

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数-1.34%，创业板指-2.02%，上证50-1.04%，沪深300-1.13%，中证500-1.08%，中证1000-1.43%。

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+4BP，美债十年期国债利率+17BP，中美10年期利差-13BP至-313BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额增加41亿份，另有部分份额转移至新成立的A500ETF；②DR007边际上行；③上周重要股东二级市场净减持7亿；④证监会新发2家IPO，边际不变；⑤上周融资余额-126亿；⑥上周偏股型基金新成立份额40亿。总的来说，ETF份额减少(-)，重要股东净减持较少(平)，融资额持续减少(-)，IPO日均数量较少(平)，偏股型基金发行量边际回落(-)，DR007边际上行(-)。资金面中性偏弱。

宏观消息面：

1、近期在中美利差扩大、特朗普上任时间点临近、业绩预告密集披露期临近、经济复苏边际放缓等多个因素的影响下，A股出现了一定幅度的调整；2、财政部副部长廖岷：2025年财政政策方向清晰明确，非常积极；3、2024年12月份居民消费价格同比上涨0.1%，全年比上年上涨0.2%；12月份PPI同比下降2.3%，全年PPI下降2.2%；4、发改委：手机、平板“以旧换新”最高补贴500元，电脑最高补2000元，新能源车最高补2万元；5、美国加强对俄制裁，直击原油供应，布油一度飙升5%重新突破80美元；6、美国12月非农新增就业25.6万人大超预期，失业率降至4.1%，交易员大幅削减对上半年美联储降息的押注；7、特朗普考虑宣布国家经济紧急状态，以推出新关税计划。

市盈率：沪深300:12.26，中证500:25.88，中证1000:34.10，上证50:10.66。

市净率：沪深300:1.31，中证500:1.69，中证1000:1.89，上证50:1.20。

股息率：沪深300:3.36%，中证500:1.94%，中证1000:1.61%，上证50:4.14%。

期指基差比例：IF当月/下月/当季/隔季：+0.00%/-0.13%/-0.12%/-0.73%；IC当月/下月/当季/隔季：-0.07%/-0.50%/-0.99%/-2.62%；IM当月/下月/当季/隔季：-0.26%/-0.97%/-1.60%/-3.82%；IH当月/下月/当季/隔季：+0.03%/+0.04%/+0.04%/-0.03%。

交易逻辑：海外方面，近期美债利率高位震荡，对外资持仓股产生一定压力。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. 财政部副部长廖岷:2025 年财政政策方向清晰明确、非常积极;
2. 财政部综合司司长林泽昌表示,在 2025 年新增发行专项债额度内,地方可根据需要统筹安排用于土地储备和收购存量商品房,这两项政策都将在 2025 年逐步释放;
3. 财政部副部长廖岷表示,中央经济工作会议已经明确,2025 年要提高赤字率。随着赤字率提高,再加上财政政策的乘数效应,必然会带来更多的银行信贷和社会资本投资,进而促进有效需求的增加;
4. 财政部:发行特别国债支持国有大行补充核心一级资本 目前相关银行正在测算和细化补充资本方案;
5. 财政部今天(1月6日)发布通知,对于2024年3月7日前签订贷款合同、设备购置或更新改造服务采购合同,3月7日后发放的符合条件的设备更新贷款,纳入财政贴息政策支持范围;同时,延长设备更新贷款财政贴息政策实施期限,至中国人民银行设备更新相关再贷款额度用完为止;
6. 国办印发《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》,创业投资类基金要围绕发展新质生产力,解决重点关键领域“卡脖子”难题;
7. 乘联会数据显示,12月全国乘用车市场零售263.5万辆,同比增长12.0%,环比增长8.7%。2024年累计零售2,289.4万辆,同比增长5.5%;
8. 中金所:不得对交易所认定的高频交易者进行手续费减收;
9. 中国2024年12月CPI同比上涨0.1%,预期0.1%,前值0.2%;2024年12月PPI同比下降2.3%,预期降2.3%,前值降2.5%;
10. 美国12月ADP就业人数增加12.2万人,创2024年8月以来最低水平,预估为增加14万人,前值为增加14.6万人;
11. 媒体:特朗普考虑宣布国家经济紧急状态 以推出新的关税计划;
12. 欧元区12月经济景气指数为93.7,预期95.6,前值由95.8修正为95.6;
13. 欧元区11月零售销售环比增长0.1%,预期0.4%。

流动性：上周央行逆回购投放309亿，到期2909亿，净投放-2600亿，DR007利率收于1.65%

利率：1、上周10Y国债收益率收于1.63%，周环比回落7.98BP；30Y国债收益率收于1.85%，周环比回落9.10BP；2、上周10Y美债收益率4.57%，周环比回落5BP。

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

行情总结：截止至上周五日盘收盘，沪金涨 1.19%，报 635.46 元/克，沪银涨 2.19%，报 7804.00 元/千克；COMEX 金涨 2.44%，报 2717.40 美元/盎司，COMEX 银涨 3.99%，报 31.30 美元/盎司；10 年期美债收益率报 4.77 %；美元指数涨 0.68%，报 109.66 ；

美国非农就业人口变动超预期，美联储官员表态鹰派：美国 12 月季调后非农就业人口变动数为 25.6 万人，超过预期的 16 万人以及前值的 21.2 万人。美国 12 月失业率为 4.1%，低于预期和前值的 4.2%。本次美国非农就业的偏强势表现，主要受到年末圣诞假期的影响，其中零售分项边际变化最大。制造业部门表现弱势，ISM 制造业 PMI 在 2024 年 3 月份以来持续处于荣枯线之下，12 月制造业 PMI 为 49.3，12 月非农制造业就业人数下降 1.3 万人，其中耐用品部门就业下降 1.6 万人，商品生产就业人数总体下降 8 千人。服务业就业表现强势，其中零售业新增就业人数为 4.34 万人，大幅好于前值 2.92 万人的下降。同时，教育及保健服务分项新增就业人数为 8 万人，休旅住宿行业新增就业人数为 4.3 万人，符合 ISM 非制造业 PMI 的强势表现。政府部门就业表现稳定，12 月新增就业人数为 3.3 万人，高于前值的 3 万人。与此同时，失业十五周以上的劳动力人口数量由 11 月份的 289 万人回落至本月的 275.8 万人，为 2024 年 4 月份以来的首次下降。美国劳动力市场在历经去年四季度多次罢工事件以及飓风自然灾害后再度转强，但下个月数据需关注洛杉矶大火对于服务业市场就业所带来的负面影响，其存在较大回落风险。美联储官员密集鹰派表态：费城联储主席哈克表示他预期美联储将继续降息，但降息的政策路径存在较大的不确定性。施密特和鲍曼则表达了暂停降息的可能性，堪萨斯联储主席施密特表示政策利率可能已接近长期水平，任何进一步的降息应当逐步进行并且需要依赖数据。施密特对经济增长和就业前景持乐观态度。鹰派人物、美联储监管副主席的热门人选鲍曼则支持将 12 月份的降息视为利率政策重新调整的最后一步，她认为在去通胀进程放缓以及美国经济表现强势的情况下，12 月份议息会议原本可不进行任何操作。

