

金融期货早评

宏观：国内需求端仍是核心症结

【市场资讯】1) 美联储纪要：多数官员称今年继续宽松可能适宜，少数人本来可能支持 9 月不降息。2) 美国政府关门逾一周还无解：参议院第六次否决两党临时拨款议案。3) 美国国会预算办公室：上财年美国联邦政府预算赤字 1.8 万亿美元，与 2024 财年近乎持平。4) 普京：必须确保特别军事行动设定的所有目标都无条件实现。俄副外长：俄美元峰会晤推力已基本耗尽，“战斧”导弹可致局势本质变化。5) 消息人士称哈马斯已同意加沙停火协议，特朗普：以色列与哈马斯已签署“20 点计划”第一阶段协议，本周末或去中东。

【核心逻辑】国内方面，国庆假期人员出行整体表现不弱。假期第六天，全社会跨区域人员流动量 29819.42 万人次，环比增长 2.4%，同比增长 7%；假期前半程交通出行人数再创新高，水路、民航旅客发送量亦实现增长。不过，国庆假期整体出行情况或不及五一假期。整体来看，后续经济修复的关键仍需聚焦居民需求端。当前，供需两端政策正逐步推进，后续或仍有增量政策出台，以推动物价平稳回升。需注意的是，政策出台的关键触发因素或为经济数据超预期下滑，且政策基调仍以托底为主。而海外方面，美国政府已停摆，非农报告未能按计划发布。这一情况加剧了市场不确定性，推动避险情绪有所升温。若政府停摆状态持续，将直接影响 10 月美联储议息会议的决策基础，需持续关注政府停摆的最新进展。国庆假期期间，美国公布的部分经济数据不及预期；叠加非农就业报告无法发布，ADP 数据的重要性被异常放大，而疲软的就业数据进一步强化了市场对美联储降息的押注。此外，日本政坛动态也是本次国庆假期的关注焦点。日本市场已开启“高市早苗交易”，以应对“安倍经济学”回归，高市早苗主张的宽货币、宽财政政策理念推动日股大幅上涨。市场普遍预期，高市早苗上台后，日央行加息进程将进一步延后。

人民币汇率：关注后续美国政府停摆新进展

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1186，较上一交易日上涨 18 个基点，夜盘收报 7.1210。人民币对美元中间价报 7.1055，调升 34 个基点。

【重要资讯】1) 美联储纪要：多数官员称今年继续宽松可能适宜，少数人本来可能支持 9 月不降息。2) 美国政府关门逾一周还无解：参议院第六次否决两党临时拨款议案。

【核心逻辑】前期市场对降息预期已充分消化，美联储如期降息后，市场交易逻辑转向“买预期、卖现实”，推动美元指数反弹。此外，日本高市早苗在自民党总裁选举中获胜后，市场预期日本货币政策加息路径将有所变化，日元遭受抛压，美元指数在一定程度上获得支撑，进而边际上涨。后续美国经济数据是决定美元走势的关键因素，且美国政府关门加剧了市场不确定性，若政府持续停摆，将影响 10 月美联储议息会议的决策基础。其次，国内经济基本面已出现改善迹象，但从经济数据来看，经济仍存在边际走弱压力，仍需政府发力，重点关注政策支撑后国内经济的韧性表现。除此之外，人民币对美元若想实现进一步升值突破，还需关注中间价政策信号的支撑。总体来看，若缺乏内外部环境持续改善与中间价政策信号的双重支撑，人民币对美元难以实现趋势性升值。

【策略建议】考虑到人民币对美元汇率若要进一步突破，需内外部环境持续改善作为支撑，因此短期内建议：出口企业可在 7.15 附近，择机逢高分批锁定远期结汇，以规避汇率回落可能导致的收益缩水风险；进口企业则可在 7.10 关口附近采取滚动购汇的策略。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

股指：海外股指节日偏强，A 股易涨难跌

【市场回顾】节前，A 股整体偏强，以沪深 300 为例，创 4647.57 新高，过节期间，海外股指整体表现偏强，以标普 500 指数为例，1 至 8 日，上行 0.97%。

【重要资讯】1.交通运输部数据显示，10 月 1 日至 8 日，全社会跨区域人员流动量累计预计将超 24.32 亿人次，创历史新高，日均 3.04 亿人次，同比增长 6.2%。 2.当地时间 10 月 8 日，美国参议院对众议院通过的共和党版本短期拨款法案及民主党替代方案进行表决，均未通过。美联邦政府继续停摆。

【核心观点】国庆假期期间，全球主要股指表现偏强，风险偏好有所升温，假期前夕，A 股走势整体偏强，沪深 300 创下历史新高，一定程度提前反映了市场对于国庆假期的乐观预期，假期期间，从消费数据，如出行人数以及电影票房来看，亮点有限，所以预计开盘后，市场主要反应外围信息，在前期乐观有所释放的情况下，上行动力不算强，因为有较多的不确定性存在，不过预计整体易涨难跌，大概率继续呈现结构性行情。展望后市，重点关注美国政府关门情况，10 月 20-23 日二十届四中全会、中美新一轮贸易谈判情况，以及十月美联储降息情况以及后续预期引导，预计股指波动扩大大概率从下旬开始，上旬仍将维持宽幅震荡。

【策略建议】观望为主，节前推荐的双买策略可逢高止盈。

国债：延续震荡态势

【重要资讯】1.美联储 9 月货币政策会议纪要显示联储内部在后续降息幅度上存在分歧。2.逾一周还无解：参议院第六次否决两党临时拨款议案

【核心观点】节前债市普遍反弹，或与央行将进行买断式逆回购的消息有关。今日央行将进行 11000 亿 3 个月买断式逆回购，超额续作 3000 亿，彰显对流动性的呵护。基本上，9 月官方制造业 PMI 有所回升，生产指数显著回升，表明生产旺季到来，但订单回升有限，产成品库存累积，显示制造业旺季成色不足。政策方面，节前发改委在新闻发布会上宣布将会同有关方面推进新型政策性金融工具，规模 5000 亿元用于补充项目资本金，未来需关注央行对于这一政策的具体安排。短期来看，央行可能仍然倾向于使用结构性工具支持实体经济，而延后降准降息的时点。节后市场或延续震荡态势，反弹后不宜追高。

【策略建议】多单逢低介入，不宜追高。

集运：订舱报价整体维持相对稳定，加沙停火谈判持续推进

【现货市场】：根据《欧线运价小纸条》数据统计，10 月 16 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1090，40GP 总报价为\$1820，均与节前数值持平。

10 月倒数第二周，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1445，较前一周订舱报价上涨\$135，40GP 总报价为\$271，较前一周订舱报价上涨\$271。10 月下旬，ONE 上海离港前往鹿特丹的部分船期，20GP 总报价为\$1305，较其余船期报价下降\$300。

