

宏观金融类

股指

上周沪指+0.33%，创指+2.64%，科创 50+0.92%，北证 50-3.89%，上证 50-0.13%，沪深 300+0.54%，中证 500+1.12%，中证 1000+1.65%。

宏观消息面：

- 1、特朗普称“宁愿不对中国征收关税”。
- 2、商务部等 8 部门：稳定和扩大汽车消费，促进二手车高效流通。
- 3、美国 1 月服务业 PMI 初值创 4 月份以来新低，就业指标创 2022 年 7 月以来新高，价格指标创 9 月以来新高。
- 4、监管层鼓励中长期资金入市，明确部分资金入市要求。

资金面：融资余额减少，ETF 申购量增加，股东净减持较少，主动型基金发行量增加，DR007 处于高位。

市盈率：沪深 300:12.43，中证 500:27.44，中证 1000:36.44，上证 50:10.66。

市净率：沪深 300:1.33，中证 500:1.79，中证 1000:2.02，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.46%，中证 500:1.86%，中证 1000:1.53%，上证 50:4.35%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.19%/+0.29%/-0.26%/-1.35%；IC 当月/下月/当季/隔季：+0.06%/-0.20%/-1.93%/-3.43%；IM 当月/下月/当季/隔季：+0.12%/-0.31%/-2.40%/-4.33%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.24%/+0.46%/+0.42%/-1.14%。

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，欧元区经济数据相对较弱。

1. 习近平：2025 年要实施更加积极有为的宏观政策 推动高水平科技自立自强；
2. 李强：要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策 培育更多经济新增长点；
3. 中央金融办等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》；
4. 每年新增保费的 30%投资 A 股 机构测算：将带来 3700 亿至 8300 亿增量资金；

5. 央行等五部门：在有条件的自由贸易试验区 便利外国投资者投资相关的转移汇入汇出；
6. 工信部：将启动实施新一轮十大重点行业稳增长工作方案 大力推进大规模设备更新和消费品以旧换新；
7. 美方提出要评估中美第一阶段贸易协议执行情况 商务部回应：中国商务部与美方相关主管部门一直保持沟通；
8. 中共中央、国务院：加快农村公路骨干路网提档升级和基础网络延伸连通；
9. 央行公告,为保持银行体系流动性充裕,2025年1月24日,人民银行开展2000亿元中期借贷便利(MLF)操作,期限1年,最高投标利率2.20%,最低投标利率1.80%,中标利率2.00%。操作后,中期借贷便利余额为42940亿元,当月净投放7950亿。
10. 日本央行当地时间24日在货币政策会议上作出决定,将日本的货币政策利率从0.25%左右提升至0.5%左右。该利率也因此达到自2008年10月以来,时隔约17年,日本货币政策利率的最高水平；
11. 欧元区1月制造业PMI初值为46.1,预期45.3;1月服务业PMI初值为51.4,预期51.5;
12. 特朗普表示：将要求OPEC降低油价,降低利率,美国参众两院将通过减税措施；
13. 加拿大12月CPI同比增长1.8%,预期增长1.9%;12月CPI环比下降0.4%,预期下降

流动性：上周央行逆回购投放24515亿,到期14848亿,净投放8157亿,DR007利率收于2.11%,流动性处于持续偏紧状态。

利率：1、上周10Y国债收益率收于1.67%,周环比反弹1.18BP;30Y国债收益率收于1.89%,周环比回落1.25BP;2、上周10Y美债收益率4.63%,周环比反弹2.0BP。

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：特朗普的各项政策对海外宏观环境带来较大不确定性,上周贵金属品类中黄金价格表现强势,显著强于白银。截至周五日盘收盘,沪金涨1.28%,报648.90元/克,沪银跌0.70%,报7778.00元/千克;COMEX金涨1.45%,报2762.10美元/盎司,COMEX银跌2.39%,报30.85美元/盎司;10年期美债收益率报4.61%;美元指数跌0.73%,报108.15;

特朗普直接表态将干预美联储货币政策,1月美联储议息会议表态十分关键：特朗普明确表明他将直接影响美联储后续的货币政策,北京时间1月30日凌晨召开的议息会议将成为美联储政策表态的关键。特朗普表示将在合适的时间与美联储主席进行交谈,并认为他本人较利率决议的主要负责人员更了解利率政策。特朗普同时认为美联储官员将会听从他的指示,他呼吁美联储在油价下跌的背景下,立即进行降息。美联储以往在形式意义上具备较强独立性,2024年特朗普当选后的11月议息会议中,鲍威尔被多次问及是否会受到特朗普政策表态的影响,对此他均作出了强硬的回应。需重点关注月末议息会议中鲍威尔的表态以及会议后各联储官员的表态,美联储理事沃勒本轮在“噤声期”结束前进行鸽

派发言，联储票委内部意见存在分化。美国经济数据转弱、政策不确定性上升共同驱动金银比价上涨：劳动力市场数据方面，美国至 1 月 18 日当周初请失业金人数为 22.3 万人，高于预期的 22 万人以及前值的 21.7 万人，初请失业金人数连续两周高于市场预期，美国 1 月密歇根大学消费者信心指数终值为 71.1，低于预期和前值的 73.2。特朗普于当地时间 1 月 20 日宣誓就任美国总统，其就任后密集签署多项行政命令，并针对后续施政方针发表言论，极大地增加了全球金融市场的不确定性。在以上因素的影响下，具备更强避险属性的黄金价格表现明显强于白银，外盘金银比价由 1 月 16 日收盘的 88.14 上升至 1 月 25 日的 90.33。

贵金属成交和持仓情况：CFTC 黄金管理基金净多头持仓规模明显上升，表现强于白银。截至最新数据，COMEX 黄金管理基金净多头持仓增加 20247 手至 21.59 万手，COMEX 银管理基金净多持仓小幅下降 122 手至 29221 手。金银 ETF 持仓相对偏弱，SPDR 黄金 ETF 持仓量下降 8.33 吨至 864 吨，SLV 白银 ETF 持仓量下降 232 吨至 14226 吨。

