

## 宏观金融类

### 股指

#### 【行情资讯】

重要消息：1、国家网信办会同证监会深入整治涉资本市场网上不实信息，编造传播资本市场虚假信息，扰乱市场将受法律惩处；2、市场监管总局召开会议要求，要综合整治“内卷式”竞争，推动形成优质优价、良性竞争的市场秩序；3、中央财办：扩大内需是明年排在首位的重点任务 从供需两侧发力提振消费；4、SpaceX 已经指示员工进入 IPO 前的监管静默期，此前有传闻称，SpaceX 目标募资或远超 300 亿美元，有望冲击地球史上最大 IPO。

经济与企业盈利：1、国家统计局：11 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%，社会消费品零售总额同比增长 1.3%，全国固定资产投资同比下降 2.6%；2、11 月官方制造业 PMI 为 49.2，前值 49.0，考虑到国庆假期影响，符合季节性走势；3、2025 年 11 月份 M1 增速 4.9%，前值 6.2%。M2 增速 8.2%，前值 8.0%，主要受基数及财政转移支付减少的影响。11 月份社融增量 24885 亿元，同比多增 1597 亿元，企业中短期贷款增加是主因；4、2025 年 11 月份美元计价出口同比增长 5.9%，前值-1.1%，对欧盟出口环比改善明显；5、美国 11 月非农就业人数增加 6.4 万人，预估为增加 5 万人； 11 月失业率为 4.6%，预估为 4.5%。

利率与信用环境：本周 10Y 国债利率及信用债利率均有所回落，信用利差小幅收敛，流动性维持宽松状态。

#### 【策略观点】

年底部分资金兑现收益，市场面临一定的不确定性。但从大方向看，政策支持资本市场的态度未变，中长期仍是逢低做多的思路为主。

### 国债

#### 【行情资讯】

行情方面：1、最新 10Y 国债收益率收于 1.83%，周环比-1.20BP；30Y 国债收益率收于 2.20%，周环比-1.25BP；2、最新 10Y 美债收益率 4.16%，周环比-3.00BP。

消息方面：1、财政部发布 2025 年 1-11 月财政收支情况显示，1-11 月，全国一般公共预算收入 200516 亿元，同比增长 0.8%；其中，全国税收收入 164814 亿元，同比增长 1.8%；非税收入 35702 亿元，同比下降 3.7%。

2、国家发改委发表《着力扩大有效投资》指出，切实管好用好政府投资。保持合理政府投资力度，优化

政府投资结构，加强政府投资全生命周期管理。进一步明确中央和地方投资方向和重点，提高民生类政府投资比重。强化“两重”性质、坚持自上而下、注重软硬结合，高质量推进“两重”建设。

3、央行 12 月 22 日将在香港招标发行 6 个月期 400 亿元人民币央票。第十期中央银行票据期限 6 个月（182 天），为固定利率附息债券，到期还本付息，发行量为人民币 400 亿元，起息日为 2025 年 12 月 24 日，到期日为 2026 年 6 月 24 日，到期日遇节假日顺延。

4、商务部披露，2025 年 1-11 月，全国新设立外商投资企业 61207 家，同比增长 16.9%；实际使用外资金额 6931.8 亿元人民币，同比下降 7.5%。11 月当月实际使用外资同比增长 26.1%。

5、12 月 19 日，日本央行 9:0 一致投票通过政策决议，宣布加息 25 个基点至 0.75%，利率水平创 30 年来新高，符合市场预期。

流动性：央行上周五进行 562 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，同时开展了 1000 亿元 14 天期逆回购操作。因当日 1205 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 357 亿元。

#### 【策略观点】

基本面看，11 月经济数据显示生产端整体表现平稳，但服务业景气偏弱，消费补贴呈现边际效应递减特征，需求端动能仍有待加强。重要会议定调适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，降息预期增强有望提振债市情绪。资金情况看，近期央行资金呵护态度维持，资金面预计延续平稳。总体短期债市在内需偏弱而机构行为扰动的多空交织背景下预计维持震荡，关注债市年底供需关系修复和超跌后的反弹行情。

## 贵金属

#### 【行情资讯】

日本央行议息会议中，日本央行虽加息 25 个基点将基准利率上调至 0.75%。但日本央行的货币政策声明及植田和男会后的表态都不及预期鹰派，短期市场所担忧的流动性风险有所释放，金银价格企稳回升。

日央行在货币政策声明中表示，工资和通胀水平很可能继续同步温和上升，将从可持续、稳定实现 2% 的通胀目标角度出发，适时实施货币政策。植田和男在会后并未就后续会议的进一步加息进行明确表态，仍旧表示后续货币政策的支持步伐取决于当时的经济、价格和金融发展情况，且会在每次会议中更新对于价格和经济前景的看法。从盘面上来看，美元兑日元汇率在议息会议后出现较为明显的回升。

从基本面数据来看，12 月 19 日海外主要白银 ETF 总持仓量上升 47.94 吨至 28928 吨，主要黄金 ETF 持仓量上升 0.7 吨至 2340.2 吨。外盘白银租赁利率则小幅上升至 8.1%。

#### 【策略观点】

海外央行货币政策风险释放提升市场风偏，美联储降息与扩表共同进行，创造宽松货币政策预期的背景下，金银价格仍将录得持续偏强的表现，策略上建议持有在手多单，沪金主力合约参考运行区间 967-1001 元/克，沪银主力合约参考运行区间 14486-16500 元/千克。

## 铂族金属

#### 【行情资讯】

在宏观和现货的共同驱动下，上周铂族金属价格表现极为强势，NYMEX 铂金主力合约价格上涨 11.02%至 2016 美元/盎司，NYMEX 钯金主力合约价格上涨 10.7%至 1795.5 美元/盎司。铂主力合约价格上涨 16.75%至 533.5 元/克，钯主力合约价格上涨 23.13%至 480.2 元/克。当前铂族金属现货数据依旧表现强势，铂金一月期隐含租赁利率维持在高位，截至本周一为 18.46%，钯金一月期隐含租赁利率为 6.61%，均处于近五年同期的最高水平。货币政策方面，美联储 12 月议息会议宣布进行 25 个基点的降息操作，同时开始资产负债表的扩张。上周日本央行议息会议中植田和男的表态不如市场预期鹰派，海外总体流动性风险得到释放，同时宽松货币政策驱动贵金属板块整体上行，驱动铂族金属表现强势。

#### 【策略观点】

交易性持仓方面，海外主要铂金 ETF 总持仓量上升至 76.28 吨，钯金 ETF 总持仓量上升至 15.21 吨，海外交易氛围仍偏多头。当前铂族金属策略上建议持有在手多单，新开多单存在较大风险，注意短期可能的剧烈波动。

## 有色金属类

### 铜

#### 【行情资讯】

上周铜价震荡走强，沪铜主力合约收至 93180 元/吨（截至周五收盘），伦铜周涨 2.75%至 11870 美元/吨。三大交易所库存环比增加 1.4 万吨，其中上期所库存增加 0.6 至 9.6 万吨，LME 库存减少 0.6 至 16.0 万吨，COMEX 库存增加 1.4 至 41.9 万吨。上海保税区库存环比减少 0.2 万吨。国内电解铜现货进口维持亏损，洋山铜溢价抬升。现货方面，周五国内上海地区现货贴水期货扩大至 160 元/吨，LME 市场 Cash/3M 升水 4.7 美元/吨。需求端，上周精铜杆开工率下滑、再生铜杆开工率下降，线缆企业开工率微增，需求平稳偏弱。精废铜价差缩窄至 4680 元/吨，维持相对高位，11 月我国再生铜进口延续同环比增长。

#### 【策略观点】

国内 LPR 利率维持不变，美联储货币政策宽松和贵金属大涨背景下情绪面仍偏暖。产业上看铜矿供应维持紧张格局，在废铜替代偏少的情况下，供应过剩压力仍不大，短期价格仍可能冲高，不过国内某冶炼厂与 Aotofagasta 达成的年度长单基准稍高于预期，叠加 11 月精炼铜表观消费稍弱于预期，铜价向上面临的阻力加大。本周沪铜主力运行区间参考：91500-96000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：11400-12200 美元/吨。

## 铝

### 【行情资讯】

上周铝价震荡走强，沪铝收至 22245 元/吨，伦铝周涨 2.8%至 2955 美元/吨。库存方面，铝锭社会库存周环比减少 1.8 万吨，保税区库存环比减少 0.8 万吨，铝棒库存周环比减少 0.7 万吨，铝棒加工费震荡下调。外盘 LME 铝库存小幅增加至 55.0 万吨，注销仓单比例提高。现货方面，国内华东地区现货基差走弱，持货商出货意愿较强。LME 市场 Cash/3M 贴水 40.2 美元/吨。供应端，上周国内电解铝铝水比例继续下滑。需求端，上周国内铝下游加工龙头企业开工率延续下滑，下游开工延续淡季特征。