【信息整理】：

1. 最新的《全球贸易展望报告》显示，2025 年上半年，全球贸易量同比大幅增长 4.9%。多项因素推动了这一强劲增长，包括由于预期关税将提高，美国出现进口“提前备货”的现象；此外，宏观经济环境向好、人工智能产品需求激增等因素也共同提振了贸易增长。在此基础上，世贸组织将 2025 年全球货物贸易增长预期从 8 月预测的 0.9%大幅上调至 2.4%。不过报告同时表示，随着全球经济降温，且更高关税的全面影响将在未来一整年中充分显现，2026 年贸易增长前景则不容乐观。报告将 8 月预测的 2026 年全球贸易增长 1.8%，大幅下调至仅增长 0.5%。

2. 哈马斯与以色列于当地时间 10 月 6 日、7 日在埃及红海海滨城市沙姆沙伊赫展开新一轮加沙停火谈判，预计 8 日将继续谈判。本轮谈判以间接方式进行，由埃及和卡塔尔作为调

解人主持。消息人士说，哈马斯尚未回应以色列方面认为全面停火所必需的几个条件，特别是与解除哈马斯武装和未来加沙治理有关的条件。该消息人士补充说，技术小组目前正在讨论以色列代表团提交的以军撤离区域的详细地图，以及以方计划释放的巴勒斯坦囚犯名单。此外，哈马斯介绍了释放以方被扣押人员的机制等设想。

3. 美国海关正式发布针对中国船舶 301 条款费用 CSMS，自 2025 年 10 月 14 日起，对中国实体拥有或运营的抵达船舶收取每净吨 50 美元的费用；对中国建造的抵达船舶收取以下两项费用中的较高者：每净吨 18 美元，或每个卸货集装箱 120 美元；对抵达的车辆运输船或滚装船（Ro-Ro 船）收取每净吨 14 美元的费用。

【南华观点】：节日期间，对航运市场相对影响较大的，一方面是美国海关正式发布针对中国船舶 301 条款费用 CSMS，且中方有所反制，可能从宏观情绪和外溢影响角度对期价造成一定利空；另一方面则是加沙停火谈判持续推进，但仍存不确定性，影响偏中性。而从现货报价来看，整体波动相对较小，且涨跌互现，10 月中下旬报价受船司挺价影响，较前期有所回升。短期来看，10 合约受基差收敛影响，可能维持相对回落态势，可轻仓短线做空，对于其余合约期价而言，虽 10 月下旬订舱报价有所上涨，但前期期价上行在一定程度上已包含这部分，故延续震荡的可能性较大，策略上整体应以观望或日内短线操作为主。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、俞俊臣（Z0021065）、潘响（Z0021448）、王映（Z0016367）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：强势上涨 续创新高

【盘面回顾】国庆期间，海外贵金属价格重心继续大幅上抬，其中 COMEX 黄金 2512 合约最高上摸 4000 整数关口，COMEX 白银主力亦刷 13 年来新高，NYMEX 铂金接近 11 年来新高，NYMEX 钯金则回到今年 7 月峰值附近。周边美指和 1Y 美债收益率整体收涨，一方面反映降息预期小幅降温，受数位美联储官员释放偏鹰讲话影响，另一方也受到高市早苗胜选后日元贬值提振；比特币同样大涨，美股则震荡上行。

【驱动分析】假期期间贵金属的强势，仍主要受到货币政策宽松预期下的投资需求强劲，以及通胀与经济风险担忧并存下黄金配置需求的上升推动，此外美国政府停摆事件引发的避险买需亦不容忽视。截至 10 月 6 日，全球最大黄金 ETF—SPDR 持仓已经回到 1000 吨上方至 1013.16 吨；全球最大白银 ETF—iShares 持仓亦达到 15311.1 吨。而央行购金热情良好则继续为金价上涨提供重要信心支持。中国央行 9 月增加黄金储备 1.24 吨至约 2303.523 吨，为连续第 11 个月增持黄金。

【重点关注】受美国政府停摆影响，包括美国非农、周度初请失业金人数等多项数据未能如期公布，而 10 月底将召开美联储 FOMC 会议，投资者关注 10 月 15 日美 CPI 能否如期公布。其他数据方面，上周公布的美 9 月 ADP 大幅低于预期为萎缩 3.2 万，ISM 制造业 PMI 七连缩、服务仅 50，一度推升美联储年内再降息 2 次预期。

【行情展望】我们预期贵金属强势仍有望延续，但短期快速上涨以及伦敦金处于 4000 区

域，伦敦银接近 50 整数关口下，不排除因部分获利盘了解而引发价格调整可能，但任何调整仍视为贵金属中长期逢低布多机会。

铜：供应端扰动叠加降息预期，LME 铜和 Comex 铜价大涨

【盘面回顾】假期期间（10 月 1 日 0 点~10 月 9 日 2 点），LME 铜价强势上涨，于 10 月 3 日突破 10500 美元/吨重要压力位，并于 10 月 8 日创出近一年高点 10815 美元/吨，收于 10701 美元/吨。在此期间，涨幅 4.16%。Comex 美精铜跟随上涨，涨幅 5.4%。

【产业信息】全球铜矿供应干扰频繁是市场焦点。节前印度尼西亚 Grasberg 铜矿事故对今明两年的全球供应预期急剧收紧。此外，智利等地的铜矿也出现减产事件，共同加剧了铜精矿供应偏紧的局面。供应紧张已传导至冶炼环节，加工费处于低位，部分国内炼企因亏损计划在 10 月进行检修，预计精炼铜产量将环比下滑。美银美林上调 2026—2027 年铜价重心，其中 2026 年铜价预期从每吨 10188 美元上调至 11313 美元，2027 年预期进一步上调至 13500 美元/吨。

【核心逻辑】

供应端：矿端供应中断是推高铜价的核心动力。高盛等国际投行已将全球铜市预期从“过剩”调整为“短缺”。

宏观面：美联储的降息预期为铜价提供了金融属性的支撑。同时，市场关注中美关税谈判的动向，任何缓和迹象都可能对铜价造成影响。

【南华观点】受外盘铜价上涨影响，开盘首日上海期铜跳空高开概率较大。空间去看，主力合约有望踏入 84000~86000 元/吨区间波动。

但高铜价下的产业接货意愿存疑是需要警惕的风险点。若节后消费端未能有效跟进，铜价可能存在高位回调的压力。

镍：印尼监管扰动加剧，外盘偏强运行

【重要资讯】

1、印尼能源与矿产部于 10 月初发布最新通知，要求所有镍矿企业在 11 月 15 日前重新申报 2025 年矿生产配额（RKAB），新规仅有效一年，叠加更严格的环境与复垦审核，市场担忧短期矿石发运受限。

2、LME 库存延续去化，截至 10 月 7 日降至 6.4 万吨，为近三个月低位；而印尼港口及国内保税区到货偏少。

3、国庆假期期间，LME 主力合约收于每吨 15400 美元/吨一线徘徊，较节前重心稍有上移，市场主要受到印尼政策扰动与美元小幅回落提振。

4、假期期间，中国不锈钢与硫酸镍企业开工率略有下降，但部分钢厂节后计划集中补库。

【核心观点】

国庆假期期间，外盘镍价整体偏强，主要受印尼政策不确定性推升风险溢价。上游镍矿出货预期收紧与中长期配额不稳定性持续支撑底部空间，下游需求尚未显著改善，硫酸镍价格依旧承压，不锈钢端需求进入季节性高点后的调整期。预计节后内盘将跟随外盘小幅上行，但持续上行动能有限，更多呈现震荡偏强格局。后续重点关注印尼 RKAB 审批进展、国内不锈钢厂开工节奏及美元指数走势。

