

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+0.95%，创业板指-0.22%，上证 50+2.01%，沪深 300+1.36%，中证 500-0.30%，中证 1000-1.60%。两市日均成交额 13652 亿，较前一周-1408 亿/天。

企业盈利和宏观经济：11 月 PMI 50.3，较前值上升 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-1BP，美债十年期国债利率+10BP，中美 10 年期利差-11BP 至-292BP。

流动性和风险偏好：①主要指数 ETF 份额减少 80 亿份，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 26 亿；④证监会新发 2 家 IPO，边际不变；⑤上周融资余额-45 亿；⑥上周偏股型基金新成立份额 143 亿。总的来说，ETF 份额减少（-），重要股东净减持较少（平），融资额增量边际减少（平），IPO 日均数量较少（平），偏股型基金发行量边际回升（+），DR007 边际上行（-）。资金面中性。

宏观消息面：

1、11 月全国规模以上工业企业利润同比下降 7.3%，前值为下降 10%，降幅进一步收窄； 2、全国财政工作会议：2025 年要支持扩大国内需求，提高财政赤字率，安排更大规模政府债券；3、国办印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围；4、央行开展 3000 亿元 MLF 操作，本月净回笼 11500 亿元 MLF，利率持平在 2%；5、国资委：树牢科学市值管理理念，加大力度推进战略性重组和专业化整合，更好维护资本市场稳定；6、美国 11 月核心 PCE 物价指数同比增长 2.8%，低于预期，核心 PCE 物价指数环比增速创 5 月以来新低。

市盈率：沪深 300:13.01，中证 500:28.35，中证 1000:37.75，上证 50:11.20。

市净率：沪深 300:1.39，中证 500:1.86，中证 1000:2.10，上证 50:1.25。

股息率：沪深 300:2.93%，中证 500:1.77%，中证 1000:1.45%，上证 50:3.52%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.06%/+0.11%/+0.15%/-0.52%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.19%/-0.55%/-0.88%/-2.58%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.45%/-1.03%/-1.69%/-3.81%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.05%/+0.20%/+0.33%/+0.33%。

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，11 月 PMI 继续上行，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. 第五次全国经济普查结果出炉，修订后的 2023 年国内生产总值比初步核算增幅 2.7%。国家统计局副局长称，对 2024 年 GDP 增速不会产生明显影响；
2. 李强：要与各种不确定因素抢时间，对已经确定的工作能早则早、宁早勿晚、加快推进，不断巩固经济回升向好势头；
3. 中办、国办：适度超前开展交通基础设施建设 加快建设国家综合立体交通网主骨架；
4. 国办：加快专项债券发行进度 加快专项债券资金使用和项目建设进度；
5. 国办发布地方政府专项债券可用作项目资本金的行业及禁止类项目清单；
6. 开展专项债券项目“自审自发”试点 在 10 个省份以及雄安新区下放项目审核权限；
7. 国常会：要发挥转移支付对地方高质量发展的引导作用 安排激励资金向税收贡献大、收入增速较快的地区倾斜；
8. 央行约谈引金融机构加强债券交易内控管理：银行理财子暂停委托货币经纪交易长债 保险资管压降持债久期同时大买长期地方债“替代”；
9. 国资委：树牢科学市值管理理念 更好维护资本市场稳定；
10. 财政部：要推进零基预算改革 全面深化财税体制改革；
11. 美国总统拜登 23 日签署 2025 财年国防授权法案，将美国军费支出提升至约 8950 亿美元，较上一财年增长 1%；
12. 美国 11 月耐用品订单初值环比下降 1.1%，预估为-0.3%；
13. 美国 12 月 21 日当周初请失业金人数 21.9 万人，预期为 22.3 万人，前值为 22 万人；
14. 美国 12 月谘商会消费者信心指数 104.7，预期 113，前值 111.7。

流动性：1、11 月份 MLF 余额 50890 亿，当月 MLF 净投放-11500 亿元；2、上周央行逆回购投放 5801 亿，到期 16783 亿，净投放-10982 亿，DR007 利率收于 1.80%。

利率：1、上周 10Y 国债收益率收于 1.70%，周环比回落 1.37BP；30Y 国债收益率收于 1.94%，周环比回落 1.65BP；2、上周 10Y 美债收益率 4.62%，周环比反弹 10BP。

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：截至上周五日盘收盘，沪金涨 1.02%，报 620.22 元/克，沪银涨 2.11%，报 7601.00 元/千克；COMEX 金涨 2.07%，报 2653.30 美元/盎司，COMEX 银涨 2.03%，报 30.41 美元/盎司；10 年期美债收益率

报 4.58%；美元指数跌 0.30%，报 108.09；

美联储鹰派货币政策预期将对金银价格形成持续利空因素：上周一公布的美国经济数据偏弱，令贵金属价格呈现短线的弱势反弹。美国 11 月耐用品订单环比值为-1.1%，低于预期的-0.2%以及前值的 0.8%。美国 11 月新屋销售年化值为 66.4 万户，低于预期的 67 万户。美国 12 月谘商会消费者信心指数为 104.7，低于预期的 113 以及前值的 112.8。但作为货币政策目标之一的就业情况呈现韧性，美国 12 月 21 日当周首次申请失业救济人数为 21.9 万人，低于预期的 22.4 万人以及前值的 22 万人。“美联储传声筒” Nick Timiraos 发表最新文章指出：当前美联储主席鲍威尔正在努力保持平衡，他试图避免与特朗普产生分歧，但他的一些同事（即联储票委）已经表现出了对于特朗普政策重燃通胀的不安。当前 CME 利率观测器显示，市场预期美联储一月议息会议维持利率不变的概率为 89.31%，降息 25 个基点的概率为 10.69%，同时定价 2025 年全年仅存在两次 25 个基点的降息操作，分别发生在 3 月以及 12 月。

