

## 宏观金融类

### 股指

前一交易日沪指+0.51%，创指-0.37%，科创 50-0.95%，北证 50-0.13%，上证 50+0.63%，沪深 300+0.18%，中证 500-0.41%，中证 1000-0.46%，中证 2000-0.26%，万得微盘+0.35%。两市合计成交 13553 亿，较上一日+2194 亿。

宏观消息面：

1、中长期资金入市明确硬指标：公募基金持有 A 股市值未来三年每年至少增长 10%，保险公司每年新增保费的 30%用于投资 A 股，降低基金销售费用预计每年合计为投资者节约大概 450 亿元。

2、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。

3、美国上周首次申请失业救济人数 22.3 万人，高于预期。

资金面：融资额-18.29 亿；隔夜 Shibor 利率-1.60bp 至 1.7640%，流动性较为宽松；3 年期企业债 AA-级别利率+1.00bp 至 3.1422%，十年期国债利率+0.68bp 至 1.6607%，信用利差+0.32bp 至 148bp；美国 10 年期利率+3.00bp 至 4.60%，中美利差-2.32bp 至 -294bp。

市盈率：沪深 300:12.38，中证 500:27.14，中证 1000:35.84，上证 50:10.64。

市净率：沪深 300:1.33，中证 500:1.77，中证 1000:1.99，上证 50:1.20。

股息率：沪深 300:3.42%，中证 500:1.88%，中证 1000:1.55%，上证 50:4.28%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.17%/-0.14%/-0.69%/-1.72%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.41%/-0.79%/-2.43%/-4.05%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.34%/-0.91%/-2.95%/-4.94%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.05%/+0.10%/+0.04%/-1.48%。

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

行情方面：周四，TL 主力合约下跌 0.16%，收于 120.23；T 主力合约下跌 0.07%，收于 109.105；TF 主力合约下跌 0.06%，收于 106.450；TS 主力合约下跌 0.03%，收于 102.758。

消息方面：1、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；2、欧元区1月消费者信心指数初值为-14.2，预期-14.2，前值-14.5；3、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。

流动性：央行周四开展4800亿元14天期逆回购操作，因当日有3405亿元7天期逆回购到期，当日实现净投放1395亿元。

策略：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

沪金涨0.11%，报646.90元/克，沪银跌1.12%，报7676.00元/千克；COMEX金跌0.12%，报2761.70美元/盎司，COMEX银涨0.03%，报30.85美元/盎司；美国10年期国债收益率报4.6%，美元指数报108.14；

市场展望：

今日凌晨，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（指代联储主席以及票委）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。

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。

下周议息会议中联储官员的表态仍存在不确定性，当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，而白银价格表现将弱于黄金，贵金属策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间632-655元/克，沪银主力合约参考运行区间7452-7846元/千克。

## 有色金属类

### 铜

隔夜美股走势偏强，离岸人民币贬值，铜价下探回升，昨日伦铜微涨 0.02% 至 9237 美元/吨，沪铜主力合约收至 75390 元/吨。产业层面，昨日 LME 库存减少 1350 至 259050 吨，注销仓单比例下滑至 10.2%，Cash/3M 贴水 118 美元/吨。国内方面，昨日上海地区现货贴水扩大至 50 元/吨，现货市场氛围清淡，供需两弱，基差继续下滑。广东地区库存继续增加，持货商继续降价出货，现货贴水扩大至 175 元/吨。进出口方面，昨日国内铜现货进口亏损 300 元/吨左右，洋山铜溢价环比持平。废铜方面，昨日国内精废价差收缩至 2200 元/吨，废铜替代优势降低。价格层面，美国新当选总统上任后短期政策有待落地；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，库存表现稍强于季节性，铜价支撑偏强，海外供应端存在一定扰动，现货边际有所改善。短期关注美国关税和基建政策落地情况，若关税力度不及预期，铜价或仍有回调。今日沪铜主力运行区间参考：74800-76000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9150-9300 美元/吨。