行情展望：货币政策预期将是未来一段时间内贵金属价格变动的主要矛盾，在特朗普表明将干预美联储货币政策的情况下，联储主席鲍威尔的表态将会为市场带来预期差，若鲍威尔如 11 月议息会议般表态强硬，对后续利率政策态度偏鹰，则金银短期将面临较大的价格回落风险。若鲍威尔态度偏鸽，作出关于后续进一步进行宽松的表态，则黄金价格将在中期持续上升，且价格表现强于白银。货币政策的不确定性为在高位的国际金价带来回落风险，当前策略上建议等待联储议息会议进行方向性选择，沪金主力合约参考运行区间 639-655 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7460-7996 元/千克。

铂族金属

上周 NYMEX 铂金主力合约价格上涨 0.62% 至 971 美元/盎司，成交量五日均值回落 11.2% 至 23345 手，持仓量小幅下跌至 70424 手。NYMEX 钯金主力合约价格上涨 4.4% 至 1008.5 美元/盎司，成交量，成交量五日均值上升 52% 至 5464 手，持仓量回落至 16426 手。上海金交所铂金价格上升 0.61% 至 230 元/克，节前成交量出现收缩，成交量五日均值下跌 68.7% 至 39.6 千克。美国新任总统特朗普签署关于新能源车的行政命令，对石化能源价格作出政策表态：当地时间 1 月 20 日，特朗普撤销了前总统拜登的一项行政命令，该行政命令目标确保到 2030 年，美国销售的新车中半数为电动汽车。特朗普命令停止余下针对汽车充电站建设的未分配资金，并表示正在考虑取消电动车的税收减免。能源价格方面，特朗普表明美国具备丰富的石油和天然气资源，本届政府将充分利用这些资源以降低其价格，他同时表明将要求 OPEC 降低石油价格，WTI 原油主力合约价格在 1 月 17 日至 25 日下跌 4.25% 至 74.6 美元/桶。能源价格的走低有利于北美传统燃油车市场占有率的企稳，2024 年全年数据显示，北美洲铂金汽车尾气净化用催化剂需求量在全球需求中占比为 16.3%，为 15.22 吨；钯金占比量为 23.52%，同铂金相比需求占比更高，北美需求量达到 54.32 吨。受此影响，钯金价格表现强于铂金，钯金管理基金净持仓表现边际强于铂金。美联储货币政策与美国经济形势在特朗普政策的影响下存在较大不确定性，贵金属板块价格表现总体强势，同时美国针对新能源汽车以及石化能源的政策有利于北美燃油汽车的销售，利好铂钯价格，当前策略上建议维持多头思路，NYMEX 铂金主力合约参考运行区间 938-1012 美元/盎司，NYMEX 钯金主力合约参考运行区间 963-1091 美元/盎司。

有色金属类

铜

上周美元指数明显回落、离岸人民币大幅升值，内外盘铜价分化，伦铜收涨 0.95%至 9269 美元/吨，沪铜主力合约收至 75410 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比增加 0.9 万吨，其中上期所库存增加 0.9 至 9.8 万吨，LME 库存减少 0.2 至 25.8 万吨，COMEX 库存增加 0.2 至 8.9 万吨。上海保税区库存微降。当周铜现货进口亏损扩大，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 119.8 美元/吨，国内市场进入假期状态，成交清淡，周五上海地区现货对期货转为贴水 60 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差缩小至 2640 元/吨，废铜替代优势降低，再生铜制杆企业放假时间较早造成开工率明显下滑。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比降低 15.3 个百分点，需求淡季效应显现。

价格层面，美国总统就职后政策有待落地，其控通胀的政策导向预计仍将给大宗市场带来压力，同时美联储议息会议表态也将影响市场情绪。产业上看节前中国库存累积幅度偏小，表现好于季节性，海外现货随着盘面反弹有所走弱，而供应端扰动具有不确定性。总体来看，尽管海外通胀预期承压可能给铜价带来压力，但基本面给予的支撑较强，铜价回调幅度或不深。本周沪铜主力运行区间参考：74500-76000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9000-9500 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 20 日：铝锭累库 1.6 万吨至 45.2 万吨，铝棒累库 2.7 万吨至 19.55 万吨。

进出口：据中国海关总署，2024 年 12 月中国进口铝土矿 1497.6 万吨，环比增加 21.9%，同比增加 26.2%。2024 年 1-12 月，中国累计进口铝土矿 15876.7 万吨，同比增加 12.3%。2024 年 12 月，中国原铝净进口量约为 14.9 万吨，环比增加 12.7%，同比减少 7.3%。2024 年 1-12 月，中国原铝累计进口总量约为 213.6 万吨，同比增长 38.5%；累计出口总量约为 12.1 万吨，同比减少 19.4%。

需求端：2024 年全年家用空调总产销均超 2 亿台，其中总产量 20157.9 万台，同比增长 19.5%；总销售 20085.3 万台，同比增长 17.8%。全国冰箱累计产量为 11736.5 万台，同比增长 8.8%。全国洗衣机累计产量为 11736.5 万台，同比增长 8.8%。乘联会数据显示，1 月 1-19 日，乘用车市场零售 105.0 万辆，同比去年 1 月同期下降 5%，较上月同期下降 27%，今年以来累计零售 105.0 万辆，同比下降 5%。乘用车新能源市场零售 42.3 万辆，同比去年 1 月同期增长 26%，较上月同期下降 39%，今年以来累计零售 42.3 万辆，同比增长 26%。

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，12月原铝进口数据维持高位，后续需密切关注一月价差走阔后原铝进口情况。需求端方面，周内铝锭转为累库态势，春节临近下游消费进入淡季。海外LME库存去化持续，LME升贴水持续走高。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：19600元-20800元。海外参考运行区间：2500美元-2750美元。

锌

价格回顾：上周锌价持续下行，周五沪锌指数收涨0.71%至23867元/吨，单边交易总持仓18.03万手。截至周五下午15:00，伦锌3S较前日同期涨17至2879美元/吨，总持仓21.72万手。