贵金属成交和持仓情况：十一月当月，全球黄金 ETF 持仓量自五月份以来首次录得净流出，11 月当月欧洲黄金 ETF 持仓量下降 26.3 吨，亚洲黄金 ETF 持仓量下降 2.1 吨，北美黄金 ETF 持仓量上升 0.8 吨。受到圣诞节假期的影响，外盘金银成交与持仓情况偏弱。COMEX 黄金持仓量下降 3.47%至 46.67 万手，沪金持仓量下跌 2%至 36.64 万手。COMEX 白银持仓量下跌 2.75%至 14.69 万手，沪银持仓量下跌 6.48%至 68.62 万手。上周金银 ETF 持仓量出现回升，SPDR 黄金 ETF 持仓量增加 11.78 吨至 872.52 吨，SLV 白银 ETF 持仓量增加 90.69 吨至 14323 吨。

行情总结：近期受到货币政策以及长端债券供给预期的影响，美国十年期国债收益率出现大幅上行，由 12 月初的 4.216%上升至当前的 4.63%。与此同时，美元指数表现相对强势，上升至 108 一线。从特朗普上一任期的经验分析，当前美联储主席鲍威尔与后续即将上任的特朗普政府存在一定的冲突，美联储官员有动机基于通胀情况将利率维持在相对高位。内在的货币政策预期通过美元指数及美债收益率的表现对于黄金和白银的价格形成显著的利空因素。由于当前美国财政走向仍存在不确定性，贝森特以及马斯克的紧财政主张在本财年内实现难度较大，这令金价下方存在一定的支撑。但白银工业属性驱动弱化，截至年末其库存水平仍未兑现光伏用银所带来的紧缺预期。黄金策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间 602-623 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 7175-7668 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价企稳小幅反弹，伦铜收涨 0.42%至 8981 美元/吨，沪铜主力合约收至 74070 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比增加 0.6 万吨，其中上期所库存增加 0.3 至 7.4 万吨，LME 库存微增至 27.3 万吨，COMEX 库存增加 0.2 至 8.7 万吨。上海保税区库存环比减少 0.6 万吨。当周铜现货进口维持盈利，洋山铜溢价继续抬升。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水 110.1 美元/吨，国内临近年底现货交投清淡，周五上海地区现货转为贴水期货 30 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差缩窄至 870 元/吨，废铜替代优势降低，当周废铜制杆企业开工率下滑。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比降

低 5.7 个百分点，需求延续走弱。消息面，巴拿马总统穆利诺表示，一份政府报告显示，第一量子旗下巴拿马铜矿 Cobre Panama 不存在即时的环境或安全风险，该国政府将于 1 月开始研究该矿的“保护计划”。

价格层面，近期美债收益率持续走高，对海外风险情绪构成一定压制；国内政策表态偏积极，现实数据的改善有待验证。产业上看临近年底下游需求偏淡，而供应相对正常，供需关系预计延续偏弱，海外现货供需偏宽松。总体预计铜价反弹空间相对受限，关注本周 PMI 数据对市场情绪的影响。本周沪铜主力运行区间参考：72600-74800 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：8800-9100 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，2024-12-26：铝锭去库 1.9 万吨至 47.5 万吨，铝棒累库 0.45 万吨至 12 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：2024 年 11 月全国洗衣机产量为 1112.7 万台，同比增长 4.2%；1-11 月累计产量为 10458.2 万台，同比增长 6.3%。2024 年 11 月中国空调产量为 1967.9 万台，同比增长 27.0%；1-11 月累计产量为 24237.4 万台，同比增长 9.4%。2024 年 11 月全国冰箱产量为 860.9 万台，同比增长 2.6%；1-11 月累计产量为 9588.5 万台，同比增长 8.1%。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：12 月 23 至 24 日，全国财政工作会议在北京召开；会议再次强调了通过以旧换新来促进国内消费，这对铝下游汽车以及白色家电的消费均有显著促进作用。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，下游需求分化，铝材抢出口结束后 12 月铝材出口预计减少。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，国内铝价承压运行。国内主力合约参考运行区间：19400 元-20200 元。海外参考运行区间：2400 美元-2550 美元。

锌

价格回顾：上周锌价持续滑落，截至周五沪锌指数收至 25194 元/吨，单边交易总持仓 29.38 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 收至 3029.5 美元/吨，总持仓 22.5 万手。

高频数据：内盘基差 325 元/吨，价差 400 元/吨。外盘基差-17 美元/吨，价差-3 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.126，锌锭进口盈亏为-323.38 元/吨。SMM0#锌锭均价 25940 元/吨，上海基差 325 元/吨，天津基差 405 元/吨，广东基差 550 元/吨，沪粤价差-225 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.12 万吨，LME 锌锭库存录得 24.45 万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录减至 6.52 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：上周铅价快速下行，截至周五沪铅指数收至 16859 元/吨，单边交易总持仓 9.01 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 收至 1952 美元/吨，总持仓 14.0 万手。

高频数据：内盘基差 30 元/吨，价差-30 元/吨。外盘基差-27 美元/吨，价差-82 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.185，铅锭进口盈亏为-1004.42 元/吨。SMM1#铅锭均价 17025 元/吨，再生精铅均价 17025 元/吨，精废价差平水，废电动车电池均价 10000 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 3.67 万吨，LME 铅锭库存录得 24.79 万吨。据钢联数据，国内社会库存录减至 4.38 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

本周镍价震荡运行，基本面均缺乏明显驱动。周五沪镍主力合约收盘价 124800 元，周内+1.95%。LME 镍三月 15 时收盘价 15450 美元，周内-0.19%。

资源端，当前镍矿供需两弱，预计节前镍矿价格持稳为主，等待新的成交作为指导。印尼内贸红土镍矿 CIF 价格小幅回落后暂稳，1.6%品位印尼内贸红土镍矿到厂报价 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，价格较上周持平。中间品系数价格依旧持稳运行，当前 MHP 系数对 LME 镍 80，高冰镍系数对 LME 镍 83.5。

硫酸镍方面，市场采购情绪不佳，硫酸镍市场成交冷淡，盐厂因下游需求不佳叠加利润持续倒挂，开始主动减产，少数盐厂开始停产，盐厂多以保长单为主，硫酸镍价格预计在供需整体偏弱的行情中弱稳。