### 【策略观点】

全球铝库存延续震荡去化态势，均处于往年同期相对低位，叠加海外供应扰动和大宗氛围偏暖，铝价支撑较强。不过墨西哥提高部分铝材关税和铝下游进入相对淡季构成压力，铝价预计震荡蓄势、重心抬升。本周沪铝主力合约运行区间参考：21800-22800 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2850-3000 美元/吨。

## 锌

### 【行情资讯】

价格回顾：上周五沪锌指数收涨 0.19%至 23081 元/吨，单边交易总持仓 19.36 万手。截至上周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期涨 8.5 至 3073 美元/吨，总持仓 22.7 万手。SMM0#锌锭均价 23160 元/吨，上海基差 105 元/吨，天津基差 5 元/吨，广东基差 5 元/吨，沪粤价差 100 元/吨。

国内结构：据上海有色数据，锌锭社会库存去库 0.35 万吨至 12.22 万吨。上期所锌锭期货库存录得 4.52 万吨，内盘上海地区基差 105 元/吨，连续合约-连一合约价差-10 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 9.94 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 0.54 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-27.35 美元/吨，3-15 价差 30 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.07，锌锭进口盈亏为-2464.67 元/吨。

产业数据：锌精矿国产 TC1600 元/金属吨，进口 TC 指数 50 美元/干吨。锌精矿港口库存 29.1 万实物吨，锌精矿工厂库存 62.0 万实物吨。镀锌结构件周度开工率录得 56.08%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 38.9 万吨。压铸锌合金周度开工率录得 48.85%，原料库存 1.2 万吨，成品库存 1.1 万吨。氧化锌周度开工率录得 55.88%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.6 万吨。

### 【策略观点】

锌精矿显性库存抬升，锌精矿 TC 止跌企稳，伴随沪伦比值的抬升，预计国内锌矿紧缺程度边际缓解。LME 锌锭库存累库，LME 锌月差回落为 Contango 结构，国内锌锭社会库存延续去库，现货基差抬升但月差维持低位。上周美国偏弱的非农数据和 CPI 数据提振降息预期，日央行鸽派降息落地，短期宏观风险释放后有色市场情绪偏强。预计锌价中期维持偏弱运行，但短期可能受宏观情绪影响出现向上脉冲。

## 铅

### 【行情资讯】

价格回顾：上周五沪铅指数收涨 0.55%至 16879 元/吨，单边交易总持仓 9.46 万手。截至上周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 16.5 至 1973.5 美元/吨，总持仓 17.71 万手。SMM1#铅锭均价 16800 元/吨，

再生精铅均价 16775 元/吨，精废价差 25 元/吨，废电动车电池均价 9825 元/吨。

国内结构：据钢联数据，国内社会库存小幅去库 0.42 万吨至 1.95 万吨。上期所铅锭期货库存录得 1.42 万吨，内盘原生基差-75 元/吨，连续合约-连一合约价差-30 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 26.21 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 9.96 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-43.93 美元/吨，3-15 价差-93.6 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.22，铅锭进口盈亏为 234.28 元/吨。

产业数据：原生端，铅精矿港口库存 4.2 万吨，工厂库存 48.1 万吨，折 32.0 天。铅精矿进口 TC-135 美元/干吨，铅精矿国产 TC300 元/金属吨。原生开工率录得 67.35%，原生锭厂库 1.0 万吨。再生端，铅废库存 9.2 万吨，再生铅锭周产 3.9 万吨，再生锭厂库 0.6 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 74.23%。

#### 【策略观点】

铅矿显性库存抬升，铅精矿加工费持平，原生铅冶炼厂开工率抬升。废电瓶库存边际下滑，再生铅开工率边际下行，蓄企开工率基本维稳。国内铅锭供应边际收紧，铅锭显性库存维持相对低位，但沪铅月差未出现显著上行。上周美国偏弱的非农数据和 CPI 数据提振降息预期，日央行鸽派降息落地，短期宏观风险释放后有色市场情绪偏强。当前铅价处于震荡区间内靠下沿的位置，预计铅价短期在宽幅区间内偏强运行。

## 镍

#### 【行情资讯】

上周镍价探底回升，沪镍主力合约周五收报 117180 元/吨，较上周上涨 1.38%。现货市场，升贴水偏强运行，俄镍现货均价对近月合约升贴水为 400 元/吨，较上周下跌 100 元/吨，金川镍现货升水均价报 4750 元/吨，较上周上涨 550 元/吨。成本端，周内镍矿市场整体交投氛围尚可，镍矿价格弱稳运行，1.6%品位印尼内贸红土镍矿到厂价报 51.53 美元/湿吨，价格较上周下跌 0.5 美元/湿吨，1.2%品位印尼内贸红土镍矿到厂价报 23 美金/湿吨，价格较上周持平，菲律宾产 1.5%品位镍矿 CIF 报 52.7 美元/湿吨，价格较上周持平。镍铁方面，价格继续下跌，但跌幅有所收敛，周五国内高镍生铁出厂价报 881.5 元/镍点，均价较上周下跌 2 元/镍点。

#### 【策略观点】

目前镍过剩压力依旧较大，但短期印尼政府表示对钴征收版税扰动市场情绪，短期镍价或转为震荡运行。后市应重点关注镍铁及矿价走势。操作方面，短期建议观望，等待镍铁价格企稳后再做判断。短期沪镍价格运行区间参考 11.3-11.8 万元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 1.35-1.55 万美元/吨。

## 锡

#### 【行情资讯】

上周锡价持续上行。2025 年 12 月 19 日，沪锡主力合约收盘价 343040 元/吨，较上周上涨 3.02%。供给方面，11 月国内进口锡精矿增量明显，原料端供应紧缺略有缓解。云南地区冶炼企业原材料紧张现象仍存，短期开工率持稳，但进一步上行动力不足。江西地区则因废料显著减少，粗锡供应不足，精锡产量延续偏低水平。需求方面，消费电子、马口铁等传统领域消费表现略显疲软，但新能源汽车及 AI 服务器等新兴领域带来的长期需求预期为锡价提供支撑。本周锡价涨超 30 万元/吨后，市场畏高情绪明显，现货成交冷清，仅有个别刚需采购。



**【策略观点】**

短期虽然当前锡市需求疲软，但下游库存低位情形下，议价能力有限，供应端的扰动为短期价格的决定因素，因此短期锡价偏强震荡概率较大。操作方面，建议观望为主。国内主力合约参考运行区间：290000-350000 元/吨，海外伦锡参考运行区间：38000 美元-44000 美元/吨。

**碳酸锂****【行情资讯】**

12 月 19 日，五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 105069 元，周内+11.10%。MMLC 电池级碳酸锂报价 104600-106000 元，工业级碳酸锂报价 103600-104100 元。LC2601 合约收盘价 111400 元，周内+14.00%，贸易市场电池级碳酸锂升贴水均价为-1900 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 1270-1400 美元/吨，周内+9.88%。

12 月 18 日，SMM 国内碳酸锂周度产量报 22045 吨，环比增 0.2%。12 月 1-14 日，全国乘用车新能源市场零售 47.6 万辆，同比去年 12 月同期下降 4%，较上月同期增长 1%，今年以来累计零售 1194.8 万辆，同比增长 18%，全国乘用车市场新能源零售渗透率 62.3%。12 月 18 日，据 SMM 周度库存报 110425 吨，环比上周-1044 吨（-0.9%）。碳酸锂库存天数约 26.2 天。12 月 19 日，广期所碳酸锂注册仓单 15511 吨，较上周增 3.1%。

**【策略观点】**

上周矿端扰动主导行情走势。宜春矿权注销及柘下窝初次环评对外发布，供给端担忧增多。柘下窝环评公示结束后，尚需一系列流程方能复产，短期供给恢复预期被证伪，空头承压。中期基本面好转有分歧，但乐观预期更强，盘面多头趋势尚未完全结束。碳酸锂持仓仍在高位，日内价格波动较大，建议观望，关注基本面动态及盘面持仓变化。本周广期所碳酸锂主力合约运行区间参考 107000-125000 元/吨。

**氧化铝****【行情资讯】**

期货价格：截至 12 月 19 日下午 3 时，氧化铝指数上周上涨 0.94%至 2568 元/吨，持仓增加 1.4 万手至 65.2 万手。基差方面，山东现货价格报 2655 元/吨，升水 01 合约 155 元/吨，交割博弈驱动期货价格大幅贴水。月差方面，连 1-连 3 月差收盘录得-129 元/吨。

现货价格：上周各地区氧化铝现货价格跌幅有所收窄，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆地区现货价格分别下跌 30 元/吨、下跌 25 元/吨、下跌 25 元/吨、下跌 25 元/吨、下跌 30 元/吨、上涨 50 元/吨。累库趋势持续，多数地区现货价格仍然承压。