高频数据：内盘上海地区基差平水，连续合约-连一合约价差-30元/吨。外盘cash-3S合约基差-44.87美元/吨，3-15价差-49.26美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.145，锌锭进口盈亏为-724.9元/吨。SMM0#锌锭均价23730元/吨，上海、天津基差平水，广东基差40元/吨，沪粤价差-40元/吨。上期所锌锭期货库存录得0.06万吨，LME锌锭库存录得19.11万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录得增至6.26万吨。

产业数据：本周锌精矿国产TC2350元/金属吨，进口TC10美元/干吨。精矿港口库存26.6万吨，工厂库存天数25.0天。本周镀锌结构件开工率录得12.31%，原料库存1.3万吨，成品库存42.1万吨。本周压铸锌合金开工率录得19.95%，原料库存0.6万吨，成品库存1.6万吨。本周氧化锌开工率录得28.80%，原料库存0.2万吨，成品库存0.5万吨。

总体来看：美国CPI数据引发的商品反弹短线结束，临近春节，商品波动率边际下行，工业品弱势震荡为主。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。短期社会库存进入季节性累库阶段，后续下行风险加大。

铅

价格回顾：上周铅价低位震荡，周五沪铅指数收涨0.17%至16732元/吨，单边交易总持仓6.74万手。截至周五下午15:00，伦铅3S较前日同期涨2.5至1960.5美元/吨，总持仓14.5万手。

高频数据：内盘原生基差-80元/吨，连续合约-连一合约价差25元/吨。外盘cash-3S合约基差-39.28美元/吨，3-15价差-87.18美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.178，铅锭进口盈亏为-458.13元/吨。SMM1#铅锭均价16650元/吨，再生精铅均价16600元/吨，精废价差50元/吨，废电动车电池均价9875元/吨。上期所铅锭期货库存录得3.01万吨，LME铅锭库存录得22.75万吨。据钢联数据，国内社会库存录得减至4.08万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存3.0万吨，工厂库存34.1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55.65%，原生锭厂库0.4万吨。再生端，铅废库存15.8万吨，再生铅锭周产4.0万吨，再生锭厂库2.1万吨。需求端，铅蓄电池开工率52.62%。

总体来看：美国CPI数据引发的商品反弹短线结束，临近春节，商品波动率边际下行，工业品弱势震荡为主。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

本周镍价偏弱运行，1月25日沪镍主力合约收盘价123470元/吨，较前日上涨0.05%，LME主力合约收盘价15580美元/吨，较前日下跌0.38%。现货方面，当前市场整体待假情绪逐渐浓厚，精炼镍现货成交逐渐转冷。宏观不确定性较多现状下，贸易商多不愿节前做库存，节前最后一周有货商家以清库存为主，无货商家多于市场少量收购仓单出售。精炼镍现货成交仍以较低升贴水电镍资源为主，各品牌精炼镍现货升贴水多持稳，部分品牌因低价走货者离场现货升贴水稍有上涨，金川电解及其余升水较高品牌现货资源成交偏冷，现货升水有所回落。镍市场基本面需求回落主导叠加矿端消息面支撑走弱，价格表现弱势，但能否突破区间尚缺乏明显驱动。预计短期镍价偏弱震荡运行为主，沪镍主力合约价格运行区间参考122000-125000元/吨，伦镍3M合约运行区间参考15000-16000美元/吨。

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12月我国共进口锡精矿实物量8040吨，折金属量3706.1吨，环比下滑27.4%，同比上涨8.5%。2024全年，我国累计进口锡精矿实物量15.9万吨，折金属量5.2万吨，同比下滑4.5%。2024年全年，我国共进口精锡2.2万吨，同比下滑35.4%；累计出口精锡1.7万吨，同比增长42.4%；累计净进口量4395吨。

需求端：2024全年家用空调总产销均超2亿台，其中总产量20157.9万台，同比增长19.5%；总销售20085.3万台，同比增长17.8%。全国冰箱累计产量为11736.5万台，同比增长8.8%。全国洗衣机累计产量为11736.5万台，同比增长8.8%。乘联会数据显示，1月1-19日，乘用车市场零售105.0万辆，同比去年1月同期下降5%，较上月同期下降27%，今年以来累计零售105.0万辆，同比下降5%。乘用车新能源车市场零售42.3万辆，同比去年1月同期增长26%，较上月同期下降39%，今年以来累计零售42.3万辆，同比增长26%。

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，春节临近，下游需求走弱。国内库存小幅增加，海外库存震荡延续。春节临近，盘面价格主要受到预期影响，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：230000元-258000元。海外伦锡参考运行区间：29000美元-31500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76561元，周内-0.08%。MMLC电池级碳酸锂报价76500-78300元，工业级碳酸锂报价74500-75900元。LC2505合约收盘价79580元，周内跌-1.44%，主力合约收盘价升水MMLC电碳平均报价2180元。SMM澳大利亚进口SC6锂精矿CIF报价860-910美元/吨，周内+0.57%。

基本面：SMM国内碳酸锂周产量14157吨，较上周减1.3%。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%。美国 2024 年新能源汽车销量同比增 11%。特朗普政府将取消电动汽车补贴，美国市场 2025 年预期则偏悲观，第三方测算电动汽车销量可能同比下降 27%。1 月 23 日，国内碳酸锂周度库存报 108508 吨，环比上周+278 吨（+0.3%）。截止 1 月 24 日，广期所碳酸锂注册仓单 47641 手，本周仓单减 7.2%。

观点：下游备货已完成，缺少产业驱动，短多资金周二获利了结。节后乐观预期支撑锂价企稳调整。供给端，临近假期，碳酸锂产量连续下调，较前期高值回落超 13%。需求端强排产无法证伪，市场担忧假期结束供需侧复工可能出现时间错配，造成现货阶段性偏紧。目前上下游长协谈判进度缓慢，短期锂盐厂在定价中更为主动。原料价格进入近年低位，下游提前备货意愿将释放，对底部形成支撑，碳酸锂进一步下探的空间十分有限。着重关注近期海外锂矿企业季报期涉及的生产经营决策调整。交易所周五调保，节前多空资金偏谨慎，预计最后一个交易日盘面震荡。本周广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 77000-82500 元/吨。