周五国内硫酸镍现货价格报 26000-26920 元/吨，均价较上周+10 元/吨。

精炼镍方面，上周现货成交整体一般。下游企业年末多有结账暂停进货者，加之精炼镍现货供应较为充足，大型下游企业亦多签有长协，整体备货意愿不高。精炼镍贸易商部分亦因年末结账暂停进货，此外还有年底发票紧张等因素而出货暂缓，各品牌精炼镍现货升贴水表现坚挺，稳中微调为主。金川资源周内现货升贴水下跌明显，主要由于前期厂家出货较少，市场现货紧缺情况下现货升贴水大幅拉升，而上周开始厂家放货增多，加之部分出口资源回流，现货逐渐充足，金川资源现货升贴水逐渐回落。目前镍基本面尚无明显变化，矿端支撑之下镍价边际整体坚挺。短期镍价难有较大突破，价格上下均有压力，但政策端扰动仍存，价格维持震荡。预计下周镍价区间震荡，主力合约价格运行区间参考 122000-130000 元/吨。

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。印尼贸易部周二公布的数据显示，该国 2024 年 11 月出口 5,938.92 吨精炼锡，环比增加 3.61%，较去年同期减少 21.47%。2024 年 1-11 月精锡出口量 41311 吨，累计同比减少 34.15%。

需求端：2024 年 11 月全国洗衣机产量为 1112.7 万台，同比增长 4.2%；1-11 月累计产量为 10458.2 万台，同比增长 6.3%。2024 年 11 月中国空调产量为 1967.9 万台，同比增长 27.0%；1-11 月累计产量为 24237.4 万台，同比增长 9.4%。2024 年 11 月全国冰箱产量为 860.9 万台，同比增长 2.6%；1-11 月累计产量为 9588.5 万台，同比增长 8.1%。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：12 月 23 至 24 日，全国财政工作会议在北京召开；会议再次强调了通过以旧换新来促进国内消费，这对锡下游电子产品、白色家电以及新能源汽车消费均有显著促进作用。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，需求端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 74503 元，周内-0.14%。MMLC 电池级碳酸锂报价 74600-76200 元，工业级碳酸锂报价 72300-73800 元。LC2505 合约收盘价 76500 元，较前日收盘价 -1.32%，周内跌 1.77%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 1100 元。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 15802 吨，较上周减 3.3%。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 万吨附近。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%。12 月 26 日，国内碳酸锂周度库存报 107651 吨，环比上周 -567 吨（-0.5%）。截止 12 月 27 日，广期所碳酸锂注册仓单 52086 手，周内仓单增加 9.1%。

观点：盐湖进入寒冬，周内碳酸锂产量环比减少，国内碳酸锂库存企稳一月后小幅去库。供给端，短期资源虽然供给充足，但锂价走低可能导致部分盐厂春节后复工意愿减弱，重现年初现货短时间偏紧局面。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。需求的兑现程度和延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，底部偏强震荡概率较大，关注下游节前备货期现货升贴水变化，终端抢出口在一季度的持续性和强度，高成本矿生产经营决策调整。本周广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 76000-80000 元/吨。

氧化铝

截止 12 月 27 日下午 3 时，氧化铝指数周内下跌 2.45% 至 4461 元/吨，持仓减少 1 万手至 38.8 万手。周内氧化铝现货出现数笔低价零单成交，带动期货价格震荡下跌。基差方面，山东地区现货较主力合约基差周内走平，录得 991 元/吨。月差方面，连 1-连 3 月差维持 774 元/吨。

周内部分地区氧化铝现货价格延续震荡下行趋势，河南、山西、新疆地区现货价格分别下跌 55 元/吨、50 元/吨、100 元/吨。随着氧化铝企业执行长单效率提高，氧化铝现货流通量增加，叠加受海外氧化铝价格大幅下跌的情绪影响，部分地区氧化铝现货价格继续维持窄幅调整趋势。

进出口方面，截止 12 月 27 日，周内澳洲氧化铝 FOB 价格下跌 7 美金/吨至 672 美金/吨，进口盈亏报 -67/吨，进口窗口临近打开。

库存方面，周内氧化铝社会总库存去库 1.8 万吨至 370.8 万吨，去库趋势持续，在途现货陆续到厂，电解铝厂内库存有所反弹，在途库存去库明显。受盘面持续贴水影响，本周氧化铝上期所仓单大幅去化，累计去库 3.04 万吨至 1.2 万吨；交割库库存去库 2.92 万吨至 1.99 万吨。交割库低库存预计将对近月合约形成支撑。

原料端，国产矿方面，晋豫地区仍未见规模复产；进口矿方面，GAC 出口限制仍未解除，但 GIC 和赢联

盟新码头已建成，雨季后将逐渐带来出口增量。整体来看，近期铝土矿港口库存去库趋势有所放缓，但矿石紧缺局面短期仍持续，海外矿石价格持续走高，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 158.3 万吨，较上周减少 1.5 万吨，受环保督察、重污染天气以及原料供应不足影响导致山西及河南氧化铝厂持续出现减产。

需求端，2024 年 11 月电解铝运行产能 4358 万吨，较上月小幅减少 4 万吨。开工率方面，11 月电解铝开工率环比下滑 0.12% 至 96.18%。11 月国内电解铝出现部分企业停槽检修的情况，主因槽龄较高及冬季环保管控减产和氧化铝成本压力加大，合计涉及产能约 40 万吨/年产能；但四川、新疆等地复产或新增项目仍在推进中，11 月运行产能小幅下滑。

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，远期供应大幅转松拐点或见于明年一季度，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，增产及减仓并行，后续需观察铝厂因成本压力减产情况是否进一步扩大。进出口方面，海外氧化铝报价继续小幅下滑，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，若进口窗口打开有望缓解国内氧化铝紧缺局面。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，但供应端仍难大幅上行，预计现货价格将保持窄幅调整，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。因明年一季度预期大投产规模较大，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 或 05 空单。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：4500-5000 元/吨。

不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，12 月 28 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13600 元/吨，环比+0.00%；山东 7%-10% 镍铁出厂价为 950 元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报 9000 元/吨，环比+0.00%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12935 元/吨，环比+0.31%。

