金融期货早评

宏观：国内需求端仍是核心症结

【市场资讯】1) 中国商务部连发四则公告，事关稀土、锂电池、超硬材料等出口管制。2) 美国政府关门难解：参院七次否决拨款案，特朗普威胁砍民主党项目，共和党领袖否认要动“大招”。3) 美国劳工统计局准备在政府关门期间发布 9 月 CPI 数据。4) 贝森特已面完 11 名美联储主席候选人，4 个人最有希望。美联储理事巴尔强调通胀风险、称降息需谨慎，华尔街日报：凸显美联储内部分歧。美联储“三把手”威廉姆斯：支持今年进一步降息，并不认为经济处于衰退边缘。5) 美国财长贝森特：赤字比降至 5 开头，希望几年后降至 3 开头。

【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：美元指数持续走强

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1246，较上一交易日下跌 60 个基点，夜盘收报 7.1309。人民币对美元中间价报 7.1102，调贬 47 个基点。

【重要资讯】1) 美国政府关门难解：参院七次否决拨款案，特朗普威胁砍民主党项目，共和党领袖否认要动“大招”。2) 美国劳工统计局准备在政府关门期间发布 9 月 CPI 数据。3) 贝森特已面完 11 名美联储主席候选人，4 个人最有希望。美联储理事巴尔强调通胀风险、称降息需谨慎，华尔街日报：凸显美联储内部分歧。美联储“三把手”威廉姆斯：支持今年进一步降息，并不认为经济处于衰退边缘。4) 美国财长贝森特：赤字比降至 5 开头，希望几年后降至 3 开头。

【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，日元的持续走弱，让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。中间价昨日报 7.1102，虽有所调贬，但显著强于彭博预测中间价，离岸人民币对美元有所升值，市场情绪边际修复。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

重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

股指：股指创新高后，预计情绪继续偏积极

【市场回顾】昨日股指走势继续上涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 1.48%。从资金面来看，两市成交额上涨 4717.86 亿

元。期指方面，各品种均放量上涨。

【重要资讯】1.我国域外管辖迈出坚实一步。商务部发布公告，宣布对境外相关稀土物项和稀土相关技术实施出口管制，并将反无人机技术公司等 14 家外国实体列入不可靠实体清单。商务部还会同海关总署连发 4 则公告，宣布对超硬材料、部分稀土设备和原辅料、部分中重稀土、锂电池和人造石墨负极材料等相关物项实施出口管制。2.工信部等三部门调整 2026-2027 年新能源车购置税减免技术要求，其中插混、增程式乘用车纯电续航里程由此前的 43 公里调整至不低于 100 公里。3.哈马斯高级官员、首席谈判代表哈利勒·哈亚发表声明宣布达成停火协议。4.当地时间 10 月 9 日，美国共和党提出的结束美国政府停摆的法案未能在参议院获得足够票数，法案未获通过。美国总统特朗普表示，鉴于美国国会重启政府问题上似乎仍陷于僵局，他计划削减一些受民主党欢迎的联邦项目。特朗普称，他们“将进行永久性的削减，而且只会削减民主党的项目”。

【核心观点】昨日股市整体上行，四大规模指数均创历史新高，市场情绪偏积极，有节假日乐观情绪的积累，而更多的是受结构性行情拉升，有色金属及科技概念受行业因素影响走势强劲。隔夜贵金属走势有所下降，上行延续性有待观望，不过在股指创下新高，交投热情活跃的情况下，预计股市延续易涨难跌态势，但结构性拉动力需要持续新信息提振。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

国债：维持震荡观点

【市场回顾】周四期债全线收涨，TF、T、TL 成交缩量较为明显。现券成交清淡，收益率全线下行。资金面宽松，DR001 在 1.33%左右。

【重要资讯】1. 国家发展改革委和市场监管总局发文，治理价格无序竞争，维护良好市场价格秩序。2.商务部、海关总署发布公告，公布对锂电池和人造石墨负极材料相关物项实施出口管制的决定。

【核心观点】昨日期债延续节前反弹态势，未受股市大涨影响。因部分投资经理或交易员仍在休假，市场成交较为清淡。节后资金面宽松有利于市场反弹，但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。目前仍以震荡观点看待市场，反弹后不宜追高。