【策略建议】

短线建议以逢低试多为主，关注外盘持仓与库存变化；印尼矿端扰动不减前提下下行空间受限。

碳酸锂：假期并无异动，关注下游补库情况

【行情回顾】节前碳酸锂加权指数合约收于 72836 元/吨，周环比-1.06%；成交量约 43.24 万手，周环比-35.50%；持仓量约 67.63 万手，周环比-2.80 万手，LC2511-LC2601 合约月差为 contango 结构。广期所仓单数量 41709 手，周环比+2260 手。

【产业表现】节中碳酸锂产业基本面并无异动。江西锂矿并无停产消息，后续持续关注视下窝复产进度。

【南华观点】从江西锂矿市场实际情况来看，前期市场关于其停产的预期并未得到验证，目前并无停产相关消息，该预期已正式落空。对于后续市场走向，建议重点视下窝锂矿的复产进度，以及下游环节的补库情况。

工业硅&多晶硅:假期并无异动，关注多晶硅平台成立情况

【行情回顾】节前工业硅加权期货合约收于 8838，周环比-2.83%；成交量 30.28 万手，周环比-45.83%，持仓量 39.97 万手，周环比-10.99 万手；工业硅 SI2511-SI2601 月差为 contango 结构；仓单数量 50983 手，周环比+1020 手。

节前多晶硅加权指数合约收于 52892 元/吨，周环比+2.77%；成交量 23.20 万手，周环比-52.37%，持仓量大约 22.63 万手，周环比-2.61 万手；多晶硅 PS2511-PS2512 月差为 contango 结构；仓单数量 8090 手，周环比+220 手。

【产业表现】节中工业硅产业基本面并无异动。节后枯水期西南地区或有停炉，但集中减产预计在 11 月前后。有机硅与铝合金维持正常生产，后续刚需补库为主。

节中光伏产业基本面并无异动。消息层面，协鑫科技第一批 10 亿股认购完成。

【南华观点】工业硅：随着后续枯水期的到来，企业减产预计增多，价格重心或将小幅上移，但由于行业整体库存压制，价格高度不易过高，需持续观察需求端补库情况，若不及预期则建议逢高布空远月合约。

多晶硅：消息面与基本面博弈，预计后续市场交易主线围绕“10 月平台建立”与“11 月仓单集中注销”的预期博弈，同时需警惕政策或节点真空期内各类不实信息对市场情绪的扰动。从风险角度出发，当前多晶硅期货波动率远高于碳酸锂、工业硅等品种，整体风险程度较高，建议投资者谨慎参与，做好仓位控制与风险对冲。

以上评论由分析师夏莹莹（Z0016569）、傅小燕（Z0002675）及助理分析师管城瀚（F03138675）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：节假日期间钢材库存累积显著

【行情回顾】节前大幅减仓下行

【信息整理】1. 据泛询，假期现货，整体成交一般偏弱，价格基本持稳，假期期间报价较少。

2. 本周，五大品种钢材总库存量 1600.72 万吨，环比增 127.86 万吨。其中，钢厂库存量 472.56 万吨，环比增 58.63 万吨；社会库存量 1128.16 万吨，环比增 69.23 万吨。

3. 美国参议院 10 月 8 日当天对众议院通过的共和党版本短期拨款法案及民主党替代方案进行表决，均未通过。美联邦政府继续停摆。

4. 欧盟 10 月 7 日公布钢铁进口限制措施，拟大幅削减可享受关税豁免的钢铁进口配额，将钢铁关税从 25%上调至 50%。

【南华观点】节假日期间，五大材表需表现疲软，库存累积速度明显快于往年同期，库销比已升至近年同期最高水平。尤其热卷库存累积幅度显著，表明此前基本面相对偏强的品种也呈现出压力。整体来看，钢材市场仍面临较大的去库压力。当前长流程钢厂尚有一定利润空间，自主减产动力不足，而需求端暂未出现明显超预期的好转。在此背景下，高供应与需求不足之间的矛盾持续显现，负反馈减产压力逐步积累，节前原料端呈现明显补库支撑，但在钢材需求不足状态下预计节后原料补库动力较弱。综合来看，基本面偏弱，预计盘面仍将承压运行，螺纹 01 合约关注 3100-3150 附近压力，热卷 01 合约参考压力区间 3280-3330。

铁矿石：供给扰动增加

【盘面信息】假期外盘铁矿石价格从 103.55 美元上升至 104.1 美元。

【信息整理】1.几内亚西芒杜项目投产加速北部。1、2 号区块于 9 月 19 日启动首批开采，第一阶段产能达每小时 4000 吨，预计 2025 年四季度开始向中国发运，全年贡献产量约 500 万吨。该项目铁品位超 65%，将显著缓解中国对澳矿的依赖。2.本期全球铁矿石发运量为 3279 万吨，环比下降 5.6%。3.本期五大材产量维稳，需求增加，库存下降。3. 中国矿产资源集团要求国内钢企及贸易商暂停采购必和必拓新铁矿石，引发澳方担忧。澳大利亚是中国铁矿石最大供应国，必和必拓是澳主要出口商之一。2024 年 BHP 对华出口量（2.49 亿吨）占中国进口总量（12.37 亿吨），比例约为 20.1%。澳总理阿尔巴尼斯称禁令“令人失望”，希望短期解决，强调铁矿石出口对两国经济重要性；财长查尔默斯计划与必和必拓 CEO 会面。4.几内亚西芒杜铁矿项目的“西芒杜赢联盟”，因旗下凯鲁阿内矿发生事故致 3 名外籍员工死亡，已暂停该矿运营以审查安全流程，事故原因未披露。该项目分两组开发：赢联盟（含中国宝武等）与力拓-中铝合资公司各持两个采矿区块，原计划下月首船出口铁矿石，合计产能 1.2 亿吨/年（占 2024 年全球总产量 5%）。几内亚政府期望借矿场提振经济，暂未明确停运会否影响首船时间表。此外，力拓旗下该项目矿场 8 月曾因工亡临时停产，几内亚政府在两个开发联合体中均持少数股权，此次事故或短期影响项目推进节奏。

【南华观点】假期铁矿石市场运行平稳，发运稳定在 3000 万吨以上，需求端钢厂按需补库，终端需求季节性回暖，库存有所下降，基本面边际回升。短期扰动或主要来自于供给端，由于长协价格问题中国矿产资源集团已要求钢厂与贸易商暂停采购以美元计价的 BHP 海运货；仅少量在岸、以人民币计价且已到港的资源还能交易。目前 bhp 股价和铁矿石价格还算平稳，市场预计这更是一种谈判的手段，中国没有办法短期内填补 bhp 的供给缺口。此外，西芒杜再次出现伤亡事故，可能会拖慢投产进程。整体来说，需求回暖叠加供给扰动，预计铁矿石价格短期易涨难跌。