供给：据 SMM，11 月国内钢厂开工率达 68.21%。11 月产量预计为 327 万吨，环比-1 万吨，1-11 月累计同比 5.89%。据 MYSTEEL 样本统计，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：据 WIND 数据，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 90.33 万吨，环比-3.72%；期货仓单本周库存 10.21 万吨，较上周+1887 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 16.33/59.00/15.00 万吨，其中 300 系库存环比-3.98%；本周不锈钢海漂量 3.18 万吨，环比+13.71%，卸货量 8.09 万吨，环比-6.67%。

成本：本周山东 7%-10% 镍铁出厂价 945 元/镍，较上周+0 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 74 元/镍。

观点：本周不锈钢行情表现弱稳，价格低位盘整运行，市场成交趋于低价。原料行情表现弱稳，周五青山钢厂 1 月份高碳铬铁招标价格下跌 400，对铬铁原料行情形成压力，现货市场铬铁价格小幅承压运行，

铬铁链未来预期依旧较为悲观。短期原料端行情难改弱势局面对成品走势助力有限，预计不锈钢成本端变化不大。库存方面延续缓慢去库趋势，消费表现较为韧性，预期短期行情底部震荡运行。

黑色建材类

钢材

供应端：本周螺纹总产量 216 万吨，环比-1.1%，同比-17.3%，累计产量 11324.4 万吨，同比-18.4%。长流程产量 190 万吨，环比-0.8%，同比-15.0%，短流程产量 26 万吨，环比-3.4%，同比-30.8%。本周铁水日均产量为 227.87 万吨，较上周环比下降 1.54 万吨。本周热轧板卷产量 307 万吨，较上周环比变化-5.6 万吨，较上年单周同比约-3.1%，累计同比约+0.7%。

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 219 万吨，前值 259 万吨，环比-15.4%，同比-8.0%，累计需求 11513 万吨，同比-16.9%。本周热轧板卷消费 309 万吨，较上周环比变化-2.9 万吨，较上年单周同比约-5.0%，累计同比约+0.8%。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。热轧卷板消费环比回落，但绝对值处于历史 5 年均值中间，与历史同期并不存在显著的差距。美国大选落地，结果在远期是利空于我国制造以及出口等相关产业的。但目前美国仍处于政府换届以及消化内部矛盾的真空期，反而给我国制造业带来了一段稳定的窗口期。所以预期板材消费将基本符合历史季节性。整体上，对于 1 月合约来讲我们认为淡季逻辑依然是钢材需求端的主基调。

进出口：钢坯 11 月进口 4.5 万吨。

库存：本周螺纹社会库存 278 万吨，前值 283 万吨，环比-1.6%，同比-24.1%，厂库 122 万吨，前值 120 万吨，环比+1.0%，同比-37.0%。合计库存 400，前值 403，环比-0.8%，同比-28.5%。螺纹钢库存持续降低，处于五年内最低水准。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 2854 元/吨，高炉利润-160 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-263 元/吨。本周钢厂盈利率环比增加 1.3%，盈利率小幅上升。

小结：本周成材盘面价格呈现震荡偏弱走势。本周热卷产量大幅下降，部分缓解了此前高库存的压力。有传闻称部分钢厂计划从热卷转产螺纹，如若未来热卷产能能够转移，库存矛盾会持续降低，本周的热卷整体基本面情况有所好转的。螺纹产量本周小幅降低，表需季节性回落，总库存进一步去化，库存绝对值处于五年内低点。因此，螺纹方面是可以接受热卷转产的产能。综合来看，成材基本面矛盾阶段性有所缓解，热卷库存是否会持续累积还需观察。冬储方面，部分地区钢厂已经够公布冬储计划，整体参与意愿较低，市场对价格仍保持谨慎态度，冬储预期价格在 3100-3200 元/吨附近。总体而言，在宏观政策真空期，逻辑逐步回归到现实层面。螺纹盘面表现强于板材，同时原料价格对成材成本有一定支撑，因此未来价格可能呈现宽幅震荡走势。以螺纹钢主力合约为例，主力合约参考运行区间为 3200-3450 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、以及冬储运行情况等。

锰硅硅铁

本周, 锰硅盘面价格延续震荡下行, 周度跌幅 90 元/吨或 1.46% (针对加权指数, 下同)。日线级别, 价格向下临界, 收在 6100 元/吨之下, 价格表现弱势, 价格或存在进一步下探至 9 月份低点 5882 元/吨附近风险。当前价格走势偏弱, 价格若想要反弹, 则需向右摆脱下行趋势线, 可将是否摆脱下跌趋势作为价格强弱转换的观测点之一。在此之前, 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, 本周盘面价格延续震荡小幅回落, 周度跌幅 44 元/吨或 -0.7% (针对加权指数, 下同)。日线级别, 硅铁盘面价格向下跌破 9 月底以来平台下沿, 走势继续弱化, 价格或存在进一步下探寻找前低 6044 元/吨附近支撑可能。价格表现偏弱, 但向下空间有限, 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, 带动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, 我们看到铁水本周继续季节性回落至 227 万吨附近, 螺纹钢产量维持弱势, 需求淡季特性延续。供给端, 锰硅周产量本周有所回落, 但幅度有限。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, 供给端向下收缩, 随着钢铁方面需求的季节性走弱, 库存出现向上累积, 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难以有效发力。

铁矿石

上周, 铁矿石主力合约 (I2505) 价格收至 759.5 元/吨, 较 12 月 23 日开盘价变化 -9.5 元/吨, 涨跌幅 -1.24%。供给端, 最新一期全球铁矿石发运总量 3479.4 万吨, 环比增加 487.8 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2938.2 万吨, 环比增加 458.0 万吨。澳洲发运量 2189.7 万吨, 环比增加 482.3 万吨, 其中澳洲发往中国的量 1799.0 万吨, 环比增加 238.4 万吨。巴西发运量 748.5 万吨, 环比减少 24.3 万吨。中国 47 港到港总量 2598.3 万吨, 环比增加 321.1 万吨; 中国 45 港到港总量 2505.4 万吨, 环比增加 366.9 万吨。日均铁水产量 227.87 万吨, 环比上周减少 1.54 万吨。库存端, 全国 47 个港口进口铁矿库存为 15596.06 万吨, 环比降 78.42 万吨。

