水平相对健康。现货端仍提供盘面价格部分分水保护，幅度环比继续缩窄。同时，硅铁方面，仍继续关注供给端可能存在的驱动，如环保限产等。但相关题材需要配合大环境氛围好转的背景，在当前交投氛围一般的背景下供给端故事或难以有效发力。

铁矿石

上周，铁矿石主力合约(I2505)价格收至764元/吨，较12月30日开盘价变化+4.0元/吨，涨跌幅+0.53%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量3112.1万吨，环比减少367.3万吨。澳洲巴西铁矿发运总量2624.1万吨，环比减少314.1万吨。澳洲发运量1946.2万吨，环比减少243.5万吨，其中澳洲发往中国的量1466.2万吨，环比减少332.8万吨。巴西发运量677.8万吨，环比减少70.7万吨。中国47港到港总量2919.1万吨，环比增加320.8万吨；中国45港到港总量2834.3万吨，环比增加328.9万吨。日均铁水产量225.2万吨，环比上周减少2.67万吨。库存端，全国47个港口进口铁矿库存为15610.44万吨，环比增14.38万吨。

供给方面，2025年第一周全球铁矿石发运量环比回落，但季节性同比偏高。近端到港量提升较为明显。需求方面，钢联日均铁水产量环比下降2.67万吨至225.2万吨，年底钢厂高炉检修持续，淡季铁水产量重心下降。下游成材需求季节性滑落，螺纹钢库存有所回升，但仍处于同比低位。随着下游项目逐步放假停工，终端需求或将进一步下移。库存方面，港口疏港量高位震荡，考虑到12月海外发运同比偏低，以及钢厂补库仍有一定空间，后续港口库存或继续有所去化。钢厂进口矿库存继续上行，考虑到钢厂利润和资金情况，补库幅度或将弱于去年。宏观预期兑现后，政策真空期中短期关注点回归基本面，前期铁矿石发运偏弱，铁水季节性走低，预计矿价震荡偏弱。关注淡季发运及铁水走势。

工业硅

盘面方面，工业硅价格当前仍延续下跌趋势，呈现弱势。前期关注的11000元/吨处支撑已跌漏，向下进一步观察10000元/吨整数关口处支撑情况，在价格摆脱下跌趋势前不建议盲目抄底，单边暂时仍以观望

为主。

基本面方面，本周工业硅周产环比继续回落，新疆地区产量随着检修再度走低。下游多晶硅仍是工业硅需求的主要压力项，在行业减产的背景下，多晶硅对于工业硅的需求支撑显著减弱。近期，我们看到多晶硅工厂库存延续去化（向下游转移），但仍在高位，行业压力的缓解仍需要时间。从月度的供求结构上，受到多晶硅端需求锐减影响，虽然当前产量随着检修以及枯水期也出现了明显的减量，但供给总量仍较需求显得宽松。在多晶硅端（近年需求的最大增量方向）对于硅料需求前景黯淡的背景下，工业硅短时间检修式的减产无法改变价格的悲观预期。当下工业硅库存延续上升，继续创下历史新高，供应端压力持续挤压现货价格。我们延续认为需要供给端规模更大、持续更久的减产，甚至造成部分产能永久性退出才能改变当下工业硅宽松的结构以及才能对工业硅价格形成有效的支撑的观点。

能源化工类

橡胶

上周周报 20241230 我们提示，橡胶反弹至中后部。

20250103 橡胶大跌。

我们判断宏观交易者和技术分析交易者入场做空了橡胶。

由于 A 股和汇率均走弱，2024 年涨幅比较大且技术面走弱的 RU 被空头配置。

橡胶经常 2 月见顶。2025 年的下跌，早于往年的季节性规律。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 泰标混合胶 15950 元。STR20 报 1960 美元。

山东丁二烯 11600 元。江浙丁二烯 11500 元。华北顺丁 13100 元。

操作建议：

橡胶中线偏空或中性思路。

建议短线交易，并设置止损。

我们推荐买 20 号胶现货空 RU2505，我们认为 RU 升水过大，大概率回归。

考虑政策利好，等市值买股票 ETF 空 RU2505 也可以适当考虑。

1) 商用车数据小幅波动。

11 月，我国重卡市场共计销售约 6.9 万辆（批发口径，包含出口和新能源），环比上涨 4%，同比微弱下降 3%。1-11 月，我国重卡市场销售各类车型约 81.8 万辆，同比降幅约为 5%。