氧化铝

截止 1 月 10 日下午 3 时，氧化铝指数本周下跌 5.64%至 3582 元/吨，持仓减少 3.8 万手至 20.6 万手。现货价格维持弱势，氧化铝期价短期反弹无力，延续下跌趋势。基差方面，山东地区现货价格较主力合约升水缩小至 226 元/吨。月差方面，连 1-连 3 月差缩窄至 60 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。

本周部分地区氧化铝现货价格延续加速下行趋势，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别下跌 725 元/吨、610 元/吨、520 元/吨、650 元/吨、510 元/吨、500 元/吨。随着氧化铝企业执行长单效率提高和产能的逐步恢复，氧化铝现货流通货源增加，现货价格继续承压下行。

进出口方面，截止 1 月 24 日，本周澳洲氧化铝 FOB 价格下跌 62 美金/吨至 566 美金/吨，进口盈亏报-1056 元/吨。

本周氧化铝社会总库存累库 2.7 万吨至 377.6 万吨，全社会氧化铝库存保持增加态势。受益于铁路发运保障程度高和企业整体销售决策影响，单体和部分大型集团下属电解铝企业库存仍在增长。个别中小型氧化铝企业料仓库存增加并因空间受限形成少量袋装库存，氧化铝企业端整体库存小幅增加。港口库存因外贸进出口和内贸转口的市场条件均弱于前期，整体水平下降。本周氧化铝上期所仓单合计去库 0.72 万吨至 3.6 万吨；交割库库存去库 1.02 万吨至 3.45 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 月前三四周均发运量 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）的矿石接盘非常谨慎，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 169.3 万吨，较上周增加 2.5 万吨，增量主要由山东和山西两地贡献。

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，国产矿仍未见规模复产，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，山东和广西地区新增产能投产进度顺利，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，成本需观察矿价和液碱价格波动，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：3450-3850 元/吨。

不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，01 月 24 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13700 元/吨，环比+0.74%；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 13040 元/吨，环比-2.10%。

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 97385.01 万 m²，同比-12.90%；12 月单月，商品房销售面积为 11267.06 万 m²，同比+0.36%。12 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 4.9/10.3/12.9/27.9%；12 月燃料加工业累计同比+14.8%。

库存：本周不锈钢社会总库存为 93.19 万吨，环比+4.73%；期货仓单本周库存 9.85 万吨，较上周-2616 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 15.83/60.88/16.48 万吨，其中 300 系库存环比+4.21%；本周不锈钢海漂量 1.56 万吨，环比-43.40%，卸货量 7.71 万吨，环比+4.02%。

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 75 元/镍。

观点：节前现货市场心态有所好转，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，行情走势仍存压力。年底阶段，场内主流资源报价偏稳为主，无太多变化，离场商家继续增多，在岗也大多处理现有急单，忙于收尾离场，现有量价行情实际参考意义不大，后市关注社库去化速度以及钢厂后续的排产和原料价格。

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-17.5%，累计产量 792.0 万吨，同比-16.4%。长流程产量 169 万吨，环比-1.8%，同比-15.6%，短流程产量 25 万吨，环比-10.8%，同比-28.4%。本周热轧板卷产量 323 万吨，较上周环比变化+2.5 万吨，较上年单周同比约+9.0%，累计同比约+2.6%。本周铁水日均产量为 225.45 万吨，较上周环比增加 0.97 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 176 元/吨附近，电炉利润维持在 186 元/吨附近，现货即期利润水平小幅偏高。本周铁水日均产量为 225.45 万吨，较上周环比增加 0.97 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 176 元/吨附近，电炉利润维持在 186 元/吨附近，现货即期利润水平小幅偏高。

需求端：本周螺纹表需 193 万吨，前值 185 万吨，环比+4.3%，同比+4.3%，累计需求 765 万吨，同比

-9.6%。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 303 万吨，较上周环比变化-11.1 万吨，较上年单周同比约+6.8%，累计同比约+0.4%。临近春节，热轧板卷消费下降，处于过去 5 年均值中间，符合季节性。

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 301 万吨，环比+2.8%，同比-36.1%，厂库 125 万吨，前值 125 万吨，环比-0.1%，同比-29.9%。合计库存 426，前值 426，环比+0%，同比-34.4%。螺纹钢库存虽小幅增加，但绝对值仍处于五年内最低位。本周板材库存小幅增加，从短周期对值来看目前板材库存仍处于相对健康位置，但如果后续需求难以快速恢复可能会出现累库风险，因此节后还需重点关注板材需求恢复情况。

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 1.3%，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窄幅震荡走势。基本面方面，螺纹本周螺纹产量持续下降，本周降幅高于历史同期，表需延续季节新特征回落，库存虽有所增加但绝对值同比过去五年依旧处于最低点。本周热卷回落，产量持续上升，库存持续累积。与过去五年库存相比，处于中性水准，短期不会出现累库现象。但还需关注节后需求是否能承接热卷产量，需注意累库风险。宏观方面，国新办发布会提到，关于中长期资金入市，2025 年起每年新增保费的 30%用于投资 A 股。从长周期角度来看，政策端对市场带来一定资金的流入，有利于长期发展。总体而言，成材基本面整体呈现表现中性，盘面价格呈现宽幅震荡走势。目前判断，上方空间有限，终端实际需求尚未见到起色，可能延续区间震荡弱势走势。还需重点关注春节后成材实际需求复苏情况，春节后盘面将逐步回归基本面与两会预期之间的博弈。以螺纹钢主力合约为例，参考运行区间为 3200-3450 元/吨。未来还需重点关注节后热卷库存是否会累积、原料价格是否有支撑、两会的影响以及终端需求能否企稳等。