供给方面, 本期全球铁矿石发运量冲量回升, 恢复至近几年同期高位。FMG 上期发运逆季节性下降后本

期增幅显著。需求方面，钢联日均铁水产量环比下降 1.54 万吨至 227.87 万吨，各地钢厂高炉年检陆续不同程度启动，铁水产量预期继续呈现季节性下滑走势。下游成材库存仍处于相对偏低位置，螺纹钢库存继续低位去化，近端低库存情况下基本面尚有支撑，需求更多随季节性下移。钢厂盈利率尚可，铁水崩塌并无明显迹象。库存方面，港口疏港量高位震荡，到港量回升，库存有所去化。钢厂进口矿库存继续上行，略高于近两年同期水平。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，铁水季节性下移后，下游平衡表或继续改善，减低了产业负反馈可能性。综上，我们认为在现实不出现超季节性疲弱的情况下，矿价补跌后仍以震荡为主。

工业硅

盘面方面，工业硅价格本周在周初向上反弹后继续转头下行，创下新低，周度跌幅 185 元/吨或-1.64%。日线级别，价格当前仍延续下跌趋势，呈现弱势。继续向下关注 11000 元/吨处支撑情况，在价格摆脱下跌趋势前不建议盲目抄底，建议单边暂时仍以观望为主。

基本面方面，本周工业硅周产环比有所回落，新疆地区产量小幅走弱，同时，西南地区产量继续下行。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，未来多晶硅对于工业硅的需求支撑显著减弱。近期，我们看到多晶硅库存延续小幅去化，但仍在高位，行业压力的缓解仍需要时间。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，供应压力仍存。我们延续认为需要供给端规模更大、持续更久的减产才能改变当下工业硅宽松的结构以及期待对其价格形成有效支撑的观点。

能源化工类

橡胶

橡胶超跌后震荡反弹。

天气方面，泰国南部产区降雨预期边际减弱。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 泰标混合胶 16450 元。STR20 报 2040 美元。

山东丁二烯 10800 元。江浙丁二烯 10850 元。华北顺丁 13100 元。

操作建议：

橡胶反弹至中后部。中线偏空或中性思路。短期橡胶超跌，有超跌反弹机会。

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 22 日，中国天然橡胶社会库存 122.8 万吨，环比增加 2.6 万吨，增幅 2.1%。中国深色胶社会总库存为 68.6 万吨，环比增加 2.7%。中国浅色胶社会总库存为 54.2 万吨，环比增加 1.5%。

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 0.62 美元，涨幅 0.89%，报 70.26 美元；布伦特主力原油期货收涨 0.75 美元，涨幅 1.03%，报 73.62 美元；INE 主力原油期货收涨 4.3 元，涨幅 0.79%，报 549.20 元。

地缘方面：美国当选总统 Donald Trump 周日威胁要重申美国对巴拿马运河的控制，指责巴拿马对使用中美洲通道收取过高的费用。《纽约时报》报道，伊朗正面临一场大规模的能源危机。企业和政府机构不在国内工作，学校关闭，学生转到线上模式。伊朗的政府机构正在关闭或缩短工作时间。学校和大学已经切换到在线模式。高速公路和购物中心陷入了黑暗，工业企业断电，几乎停止了生产。本周地缘事件导致伊朗发运出现急剧下滑，对原油造成短期支撑。

宏观方面：受全球经济增长乏力，三大机构（EIA，IEA，OPEC）均下调全年原油需求展望。EIA 下调全球原油需求增速至 0.89 百万桶/日；IEA 下调至 0.84 百万桶/日；OPEC 下调 1.61 百万桶/日，此次下调为 OPEC 近 5 月来最大下调幅度。

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 13.59 百万桶日;贝克休斯钻机数维持不变,截止目前 483 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影响短期偏紧,支撑油价弱势震荡。

需求方面:美国炼厂开工率环比回升至 92.5%;中国主营炼厂受小淡季影响开工率持续下滑至 71.75%,独立炼厂环比下滑至 53.02%;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下滑缺口,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去库至 416.78 百万桶,总成品油库存环比累库至 406.50 百万桶;中国原油到港库存环比提升至 207.86 百万桶,总成品油库存环比小幅累库至 194.10 百万桶;欧洲 ARA 总成品油库存维持累库至 49.10 百万桶。全球成品油均进入累库期间。

策略推荐:我们继续维持 WTI 原油上方价格\$73/桶,下方\$65/桶的窄幅区间,但当前伊朗仍存不确定性,建议投资者观望为主。

甲醇

气头停车,上游开工进一步回落,煤价依旧偏弱,甲醇现实偏强,企业利润高位。海外伊朗装置停车,整体开工同期低位,市场对后续进口有所担忧,市场受此影响明显走强。需求端港口 MT0 开工小幅回落,利润受到明显压缩,后续开工有进一步回落预期。传统下游整体表现偏弱,开工整体有所回落。总的来看,市场短期矛盾集中在对海外停车导致的后续进口缩量的预期,短期持货意愿较强,但甲醇估值已相对较高,盘面冲高不追,单边观望为主,套利方面关注 PP-3MA 价差阶段性反弹修复机会。

尿素

现货依旧疲软,企业利润低位,近期受保供稳价消息影响盘面与现货有一定支撑,但现实企业库存仍在走高,压力进一步凸显,现实仍是偏弱格局。需求端复合肥开工开始拐头向下,其他工业需求也整体偏弱,需求未见明显好转。总体来看,现实受高库存影响仍有压力,但尿素估值相对偏低,继续下跌空间有限,单边建议观望或在有明显回调之后关注短多机会。

