

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+2.31%，创业板指+4.66%，上证50+0.87%，沪深300+2.14%，中证500+4.06%，中证1000+5.35%。

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；12月M1增速较上月明显反弹。

利率：中债十年期国债利率+1BP，美债十年期国债利率-16BP，中美10年期利差+17BP至-296BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额增加38亿份，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15亿；④证监会新发2家IPO，边际不变；⑤上周融资余额+136亿；⑥上周偏股型基金新成立份额60亿。总的来说，ETF份额增加(+)，重要股东净减持较少(平)，融资额增加(+)，IPO日均数量较少(平)，偏股型基金发行量边际回升(+)。资金面中性偏强。

宏观消息面：

1、习总书记同美国当选总统特朗普通电话，特朗普1月20日正式上任；2、年报业绩预告密集披露期即将结束，市场情绪有望修复；3、中国2024年四季度GDP增长5.4%，12月份工业增加值表现较好，地产投资表现仍偏弱；4、国务院国资委：不断改进和加强市值管理，优化上市公司国有股权管理；5、商务部：1月20日起全国各地陆续实施手机等数码产品购新补贴；6、以色列和哈马斯达成加沙停火协议；7、美国12月核心CPI和零售销售环比不及预期，美债收益率回落。

市盈率：沪深300:12.44，中证500:26.88，中证1000:35.84，上证50:10.72。

市净率：沪深300:1.33，中证500:1.76，中证1000:1.99，上证50:1.20。

股息率：沪深300:3.30%，中证500:1.87%，中证1000:1.54%，上证50:4.12%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.17%/-0.13%/-0.13%/-0.69%；IC 当月/下月/当季/隔季：+0.14%/-0.35%/-0.65%/-2.37%；IM 当月/下月/当季/隔季：+0.18%/-0.51%/-1.09%/-3.19%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.17%/+0.07%/+0.13%/+0.13%。

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，12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. 国家主席习近平应约同美国当选总统特朗普通电话；
2. 国家统计局：2024 年全年国内生产总值 134.91 万亿元 比上年增长 5.0% 其中四季度增长 5.4%；
3. 国家统计局：2024 年 12 月份社会消费品零售总额增长 3.7%；规模以上工业增加值增长 6.2%；固定资产投资 514374 亿元 比上年增长 3.2%；
4. 国家统计局：2024 年 12 月一线城市商品住宅销售价格环比上涨 二三线城市环比总体降幅收窄；
5. 中国 2024 年 12 月出口以美元计价同比增长 10.7%；以人民币计价出口同比增长 10.9%；
6. 央行：2024 年末社会融资规模存量为 408.34 万亿元 同比增长 8%；
7. 12 月末，广义货币(M2)余额 313.53 万亿元，同比增长 7.3%。狭义货币(M1)余额 67.1 万亿元,同比下降 1.4%。流通中货币(M0)余额 12.82 万亿元,同比增长 13%。全年净投放现金 1.47 万亿元；
8. 央行：2025 年将落实好适度宽松的货币政策 根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况 择机调整优化政策力度和节奏；
9. 央行回应暂停购买国债：避免加剧供需矛盾和市场波动；
10. 央行：增强外汇市场韧性稳定市场预期 坚决防范汇率超调风险；
11. 美国 12 月 PPI 年率 3.3%，预期 3.4%，前值 3.00%；美国 12 月 PPI 月率 0.2%，预期 0.3%，前值 0.40%；
12. 美国 12 月 CPI 同比增长 2.9%，预估为增长 2.9%，前值为增长 2.7%；12 月 CPI 环比增长 0.4%，预估为增长 0.4%，前值为增长 0.3%；美国 12 月核心 CPI 同比值为 3.2%，低于预期和前值的 3.3%；
13. 美国 12 月零售销售环比增长 0.4%，为 2024 年 8 月以来新低，预估为 0.6%，前值为 0.7%；
14. 美国国会预算局局长菲利普·斯瓦格尔 17 号表示，由于国债市场收益率上升，2025 年美国将不得不增加 2 万亿美元的国债利息支出；
15. 美联储沃勒：如果通胀率下行 美联储降息力度可能高于市场预期。

流动性：上周央行逆回购投放 14848 亿，到期 309 亿，净投放 14539 亿，DR007 利率收于 2.12%。

利率：1、上周 10Y 国债收益率收于 1.65%，周环比反弹 1.36BP；30Y 国债收益率收于 1.88%，周环比回落-0.25BP；2、上周 10Y 美债收益率 4.61%，周环比回落 16BP。

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。短期由于流动性持续偏紧，债市有一定的承压。中长期看，宽货币政策叠加经济的改善力度不明显，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 0.82%，报 640.68 元/克，沪银涨 0.37%，报 7833.00 元/千克；COMEX 金涨 0.83%，报 2740.00 美元/盎司，COMEX 银跌 0.81%，报 31.05 美元/盎司；10 年期美债收益率跌 3.35%，报 4.61 %；美元指数跌 0.25%，报 109.38 ；显示市场恐慌情绪的 VIX 指数跌 18.27%，报 15.97。

美国通胀低于预期、经济数据转弱：美国 12 月 CPI 同比值为 2.9%，符合预期，高于前值的 2.7%。环比值为 0.4%，高于预期和前值的 0.3%。驱动市场交易主逻辑的美国 12 月核心 CPI 同比值为 3.2%，低于预期和前值的 3.3%。环比值为 0.2%，符合预期，低于前值的 0.3%。其中关键的核心 CPI 数据中新车和二手车通胀表现弱于预期，二手汽车和卡车 CPI 同比值为-3.3%，仅较前值的 -3.4% 小幅回升。住所租金的 CPI 同比值录得下跌，本月为 4.6%，低于前值的 4.8%，对于总通胀的贡献度仍达到 36%。总体 CPI 则如预期般具备韧性，主要受到食品价格的影响，食品 CPI 同比值近期持续上升，12 月同比值为 2.5%，高于前值的 2.4%，对于总体通胀的贡献度达到 13.5%。居民消费在美国经济增长中占比较高，零售销售数据能够较好地体现美国经济现况。美国 12 月零售销售环比值为 0.4%，低于预期的 0.6% 和前值的 0.8%，出现超预期回落。劳动力市场方面，美国 1 月 11 日当周初请失业金人数为 21.7 万人，高于预期的 21 万人和前值的 20.1 万人。美联储官员表态偏鸽派：针对美国 CPI 数据，沃勒认为通胀正逐步回落，若数据继续如此发展，有理由认为今年上半年可能会进行降息，沃勒更是提到不能排除三月份进行降息的可能性。当前 CME 利率观测器显示，市场定价美联储三月议息会议维持利率不变的概率为 72%，降息 25 个基点的概率为 28%。同时市场定价美联储本年度将进行两次 25 个基点的降息操作，高于前期仅降息一次的定价。