贵金属成交和持仓情况：COMEX 金银管理基金净持仓分化，截至最新数据，COMEX 黄金管理基金净多持仓小幅上升 672 手至 16.62 万手，COMEX 白银管理基金净多持仓回落 3378 手至 17170 手。SPDR 黄金 ETF 持仓量较上周上升 4.3 吨至 876.82 吨。SLV 白银 ETF 持仓则回落 119.66 吨至 14307.32 吨。

行情总结：美国非农就业数据超预期，但原油价格在周五大幅上涨令通胀预期抬升，叠加美股弱势表现的影响下，贵金属价格受到支撑，国际金价表现强势。当前市场再度呈现出美元指数、美债收益率以及金银价格同步上涨的情况，其存在回归的动能，白银价格在美股弱势表现、金银比价上升的情况下存在较大回落风险。黄金策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间 620-645 元/克。白银策略上建议逢高抛空，沪银主力合约参考运行区间 7460-7891 元/千克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价单边上扬，伦铜收涨 2.02% 至 9073 美元/吨，沪铜主力合约收至 75320 元/吨，美国加征关税预期和中国现货走强是推动价格上涨的主要原因。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 0.9 万吨，其中上期所库存减少 0.4 至 7.9 万吨，LME 库存减少 0.5 至 26.4 万吨，COMEX 库存增加 0.1 至 8.7 万吨。上海保税区库存减少 0.1 万吨。当周铜现货进口盈利收缩，洋山铜溢价持平，进口清关需求降低。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水收缩至 99.6 美元/吨，国内现货供应偏紧，周五上海地区现货升水期货上调至 170 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 2350 元/吨，废铜替代优势提高，废铜制杆企业开工率小幅反弹。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比提升 9.9 个百分点，需求改善较为显著。

价格层面，美国经济数据强于预期造成美元指数走强、权益市场下跌，风险偏好受挫；国内经济政策表态偏积极，有待进一步数据验证。产业上看国内下游开工情况好于季节性，库存有所去化，但春节临近基本面边际趋弱；海外现货供需边际改善，库存维持偏高。总体而言，海外风险偏好降低和淡季临近导致铜价上方压力加大，短期价格或转为盘整，后续关注国内政策和基本面变化，如果政策进一步发力、库存表现好于季节性，则铜价可能在盘整后继续上冲。本周沪铜主力运行区间参考：73800-76500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：8900-9250 美元/吨。

### 铝

供应端：百川盈孚统计，2024 年 12 月，中国电解铝行业的运行产能为 4358.40 万吨，较 2023 年末的 4207.80 万吨增加 150.6 万吨，增幅达到 3.58%。2024 年 12 月，中国电解铝产量预计在 371 万吨左右，同比增长 3.6%。1-11 月原铝产量为 4022 万吨，同比增长 4.6%。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2025 年 1 月 9 日：铝锭去库 3.9 万吨至 44.3 万吨，铝棒累库 0.3 万吨至 15.25 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%。乘联会数据显示乘联会数据显

示, 12月1-31日, 乘用车市场零售262.2万辆, 同比去年12月同期增长11%, 较上月同期增长9%, 今年以来累计零售2,288万辆, 同比增长5%。乘用车新能源市场零售137.9万辆, 同比去年12月同期增长46%, 较上月同期增长10%, 今年以来累计零售1,097.5万辆, 同比增长42%。

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, 周内铝锭大幅去库, 叠加以旧换新政策带动市场情绪上扬。海外LME库存去化持续。华南中原升贴水价差开始回落, 华南下游春节临近消费下降明显。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: 19800元-20400元。海外参考运行区间: 2500美元-2650美元。

## 锌

价格回顾: 上周锌价强势下行, 截至周五沪锌指数收涨0.14%至24122元/吨, 单边交易总持仓23.19万手。截至周五下午15:00, 伦锌3S较昨日同期涨16.5至2857美元/吨, 总持仓21.67万手。

高频数据: 内盘上海地区基差290元/吨, 连续合约-连一合约价差255元/吨。外盘cash-3S合约基差-34.32美元/吨, 3-15价差-14.15美元/吨, 剔汇后盘面沪伦比价录得1.148, 锌锭进口盈亏为123.54元/吨。SMM0#锌锭均价24640元/吨, 上海基差290元/吨, 天津基差450元/吨, 广东基差620元/吨, 沪粤价差-330元/吨。上期所锌锭期货库存录得0.09万吨, LME锌锭库存录得21.69万吨。根据上海有色数据, 国内社会库存录减至5.80万吨。

产业数据: 本周锌精矿国产TC2150元/金属吨, 进口TC-10美元/干吨, TC加速上行。精矿港口库存31.4万吨, 工厂库存天数23.0天。本周镀锌结构件开工率录得53.72%, 原料库存1.4万吨, 成品库存39.3万吨。本周压铸锌合金开工率录得62.29%, 原料库存1.1万吨, 成品库存1.4万吨。本周氧化锌开工率录得65.03%, 原料库存0.2万吨, 成品库存0.7万吨。

总体来看: 锌精矿港口库存与工厂库存持续抬升, 锌冶炼备库较多, 锌精矿价格松动, 近期锌精矿加工费持续上行, 锌矿供应拐点已现。下游黑色系金属走势较弱, 镀锌厂利润有限, 镀锌企业开工走弱。压铸锌合金及氧化锌厂开工数据出现分化走强, 逢低点价补库增加, 综合来看需求难有快速好转。近期贵金属及铜、油偏强运行, 或带动锌价短线反弹, 但中期来看单边下行风险仍然较高。

## 铅

价格回顾: 上周铅价强势下行。截至周五沪铅指数收涨0.51%至16597元/吨, 单边交易总持仓8.12万手。截至周五下午15:00, 伦铅3S较前日同期涨10.5至1951.5美元/吨, 总持仓14.44万手。