聚烯烃

政策端:圣诞期间,美国库欣库存公布时间延后,预计延续小幅去库节奏,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 0.03%,Brent 原油上涨 0.53%,煤价下跌-2.19%,甲醇上涨 4.41%,乙烯下跌-0.54%,丙烯下跌-0.64%,丙烷下跌-2.77%。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 83.02%,环比上涨 2.03%,同比去年下降-5.71%,较 5 年同期下降-6.73%。PP

产能利用率 77.90 %，环比上涨 3.26%，同比去年上涨 6.99%，较 5 年同期下降-14.67%。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 42.30 %，环比下降-0.75%，同比下降-8.12%。PP 下游开工率 54.13 %，环比下降-0.48%，同比下降-0.17%。季节性淡季，下游开工率低位震荡。

库存：上游检修高位高位回归，聚烯烃整体库存去化放缓，基于后期产能投放计划及下游需求季节性淡季，整体库存压力或将增加。PE 生产企业库存 36.12 万吨，环比去库-7.29%累库，较去年同期去库-2.59%；PE 贸易商库存 3.91 万吨，较上周去库-4.35%；PP 生产企业库存 40.90 万吨，本周环比去库-4.22%，较去年同期去库-19.79%；PP 贸易商库存 12.97 万吨，较上周累库 0.39%；PP 港口库存 5.89 万吨，较上周累库 2.08%。

小结：圣诞期间，美国库欣库存公布时间延后，预计延续小幅去库节奏，对成本端形成支撑。短期主要矛盾集中在宏观政策落地与聚烯烃供应端 12 月大量产能投放以及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 12 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

华东港口库存 3.07 万吨，环比-0.2 万吨，纯苯港口库存 16.2 万吨，环比+1.1 万吨。苯乙烯负荷 73.53%，环比+0.87%，石油苯负荷 81.14%，环比+1.65%。纯苯负荷回升至年内高位，年底炼厂逐步复产，供应将维持高位，来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，海外纯苯表现偏弱，关注远期实际进口情况，近期港口到船较前期有所下降，预计累库速度放缓，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，盘面震荡下行。

PVC

PVC 综合开工 79.5%，环比-2.07%，电石法开工 80.21%，环比-0.5%，乙烯法开工 77.51%，环比-3.03%。成本端，电石开工小幅回升。近期烧碱复产跌价，边际成本小幅上行至 5800 元/吨。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，PVC 工厂库存 28.60 万吨，环比下降 1.05 万吨，社会库存 46.65 万吨，环比下降 2.98 万吨。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

价格表现：EG 冲高回落，05 合约单周上涨 70 元，报 4761 元。现货端华东价格上涨 73 元，报 4772 元。基差走弱 98 元（换月），截至 12 月 27 日为 -6 元。1-5 价差走弱 35 元，截至 12 月 27 日为 -136 元。

供应端：本周 EG 负荷 75.3%，环比上升 2.7%，其中合成气制负荷 76.3%，环比上升 4.0%；乙烯制负荷 74.7%，环比上升 1.9%。煤化工方面，建元停车重启中；油化工方面，中石化武汉及福炼重启。海外方面，沙特 jupc2# 停车中，计划月底重启，yanpet1#38 万吨装置 12 月初检修，近期计划重启，马来西亚石油一套 75 万吨装置重启。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 6.5 万吨，环比下降 6.2 万吨，11 月进口 55 万吨，月环比上升 5 万吨，后续因美国装船延期和伊朗招标不及预期，伊朗船只侧翻港口装船延期，12 月至 1 月进口量下修，后续沙特逐渐进入检修季进口将有所减量，但我国整体进口量仍较前期将小幅增量。

需求端：本周聚酯负荷 90.1%，环比上升 0.2%，其中长丝负荷 92.4%，环比下降 0.3%；短纤负荷 86%，环比上升 2.2%；瓶片负荷 72.4%，环比下降 0.7%。装置方面，恒逸新材 12.5 万吨长丝、华宏 20 万吨短纤恢复。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，产成品库存持稳，订单下降，加弹负荷 85%，环比下降 3%；织机负荷 71%，环比下降 2%；涤纱负荷 68%，环比持平。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 23 日，港口库存 55.4 万吨，环比累库 3.6 万吨；下游工厂库存天数 11.8 天，环比上升 0.3 天。短期看，到港量大幅下降，出港量中性，本周港口库存累库节奏将放缓，但 12 月之后整体社会库存偏累格局不变。

估值成本端：本周外盘石脑油制利润上升 4 美元至为 -123 美元/吨，国内乙烯制利润上升 83 元至 -525 元/吨，煤制利润上升 73 至 1006 元/吨。成本端乙烯 870 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 630 元/吨，成本本周乙烯下降，煤炭成本持平，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：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。12 月后供给预期大幅上升，但进口方面海外北美装船延期等原因，进口预期下修，需求降负速度弱于预期，供需平衡偏累，社库预期上累，显性库存因进口减量累库速度较慢，平衡表的累库短期主要表现在隐性库存的上累，将对 EG 估值有一定支撑，短期震荡偏强，中期承压。

PTA

价格表现：本周持续下跌，05 合约单周下跌 120 元，报 4820 元。现货端华东价格下跌 60 元，报 4740 元。现货基差下跌 68 元，截至 12 月 27 日为 -118 元。1-5 价差上升 4 元，截至 12 月 27 日为 -86 元。

供应端：PTA 负荷 83.4%，环比上升 2.3%，装置方面，独山能源新装置第二条线已出料，逸盛宁波装置重启。短期计划停车及减产装置超预期，PTA 负荷有所下降，整体供给压力减轻，但仍偏过剩，且有新装置投产。

需求端：本周聚酯负荷 90.1%，环比上升 0.2%，其中长丝负荷 92.4%，环比下降 0.3%；短纤负荷 86%，

环比上升 2.2%；瓶片负荷 72.4%，环比下降 0.7%。装置方面，恒逸新材 12.5 万吨长丝、华宏 20 万吨短纤恢复。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，产成品库存持稳，订单下降，加弹负荷 85%，环比下降 3%；织机负荷 71%，环比下降 2%；涤纱负荷 68%，环比持平。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 13 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）272.2 万吨，周环比累库 10 万吨，在库在港库存为 30.2 万吨，去库 8.3 万吨，总仓单 90 万吨，环比上升 3.9 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：本周现货加工费下降 5 元，截至 12 月 27 日为 283 元/吨；盘面加工费下降 24 元，截至 12 月 27 日为 325 元/吨。