2) 轮胎出口增速较高预期边际减弱。

2024 年前 11 个月中国橡胶轮胎出口量达 851 万吨，同比增长 4.8%；出口金额为 1499 亿元，同比增长 5%。

其中，新的充气橡胶轮胎出口量达 822 万吨，同比增长 4.6%；出口金额为 1444 亿元，同比增长 5%。按条数计算，出口量达 62,000 万条，同比增长 10.1%。

1-11 月汽车轮胎出口量为 729 万吨，同比增长 4.9%；出口金额为 1245 亿元，同比增长 6.2%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

截至 2024 年 12 月 27 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 62.22%，较上周走高 0.12 个百分点，较去年同期走高 12.83 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.79%，较上周走高 0.10 个百分点，较去年同期走高 6.87 个百分点。

4) 库存或转向增库。

截至 2024 年 12 月 29 日，中国天然橡胶社会库存 123.6 万吨，环比增加 0.8 万吨，增幅 0.6%。中国深色胶社会总库存为 69.4 万吨，环比增加 1.2%。中国浅色胶社会总库存为 54.2 万吨，环比降 0.12%。

5) ANRPC 产量累计持平。

2024 年 11 月报告预测，11 月全球天胶产量料降 1.1%至 141.7 万吨，较上月增加 3.7%，前 11 个月产量料增 2.3%至 1269.1 万吨；11 月天胶消费量料增 2.5%至 127.5 万吨，较上月下降 1.4%，前 11 个月料降 2.8%至 1353.7 万吨。2024 年全球天胶产量料同比增加 4.5%至 1453.9 万吨。其中，泰国降 0.4%、印尼增 12.3%、中国增 4.1%、印度增 6%、越南降 2%、马来西亚增 0.6%、斯里兰卡增 21.9%、其他国家增 11.6%。2024 年全球天胶消费量料同比增加 1.4%至 1538 万吨。其中，中国增 3.1%、印度增 3%、泰国增 1.1%、印尼降 18.9%、马来西亚降 17.2%、越南增 0.5%、斯里兰卡增 41.3%、其他国家增 1.5%。

原油

行情总结：截至周五，WTI 主力原油期货收涨 0.95 美元，涨幅 1.30%，报 74.07 美元；布伦特主力原油期货收涨 0.74 美元，涨幅 0.97%，报 76.69 美元；INE 主力原油期货收涨 7.60 元，涨幅 1.33%，报 579.7 元。

地缘政治：美国现任总统拜登准备发布一项法令，永久禁止在美国一些沿海水域开发新的海上石油和天然气，在他最后几周执掌白宫的时间里“锁定”未来难以撤销的保护措施。随后美国当选总统特朗普在社交平台上发起“反击”：批评英国政府的能源政策，要求英国开放老化的北海油气盆地并取消风电场。临近美国换届，民主党政府与共和党政府政策对抗日渐强烈。

宏观方面：美国 ISM 制造业 PMI 环比维持回升，12 月录得 49.3，Sentix 投资者信心指数大幅提升至 21.6；欧元区 PMI 维持环比下滑，12 月录得 45.1，Sentix 投资者信心指数环比大幅度下滑至 -17.5。欧美分化加剧，欧洲仍处螺旋式下降阶段。

供给方面：美国产量维持高位震荡走势，本周 EIA 原油产量环比下降至 13.57 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减少 1 台，截止目前 482 台。OPEC 产量维持严格减产计划，当前 OPEC 除 3 大配额豁免国外，配额总额 24.24 百万桶/日，产量 21.22 百万桶/日，总体减产较为一致。整体供给方面受伊朗与俄罗斯影响短期偏紧，支撑油价短期维持高位震荡。

需求方面：美国炼厂开工率基本维持，本周录得 92.7%；中国主营炼厂维持低迷，开工率维持 71.75%，独立炼厂环比回升至 53.21%；欧洲炼厂开工率季节性反弹至 83.38%。整体需求方面美国即将进入季节性淡季，欧洲进入季节性反弹，但难以覆盖中国需求缺口，需求方面全球预计进入淡季利空。

库存方面：美国原油商业库存环比低于预期去库至 415.60 百万桶，总成品油库存环比累库至 420.19 百万桶；中国原油到港库存环比提升至 208.44 百万桶，总成品油库存环比小幅累库至 195.17 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存维持累库至 50.86 百万桶。全球成品油均进入累库期间。

策略推荐：我们认为当前油价已进入中长期空配区间，推荐投资者逢高空配。

甲醇

供应端海外停车利多消息逐步兑现，甲醇冲高，企业利润高位，国内开工同比高位水平。甲醇的不断走强大幅挤压下游 MTO 以及传统需求利润，港口 MTO 开始兑现停产，需求边际回落，甲醇估值相对偏高，后续面临回调压力。策略方面，单边做多性价比不高，鉴于上下游利润分配已大幅偏离合理范围且甲醇利多已经大致兑现，PP-3MA 价差存阶段性反弹修复机会，建议逢低关注 05 合约该价差的修复机会。单边多头建议逐步减仓或平仓了结，观望为主。