【策略建议】多单可部分止盈。

集运：加沙停火协议达成

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）价格低开下行后震荡回升。截至收盘，EC 各合约价格均有不同程度的下行，其中，02 和 06 合约跌幅超 10%。

【现货市场】：根据《欧线运价小纸条》数据统计，10月24日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP总报价为\$1080，40GP总报价为\$1800，均与前一周开舱报价持平。

【重要资讯】：当地时间10月8日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”发文称，以色列与哈马斯均已签署其提出的“20点计划”第一阶段协议。卡塔尔外交部发言人安萨里当地时间10月9日凌晨通过社交平台表示，加沙停火协议第一阶段的所有条款及执行机制已达成一致，这将促成冲突结束、以色列被扣押人员与巴勒斯坦在押人员获释，以及援助物资进入加沙。安萨里称，详情将在稍后公布。埃及开罗新闻电视台报道称，埃及、卡塔尔等斡旋方宣布，协议最终版本目前正在起草中。

【南华观点】：昨日期价初始低开下行，最主要的原因应在于加沙停火谈判的初步达成，利空市场情绪，使得期价，特别是远月合约价格有所回落。此外，马士基今日公布了10月下旬欧线订舱报价，与前一周开舱报价持平，引领期价有所回升。短期来看，期价延续震荡的可能性较大，但有前车之鉴在，加沙停火进程仍存反复的可能，后续需密切关注相关情况，策略上整体应仍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

铜：情绪宣泄后，夜盘内外盘铜价冲高回落

【盘面回顾】受外盘铜价大涨影响，昨日沪铜高开上涨，涨幅4.19%，符合预期。夜盘各合约均触及近一年来高位，而后回落，主力2511合约最终收于86650元/吨，涨幅0.86%。外盘伦铜跟随国内夜盘冲高回落，触及近一年来高位11000美元/吨，但未突破2024年5月20日创下的11104.5美元/吨的价格，最终上涨0.71%。总体来说，涨幅收窄。

【产业信息】根据Freeport给出的新产量指引，预计三季度影响2万吨，四季度影响20万吨，26年影响27万吨。调整后的平衡表显示，今明两年的紧平衡加剧。从当前基本面来看，下半年矿端扰动频发，全球精铜发运量将明显下滑，11月将开始新一轮长单谈判，26年国内粗炼/精炼新增产能为90/129万吨，TC仍然承压。

【南华观点】昨天沪铜跳空高开走势符合预期，接下去将是情绪和预期谁更占主导，或将影响铜价波动。趋势上看，沪铜已经突破，周期角度看，短期已经波动至上沿区间，若出现高位调整也不必意外。伦铜亦如此。

【南华策略】面对短期可能会调整，但中长期看涨的铜价，我们建议可以构建“卖出看跌期权+买入期货”的组合策略，或者“买入看涨期权+卖出虚值看跌期权”的纯期权交易策略。当价格下跌调整时，可以用期权费减少部分下跌损失，但又保留上涨盈利。

风险点在于：高铜价下的产业接货意愿

铝产业链：宏观驱动向上

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于21090元/吨，环比+1.61%，成交量为16万手，

持仓 20 万手，伦铝收于 2782.5 美元/吨，环比+1.16%；氧化铝收于 2875 元/吨，环比-0.28%，成交量为 19 万手，持仓 29 万手；铸造铝合金收于 20615 元/吨，环比+1.60%，成交量为 3198 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：受铜金带动以及宏观政策影响，沪铝短期震荡偏强。宏观方面，美国 9 月私营部门就业人数意外减少 3.2 万，后续美国政府停摆，9 月非农就业数据在内的关键报告延迟发布，ADP 数据的重要性被异常放大，降息预期步步升高推动包括铝在内铝价上涨，目前市场普遍认为 10 月将在降息 25 个基点。基本面方面，10 月 6 日美国铝业巨头大火导致其或停产至明年初，海外供应预期下滑，助推铝价上涨。库存方面，节前节后提货情况良好预计后续维持去库。总的来说，目前影响铝价的核心因素为宏观，市场聚焦下阶段美联储降息情况，短期易涨难跌。

氧化铝：氧化铝目前仍走在过剩逻辑的道路上。目前氧化铝国内产能维持高位，过剩明显，同时进口窗口打开，加剧供需不平衡的状态，国内外现货价格无论是网价还是成交价均持续下跌，在没有出现大规模检修的情况现推荐仍以空头思路为主。