小结：在经历终端产销放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。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，目前绝对价格主要随原油，原油在美国大选后整体预期震荡偏弱，建议逢高空配。

对二甲苯

价格表现：本周持续下跌，05 合约单周下跌 146 元，报 6852 元。现货端 CFR 中国下跌 10 美元，报 820 美元。现货折算基差上升 62 元，截至 12 月 27 日为-57 元。1-5 价差下降 16 元，截至 12 月 27 日为-246 元。

供应端：本周中国负荷 86.1%，环比上升 0.5%；亚洲负荷 78.7%，环比上升 0.3%。国内装置方面，福建联合石化重启中。进口方面，12 月中上旬韩国 PX 出口中国 25.3 万吨，环比持平。整体上，近期一套装置即将重启，整体负荷压力小幅上升。

需求端：PTA 负荷 83.4%，环比上升 2.3%，装置方面，独山能源新装置第二条线已出料，逸盛宁波装置重启。短期计划停车及减产装置超预期，PTA 负荷有所下降，整体供给压力减轻，但仍偏过剩，且有新装置投产。

库存：10 月底社会库存 390 万吨，环比去库 11 万吨，第四季度因下游 PTA 检修减少，且有新装置投产计划，整体维持去库格局。

估值成本端：本周 PXN 下降 17 美元，截至 12 月 26 日为 177 美元，周内小幅下降；石脑油裂差上升 7 美元，截至 12 月 26 日为 113 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 近期走势偏弱，主因在终端产销放量后，随着 PTA 检修计划增加，回归弱基本面交易。后续来看供给端仅有小装置开启，需求 PTA 虽然近期意外停车较多，但新装置投产，PX 整体供需紧平衡，与此同时芳烃估值在低位水平，对二甲苯估值支撑较强；但另外一方面，PX 现货流动性偏宽松，聚酯产业链目前受淡季预期压制，PXN 上升空间有限，因此预期估值窄幅震荡，绝对价格跟随原油，原油在美国大选后整体预期震荡偏弱，建议逢高空配。

农产品类

生猪

现货端：前期大猪过度出栏，导致标肥价差走阔，养殖户惜售叠加局部二育入场，上周猪价反弹，周内出栏均重小幅下滑，屠宰呈缩量态势；具体看，河南均价周涨 0.78 元至 15.84 元/公斤，周内最高 15.98 元/公斤，四川均价周涨 0.7 元至 16.9 元/公斤，周内最高 16.9 元/公斤，广东均价周涨 0.26 元至 16.14 元/公斤；随着月内出栏计划的完成，月底供应呈缩量态势，叠加肥猪坚挺对整体行情有支撑，且需求端受元旦备货影响，短时猪价或维持偏强，但 1 月份可出栏天数有限，后期养殖端或加速出栏，整体供应端充沛，价格大方向仍指向偏弱。

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，当前屠宰明显放量后体重降速一般，且标肥价差明显回落，证明供应偏多、大猪占比也高，中短期数据均指向供应端压力偏大的结论。

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：前期大猪过度出栏导致冬至后标肥价差走阔，大猪坚挺支撑行情，短时近月维持偏强，但 1 月份可供出栏天数有限，养殖端有提前出栏规避风险的需要，现货大方向或指向偏弱，维持近月反弹后抛空判断，远端留意低估值的下方支撑。

鸡蛋

现货端：国内蛋价上周高位回落后走稳，周内养殖单位顺势出货为主，整体供应充足，经销商采购心态偏谨慎，整体走货偏慢，淘鸡出栏积极性略有提升；具体看，黑山大码报价周落 0.2 元至 4 元/斤，馆陶周落 0.09 元至 4.24 元/斤，周内最高 4.33 元/斤，销区回龙观周落 0.16 元至 4.47 元/斤，东莞周涨 0.11 元至 4.43 元/斤；新开产稳中有增，消费端受元旦需求拉动有望先增后稳，预计下周蛋价小涨后走稳。

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 11 月份的补栏数据为 9138 万只，同比+2.8%，环比+1.9%，今年 1-10 月补栏量为 9.6 亿羽，同比+3.2%；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 550 天左右，环比小落，同比增加。

存栏及趋势：截止 11 月底，样本点在产蛋鸡存栏量为 12.84 亿只，环比 10 月下滑 0.2%，同比去年的 12.07 亿只增加了 6.4%，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 4 月的 13 亿只，环比仍有 1.2% 的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：降温后鸡蛋易于储存，或利好囤货需求，未来几个月关注双11以及春节前的备货，同时留意依旧偏高蔬菜价格的替代作用。

小结：供应一般，需求尚可，现货高位整理，环比走弱但同比表现偏强；盘面锚定成本和产能增加预期，各合约给出悲观表达且贴水程度较深，临近交割时容易收贴水，建议近月偏多思路，观望或短线操作为宜，中期待淡季合约拉高后考虑抛空。

蛋白粕

国际大豆：本周美豆低位技术性反弹，叠加阿根廷近两周干旱预报，市场抄底情绪浓厚。中期来看，南美大豆丰产预期足以及特朗普任期可能不利于美豆远期销售持续施压盘面，不过对比往年同期宽松程度，美豆盘面低于成本的幅度也已大部分计价。更为理想化地说，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。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。大豆出口升贴水本周上涨5-7美分，因汇率下跌，实际大豆到港成本稳定，05豆粕合约叠加加工费后折算巴西大豆成本2512-2639元/吨。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84.6%，超出往年同期，截至12月26日，大豆作物状况评级良好占比58%（上周值62%，去年同期值45%），正常占比38%（上周值37%，去年同期值52%），较差占比4%（上周值1%，去年同期值3%）。ANEC预计12月巴西大豆出口量为162万吨，1月可能是最后一个美豆销售较好的月份，因2月巴西大豆即将上市，预计再次形成实际卖压。因此，美豆基本面中期明显较空，在明年美豆种植季节之前，或有天气等因素的交易，但在供需格局影响程度不大时，反而是反弹抛空的机会，但在估值较低时，应谨慎追空，思路则因转为是否出现种植面积预期、南美干旱延续等边际转好的迹象。