库存：上周氧化铝社会总库存累库 5.3 万吨至 511.4 万吨，其中电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存、港口库存分别累库 4.2 万吨、累库 2 万吨、去库 3.8 万吨、累库 2.9 万吨。上周氧化铝上期所仓单合计去库 7.51 万吨至 17.98 万吨；交割库库存录得 19.76 万吨，较前周去库 6.13 万吨。

矿端：国内铝土矿近期受北方环保监管和南方雨季影响，出矿量较前期有所下滑，国产矿价仍维持坚挺，但因利润收缩，氧化铝厂近期压价意愿增加。进口矿方面，几内亚雨季影响消退后矿石发运量有所增加，今年五月开始停运的 AXIS 矿区近日逐步开始复产，或将进一步加剧铝土矿过剩格局，叠加当前港口库存仍处于高位，预计矿价将震荡下行。

供应端：截至 2025 年 12 月 19 日，氧化铝周度产量录得 183.5 万吨，较前周小幅减少 2.4 万吨。

进出口：截至 12 月 19 日，上周澳洲 FOB 价格下跌 3 美元/吨至 309 美金/吨，进口盈亏录得-53 元/吨。进口窗口关闭。

需求端：运行产能方面，2025 年 11 月电解铝运行产能 4464 万吨，较上月环比增加 8 万吨。开工率方面，11 月电解铝开工率下滑 0.25%至 97.22%。

#### 【策略观点】

总结：雨季后几内亚发运逐步恢复叠加 AXIS 矿区复产，矿价预计将震荡下行，关注几内亚矿石进口成本位置的支撑；氧化铝冶炼端产能过剩格局短期难改，累库趋势持续。但当前价格临近多数厂家成本线，后续减产预期加强，且整体有色板块走势较强，追空性价比不高，建议短期观望为主。国内主力合约 A02601 参考运行区间：2400-2700 元/吨，需重点关注供应端政策、几内亚矿石政策、美联储货币政策。

## 不锈钢

#### 【行情资讯】

期现市场：据 MYSTEEL，12 月 19 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 12900 元/吨，环比+0.78%；山东 7%-10% 镍铁出厂价为 890 元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报 8700 元/吨，环比-0.58%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12720 元/吨，环比+1.23%。

供给：据 MYSTEEL，12 月国内冷轧不锈钢排产 144.59 万吨。11 月粗钢产量为 304.86 万吨，环比-1.59 万吨，1-11 月累计同比 6.48%。据 MYSTEEL 样本统计，11 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 140.62 万吨，环比-3.00%；12 月 300 系冷轧产量 68.81 万吨，环比-1.76%。

需求：据 WIND 数据，国内 2024 年 1-11 月，商品房累计销售面积 78701.74 万 m<sup>2</sup>，同比-7.80%；11 月单月，商品房销售面积为 6719.74 万 m<sup>2</sup>，同比-17.93%。11 月冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 4/5.6/-23.4/5.5%；11 月燃料加工业累计同比+23.6%。

库存：上周不锈钢社会总库存为 104.21 万吨，环比-2.01%；期货仓单上周库存 4.85 万吨，环比-21870 吨。上周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 17.23/64.45/22.54 万吨，其中 300 系库存环比-2.74%；上周不锈钢海漂量 5.14 万吨，环比-16.31%，卸货量 7.59 万吨，环比+10.59%。

成本：上周山东 7%-10%镍铁出厂价 895 元/镍，环比+0 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 101 元/镍。

#### 【策略观点】

观点：印尼政府在 2026 年工作计划与预算（RKAB）中拟定的镍矿石产量目标约为 2.5 亿吨，较 2025 年 RKAB 设定的 3.79 亿吨显著下调。尽管印尼镍矿商协会（APNI）秘书长梅迪·卡特琳·伦基表示，该目标目前仅为政府初步规划，具体实施细节尚未明确，但这一消息仍在市场引发明显反应，推动沪镍价格大幅回升，并带动不锈钢市场同步上涨。然而，现货市场实际成交仍相对清淡，贸易商报价普遍谨慎，多以观望态度为主。短期来看，市场缺乏持续强势反弹的驱动因素，但若后续镍矿供应配额明确收紧，仍可能推动价格快速上涨。当前建议以观望为主，密切关注政策后续落实动向。

## 铸造铝合金

#### 【行情资讯】

上周铝合金价格先抑后扬，主力 AD2602 合约周涨 0.57% 至 21235 元/吨（截止周五下午 3 点），加权合约持仓 2.88 万手，环比减少，仓单增加 0.1 至 7.01 万吨。AL2602 合约与 AD2602 合约价差 950 元/吨，环比缩窄。国内主流地区 ADC12 价格相对平稳，下游仍以刚需采购为主，进口 ADC12 价格小幅下调。国内主要市场铝合金锭库存减少 0.08 至 7.23 万吨，铝合金锭厂内库存增加 0.02 至 5.83 万吨。

#### 【策略观点】

铸造铝合金成本端价格较为坚挺，叠加政策对供应端扰动持续，价格下方支撑较强，而需求相对反复和交割压力形成上方的压制，短期铸造铝合金价格或维持区间波动。

## 黑色建材类

### 钢材

#### 【行情资讯】

螺纹钢上周产量为 181.68 万吨，较去年同期减少 24.78 万吨；表观消费量为 208.64 万吨，较去年同期减少 11.79 万吨；库存为 452.54 万吨，较去年同期减少 183.77 万吨。

热轧卷板方面，上周产量为 291.91 万吨，较去年同期减少 32.28 万吨；表观消费量为 298.28 万吨，较去年同期减少 23.40 万吨；库存为 390.72 万吨，较去年同期增加 10.22 万吨。

#### 【策略观点】

上周商品市场整体情绪偏好，成材价格延续震荡回调格局。从基本面看，螺纹钢上周供需双增，库存持续去化，整体表现符合淡季特征；热轧卷板产量明显回落，表观需求小幅下降，库存延续下降趋势。

出口方面，12 月 18 日商务部在例行新闻发布会上表示，实施出口许可证管理的主要目的在于加强对钢铁产品出口的监测和统计分析，并对出口产品质量进行跟踪管理。相关措施遵循世贸组织规则，不涉及出口数量及企业经营资格限制，与此前市场预期基本一致，核心在于推动钢铁行业高质量发展。

总体来看，当前终端需求仍处于偏弱状态，热卷库存压力相对突出，钢价预计仍将维持底部区间震荡运行。受出口许可证管理政策影响，成材价格短期承压，后续有望逐步消化政策扰动。冬储在部分地区已陆续启动，但整体意愿偏弱，预计难以形成大规模补库。宏观层面仍处于政策空窗期，后续需重点关注“双碳”政策是否再度强化及其对钢铁行业的边际影响。

### 锰硅硅铁

#### 【行情资讯】

上周，锰硅盘面价格延续震荡，周度环比上涨 76 元/吨或+1.32%。日线级别，锰硅盘面价格仍向右摆脱 2024 年 5 月份以来中期下跌趋势，但摆脱力度较弱，关注上方 5850 元/吨/6000 元/吨处的压力情况。硅铁方面，硅铁盘面价格震荡反弹，周度环比上涨 172 元/吨或 3.16%。日线级别，硅铁盘面价格仍向右摆



脱今年 8 月份以来的下跌趋势线，继续向右侧 2024 年 4 月份以来下跌趋势线靠近，关注上方 5650 元/吨及 5800 元/吨的压力位表现情况。

#### 【策略观点】

随着本周日央行如期加息 25 基点，近期所有宏观大事件均已落地，市场宏观情绪波动暂时告一段落。站在商品整体的角度，氛围明显转暖，黑链指数也随着焦煤价格企稳反弹。我们仍延续先前认为“虽然国内没有过多新的增量政策表态，但整体依旧传递出积极向上的态度”以及“我们目前对于黑色板块以及国内政策方面依旧保持相对乐观的态度（具体详见往期报告），继续建议关注后续是否出现超预期情况以及情绪、价格拐点”的观点。此外，随着中央经济工作会议再提“双碳”，以及近期国家发展改革委联合工业和信息化部、生态环境部、住房和城乡建设部、市场监管总局、国家能源局印发《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平（2025 年版）》“低碳环保”以及相关政策对于相关高能耗品种供给端的影响再度进入市场的预期范围，浸提其对于铁合金端的影响。