锰硅硅铁

本周，锰硅盘面价格在经历 6 个交易日盘整后逐步走强，于本周最后一个交易日向上创下阶段性新高，选择继续向上突破，同时伴随成交的继续放量以及持仓的再度显著增加。前期，我们提到“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”，就目前情况来看，在黑色情绪延续转暖之下，盘面（资金）似乎已经做出了选择。价格延续上涨，转而关注上方 7300-7500 元/吨附近压力情况。

硅铁方面，本周，硅铁盘面价格在下行趋势线压力处受阻，震荡下行，几乎回吐上周涨幅。日线级别，价格整体仍处于 6200-6600 元/吨的箱体区间之内。当前继续以箱体波动看待。

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。此外，锰硅自身的基本面依旧疲弱，过剩格局未发生任何改变。同时，盘面对于现货的高升水将提供给过剩背景下现货极佳的套保空间，仓单正在快速累积且仍具备向上的空间，这也将对盘面价格形成压力。即站在基本面角度，本轮价格上方的空间认为是有限的，当下或已十分接近该水平。

当然，站在交易角度，我们一直强调顺势而为，在上涨走势尚未明显破坏之前，我们认为并不着急凭借

基本面的判断去进行逆势/摸顶操作。当下整体商品氛围有所转暖，且黑色板块在一季度经济复苏预期出现恢复的背景下呈现持续反弹走势。这仍将给予到锰硅一定上冲的多头氛围及空间，且当下锰硅盘面持仓仍在增加，表明资金推涨情绪仍存（本轮行情认为主要驱动在于资金端），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。

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806.5元/吨，较1月20日开盘价变化+3.5元/吨，涨跌幅+0.44%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量2283.6万吨，环比增加54.2万吨。澳洲巴西铁矿发运总量1868.7万吨，环比增加132.7万吨。澳洲发运量1234.6万吨，环比减少34.1万吨，其中澳洲发往中国的量968.1万吨，环比减少133.1万吨。巴西发运量634.2万吨，环比增加166.9万吨。中国47港到港总量2711.3万吨，环比增加534.2万吨；中国45港到港总量2684.8万吨，环比增加625.5万吨。日均铁水产量225.45万吨，环比增加0.97万吨。库存端，全国47个港口进口铁矿库存为15599.61万吨，环比降117.74万吨。

供给方面，最新一期海外发运量同期低位，澳洲发运延续环降，力拓发布声明称热带气旋肖恩带来的创纪录降雨导致其第一季度铁矿石发运或受影响，但年度发运目标不变，铁矿石近强远弱特征或进一步显现，关注后续情况。需求方面，钢联日均铁水产量环比回升至225.45万吨，农历季节性处于近几年偏高位置。按照钢厂检修计划推算，预计节后钢厂复产多于检修，铁水产量或将增加。钢材库存依旧偏低，下游的低库存也为春节后铁水复产提供了一定空间。库存方面，节前港口疏港量有所下降但仍位于同期相对高位，港口库存有一定去化。综合来看，春节前商品市场情绪向好，黑色市场需求淡季的背景下，矿价震荡偏强运行。春节假期将至，关注假期海外变化扰动，春节后则注意两会宏观预期、澳洲发运以及终端需求恢复情况。

工业硅

本周，工业硅盘面价格震荡回落，周度跌幅295元/吨或-2.71%，回吐上周涨幅，周线级别反包。日线级别，价格当前仍延续2024年6月份以来的下跌趋势，短期价格转弱，建议关注下方前低10530元/吨及10385元/吨附近支撑情况，不排除价格进一步创下新低的可能。在缺乏趋势性的背景下，单边参与仍缺乏性价比，建议仍以观望为主。

基本面方面，本周工业硅周产环比延续小幅回落，新疆地区产量有小幅回升，四川及云南地区产量维持

同期低位。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

橡胶胶价到了选择方向的点位附近。

橡胶经常 1-2 月局部见顶。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 泰标混合胶 16550 元。STR20 报 2010 美元。

山东丁二烯 12850 元。江浙丁二烯 12500 元。华北顺丁 14500 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 年度中国橡胶轮胎出口总量达到 932 万吨，同比增长 5.2%。新充气橡胶轮胎出口量达到了 899 万吨，同比增长 4.9%。新充气橡胶轮胎的出口量达到了 6.81 亿条，增幅高达 10.5%。汽车轮胎出口量达到了 795 万吨，同比增长 5%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

截至 2025 年 1 月 24 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 42.00%，较上周走低 18.06 个百分点，较去年

同期走低 17.29 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 69.93%，较上周走低 8.51 个百分点，较去年同期走低 2.38 个百分点。多数企业已经开始春节放假。

4) 库存或转向增库。

截至 2025 年 1 月 19 日，中国天然橡胶社会库存 126.9 万吨，环比增加 1.5 万吨，增幅 1.2%。中国深色胶社会总库存为 72.7 万吨，环比增加 1.8%。中国浅色胶社会总库存为 54.2 万吨，环比增 0.3%。

5) ANRPC 产量累计持平。

12 月全球天胶产量料增 5.7%至 158.8 万吨，较上月增加 12.1%；天胶消费量料增 48.3%至 184.6 万。

12 月全球天胶产量料增 5.7%至 158.8 万吨，较上月增加 12.1%；天胶消费量料增 48.3%至 184.6 万吨，较上月增加 44.1%。

2024 年全球天胶产量料同比增加 2.8%至 1429.1 万吨。其中，泰国微降 0.5%、印尼增 0.9%、中国增 4.2%、印度增 6%、越南降 2.1%、马来西亚增 0.6%、斯里兰卡增 21.1%、其他国家增 11.6%。

原油

行情总结：截至周五，WTI 主力原油期货收涨 0.32 美元，涨幅 0.43%，报 74.60 美元；布伦特主力原油期货收涨 0.32 美元，涨幅 0.41%，报 77.49 美元；INE 主力原油期货收跌 3.40 元，跌幅 0.56%，报 602.1 元。