焦煤焦炭：焦炭一轮提涨全面落地，关注节后需求恢复情况

【核心观点】四季度，在“反内卷”与“查超产”政策约束下，国内矿山开工率面临理论上限，焦煤供应弹性受限。与此同时，2026 年作为“十五五”规划开局之年，远端市场预期明显改善，今年冬储规模有望优于去年，进而对煤焦价格形成阶段性支撑。然而，煤焦价格的反弹高度与持续性，最终取决于下游钢材端的供需平衡表能否实现“软着陆”。理想路径是钢厂基于利润收缩的预判，通过提前检修减产，主动缓和钢材库存压力，从而为产业链赢得良性上涨空间。反之，若钢厂生产调节滞后，终端需求萎缩将加剧成材库存矛盾，触发黑色产业链负反馈风险，进而反向制约煤价反弹高度。

【策略展望】焦煤主力合约震荡区间（1100，1300），焦炭主力合约震荡区间

(1550,1800); 单边以震荡思路对待, 套利关注焦煤 1-5 月间反套, 建议入场区间 (-70, -60)

【风险提示】“查超产”政策不及预期; 终端需求不及预期; 海外经济衰退风险;

硅铁&硅锰: 供需矛盾突显

【盘面回顾】节前硅铁主力合约-1.72%, 收 5494; 硅锰主力合约-0.76%, 收 5758

【核心逻辑】供应端铁合金产量维持在近 5 年历史同期最高水平, 供应较为充足。需求端, 随着金九银十的到来, 下游需求并未明显起色, 五大材库存出现累库, 需求旺季不旺, 高供应与弱需求的矛盾较为突出。成本端宁夏地区电价上调, 硅铁部分地区现货价格低于成本价格, 形成成本底预期。但同时, 兰炭价格稳定, 且锰矿供应相对充足, 近期澳矿发运恢复, 锰矿累计发运量达近几年同期最高值, 不过市场传言 10 月加蓬锰矿发运可能减少, 需关注其对锰矿价格的短期扰动。铁铁合金持仓量连续多周下滑, 资金有撤离迹象, 这对价格上涨有一定抑制。

以上评论由分析师张法 (Z0022723)、陈敏涛 (Z0022731)、严志妮 (Z0022076)、周甫翰 (Z0020173) 提供。

能化早评

LPG: 偏弱运行

【盘面动态】9.30, LPG2511 盘面收于 4237 (-56), LPG2512 盘面收于 4159 (-48); 10.7, FEI M1 收于 487 美元/吨 (较节前-25), CP M1 收于 468 美元/吨 (-37)

【现货反馈】华东均价 4363 (-20), 山东均价 4430 (-120), 最便宜交割品价格 4260 (-50)

【基本面】供应端本期依然保持宽松, 主营炼厂开工率 80.27% (-1.25%); 独立炼厂开工率 53.49% (+1.64%), 不含大炼化利用率为 49.87% (+1.83%), 国内液化气外卖量 53.92 万吨 (+0.07), 醚后碳四商品量 17.98 (-0.3); 此外, 进口端到港量本周较上周小幅减少, 本周供应端整体可控。需求端本期较上周抬升。PDH 本期开工率 73.56% (+2.26%), 金发重启导致, 短期开工率维持在 70%-75%左右。MTBE 端本期价格小幅下跌, 下游节前补库, 开工率 65.66% (+2.12%), 外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 45.51% (+1.70%)。库存端, 厂内库存 18.81 万吨 (+0.78), 库容比上升, 本周部分区域受台风影响小幅累库; 港口库存 313.66 万吨 (-9.74), 库存保持高位震荡。(截至 9.25)

【观点】假期期间海外价格偏弱运行。原油端 OPEC+ 计划 11 月维持 13.7 万桶/日的增产计划, 原油假期期间先跌后涨, 目前已经基本回到节前水平。丙烷端, CP10 月合同价格超预期下跌, 丙烷为 495 美元/端, 较上月下跌 25 美元/吨。受原油及 CP 跌价影响, 假期外盘丙烷掉期以下跌为主。内盘 9.30 尾盘也在 CP 超预期下跌后快速回落。展望四季度, 供应端带来的压力依然存在, 对需求的要求也更加大。

PTA-PX: 随成本端震荡偏弱

【基本面情况】PTA 方面, 后续 10 月维持小幅去库格局, 关注检修计划兑现情况。库存方

面，下游需求边际好转，社会库存低位波动，小幅累库至 214 万吨 (+4)。效益方面，近期 PTA 检修计划频出，产业链结构矛盾有所缓解，TA 现金流加工费低位反弹至 200 (+49)；当前 PTA 现金流加工费虽有修复但仍处低位，短期供需矛盾不大，但预期仍然不佳，继续走扩需要额外的检修或挺价推动。

需求端，聚酯需求季节性走强高度有限，旺季成色有限，但织造订单近期随天气转冷有所好转，叠加节前备货节奏大幅提升涤丝产销，终端情绪出现阶段性好转。前期长丝与短纤库存大幅去化，后续聚酯负荷高位维持压力不大。受让利促销与原料端 PTA 反弹影响，聚酯环节加工费周度承压，但除 FDY 以外均压力不大，后续在低成品库存下仍可动态调整。织造终端而言，近期下游需求随天气转冷，秋冬订单边际好转，织造开工小幅提升。低价投机情绪与节前刚需备货叠加下近期终端备货积极，但坯布库存高位压力仍然持续，目前预计需求后续将阶段性好转，但高度难言期待。瓶片方面近期加工费有所好转，库存表现健康，关注后续是否有提负计划公布。

【观点】PX-TA 近期在“化工反内卷”情绪复苏与需求边际好转带动下价格低位反弹，但后续来看，聚酯旺季高度难言期待，预计主要以季节性阶段性走强为主，聚酯开工上长丝短纤已提至高位，继续提负空间有限，聚酯负荷高点仍依赖瓶片开工表现。供应端来看，近期 PTA 检修计划公布较多，若后续兑现，PX-TA 结构性矛盾近端 12 月之前将得到缓解，因此 PTA 加工费近期走扩。但格局上 PTA 偏过剩格局预期压制 PTA 加工费修复力度，结构性矛盾仍需 PTA 工厂的额外检修量来缓解，加工费扩张幅度有限。总体而言，近期在商品情绪不振压制下 PX-TA 产业链绝对价格承压严重，继续压缩空间较为有限，随着进入十月终端需求与情绪预计延续边际好转，同时宏观预期影响力度或大于基本面悲观预期的压制力度；在操作上，可考虑做扩 TA-SC 价差表达；加工费方面，TA01 盘面加工费建议 280 以下逢低做扩。

MEG-瓶片：估值承压格局不变

【库存】华东港口库至 40.9 万吨，环比上期降低 5.8 万吨。

【装置】山西美锦 30w 近期停车检修；海外装置方面，马来西亚石油 75w 近期因故停车，重启待定。

【基本面情况】

基本面方面，供应端上期油平煤降，总负荷降至 73.08 % (-1.85%)；其中，煤制方面，煤制负荷降至 74.36% (-5.02%)；国庆期间天业 60、天盈 15、卫星 90 按计划陆续重启，本周负荷有所抬升。效益方面，动力煤小幅走弱，EG 现货价格继续走弱，煤制边际利润继续承压至 -114 (-50)；当前从效益方面考虑煤制边际装置已压缩至成本线以下，但距离因效益减产预计仍有一定距离。而比价方面，近期 EG 跌幅较大，EO 与 HDPE 相对 EG 经济性均小幅反弹，EO 目前仍处低位，HD 已来到经济性边际附近，若后续继续走强则可能在供应端造成生产计划调整。库存方面，国庆期间到港计划集中，假期港口发货预计平平，但部分船只受天气影响延期，下期港口显性库存预计累库 5 万吨左右。