高频数据: 内盘原生基差40元/吨, 连续合约-连一合约价差5元/吨。外盘cash-3S合约基差-25.74美元/吨, 3-15价差-76.32美元/吨, 剔汇后盘面沪伦比价录得1.157, 铅锭进口盈亏为-903.14元/吨。SMM1#铅锭均价16500元/吨, 再生精铅均价16550元/吨, 精废价差-50元/吨, 废电动车电池均价9825元/吨。上期所铅锭期货库存录得3.43万吨, LME铅锭库存录得22.76万吨。据钢联数据, 国内社会库存录增至4.46万吨。

产业数据: 原生端, 本周铅精矿港口库存3.8万吨, 工厂库存34.6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58.72%, 原生锭厂库0.3万吨。再生端, 铅废库存16.4



万吨，再生铅锭周产 4.1 万吨，再生锭厂库 1.5 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 74.55%。

总体来看：铅锭库存小幅累库，下游维持刚需补库，供需双弱格局维持。高频数据来看，冶炼企业开工率与成品库存边际弱化，后续关注下游蓄企放假排产情况，若补库节奏加快沪铅有望小幅反弹。近期贵金属及铜、油偏强运行，或带动铅价短线反弹。

## 镍

上周镍价触底反弹，周五沪镍主力合约收盘价 125480 元，周内+2.32%。LME 镍三月收盘价 15470 美元，周内+2.52%。

资源端，镍矿市场交投氛围一般，镍矿价格弱稳运行。菲律宾方面，尚具出货能力的矿山有限，矿山报价难有下跌空间。印尼方面，近期再传印尼政府将削减今年镍矿配额消息，市场情绪略有变化，若该政策落地，镍矿价格预计将上涨。截至周五，1.6%品位印尼内贸红土镍矿到厂价报 44 美金/湿吨，价格较上周持平。菲律宾产 1.5%品位镍矿 CIF 报价 52 美元/湿吨，价格较前周持平。中间品系数价格继续持稳运行，MHP 系数对 LME 镍 80，高冰镍系数对 LME 镍 83.5，印尼 MHP FOB 价格报 11853 美元/金属吨，高冰镍报 12378 美元/金属吨。

硫酸镍方面，硫酸镍维持成本定价模式，原料端中间品表现疲弱，但流通量依旧不高，预计系数维持坚挺。目前硫酸镍主要受需求压制，价格缺乏弹性，需求端三元淡季持续，对硫酸镍需求疲弱，部分三元企业外售硫酸镍。供应端硫酸镍企业维持减产，但难以扭转供需。预计硫酸镍维持成本定价，价格底部震荡。精炼镍方面，短期基本面缺乏驱动，镍价跟随有色板块震荡运行。从供需来看，国内精炼镍产量稳步抬升，产业基本面过剩不改，全球精炼镍显性库存短暂去化后重回累库趋势，本周库存较上周增加 1194 吨。成本端，短期矿端存在扰动，支撑较强，关注印尼配额变化。宏观方面，周五晚公布的 12 月非农就业人数增加 25.6 万人，大超预期的 16 万人，市场下调对美联储进一步降息的预测，美元指数继续上行，有色板块整体承压。预计本周镍价仍受宏观影响较大，运行空间暂看 120000 元/吨-130000 元/吨，重点关注 1 月 17 日公布的 12 月美国 CPI 数据。

## 锡

供给端：供给方面，安泰科对国内 20 家精锡冶炼厂（涉及精锡在产产能逾 31 万吨，总产能覆盖率 98%）产量统计结果显示，2024 年 12 月上述企业精锡总产量为 17502 吨，环比下降 0.9%，同比增长 3.6%。2024 全年，国内样本企业精锡总产量达到 19.7 万吨，同比增长 9.1%。

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%。乘联会数据显示乘联会数据显

示, 12月1-31日, 乘用车市场零售262.2万辆, 同比去年12月同期增长11%, 较上月同期增长9%, 今年以来累计零售2,288万辆, 同比增长5%。乘用车新能源市场零售137.9万辆, 同比去年12月同期增长46%, 较上月同期增长10%, 今年以来累计零售1,097.5万辆, 同比增长42%。

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, 国家发展改革委和财政部8日发布关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知, 部署加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新、加快提升回收循环利用水平等多方面工作。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偏强走势。国内主力合约参考运行区间: 240000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74868元, 周内+0.88%。MMLC电池级碳酸锂报价74700-76600元, 工业级碳酸锂报价72800-74400元, 均价较前日+0.14%。LC2505合约收盘价77920元, 周内涨2.02%, 主力合约收盘价升水MMLC电碳平均报价2270元。SMM澳大利亚进口SC6锂精矿CIF报价830-890美元/吨, 周内持平

基本面: SMM国内碳酸锂周产量15000吨, 较上周减1.9%。1月锂辉石厂家检修增多, 供给预计环比减量约6000吨。乘联会口径, 2024年中国新能源乘用车国内零售量同比增长41%, 增速同比提高5个百分点。全年新能源汽车零售渗透率为47.6%, 同比增加12个百分点。1月头部正极材料排产回落, 环比减约7%。1月9日, 国内碳酸锂周度库存报108673吨, 环比上周+426吨(+0.4%)。截止1月10日, 广期所碳酸锂注册仓单51663手, 周内仓单减5.0%。

观点: 一月供需双双环比走弱。矿石加工利润收缩, 临近年关检修频繁, 上周国内碳酸锂产量连续三周下调。锂电材料需求稍有降温, 国内碳酸锂库存连续小幅累库, 近两周均小幅增长。资源端预期供给充足, 但锂价走低将导致盐厂春节后复工意愿减弱, 去年初现货偏紧局面易重现。一季度下游排产强预期对锂价底部支撑较强, 锂价低位下游主动备货意愿较高, 短期底部可能已现。同时, 锂价回暖弹性供给释放, 反弹高度可能受限, 近期锂价在底部区间震荡概率较高。关注下游节前备货期现货宽松程度, 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76500-81000元/吨。

## 氧化铝

截止1月10日下午3时, 氧化铝指数本周下跌5.05%至3875元/吨, 持仓减少4.5万手至26.1万手。本周氧化铝现货出现数笔低价零单成交, 带动近月合约价格持续阴跌。基差方面, 山东地区现货价格较主力合约升水1234元/吨。基差方面, 山东地区现货价格较主力合约升水1234元/吨。月差方面, 连1-连3月差缩窄至307元/吨, 现货价格崩塌带动近月合约大跌, 远月合约在成本支撑下维持弱势震荡。

本周氧化铝现货价格延续加速下行趋势。随着氧化铝企业执行长单效率提高，氧化铝现货流通货源增加，叠加市场上低价成交陆续传出，部分持货商出货积极性提高。以河南与山西市场为例，河南市场于1月8日以4830元/吨成交2000吨，山西市场于1月10日以4750元/吨成交6000吨。