回到品种自身基本面角度，供需格局上锰硅依旧不理想，宽松的结构、高企的库存以及下游持续萎靡的建材行业，但我们认为这些因素大多已经计入价格中，并不是未来主导行情的主要矛盾。硅铁方面，其供求结构仍旧基本维持平衡，但随着四季度以来硅铁生产亏损幅度的不断加深，部分企业出现停产、转产现象，带动供给回落，盘面同步给出一定反弹。我们认为未来一段时间主导锰硅以及硅铁行情的矛盾：一方面，在于黑色大板块的方向引领；另一方面，在于锰硅端的锰矿所带来的成本推升问题以及硅铁端的因亏损带来的供给收缩问题。其中，我们建议在当前商品情绪有望向多头方向偏移、港口锰矿库存低位、高品锰矿库存低且货权集中的背景土壤下，尤其高度关注锰矿端是否出现突发情况及其可能对于行情的强驱动。除此之外，建议关注“双碳”政策的进展以及其可能对铁合金供给造成的扰动。

## 铁矿石

#### 【行情资讯】

供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3464.5 万吨，环比减少 128.0 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2814.7 万吨，环比减少 150.8 万吨。澳洲发运量 1950.6 万吨，环比减少 102.0 万吨，其中澳洲发往中国的量 1694.5 万吨，环比减少 7.6 万吨。巴西发运量 864.1 万吨，环比减少 48.8 万吨。中国 47 港到港总量 2790.2 万吨，环比减少 137.9 万吨；中国 45 港到港总量 2646.7 万吨，环比减少 76.7 万吨。日均铁水产量 226.55 万吨，环比上周减少 2.65 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存总量 16225.53 万吨，环比增加 114.06 万吨。

#### 【策略观点】

供给方面，最新一期海外铁矿石发运量环比下降。发运端，澳洲、巴西发运量均不同程度回落。主流矿山下滑幅度各异。非主流国家发运量小幅回升，处在同期相对高位，近端到港量环比降低。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量 226.55 万吨，延续下滑趋势，降幅略超预期。河北地区环保限产影响量增多，其余地区年检推进。钢厂盈利率持稳。库存端，港口库存延续增势，钢厂进口矿库存降至近五年同期历史最低位。终端方面整体数据减产去库，边际中性。基本面端，近期市场环境相对温和，铁水下

降至当前水平后，边际压力或将有所减轻。26 年春节时间较晚，补库时间延后，目前低位的钢厂库存为后续给出了一部分补库需求想象空间。铁矿石下方支撑短期相对夯实，盘面价格反弹后基差收缩，预计铁矿石价格仍在震荡区间内运行为主。

## 玻璃纯碱

玻璃：

### 【行情资讯】

价格：截至 2025/12/19，浮法玻璃现货市场报价 1030 元/吨，环比-10 元/吨；玻璃主力合约收盘报 1041 元/吨，环比+106 元/吨；基差-11 元/吨，环比上周-116 元/吨。

成本利润：截至 2025/12/19，以天然气为燃料生产浮法玻璃的周均利润为-181.4 元/吨，环比+15.02 元/吨；河南 LNG 市场低端价 3850 元/吨，环比-550 元/吨。以煤炭为燃料生产浮法玻璃的周均利润为-7.63 元/吨，环比-14.14 元/吨；以石油焦为燃料生产浮法玻璃的周均利润为-0.07 元/吨，环比-35.71 元/吨。

供给：截至 2025/12/19，全国浮法玻璃周度产量为 108.59 万吨，环比+0.105 万吨，开工产线 219 条，环比持平，开工率为 73.99%。

需求：截至 2025/12/19，浮法玻璃下游深加工订单为 9.7 元/吨，环比-0.40 日；Low-e 玻璃开工率 44.30%，环比-1.10%。据 WIND 数据，国内 2024 年 1-11 月，商品房累计销售面积 78701.74 万 m<sup>2</sup>，同比-7.80%；11 月单月，商品房销售面积为 6719.74 万 m<sup>2</sup>，同比-17.93%。据中汽协数据，11 月汽车产销数据分别为 353.16/342.90 万辆，同比+2.76%/+3.40%；1-11 月汽车产销累计完成 3123.10/3112.70 万辆。

库存：截至 2025/12/19，全国浮法玻璃厂内库存 5855.8 万重箱，环比+33.10 万重箱；沙河地区厂内库存 388.64 万重箱，环比+30.40 万重箱。

### 【策略观点】

观点：需求端整体复苏仍显乏力，下游采购继续以刚需支撑为主。随着行业传统淡季持续深入，终端开工率不足，市场采购意愿进一步减弱；北方地区受天气等因素影响，订单有所减少，企业间产销表现分化，库存压力逐渐累积，市场缺乏持续上涨动能。从厂库数据来看，上周需求回落较为明显，浮法玻璃市场整体维持供需宽松格局。短期来看，在产能收缩有限、需求支撑不足的背景下，预计市场仍将延续窄幅震荡走势。

纯碱：

### 【行情资讯】

价格：截至 2025/12/19，沙河重碱现货市场报价 1130 元/吨，环比+27 元/吨；纯碱主力合约收盘报 1176 元/吨，环比+83 元/吨；基差-46 元/吨，环比上周-56 元/吨。

成本利润：截至 2025/12/19，氨碱法的周均利润为-146.7 元/吨，环比+0.90 元/吨；联碱法的周均利润为-109 元/吨，环比+20 元/吨。截至 2025/12/19，秦皇岛到港动力煤 723 元/吨，环比-34 元/吨；河南 LNG 市场低端价 3850 元/吨，环比-550 元/吨。西北地区原盐价格为 215 元/吨，环比持平；山东合成氨价格为 2431 元/吨，环比+1 元/吨。

供给：截至 2025/12/19，纯碱周度产量为 72.14 元/吨，环比-1.40 元/吨，产能利用率 82.74%。重碱产量为 39.03 万吨，环比-0.75 万吨；轻碱产量为 33.11 万吨，环比-0.65 万吨。

需求：截至 2025/12/19，全国浮法玻璃周度产量为 108.59 元/吨，环比+0.105 元/吨，开工产线 219 条，环比持平，开工率为 73.99%。纯碱 10 月表观消费量达 313 万吨。

库存：截至 2025/12/19，纯碱厂内库存 149.93 万吨，环比+0.50 万吨；库存可用天数为 12.43 日，环比+0.04 日。重碱厂内库存为 77.17 元/吨，环比-1.88 元/吨；轻碱厂内库存为 72.76 元/吨，环比+2.38 元/吨。

#### 【策略观点】

观点：下游需求持续疲弱，采购多以刚性需求、小单为主，其中重碱需求尤为低迷，市场整体成交清淡，厂家库存逐步累积，部分企业为促进出货灵活调整价格。成本端因煤炭价格下跌而支撑减弱，但由于纯碱企业普遍处于亏损状态，价格下调空间有限。综合来看，当前供需矛盾尚未得到明显缓解，预计市场反弹力度有限，可考虑适时布局空单。

## 工业硅&多晶硅

#### 【行情资讯】

工业硅：截至上周五，华东地区 553#（不通氧）工业硅现货报价 9200 元/吨，环比变化 0 元/吨；421# 工业硅现货报价 9650 元/吨，折盘面价 8850 元/吨，环比变化 0 元/吨。期货（SI2605 合约）收盘报 8690 元/吨。553#（不通氧）升水期货主力合约 510 元/吨；421#升水主力合约 160 元/吨。据百川盈孚数据，上周调研工业硅主产区成本中，新疆平均成本报 8487.50 元/吨（在产企业综合成本，下同）；云南地区报 9720.00 元/吨；四川地区报 9775.00 元/吨；内蒙地区报 8983.33 元/吨；百川口径工业硅周度产量为 8.02 万吨，环比-0.21 万吨。百川盈孚统计口径工业硅库存 50.72 万吨，环比-0.02 万吨。其中，工厂库存 27.12 万吨，环比-0.23 万吨；市场库存 19.10 万吨，环比持平；已注册仓单库存 4.51 万吨，环比+0.20 万吨。

#### 【策略观点】

上周工业硅价格震荡反弹。站在盘面走势角度，短期价格支撑位反弹后，预计盘整运行。

基本面端，工业硅周产量环比小幅下行，西南地区开炉数已降至同期低位，收缩空间有限。供给下降取决于西北地区生产节奏，短期开工率高位持稳。需求侧，12 月多晶硅排产环比 11 月继续下滑，对工业硅需求支撑弱化。有机硅周产量小幅增长，工业硅需求短期边际相对平稳。若后续多晶硅减产力度加强，需求端或继续走弱。整体看工业硅自身驱动属性不强，价格下跌过程中硅企出货意愿下降，近期焦煤期货反弹，工业硅随之反弹修复。预计价格短期跟随波动运行。同时注意西北是否出现新的供给端扰动因素。