本周金银持仓情况显示多头情绪有所回暖：外盘金银管理基金净持仓量回升，COMEX 黄金管理基金净多持仓上升 1.79 万手至 19.56 万手，COMEX 白银管理基金净多持仓上升 3904 手至 2.93 万手。本周金银 ETF 持仓量上升，SPDR 黄金 ETF 持仓量上升 2.3 吨至 879.12 吨，SLV 白银 ETF 持仓量上升 103.4 吨至 14410.72 吨。

行情展望：美国降息预期抬升，同时经济数据表现弱势，宏观经济背景将驱动金银比价出现回升，黄金价格表现将强于白银，目前单边做多金银存在风险，需等待价格出现回落后布局多单，策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间 632-648 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7589-8081 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价继续上冲，伦铜收涨 1.19% 至 9181 美元/吨，沪铜主力合约收至 75800 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比增加 0.5 万吨，其中上期所库存增加 1.0 至 8.9 万吨，LME 库存减少 0.4 至 26.0 万吨，COMEX 库存减少 0.1 至 8.7 万吨。上海保税区库存减少 0.4 万吨。当周铜现货进口窗口关闭，洋山铜溢价下滑，进口清关需求降低。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水扩大至 108.1 美元/吨，国内下游陆续进入放假状态，现货交投转弱，周五上海地区现货升水期货下调至 85 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 3070 元/吨，废铜替代优势提高，但部分企业放假造成废铜制杆企业开工率环比下降。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比降低 5.9 个百分点，需求淡季效应显现。

价格层面，美国新当选总统即将上任，政策预期与现实之间的博弈仍将引起市场较大波动；国内 4 季度经济增长较强，经济基本面有所改善，当前进入新的政策预期阶段。产业上看国内下游陆续进入放假状态，不过库存表现仍强于季节性，铜价支撑较强，海外现货边际有所改善，持续性尚待观察。短期关注美国新总统上任后政策预期兑现情况对铜价的影响，如果政策不及预期，则铜价预计继续调整，但伦铜和沪铜将相对美铜抗跌。本周沪铜主力运行区间参考：74500-76500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9000-9250 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 16 日：铝锭去库 0.6 万吨至 43.6 万吨，铝棒累库 1 万吨至 16.85 万吨。

进出口：海关总署数据显示，中国 12 月未锻轧铝及铝材出口 50.6 万吨。抢出口结束铝材出口有所下降，但两月平均仍维持年内正常水平。

需求端：产业在线发布 2025 预测报告：根据报告，2025 年中国家用电器和中国制冷空调产业均将实现小幅增长。其中，家用电器同比增长 2.8%，制冷空调增长 3.6%。乘联会数据显示乘联会数据显示，1 月 1-12 日，乘用车市场零售 53.3 万辆，同比去年 1 月同期下降 21%，较上月同期下降 36%，今年以来累计零售 53.3 万辆，同比下降 21%。新能源乘用车市场零售 20.6 万辆，同比去年 1 月同期增长 8%，较上月同期下降 50%，今年以来累计零售 20.6 万辆，同比增长 8%。

小结：供应端方面电解铝供应维持高位，氧化铝期货现货价格同步走弱，电解铝冶炼成本持续走低，加权成本已低于现货价格，行业整体重回盈利态势。进出口方面，抢出口结束铝材出口有所下降，内外价差走阔后原铝进口预计有所下降，后续需密切关注内外价差走势以及春节后国内下游厂商与海外价格谈判情况。需求端方面，周内铝锭维持去库，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，LME 升贴水持续走高。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：20000 元-20800 元。海外参考运行区间：2550 美元-2720 美元。

锌

价格回顾：上周锌价下探回稳。截至周五沪锌指数收涨 1.90% 至 24204 元/吨，单边交易总持仓 22.79 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 42 至 2908 美元/吨，总持仓 21.96 万手。

高频数据：上期所锌锭期货库存录得 0.13 万吨，根据上海有色数据，国内社会库存录减至 5.88 万吨。SMM0# 锌锭均价 24300 元/吨，上海基差 355 元/吨，天津基差 295 元/吨，广东基差 65 元/吨，沪粤价差 290 元/吨。内盘上海地区基差 355 元/吨，连续合约-连一合约价差-10 元/吨。换月后，月差下滑。LME 锌锭库存录得 20.39 万吨，外盘 cash-3S 合约基差-37.52 美元/吨，3-15 价差-25.25 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.134，锌锭进口盈亏为-622.03 元/吨。外盘强势反弹，进口窗口关闭。

产业数据：本周锌精矿国产 TC2150 元/金属吨，进口 TCO 美元/干吨。精矿港口库存 31.3 万吨，工厂库存天数 24.0 天。本周镀锌结构件开工率录得 44.91%，原料库存 1.2 万吨，成品库存 40.3 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 53.73%，原料库存 0.7 万吨，成品库存 1.6 万吨。本周氧化锌开工率录得 65.61%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.6 万吨。

总体来看：美国 CPI 数据公布后，美联储理事沃勒鸽派表态，认为通胀逐步回落，降息预期抬升，宏观驱动有色金属强势反弹，叠加贵金属与原油的强势表现，文化商品呈现偏强走势。当前锌矿进入累库周期，供应拐点出现，中期震荡向下格局不改。但短线情绪较好，下游镀锌产业高频利润修复，锌价短期呈现偏强震荡格局。

铅

价格回顾：周五沪铅指数收涨 0.19% 至 16682 元/吨，单边交易总持仓 7.34 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 29 至 1977.5 美元/吨，总持仓 14.96 万手。