截止1月10日，本周澳洲氧化铝FOB价格下跌10美金/吨至662美金/吨，进口盈亏报-441/吨。

本周氧化铝社会总库存累库1万吨至371.3万吨，去库趋势持续。大型产业链集团内部铝厂氧化铝库存逐渐增加，单体电解铝企业氧化铝库存保持增加态势，尤其北方单体电解铝企业在长单执行效率增加条件下增加较为明显，全行业库存结构分布出现明显变化，预计将维持一段时间。氧化铝企业和港口库存基本稳定。本周氧化铝上期所仓单合计累库0.3万吨至1.53万吨；交割库库存维持1.87万吨，较上周保持不变。

原料端，国产矿方面，晋豫地区仍未见规模复产；进口矿方面，据SMM调研，几内亚铝土矿12月前三周周均发运量347万吨/周，较2024年6月（雨季影响前）周均发运量315万吨/周已明显好转，海飘库存稳步增加，预计将对氧化铝新投产能提供原料支撑。整体来看，近期铝土矿港口库存去库趋势有所放缓，海外矿石价格持续走高，但预计后续矿石到港量将逐渐恢复，矿石紧缺局面将有所缓解。

供应端，本周国内氧化铝产量161.7万吨，较上周增加1.3万吨，山西和河南部分前期减产产能有所恢复。

需求端，2024年12月电解铝运行产能4356万吨，较上月小幅减少2万吨。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；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，几内亚矿石发运大幅恢复，预计随着矿石到港增加，矿石紧缺局面将有所缓解；供给端，受环保督察和矿石紧缺影响，短期供应短期仍受限，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，预计氧化铝产量将逐步上行；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，国内外氧化铝供应同步转松，进出口结构短期预计维稳。策略方面，现货价格崩塌带动近月合约大跌，期货价格逐渐跌至成本支撑附近，短期建议观望为主。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：4000-4400元/吨。

## 不锈钢

期现市场：据MYSTEEL，01月10日无锡不锈钢冷轧卷板均价报13550元/吨，环比+0.37%；山东7-10%镍铁出厂价为940元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报8850元/吨，环比+0.00%。不锈钢主力合约周五下午收盘价13125元/吨，环比+3.22%。

供给：据MYSTEEL，01月国内冷轧不锈钢排产116.51万吨。12月粗钢产量为293.99万吨，环比+8万吨，1-12月累计同比3.48%。据MYSTEEL样本统计，12月300系不锈钢粗钢产量预计达143.88万吨，环比+2.68%；12月300系冷轧产量72.16万吨，环比+6.34%。

需求：据WIND数据，国内2024年1-10月，商品房销售面积77,930万m<sup>2</sup>，同比下滑15.8%；10月单月，商品房销售面积为7,646.12万m<sup>2</sup>，同比下滑1.63%。10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14/6.8/14/6.3%；10月燃料加工业累计同比8.1%，下游需求出现好转迹象。



库存：本周不锈钢社会总库存为 90.46 万吨，环比+1.08%；期货仓单本周库存 10.35 万吨，较上周+1701 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 16.01/58.20/16.25 万吨，其中 300 系库存环比-0.10%；本周不锈钢海漂量 6.09 万吨，环比+2.19%，卸货量 10.92 万吨，环比+138.77%。

成本：本周国内高镍铁主流出厂价 965 元/镍，较上周-20 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 20 元/镍。

观点：本周有色板块强势上涨，不锈钢期价跟随板块大势反弹上扬，代理纷纷调涨报价；钢厂停产检修利好逐渐释放，当下不锈钢估值处于较低区间，下游需求弹性释放，商户投机补库需求增加，采买意愿有所增强，日内成交改善，库存小幅去化。钢厂出现封盘限货现象，助长现货看涨热情，预计短期偏强运行，但行情是否延续仍需等待基本面出现边际变化。

## 黑色建材类

### 钢材

供应端：本周螺纹总产量 199 万吨，环比-3.2%，同比-18.3%，累计产量 405.4 万吨，同比-16.7%。长流程产量 172 万吨，环比-3.2%，同比-17.0%，短流程产量 27 万吨，环比-3.2%，同比-26.0%。本周热轧板卷产量 304 万吨，较上周环比变化+1.1 万吨，较上年单周同比约-2.1%，累计同比约-1.2%。本周铁水日均产量为 227.87 万吨，较上周环比下降 1.54 万吨。临近年底，高炉检修量增加，铁水产量延续下降趋势。即期高炉利润维持 154 元/吨附近，电炉由于利润维持在 38 元/吨附近。钢厂盈利率本周小幅增加，估值表现较为中性。

需求端：本周螺纹表需 190 万吨，前值 197 万吨，环比-3.6%，同比-12.8%，累计需求 387 万吨，同比-12.8%。本周热轧板卷消费 301 万吨，较上周环比变化-1.6 万吨，较上年单周同比约-3.9%，累计同比约-1.8%。本周螺纹钢表观消费量维持季节性下降趋势，整体需求表现中性。

进出口：钢坯 11 月进口 4.5 万吨。

库存：本周螺纹社会库存 292 万吨，前值 287 万吨，环比+1.8%，同比-30.9%，厂库 126 万吨，前值 121 万吨，环比+3.4%，同比-32.5%。合计库存 418，前值 408，环比+2.3%，同比-31.4%。螺纹钢库存小幅增加，处于五年内最低库存水准。板材库存基本稳定，从库存绝对值来看目前板材库存不存在主要矛盾。

利润：铁水成本 2830 元/吨，高炉利润-166 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-172 元/吨。本周钢厂盈利率环比增加 1.3%，盈利率小幅上升。

小结：盘面价格延续震荡偏强走势，现货价格稍有企稳迹象。基本面方面，由于临近春节，螺纹表需与产量均表现为淡季特征。按照往年经验来看，春季前两周时间各地逐步开始进行高炉检修。总库存量虽稍有回升，但还是处五年同期最低点。现阶段高炉利润微薄，库存量偏低，可能会在春节后进行快速复产。热卷本周产量小幅增加，需求延续季节性回落，总库存小幅增加，整体表现中性。宏观方面，在

政策空窗期，宏观方面的影响稍有减弱。总体而言，成材基本面表现中性，原料价格即将见底，成本重心下移空间不大，注意成本支撑，成材价格可能会有所企稳。以螺纹钢主力合约为例，参考运行区间为3100-3300元/吨。未来还需重点关注原料价格是否会有支撑、两会对于明年的财政计划。