铸造铝合金：铝合金对沪铝有较强跟随性，短期同样震荡偏强，且由于原材料紧俏和违规税收返还政策影响，下方支撑较强，推荐关注铝合金与铝价差，超过 500 可多铝合金空沪铝。

【南华观点】铝：震荡偏强；氧化铝：弱势运行；铸造铝合金：震荡偏强

锌：有色板块拉升，外强内弱格局加深

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22315 元/吨，环比+2.36%。其中成交量为 13.72 万手，而持仓则增加减少 14525 手至 11.33 万手。现货端，0#锌锭均价为 22140 元/吨，1#锌锭均价为 22070 元/吨。

【产业表现】10 月 1 日，29Metals 宣布其位于西澳大利亚 Golden Grove 矿山 Xantho Extended 矿体发生新的地震事件，未造成人员伤亡。公司表示，高品位锌矿石的开采将因地压支护修复而延迟，因此撤回全年锌产量指引。在此期间，公司将开采其他低品位矿源。铜、金和银的产量指引保持不变。更多更新将在 10 月 15 日公布的三季度报告中披露。

【核心逻辑】上一交易日，锌价受有色板块整体拉升，带动偏强运行。今日的涨幅主要来自两点原因。一是假期内美国政府停摆，宏观不确定性变强，同时 9 月美联储会议纪要加强降息预期。二是来自海外矿山的供给端扰动。两者对 LME 锌的影响相较于沪锌更为强烈。LME 锌在假期内整体偏强运行，基本面与宏观共振。进口盈亏也因此来到了低点，目前进口盈亏位于-4000 元/吨下方，出口窗口打开指日可待。沪锌则以上种种原因影响，带动上涨。但其基本面相对于海外仍处弱势，供强需弱格局明显，短期内以空头逻辑为主，等待出口窗口打开做内外反套。

【南华观点】内外正套可继续持有，观察出口情况。

镍，不锈钢：消息面仍有利，预期内上涨

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 124480 元/吨，上涨 2.39%。不锈钢主力合约日盘收于 12860 元/吨，上涨 0.59%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 124825 元/吨，升水为 2350 元/吨。SMM 电解镍为 123600 元/吨。进口镍均价调整至 122800 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28260 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3529.55 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.4%。8-12%高镍生铁出厂价为 954.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-5.61%。纯镍上期所库存为 29008 吨，LME 镍

库存为 232632 吨。SMM 不锈钢社会库存为 909000 吨。国内主要地区镍生铁库存为 28652 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢日内强势上行，整体有色偏强运行。镍矿方面印尼公布 26 年配额申报条例法规，配额有效期恢复为一年；部分企业在 2425 年间已获得 2026 年的采矿配额，但这些配额将被全部作废，企业需重新提交新的 26 年年度 RKAB 申请，25 年整体配额有一定过剩，在环境审查等监管限制下 26 年配额预计有所下行。新能源方面方面下游节后采购意愿有所恢复，当前市场流通偏紧，库存较低且仍有询单，后续报价或延续偏强。镍铁近期价格上涨动力消散，但是成本压力下下行空间受阻。不锈钢方面节后现货成交有一定好转，产销均有一定动向；出口方面 WTO 裁定欧盟对印尼不锈钢额外加征税赋不符合规定，印度 BIS 认证豁免至年底均推动不锈钢出口利好情绪，需求恢复疲软压力或有所缓解。

锡：宏观基本面共振，偏强运行

【市场回顾】沪锡指数在周四继续以震荡为主，报收在 28.7 万元每吨；成交 7.9 万手；持仓 3.5 万手。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】假期美国政府停摆，宏观不确定性加强。降息预期再一次成为市场交易的主线逻辑，叠加低邦和印尼的供给端扰动，沪锡仍以多头看待。

【交易策略】等待多头入场机会。

铅：迟疑的上涨

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 16855 元/吨，环比+1.54%，其中成交量 40199 手，而持仓量则减少 1556 手至 41077 手。现货端，1#铅锭均价为 16800 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，铅价受有色板块带动上涨。今日的走势其实从时间上看显得比较迟疑，当其他有色都从开盘就发力时，铅价从十点半之后开始发力。从结果上看，本次的涨幅大部分来自于资金推动，其基本面较节前没有明显变化，甚至远期供应偏向过剩。基于两个原因，首先是白银副产品来到历史新高，相对于再生铅冶炼端缺少原料的乏力，原生铅冶炼端开工意愿可以预见持续上升。第二则是进口窗口的打开的可能性加大，远期铅精矿供应量预计扩大。铅价的高位震荡在短期内可能即将回落，操作上切忌追高，可逢高卖出看涨期权收取稳定权利金。