尿素

短期现实高库存格局，现货持续受到压制，近端需求难有提振，预计现货仍将震荡偏弱为主。主力合约盘面仍升水现货，月差走反套。尿素当前供应边际回落但同比高位，需求端农业淡季以及出口受限，储备需求受现实疲弱影响多数企业持观望态度。总体需求仍未有明显改善。煤制企业利润持续压缩，但目前仍未有大规模减产出现，在需求明显改善之前需求更多的亏损性减产来带动市场走出低迷格局。当前盘面升水下生产企业可逢高参与空头套保。单边交易建议观望为主。待供应端或需求端有实质性利好出现再考虑短多机会。

聚烯烃

估值：聚乙烯月度跌幅（成本>期货>现货）；聚丙烯月度涨幅（期货>成本>现货）聚乙烯由于标品供应紧缺，基差创近五年新高，估值偏高。

成本端：WTI 原油本月上涨 5.47%，Brent 原油本月上涨 2.33%，煤价本月下跌-7.23%，甲醇本月上涨 10.83%，乙烯本月下跌-1.27%，丙烯本月上涨 0.43%，丙烷本月下跌-1.59%。油价触底反弹，成本端支

撑回归，盘面交易逻辑受供需关系影响减弱。

供应端：PE 产能利用率 85.67%，环比上涨 4.42%，同比去年上涨 6.40%，较 5 年同期平均下降-6.78%。

PP 产能利用率 78.97%，环比上涨 6.11%，同比去年上涨 6.23%，较 5 年同期平均下降-8.28%，高位检修回归，供应端压力显现。

进出口：11 月国内 PE 进口为 117.92 万吨，环比 10 月下降-2.31%，同比下降-3.30%。11 月国内 PP 进口 19.63 万吨，环比 10 月下降-13.68%，同比下降-13.68%。出口端淡季回落，11 月 PE 出口 6.19 万吨，环比 10 月上涨 0.72%，同比下降-6.35%。PP 出口 16.41 万吨，环比 10 月下降-4.80%，同比上涨 55.69%。11 月人民币强势升值，进口利润修复，PE 进口量或有抬升，而 PP 出口量或将季节性下降。

需求端：PE 下游开工率 42.3%，环比下降-2.65%，同比下降-0.89%。PP 下游开工率 54.13%，环比上涨 3.52%，同比下降-0.17%。季节性淡季，企业订单不及预期，叠加部分农膜制品价格下滑趋势，企业观望情绪浓厚，逢低适量补仓，按单采购为主；包装膜方面，企业按单生产为主，开工负荷提升有限；塑编方面，虽近期全国降水有所减少，但地产基建现实端较弱，水泥袋需求实际恢复较为有限，化肥袋方面，工厂多以保持安全库存为主，囤货意愿较差，交投冷清。整体需求端 PP 强于 PE。

库存：上游高检修叠加宏观利好预期，中上游企业销售策略积极，助力库存的去化，但伴随下游需求端即将走出季节性旺季，去库节奏或将放缓。PE 生产企业库存 30.26 万吨，本月去库-23.31%，较去年同期去库-21.05%；PE 贸易商库存 3.71 万吨，较上月去库-18.81%，较去年同期去库-5.15%；PP 生产企业库存 42.25 万吨，本月去库-7.02%，较去年同期去库-5.38%；PP 贸易商库存 12.90 万吨，较上月去库-3.08%，较去年同期累库 8.95%；PP 港口库存 6.28 万吨，较上月累库 5.72%，较去年同期累库 0.96%。

小结：本月圣诞假期，库存小幅去化，北美及欧洲天气转冷，天然气、原油价格出现反弹。基本上驱动仍偏有限，汇率走强对于出口利润有所压缩，影响出口竞争力，而上中游库存去化速度放缓，淡季供需双弱下 05 合约供应端面临大量检修回归。整体去看，短期主要矛盾集中在宏观政策落地与聚烯烃供应端 1 月检修量高位回归节奏，对盘面形成较大压力。中长期预期端上，来自于政策端的博弈空间已较此前明显打开，远月 05 合约价格受新产能上马可能性影响或已增强，新装置动态关注度提升明显。所以预计 1 月供应端检修回归与宏观政策利好落地相博弈，盘面或将震荡下行。