### 铝

沪铝主力合约报收 20115 元/吨（截止昨日下午三点），下跌 0.84%。SMM 现货 A00 铝报均价 20170 元/吨。A00 铝锭升贴水平均价-30。铝期货仓单 66879 吨，较前一日增加 74 吨。LME 铝库存 597675 吨，减少 2500 吨。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。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%。

海关总署数据显示，12 月原铝进口 16.15 万吨。同比减少 3%，环比增加 7%。LME 升贴水持续走高，铝锭库存进入累库状态，春节临近下游需求走弱，短期内预计铝价仍将维持震荡走势，国内参考运行区间：19800-20800 元/吨；LME-3M 参考运行区间：2520-2800 美元/吨。

### 锌

周四沪锌指数收跌 1.68% 至 23699 元/吨，单边交易总持仓 19.14 万手。截至周四下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期跌 45 至 2862 美元/吨，总持仓 21.97 万手。内盘上海地区基差 10 元/吨，连续合约-连一合约价差-25 元/吨。外盘 cash-3S 合约基差-43.9 美元/吨，3-15 价差-42.74 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.139，锌锭进口盈亏为-846.49 元/吨。SMM0# 锌锭均价 23680 元/吨，上海基差 10 元/吨，天津基差平水，广东基差 70 元/吨，沪粤价差-60 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 0.06 万吨，LME 锌锭库存录得 19.3 万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录得增至 6.26 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

周四沪铅指数收跌 0.41% 至 16704 元/吨，单边交易总持仓 6.95 万手。截至周四下午 15:00，伦铅 3S

较前日同期跌6至1958美元/吨，总持仓14.61万手。内盘原生基差-40元/吨，连续合约-连一合约价差10元/吨。外盘cash-3S合约基差-36.63美元/吨，3-15价差-88.59美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.172，铅锭进口盈亏为-570.86元/吨。SMM1#铅锭均价16600元/吨，再生精铅均价16550元/吨，精废价差50元/吨，废电动车电池均价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22.94万吨。据钢联数据，国内社会库存录减至4.08万吨。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。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

2025年1月23日，沪镍主力合约收盘价124120元/吨，较前日上涨0.13%，LME主力合约收盘价15640美元/吨，较前日下跌0.95%。

宏观方面，美国总统特朗普发表了呼吁降低利率的言论，但未就关税问题作出明确表态，美元指数美盘急速下跌，盘中一度失守108关口，随后收复部分失地，最终收跌0.1%，报108.14。

现货市场方面，日内镍价大幅回落，精炼镍贸易商多已休假或做收尾工作，仍在出货商家较少，各品牌现货升贴水多有上涨。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。俄镍现货均价对近月合约升贴水为-150元/吨，较前日下跌50元/吨，金川镍现货升水均价报2000元/吨，均价较前日上涨100元/吨。

综合而言，当前镍价估值回归中性水平，宏观层面仍面临较大不确定性，应密切关注美国新一届政府的政策变化对市场情绪的影响。预计今日镍价震荡运行为主，沪镍主力合约价格运行区间参考123000-126000元/吨，伦镍3M合约运行区间参考15200-16000美元/吨。

## 锡

沪锡主力合约报收248020元/吨，下跌0.33%（截止昨日下午三点）。国内，上期所期货注册仓单增加429吨，现为5626吨。LME库存减少100吨，现为4570吨。长江有色锡1#的平均价为248570元/吨。

上游云南40%锡精矿报收234000元/吨。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%。

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%。精锡进口方面，进口量2991吨，环比下降15.0%，同比下滑39.6%。精锡出口受到人民币温和贬值影响以及年末外需采购的提振，当月量增加至2084吨，环比增长43.0%，同比增长146.0%。短期下游需求进入淡季，基本面无显著矛盾，盘面受预期影响较大，后续预计锡价将呈现宽幅震荡走势，国内参考运行区间：235000-263000元/吨。LME-3M参考运行区间：28000-32000美元/吨。

## 碳酸锂

五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 76,561 元，较上一工作日+0.12%，其中 MMLC 电池级碳酸锂报价 76,500-78,300 元，均价较上一工作日+150 元(+0.19%)，工业级碳酸锂报价 74,500-75,900 元。LC2505 合约收盘价 79,580 元，较前日收盘价+0.48%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 2,180 元。