高频数据：上期所铅锭期货库存录得 3.58 万吨，据钢联数据，国内社会库存录减至 4.39 万吨。SMM1# 铅锭均价 16675 元/吨，再生精铅均价 16675 元/吨，精废价差重回平水，废电动车电池均价 9875 元/吨。内盘原生基差-20 元/吨，连续合约-连一合约价差-30 元/吨。LME 铅锭库存录得 23.68 万吨，外盘 cash-3S 合约基差-27.36 美元/吨，3-15 价差-81 美元/吨。剔汇后盘面沪伦比价录得 1.151，铅锭进口盈亏为-998.29 元/吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 2.2 万吨，工厂库存 34.2 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 58.23%，原生锭厂库 0.2 万吨。再生端，铅废库存 16.6 万吨，再生铅锭周产 4.3 万吨，再生锭厂库 1.5 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 72.27%。

总体来看：美国 CPI 数据公布后，美联储理事沃勒鸽派表态，认为通胀逐步回落，降息预期抬升，宏观驱动有色金属强势反弹，叠加贵金属与原油的强势表现，文化商品呈现偏强走势。铅价当前维持震荡磨底状态，近期节日氛围渐浓，但部分蓄企存在节后增产预期，预计铅价偏强震荡为主。

镍

本周镍价偏强运行，周五沪镍主力合约收盘价 128170 元，周内+2.14%。LME 镍三月 15 时收盘价 15890 美元，周内+2.71%。周初印尼欲限定镍矿石开采配额消息再度引发市场对供应端担忧，宏观层面美国经济数据反复，美元高位小幅回落，市场降息预期有所升温，情绪面持续推高镍价。但从当前的市场来看，春节假期临近，不锈钢厂进入季节性检修期，产量下降，对镍生铁需求减少，前驱体厂也基本已完成 1 月镍盐备库，对硫酸镍询单活跃度较弱。成本端，当前国内贸易商持货成本较高，挺价意愿较强。但下游备库意愿不高，镍矿市场交投氛围一般，印尼内贸红土镍矿 CIF 价格持稳运行。

整体来看，节前下游对镍资源需求明显下滑，精炼镍现货供应偏松，显性库存持续上行，现货资源周内升水也大幅下跌，难以支撑镍价进一步上涨。因此预计本周镍价偏弱震荡运行为主，沪镍主力合约价格运行区间参考 125000-129000 元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 15400-16300 美元/吨。操作方面，特朗普就职在即，美国宏观仍面临较大不确定性，建议落地之前观望为主。

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%。春节临近，江西冶炼厂多数将停产休假，开工率将下降；其他地区冶炼厂春节期间基本维持稳定生产，预计 1 月产量将降低至 1.3 万吨左右。

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。印尼贸易部公布的数据显示，2024 年 12 月印尼精炼锡出口量为 4685.28 吨，较之前一年同期下滑 21.6%。

需求端：产业在线发布 2025 预测报告：根据报告，2025 年中国家用电器和中国制冷空调产业均将实现小幅增长。其中，家用电器同比增长 2.8%，制冷空调增长 3.6%。乘联会数据显示乘联会数据显示，1 月 1-12 日，乘用车市场零售 53.3 万辆，同比去年 1 月同期下降 21%，较上月同期下降 36%，今年以来累计零售 53.3 万辆，同比下降 21%。新能源乘用车市场零售 20.6 万辆，同比去年 1 月同期增长 8%，较上月同期下降 50%，今年以来累计零售 20.6 万辆，同比增长 8%。

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，春节临近江西冶炼厂预计将停产休假，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。国内库存小幅增加，海外库存震荡延续。春节临近，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：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 76623 元，周内+2.34%。MMLC 电池级碳酸锂报价 76500-78500 元，工业级碳酸锂报价 74500-75900 元。LC2505 合约收盘价 80740 元，周内+3.62%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 3240 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 850-910 美元/吨，周内+2.3%。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 14348 吨，较上周减 4.3%。2024 年 12 月国内碳酸锂产量 69665 吨，环比增 8.6%，同比增 58.4%。1 月锂辉石厂家检修增多，供给预计环比减量约 6000 吨。中汽协口径，2024 年国内新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%。新能源新车销量达到了汽车新车销量的 40.9%，较 2023 年提高 9.3 个百分点。欧洲德英法意西瑞挪七国 2024 年总销量同比减 1.9%。1 月国内头部正极材料排产回落，环比减约 7%。1 月 16 日，国内碳酸锂周度库存报 108230 吨，环比上周+426 吨（-0.4%）。截止 1 月 17 日，广期所碳酸锂注册仓单 51348 手，仓单周减 0.6%。

观点：一月供需环比均走弱：岁末冶炼企业检修，国内碳酸锂产量自历史新高后连续四周回落，较最高点降 12%。锂电材料春节前产能利用率稍有降温，但一季度乐观排产对原材料需求形成支撑。下游厂商主动备货意愿较高，以提防去年初现货偏紧局面重现。下游节前备货接近尾声，国内碳酸锂库存小幅去库，窄幅波动已近两月。目前现货尚未出现明显紧张，但市场提前交易节后可能出现的现货偏紧预期。同时，供给实际出清有限，锂价回暖面临弹性供给释放，大幅上涨存在较大的抛压。近期利多因素带动锂价连涨两周，后续关注宏观情绪、产业政策以及高成本锂资源企业生产经营决策调整等驱动引领锂价方向。本周广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 78200-82500 元/吨。

氧化铝

截止 1 月 17 日下午 3 时，氧化铝指数周内下跌 2.04%至 3796 元/吨，持仓减少 1.7 万手至 24.4 万手。本周氧化铝现货大幅下跌，带动近月合约价格持续阴跌，周五空头止盈带动期价减仓反弹。基差方面，山东地区现货价格较主力合约升水 642 元/吨。月差方面，连 1-连 3 月差缩窄至 99 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震荡。

本周部分地区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。以西北与河南市场为例，西北市场于 1 月 16 日以 3975 元/吨到厂价成交 5000 吨，河南市场于 1 月 16 日以 4050 元/吨成交 8000 吨。截止 1 月 17 日，本周澳洲氧化铝 FOB 价格下跌 34 美金/吨至 628 美金/吨，进口盈亏报-949/吨，国内氧化铝价格下跌幅度大于海外。