## 锰硅硅铁

本周，锰硅盘面价格（针对加权指数，下同）在经历周初继续探底，并跌落6000元/吨关口后，于周五借势向上放量大幅反弹，一举摆脱7月份以来下行趋势线，周度涨幅200元/吨或3.3%。日线级别，我们在前期的观点中提到“可将价格是否摆脱下跌趋势作为强弱转换的观测点之一”，当下价格已经向上摆脱，空头趋势短期结束，但伴随着持仓的回落，或为空头减仓导致，多头持续性有待观察。周线级别，锰硅当下仍处于（5900，6600）的区间之内，向上依次观察6350/6450/6550元/吨三处压力情况。

硅铁方面，硅铁盘面价格（针对加权指数，下同）延续区间震荡，周度涨幅78元/吨或+1.25%。日线级别，硅铁价格向右摆脱下跌趋势线，但整体价格仍维持在6200-6600元/吨的区间内做箱体震荡，当前继续以箱体波动看待，短期存在继续向上反弹的可能，依次关注6500/6600元/吨附近压力情况。

展望后市，我们仍延续前期“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，以震荡为主”的观点，与前期有所不同之处在于，商品在经历了持续阴跌之后，本周价格有所抬头，文华商品指数向右摆脱下跌趋势，趋势持续性有待观察。且外盘以原油、铜为主的商品再度出现通胀叙事的苗头，价格出现明显抬升。叠加黑色前期向下的调整已有一段时日，短期价格或向上进行反弹式修复，但空间预计有限。

基本面方面，锰矿端再起风云，相关资讯机构称部分康密劳长协客户反应2月份长协将较常量减半甚至以上（消息暂未证实），叠加澳洲South32发运何时恢复仍有分歧，锰硅周五在商品整体氛围转暖之际顺势上扬，拉出大阳线。当前锰矿钢矿库存维持在500万吨附近，处于同期略偏低水平，并不十分明显，后续仍需关注south32发运恢复情况。供求结构上，锰硅仍处于供大于求的宽松状态，螺纹钢及铁水季节性回落，周产维持相对高位，库存处于显著高位且随着盘面对于现货的升水，盘面仓单压力持续增加（10月份集中注销后仓单再度来到42万吨附近水平），随着当下升水幅度的加大，预计套保压力将继续增加，对盘面价格形成压力。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，但总体供求结构及库存水平保持相对健康状态。继续关注供给端是否出现如环保限产等驱动。

## 铁矿石

上周，铁矿石主力合约(I2505)价格收至753.5元/吨，较1月6日开盘价变化-12.5元/吨，涨跌幅-1.63%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量2815.6万吨，环比减少296.5万吨。澳洲巴西铁矿发运总量2387.5万吨，环比减少236.6万吨。澳洲发运量1790.9万吨，环比减少155.3万吨，其中澳洲发往中国的量1559.8万吨，环比增加93.6万吨。巴西发运量596.6万吨，环比减少81.2万吨。中国47港到港总量2416.3万吨，环比减少502.7万吨；中国45港到港总量2344万吨，环比减少490.3万吨。日均铁水产

量 224.37 万吨，环比上周减少 0.83 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存为 15715.96 万吨，环比增 105.52 万吨。

供给方面，进入 2025 年 1 月最新一期澳巴发运继续回落，近端到港量下滑至同期低位。需求方面，钢联日均铁水产量继续下滑至 224.37 万吨，年底钢厂检修与复产交织，预计节前两周铁水产量有所波动。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，港口疏港量维持高位，临近假期钢厂补库继续，进口矿库存延续上行趋势，考虑到钢厂利润和资金情况，补库幅度或将弱于去年。由于近端到港激增，港口库存小幅累库。综合来看，短期铁水重心下移，一季度通常为海外矿山发运淡季，远端供给或继续回落，铁矿石延续现实与预期双弱的格局，预计矿价震荡运行，关注淡季发运及铁水走势。

## 工业硅

本周，工业硅盘面价格延续下跌，周度跌幅 260 元/吨或 2.41%，周线六连阴，价格表现十分弱势。日线级别，价格当前仍延续下跌趋势，周中价格向下靠近 10000 元/吨整数关口附近后有所反弹，虽小时线对加速下跌趋势有所摆脱，但大趋势仍未改变，在价格摆脱下跌趋势前不建议盲目抄底，单边参与缺乏性价比，暂时仍以观望为主。

基本面方面，本周工业硅周产环比延续回落，新疆地区产量继续小幅下行，四川地区产量创下新低。下游多晶硅仍是工业硅需求的主要压力项，当前周产较去年同期降幅超 40%。在行业自律性减产稳价背景下，多晶硅对于工业硅的需求支撑显著减弱，暂未见复苏预期。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已经出现了明显的减量，但供给总量仍较需求显得宽松。这一点我们从仍旧持续创下新高的库存上可以明显看出。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，工业硅当下的减产力度仍无法改变价格的悲观预期。当下工业硅库存延续上升，不断创下历史新高，供应端压力持续挤压现货价格，带动现货、期货螺旋式下跌。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

橡胶经常 1-2 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 16150 元。STR20 报 1990 美元。

山东丁二烯 12000 元。江浙丁二烯 11600 元。华北顺丁 13600 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，我们认为回归比较多，或有反复。

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。

2024 年 12 月重卡销量约 8.1 万辆，同比增 55%，环比上涨 18%，终结连续六个月同比下降态势。2024 年 1-12 月，我国重卡市场销售各类车型约 89.9 万辆，同比小降 1%。

#### 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 2025 年 1 月 10 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 62.14%，较上周走高 3.05 个百分点，较去年同期走高 2.89 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.65%，较上周走高 0.42 个百分点，较去年同期走高 6.50 个百分点。

#### 4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 1 月 5 日，中国天然橡胶社会库存 125.6 万吨，环比增加 1.9 万吨，增幅 1.6%。中国深色胶社会总库存为 71.6 万吨，环比增加 3%。中国浅色胶社会总库存为 54 万吨，环比降 0.3%。截至 2025 年 1 月 7 日，青岛地区天然橡胶库存 33.73 (+0.61) 万吨。

#### 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 2.28 美元，涨幅 3.07%，报 76.57 美元；布伦特主力原油期货收涨 2.59 美元，涨幅 3.35%，报 79.79 美元；INE 主力原油期货收涨 15.40 元，涨幅 2.62%，报 603.70 元。