交易所周五调保，节前多空资金偏谨慎，盘面震荡调整。临近假期，碳酸锂产量环比小幅下调，国内社会库存增 200 余吨。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。目前产业间长协谈判进度缓慢，短期上游在定价中更为主动。原料进入底部区间，下游提前备货意愿将释放，从而形成支撑，碳酸锂进一步下探空间有限。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。今日广期所碳酸锂 2505 合约参考运行区间 78,000-81,000 元/吨。

## 氧化铝

2025 年 1 月 23 日，截止下午 3 时，氧化铝指数日内下跌 2.92%至 3594 元/吨，单边总持仓 22.5 万手，较前一交易日增加 0.1 万吨。现货方面，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆地区现货价格分别下跌 200 元/吨、200 元/吨、120 元/吨、160 元/吨、120 元/吨和 100 元/吨。基差方面，山东现货价格报 4000 元/吨，升水主力合约 342 元/吨。海外方面，MYSTEEL 澳洲 FOB 价格维持 568 美金/吨，进口盈亏报-922 元/吨。期货库存方面，周四仓单报 4.32 万吨，较前一交易日保持不变，交割库周库存报 4.48 万吨，较上一周累库 2.6 万吨。根据钢联最新数据，最新氧化铝社会库存录得 374.9 万吨，较上周累库 3.6 万吨。矿端，几内亚 CIF 价格维持 115 美元/吨，澳大利亚铝土矿 CIF 价格维持 97 美元/吨。

总体来看，原料端，国内整体仍未见规模复产，几内亚矿石发运大幅恢复，预计随着矿石到港增加，矿石紧缺局面将有所缓解；供给端，受环保督察和矿石紧缺影响，短期供应仍受限，但随着山西部分氧化铝厂超预期复产和新建产能逐步投产，预计氧化铝产量将逐步上行；需求端，电解铝开工仍维稳，增产及减产并行。进出口方面，海外氧化铝报价走低，国内外氧化铝供应同步转松，进出口结构短期预计维稳。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：3500-3900 元/吨。

## 不锈钢

周四下午 15:00 不锈钢主力合约收 13060 元/吨，当日-0.84%(-110)，单边持仓 32.00 万手，较上一交易日-8067 手。

现货方面，佛山市场宝新 304 冷轧卷板报 13250 元/吨，较前日持平，无锡市场宝新 304 冷轧卷板报 13700 元/吨，较前日持平；佛山基差 190(+110)，无锡基差 640(+110)；佛山宏旺 201 报 8600 元/吨，较前日持平，宏旺罩退 430 报 7800 元/吨，较前日持平。

原料方面，山东高镍铁出厂价报 940 元/镍，较前日持平。保定 304 废钢工业料回收价报 8850 元/吨，较前日持平。高碳铬铁北方主产区报价 7200 元/50 基吨，较前日+100。期货库存录得 98163 吨，较前日+3107。据钢联数据，社会库存录得 93.19 万吨，环比增加 4.73%，其中 300 系库存 60.88 万吨，环比增加 4.21%。

现货方面，目前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订单，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。预期后市不锈钢震荡运行。

## 黑色建材类

### 钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 3352 元/吨，较上一交易日涨 15 元/吨（0.449%）。当日注册仓单 67032 吨，环比持平。主力合约持仓量为 170.4493 万手，环比增加 11420 手。现货市场方面，螺纹钢天津汇总价格为 3310 元/吨，环比持平；上海汇总价格为 3380 元/吨，环比持平。热轧板卷主力合约收盘价为 3457 元/吨，较上一交易日涨 7 元/吨（0.202%）。当日注册仓单 348575 吨，环比减少 1495 吨。主力合约持仓量为 118.0384 万手，环比增加 1023 手。现货方面，热轧板卷乐从汇总价格为 3440 元/吨，环比持平；上海汇总价格为 3440 元/吨，环比持平。

成材盘面价格延续窄幅震荡走势。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。但短周期层面未有明显利好，市场情绪随之高开低走。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，当下走势更多为阶段性价格反弹，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。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。