下月预测：聚乙烯(L2505)：参考震荡区间(7900-8200)；聚丙烯(PP2505)：参考震荡区间(7200-7500)。

策略推荐：根据检修回归节奏及投产落地情况，逢高做缩 LL-PP 价差。

风险提示：地缘冲突导致原油价格大幅上涨，PE 进口大幅下降，PP 出口大幅下降。

苯乙烯

纯苯负荷维持年内高位，2025 年主营春检力度较大，届时纯苯负荷将同步下行。基本面看，近期纯苯供应高位，需求回落，基本面有所转弱。进口方面，目前内外倒挂，关注远期实际进口情况，近期港口重回累库，月间价差持续偏弱，关注月底库存情况。市场流通库存有增量预期，年底淡季累库。原油反弹，石脑油偏强，山东纯苯下游补库，成本端支撑有所转强。关注 04 合约买入机会。

PVC

PVC 开工维持高位。成本端，电石开工小幅回升。边际成本维持 5800 元/吨附近。出口方面，接单有所好转，但绝对量有限，预计难有亮点。基本面看，近期成本支撑转强。绝对价格低位刺激投机需求，库

存向下转移。近期，基本面小幅转强，但是仓单高位，大库存难以去化，下游淡季之下，现实压力依旧偏大，预计盘面偏弱震荡，建议逢高套保，反弹空配为主。

乙二醇

行情回顾：本月偏强震荡，截至1月2日，05合约收盘价4859元，月同比上涨85元；华东现货价格4847元，同比上涨139元。本月盘面走势震荡，一方面在开工来到历史高位，叠加聚酯负荷不断下降的背景下，整体EG社库偏累，另一方面，因港口到港量偏少，港口库存下降至低位水平，支撑盘面估值，整体呈现低库存与弱预期的博弈。基差和价差方面，截至1月2日，基差-2元，月同比下降48元；5-9价差-4元，同比上升10元。

供应端：EG月底负荷75.3%，月同比上升2%；月均负荷72.8%，同比上升2.5%；其中合成气制负荷76.3%，同比上升2.4%；乙烯制负荷74.7%，同比提高1.8%。本月检修重启交织，乙二醇整体负荷小幅上升，1月预期负荷维持高位水平，近期煤化工方面，建元重启，华谊装置检修，中化学因故短停；油化工方面，中石化武汉重启中。海外方面，沙特jupc2#停车中，计划重启，yanpet1#38万吨装置重启，马来西亚石油一套75万吨装置停车。到港方面，本月进口预计55万吨，同比持平，Q4到港中枢在53万吨左右的月均水平，低于预期，1月份预期进口量回升。

需求端：月底聚酯负荷90.1%，同比下降2.1%，其中长丝负荷92.4%，下降1.1%；短纤负荷86%，下降0.4%；瓶片负荷72.4%，下降5.5%。目前瓶片库存较高，利润偏低，终端淡季，且后续有装置投产预期，负荷承压。涤纶方面，因终端转淡季，预计化纤负荷将持续回落。终端方面，产成品库存持稳，订单下降，月底加弹负荷85%，织机负荷71%，涤纱负荷68%，月环比均下滑。纺织服装11月国内零售同比-4.5%，出口同比+8.2%。

库存：截至12月30日，港口库存46.1万吨，月同比去库7.6万吨；下游工厂库存天数11.8天，同比持平，港口库存小幅去库，下降至年内低位，下游库存天数低位水平。因12月到港量不及预期，且下游年前备货，导致库存下降至年内低位水平，社库的累积表现在隐性库存上。进入1月国内负荷维持高位，海外进口量回归，供给压力较大，但下游负荷进入淡季，因此港口库存预期累积。

估值成本端：本月外盘石脑油制利润下降20美元至-130美元/吨，国内乙烯制利润上升263元至-471元/吨，煤制利润上升255元至1006元/吨。成本端乙烯下降25美元至870美元/吨，榆林坑口烟煤末价格下跌40元至630元/吨，国内利润位于高位水平，将支撑装置的开工率。

小结：近期盘面冲高回落，主要是港口低库存与弱预期期间的博弈，在伊朗事故频发、到港预报偏低的刺激下盘面冲高，后在基本面偏弱的预期下回落。1月后供给预期维持高位，进口预期回升，需求聚酯端开始大面积检修，供需平衡偏累，显性库存因进口回升预期见底，短期震荡偏弱走势。

PTA

行情回顾：本月价格震荡上升，截至1月2日，05合约收盘价4980元，月同比上涨170元；华东现货价格4850元，同比上涨140元。本月PTA加工费受累库预期持续走弱，月中因聚酯产销放量跟随情绪反弹，后回归基本面弱预期的交易，月底跟随原油反弹。基差和价差方面，截至1月2日，基差-114元，月同比下降52元；5-9价差-40元，同比上升10元。