本周氧化铝社会总库存累库 3.6 万吨至 374.9 万吨，去库转为累库，其中港口库存、电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存分别去库 0.2 万吨、累库 6.3 万吨、累库 1 万吨、去库 3.5 万吨。单体铝厂普遍库存增加，尤其前期长单欠货量较大单体电解铝企业库存增加明显，厂外出现到货排队现象。本周氧化铝上期所仓单累库 2.5 万吨至 4.32 万吨；交割库存累库 2.6 万吨至 4.48 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，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逐步转为累库，随着氧化铝价格以每天百元的价格下跌，氧化铝厂对于远期（2 月及以后装船）的矿石接单非常谨慎，部分氧化铝厂反馈，矿商已经将散货矿报价下调，预计矿价后续将逐步回落。

供应端，本周国内氧化铝产量 166.8 万吨，较上周增加 2.7 万吨，山东部分前期减产产能有所恢复，山西复产产能开始贡献增量。

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，矿价后续将逐步回落；供给端，前期部分检修产能恢复，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：3700-4100 元/吨。

不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，01 月 17 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13600 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 13320 元/吨，环比+1.49%。

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 3.69%。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 1-12 月，商品房销售面积 97385.00 万 m²，同比-12.90%；12 月单月，商品房销售面积为 11267.05 万 m²，同比+0.36%。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 88.97 万吨，环比-1.65%；期货仓单本周库存 10.11 万吨，较上周-2468 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 15.41/58.42/15.14 万吨，其中 300 系库存环比+0.37%；本周不锈钢海漂量 2.75 万吨，环比-54.84%，卸货量 7.41 万吨，环比-32.14%。

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 76 元/镍。

观点：现货端，不锈钢期货走强对现货行情支撑，市场心态有所好转，尤其是对年后的行情有一定乐观预期。青山钢厂 1-2 月份检修减产，300 系热轧到货偏少，节后青山产地这种缺货的情况在短期内难以改变，对热轧市场 2 月行情有所支撑，冷轧市场情况因货源相对较多对行情走势仍存压力。年底阶段，市场基本处于半放假状态，报价越来越少，行情整体都没有太大的动静，商家离场氛围愈加浓厚，重心

主要在催款催货等收尾工作上。

铂族金属

上周前期 NYMEX 铂金期货价格表现弱势，但随着金银价格在美联储货币政策预期的影响下出现回升，NYMEX 铂金主力合约价格在周五录得上涨。上周 NYMEX 铂金价格下跌 2.77% 至 965 美元/盎司，铂金期货持仓量下跌 4.38% 至 71087 手，仍处于近年同期相对高位。钯金主力合约持续震荡，但已逐步形成底部形态，NYMEX 钯金主力合约价格上周小幅下跌 0.21% 至 966 美元/盎司，钯金期货成交和持仓转弱，NYMEX 钯金成交量五日均值下跌 4.41% 至 3726 手，持仓量当期下降 8.49% 至 18894 手。

美联储货币政策预期转松，金银价格的回升驱动铂钯期货多头情绪回暖：美国 12 月核心 CPI 同比值为 3.2%，低于预期和前值的 3.3%。环比值为 0.2%，符合预期，低于前值的 0.3%。同时，美国 12 月零售销售环比值为 0.4%，低于预期的 0.6% 和前值的 0.8%，出现超预期回落。CME 利率观测器定价美联储本年度将进行两次 25 个基点的降息操作，高于前期仅降息一次的定价。受此影响，铂钯期货管理基金净持仓本报告期出现回升，上升 1126 手至 7070 手，达到 2024 年 11 月末以来的高位。同时，矿端数据显示，前十五大矿山 2025 年一季度的铂金产量将达到 30.39 吨，较去年同期的 31.24 吨下降 2.72%。一季度前十五大钯金矿山产量总和为 42.92 吨，较去年一季度同期下降 0.6%，铂钯矿端供给具备趋紧倾向。需求端来看，2024 年全年中国燃料乘用车（柴油、汽油及其他燃料）累计产量较 2023 年上升 5.26%，美国纯电动车渗透率在去年四季度以来维持在 10% 一线，需求占比较大的汽车尾气催化剂需求具备企稳动能。在贵金属总体多头情绪回暖的情况下，铂钯期货具备短期的上涨空间，铂金表现将强于钯金，NYMEX 铂主力合约参考运行区间 929-1029 美元/盎司，NYMEX 钯主力合约参考运行区间 896-1026 美元/盎司。

黑色建材类

钢材

供应端：本周螺纹总产量 193 万吨，环比-3.1%，同比-17.7%，累计产量 598.7 万吨，同比-16.9%。长流程产量 169 万吨，环比-1.8%，同比-17.2%，短流程产量 25 万吨，环比-10.8%，同比-21.1%。供应端：本周热轧板卷产量 320 万吨，较上周环比变化+16.3 万吨，较上年单周同比约+5.4%，累计同比 约+2.1%。本周铁水日均产量为 224.48 万吨，较上周环比下降增加 0.11 万吨。钢厂利润微薄，铁水产量持续弱势。但随着本周价格强势反弹，华东地区螺纹高炉利润维持 140 元/吨附近，电炉由于利润维持在 138 元/吨附近。谷电利润快速上升，高炉利润与前几周基本持平。

需求端：本周螺纹表需 185 万吨，前值 190 万吨，环比-2.6%，同比-14.7%，累计需求 572 万吨，同比-13.5%。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。本周热轧板卷消费 314 万吨，较上周环比变化+12.6 万吨，较上年单周同比约+4.0%，累计同比约+1.0%。热轧卷板消费环比上升，处于过去 5 年均值中间，符合季节性。本周公布的钢材出口情况较上月有明显好转，叠加美国对于商品出口加关税

有放缓意愿，预期未来出口方面可能对板材需求仍有较强支撑。

进出口：钢坯 11 月进口 4.5 万吨。

库存：本周螺纹社会库存 301 万吨，前值 292 万吨，环比+2.8%，同比-34.8%，厂库 125 万吨，前值 126 万吨，环比-0.1%，同比-31.8%。合计库存 426，前值 418，环比+2.0%，同比-33.9%。螺纹钢库存虽小幅增加，但绝对值仍处于五年内最低位。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-170 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-79 元/吨。本周钢厂盈利率环比下降 0.43%，虽现货价格有所回升，但钢厂盈利情况依旧偏弱。