地缘政治：美国总统特朗普呼吁俄罗斯总统普京停止俄乌冲突，并表示如果俄罗斯拒绝与乌克兰就结束俄乌冲突举行谈判，美国“有可能”对俄罗斯实施制裁。同时，美国呼吁 OPEC 方面增产降低油价。

宏观方面：特朗普要求降低利率，并表示：“预计美联储会在利率问题上听取我的意见，我会考虑与美联储主席鲍威尔就利率问题进行沟通。”整体特朗普表态明显，意在打压油价以为降低利率铺垫。

供给方面：美国产量维持高位震荡走势，本周 EIA 原油产量环比维持于 13.48 百万桶/日；美国贝克休斯钻机环比减少 6 台，截止目前 472 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。整体供给方面受俄罗斯影响短期偏紧。

需求方面：美国炼厂开工率环比继续下降，本周录得 85.9%；中国主营炼厂开工率维持 76.12%，独立炼厂持续下滑至 46.54%；欧洲炼厂开工率季节性反弹至 83.38%。整体需求方面欧盟美国进入季节性需求淡季，中国主营和独立炼厂持续下滑，总体需求偏空。

库存方面：美国原油商业库存环比去库至 411.66 百万桶，总成品油库存环比轻微去库至 442.16 百万桶；中国原油到港库存环比下滑至 197.84 百万桶，总成品油库存环比小幅累库至 205.21 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存环比去库至 51.04 百万桶。

策略推荐：原油政治溢价如期回落，我们认为当前油价已逐步兑现特朗普的利空，当前油价仍偏空持有但不宜盲目追空。2月初预计出现现实短期拐点，建议投资者关注后市基本面变化。

甲醇

国内开工维持同期高位水平，原料走弱，企业生产利润依旧较好，后续国内仍将有所抬升。需求端当前主要问题在于终端消费疲软，甲醇价格走高无法向终端传导，下游行业利润整体都处于低位水平，随着近期甲醇高位走弱，烯烃利润有所好转，但同比依旧偏低，对比之下当前甲醇估值依旧偏高，预计下游的疲软后续将继续向甲醇端传导，有望通过甲醇的走弱为下游让渡部分利润。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

供应仍在进一步走高，随着盘面大幅拉涨，企业利润有所改善，提升企业开工意愿，后续国内产量有望继续走向高位水平。需求端短期集中备肥，企业预收大幅好转，库存向中下游转移。可以看到，盘面情绪高于现货，05 基差大幅走低，短期盘面对利好计价较为充分，随着情绪逐步回落，后续高供应仍对价格仍有一定压制作用，在盘面大幅反弹后需要警惕资金获利了结带来的回调风险，因此策略方面单边建议观望位置。盘面当前大幅升水现货且短期情绪发酵较为充分，生产企业可逢高关注空头套保机会。

聚烯烃

政策端：特朗普再次强调增加美国海上石油钻探量，原油价格冲高回落。

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 合约基差大幅回落。

成本端：本周 WTI 原油下跌-5.75%，Brent 原油下跌-3.69%，煤价下跌-1.05%，甲醇下跌-2.99%，乙烯上涨 6.94%，丙烯下跌-2.43%，丙烷下跌-2.00%。宏观政策端支撑转弱，盘面交易逻辑受供需关系影响增强。

供应端：PE 产能利用率 87.34%，环比上涨 4.47%，同比去年上涨 2.78%，较 5 年同期下降-5.66%。PP 产能利用率 76.46%，环比下降-2.96%，同比去年上涨 0.21%，较 5 年同期下降-12.59%。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 21.63 万吨，环比 10 月上涨 10.19%，同比去年下降-8.54%。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 17.76 万吨，环比 10 月上涨 8.25%，同比上涨 119.96%。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 30.00%，环比下降-18.57%，同比下降-30.88%。PP 下游开工率 45.00%，环比下降-10.89%，同比下降-13.08%。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 32.5 万吨，环比去库-0.06%累库，较去年同期去库-2.55%；PE 贸易商库存 2.96 万吨，较上周去库-10.86%；PP 生产企业库存 35.17 万吨，本周环比去库-11.74%，较去年同期去库-27.06%；PP 贸易商库存 12.33 万吨，较上周去库-5.95%；PP 港口库存

5.99 万吨，较上周累库 1.70%。

小结：特朗普再次强调增加美国海上石油钻探量，原油价格冲高回落。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(7500-7800)；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，建议逢高套保。

乙二醇

价格表现：EG 大幅下跌，05 合约单周下跌 93 元，报 4719 元。现货端华东价格下跌 82 元，报 4747 元。基差上升 7 元，截至 1 月 24 日为 24 元。5-9 价差上升 4 元，截至 1 月 24 日为 -17 元。

供应端：本周 EG 负荷 73.3%，环比上升 2.7%，其中合成气制负荷 75.7%，环比上升 3%；乙烯制负荷 72%，环比上升 2.5%。合成气制装置方面，陕西榆林化学装置开启；油化工方面，浙石化恢复，成都石油化工短停，三江石化计划转产 EG。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，美国约 288 万吨装置因天气停车。整体上，国内负荷短期都将维持高位水平，海外检修大幅增加。到港方面，本周到港预报 23.3 万吨，环比上升 11.2 万吨，12 月进口 58 万吨，月环比上升 3 万吨，1 月进口量预计大幅回升。