#### 【行情资讯】

多晶硅：截至上周五，SMM 统计多晶硅 N 型复投料均价 52.4 元/千克，环比变化+0.1 元/千克；N 型致密料均价 51 元/千克，环比变化 0 元/千克。期货主力（PS2605 合约）收盘报 60245 元/吨。主力合约基差-7845 元/吨，基差率-14.97%。百川盈孚统计多晶硅生产成本 42090.63 元/吨；多晶硅毛利润 8014.63 元/吨，利润相对可观。百川盈孚口径下多晶硅周度产量为 2.63 万吨，环比基本持平。SMM 口径

下 11 月多晶硅产量 11.46 万吨，环比-1.94 万吨；1-11 月多晶硅累计产量 118.97 万吨，同比-28.07%。百川盈孚口径下多晶硅工厂库存 30.63 万吨；SMM 口径下多晶硅库存 29.3 万吨。

#### 【策略观点】

回看基本面，12 月多晶硅产量预计继续下滑，但西北部分基地产能爬坡及开工预期使得降幅或有限。下游各环节整体需求疲软，硅片减产幅度预计加大，年前多晶硅累库压力难缓解，仅从供需及库存来看，现实情况依旧偏弱。价格方面，上周硅业分会发文“大多数多晶硅企业均将新单报价上调至约 6.5 万元/吨以上”，暂无成交。下游环节部分报价跟随提涨，上下游市场进入边际弱平衡。综合来看预期与现实、产业链上下游分化持续，上游预期强烈，下游现实清淡。盘面在情绪推涨下突破 6 万关口，交易所提示市场风险，出台相应措施，预计期货价格走势仍具不稳定性，注意波动风险，谨慎参与。关注后续现货实际成交以及仓单注册情况。

## 能源化工类

### 橡胶

#### 【行情资讯】

RU 胶价震荡整理。

中国冬储的季节性买盘是潜在利多。

1) 重卡同比增加。

2025 年 11 月，国内重卡市场销量预计达 10.1 万辆，环比下降 5%，同比增长 47%，实现“八连涨”且平均增速 43%；2025 年 1-11 月，国内重卡累计销量预计 103 万辆，同比增长 26%，全年预计 110 万辆。

2) 轮胎出口增速转弱。

2025 年 10 月，全国橡胶轮胎出口数量 75 万吨，金额 125.32 亿元，同比分别下降 6.6%和 9.5%；汽车轮胎出口 63.3 万吨，金额 102.23 亿元，同比降幅达 7.3%和 10.7%。

1-10 月，全国橡胶轮胎累计出口 803 万吨，金额 1402.23 亿元，同比增长 3.8%和 2.8%；汽车轮胎出口 684.83 万吨，金额 1157.54 亿元，同比增长 3.3%和 2.1%。

3) 全钢轮胎厂开工率预期中性。

截至 2025 年 12 月 18 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 64.66%，较上周走高 1.08 个百分点，较去年同期走高 2.56 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 72.76%，较上周走低 0.24 个百分点，较去年同期走低 5.93 个百分点。内外销出货放缓，半钢轮胎库存增加。

4) 库存预期后期逐步累库。

截至 2025 年 12 月 14 日,中国天然橡胶社会库存总量为 115.2 万吨,环比增加 2.9 万吨,增幅 2.6%。其中,深色胶社会总库存为 74.8 万吨,环比增长 2.5%;浅色胶社会总库存为 40.4 万吨,环比增长 2.8%。青岛橡胶总库存 49.42 (+0.94) 万吨。

5) ANRPC 产量小幅增加。

2025 年 09 月,橡胶产量 1141.6 千吨,同比 4.30%,环比-1.98%,累计 8170 千吨,累计同比 4.33%。

2025 年 09 月,泰国产量 451.5 千吨,同比-4.00%,环比-5.45%,累计 3274 千吨,累计同比 2.61%。

2025 年 09 月,越南产量 151.8 千吨,同比-2.69%,环比-12.05%,累计 811 千吨,累计同比-7.57%。

#### 【策略观点】

建议中性思路,短线交易,快进快出。多 RU2601 空 RU2609 准备部分平仓。

## 原油

#### 【行情资讯】

INE 主力原油期货收跌 1.70 元/桶,跌幅 0.40%,报 426.60 元/桶;相关成品油主力期货高硫燃料油收跌 47.00 元/吨,跌幅 1.93%,报 2390.00 元/吨;低硫燃料油收跌 4.00 元/吨,跌幅 0.14%,报 2914.00 元/吨。

供给层面美国产量下滑至 13.84 百万桶/日;11 月 OPEC 三方产量数据出炉,较上月减产约 0.02 百万桶/日。

需求层面美国炼厂开工率环比提负至 94.80%;中国主营炼厂开工率环比提负至 75.11%,独立炼厂开工率环比降负至 55.90%;欧洲炼厂开工率提负至 85.77%。

库存层面美国原油商业库存环比去库至 424.42 百万桶,总成品油库存环比累库至 409.84 百万桶;中国原油港口库存累库至 206.16 百万桶,总成品油累库至 182.14 百万桶;欧洲 ARA 总成品油库存累库至 45.89 百万桶。

#### 【策略观点】

1. 油价短多持有。
2. 柴油裂差空配持有。
3. 低高硫价差做阔结束,短期观望。

## 甲醇

#### 【行情资讯】

区域现货涨跌:江苏变动 38 元/吨,鲁南变动 5 元/吨,河南变动 25 元/吨,河北变动 0 元/吨,内蒙变动-12.5 元/吨。

主力期货涨跌:主力合约变动-26 元/吨,报 2148 元/吨,MT0 利润报-159 元。



基本面变化：上游开工率方面甲醇 90.52%，环比变动 0.710%；下游开工率方面烯烃 82.15%，环比变动 0.090%；甲醛 31.62%，环比变动 0.250%；醋酸 75.72%，环比变动 1.910%；二甲醚 6.20%，环比变动-2.480%；MTBE 58.12%，环比变动-1.000%。库存方面港口库存 123.44 万吨，环比变动-11.506 万吨；工厂库存 35.28 万吨，环比变动-0.849 万吨。

#### 【策略观点】

利多兑现后盘面再度陷入短期盘整，港口倒流叠加转口船发货带来港口库存进一步去化。后续来看，进口到港仍将处于高位，而港口烯烃装置存检修预期，后续港口压力仍在，目前港口绝对库存水平依旧较高。供应端企业利润回落到中性位置，开工维持同期高位，整体供应高位。随着利多的兑现，盘面仍将回归现实逻辑，甲醇基本面仍有一定压力，预计低位整理为主，策略方面单边建议观望。

## 尿素

#### 【行情资讯】

区域现货涨跌：山东变动 20 元/吨，河南变动 10 元/吨，河北变动 10 元/吨，湖北变动 0 元/吨，江苏变动 20 元/吨，山西变动 20 元/吨，东北变动 0 元/吨，总体基差报-17 元/吨。

主力期货涨跌：主力合约变动-11 元/吨，报 1697 元/吨。

基本面变化：企业开工 81%，环比变动-1.16%；气制开工 52%，环比变动-3.13%；复合肥开工 39%，环比变动-1.25%；企业库存 117.97 万吨，环比变动-5.45 万吨。

#### 【策略观点】

盘面延续震荡走高，基差与月间价差均有所走强，现实方面，储备需求以及复合肥开工的走高带动短期内需求出现好转，企业预收明显走高。目前出口陆续集港但进度相对较慢，港口库存小幅走高。供应方面，气制装置开工继续季节性回落，煤制变化不大，后续整体供应预计季节性回落为主。供减需求带动企业库存持续回落，尿素整体供需出现改善。尿素下方有出口政策以及成本支撑，下方空间有限，低估值下预计震荡筑底为主。后续来看需求主要关注出口以及淡储需求，供应端则关注冬季气头停车以及成本支撑。策略方面，低价下关注逢低多配为主。

## 聚烯烃

#### 【行情资讯】

政策端：鲍威尔 12 月议息会议发言偏鹰，市场对 26 年 1 月降息预期降低，大宗商品涨跌各现。

估值：聚乙烯周度跌幅（期货>成本>现货），聚丙烯周度跌幅（期货>现货>成本）。

成本端：上周 WTI 原油下跌-4.31%，Brent 原油下跌-4.07%，煤价下跌-5.65%，甲醇上涨 2.00%，乙烯上涨 0.40%，丙烯下跌-2.22%，丙烷下跌-1.98%。成本端支撑尚存。

供应端：PE 产能利用率 81.58%，环比下降-4.77%，同比去年上涨 0.26%，较 5 年同期下降-8.93%。PP 产能利用率 77.74%，环比下降-1.19%，同比去年上涨 3.05%，较 5 年同期下降-11.22%。聚烯烃煤制利润转负，煤制生产厂家面临减产压力。2026 年上半年无新增投产计划，利多 LL2605 合约。