小结：本周成材盘面价格呈现震荡偏强走势，现货价格随盘面价格反弹而走强。基本面方面，本周表需与产量均按照季节性特性回落，由于临近春节，螺纹表需与产量均表现为淡季特征，螺纹本周库存虽环比增加，但是还远低于历史同期，目前根据平衡表推演春节后有望进行快速复产。利润方面，高炉利润微薄，库存量偏低，加之对后期旺季需求仍有一定担忧。因此，虽判断高炉会在春节后进行复产，但复产高度还需观察。总体而言，成材基本面表现中性，原料价格升高带动成材成本支撑力变强。同时在宏观政策真空期，宏观预期对价格指引强度变弱。目前判断，当下走势更多为阶段性价格反弹，终端实际需求尚未见到起色，因此预测未来成材价格难以持续走强。预计成材价格会以区间震荡走势为主。以螺纹钢主力合约为例，参考运行区间为 3200-3400 元/吨。未来还需重点关注原料价格是否会有支撑、两会的影响以及终端需求能否企稳，出口是否会边际好转。

锰硅硅铁

本周，在商品氛围持续偏好背景下，锰硅盘面价格延续上周五强势走势，价格在经历周一继续减仓整理之后，开始连续拔涨且显著增仓放量，一举突破左侧 6550 元/吨附近高点。日线级别来看，价格短期在左侧 6800 元/吨高点附近受阻，再度进入盘整状态。客观上走势依旧偏强，资金推涨情绪未明显减弱，仍无法排除继续上冲可能，建议观察当前 6550 元/吨至 6850 元/吨区间内价格盘整的强弱情况。若价格短期强势整理后继续上冲，则可继续关注上方 7300-7500 元/吨附近高度。若价格盘整中渐弱，且伴随缩量、持仓回落，则关注价格快速回落风险。但注意在资金强势背景下，价格显著走弱前勿轻易摸顶。此外，若手中存在锰硅库存，在 7000 元/吨以上位置或可逐步增加套保比例。

硅铁方面，本周盘面价格延续反弹走势，日线级别，价格向右对下行趋势线临界，整体仍处于 6200-6600 元/吨的箱体区间之内。当前继续以箱体波动看待，观察价格在趋势线附近表现情况以及对于 6600 元/吨压力处反应。

当下，锰硅的博弈矛盾依旧聚焦在锰矿端。虽然当下锰矿整体库存偏低，但仍高于 2020 年之前水平。此外，虽然氧化锰矿库存处于低位，但在假设澳洲锰矿预计 4 月份能够恢复发运的背景下，我们测算氧化锰矿并不会出现明显短缺的情况，虽然货物集中在部分贸易商手中确实能够一定增加价格的话语权。且 2024 年 4 月份行情已经给到市场指引，在锰矿价格持续上涨的背景下，氧化锰矿的使用配比可以通过富锰渣的替代被显著调低。因此，成本端抬升的逻辑我们认为并不顺畅。

当然，我们一直强调顺势而为。当下整体商品氛围转暖且逐步走出多头趋势（强于我们的预期），黑色在一季度经济复苏预期恢复背景之下（四季度经济数据超预期，且中美关系的严峻程度或较市场预期的要弱）近期呈现持续反弹走势。这样的背景下给予到锰硅上冲所需要的多头土壤，且持仓下降后的快速增加表明资金推涨情绪依旧较为强烈，虽然这些都建立在我们认为并不顺畅的锰矿端紧张预期叙事之上。在上涨走势尚未破坏之前，我们认为并不着急凭借基本面的判断去逆势操作。后续我们建议关注美东时间1月19日盘后（即国内1月20日，周一清晨）公布的South32财报公布之际是否对澳洲锰矿何时恢复进行信息更新。若延后发运，或带来价格进一步上行。反之，或出现资金情绪的反转。

硅铁方面，基本面短期仍然未出现明显的矛盾。当前供给维持在同期低位，但偏低幅度有限，在钢铁方面需求季节性走弱背景下，我们看到硅铁显性库存继续小幅累积，但整体仍处于相对中性的水平。即我们认为目前总体供求结构及库存水平处于相对健康的状态，盘面价格估值水平也相对合理或略偏高，短期价格缺乏有效的驱动。

我们关注到生态环境部、发改委等5部委在1月2日联合发布的《产品碳足迹核算标准编制工作指引》（文件重申了“2027年前制定100项和2030年前制定200项产品碳足迹核算标准”，并且促进国内国际标准互认）以及国家市场监督管理总局、生态环境部、国家发展和改革委员会、工业和信息化部在1月7日联合发布的《关于公布产品碳足迹标志认证试点名单的通知》，“双碳”再度回到市场的视野当中，虽然1月7日的文件中暂未提及铁合金。关于“能耗双控”的博弈或再度对价格造成扰动，尤其其在市场氛围由弱转强的背景下。我们提示继续关注供给端是否出现如能控、限产等驱动。

铁矿石

上周，铁矿石主力合约（I2505）价格收至803.5元/吨，较1月13日开盘价变化+43.5元/吨，涨跌幅+5.72%。供给端，最新一期铁矿石发运总量2229.4万吨，环比减少586.2万吨。澳洲巴西铁矿发运总量1736.0万吨，环比减少651.5万吨。澳洲发运量1268.7万吨，环比减少522.2万吨，其中澳洲发往中国的量1101.2万吨，环比减少458.6万吨。巴西发运量467.3万吨，环比减少129.3万吨。中国47港到港总量2177.0万吨，环比减少239.3万吨；中国45港到港总量2059.3万吨，环比减少284.7万吨。日均铁水产量224.48万吨，环比上周增加0.11万吨。库存端，全国47个港口进口铁矿库存为15717.35万吨，环比增1.39万吨。

供给方面，最新一期海外发运量骤降，主要系天气原因导致澳洲部分港口停运所致。巴西发运量季节性下降。近端到港量下滑至同期低位。需求方面，钢联日均铁水产量环比回升至224.48万吨，前期部分高炉检修结束后复产，预计节前铁水有所反弹，农历季节性处于近几年偏高位置。钢材库存依旧偏低，下游的低库存与当前利润为铁水后续复产提供了一定空间。库存方面，节前钢厂提货速度加快，港口疏港量维持高位，钢厂补库逐渐接近尾声，港口库存小幅累库。综合来看，近期商品市场情绪向好，铁矿石价格连续收阳，基差逐步收缩。黑色市场需求淡季的背景下，考虑到当前市场氛围，矿价或震荡偏强运行，关注澳洲发运后续恢复情况以及铁水走势。