需求端：本周聚酯负荷 79.1%，环比下降 3.9%，其中长丝负荷 79.8%，环比下降 3.7%；短纤负荷 69%，环比下降 8.9%；瓶片负荷 65.5%，环比下降 4.8%。装置方面，共 392.5 万吨装置减停产，逸达短纤重启。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，化纤负荷持续回落。终端方面，产成品库存下降，订单下降，加弹负荷 8%，环比下降 32%；织机负荷 1%，环比下降 25%；涤纱负荷 13%，环比下降 44.8%。纺服零售 12 月国内零售同比 -0.3%，出口同比 +12.8%。库存：截至 1 月 20 日，港口库存 56 万吨，环比去库 1.7 万吨；下游工厂库存天数 15.5 天，环比上升 3.5 天。短期看，到港量本周大幅上升，出港量维持中性水平，本周港口库存预期大幅累库。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：本周石脑油制利润上升 8 元至-719 元/吨，国内乙烯制利润下降 81 元至-541 元/吨，煤制利润下降 82 至 1077 元/吨。成本端乙烯 870 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 600 元/吨，成本本周持平，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：本周大幅下跌，05 合约单周下跌 226 元，报 5024 元。现货端华东价格下跌 195 元，报 4965 元。现货基差下跌 10 元，截至 1 月 24 日为-85 元。5-9 价差下跌 14 元，截至 1 月 24 日为-32 元。

供应端：PTA 负荷 77.8%，环比下降 2.2%，装置方面，逸盛宁波装置停车。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 79.1%，环比下降 3.9%，其中长丝负荷 79.8%，环比下降 3.7%；短纤负荷 69%，环比下降 8.9%；瓶片负荷 65.5%，环比下降 4.8%。装置方面，共 392.5 万吨装置减停产，逸达短纤重启。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，化纤负荷持续回落。终端方面，产成品库存下降，订单下降，加弹负荷 8%，环比下降 32%；织机负荷 1%，环比下降 25%；涤纱负荷 13%，环比下降 44.8%。纺服零售 12 月国内零售同比-0.3%，出口同比+12.8%。

库存：截至 1 月 17 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）297.7 万吨，周环比累库 2.7 万吨，在库在港库存为 30 万吨，去库 17 万吨，总仓单 112.9 万吨，环比下降 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 4 元，截至 1 月 24 日为 275 元/吨；盘面加工费上升 6 元，截至 1 月 24 日为 322 元/吨。

小结：目前主要跟随 PX 下跌，自身基本面较弱的情况下加工费变化不大，主因原油及 PXN 的回调。后续来看，基本上受下游淡季而带来的累库现实压制，加工费偏弱，短期内原油回落带动下跌，预期 PXN 估值及 PTA 加工费窄幅震荡，短期建议观望。

对二甲苯

价格表现：本周大幅下跌，05 合约单周下跌 354 元，报 7168 元。现货端 CFR 中国下跌 33 美元，报 865 美元。现货折算基差下降 62 元，截至 1 月 24 日为-19 元。5-9 价差下降 28 元，截至 1 月 24 日为-70 元。

供应端：本周中国负荷 87%，环比下降 0.1%；亚洲负荷 78.4%，环比上升 0.3%。国内装置方面，国内装置变动不大，仅几套装置调整负荷，海外 GS40 万吨装置检修推迟至 2 月，乐天 50 万吨装置重启，印尼 TPPI 装置重启中。进口方面，1 月中上旬韩国 PX 出口中国 19.6 万吨，环比下降 5.8 万吨。整体上，近期装置变动较小，短期内将维持高负荷运行。

需求端：PTA 负荷 77.8%，环比下降 2.2%，装置方面，逸盛宁波装置停车。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，短期因 PTA 检修较多，导致供需平衡的矛盾较小，一季度后期预计随着 PX 检修增多将有明显的去库。

估值成本端：本周 PXN 下降 18 美元，截至 1 月 23 日为 198 美元，周内小幅回调；石脑油裂差上升 18

美元，截至1月23日为106美元，原油端大幅下行。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近期走势回调，前期意外检修推动估值修复后，因检修落地延缓，下游检修增多而导致利润下滑。后续来看PXN承压小幅回调，因为短期检修较少，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，短期内原油回落带动下跌，预期PXN估值窄幅震荡，短期建议观望。

农产品类

生猪

现货端：本周供需双增，屠宰放量同时消费也较旺盛，体重延续下滑，受供需错配影响，报价较为紊乱，南弱北强，参考意义下降，但标肥差维持偏高；具体看，河南均价周涨1.3元至17.12元/公斤，周内最低15.68元/公斤，四川均价周落0.4元至15.36元/公斤，周内最高15.5元/公斤，广东均价周落0.26元至15.56元/公斤；供应陆续减少，集团拉涨意愿较强，但随着需求回落，节前价格趋于企稳和回落。

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，节前留意风控。

鸡蛋

现货端：节前现货回落整理为主，市场备货接近尾声，需求转为回落，养殖单位多积极清理库存，蛋价下行利空淘鸡价格，但市场对后市仍有期待，补栏积极性仍偏高；具体看，黑山大码报价周落0.5元至3.5元/斤，馆陶周落0.49元至3.6元/斤，周内最高3.87元/斤，销区回龙观周落0.42元至4.31元/斤，东莞周落0.32元至3.94元/斤；供应量维持稳定，需求量逐渐减少，市场供大于求的特点逐渐明显，蛋价或继续下跌，后期成交量较少，价格或暂时走稳。

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：市场长端展望偏悲观，当前养殖盈利尚可，且未来供应趋势性增多，节后消费处于淡季，但盘面的深贴水一定程度给出了悲观表达，未来走势有赖于偏差定价，一方面关注节后开年价位置以及市场的认卖度，另外成本端变化指引远端走势，基准情况预计窄幅波动看空波动率，操作上节前做好风控观望为主，节后视变量发展情况而定。

蛋白粕

国际大豆：本周美豆因阿根廷降雨恢复、贸易战不利于销售预期及技术面打压，整体震荡。24/25 年度美豆产量环比下调近 260 万吨，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，近日阿根廷降雨恢复，预计持续到 1 月底有较好的降雨，随后面临 3-4 天雨势停歇后，2 月初仍有一轮降雨，阿根廷的天气在转好，不过前期干旱高温导致阿根廷当地机构将阿根廷大豆产量下调至 4900 万吨。巴西 2 月初开始将有一轮较大规模降雨，预计影响收割。美豆基本面边际转好、全球大豆仍宽松的情况下，预计美豆、豆粕偏强运行但中期受限，美豆更可能是呈现有较强支撑，但在天气、美豆种植面积未能进一步推动的情况下区间震荡为主的走势，国内豆粕因贸易战预期在大豆到港成本基础上会出现一定的盘面榨利。对于美豆的进一步上涨，市场认为可能存在新季度因玉米比价的上升导致大豆种植面积下降，同时贸易战预期下，美豆可能也会主动减少种植。美豆的中期利好成为盘面的支撑因素。