供应端：月底PTA负荷83.4%，月环比下降3.8%；月均负荷83.1%，同比上升0.7%。12月整体检修量下

降，负荷偏高。近期中泰石化重启中，逸盛新材开始检修，福海创降负，1月目前检修计划有限，后续负荷相对12月偏高。

需求端：月底聚酯负荷90.1%，同比下降2.1%，其中长丝负荷92.4%，下降1.1%；短纤负荷86%，下降0.4%；瓶片负荷72.4%，下降5.5%。目前瓶片库存较高，利润偏低，终端淡季，且后续有装置投产预期，负荷承压。涤纶方面，因终端转淡季，预计化纤负荷将持续回落。终端方面，产成品库存持稳，订单下降，月底加弹负荷85%，织机负荷71%，涤纱负荷68%，月环比均下滑。纺服零售11月国内零售同比-4.5%，出口同比+8.2%。

库存：截至12月27日，PTA整体社会库存（除信用仓单）279.6万吨，月同比累库21.2万吨，其中在库在港库存为27.5万吨，同比去库14.4万吨，实物仓单79.2万吨，同比累库36万吨。12月随着下游转淡季，且PTA新装置投产，PTA大幅累库。一季度在下游淡季，且PTA仍有计划投产装置的情况下，仍预期持续累库。

利润端：本月现货加工费下降67元，截至1月2日为263元/吨；盘面加工费下降35元，截至1月2日为334元/吨。

小结：在经历终端产销量及检修计划增加后，PTA冲高回落，仍然交易累库的弱预期，加工费压缩至低位，绝对价格在月底跟随原油上涨。后续来看，下游聚酯负荷转淡季，供给端即使多套装置停车负荷仍然偏高，新装置投产供给压力上升，供需格局整体较弱，加工费将持续低位震荡。但现实成本端PX估值较低，PXN下方有支撑，短期绝对价格主要随原油反弹，中长期原油在美国大选后整体预期震荡偏弱，建议逢高空配，短期谨防受原油带动而反弹的风险，注意风控。

对二甲苯

行情回顾：本月价格震荡上升，截至1月2日，05合约收盘价7082元，月同比上涨262元；PX CFR价格844美元，同比上涨38美元。本月PX基本面矛盾不大，月内因聚酯产销量而大幅上涨，后回归基本面弱预期，月底跟随原油上涨。基差和价差方面，截至1月2日，折算基差-90元，月同比下降163元；5-9价差-104元，同比上升30元。

供应端：中国负荷86.1%，同比上升1.2%，月均负荷84.6%左右，同比上升2.6%；亚洲负荷78.7%，同比上升1.2%。国内装置方面，本月多套装置降负，但前期检修装置重启，导致整体负荷上升，近期福建联合石化重启中。后续来看，随着前期检修装置重启提负，负荷上升至高位水平，负荷压力较大。进口方面，12月韩国PX出口中国37.7万吨，环比上升3万吨，进口仍然偏高。

需求端：月底PTA负荷83.4%，月环比下降3.8%；月均负荷83.1%，同比上升0.7%。12月整体检修量下降，负荷偏高。近期中泰石化重启中，逸盛新材开始检修，福海创降负，1月目前检修计划有限，后续负荷相对12月偏高。

库存：11月底社会库存398万吨，同比累库8万吨，根据12月平衡表将去库12万吨左右，一季度后因目前检修计划较少，整体负荷压力在高位水平，即使PTA装置投产，整体平衡仍略宽松。

估值成本端：本月PXN下降13美元，截至12月31日为177美元，本月持续弱势震荡；石脑油裂差上升28美元，截至12月31日为112美元，原油端震荡后反弹。芳烃调油方面，汽油裂解价差低位，美亚芳烃价差有所回升，美韩芳烃贸易量小幅上升。

小结：PXN近期走势偏弱，但PX绝对价格偏强，主因在终端产销量后，随着PTA及聚酯检修增加，回

归弱基本面交易，绝对价格受原油上涨的影响跟随上涨。后续来看供给端装置开启，负荷上升至高位水平，需求PTA仍有检修计划，即使新装置投产，PX整体平衡仍然略偏宽松，且PX现货流动性宽松，聚酯产业链目前受淡季预期压制，PXN上升空间有限；与此同时芳烃估值在低位水平，对二甲苯估值支撑较强。因此预期估值短期窄幅震荡，绝对价格跟随原油短期反弹，中长期的维度下原油在美国大选后整体预期震荡偏弱，建议逢高空配，短期谨防受原油带动而反弹的风险，注意风控。