### 铁矿石

昨日铁矿石主力合约（I2505）收至 801.50 元/吨，涨跌幅+0.12 %（+1.00），持仓变化+9557 手，变化至 49.34 万手。铁矿石加权持仓量 76.84 万手。现货青岛港 PB 粉 791 元/湿吨，折盘面基差 39.65 元/吨，基差率 4.71%。

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 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，下游的低库存与当前利润也为铁水后续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，近期商品市场情绪向好，黑色市场需求淡季的背景下，矿价或震荡偏强运行。春节后则关注两会宏观预期以及终端需求恢复情况。

## 玻璃纯碱

玻璃：玻璃现货报价 1320，沙河产销回落，中下游业者陆续放假。截止到 20250123，全国浮法玻璃样本企业总库存 4335.6 万重箱，环比-49.7 万重箱，环比-1.13%，同比+35.59%。折库存天数 20.2 天，较上期-0.3 天。产业供需矛盾较小。宏观方面，经济工作会落地，增量信息有限，关注节后两会。净持仓空头增仓为主，短期偏多看待。

纯碱：纯碱现货价格 1455，纯碱检修企业逐步恢复，整体开工及产量提升。纯碱需求一般，刚需采购及节前补库。截止到 2025 年 1 月 23 日，国内纯碱厂家总库存 142.95 万吨，较周一减少 0.66 万吨，跌幅 0.46%。其中，轻质纯碱 57.09 万吨，环比下跌 2.71 万吨，重质纯碱 85.86 万吨，环比增加 2.05 万吨。净持仓空头增仓为主，盘面滞涨。

## 锰硅硅铁

周四，锰硅主力（SM505 合约）维持震荡，日内收跌 0.33%，收盘报 6702 元/吨。现货端，天津 6517 锰硅现货市场报价 6400 元/吨，环比上日持平，折盘面 6590，贴水盘面 112 元/吨。硅铁主力（SF503 合约）早盘冲高回落，日内收涨 0.06%，收盘报 6342 元/吨。现货端，天津 72#硅铁现货市场报价 6440 元/吨，环比上日持稳，升水盘面 98 元/吨。

盘面方面，日线级别来看，锰硅价格短期在左侧 6800 元/吨高点附近受阻，再度进入盘整状态。我们前期提到“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，则或可继续关注上方 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”。目前来看，当前价格仍处于震荡纠结之中，继续关注当前区间的盘整强弱情况。

硅铁方面，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。

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。

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。

## 工业硅

周四，工业硅期货主力（SI2503 合约）窄幅震荡，日内收跌 0.09%，收盘报 10755 元/吨。现货端，华东不通氧 553#市场报价 10650 元/吨，环比上日持稳，贴水期货主力合约 105 元/吨；421#市场报价 11600 元/吨，环比上日持稳，折合盘面价格 10800 元/吨，升水期货主力合约 45 元/吨。

盘面方面，工业硅价格日线级别摆脱加速下跌趋势，但大的下跌趋势仍未结束，短期价格或暂时步入震荡整理阶段。短期关注上方 11000 元/吨及 11300 元/吨附近的压力情况以及下方 10550 元/吨及前低 10385 元/吨附近支撑情况。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

橡胶胶价大幅度波动。

技术面看，胶价到了选择方向的点位附近，选择向下。宜多加关注。

多空讲述不同的故事。涨因减产预期看多，跌因需求证伪。

天然橡胶 RU 多头认为东南亚尤其是泰国的天气可能有助于橡胶减产。市场对收储轮储也或有预期。政策的利好扭转了需求的预期。

天然橡胶空头认为需求平淡。胶价高会刺激全年大量新增供应，减产或落空，增产可预期。高产季节，



会证明供应季节性增加的压力仍然存在。

行业如何？

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。

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。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 泰标混合胶 16400（-100）元。STR20 报 1985（-20）美元。  
山东丁二烯 12900（0）元。江浙丁二烯 12500（-50）元。华北顺丁 14500（100）元。