需求端，聚酯需求季节性走强高度有限，旺季成色有限，但织造订单近期随天气转冷有所好转，叠加节前备货节奏大幅提升涤丝产销，终端情绪出现阶段性好转。本周长丝与短纤库存大幅去化，后续聚酯负荷高位维持压力不大。受让利促销与原料端 PTA 反弹影响，聚酯环节加工费周度承压，但除 FDY 以外均压力不大，后续在低成品库存下仍可动态调整。织造终端而言，近期下游需求随天气转冷，秋冬订单边际好转，织造开工小幅提升。低价投机情绪与节前刚需备货叠加下近期终端备货积极，但坯布库存高位压力仍然持续，目前预计需求后续将阶段性好转，但高度难言期待。瓶片方面近期加工费有所好转，库存表现健康，关注后续是否有提负计划公布。

【观点】

总体而言，乙二醇近期供需边际好转，累库预期随意外检修幅度有所收窄。需求端随天气转冷冬季订单下发边际好转，但目前来看以阶段性好转为主，旺季不旺预期难以扭转，聚酯高度总体有限。近端显性库存去化至历史低位，且 10 月底之前累库幅度有限，若出现意外或可产生流动性行情，基差维持正套看待。单边向上难觅驱动，或有阶段性反弹节奏，但乙二醇长期累库预期使得乙二醇空配地位难改，向上突破在基本面之外仍需宏观或成本端推动。目前而言，乙二醇短期驱动不足，预计维持 4100-4300 区间震荡，可以区间操作或者在 30 以上入场卖出 eg2511-P-4100。

甲醇：供应压力增加

【盘面动态】：周二甲醇 01 收于 2328

【现货反馈】：周二远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-102

【库存】：节前甲醇港口库存去库，整体外轮卸货不及预期，周期内外轮显性计入 21.92 万吨。江苏主流库区在备货以及持续的合约发船支撑下提货维持高位，浙江地区终端消费稳中有升，最终导致华东整体去库。华南港口库存呈现去库。广东地区因天气原因影响进口及内贸卸货速度，到港量环比减少明显，同时主流库区在节前备货支撑下提货良好，库存亦有去库。福建地区暂无船只抵港，下游备货推进下提货量增加，库存同步去库。

【南华观点】：煤炭端略有走弱，假期坑口煤炭价格下跌。伊朗发运依旧偏快，假期目前发运 32w 附近，港口由于天气延迟卸船，造成累库较少，后面将大累。01 合约来看，供应较为明确，虽然下游利润好转，但港口库存难解决。港口内地倒流窗口持续打开，节前内地 mto 外采，内地给予支撑。非伊马来复工不顺继续推迟，非伊本月进口预期 55-60 稍有缩量，但进口端难以看到明确缩量时间。综上，海外供应增加，关注 15 反套。

PVC:假期变化不大

供应：本周开工率有所提升，9 月产量预估则在 202 万吨附近，后续 10 月-11 月产量约在 210-213 万吨之间。

需求：目前看 1-9 月表需比较一般，基本没什么增速，在 -2% 左右，整体感受不到下游的爆发力，更多是持续性的躺平，8-9 月在剔除了华东库存调整的因素后，表需表现仍然很一般。

出口：8 月出口 28 万吨，整体不及预期，整体后续 9-10 月数据预期调整至 30 万吨附近，同时近期听闻印度市场库存充足，签单情况比较一般。

库存：本周华东库存继续维持累库，但是速度较前期有所放缓，累库大约 2 万吨，华南基本走平，厂库库存小幅累库，待发有所走弱，总库存持续累库，由于本周的持续无风险，整体上游库存向中游转移。

价格（基差）：假期 pvc 变化不大，基差弱势维持，期现商继续保持正套打满的状态。本周仓单大体持平，没有继续增加。

策略观点：本周 PVC 低位震荡，整体行情仍然处于弱现实强政策扰动的格局中。本周由于炼焦协会的发文，本周煤炭端有明显降温，但是由于供应缩量比较明显，整体跌幅不会太大，后续定性旺季仍有一定缺口，同时基于国家稳电价、稳煤价的政策方针，成本端未来很难有进一步下滑的驱动。但是 PVC 自身基本面仍然较差，目前产业端看不到扭转累库趋势的潜在变化，整体需求没弹性，出口没爆发力，同时又看不到供应的潜在出清，反内卷目前看很难影响到氯碱产业链，但是基于四季度连续不断的会议，10 月四中全会，12 月政治局会议等。即使现实孱弱，但是难免会受到较大的炒作影响，做空体验大概率不佳，建议维持观望。

纯苯苯乙烯：跟随成本端下跌

【盘面回顾】BZ2603 收于 5800 (-85)，EB2511 收于 6835 (-97)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5795 (-45)，主力基差-5 (+40)。下午华东苯乙烯现货 6830 (-80)，主力基差-5 (+17)

【库存情况】截至 9 月 29 日，江苏纯苯港口库存 10.6 万吨，较上期环比下降 0.93%。截至 2025 年 9 月 29 日，江苏苯乙烯港口库存 19.75 万吨，较上周期增 1.1 万吨，幅度 +5.9%；截至 9 月 25 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 20.33 万吨，较上一周期减少 1.3 万吨，环比下降 6.01%。

【南华观点】

纯苯供应端，装置检修推迟+长停纯苯小装置计划回归，进口方面亦有欧洲至中国的进口成交，四季度供应预期维持高位；而需求端下游投产与检修并存且今年终端大概率旺季不旺，下游无法消化纯苯的高供应，累库格局难改。苯乙烯方面，大装置延长检修时间+多套在产装置降负，9 月苯乙烯供应继续收紧，预计到 10 月中下旬供应才会增多。平衡表看 9-11 月苯乙烯将维持紧平衡，但自身高库存加上上游纯苯的拖累也限制苯乙烯向上空间，短期更多跟随原油波动，震荡看待，单边观望为主，品种间可考虑逢低做扩纯苯苯乙烯价差。宏观上仍需关注“反内卷”，关注 10 月的四中全会和十五五规划纲要，基本面无明显驱动下宏观情绪对于盘面的影响增大。

燃料油：自身偏强，预计今日平开

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2867 元/吨

【产业表现】供给端：进入 9 月份，俄罗斯高硫出口+57 万吨，伊朗高硫出口-3 万吨，伊拉克-61 万吨，墨西哥出口-0.8 万吨，委内瑞拉-6 万吨，9 月份出口端有所缩量；需求端，在船加注市场，新加坡进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，9 月份中国 +0.7 万吨，印度+22.7 万吨，美国+79 万吨，进料需求稳定，在发电需求方面，沙特进口 +3 万吨，阿联酋+61 万吨，埃及取消进口+5 万吨左右，发电需求仍在。库存端，新加坡浮仓库存回升，马来西亚高硫浮仓库存回升，中东浮仓高位库存回落；