【南华观点】上方空间较小

以上评论由分析师傅小燕（Z0002675）及助理分析师管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：乐观情绪升温

【行情回顾】增仓上行

【信息整理】1. 国家发展改革委、市场监管总局发布《关于治理价格无序竞争维护良好市场价格秩序的公告》。《公告》指出，对价格无序竞争问题突出的重点行业，指导行业协会等有关机构调研评估行业平均成本，为经营者合理定价提供参考。

2. 本周 247 家钢厂日均铁水产量为 241.54 (-0.27)。

【南华观点】昨日盘面拉涨主要由多重事件及情绪因素共同推动，煤矿事故突发叠加安全生产考核巡查的舆情效应、黄金及有色等品种上涨带来的市场情绪提振，以及两部门治理价格无序竞争公告的发布推动宏观层面乐观情绪呈现升温。从实质影响看，此次煤矿事故仅涉及少量无烟煤，对供给的实质性冲击有限，更多是短期情绪驱动。基本面层面，节日期间五大材表需疲弱，库存累积速度显著快于往年，库销比升至近年同期高位，其中热卷库存累积尤为突出，表明此前基本面相对较好的品种当前也面临压力，整体钢材去库压力突出。当前长流程钢厂仍有一定利润空间，主动减产意愿不强，而需求端尚未出现明显好转，高供应与需求不足的矛盾持续存在，负反馈减产压力仍在累积。尽管节前原料端受补库支撑，但在钢材超季节性累库的现状下，节后原料补库动能预计将有所减弱。综合判断，昨日盘面走强属于事件驱动及宏观乐观情绪推动下的反弹，暂未获得基本面支撑；在供需核心矛盾未缓解的背景下，上行阻力显著，预计后市或仍将承压运行，但需警惕宏观利好政策的导向。

铁矿石：高铁水支撑

【盘面信息】铁矿石低开高走。

【信息整理】1. 矿业巨头必和必拓（BHP）集团与中国国有铁矿石买家间的价格争端陷入僵局，可能持续至 2026 年初。目前必和必拓对中国的铁矿石出货量暂未受太大影响，因已售出 11 月和 12 月大部分配额矿石。中国矿产资源集团（CMRG）下令暂停采购后，必和必拓将部分货物提供给其他贸易商等买家。暂停采购的影响或在必和必拓销售 1 月交货矿石时显现，这可能给必和必拓谈判留有余地。中国是全球最大铁矿石消费国，必和必拓是主要供应商之一。CMRG 要求国内主要买家暂停从必和必拓购买新的以美元计价海上铁矿石，此举是为加强中国在与必和必拓等矿商谈判中的地位，中国希望确立对铁矿石定价的控制权。CMRG 虽对单个企业商业运营无正式权威，但因政治影响力和战略重要性，建议具约束力。澳大利亚总理希望问题尽快解决，CMRG 和必和必拓暂未回应相关评论请求。

2. 根据找钢网数据，本期钢材产量维稳，库存下降，表需季节性回升，整体情况与钢联数据一致。

【南华观点】铁矿石市场整体运行平稳。从供给端来看，铁矿石发运量稳定维持在 3000 万吨以上，保障了市场基础供给；需求端呈现积极态势，钢厂根据实际需求开展补库操作，终端需求伴随季节性特征逐步回暖，带动铁矿石库存出现下降，市场基本面实现边际回升。不过，短期市场扰动主要来自供给端两方面因素：一是长协价格谈判问题持续发酵，中国矿产资源集团已明确要求国内钢厂与贸易商暂停采购以美元计价的必和必拓（BHP）海运铁矿石，目前仅少量在岸、且以人民币计价的到港资源仍可正常交易；二是西芒杜项目再次发生伤亡事故，市场担忧该事件可能进一步拖慢项目投产进程，对后续铁矿石供给增量形成潜在制约。从市场反应来看，当前必和必拓（BHP）股价与铁矿石价格仍保持相对平稳，这一现象也侧面反映出市场普遍认为，此次暂停采购更多是中国在长协价格谈判中的策略性手段，而非长期供给管控——毕竟从现实供需格局来看，中国短期内难以找到能够完全填补必和必拓（BHP）供给缺口的替代资源。