工业硅

本周，市场环境转暖，工业硅盘面持续反弹，周度涨幅 315 元/吨或 2.98%，周线结束六连阴。日线级别，价格当前摆脱加速下跌趋势后反弹至短期下跌趋势线附近，向右临界，但大的下跌趋势仍未结束，短期价格或暂时企稳步入震荡整理阶段。暂时关注上方 11000 元/吨及 11300 元/吨附近的压力情况，缺乏趋势性的背景下，单边参与仍缺乏性价比，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，四川地区产量继续创下新低。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

橡胶反弹幅度已经比较大。

技术面看，胶价到了选择方向的点位附近。

橡胶经常 1-2 月见顶。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 泰标混合胶 16350 元。STR20 报 1975 美元。

山东丁二烯 12850 元。江浙丁二烯 12650 元。华北顺丁 14400 元。

操作建议：

技术面看，橡胶胶价到了选择方向的点位附近。

我们中性思路或偏空思路。

我们前期推荐买 20 号胶现货空 RU2505，我们认为 RU 升水回归大半，可能有所反复。

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 16 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 60.06%，较上周走低 2.08 个百分点，较去年同期走高 0.33 个百分点。全钢胎企业出货不佳，库存偏高。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.44%，较上周走低 0.21 个百分点，较去年同期走高 6.00 个百分点。半钢胎企业库存合理。

4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 1 月 12 日，中国天然橡胶社会库存 125.4 万吨，环比减少 0.16 万吨，降幅 0.12%。中国深色胶社会总库存为 71.4 万吨，环比减少 0.2%。中国浅色胶社会总库存为 54 万吨，环比降 0.02%。截至 2025 年 1 月 10 日，青岛地区天然橡胶一般贸易库库存为 30.92 万吨，较上期增加 0.39 万吨，增幅 1.28%。一般贸易库库存为 30.92 万吨，较上期增加 0.39 万吨，增幅 1.28%。小计 37.29 (0.72) 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 主力原油期货收跌 1.74 美元，跌幅 2.16%，报 78.77 美元；布伦特主力原油

期货收跌 1.13 美元，跌幅 1.37%，报 81.36 美元；INE 主力原油期货收跌 3.60 元，跌幅 0.56%，报 644 元。

地缘政治：继美国拜登政府对俄罗斯加重制裁后，美国与加拿大摩擦加剧。据路透社报道，加拿大已经拟定了一份价值 1500 亿加元（1050 亿美元）的美国制造产品的初步清单，如果特朗普决定对加拿大商品征收关税，加拿大将就此进行反制。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 12 月零售销售月率 0.4%，预期 0.6%，前值由 0.70%修正为 0.8%，美国此次零售销售月率为 2024 年 8 月以来新低，远低于市场预期；美国 12 月核心 CPI 同比值为 3.2%，低于预期和前值的 3.3%。美联储理事沃勒表示，12 月份的 CPI 数据“非常好”，如果有更多像这样的数据，“我们可以看到今年上半年降息”。沃勒称，他不认为可以排除 3 月降息的可能性，此次数据后美联储表态偏鸽。

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 13.48 百万桶/日；贝克休斯钻机环比减少 2 台，截止目前 478 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大幅下滑，本周录得 91.7%；中国主营炼厂开工小幅回落，开工率回升至 76.12%，独立炼厂环比下滑至 50.68%；欧洲炼厂开工率如期反弹至 86.51%。整体需求方面美国即将进入季节性淡季，欧洲季节性反弹预计结束，中国主营和独立炼厂仍保持低迷，总体需求偏空。

库存方面：美国原油商业库存环比去库至 412.68 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 201.62 百万桶，总成品油库存环比大幅累库至 202.73 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存维持累库至 52.35 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

高利润下企业开工维持在高位水平，前期海外装置停产消息基本发酵结束，海外装置后续也将逐步回归，因此后续供应边际走高为主。需求端 MTO 利润有所改善但仍在低位，传统需求利润整体也偏低，相对比下甲醇估值显得偏高，后续甲醇利润或仍有下修需求，下游利润有望继续改善。甲醇现实依旧偏强，盘面贴水，大幅下跌空间预计相对有限，单边参与难度较大，关注 pp 与甲醇价差的修复机会，当前安全边际较高。

尿素

气头装置逐步回归，供应依旧在相对高位，各工艺利润同比低位，仍未见大规模减产出现，需求端企业节前吸单，预收好转，后续储备或仍有拿货需求，复合肥开工小幅回升，三聚氰胺利润改善，开工走高。出口端有放松消息传出但随后被证伪，但盘面价格依旧大幅上涨。整体来看，尿素现在绝对价格低位，估值偏低，需求端消息的异动容易导致价格出现大幅波动，企业利润低位也使得现货继续下跌空间有限，而盘面在弱现实表现为大幅升水，因此在盘面大涨后不建议追高，在盘面回调后贴近现货时关注多配机会为主。

聚烯烃

政策端：美国制裁俄罗斯原油出口事件导致原油价格持续上行。

估值：聚烯烃周度跌幅（现货>期货>成本）；聚乙烯现货标品供应回归，05合约基差处历史同期高位回落。

成本端：本周WTI原油上涨6.44%，Brent原油上涨5.68%，煤价下跌-0.91%，甲醇上涨0.82%，乙烯上涨12.62%，丙烯下跌-0.64%，丙烷上涨1.72%。宏观政策端支撑转强，盘面交易逻辑受供需关系影响减弱。

供应端：PE产能利用率83.60%，环比下降-3.31%，同比去年上涨2.36%，较5年同期下降-7.90%。PP产能利用率79.12%，环比上涨0.46%，同比去年上涨4.49%，较5年同期下降-15.23%。根据投产计划观察，一季度聚烯烃供给端压力整体偏高PE303万吨产能、PP196万吨产能待投放。

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36.84%，环比下降-11.53%，同比下降-14.60%。PP下游开工率50.50%，环比下降-5.24%，同比下降-3.61%。季节性淡季，下游开工率低位震荡。

库存：春节将至，库存季节性调整。PE生产企业库存32.52万吨，环比去库-4.49%累库，较去年同期去库-12.63%；PE贸易商库存3.32万吨，较上周去库-8.75%；PP生产企业库存39.85万吨，本周环比去库-3.51%，较去年同期去库-18.95%；PP贸易商库存13.11万吨，较上周去库-4.45%；PP港口库存5.89万吨，较上周去库-3.13%。