进出口：10 月国内 PE 进口为 101.12 万吨，环比下降-1.07%，同比去年下降-16.22%。9 月国内 PP 进

口 16.92 万吨，环比下降-4.63%，同比去年下降-12.41%。进口利润下降，PE 北美地区货源减少，进口端压力减小。10 月 PE 出口 8.33 万吨，环比下降-16.04%，同比上涨 35.30%。10 月 PP 出口 20.64 万吨，环比下降-0.83%，同比上涨 19.83%。

需求端：PE 下游开工率 42.45 %，环比下降-1.28%，同比持平 0.00%。PP 下游开工率 53.80 %，环比下降-0.35%，同比下降-0.61%。季节性淡季到来，聚烯烃下游开工或将走低。

库存：PE 生产企业库存 48.78 万吨，环比累库 3.65%，较去年同期累库 25.21%；PE 贸易商库存 3.56 万吨，环比去库-5.32%；PP 生产企业库存 53.78 万吨，环比累库 0.13%，较去年同期累库 25.95%；PP 贸易商库存 19.83 万吨，环比去库-4.34%；PP 港口库存 6.75 万吨，环比去库-1.03%。聚烯烃整体库存压力较大，同期高位出现去化。

#### 【策略观点】

鲍威尔 12 月议息会议发言偏鹰，市场对 26 年 1 月降息预期降低，大宗商品涨跌各现。

聚烯烃甲醇制利润转正，总体供应端产量偏宽，LL2601 合约压力尚存，但 LL2605 合约无新增产能压力。

需求端进入季节性淡季，需求端情绪减退，高产量压力背景下聚烯烃价格或将继续震荡下行。

本周预测：聚乙烯(LL2605)：参考震荡区间(6300-6600)；聚丙烯(PP2605)：参考震荡区间(6200-6500)。

推荐策略：做多 LL2605-LL2609（正套策略）。

风险提示：原油价格大幅下降。

## 纯苯&苯乙烯

#### 【行情资讯】

政策端：鲍威尔 12 月议息会议表态偏鹰，市场期待 26 年 1 月降息落地，大宗商品涨跌各现。

估值：苯乙烯周度跌幅（成本>现货>期货），基差走弱，BZN 价差上涨，EB 非一体化装置利润下降。

成本端：上周华东纯苯现货价格下跌-0.38%，纯苯期货活跃合约价格下跌-1.21%，纯苯基差上涨 46 元/吨，纯苯开工率高位震荡。

供应端：EB 产能利用率 68.11%，环比下降-1.07%，同比去年下降-7.33%，较 5 年同期下降-11.55%。苯乙烯非一体化利润修复，开工率随之上升。

进出口：10 月国内纯苯进口量为 496.77 万吨，环比上涨 14.18%，同比去年上涨 14.50%，主要为中东地区货源。10 月 EB 进口量 33.12 万吨，环比上涨 34.31%，同比上涨 58.24%。纯苯港口库存累库至同期高位后企稳，江苏港口 EB 库存去化较大。

需求端：下游三 S 加权开工率 40.60 %，环比下降-3.95%；PS 开工率 54.50 %，环比下降-6.52%，同比下降-14.44%；EPS 开工率 51.81 %，环比下降-3.64%，同比上涨 11.41%；ABS 开工率 71.00 %，环比上涨 0.67%，同比下降-0.98%。季节性淡季，下游利润均处于历史同期低位，开工率季节性走低。

库存：EB 厂内库存 17.90 万吨，环比累库 0.27%，较去年同期累库 17.06%；EB 江苏港口库存 13.47 万吨，环比去库-8.24%，较去年同期累库 335.92%。纯苯港口库存持续累库，苯乙烯港口库存去化放缓。

#### 【策略观点】

鲍威尔 12 月议息会议表态偏鹰，市场期待 26 年 1 月降息落地，大宗商品涨跌各现。

纯苯-石脑油（BZN 价差）上涨，EB 非一体化装置利润下降，整体估值中性。苯乙烯供应端压力较大，需求端进入季节性淡季，下游三 S 利润均处于历史同期低位，开工季节性回落，港口库存去化放缓。短期苯乙烯震荡偏空，待下游需求端利润修复，可观察进场做多机会。

本周预测：纯苯（BZ2603）：参考震荡区间（5300-5600）；苯乙烯（EB2602）：参考震荡区间（6300-6600）。

推荐策略：做空苯乙烯并且做多纯苯。

风险提示：石脑油、纯苯价格大幅上涨，下游三 S 开工大幅上涨。

## PVC

### 【行情资讯】

成本利润：乌海电石价格报 2400 元/吨，周同比下跌 150 元/吨；山东电石价格报 2830 元/吨，周同比下跌 100 元/吨；兰炭陕西中料 850 元/吨，周同比下跌 20 元/吨。利润方面，氯碱综合一体化利润有所修复，乙烯制利润低位运行，目前估值中性偏低。

供应：PVC 产能利用率 77.4%，环比下降 2.1%；其中电石法 77.7%，环比下降 1.9%；乙烯法 76.5%，环比下降 2.4%。上周供应端负荷小幅下降，主因宁波韩华、乐山永祥、河南宇航负荷下降，下周预期负荷进一步下降。12 月整体负荷预期仍然在高位，减产幅度偏小，叠加新装置释放产量，供应压力较大。

需求：出口方面随着印度 BIS 认证政策撤销和反倾销税率市场预期不落地，年末出口印度的预期好转，但存在淡季压力；三大下游开工小幅下滑，管材负荷 37.6%，环比持平；薄膜负荷 67.1%，环比下降 6.8%；型材负荷 31.4%，环比下降 3.7%；整体下游负荷 45.4%，环比下降 3.5%，下游整体开工即将步入淡季。上周 PVC 预售量 76.2 万吨，环比上升 11.4 万吨。

库存：上周厂内库存 32.9 万吨，环比去库 1.6 万吨；社会库存 105.7 万吨，环比去库 0.3 万吨；整体库存 138.5 万吨，环比去库 1.8 万吨；仓单数量有所下降。目前仍然处于累库周期，在供强需弱的格局下，即使印度方面出口压力缓解，由于国内需求表现持续偏弱且即将步入淡季，难以消化持续上升的产量，累库将延续。

### 【策略观点】

小结：基本上企业综合利润位于历史低位水平，估值压力短期较小，但供给端减产偏少，产量位于历史高位，新装置释放产量，下游方面内需即将步入淡季，需求端承压，出口方面印度 BIS 政策撤销并预期不实施反倾销税率，预计将维持对印度的高出口量，但也存在淡季压力。成本端电石持稳，烧碱偏弱。中期方面，新装置投产落地后供需格局偏差，房地产需求持续下滑，需要依赖出口增长或老装置出清消化国内过剩产能。整体而言，国内供强需弱的现实下，国内需求偏差，难以扭转供给过剩的格局，基本面较差，短期情绪偏强带动反弹，中期在行业实质性大幅减产前仍然以逢高空配的思路为主。

## 乙二醇

### 【行情资讯】

价格表现：上周走势震荡，05 合约单周上涨 27 元，报 3738 元。现货端华东价格上涨 30 元，报 3633 元。基差上涨 2 元，截至 12 月 19 日为-16 元。5-9 价差下降 5 元，截至 12 月 19 日为-66 元。

供应端：上周 EG 负荷 72%，环比上升 2%，其中合成气制 75.5%，环比上升 3.3%；乙烯制负荷 70%，环比上升 1.3%。合成气制装置方面，正达凯重启，充矿一条线检修；油化工方面，海南炼化降负荷。整体上，近期随着利润压缩，企业计划外降负逐渐增多，后续负荷预期将较前期的高位有所改善。到港方面，上周到港预报 11.8 万吨，环比下降 3.7 万吨，10 月进口 65 万吨，环比上升 3 万吨。

需求端：上周聚酯负荷 91.1%，环比下降 0.1%，其中长丝负荷 93.8%，环比持平；短纤负荷 95.5%，环比持平；瓶片负荷 71.9%，环比下降 0.3%。装置方面，三房巷 20 万吨长停长丝重启。涤纶方面，利润走弱，短期库存压力较低，终端逐渐转入淡季，聚酯化纤预期受淡季和负利润影响计划大幅减产；瓶片受制于库存压力和下游淡季，负荷短期持稳为主。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷 79%，环比下降 4%；织机负荷 62%，环比下降 5%；涤纱负荷 64.5%，环比下降 1.2%。纺服零售 11 月国内零售同比+3.5%，出口同比-12.2%。

库存：截至 12 月 15 日，港口库存 84.4 万吨，环比累库 2.5 万吨；下游工厂库存天数 14.2 天，环比下降 0.3 天。短期看，到港量上周仍然偏高，出港量小幅上升，港口库存预期小幅累库。国内装置意外检修增多，但检修量仍然不足，海外到港 12 月仍然在高位，乙二醇在 12 月延续累库周期。