综合来看，在终端需求季节性回暖、基本面边际改善的背景下，叠加供给端扰动因素持续存在，预计短期内铁矿石价格将呈现“易涨难跌”的运行态势。

焦煤焦炭：部分焦企提涨

【盘面回顾】偏强震荡

【资讯整理】

1. 据湖南省耒阳市应急管理局消息，10月9日凌晨2时40分许，位于耒阳市的湖南能源集团南阳矿业公司淝江煤矿发生一起窒息事故，造成3人遇难。目前，善后处置工作及事故原因调查正在进行中。（央视新闻）

2. 国家发展改革委、市场监管总局发布《关于治理价格无序竞争维护良好市场价格秩序的公告》。《公告》指出，对价格无序竞争问题突出的重点行业，指导行业协会等有关机构调研评估行业平均成本，为经营者合理定价提供参考。

3. 西北某大型焦化化工焦提涨50，于明日执行。

【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）

硅铁&硅锰：供需矛盾突显

【盘面回顾】昨日硅铁主力-1.12%，收5472；硅锰主力+0%，收5768。

【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涵（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】LPG2511 盘面收于4072（-165），LPG2512 盘面收于3978（-181）；FEI M1 收于499美元/吨（0），CP M1 收于473美元/吨（+2），MB M1 收于350美元/吨（+5）

【现货反馈】华东均价4380（+17），山东均价4430（-0），最便宜交割品价格4260（-50）

【基本面】供应端，主营炼厂开工率82.26%（+0.98%）；独立炼厂开工率50.43%（-1.45%），

不含大炼化利用率为 46.45% (-1.62%)，国内液化气外卖量 54.32 万吨 (+0.31)，醚后碳四商品量 17.91 (-0)。需求端，PDH 本期开工率 73.68% (-1.05%)，短期开工率维持在 70%-75% 左右。MTBE 端开工率 66.37% (-0.17%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率至 47.38% (-0.03%)。库存端，港口库存 327.9 万吨 (-8.33)，库存保持高位震荡。

【观点】受近期原油及外盘丙烷偏弱影响，节后首日内盘低开低走。隔夜原油依然偏弱运行，外盘丙烷低位震荡。丙烷下跌后与石脑油价差再次拉大，裂解需求或能提供部分支撑。国内基本面端变动不大，化工需求整体平稳。

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 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 TA01 盘面加工费建议 280 以下逢低做扩。

MEG-瓶片：难觅向上驱动，估值承压格局不变

【库存】华东港口库至 50.7 万吨，环比上期增加 9.8 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，总负荷升至 75.08% (+2%)；其中，煤制方面，煤制负荷升至 78.83% (-5.02%)；国庆期间天业 60、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，前期部分延迟到港将于周末陆续抵达，港口发货平平，预计下期港口显性库存预计累库 4 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。近端显性库存逐步兑现累库预期，但 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，商品情绪积弱，预计震荡区间下移至 4050-4300，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】：周四甲醇 01 收于 2296

【现货反馈】：周四远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-86

【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。

PP：关注边际装置开工情况

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6745 (-107)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6630 元/吨，华东现货价格为 6660 元/吨，华南现货价格为 6690 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 75.52% (0.63%)。本周装置检修持续高位，由于丙烯和 PP 的价差压缩，多套装置出现了暂停聚合装置，外卖丙烯的情况。进出口端，8 月东南亚装置复产叠加海外需求整体疲软，外盘价格持续下行，这或将导致 PP 出口受到一定限制。需求端，本期下游平均开工率为 49.74% (+0.4%)。其中，BOPP 开工率为 61.38% (-0.04%)，CPP 开工率为 61.53% (+0.13%)，无纺布开工率为 40.45% (+0.7%)，塑编开工率为 43.9% (+0.3%)。本周 PP 下游开工率变化不大，膜类产品订单情况略有好转。库存端，PP 总库存环比下降 3.33%。上游库存中，两油库存环比上升 1.21%，煤化工库存下降 6.2%，地方炼厂库存下降 15.12%，PDH 库存下降 17.05%。中游库存中，贸易商库存环比下降 0.58%，港口库存上升 7.61%。本周地方炼厂和 PDH 库存下降明显，近期暂停 PP 聚合，外卖丙烯