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 2729 元/吨，07 合约豆粕成本约 2759-2823 元/吨。本周豆粕提货环比下降，成交减少，预计表观消费一般，开机率较高，饲料企业库存天数大增，市场备货积极。截止 1 月 17 日 12 月大豆买船 447 万吨，1 月买船 365 万吨，2 月买 800 万吨，3 月买船 1039 万吨，4 月 767 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：美豆因 USDA 调整 24/25 年度产量回升试探 1100 美分/蒲压力位，但随着南美降雨回归暂处于震荡趋势，后续巴西降雨较多延迟收割及阿根廷干旱是否再度上演仍有一定的交易窗口，同时美豆中期因大豆玉米比价的下降及贸易战预期等存在种植面积下调预期，美豆存在较强支撑。因此，后续豆粕可能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，春节期间建议控制风险。

油脂

马棕：上周油脂总体偏弱震荡，高频数据显示马棕 1 月前 20 日预计环比减产 9.8%-13.29%，出口前 20 日环降 18.2%-23%，前 25 日预计环比下降 18.9%，按此数据马棕 1 月或累库，棕榈油基本面偏弱，豆油、

菜油方面难言利好，特朗普的生柴政策悬而未决，新任美国农业部长及环保署署长均在生物柴油市场有过反对的背景，市场预期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，预期最差的菜油偏弱。目前产地棕榈油累库预期及美国生物柴油需求总量削减的预期仍然压制油脂，油脂预计整体震荡偏弱。

国际油脂：欧洲棕榈油本周高位回落、菜油回落。印度葵油价格本周震荡回落趋势。政策面，本周新任美国农业部部长参加了参议院听证会，其表示尊重所有燃料来源；种植端，欧洲、乌克兰菜籽生长期天气较为正常。

国内油脂：国内油脂现货成交较弱，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，原料库存因到港预期下降可能回落。

观点小结：棕榈油短期出口较弱存累库预期、印尼生柴政策执行偏慢，特朗普政府传递的不利于生柴政策发展的信号压制油脂。但产地棕榈油处于减产季节，提供一定支撑，关注高频产量、出口数据指引，预计处于震荡偏弱格局。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格从低位反弹，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 19.07 美分/磅，较之前一周下跌 0.86 美分/磅，或 4.72%。消息方面，印度食品和公共分配部部长普拉拉德·乔希 1 月 20 日公开表示，印度政府已正式批准 2024/25 榨季 100 万吨的食糖出口配额，此举可能会缓解糖厂的财务压力。这一决定是政府就食糖出口问题进行了数周的讨论之后做出的。2024/25 榨季截至 1 月 21 日，泰国累计甘蔗入榨量为 3972.19 万吨，甘蔗含糖分 11.95%，产糖率为 9.979%，产糖量为 396.37 万吨。其中，白糖产量 65.21 万吨，原糖产量 316.41 万吨，精制糖产量 14.74 万吨。

国内市场回顾：上周郑糖价格弱势震荡，截至周五郑糖 5 月合约收盘价报 5826 元/吨，较之前一周上涨 17 元/吨，或 0.29%。消息方面，截至 1 月 24 日，24/25 榨季广西已有 2 家糖厂收榨，同比提前 13 天。12 月中旬末至今，我国大部蔗区气象条件利于甘蔗砍收、运榨，但各地干旱持续发展，对甘蔗产量形成不利。据监测，全国大部蔗区发生了轻度至特重度干旱，其中广西大部蔗区为特旱，容易引发甘蔗蒲心、产量下降、生长点死亡、不适宜留种等现象，同时也不利于甘蔗种植和生长。预计未来 30 天广西大部蔗区降水量偏少，利于甘蔗砍收、机收和运输，但广西大部蔗区干旱已达数月，对在地甘蔗产量形成、甘蔗留种和种植不利。

观点及策略：受中国暂停进口泰国糖浆、预拌粉，和印度允许出口 100 万吨糖影响，原糖价格一度破位下跌，随后出现实际买盘支撑原糖短线反弹。国内方面，广西持续干旱，以及提前收榨引发市场对产量的担忧，广西糖产量有调减的可能，使得目前糖价表现内强外弱。总体而言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：上周美棉价格震荡，截至周五美棉花期货 3 月合约收盘价报 67.68 美分/磅，较之前一周上涨 0.12 美分/磅，或 0.18%。消息方面，上周美国农业部（USDA）周度出口销售强劲，报告显示截至 1 月 16 日当周，美国棉花出口装船 5.12 万吨，较上周减少 0.16 万吨，较去年同期增加 1.81 万吨。当周美国 2024/2025 市场年度棉花出口销售净增 8.05 万吨，较之前一周增加 0.81 万吨，较去年同期增加 3.25 万吨。印度棉花协会(CAI)发布印度 2024/25 年度供需预估报告，产量预估被上修至 3042.5 万包（较前次预估值 3022.5 万包上修 20 万包）；棉花出口预估维持在 180 万包（较前次预估持平），期末库存预估亦较前月预估持平，维持在 264.4 万包。1 月 24 日美国总统特朗普表示，希望能与中国达成协议，不对中国使用关税手段。

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 13590 元/吨，较之前一周下跌 70 元/吨，或 0.51%。消息方面，截止 2025 年 1 月 19 日，全国皮棉累计加工量 646.8 万吨，同比增长 18.4%。其中，新疆地区皮棉累计加工总量 636.1 万吨，同比增长 19.1%；自治区皮棉加工量 451.7 万吨，同比增长 26.5%；兵团皮棉加工量 184.4 万吨，同比增长 4.2%。内地累计加工量为 10.7 万吨，同比下降 10.3%。

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	