【南华观点】9 月份燃料油出口继续缩量，在进料需求方面，中国进口持平，印度和美国进口增加，整体进料需求回升，埃及进口在起，沙特和阿联酋进口回升，发电需求尚可，新加坡和马来西亚浮仓库存高位盘整，因现货市场充裕，裂解向上驱动有限。建议观望。

低硫燃料油：跟随成本，预计小幅低开

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU12 收于 3412 元/吨

【产业表现】供给端：进入 9 月份，科威特-13 万吨，阿尔及利亚-14 万吨，尼日利亚+22 万吨，巴西-37 万吨，俄罗斯+1.6 万吨，9 月份出口整体缩量；需求端，8 月份新加坡和富查伊拉船用燃料油需求增长，新加坡达到 496.5 万吨环比增长 8.9%，其中低硫占比增长 2.4%至 52.3%，富查伊拉 66.5 万立方米，低硫占比上升 4%至 65%。在船运方面，由于制裁船增多，运费激增，且在美国对伊朗和俄罗斯制裁没有放松之前，运费可能要长期处于高位，有助于提振低硫需求。9 月份中国进口-25 万吨，日韩进口-12 万吨，新加坡-40 万吨，马来西亚进口-31 万吨；库存端，新加坡库存-260.6 万桶；ARA-2.2 万吨，舟山+11 万吨

【南华观点】9 月份虽然丹格特炼厂 RFCC 检修，尼日利亚供应增加，但巴西和科威特出口缩量，供应整体收窄，在需求端方面，整体需求疲软，库存端新加坡去库、欧洲去库、舟山小幅累库，国内配额充裕，内外走强的驱动有限，短期海外汽柴油裂解坚挺，支撑低硫裂解，但向上驱动有限。

沥青：预计小幅低开

【盘面回顾】BU11 收于 3424 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3520 元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率+15.2%至 51.7%，华东开工率+5.6%至 48.8%，中国沥青总的开工率+5.7%至 40.1%，山东沥青产量+7.4 至 26.5 万吨，中国产量+9.4 万吨至 70.1 万吨。需求端，中国沥青出货量-0.1 万吨至 31.26 万吨，山东出货-0.42 万吨至 7.84 万吨；库存端，山东社会库存-0.9 万吨至 12.7 万吨和山东炼厂库存+1.7 万吨为 14.1 万吨，中国社会库存-2.2 万吨至 44 万吨，中国企业库存+0.7 万吨至 43.2 万吨。

【南华观点】本周受部分炼厂复产沥青影响，沥青总体供应继续呈增长态势，而需求端华南因受台风影响、华东因降雨影响需求始终无法有效释放，整体现货市场交投平淡。而主要原因依旧是资金短缺尚未改善，导致短期旺季并没有超预期表现。后续山东部分炼厂有检修计划或转产渣油，缓解局部供应压力。库存结构上有所改善，厂库持稳且压力较小，社库呈现去库态势，节前备货和刚需启动带动整体库存去化。原料紧张，重油偏紧等问题并未实质性缓解，因此沥青裂解价差仍然维持高位；目前看需求端，未来一周南方仍有降雨，天气因素使得旺季不旺特征明显。同时国庆长假将至，节前补货带动部分需求前置。成本端原油，随着 opec 持续增产，成本端有望不断下移。中长期看，需求端将随着临近秋季南北方施工条件转好，整体施工进入旺季，即使阶段性仍然降雨较多因此在原油利空因素消化后，在需求旺季预期的带动下，沥青期货年内或许仅有最后一次上涨的机会了。近期山东消费税改革试点并未进一步扩大，因此受原油配额和消费税限制，华南地区依旧为沥青价格洼地。总之，沥青现阶段旺季并无超预期表现。

玻璃纯碱烧碱：震荡偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约节前收于 1255，-1.8%

【基本面信息】

纯碱库存 159.99 万吨，环比上周四-5.16 万吨；其中，轻碱库存 69.67 万吨，环比上周四-3.24 万吨，重碱库存 90.32 万吨，环比上周四-1.92 万吨。

【南华观点】

市场情绪和焦点会有反复，增加纯碱波动。远兴二期点火，正式进入试车阶段，纯碱远期供应压力持续。轻重碱中下游刚需补库为主，上游碱厂高位去库，碱厂压力有多缓解。当下纯碱中长期供应维持高位的预期不变，正常检修继续。光伏玻璃基本面环比进一步改善，光伏玻璃成品库存去化至相对低位。纯碱刚需企稳，重碱平衡继续保持过剩。8 月纯碱出口超过 20 万吨，好于预期，一定程度上缓解国内压力。上中游库存整体保持高位限制纯碱价格，基本面纯碱供强需弱格局不变。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2601 合约节前收于 1210，-1.47%

【基本面信息】

假期沙河地区阴雨天气，叠加中下游双节放假，沙河厂家整体出库一般，厂家产销维持 50-60%左右，库存回升。沙河贸易商保持按需采购，整体拿货积极性不高。小板有一定抬价，幅度不大，今日抬价拿货情绪转弱，观望情绪上升。沙河期现商假期放假为主，出库和采购暂时停止。下游加工厂基本进行了 1-5 天的放假，原片采购节奏放缓，加工厂基本保持按需采购。

假期沙河厂家库存压力回升，整体合理水平，部分头部企业库存压力较大，小板厂家库存压力不高。沙河中游贸易商和期现商库存较高，库存消化存在压力。下游加工厂保持刚需采购，库存合理范围，整体不高。

【南华观点】

玻璃上中游库存高位，现实需求疲弱限制价格高度，但四季度供应端是否存在超预期的减量也仍有分歧。玻璃近端供强需弱格局不变，沙河湖北中游库存均偏高，阶段性补库能力偏弱。估值角度，煤制气和石油焦产线利润尚存。当前供应端日熔回升至 16 万吨上方，1-9 月玻璃累计表需预估下滑 6%-6.5%，现货市场整体处于弱平衡到弱过剩状态。后续进一步关注，一是供应端点火预期以及沙河产线状况，二是成本端煤价的走势，三是中游库存的去化情况。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约节前收于 2531，0.64%

【基本面信息】

国内液碱市场重心下移。华北山东地区液碱市场零星下降，市场交易氛围淡稳。河北地区液碱供应充裕，市场需求一般，厂家积极出货。华东安徽地区液碱市场有下降表现，下游采购谨慎。西南地区市场交易氛围温和，价格维持稳定。

【南华观点】

当前烧碱现货区间走弱。阶段性补库结束，非铝备货不及预期。且山东主力下游采购价下滑，采买谨慎，供应端产量因检修正常波动。成本端维持，氯碱利润维持，后市继续关注现货节奏以及下游备货积极性。目前烧碱整体供需矛盾有限，阶段性补库以及宏观预期或影响价格节奏。

丙烯：现货平稳小涨

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6320 (-45)，PL2602 盘面收于 6374 (-16)；PP-PL01 价差 532 (-6)；PL01-02 月差 -54 (-27)