农产品类

生猪

现货端：以冬至为界，12月至今国内猪价先落后涨，冬至前出栏情绪偏高，屠宰明显放量，散户大猪涌出，猪价明显承压，冬至后消费不减，但供应节奏明显放缓，对应于出栏体重快速下滑，猪价也出现较大反弹；具体看，河南均价月涨0.16元至16.4元/公斤，月内最低15.06元/公斤，四川均价月涨0.34元至17.4元/公斤，月内最低16.2元/公斤，广东均价月落0.88元至16.6元/公斤；1月份供应充足且可出栏窗口有限，行情或主线下行，但小年前后集中备货较多，且散户大猪有限导致标肥价差走阔，或阶段性支撑猪价。

供应端：11月官方母猪存栏4080万头，环比+0.2%，今年以来母猪产能延续缓增趋势，或导致25年基本面弱于24年；仔猪端，考虑配种和存活率的季节性恢复，由仔猪数据推导得到的理论出栏量或在25年上半年延续偏大格局，当中要留意出栏节奏以及市场情绪变化对供应端的影响；从近端数据看，冬至屠宰放量后，体重下降较快，伴随着大猪占比回落和标肥价差的走阔，短期供应积压或暂时有限，尤其大猪偏紧或支撑阶段性行情。

需求端：整体消费环境偏弱，且消费习惯改变不利猪肉消费，同比看猪肉消费逐年回落，但环比看需要留意节日消费对猪价的脉冲影响。

小结：理论出栏量依旧偏大，未来基础供应基调偏向过剩，短期留意春节前需求的脉冲影响，另外标肥价差背后的大猪偏紧或支撑阶段性猪价，且能引导投机性压栏和二育走向，现货偏弱但较难流畅下跌；盘面提前给出悲观表达，各合约深贴水背景下宜过度追跌，而拉高后亦有套保压力，低位区间思路，短线节奏性交易为主。

鸡蛋

现货端：12月至今，国内蛋价先涨后跌，整体走势平稳为主，波动不大，月内供应呈缓慢增加趋势，需求先增后减，价格涨至高位后中下游拿货趋于谨慎，月内淘鸡走货略有放量，鸡龄小幅下滑；具体看，黑山大码报价月落0.1元至4元/斤，馆陶月落0.2元至4.13元/斤，月内最高4.47元/斤，销区回龙观月落0.15元至4.45元/斤，东莞月落0.11元至4.38元/斤；随着供应逐步宽松，需求在节前逐步回落，预计1月份蛋价小涨后回落，2月份需求低迷，整体蛋价低位弱势整理为主。

补栏和淘汰：成本下行明显，养殖盈利不弱，补栏量维持偏高，截止12月份的补栏数据为9195万只，同比+6%，环比+0.6%，去年全年补栏量为10.6亿羽，同比+3.9%；老鸡延淘状态延续，淘鸡-白鸡价差略有回落但维持偏高，目前淘鸡鸡龄上升至548天左右，环比小落，同比偏高。

存栏及趋势：截止12月底，样本点在产蛋鸡存栏量为12.8亿只，环比11月下滑0.3%，同比去年的12.07亿只增加了5.8%，存栏数据符合此前预期；按此推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏逐月增加，高峰为明年5月的12.98亿只，环比仍有1.4%的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：鸡蛋需求高峰已过，当前蔬菜价格回归偏低常态，或不利于囤货消费的走高，阶段性留意脉冲备货对蛋价的支撑。

小结：需求高峰已过，备货消费对蛋价支撑力度一般，叠加产能回升和成本下移，尽管现货相比远期盘面仍有可观升水，但节前预期交易盛行，盘面破位下行，春节前宜维持偏空思路，节后视开年价和升贴水情况而定操作。

蛋白粕

国际大豆：本月美豆回落至低位后叠加阿根廷近两周干旱预报引发技术性反弹，市场抄底情绪浓厚。之前周报持续提示的“全球只有美国和巴西大量出售大豆，市场格局非常好，不至于会让两个国家同时长期亏损，可能某种政策之类的预期之外的变动会随时挽回盘面”在月末得到印证。因而，在新作巴西900美分/蒲的成本支撑下，900-950美分/蒲的CBOT大豆可能处于强支撑区域，但不排除在第一次实现类似宽松程度后却未有进一步利好从而首次击穿巴西成本的可能性。南美方面种植进度正常，巴西大豆种植接近完成，阿根廷大豆种植进度达93%，超出往年同期。天气上来看，阿根廷11、12月的降水较好，近期干旱有利于阿根廷快速播种，不过GFS给到的降水明显偏少及高温持续到了1月17号，干旱影响阿根廷区域产量占比约为总体的30-50%，巴西受影响产量占比约8%，倾向于近期因弱拉尼娜引发的南美干旱下美豆仍偏强，需持续关注干旱情况如何发展。