操作建议：

技术面看，橡胶胶价到了选择方向的点位附近。

我们偏空思路。建议空头配置。并设置止损。

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。

## 原油

WTI 主力原油期货收跌 1.13 美元，跌幅 1.50%，报 74.28 美元；布伦特主力原油期货收跌 1.11 美元，跌幅 1.41%，报 77.86 美元；INE 主力原油期货收跌 42.10 元，跌幅 6.18%，报 638.9 元。

数据方面：美国 EIA 周度数据出炉，美国原油商业库存去库不及预期，本周去库 1.01 百万桶至 411.663 百万桶；汽油库存去库 2.33 百万桶至 245.90 百万桶；柴油库存去库 3.07 百万桶至 128.95 百万桶；燃料油去库 0.04 百万桶至 23.53 百万桶；航空煤油累库 0.087 百万桶至 43.785 百万桶；炼厂开工大幅度下滑至 85.9%。

消息方面：继美国总统特朗普呼吁俄罗斯总统普京停止俄乌冲突之后，特朗普再次呼吁沙特阿拉伯增产石油将低油价，两者表态对油价利空明显。

短期来看，原油短线受地缘政治溢价如期回落。长期来看，油价 2025 年仍然呈现供大于求的格局，OPEC 内部产油小国已明显与沙特的减产挺价方针出现分歧，特朗普上任后的政治举措基本符合我们的预测，油价中枢仍易跌难涨，推荐投资者逢高空配。

## 甲醇

1 月 23 日 05 合约跌 26，报 2546，现货跌 20，基差+89。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 MT0 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

1月23日05合约跌7，报1755，现货涨20，基差-125。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。

## 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

EG05合约跌25元，报4730元，华东现货跌3元，报4767元，基差25元(+5)，5-9价差-17元(+3)。供给端，乙二醇负荷73.1%，环比上升2.5%，其中合成气制75.5%，乙烯制71.8%，合成气制装置方面，陕西榆林化学装置开启；油化方面，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。下游负荷78.9%，环比下降4.1%，装置方面，共392.5万吨装置减停产。终端加弹负荷下降32%至8%，织机基本全线放假。进口到港预报23.3万吨，环比上升11.2万吨，华东出港1月21日1.3万吨，出库下降。港口库存56万吨，去库1.7万吨。估值和成本上，石脑油制利润为-712元，国内乙烯制利润-537元，煤制利润1159元。成本端乙烯持平至870美元，榆林坑口烟煤末价格下降至600元。美国多套装置因天气停车，对盘面有所支撑，但影响进口量预期相对有限，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

PTA05合约跌76元，报5070元，华东现货跌40元，报5020元，基差-85元(0)，5-9价差-32元(-10)。PTA负荷79.9%，环比下降0.1%，装置方面，整体变动不大。下游负荷78.9%，环比下降4.1%，装置方面，共392.5万吨装置减停产。终端加弹负荷下降32%至8%，织机基本全线放假。库存方面，1月17日社会库存(除信用仓单)环比累库2.7万吨，到297.7万吨。估值和成本方面，PTA现货加工费涨19元，至303元，盘面加工费跌3元，至334元。后续来看，短期PXN修复完成，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，短期内原油回落带动下，预期 PXN 估值及 PTA 加工费窄幅震荡，短期建议观望。

## 对二甲苯

PX05 合约跌 112 元，报 7220 元，PX CFR 跌 11 美元，报 870 美元，按人民币中间价折算基差-29 元(+22)，5-9 价差-86 元(-18)。PX 负荷上看，中国负荷 87.1%，亚洲负荷 78.1%，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。PTA 负荷 79.9%，环比下降 0.1%，装置方面，整体变动不大。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。库存方面，11 月底库存 398 万吨，累库 8 万吨。估值成本方面，PXN 为 210 美元(-1)，石脑油裂差 93 美元(-3)。后续来看意外检修推动的 PXN 修复结束，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，短期内原油回落带动下，预期 PXN 估值窄幅震荡，短期建议观望。