国内双粕：本周国内豆粕现货随盘面上涨，基差回落，提货量、成交量环比下跌，现货成交表现较弱。预计表观消费一般，开机率稳定，豆粕库存可能小幅下滑。截至12月24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243万吨，2月644万吨，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。

观点：南美天气形势总体较好，暂时维持近年来首次供应或远大于需求的预期，美豆大方向偏空。近期美豆触及950美分/蒲一线获得技术性反弹，阿根廷近期干旱支撑美豆，不过近日预报降雨增加，预计美豆上涨受限。近两月豆粕交易的主线仍然是外盘丰产、特朗普1月上台后的贸易战预期及国内大豆供应宽松等，豆粕05触及南美大豆换算豆粕成本后反弹较快。建议谨慎观望或逢高抛空，低位止盈寻找边际驱动。

油脂

马棕：本周棕榈油在基本面支撑下强于商品大市，近月合约走出反弹趋势。据船运调查机构ITS及AmSpec，马来西亚12月1-10日棕榈油出口量环比增加1.07%-3.86%，前15日较上月同期出口减少6.7%-9.8%，

前 20 日出口环降 7.61%-8.32%，前 20 日出口环降 7.61%-8.32%，前 25 日环降 1.07%-4.01%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2024 年 12 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量减少 15.89%，前 15 日减少 19.6%，前 20 日预计减少 14.83%。按此预估产地将明显去库。不过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，因此棕榈油目前处于震荡偏强状态，中期仍有向上潜力。

国际油脂：USDA12 月报告对棕榈油利多，新作期初库存下调 50 万吨、产量下调 50 万吨，消费因高价有所下调，期末库存下调 50 万吨；菜籽下调 100 万吨产量，符合加拿大菜籽之前报告预期；葵籽无太大变动。报告对棕榈油利好。本周俄罗斯对葵油再次加征出口税，增加国际葵油出口报价。本周欧洲菜油价格稳定，棕榈油价格高位震荡小幅上涨，印度葵油价格前期高位回落本周小幅反弹。

国内油脂：国内油脂现货成交一般，棕榈油表观消费低迷，菜油、豆油表观消费偏正常，国内油脂总库存低于去年 38 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，表观消费一般，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。近期棕榈油因短期出口需求担忧、宏观走弱回落。随着进入棕榈油减产季节，印尼库存偏低及新季 B40 带来的生物柴油增量对产量、库存的考验更大，棕榈油基本面维持偏强格局，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。豆、菜油目前主要跟随棕榈油，远期需求较大变量在于美国生物柴油政策。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格偏弱震荡，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 19.36 美分/磅，较之前一周下跌 0.15 美分/磅，或 0.77%。消息方面，S&P Global Commodity Insights 估计，2024/25 市场年度（10 月至次年 9 月），泰国甘蔗压榨量将同比增加 24%，达到 1.02 亿吨。Commodity Insights 估计，印度 2024/25 年度的产量为 2,960 万吨（分配生产乙醇后的数据），较 2023/24 年度减少 7%，400 万吨糖被转用于生产乙醇。Unica 周五公布的数据显示，巴西中南部地区 12 月上半月甘蔗压榨量为 883 万吨，糖产量为 34.8 万吨。乙醇产量为 7.65 亿升。12 月上半月，糖厂将 35.67% 的甘蔗用于制糖。

国内市场回顾：上周郑糖价格小幅反弹，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5944 元/吨，较之前一周上涨 62 元/吨，或 1.05%。消息方面，根据泛糖科技智慧储运平台数据，截至 12 月 20 日，广西食糖第三方仓库库存数量约 18 万吨，较去年同期增加约 7 万吨，但较近 3 年的同期均值下降约 28 万吨。据广西气象科学研究所称 11 月中旬以来，我国大部蔗区气象条件利于甘蔗机收和砍运，同时日较差较大，也利于蔗糖糖分转化积累。但广西、广东和海南的大部蔗区发生了中度至特重度的干旱，对甘蔗和蔗糖产量可能产生负面影响。

观点及策略：12月10日海关便函兑现了11月中旬市场传出的糖浆和预拌粉进口限制预期，但未来也有可能审查后，制定一个新的安全生产规范后重新进口泰国糖浆和预拌粉，只是执行下来会增加成本。此前受政策影响短线郑糖价格偏强运行，但随着原糖价格破位下跌，郑糖短线跟随下跌，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：上周美棉价格小幅反弹，截至周五ICE 3月棉花期货合约收盘价报68.8美分/磅，较之前一周上涨0.68美分/磅，或1%。消息方面，据国际棉花咨询委员会（ICAC）2024年12月份发布的数据显示，2024/25年度，全球棉花期初库存1856万吨，环比持平，同比减少91万吨；产量2530万吨，环比减少32万吨，同比增加118万吨；消费2540万吨，环比减少47万吨，同比增加42万吨；期末库存1854万吨，环比增加20万吨，同比减少2万吨；期末库存消费比72.99%，环比上升2.10个百分点，同比下降1.31个百分点。

国内市场回顾：上周郑棉价格小幅反弹，截至周五郑棉1月合约收盘价报13500元/吨，较之前一周上涨105元/吨，或0.78%。消息方面，据中国棉花协会数据显示，截止2024年12月22日，全国皮棉累计加工量567.6万吨，同比增长19.3%。新疆地区皮棉累计加工总量558.4万吨，同比增长19.8%。自治区皮棉加工量385.2万吨，同比增长27.3%；兵团皮棉加工量173.2万吨，同比增长6.1%。内地累计加工量为9.2万吨，同比下降7%。

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。并且随着旺季结束，纺织企业淡季新增订单有所减少，下游产业链开机率环比持续下滑。预计短期在生产成本线以上会面临较大的套保压力。

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	