国内豆粕：截至2025年1月初，05豆粕合约压榨巴西大豆叠加加工费后折算成本2585-2723元/吨。本月国内豆粕现货先跌后涨，基差回落，12月豆粕表观消费环比稳定，同比较好。截至12月31日机构预估，10月买船956万吨，11月买船844万吨，12月560万吨，1月263万吨，2月657万吨，3月915万吨，4月674万吨，1月大豆供应充足，2、3月大豆库存可能明显下滑，对现货有一定支撑，在2月左右随着到港量下降现货基差会有起色，但2、3月大豆买船较多，远月国内供应又将更充足。

观点：近期美豆触及950美分/蒲一线获得技术性反弹，阿根廷北部、巴西南部近期干旱支撑美豆，暂时偏强对待，若后期降雨恢复或重新交易全球大豆丰产。由于豆粕绝对价格较低，特朗普任期时间较近，阿根廷部分产区干旱仍维持，建议等待利多出尽后再抛空，或在低位寻找估值修复与基本面边际转好的做多机会。

油脂

马棕：12月油脂整体高位回落，因高价抑制棕榈油出口需求，印尼B40政策执行也有所折扣，远期豆菜油需求因特朗普新任期受到质疑。供应端，近月产地供应仍处于季节性减产阶段，产地库存偏低，远期油脂供应或因菜、葵、豆系的恢复性增产有增量。因而近期调整过程中，油脂走出近强远弱趋势。据船运调查机构ITS及AmSpec，马来西亚棕榈油出口12月前31日预计环比降2.5%-7.8%，南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据显示，2024年12月1-31日马来西亚棕榈油产量减少11.87%。按此预估马棕12月将去库至160万吨一线。当前需求端因高价受到一定抑制，考虑到中国和印度的油脂库存中性，销区具有一定的库存调节能力减少进口。随着产地库存进一步下降，油脂会在产地低库存与销区需求受抑制之间找到新的价格平衡点，因此棕榈油目前受制于需求放缓处于回落调整状态，但一季度仍有向上潜力。

国际油脂：欧洲棕榈油12月处于高位盘整状态，欧洲菜油12月高位回落，印度葵油价格12月也处于高位回落趋势。政策面，1月初外媒报道印尼B40预计在1-2个月内全力运行，美国生柴补贴40B条款于2025年年初到期，目前处于无补贴运行状态，市场等待45Z条款的敲定，预计影响美豆油、菜油生柴需求；种植端，欧洲、乌克兰菜籽生长期天气较为正常。

国内油脂：国内油脂现货12月成交一般，棕榈油表观消费偏低，菜油、豆油表观消费偏好，国内油脂总库存低于去年30万吨，油脂供应较充足。其中菜油库存高于去年，豆油、棕榈油库存低于去年。棕榈油进口量预计维持刚需，表观消费低迷，后续库存预计稳定，大豆压榨量预计环比下降，豆油预计持续去库。菜油按到港压榨及消费来看预计库存持平趋势，但原料库存偏高。

观点小结：24/25年度受全球葵籽及棕榈油产量大幅调降、印尼B40生柴政策预期影响，油脂运行中枢提升，季节性上或在一季度因棕榈油供需紧张见到高点，而在二季度随着油料种植展开及棕榈油产量恢复而回落。近期棕榈油因短期出口需求及印尼、美国生柴政策担忧、宏观走弱回落。随着进入棕榈油减产季节，油脂调整后预计将受需求回暖支撑，关注高频产量、出口数据指引，建议宏观情绪释放、需求回暖后寻找做多机会。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格小幅反弹，截至周五ICE原糖3月合约收盘价报19.61美分/磅，较之前一周上涨0.25美分/磅，或1.29%。消息方面，根据印度全国合作制糖厂联合会(NFCSF)发布的数据，2024-25榨季截至2024年12月31日，全国共有493家糖厂开榨，累计压榨了约1.09亿吨甘蔗，产糖951万吨。上榨季同期已有518家糖厂开榨，累计压榨甘蔗1.23万吨，产糖1128万吨。本榨季的产糖率低于上一榨季，截至2024年12月31日的平均产糖率为8.68%，而上一榨季同期为9.17%。

国内市场回顾：上周郑糖价格小幅反弹，截至周五郑糖5月合约收盘价报5995元/吨，较之前一周上涨51元/吨，或0.86%。消息方面，截至2024年12月31日云南全省共入榨甘蔗281.35万吨(上榨季同期入榨甘蔗158.42万吨)，产糖32.69万吨(上榨季同期产糖17.89万吨)，产糖率11.62%(上榨季同期产糖率11.30%)。截至12月31日，云南省累计销售新糖26.71万吨(去年同期销售糖11.70万吨)，销糖