【现货反馈】山东均价 6475 (+70)

【基本面数据】供应端，丙烯整体开工率 75.52% (+1.67%)，产量 123.89 万吨 (+3.6 万吨)。其中，主营炼厂开工率 80.27% (-1.25%)；独立炼厂开工率 53.49% (+1.64%)，不含大炼化利用率为 49.87% (+1.83%)；蒸汽裂解开工率 83.44% (-0.36%)；PDH 开工率 73.56% (+2.26%)，开工率短期维持在 70%-75% 左右。MTO 开工率 88.18% (+4.375%)。需求端 PP 开工小幅提升，但成本端的压力依然存在，本期 PP 粒料开工率 75.52% (+1.67%)，产量 77.34 万吨 (+0.64 万吨)；PP 粉料本期开工率 35.92% (+1.91%)，产量 6.14 万吨 (+0.34 万吨)。(截至 9.35)

【观点】丙烯端假期期间变动不大，山东市场因装置提前检修，价格小幅抬升，整体持稳。另外，在丙烷跌价后，PDH 利润快速修复，关注后续开工变化。

以上评论由分析师凌川惠 (Z0019531)、张博 (Z0021070)、寿佳露 (Z0020569)、戴一帆 (Z0015428)、胡紫阳 (Z0018822) 提供。

农产品早评

生猪：国庆期间猪价下行

【期货动态】LH2511 收于 12355 日环比+0.49%

【现货报价】全国生猪均价（较国庆前）11.61（-0.66）元/公斤，其中河南 11.71（-0.87）元/公斤、四川 11.27（-0.52）元/公斤、湖南 11.29（-0.73）元/公斤、辽宁 11.53（-0.81）元/公斤、广东 12.35（-0.56）元/公斤。

【现货情况】

国庆期间，全国生猪主流成交价 11.0-12.6 元/公斤，整体呈现“旺季不旺”的持续下行态势。供应端方面，全国生猪出栏量保持高位，部分集团企业因节前出栏计划完成不佳导致节后供应后置，叠加养殖端悲观心态下的增量出栏行为，市场供应压力持续累积；需求端受南方高温、北方连续性降雨天气影响，且双节集中备货后终端走货明显放缓，不同区域人员流动差异进一步抑制消费需求释放，整体形成“供需双弱”格局。期间少数区域短暂出现企稳反弹迹象，但受全国性供需矛盾制约，多数主产区价格仍创阶段性新低。预计短期全国供强需弱的基本面难以扭转，生猪行情延续弱势震荡，需重点关注养殖端出栏节奏调整及二次育肥动向。

【南华观点】

在供应量依旧保持高位的情况下，建议仍以逢高沽空思路为主。短期关注养殖户悲观情绪与价格之间对补栏操作的博弈，长期关注去产能政策推进与实际落地效果。

油料：中美谈判预期主导内外盘面

【盘面回顾】假期前中美传再度谈判预期，内盘油料整体走势震荡偏弱，反之外盘假期间走势震荡偏强。假期间现货北跌南涨，涨跌互现。

【供需分析】对于进口大豆，买船方面看，巴西升贴水在外盘走强后小幅回落，支撑国内买船成本，近月榨利走弱，油厂继续以采购近远月巴西船期为主，但买船情绪有所降低。到港方面看，10月950万吨，11月850万吨，12月760万吨，在不购买美豆背景下，后续大豆到港预计将在明年一季度后迎来缺口。

对于国内豆粕，盘面交易逻辑中美贸易战背景下继续关注后续大豆供应情况。全国进口大豆港口与油厂库存继续回升，油厂压榨量维持高位，豆粕延续季节性累库趋势。需求端来看，下游饲料厂物理库存维持中性，渠道与下游库存前期备货较多，后续预计采买情绪有限，但预计在养殖高存栏背景下仍将保持刚需水平消费维持。

菜粕端来看，在后续菜系原料到港有限背景下，库存将表现季节性加速去库，中加不断谈判影响盘面预期，短期内跟随豆粕走势为主，加速做多时机需关注后续仓单变化情况。

【后市展望】外盘美豆目前以中美谈判背景下出口需求为主线，而假期间中美谈判预期再起，且特朗普宣称将涉及大豆采购内容，国内自身以关税收入补贴农户，但市场认为在出现实际中国采购订单前将继续维持底部窄幅震荡。短期看假期间季度库存报告影响中性，关注10月USDA报告是否会对前期单产进一步调整；巴西大豆种植进度继续修复，整体新作暂无较大产量问题；内盘豆系上方空间受制于近月高库存压力，同时中美谈判影响短期情绪交易，内盘预计表现承压，但可关注成本支撑下的做多估值修复机会；内盘菜系继续关注中加谈判结果为主，短期内受自身供应修复预期与豆粕影响。

【策略观点】M2601前期3300卖看涨备兑持有。

油脂：节后开盘或开启反弹

【盘面回顾】国庆假期外盘马棕反弹上4500，预计节后国内油脂反弹。

【供需分析】棕榈油：南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025年10月

1-5日马来西亚棕榈油单产环比上月同期增加11.61%，出油率环比上月同期增加0.18%，产量环比上月同期增加12.55%；马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚9月1-30日棕榈油产量预估减少2.35%，其中马来半岛减少6.17%，沙巴增加2.35%，沙撈越增加6.62%，东马来西亚增加3.44%，预估9月马来西亚棕榈油总产量为181万吨；印尼计划在2026年推进B50计划，国际棕榈油报价坚挺。

豆油：全球大豆延续供应宽松格局，国内大豆到港依然充足，油厂开机率高，豆油短期库存压力仍大，缺乏明确驱动，需关注中美贸易关系进展。但美国政府停摆为盘面注入更强的不确定性，市场波动加剧。

菜油：加拿大新季产量增加，天气良好单产预计高于预期。澳菜籽11月陆续到港，短期菜油延续去库，但因中加关系不明朗，加菜籽进口仍不乐观，年底至明年初依然有供应缺口。

【后市展望】当前植物油市场波动加剧，关注产地信息和美国生柴政策；关注美国和东南亚天气情况；关注中美关系及中加关系。

【南华观点】节后油脂开盘或反弹，关注棕榈油做多机会。

豆一：假期期间现货价格走低

【期货动态】9月最后两个交易日，豆一盘面呈现空平带来反弹后的震荡整理走势，虽然空平仍在持续，但价格上涨明显弱化，主力11合约周跌8元/吨或0.2%，30日收于3927元。成交量逐日下降，持仓量有较大幅度减少，主力合约向2601过渡，注册仓单减少至7290手；

【现货情况】十一期间，国产大豆现货价格随着上市量增多延续弱势下跌节奏，蛋白分化带动价格表现各异，高蛋白价格相对坚挺，中低蛋白价格偏弱，新粮报价自开市以来持续弱势走低，部分企业报价39蛋白以上净粮大豆已跌破1.9元/斤关口，南方产区新季压力逐步释放，假期期间现货价格持稳为主，后期优质优价将更为明显；