小结：美国制裁俄罗斯原油出口事件导致原油价格持续上行，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，根据聚乙烯基差修复节奏，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。盘面高位震荡，淡季近月空间有限。

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。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。近期宏观转暖，盘面反弹，建议逢高套保。

乙二醇

价格表现：EG震荡偏强，05合约单周上涨79元，报4812元。现货端华东价格上涨62元，报4829元。基差走弱6元，截至1月17日为17元。5-9价差上升7元，截至1月17日为-21元。

供应端：本周EG负荷70.6%，环比持平，其中合成气制负荷72.6%，环比上升2.9%；乙烯制负荷69.4%，环比下降1.7%。合成气制装置方面，广汇装置恢复正常，四川正达凯装置开始调试开车；油化工方面，浙石化一条线周内异常，逐渐恢复中。海外方面，沙特jupc2#、Sharq4#停车中，马来西亚石油一套75万吨装置停车，计划下旬重启，科威特53万吨装置检修，两周后重启。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12.1万吨，环比下降7.7万吨，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月进口量预计大幅回升。

需求端：本周聚酯负荷83%，环比下降3.3%，其中长丝负荷83.5%，环比下降4.4%；短纤负荷77.9%，环比下降1.9%；瓶片负荷70.3%，环比下降2.4%。装置方面，共320万吨装置减停产，恒优30万吨长丝开启。目前瓶片库存较高，利润偏低，且后续有装置投产压力，负荷承压下降。涤纶方面，因终端转淡季，预计化纤负荷将回落。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷40%，环比下降34%；织机负荷26%，环比下降35%；涤纱负荷57.8%，环比下降8.2%。纺服零售12月国内零售同比-0.3%，11月出口同比+8.2%。

库存：截至1月13日，港口库存57.7万吨，环比累库5.1万吨；下游工厂库存天数12天，环比上升0.5天。短期看，到港量本周大幅下滑，出港量维持中性水平，本周港口库存预期累库偏缓。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42元至-727元/吨，国内乙烯制利润上升112元至-460元/吨，煤制利润上升350至1159元/吨。成本端乙烯870美元/吨，榆林坑口烟煤末价格600元/吨，成本本周乙烯持平，煤炭成本大幅下滑，目前利润偏高，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：本周大幅上涨，05 合约单周上涨 208 元，报 5250 元。现货端华东价格上涨 205 元，报 5160 元。现货基差上升 8 元，截至 1 月 17 日为-95 元。5-9 价差上升 18 元，截至 1 月 17 日为-18 元。

供应端：PTA 负荷 80%，环比上升 0.1%，装置方面，英力士、嘉兴石化重启，逸盛三套装置计划检修。短期逸盛计划检修装置增加，缓解 PTA 高负荷压力，但淡季之下负荷仍然偏高，且有新装置投产压力。

需求端：本周聚酯负荷 83%，环比下降 3.3%，其中长丝负荷 83.5%，环比下降 4.4%；短纤负荷 77.9%，环比下降 1.9%；瓶片负荷 70.3%，环比下降 2.4%。装置方面，共 320 万吨装置减停产，恒优 30 万吨长丝开启。目前瓶片库存较高，利润偏低，且后续有装置投产压力，负荷承压下降。涤纶方面，因终端转淡季，预计化纤负荷将回落。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷 40%，环比下降 34%；织机负荷 26%，环比下降 35%；涤纱负荷 57.8%，环比下降 8.2%。纺服零售 12 月国内零售同比-0.3%，11 月出口同比+8.2%。

库存：截至 1 月 10 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）295 万吨，周环比累库 10 万吨，在库在港库存为 47.6 万吨，累库 13 万吨，总仓单 113.5 万吨，环比上升 1 万吨，仓单上升趋缓。下游转淡季，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 12 元，截至 1 月 17 日为 279 元/吨；盘面加工费上升 22 元，截至 1 月 17 日为 316 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：本周大幅上涨，05 合约单周上涨 284 元，报 7522 元。现货端 CFR 中国上涨 40 美元，报 898 美元。现货折算基差上升 47 元，截至 1 月 17 日为-81 元。5-9 价差上升 34 元，截至 1 月 17 日为-42 元。

供应端：本周中国负荷 87.1%，环比上升 6%；亚洲负荷 78.1%，环比上升 3.3%。国内装置方面，镇海炼化负荷下降，福建联合石化负荷恢复，广东石化提前重启，海外 GS40 万吨装置检修推迟至 2 月，乐天 50 万吨装置停车，1 月下旬重启。进口方面，1 月上旬韩国 PX 出口中国 5 万吨，环比下降 3.1 万吨。整体上，近期检修装置恢复负荷，短期内将维持高负荷运行。

需求端：PTA 负荷 80%，环比上升 0.1%，装置方面，英力士、嘉兴石化重启，逸盛三套装置计划检修。短期逸盛计划检修装置增加，缓解 PTA 高负荷压力，但淡季之下负荷仍然偏高，且有新装置投产压力。

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，预期一季度小幅去库。

估值成本端：本周 PXN 上升 30 美元，截至 1 月 16 日为 216 美元，周内大幅上升；石脑油裂差下降 7 美元，截至 1 月 16 日为 89 美元，原油端大幅反弹。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：屠宰再度放量，内销加快，体重继续回落，标肥差偏高，但南北方走势分化，南方偏弱，北方受需求支撑略强；具体看，河南均价周涨 0.3 元至 15.82 元/公斤，周内最高 16.06 元/公斤，四川均价周落 0.2 元至 15.76 元/公斤，周内最高 15.86 元/公斤，广东均价周涨 0.4 元至 15.82 元/公斤；本月出栏进度偏慢、散户年前出猪进一步增加供应，年前备货进入高峰，预计下周猪价先涨后落，但整体均价下行，节后休市后有再度回落可能。

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。

鸡蛋

现货端：上周国内蛋价稳中略强，周后期大幅下行，受春节需求提振，内销有所加快，下游入市采购积极，但供应稳增，供应充足限制涨幅，周内老鸡出栏维持偏高，鸡龄小幅下行；具体看，黑山大码报价周落 0.2 元至 3.8 元/斤，辛集周落 0.4 元至 4.02 元/斤，周内最高 4.04 元/斤，销区回龙观周涨 0.14 元至 4.63 元/斤，东莞周落 0.02 元至 4.26 元/斤；供应正常，临近节日外销转弱，下周蛋价或先稳后跌。