## 聚乙烯 PE

现实端需求端进入季节性淡季，现货价格下跌。成本端原油价格低位震荡，PE 估值向上空间有限。1 月供应端虽无新增产能，但检修高位回落，供应端或将承压。上中游库存去库，对价格支撑尚存；季节性淡季，需求端农膜订单增速放缓，且远不及同期水平，房地产宏观预期转好，但现实端下游开工率回落，将其负反馈传递至价格中枢下移。05 合约持仓量高位回落，助推盘面价格下行，PE 期限由 Backwardation 向水平变化，预计 1 月伴随检修集中回归和新增产能落地，聚乙烯价格或将下行。

基本面看主力合约收盘价 7777 元/吨，下跌 31 元/吨，现货 8100 元/吨，下跌 100 元/吨，基差 323 元/吨，走弱 69 元/吨。上游开工 87.34%，环比无变动 0.00%。周度库存方面，生产企业库存 32.5 万吨，环比去库 0.02 万吨，贸易商库存 2.96 万吨，环比去库 0.36 万吨。下游平均开工率 30%，环比下降 6.84%。LL5-9 价差 24 元/吨，环比扩大 4 元/吨。

## 聚丙烯 PP

OPEC 再次宣布下调 2025 年原油需求预期，原油价格向下空间打开，成本端支撑松动。现实端需求端进入季节性淡季，现货价格无变动，预计维持震荡；成本端原油价格低位震荡，LPG 下游化工需求利润修复，开工率触底反弹，叠加燃烧需求旺季，因此 PP 估值或阶段性小幅向上。1 月供应端虽无新增产能，但检修高位回落，供应端或将承压。需求端下游开工率进入季节性淡季，伴随塑编订单回落，现实端下游开工率或已见顶，今年塑编、BOPP 订单数量远不及往年同期。检修高位回落导致上中游库存去化放缓，贸易商低价出货意图明显。期限结构保持水平结构。预计 1 月中长期聚丙烯价格维持震荡偏弱。

基本面看主力合约收盘价 7359 元/吨，下跌 41 元/吨，现货 7480 元/吨，无变动 0 元/吨，基差 121 元/吨，走强 41 元/吨。上游开工 76.46%，环比上涨 0.3%。周度库存方面，生产企业库存 35.17 万吨，环比去库 4.68 万吨，贸易商库存 12.33 万吨，环比去库 0.78 万吨，港口库存 5.99 万吨，环比累库 0.10 万吨。下游平均开工率 45%，环比下降 5.5%。LL-PP 价差 418 元/吨，环比扩大 10 元/吨，建议跟踪 LL05 合约基差回落节奏，逢高做空 LL-PP 价差。

## 农产品类

### 生猪

昨日国内猪价涨跌互现，河南均价涨 0.44 元至 15.84 元/公斤，四川均价落 0.08 元至 14.75 元/公斤，部分养殖端或继续稳价销售，但部分区域由于屠宰端增量明显，加之大体重猪源略有缺口，养殖端或继续调涨销售，价格有上涨可能，但高价实际成交或有限，不乏有偏弱可能。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

全国鸡蛋价格有稳有降，主产区鸡蛋均价落 0.07 元至 3.93 元/斤，黑山 3.5 元/斤，馆陶落 0.11 元至 3.6 元/斤，供应正常，外销逐渐转淡，内销消化速度尚可，各环节顺势购销，今日蛋价或有稳有降。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

#### 【重要资讯】

周四豆粕震荡为主，巴西收割缓慢、阿根廷天气及中美关系不确定性支撑国内豆粕，不过 CBOT 盘面受到巴西丰产预期及美豆可能因贸易战趋于宽松的平衡表压制。周四江苏豆粕现货报 3180 元/吨跌 10，全国主要油厂豆粕成交 1.89 万吨，开机率 49.53%，提货 15.36 万吨。豆粕提货回落，成交一般，2 月份表观消费一般会季节性回落，关注后续去库力度。