率 81.70%(去年同期销糖率 65.39%)。工业库存 5.98 万吨(去年同期工业库存 6.19 万吨)。12 月单月产糖 28.83 万吨,同比增加 12.99 万吨;销糖 23.45 万吨,同比增加 13.65 万吨。

观点及策略:郑糖短线受广西干旱,糖浆和预拌粉进口受限等因素支撑反弹,但中长期全球糖市仍处于增产周期,维持逢高做空思路。

棉花

国际市场回顾:上周美棉价格下跌,截至周五 ICE 3 月棉花期货合约收盘价报 67.76 美分/磅,较之前一周下跌 1.04 美分/磅,或 1.51%。消息方面,截至 12 月 26 日当周,美国当前市场年度棉花出口销售净增 2.96 万吨,较之前一周减少 54%,较前四周均值减少 35%。当周,美国下一市场年度棉花出口销售净增 0.12 万吨。当周,美国棉花出口装船为 2.77 万吨,较之前一周减少 18%,较此前四周均值减少 18%。其中,向中国大陆出口装船 0.57 万吨。

国内市场回顾:上周郑棉价格震荡,截至周五郑棉 5 月合约收盘价报 13405 元/吨,较之前一周下跌 95 元/吨,或 0.7%。消息方面,据中国棉花协会数据显示,截止到 12 月 31 日,全国开工的 1070 家棉花加工企业加工总量约为 600.9 万吨,同比增长 18.8%;当月加工量为 162.1 万吨,同比减少 86.2 万吨。分地区看:新疆加工总量为 591.3 万吨,同比增长 19.4%;其中,地方加工量 412.3 万吨,同比增长 26.7%,兵团加工量为 179 万吨,同比增长 5.5%;内地加工总量为 9.6 万吨,同比减少 10.6%。

观点及策略:美棉的出口矛盾愈发严重,2024/25 年度以来,美棉的出口目标持续下调,但美棉的出口签约进度一直远落后于往年同期,未来美棉出口量仍有下调空间,即美棉的供需平衡表有进一步恶化的可能。国内方面,本年度新疆棉花总产量可能超预期增长,国内市场供应充裕。并且临近春节,纺织企业淡季订单有所减少,下游产业链开机率环比持续下滑。预计短期棉价依旧承压。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

研究中心团队

【五矿期货研究中心团队】					
姓名	职务	组别	研究方向	从业资格号	交易咨询号
孟远	总经理	主持研究中心工作		F0244193	
吴坤金	高级分析师、组长	有色金属组	有色、铜	F3036210	Z0015924
王震宇	分析师		铝、锡	F3082524	Z0018567
曾宇轲	分析师		碳酸锂、镍	F03121027	
张世骄	分析师		铅、锌	F03120988	
王梓铎	分析师		氧化铝、烧碱	F03130785	
刘显杰	分析师		镍	F03130746	
陈逸	分析师		不锈钢	F03137504	
蒋文斌	投研经理、组长		宏观金融组	宏观、国债	F3048844
夏佳栋	分析师	股指		F3023316	Z0014235
钟俊轩	分析师	贵金属、海外宏观		F03112694	
程靖茹	分析师	国内宏观		F03133937	
石头	首席分析师	黑色建材组	黑色	F03106597	Z0018273
郎志杰	分析师		玻璃、纯碱	F0284201	
李昂	分析师		热卷、螺纹钢	F3085542	Z0018818
陈张滢	分析师		铁合金、双焦	F03098415	Z0020771
谢璇	分析师		铁矿	F03097319	
万林新	分析师		铁矿、工业硅、铁合金	F03133967	
赵航	分析师		钢材	F03133652	
李晶	首席分析师、组长	能源化工组	能化	F0283948	Z0015498
张正华	高级分析师		橡胶、20号胶	F0270766	Z0003000
刘洁文	分析师		甲醇、尿素	F03097315	Z0020397
徐绍祖	分析师		塑料、PP	F03115061	
施洲扬	分析师		苯乙烯、PVC	F03096823	Z0020596
马桂炎	分析师		PX、PTA、MEG	F03136381	
王俊	高级分析师、组长	农产品组	农产品、生猪、鸡蛋	F0273729	Z0002942
杨泽元	分析师		白糖、棉花	F03116327	Z0019233
斯小伟	分析师		豆粕、油脂	F03114441	
郑丽	研究助理	研究支持、研究服务和合规管理		F03087338	