地缘政治：美国财政部制裁俄罗斯加剧，除了石油生产，涉及 180 多艘贸易船，甲醇出口也将受到影响，俄罗斯每个月从东部港口海参崴发中国大约 3 船，未来甲醇进口每个月减量 7 万吨。加拿大能源部长乔纳森·威尔金森针对美国对加拿大的能源关税发表声明：特朗普声称美国不需要加拿大提供任何东西的说法“纯属错误”。威尔金森说，美国很难找到加拿大原油、铀、钾肥和其他关键矿物的替代品。威尔金森将于下周前往华盛顿，并正在安排与美国国会议员的会面。短期内，美国制裁手段底牌尽出，油价随之拉涨，伴随 1 月 20 日特朗普上任，油价来自美国政策端的利多窗口即将结束。

宏观方面：美国非农就业人数大幅超出预期，美国 12 月季调后非农就业人口为 25.6 万人，大幅超出市场预期的 16 万水平，创 2024 年 3 月以来新高，美联储表态鹰派。

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 13.56 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减少 2 台，截止目前 480 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 21.21 百万桶/日，较上月基本维持不变，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，支撑油价短上行。

需求方面：美国炼厂开工率环比小幅回升，本周录得 93.3%；中国主营炼厂开年迅速反弹，开工率回升至 76.37%，独立炼厂顺应季节性淡季，环比下滑至 51.42%；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，中国主营和独立炼厂出现分化，总体需求中性。

库存方面：美国原油商业库存环比去库至 414.64 百万桶，总成品油库存环比累库至 432.66 百万桶；中国原油到港库存环比下滑至 207.18 百万桶，总成品油库存环比小幅累库至 196.48 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存维持累库至 51.35 百万桶。全球成品油均进入累库期间。

策略推荐：当前美国政治动荡极速拉涨油价，我们认为伴随特朗普 1 月 20 日上台，原油的利多窗口即将关闭。当前原油价格已极具中长期空配性价比，推荐逢高空配。



## 甲醇

随着海外装置停车逐步兑现，市场关注点逐渐转移到甲醇供应回升以及下游低利润和港口烯烃停车上来。短期甲醇估值偏高，且供需有边走弱风险。后续市场的关注点在于国际装置的回归以及港口 MTO 装置的运行情况。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。单边观望为主。

## 尿素

当前现实依旧是高库存格局，后续气头装置得回归将进一步加剧供应压力，供应同比维持高位，且短期难以大幅下行，虽然高成本工艺已陷入亏损，但当前仍未见煤制大规模的停车检修，后续持续关注企业开工情况。需求端当前农业需求季节性淡季，复合肥成品库存压力较大，需求不佳，冬储进程缓慢。后续尿素节前收单收单将逐步启动，但高库存格局下预计市场情绪弱势难改。当前盘面维持高升水格局，生产企业可逢高参与空头套保。绝对价格低位下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

政策端：美国库欣库存公布延续小幅去库节奏，对成本端形成支撑。

估值：聚烯烃周度跌幅（成本>期货>现货）；聚乙烯现货标品价格持续上涨，05 合约基差处历史同期高位，值得关注。

成本端：本周 WTI 原油上涨 1.08%，Brent 原油上涨 1.30%，煤价上涨 0.13%，甲醇下跌-1.08%，乙烯上涨 4.18%，丙烯无变动 0.00%，丙烷上涨 1.11%。宏观政策端支撑减弱，盘面交易逻辑受供需关系影响增强。

供应端：PE 产能利用率 87.21%，环比上涨 2.83%，同比去年上涨 5.82%，较 5 年同期下降-2.30%。PP 产能利用率 78.76%，环比下降-0.27%，同比去年上涨 0.96%，较 5 年同期下降-15.43%。根据投产计划观察，四季度聚烯烃供给端压力整体偏高 PE410 万吨产能、PP565.5 万吨产能待投放。本周聚丙烯检修回归较多，对盘面形成一定压力。

进出口：11 月国内 PE 进口为 117.92 万吨，环比 10 月下降-2.31%，同比去年下降-3.30%，主要为中东地区货源。11 月国内 PP 进口 19.63 万吨，环比 10 月上涨 1.59%，同比去年下降-13.68%。人民币升值推高进口利润，PE 北美地区货源增多，进口端或存一定压力。11 月 PE 出口 6.19 万吨，环比 10 月上涨 0.72%，同比下降-6.35%。11 月 PP 出口 16.41 万吨，环比 10 月下降-4.80%，同比上涨 55.69%。出口季节性淡季或将来临，叠加人民币升值，预计 12 月 PP 出口量或将环比季节性下滑。

需求端：PE 下游开工率 41.64%，环比下降-0.86%，同比下降-3.37%。PP 下游开工率 53.29%，环比下降-1.15%，同比上涨 0.72%。季节性淡季，下游开工率低位震荡。

库存：季节性淡季，库存呈现累库趋势。PE 生产企业库存 34.05 万吨，环比累库 12.52%累库，较去年同期去库-18.87%；PE 贸易商库存 3.64 万吨，较上周去库-1.71%；PP 生产企业库存 41.30 万吨，本周

环比去库-2.25%，较去年同期去库-18.52%；PP贸易商库存13.72万吨，较上周去库-2.83%；PP港口库存6.08万吨，较上周去库-3.18%。

小结：美国库欣库存公布延续小幅去库节奏，对成本端形成支撑。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月供应端检修回归及投产预期转现实与宏观政策利好落地相博弈，盘面或将震荡下行。下周预测：聚乙烯(LL2505)：参考震荡区间(7800-8100)；聚丙烯(PP2505)：参考震荡区间(7200-7500)。推荐策略：LL-PP价差，根据投产落地节奏，逢高做低价差。

风险提示：原油价格大幅上升，PE进口大幅回落。

## 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，基差大幅走弱，年底淡季累库。日内传韩国装置负荷下行，盘面反弹。

## PVC

PVC开工维持高位。成本端，电石开工小幅回升。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。

## 乙二醇

价格表现：EG弱势震荡，05合约单周下跌11元，报4733元。现货端华东价格下跌23元，报4767元。基差走强27元，截至1月10日为23元。5-9价差走弱4元，截至1月10日为-28元。

供应端：本周EG负荷70.6%，环比下降2.4%，其中合成气制负荷69.7%，环比下降1%；乙烯制负荷71.1%，环比下降3.3%。煤化工方面，神华榆林、河南煤业、中化学重启，陕西榆林化学开启轮休，陕煤渭化开启轮休，天业负荷下降，广汇小幅降负；油化工方面，中石化武汉重启，三江石化停车检修。海外方面，沙特jupc2#停车中，马来西亚石油一套75万吨装置停车，计划下旬重启。整体上，负荷短期都将维持高位水平。到港方面，本周到港预报19.8万吨，环比上升3万吨，11月进口55万吨，月环比上升5万吨，12月进口预计54万吨，同比小幅下降，1月进口量预计回升。