的装置增加，导致上游库存有所去化。

【观点】昨日化工品跟随原油普跌。对比聚烯烃，PP 的跌幅更为明显，其主要原因是节中丙烷价格下跌明显，PDH 装置利润走扩。从 PP 总体供需格局来看，供给端，在 PDH 利润回归的情况下，10 月意外检修预计减量，供给将有所回升，压力增大。需求端，昨日的下跌行情使得基差走强，并且带动下游投机性补库，现货成交量快速上升。但是 PP 下游“旺季不旺”的情况短期难有明显改善，成就放量的情况预计持续时间有限。在供给增量而需求偏弱的情况下，PP 四季度压力依然偏大，对其上方造成持续压力。后续仍需持续关注边际装置开停工情况。

PE：震荡格局延续

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 7077 (-76)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 7030 元/吨，华东现货价格为 7060 元/吨，华南现货价格为 7230 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 81.84% (+1.48%)。多套装置重启集中在月底重启，开工率回升。从检修计划看，10 月装置检修预计缩量，供给将快速回升。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 42.17% (+1.21%)。其中，农膜开工率为 32.86% (+6.11%)，包装膜开工率为 52.37% (+0.59%)，管材开工率为 32.17% (+0.34%)，注塑开工率为 57.8% (+0.2%)，中空开工率为 40% (+0.59%)，拉丝开工率为 35.70% (+1%)。本周 PE 主要下游开工率均有上涨，其中农膜开工率涨幅较大。库存端，本期 PE 总库存环比下滑 4.22%，上游石化库存环比下降 6%，煤化工库存下降 10%；中游社会库存下滑 2%。国庆节前中上游降价出货的意愿强烈。

【观点】昨日化工品跟随原油普跌。从 PE 自身来看，当前矛盾并不突出，总体供需格局持续偏弱：在供给端，多套装置集中在 9 月底重启，10 月装置检修量预计快速下滑，供给回升。并且，由于海外 PE 供需持续偏弱，外盘价格下滑，源自北美和中东的报盘明显增加。因此，10-11 月 PE 进口存在进口预期，供应压力进一步加大。在需求端，虽然当前 PE 正处于逐步进入旺季的阶段，但是需求回升速度偏缓，下游订单跟进有限，企业补库意愿不强，同时 PE 库存，尤其是 LLDPE 库存处于偏高水位，中上游出货存在压力，因此 PE 基差持续处于贴水状态。需求的弱导致 PE 支撑不足，总体呈现震荡偏弱走势。所以综合来说 PE 后续的压力依然偏大，向上空间比较有限。

纯苯苯乙烯：跟随原油下跌

【盘面回顾】BZ2603 收于 5763 (-37)，EB2511 收于 6818 (-17)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5750 (-45)，主力基差 -13 (-8)。下午华东苯乙烯现货 6825 (-5)，主力基差 7 (+12)

【库存情况】截至 10 月 9 日，江苏纯苯港口库存 9.1 万吨，较上期环比下降 33.7%。

截至 2025 年 10 月 9 日，江苏苯乙烯港口库存 20.19 万吨，较上周期增 0.44 万吨，幅度 +2.23%；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，四季度总体纯苯检修损失不高+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，装置检修增多，苯乙烯供应继续收紧，预计到 10 月中下旬新装置投产兑现供应才会增多。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：裂解偏强

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2834 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：跟随成本波动为主

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU12 收于 3356 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：需求逐渐转淡

【盘面回顾】BU11 收于 3375 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3490 元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率-2.4%至 39.6%，华东开工率-10%至 29%，中国沥青总的开工率-2.1%至 34.5%，山东沥青产量-0.8 至 20.5 万吨，中国产量-1.9 万吨至 61.8 万吨。需求端，中国沥青出货量-9.21 万吨至 22.13 万吨，山东出货--5.51 万吨至 5.4 万吨；库存端，山东社会库存+1.1 万吨至 13.5 万吨和山东炼厂库存+1.8 万吨为 16.2 万吨，中国社会库存-0.5 万吨至 41.2 万吨，中国企业库存+4 万吨至 46.2 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。