估值成本端：石脑油制利润上涨 168 元至-847 元/吨，国内乙烯制利润上涨 41 元至-964 元/吨，煤制利润上涨 94 元至 123 元/吨。成本端乙烯 745 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 550 元/吨，成本煤炭回落、乙烯持稳，目前整体估值中性。

#### 【策略观点】

小结：产业基本面上，国内装置负荷意外检修量上升，国内供应预期有所改善，但目前整体负荷仍然偏高，且进口量 12 月在高位，港口累库周期将延续，中期在新装置投产压力下存在进一步压制利润降负的预期，供需格局需要加大减产来改善。估值目前同比中性偏低，短期意外检修量开始上升，需要防范检修量进一步上升导致平衡表预期的逆转，或将带来反弹风险。

## PTA

#### 【行情资讯】

价格表现：上周大幅上涨，05 合约单周上涨 208 元，报 4882 元。现货端华东价格上涨 140 元，报 4750 元。现货基差上涨 10 元，截至 12 月 19 日为-10 元。5-9 价差上涨 24 元，截至 12 月 19 日为 72 元。

供应端：PTA 负荷 73.2%，环比下降 0.5%，装置方面，英力士降负荷，后期可能停车。PTA 十二月检修量维持十一月左右的水平，整体负荷仍然偏低。

需求端：上周聚酯负荷 91.1%，环比下降 0.1%，其中长丝负荷 93.8%，环比持平；短纤负荷 95.5%，环比持平；瓶片负荷 71.9%，环比下降 0.3%。装置方面，三房巷 20 万吨长停长丝重启。涤纶方面，利润走弱，短期库存压力较低，终端逐渐转入淡季，聚酯化纤预期受淡季和负利润影响计划大幅减产；瓶片受制于库存压力和下游淡季，负荷短期持稳为主。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷 79%，环比下降 4%；织机负荷 62%，环比下降 5%；涤纱负荷 64.5%，环比下降 1.2%。纺服零售 11 月国内零售同比+3.5%，出口同比-12.2%。

库存：截至 12 月 12 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单） 215 万吨，环比去库 1.9 万吨。PTA 十二月检修量维持高位，预期去库延续。

利润端：上周现货加工费下跌 41 元，截至 12 月 19 日为 130 元/吨；盘面加工费上涨 63 元，截至 12 月 19 日为 244 元/吨。

#### 【策略观点】

小结：上周 PTA 加工费小幅压缩，主因 PX 大幅上涨，但 PTA 目前的淡季压力仍然较大，因此小幅压缩加工费，价格跟随 PX 大幅上涨。后续来看，供给端短期维持高检修，需求端聚酯化纤库存和利润压力较低，但受制于淡季负荷将逐渐下降，瓶片由于库存压力和下游淡季瓶片负荷难以上升。估值方面，PTA 加工费短期在没有进一步刺激下上方空间有限，上游 PXN 不受淡季影响，在强预期下支撑向上，关注预期交易的逢低做多机会。

## 对二甲苯

#### 【行情资讯】

价格表现：上周大幅上涨，03 合约单周上涨 312 元，报 7070 元。现货端 CFR 中国上涨 35 美元，报 866 美元。现货折算基差下跌 36 元，截至 12 月 19 日为-28 元。3-5 价差上涨 24 元，截至 12 月 19 日为 54 元。

供应端：上周中国负荷 88.1%，环比持平；亚洲负荷 78.9%，环比下降 0.4%。装置方面，国内整体变动不大，海外日本 Eneos 一条 26 万吨装置重启。进口方面，12 月上旬韩国 PX 出口中国 13.9 万吨，同比下降 0.5 万吨。整体上，后续国内检修量仍然偏少，负荷持续偏高。

需求端：PTA 负荷 73.2%，环比下降 0.5%，装置方面，英力士降负荷，后期可能停车。PTA 十二月检修量维持十一月左右的水平，整体负荷仍然偏低。

库存：10 月底社会库存 407.4 万吨，环比累库 4.8 万吨，根据平衡表 11-12 月预期小幅累库，主因 PTA 检修量大幅上升。

估值成本端：上周 PXN 截至 12 月 19 日为 335 美元，同比上涨 53 美元；石脑油裂差下跌 6 美元，截至



12月18日为97美元，原油震荡走弱。芳烃调油方面，上周美亚汽油裂解价差回落，美国汽油库存累库，美亚芳烃价差持续下降，调油相对价值偏弱。

#### 【策略观点】

小结：上周PXN大幅上涨，在缺乏驱动的情况下，主要受明年供需较好预期的影响走强。目前PX负荷维持高位，下游PTA检修较多，整体负荷中枢较低，PTA投产较多叠加下游逐渐转淡季预期下压制PTA加工费，而PTA低开工导致PX库存难以持续去化，预期十二月份PX小幅累库。目前估值中性水平，芳烃数据回落和偏弱的现实没有使得PXN进一步压缩，反而开始计价中期的良好格局预期，关注逢低做多的机会。

## 农产品类

### 生猪

#### 【行情资讯】

现货端：上周国内猪价冲高后小幅回落，周末以弱势下行为主，其中河南均价落0.15元至11.54元/公斤，四川均价落0.44元至11.67元/公斤，部分养殖场或开始进入年底冲刺，生猪供应或较为充足，需求端随冬至过去或小幅回落，整体猪价仍有继续下跌空间。

供应端：10月官方母猪存栏为3990万头，环比回落1.1%，仍比正常母猪保有量多2.3%，去年以来母猪产能的持续增加，或导致今年及明年上半年供应基调维持偏空；不过，当前政策端强制去产能的预期较强，或在今年亏损有限的背景下改善明年供应，未来几个月需重点关注政策去产能的兑现情况，从已公布的数据看，前期产能去化进度偏慢，近期有加速迹象。从仔猪端数据看，当前至明年5月基础供应整体呈逐月增加的趋势，叠加本轮冻品入库及二育活体导致的向后累库，以及为应对节后淡季而前置的供应，预计今年春节前生猪市场面临的依旧是高屠宰+大体重的熊市配置；从近端数据看，国庆后屠宰量维持偏高，冻品库存持续回升，生猪交易均重同比偏大、环比回升，短期市场依旧是个供应偏大和过剩的格局。

需求端：冬至过后北方需求高峰或陆续结束，屠宰量不乏冲高回落可能；而南方部分区域需求仍有增加可能。

#### 【策略观点】

消费放量在即，现货走暖带动盘面走稳，前期市场预期偏悲观，低价位叠加高持仓下面临修正可能，不过近月未来直面的是极高供应，整体反弹空间或受限，等待消费脉冲反弹后以抛空为主；远端估值不高，且有产能去化的题材，中期留意下方支撑，思路反套或低多远月为主。

## 鸡蛋

### 【行情资讯】

现货端：上周国内蛋价冲高后走稳或小幅回落，周内供应充足，需求端缺乏明显提振，蛋价小涨后贸易商采购心态谨慎，市场走货放缓，周末以稳定为主，局部略弱，黑山报价小落 0.1 元至 2.8 元/斤，馆陶维持 2.8 元/斤不变；鸡蛋供应充足，但下游需求表现一般，供强需弱下，本周初鸡蛋价格存小幅下滑风险，随着蛋价降至阶段性低位，加之元旦临近，贸易商或逢低补货，在产地采购量增加，后期鸡蛋价格或小幅反弹。

补栏和淘汰：受蛋价弱势以及养殖亏损的影响，市场补栏情绪延续低迷，因季节性因素，11 月份补栏环比小幅增加 1%，为 7910 万只，同比下降幅度达 13.4%；蛋价反弹无力，养殖亏损扩大，市场淘鸡情绪延续积极，老鸡价同比创多年新低，淘鸡-白鸡价差进一步回落，鸡龄下降至 486 天，不过离超量淘汰仍有距离。

存栏及趋势：截止 11 月底，在产蛋鸡存栏量为 13.52 亿只，低于前值并显著低于此前预期，主因为淘鸡量出栏意外不降反增，不过从绝对数量看依旧偏大，环比 10 月下降 0.07 亿只，同比去年的 12.84 亿只增加 5.3%；按前期补栏推算，考虑正常淘鸡的情况下，预计未来存栏逐步见顶回落，至明年 4 月进一步下降至 13 亿只，跌幅空间 3.8%，相对供应逐步下降，绝对供应仍属偏高。

需求端：随着降温进行，鸡蛋保存条件转好，至春节前消费端或经历先累库再去库的过程转化。

### 【策略观点】

前期市场旺季备货有所期待，盘面给出的升水偏高，远端有产能去化的预期，但整体供应下降有限背景下，过度预期容易导致淘鸡走量减缓，抑制产能下降速度，进而导致现货走势不及预期，盘面近月仍以挤升水走势为主，反弹抛空；远端有产能去化预期，但估值偏高，长期留意上方压力。