需求端：本周聚酯负荷86.3%，环比下降1.8%，其中长丝负荷87.9%，环比下降1.9%；短纤负荷79.8%，环比下降9.2%；瓶片负荷72.7%，环比上升2.2%。装置方面，共193万吨装置检修，华润60万吨瓶片开启，新装置仪化50万吨瓶片投产。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，预计化纤负荷将回落。终端方面，产成品库存下降，订单下降，加弹负荷74%，环比下降8%；织机负荷61%，环比下降6%；涤纱负荷66%，环比下降0.4%。纺织服装11月国内零售同比-4.5%，出口同比+8.2%。

库存：截至1月6日，港口库存52.6万吨，环比累库6.5万吨；下游工厂库存天数11.5天，环比上升

0.3天。短期看，到港量大幅上升，出港量中性偏高，本周港口库存仍预期累库。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：本周石脑油制利润下降102元至为-685元/吨，国内乙烯制利润下降101元至-572元/吨，煤制利润下降87至809元/吨。成本端乙烯870美元/吨，榆林坑口烟煤末价格690元/吨，成本本周乙烯持平，煤炭成本上升，目前利润仍然相对较好，预期短期内支撑开工，估值支撑较弱。

小结：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

价格表现：本周震荡上行，05合约单周上涨62元，报5042元。现货端华东价格上涨85元，报4955元。现货基差上涨11元，截至1月10日为-103元。5-9价差上升4元，截至1月10日为-36元。

供应端：PTA负荷79.9%，环比下降0.6%，装置方面，中泰石化、英力士重启中，汉邦220万吨装置停车。短期装置停车及减产超预期，整体负荷压力减轻，但仍偏过剩，且有新装置投产。

需求端：本周聚酯负荷86.3%，环比下降1.8%，其中长丝负荷87.9%，环比下降1.9%；短纤负荷79.8%，环比下降9.2%；瓶片负荷72.7%，环比上升2.2%。装置方面，共193万吨装置检修，华润60万吨瓶片开启，新装置仪化50万吨瓶片投产。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，预计化纤负荷将回落。终端方面，产成品库存下降，订单下降，加弹负荷74%，环比下降8%；织机负荷61%，环比下降6%；涤纱负荷66%，环比下降0.4%。纺服零售11月国内零售同比-4.5%，出口同比+8.2%。

库存：截至1月3日，PTA整体社会库存（除信用仓单）285.1万吨，周环比累库5.5万吨，在库在港库存为34.6万吨，累库7.1万吨，总仓单112.5万吨，环比上升20.4万吨，仓单持续上升。下游补库积极性偏低，供给装置负荷高位，库存有累积压力。

利润端：本周现货加工费上升14元，截至1月10日为291元/吨；盘面加工费下降38元，截至1月10日为294元/吨。

小结：目前主要跟随PX上涨，自身基本面较弱的情况下加工费变化不大。后续来看，短期PXN修复进度接近完成，其基本上仍然受下游淡季而带来的累库现实压制，加工费偏弱，因此反弹动力主要来源于原油上涨，亦或PX意外的检修推动PXN进一步修复，谨防地缘矛盾缓解导致的原油回落风险，注意风控。

## 对二甲苯

价格表现：本周震荡上行，05合约单周上涨152元，报7238元。现货端CFR中国上涨13美元，报858美元。现货折算基差下跌43元，截至1月10日为-128元。5-9价差上升24元，截至1月10日为-76元。

供应端：本周中国负荷81.1%，环比下降6.1%；亚洲负荷74.8%，环比下降4.6%。国内装置方面，福建联合石化、威联石化负荷下降，中金石化恢复负荷，广东石化提前检修，海外印尼两套装置共105万吨因故停车检修，预计持续20-30天，GS一套40万吨装置检修，GS其余装置与SK负荷下降10%左右，但下旬乐天50万吨装置计划提负。进口方面，12月韩国PX出口中国37.7万吨，环比提升3万吨。整体

上，近期国内外计划外的检修降负较多，亚洲负荷压力有较大的缓解。

需求端：PTA 负荷 79.9%，环比下降 0.6%，装置方面，中泰石化、英力士重启中，汉邦 220 万吨装置停车。短期装置停车及减产超预期，整体负荷压力减轻，但仍偏过剩，且有新装置投产。

库存：11 月底社会库存 398 万吨，环比累库 8 万吨，根据 12 月平衡表将去库 6 万吨左右，一季度后因 PX 及 PTA 同步存在计划外的检修，导致供需平衡的矛盾较小，预期一季度小幅累库。

估值成本端：本周 PXN 上升 4 美元，截至 1 月 9 日为 187 美元，周内小幅上升；石脑油裂差下降 9 美元，截至 1 月 9 日为 96 美元，原油端震荡上行。芳烃调油方面，本周美国汽油裂差仍然较弱，美韩芳烃价差低位、调油相对价值弱于化工。

小结：PXN 近期走势偏强，主因在估值绝对低位情况下，国内外的意外检修导致市场对供给压力持续缓解的预期增强。后续来看意外检修推动的 PXN 修复接近结束，PXN 的上方空间相对有限，因为一季度整体计划内检修较少，PX 整体平衡矛盾较小，聚酯产业链目前受淡季预期压制，而基本面改善时间主要在一季度末段，短期内原油的反弹及自身估值的修复推动 PX 偏强震荡，谨防地缘矛盾缓解导致的原油回落风险，注意风控。

## 农产品类

### 生猪

现货端：上周国内蛋价先落后张，养殖单位上半周多积极出货，市场需求尚未完全启动，蛋价走势偏弱，后半周内销需求转好，蛋价止跌后略微上涨；具体看，黑山大码报价周涨 0.1 元至 4.1 元/斤，馆陶周涨 0.11 元至 4.18 元/斤，周内最低 3.98 元/斤，销区回龙观周涨 0.04 元至 4.49 元/斤，东莞周落 0.02 元至 4.28 元/斤；临近春节上游有惜售情绪，市场供应一般，下游需求增多，但学校放假抑制需求增幅，预计下周蛋价小涨后回稳。

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 月下月 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。

## 鸡蛋

现货端：消费滑落较快，供应减量有限，叠加市场看弱预期不减，上周猪价大幅回落，带动出栏均重继续回落，屠宰呈小幅缩量态势；具体看，河南均价周落 0.88 元至 15.52 元/公斤，周内最高 16.34 元/公斤，四川均价周落 1.44 元至 15.96 元/公斤，周内最高 16.9 元/公斤，广东均价周落 1.5 元至 15.48 元/公斤；北方散户供应减少，但集团猪源充裕且出栏意愿强，南猪北调缓解紧缺，整体供应压力仍大，需求暂未迎来集中上量，下周猪价或仍偏弱，但后期随着年前需求启动，价格有触底反弹可能。