机构数据显示截止 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，预计 2、3 月到港偏少，后期到港充足。预报显示未来两周巴西许多地区在 30 号附近大规模降雨或影响收割。巴西南里奥格兰德州降雨预计恢复，阿根廷降雨预计恢复，不过模型一致预期 30 号以后阿根廷降雨或再度偏少。近期传海关因检疫问题停止接收部分来自巴西的大豆，同时特朗普关税信息多变。特朗普将任命布鲁克·罗林斯（Brooke Rollins）担任美国农业部负责人，罗林斯表示其会制定新的农业振兴法案，作为一个管理约 2000 亿美元财政资金的负责人，其影响力巨大，关注其对农业的影响。

#### 【交易策略】

美豆因 USDA 调整 24/25 年度产量回升试探 1100 美分/蒲压力位，未来还需要关注南美天气、北美新作种植面积以及贸易战的影响等。由于阿根廷干旱风险暂未解除，巴西收割期降雨量较大，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，不过贸易战情景会使巴西升贴水反弹，大豆到港成本下跌空间或有限。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

### 【重要资讯】

- 1、据船运调查机构 ITS 及 AmSpec，1 月前 10 日马棕出口环比下降 21.4%-29.12%，前 15 日环比下降 15.45%-23.75%，前 20 日环降 18.2%-23%。SPPOMA 数据显示，2025 年 1 月 1-10 日马来西亚棕榈油单产减少 4.79%，出油率增加 0.18%，产量减少 3.84%。前 15 日产量环比下降 10%，前 20 日环比下降 9.8%。
- 2、马来西亚棕榈油委员会（MPOC）称，2025 年马来西亚棕榈油产量预期将持稳在 1950 万吨，印尼产量则预计反弹大约 200 万吨，达到 4800 万吨。

棕榈油出口需求较差、特朗普政府传递的不利于生柴政策发展的信号压制油脂，不过棕榈油产地库存偏低及印度进口植物油的表现消费仍较好，提供一定支撑。国内现货基差稳定，广州 24 度棕榈油基差 05+1120（-30）元/吨，江苏一级豆油基差 05+450（+10）元/吨，华东菜油基差 05+50（0）元/吨。

### 【交易策略】

棕榈油短期出口较弱、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，同时关注美国生柴政策变动、产地棕榈油库存偏低及印度表现植物油消费较好带来的反复。

## 白糖

周四郑州白糖期货价格延续震荡，郑糖 5 月合约收盘价报 5776 元/吨，较前一交易日上涨 19 元/吨，或 0.33%。现货方面，广西制糖集团报价区间为 5920-6030 元/吨，报价持平。云南制糖集团报价区间为 5890-5930 元/吨，报价持平。主流加工糖集团报价区间为 6330-6770 元/吨，报价持平。广西现货-郑糖主力合约（sr2505）基差 144 元/吨；加工糖-广西糖价差 410 元/吨。

消息方面，2024/25 榨季截至 1 月 21 日，马哈拉施特拉邦糖厂共压榨了 5333 万吨甘蔗，而上一榨季同期压榨量为 6135 万吨，糖产量为 474 万吨，较上榨季同期的 576 万吨有所下降。目前有 196 家糖厂正在进行甘蔗压榨作业，比上榨季减少 10 家。根据糖业专员公署的报告，该邦的产糖率为 8.91%，低于上一榨季的 9.39%。与上一榨季相比，该邦的糖产量下降，主要是由于糖厂开榨延迟、乙醇分流量增加以及单产下滑。

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，近期原糖价格持续走弱，国内糖价跟随外盘下跌。但广西持续干旱，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

周四郑州棉花期货价格下跌，郑棉 5 月合约收盘价报 13455 元/吨，较前一交易日下跌 155 元/吨，或 1.44%。现货方面，中国棉花价格指数（CCIndex）3128B 新疆机采提货价 14200 元/吨，较上个交易日上涨 10 元/吨，3128B 新疆机采提货价-郑棉主力合约（CF2505）基差 745 元/吨。临近春节，织布厂和贸易商陆续放假，现货成交节前继续维持清淡态势。

消息方面，据外电报道，当地时间 1 月 21 日，美国总统特朗普声称，美国政府正在讨论从 2 月 1 日起

对从中国进口的商品加征 10%的关税。2024 年 11 月，特朗普就曾威胁对华加征关税。

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。国内方面受原油上涨带动，短线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	