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 544 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：本周美豆因 USDA 月报下调美豆单产小幅上涨，期间因阿根廷降雨恢复及贸易战不利于销售预期打压，整体震荡，但受到玉米等上涨溢出效应带动，美豆总体收涨。24/25 年度美豆产量环比下调近 260 万吨，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。天气上来看，因近两周干旱高温，阿根廷大豆优良率下滑到 32%，前一周为 49%，去年同期为 40%，此外截至本周末长势不佳的比例为 21%，前一周为 8%，去年同期为 9%，干旱已经对阿根廷大豆产生了影响。本周六 GFS 及 ECMWF 一致预期 18 号以后降雨恢复，GFS 预测的降雨量偏少，EC 预测的降雨量较多，关注哪种模型兑现，无论叠加哪种模型，一月阿根廷的降雨量都处于历史偏少水平。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恢复以及美豆基本面边际转好、全球大豆仍宽松的的情况，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 2658-2682 元/吨。周末国内豆粕现货涨 30 左右，广东报 3030 元/吨。上周豆粕提货环比增加，成交减少，预计表观消费较好，开机率也较高，饲料企业库存天数大增，市场正处于备货阶段。截至 1 月 14 日 12 月大豆买船 463 万吨，1 月买船 337 万吨，2 月买 812 万吨，3 月买船 1019 万吨，4 月 726 万吨，1 月大豆供应充足，2、3 月大豆库存可能下滑，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：上周油脂总体回落，棕榈油偏低的供应与销区较慢的采购节奏共存，但美国生物柴油端的利空逐渐释放，美国能源部公布的 45ZCF-GREET 模型及 USDA 公布的原料碳强度计算器均需要经过较长时间的时间测试，即使有了各项碳强度加分政策，预计 45Z 税收抵免程度都不及 40A/B 的抵免金额。此外，目前的草稿性文件都是在等待特朗普政府进行最终确定，市场倾向于生物柴油总量会被削减，利空菜油、豆油消费，但 SAF 的需求或大幅增长，可能会抵消美国生物柴油豆油消费减量。在不确定性面前，预期最差的菜油率先走弱。同时，棕榈油虽供应端仍处于季节性减产阶段，产地库存偏低，但印度持续购买较少的棕榈油，转而购买豆油、菜油，棕榈油出口数据偏差。但印度进口植物油表观消费仍较好，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，但一季度仍有反弹潜力。

国际油脂：欧洲棕榈油本周低位大幅反弹，欧洲菜油震荡，印度葵油价格本周震荡趋势。政策面，周末印尼与欧盟在 WTO 的裁决利于印尼棕榈油向欧洲出口；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 32 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：上周原糖价格大幅下跌，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 18.21 美分/磅，较前一周下跌 1 美分/磅，或 5.21%。消息方面，2024/25 榨季截至 1 月 15 日，泰国累计甘蔗入榨量为 3252.97 万吨，较去年同期的 2982.34 万吨增加 270.63 万吨，增幅 8.32%；甘蔗含糖分 11.83%，较去年同期的 11.45% 增加 0.38%；产糖率为 9.708%，较去年同期的 9.28% 增加 0.428%；产糖量为 315.81 万吨，较去年同期的 276.75 万吨增加 39.06 万吨，增幅 14.11%。2024/25 榨季截至 12 月下半月，巴西中南部地区累计入榨量为 61360.2 万吨，较去年同期的 64420.4 万吨减少 3060.2 万吨，同比降幅达 4.75%；甘蔗 ATR 为 141.28kg/吨，较去年同期的 139.6kg/吨增加 1.68kg/吨；累计制糖比为 48.16%，较去年同期的 49.09% 减少 0.93%；累计产乙醇 324.2 亿升，较去年同期的 314.54 亿升增加 9.66 亿升，同比增幅达 3.07%；累计产糖量为 3978 万吨，较去年同期的 4206 万吨减少 228 万吨，同比降幅达 5.42%。

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5809元/吨，较之前一周下跌82元/吨，或1.39%。消息方面，泛糖科技1月16日讯，南宁地区1家糖厂预计于1月25日开启春节假期停机，同时该糖厂也可能是广西2024/25榨季最早收榨糖厂，其去年收榨时间为2月4日。据悉，因提前开榨和持续性干旱导致广西2024/25榨季糖厂收榨时间较预期均有所提前，预计各产区糖厂的集中收榨时间为2月中下旬至3月上旬。据天气预报信息，春节前开始，广西将迎来持续阴雨天气，降雨将对榨季后期的甘蔗砍收及下榨季新植蔗种植、宿根蔗出苗产生积极影响。

观点及策略：此前郑糖受广西干旱，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，并且随着短线原糖走弱，国内糖价将跟随下跌，维持逢高做空思路。

棉花

国际市场回顾：上周美棉价格震荡，截至周五美棉花期货3月合约收盘价报67.57美分/磅，较之前一周上涨0.6美分/磅，或0.9%。消息方面，美国农业部（USDA）周四公布的出口销售报告显示，截至1月9日当周，美国棉花出口装船22.48万包，为市场年度高位，较之前一周增加17%，较前四周均值增加56%。其中，对中国大陆出口装船2.5万包。当周美国2024/2025市场年度棉花出口销售净增31.62万包，较之前一周大幅增加，较前四周均值增加71%。其中，对中国大陆出口销售净增1.87万吨。当周，美国2025/2026年度棉花出口销售净增0.13万包。

国内市场回顾：上周郑棉价格小幅反弹，截至周五郑棉5月合约收盘价报13660元/吨，较之前一周上涨120元/吨，或0.89%。消息方面，截止2025年1月12日，全国皮棉累计加工量634.3万吨，同比增长18.6%。其中，新疆地区皮棉累计加工总量624.1万吨，同比增长19.3%；自治区皮棉加工量440.8万吨，同比增长26.7%；兵团皮棉加工量183.3万吨，同比增长4.7%。内地累计加工量为10.2万吨，同比下降12.6%。

观点及策略：上周美棉出口销售环比大幅增加，但同比仍略减。1月USDA报告公布美棉库消比上调至37%，但按照美棉的出口量按1月报告的预估还是偏乐观，未来美棉库消比仍有上调的空间，利空尚未完全释放。国内方面短线受原油上涨带动，整体商品价格偏强运行，但从中期来看，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	