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。

## 蛋白粕

国际大豆：本周美豆因阿根廷降雨预期恢复小幅回调，但周末 USDA 月报再度下调美豆单产，24/25 年度产量环比下调近 260 万吨，周五美豆涨幅达 2.75%。24/25 年度美豆库销比快速回落至 8.73% 一线，但全球大豆库销比预期仍在 31.65% 的较高水平。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。南美方面种植进度正常，天气上来看，阿根廷延续干旱，不过本周六 GFS 及 ECMWF 一致预期 18 号以后降雨恢复，预计阿根廷 1 月总体降雨尚可，但仍低于往年同期。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。下周，市场将面临特朗普上任、南美天气干旱但又预期在周末恢复以及美豆基本面边际转好、全球大豆仍宽松的情况，预计美豆、豆粕偏强运行但中期受限。

国内双粕：截至周五，05 豆粕合约压榨巴西大豆叠加加工费后折算成本 2664-2783 元/吨。周末国内豆粕现货涨 90-110 左右，广东报 2970 元/吨。上周豆粕成交、提货均环比大幅增加，预计表观消费较好，开机率也较高，市场正处于备货阶段。截至 1 月 7 日机构预估，10 月买船 956 万吨，11 月买船 844 万吨，12 月 463 万吨，1 月 330 万吨，2 月 723 万吨，3 月 961 万吨，4 月 680 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：由于美豆 24/25 年度产量调低，美豆的底部再次提升，南美丰产压力或体现在升贴水之上。预计后续美豆盘面偏强，但若出现贸易战情景，则可能二次回落，大豆升贴水方面则因巴西丰产预期可能会继续下探，但贸易战情景会使巴西升贴水反弹。同时，逐步进入美豆新作种植面积的交易时间，因此，后续豆粕预计会呈现下有强支撑的格局，单边尝试逢低买入，上方空间则受南美天气、美豆面积预估而定。

## 油脂

马棕：上周油脂总体震荡，棕榈油偏低的供应与销区较慢的采购节奏共存，盘面震荡，但受到原油及生物柴油政策端些许利好的支撑，周尾获得上行。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 1 月前 10 日预计环比降 21.4%-29.12%，出口数据偏差。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：欧洲棕榈油本周高位回落，欧洲菜油震荡，印度葵油价格本周震荡趋势。政策面，周五美国财政部发布了 45Z 指导文件，其中提到了进口 UCO 不适用于 45Z 的模型，美豆油大涨，但该指导文件显示评论需在 4 月 10 日之前提交，美生柴政策仍然具有很多不确定性；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 33 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，近期预计处于震荡格局，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：上周原糖价格下跌，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 19.21 美分/磅，较之前一周下跌 0.4 美分/磅，或 2.04%。消息方面，2024/25 榨季截至 1 月 7 日，泰国累计甘蔗入榨量为 2274.33 万吨，较去年同期的 2036.26 万吨增加 238.07 万吨，增幅 11.69%；甘蔗含糖分 11.62%，较去年同期的 11.27% 增加 0.35%；产糖率为 9.262%，较去年同期的 8.785% 增加 0.477%；产糖量为 209.82 万吨，较去年同期

的 178.9 万吨增加 30.92 万吨，增幅 17.28%。巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的出口数据显示，巴西 2024 年出口糖和糖蜜 3823.8 万吨，为 2012 年以来的最高值；较 2023 的 3507.7 万吨增加 316.1 万吨，增幅 9.01%；2024 年食糖出口收入为 186.14 亿美元，较 2023 年的 177.91 亿美元增加 8.23 亿美元，增幅 4.63%。

国内市场回顾：上周郑糖价格下跌，截至周五郑糖 5 月合约收盘价报 5891 元/吨，较之前一周下跌 104 元/吨，或 1.73%。消息方面，截至 2024 年 12 月底，本制糖期全国共生产食糖 440.34 万吨，同比增加 120.83 万吨，增幅 37.82%；全国累计销售食糖 249.94 万吨，同比增加 80.12 万吨，增幅 47.18%；累计销糖率 56.76%，同比加快 3.61 个百分点；食糖月度工业库存 190.4 万吨，同比增加 40.71 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延续高位震荡，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，截至周五棉花期货 3 月合约收盘价报 66.96 美分/磅，较之前一周下跌 0.8 美分/磅，或 1.18%。消息方面，USDA 发布的 1 月供需报告将中国产量上调 39 万吨至 653 万吨，进口小幅下调 1 万吨至 174 万吨；美国产量上调 3 万吨至 314 万吨，出口下调 7 万吨至 240 万吨，库存消费比上调 3.78 个百分点至 37.6%；全球产量上调 140 万吨至 2601 万吨，消费上调 45 万吨至 2523 万吨，库存消费比上调 2.11 个百分点。截至 1 月 2 日当周，本年度美棉累计出口签约 181.42 万吨，同比减少 24.46 万吨，或 11.88%，按照 USDA 1 月报告预估美棉出口仅减少 18 万吨，或 6.81%。

国内市场回顾：上周郑棉价格小幅上涨，截至周五郑棉 5 月合约收盘价报 13540 元/吨，较之前一周上涨 135 元/吨，或 1.01%。消息方面，12 月中国棉花协会对全国 10 个省市和新疆维吾尔自治区共 1977 个定点农户进行了首次 2025 年植棉意向调查。调查结果显示 2025 年全国植棉意向面积为 4395.2 万亩，同比增长 0.7%，其中新疆同比增长 1%，长江流域下降 3.6%，黄河流域下降 0.9%。2025 年，新疆继续实施目标价格政策，棉农收益有保障，种植积极性较高，九成以上棉农植棉意向与去年持平，总体意向有所增长。内地种植面积继续缩减，由于近几年内地植棉多以蒜棉或麦棉套种为主，机械化率低，劳动力投入较高，比较效益偏低，棉农种植积极性不高。

观点及策略：USDA 1 月报告将中国产量以及全球产量大幅提高，但按照美棉的出口量按 1 月报告的预估还是偏乐观，未来仍有下调的空间，利空尚未完全释放。在全球平衡表供需宽松的大背景下，在 2025 年二季度之前操作上维持反弹择机建空，另外 1 月需要关注特朗普正式就任后的关税政策边际变化。

## 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。报告的撰写并未顾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	