## 豆菜粕

### 【行情资讯】

上周美豆延续下跌，南美丰产预期及美国生物柴油政策推迟构成利空。巴西主要种植区未来两周预报降雨偏多，阿根廷主产区预计降雨量也处于正常水平，不过阿根廷最大主产区布宜诺斯艾利斯省降雨偏少，需持续关注其天气表现。全球大豆预测年度库销比同比仍较高，尚不足以产生 CBOT 大豆盘面种植利润丰厚的行情，预计在南美天气没有出现显著问题背景下大豆到港成本仍然震荡为主。上周国内豆粕现货震荡，期货盘面窄幅下跌，油厂买船利润小幅亏损。国内豆粕成交较弱，提货环比下滑不过仍较好。国内大豆、豆粕库存同比较高，去库进度缓慢。目前买船进度预示国内大豆及豆粕库存将持续下降，叠加当前国内豆粕大量提货，国内豆系基差具有一定支撑。

### 【策略观点】

进口成本方面，全球大豆新作产量一直被边际下调，总产量已持平于总需求，全球大豆供应相比 24/25

年度有所下降，这意味着进口成本的底部或已显现，但向上空间或需要更大的减产力度。当前国内大豆库存处历年最高水平，豆粕库存偏大，榨利承压，不过逐步进入去库季节，存在一定支撑。豆粕在成本有支撑，榨利承压的情况下预计震荡运行。

## 油脂

### 【行情资讯】

上周三大油脂加速下跌，外资持续减多加空，高频数据显示马棕出口态势仍然低迷。菜油方面受累于加菜籽等国际油籽价格下行趋势快速下跌。豆油方面大豆进口成本下行，叠加其他油脂回落，跟随偏弱为主。按往年正常水平产量及国际需求来看，来年一季度棕榈油将会进入快速去库节奏。然而当前马来西亚的产量同比仍然偏大，出口数据也不佳，棕榈油弱势暂难缓解，甚至不排除出现 2018、2019 年初棕榈油产量反季节性偏高引发油脂一季度单边下行的情景。

上周油脂现货基差稳定。国内油脂总库存持续去化，油脂供应较充足。大豆压榨量仍较高，豆油产量较大，去库力度不足，菜油库存则因进口较少持续去化，棕榈油库存因进口量低维持稳定，国内油脂总库存维持缓慢下行趋势。

### 【策略观点】

今年马来、印尼棕榈油产量超预期压制棕榈油行情表现，短期马棕出口数据不佳、产量同比偏高亦推动走弱。不过棕榈油短期因供应偏大累库的现实可能会在明年一季度迎来反转，因为季节性产量下滑，全球需求季节性下滑幅度相对更小，但也需要注意重现 2018、2019 年一季度高产量引发单边下行情景的可能性。策略上，近期油脂数据偏空，建议观察高频数据短线操作。

## 白糖

### 【行情资讯】

外盘方面，上周原糖价格下跌，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 14.85 美分/磅，较之前一周下跌 0.25 美分/磅，跌幅 1.66%；价差方面，原糖 3-5 月差报 0.43 美分/磅，较之前一周上涨 0.02 美分/磅；伦敦白糖 3-5 月差报 3.8 美元/吨，较之前一周上涨 0.6 美元/吨；3 月合约原白价差报 99 美元/吨，较之前一周上涨 3 美元/吨。国内方面，上周郑糖价格增仓下跌，截至周五郑糖 5 月合约收盘价报 5088 元/吨，较之前一周下跌 126 元/吨，跌幅 2.42%。广西现货报 5240 元/吨，较之前一周下跌 100 元/吨；基差报 125 元/吨，较之前一周上涨 26 元/吨；1-5 价差报 89 元/吨，较之前一周下跌 27 元/吨；配额外现货进口利润报 394 元/吨，较之前一周下跌 124 元/吨。

据海关总署公布的数据显示，2025 年 11 月份我国进口食糖 44 万吨，同比减少 9 万吨。2025 年 1-11 月我国累计进口食糖 434 万吨，同比增加 38 万吨，2025/26 榨季截至 11 月底我国进口食糖 119 万吨，同比增加 12 万吨。11 月我国进口糖浆、预混粉合计 11.44 万吨，同比减少 10.82 万吨。2025 年 1-11 月我国进口糖浆、预混粉合计 111.91 万吨，同比减少 106.71 万吨。2025/26 榨季截至 11 月底我国进口糖浆、预混粉合计 22.99 万吨，同比减少 21.87 万吨。据巴西甘蔗业协会（Unica）最新数据显示，11 月下半

月巴西中南部地区甘蔗压榨量为 1599.3 万吨，同比减少 21.08%；糖产量为 72.4 万吨，同比减少 32.94%；甘蔗制糖比为 35.52%，同比减少 9.12 个百分点。据印度全国甘蔗和糖业联合会(NFCSF)发布的数据显示，截至 12 月 15 日，印度已累计产糖 779 万吨，同比增加 172 万吨。

#### 【策略观点】

目前预估新榨季主要产糖国产量增加，全球供需关系从短缺转为过剩，直到明年一季度，国际糖价可能难有太大的起色。叠加目前国内配额外进口利润窗口也是持续打开，大方向还是维持看空。但国内糖价已经处于相对低位，多空博弈的难度加大，建议短线观望。

## 棉花

#### 【行情资讯】

外盘方面，上周美棉花期货价格窄幅震荡，截至周五美棉花期货 3 月合约收盘价报 63.65 美分/磅，较之前一周下跌 0.18 美分/磅，跌幅 0.28%。价差方面，美棉 3-5 月差报-1.1 美分/磅，较之前一周持平。国内方面，上周郑棉价格增仓上涨，截至周五郑棉 5 月合约收盘价报 14015 元/吨，较之前一周上涨 165 元/吨，涨幅 1.19%。中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B 报 15145 元/吨，较之前一周上涨 83 元/吨。基差报 1130 元/吨，较之前一周下跌 82 元/吨。郑棉 1-5 月差报 30 元/吨，较之前一周上涨 45 元/吨。

据海关总署公布的数据显示，2025 年 11 月份我国进口棉花 12 万吨，同比增加 1 万吨。2025 年 1-11 月我国累计进口棉花 90 万吨，同比减少 160 万吨，2025/26 年度（8 月至次年 7 月）截至 11 月底我国进口棉花 88 万吨，同比减少 41 万吨。据 Mysteel 最新公布的数据显示，截至 12 月 19 日当周，纺纱厂开机率为 65.3%，环比前一周下降 0.2 个百分点，较去年同期减少 1.4 个百分点，较近五年均值 73%，同比减少 7.7 个百分点；全国棉花商业库存 504 万吨，同比增加 19 万吨。据 USDA 最新公布的 12 月月度供需报告数据显示，2025/26 年度全球棉花产量预估较 11 月下调 6 万吨至 2608 万吨。其中美国产量预估上调 3 万吨至 311 万吨；巴西产量预估维持在 408 万吨；印度产量预估维持 523 万吨；中国产量预估维持在 729 万吨。

#### 【策略观点】

从基本面来看，前期旺季不旺，但旺季结束后需求并没有太差，下游开机率维持在中等水平，并且此前盘面价格下跌也消化了国内丰产的利空。因新疆棉花目标价格补贴政策或有调整，短线有资金入场推高棉价，但消息尚未落实，叠加套保盘压力，郑棉走出单边趋势行情的概率不高。

## 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，并鼓励交易者寻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。未经许可，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

深圳市南山区滨海大道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

【五矿期货分析师团队】			
姓名	职务	组别	研究方向
孟远	总经理	主持研究中心工作	
吴坤金	总经理助理、组长	有色金属组7人	铜、铝
曾宇轲	分析师		碳酸锂
张世骄	分析师		铅、锌
王梓铎	分析师		氧化铝、烧碱
刘显杰	分析师		镍、锡
陈逸	分析师		不锈钢、玻璃、纯碱
陈仪方	有色研究助理		有色研究支持
蒋文斌	高级投资经理、组长	宏观金融组3人	宏观、股指
钟俊轩	分析师		贵金属、海外宏观
程靖茹	分析师		国债、国内宏观
陈张滢	分析师、组长	黑色建材组4人	煤炭、铁合金
朗志杰	分析师		玻璃、纯碱
万林新	分析师		铁矿、多晶硅、工业硅
赵航	分析师		钢材
刘洁文	分析师	能源化工组5人	甲醇、尿素
张正华	分析师		橡胶、20号胶、BR橡胶
徐绍祖	分析师		塑料、PP、苯乙烯
马桂炎	分析师		PX、PTA、MEG、PVC
严梓桑	分析师		原油、燃油、低硫燃料油、沥青
王俊	分析师、组长	农产品组3人	生猪、鸡蛋
杨泽元	分析师		白糖、棉花
斯小伟	分析师		豆粕、油脂