【市场分析】新季大豆现货上量增加将贯穿10月份市场，尤其是东北产区丰产压力或将带动整体价格重心继续下移，重点关注政策端带来的托市影响，对价格下跌节奏有较大影响，期货端开市或将集中兑现假期期间现货价格下跌利空影响，空单持有为主，11合约关注3850元一带支撑表现。整体行情预期仍以震荡下行为主，考虑到政策因素，单边下行动能不足，关注油厂收购力度及政策端动向。

【南华观点】11合约套保空单跟随现货销售动态调整，如跌幅较大考虑减仓为主。

棉花：新棉收购价小幅回升

【期货动态】国庆假期期间，美棉震荡下行，下破65美分/磅，美国政府停摆，数据发布推迟，市场不确定性加剧，同时美元指数反弹，新棉正处于收获阶段，棉价受到压制。

【外棉信息】洲际交易所(ICE)公布数据显示，截至10月6日，ICE可交割的2号期棉合约库存为17,891包。

【郑棉信息】当前美棉正处于采摘阶段，美棉优良率维持中性偏高水平，关注十月USDA报告调整情况。国庆期间，国内北疆机采棉陆续开秤，南疆机采棉尚未大量上市，前期受降雨影响，籽棉水分偏高，后续水分下降，且随着气温回落，部分棉区采摘进度放缓，棉籽价格也回落至2.1元/公斤左右，籽棉收购价格小幅回升，当前收购价多集中在6.0-6.2元/公斤左右，轧花厂整体收购态度偏于谨慎。下游旺季逐渐步入尾声，成品库存有所去化，但纱厂对原料基本维持刚需补库。

【南华观点】短期籽棉收购价格小幅回升，棉价跌势或延缓，但下游旺季逐渐走弱，市场信心不足，同时新棉供给压力将逐渐显现，丰产格局之下棉价面临较大的套保压力，策略

上仍以反弹沽空为主。

白糖：两广产区受灾 关注价格升势

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货国庆假期小幅上涨。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5850 元/吨。昆明中间商报 5730-5890 元/吨。

【市场信息】1、巴西 9 月出口糖 324.58 万吨，同比减少 16.3%。

2. 洲际交易所 (ICE) 10 月原糖合约到期时的交割量预计为 30,032 手 (每手约 50 吨)，折合约 152 万吨。

3. 据圣保罗州民防部门 (Defesa Civil estadual) 消息，高温与干旱天气导致圣保罗州大部分地区在本周面临火灾紧急风险。

4. 巴西甘蔗行业协会 (Unica) 数据显示，9 月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗 4597.3 万吨，同比增加 6.94%；食糖产量达 362 万吨，同比增长 15.72%，乙醇产量则为 23.3 亿升，同比下降 4.88%。糖厂使用 53.49% 的甘蔗比例产糖，远高于去年同期的 47.74%，甘蔗出糖量 (ATR) 为 154.58 千克 / 吨，较去年同期的 160.07 千克 / 吨，同比下降 3.43%。

5. Czarnikow 将其预计的 2025/26 年度全球食糖供应过剩量预估提高到 740 万吨。

6. 国庆前后，短时间内连续遭遇两轮台风袭击，据了解对广西甘蔗的影响比较大，目前崇左等主产区正在统计受灾和生产恢复情况。另外，台风“麦德姆”登陆之后湛江市甘蔗几乎全部受灾，雷州片区更严重些。“麦德姆”是正面登陆，而且风力更强，肆虐时间更久，对湛江蔗区的影响更大，受灾情况整体来说比去年的台风“摩羯”更严重。

【南华观点】预计节后首日糖价高开高走的概率较大，短期价格走势偏强，但受全球供应压力影响，上方空间或有限。

鸡蛋：国庆期间蛋价先稳后跌

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 3038，日环比+0.73%

【现货报价】国庆期间各产区蛋价普遍下跌，跌幅不等。

【现货情况】

华东鸡蛋：国庆假期期间，华东蛋价连续下跌，需求端逐渐减弱，但供应端压力增大，被动库存明显增加，蛋价承压下跌至新低，当前河北粉蛋价格红鸡 2.50 元/斤左右，山东红蛋 3.0 元/斤左右。

华中鸡蛋：国庆期间华中市场震荡调整，随着假期结束，市场交易放缓，叠加局部地区假期期间库存累计，多地价格出现回落，下跌 0.10-0.20 元/斤，跌后市场交易情绪一般，贸易环节控制库存为主，回归平稳观望，预计短线华中市场偏弱整理，利好尚不明显。

东北鸡蛋：国庆假期初期，市场人流减少，需求端逐步走弱，叠加供应压力显现，东北蛋价持续弱势运行。节日尾期，下游备货不及预期，各环节库存被动增加，同时外围市场大幅走跌，东北蛋价开启下跌模式。

【南华观点】

中长周期鸡蛋产能依旧处于偏宽松状态，产业链还需要进一步去产能。短期来看，市场虽有抄底情绪，但鸡蛋价格难言见底，双节期间蛋价不振充分印证前期看空观点，建议投资者谨慎观望或逢高沽空远月合约。

苹果：连阴雨 好货价格上涨

【期货动态】节前苹果期货大幅上涨，10 合约大涨进入交割月，受产区阴雨天气影响，上色问题较为严重。

【现货价格】新晚富士甘肃静宁产区山地短枝红富士订价价格已经来到了 6.3 元/斤，山区

果农一般货源价格也在 5 元以上。但是静宁产区还有更多的冰雹货，价格非常乱。陕西产区红货有限，陕北洛川晚富士 70# 以上半商品成交价格 4.00-4.30 元/斤，统货价格 3.70--3.80 元/斤。山东地区晚富士成交价格来看，少量红货报价 3-3.5 元/斤，一二级暂无报价，目前产区上货量零星。

【现货动态】十月一期间西北、山东产区晚富士普遍处于摘袋后上色及红货少量上市阶段，受到连续阴雨影响，西部产区上色较慢，山东产区部分前期未完成的摘袋工作被迫延迟，红货大量供应时间较去年推迟。

【库存分析】钢联数据显示，截至 2025 年 9 月 24 日，全国主产区苹果冷库库存量为 12.18 万吨，环比上周减少 4.14 万吨。

【南华观点】由于产区连日阴雨天气，整体质量不佳，好货价格上涨，近期将持续助推苹果期货价格上行。

红枣：新枣进入吊干期

【产区动态】目前新季灰枣陆续进入皱皮吊干阶段，关注产区降雨情况，当前预报来看，南疆多以晴天为主。

【销区动态】假期期间，广州如意坊市场到货 8 车，河北崔尔庄市场到货 10 余车，较往年同期到货量明显减少，下游维持按需采购。

【库存动态】郑商所红枣期货仓单集中注销，据统计，截至 9 月 25 日，36 家样本点物理库存在 9203 吨，周环比减少 44 吨，同比增加 84.80%。

【南华观点】新季红枣即将迎来下树，部分内地客商前往产区订园但签订量尚少，当前产区天气良好，在陈枣高库存的供应叠加下，红枣或仍存下行压力。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、靳晚冬（Z0022725）、陈嘉宁（Z0020097）、陈晨（Z0022868）及助理分析师康全贵（F03148699）提供。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。