橡胶&20 号胶：供需预期持稳，胶价反弹

【行情回顾】

周四胶价低位反弹，RU2601 收于 15435 (+110)，NR2511 收于 12485 (+100)。新加坡 TSR20 主力收于 171.6 (+2.4)；日胶烟片主力收于 311.2 (+1.2)。前期利空因素消化，橡胶估值不高且下方成本有支撑，未来供需仍存不确定性。

【产业表现】

宏观方面，国内 9 月份制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.8%，环比上升 0.4%；非制造业商务活动指数为 50.0%，环比下降 0.3%；综合 PMI 产出指数为 50.6%，环比上升 0.1%，我国经济总体产出扩张略有加快。美国政府停摆与国际贸易局势加大宏观不确定性，美国宣布将对中重型卡车加征关税。供应方面，全球橡胶进入高产季，近期整体天气扰动减小，海南近期受台风影响频增降雨，原料端对胶价有所支撑；原油维持增产，成本端拖累化工板块；泰国零关税进程将带来压力，但目前来看，其来带的未来进口增压或集中在杯胶和其中游深色系产品。需求端，欧盟零毁林法案 (EUDR) 对长期需求结构产生负面影响，而法案延期预期减弱成本支撑。国内轮胎出口出现下滑，或反映前期抢出口带来的滞后副作用，或影响四季度以及明年出口；且下游成品库存压力大，轮胎厂采购意愿偏弱。下游汽车库存指数偏高，新能源汽车补贴政策明年将收紧，汽车配套需求增长仍需政策进一步激励。

【核心观点】

从短期来看，四季度内需与出口尚不能绝对证弱，但天气整体有所转好使原料支撑松动，供应上量和库存仍带来压力。中长期来看，全球总产能周期尚未完全达峰，海外供应上量仍具一定弹性，而国内的偏强现实也需要结合持续的宏观利好跟进才能共同构建稳定的需求预期，具有较高韧性的出口增长仍面临国际局势与贸易壁垒等风险挑战，整体中性看待。RU2601 预计维持偏弱震荡，参考区间为 14500—15600；NR2511 震荡区间参考 12000—12600。单边建议观望为主，深浅价差低位做扩。

玻璃纯碱烧碱：关注供应扰动

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1250，-0.4%

【基本面信息】

本周纯碱库存 165.98 万吨，环比上期+5.99 万吨；其中，轻碱库存 73.91 万吨，环比上期+4.24 万吨，重碱库存 92.07 万吨，环比上期+1.75 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 合约昨日收于 1218, -0.66%

【基本面信息】

截止到 20251009, 全国浮法玻璃样本企业总库存 6282.4 万重箱, 环比+346.9 万重箱, 环比+5.85%, 同比+6.76%。折库存天数 26.7 天, 较上期+1.3 天。

【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, 关注沙河煤改气扰动。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 合约昨日收于 2450, -3.2%

【基本面信息】

国内液碱市场涨跌均有。华北山东地区液碱市场价格灵活调整, 假期期间有企业降负荷运行, 出货压力缓解, 厂家报价有所下滑, 但鲁西南地区因检修计划较多, 价格上行。河北地区液碱出货情况尚好, 厂家报价多有上涨可能。华东浙江地区液碱市场供应量有限, 企业出货压力不大, 苏北地区氯碱企业库存压力不大, 但下游需求偏弱; 苏南节后市场维稳观望。江西、安徽地区液碱市场成交情况尚好, 报价维稳。华南广西地区有个别企业出货价格稍有上涨, 企业出货情况尚好。

【南华观点】

当前烧碱现货区间震荡走弱。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。

纸浆: 价格持续下探, 短期观望

【盘面】sp2511 收盘于 4804 (-30), 仓 (-375)。

【现货】山东银星报价 5520 元/吨 (-30), 山东俄针报价 5050 元/吨 (-50), 山东金鱼报价 4250 元/吨 (+0)。

【港口库存】截止 9 月 26 日, 港口库存 203.3 万吨 (-7.9)。

【月差结构】11-01 反套观望

【核心矛盾】

节后盘面继续减仓下探。现货端针叶浆价格下调, 但阔叶价格相对坚挺。针阔价差在持续收窄。后续到港压力仍然较大, 港口库存高位去化预计不会太顺畅。现实端偏弱, 但也已经交易的差不多。远端来看, 01 合约仍然有布针仓单压力, 整体供需格局预计仍然偏过剩。目前的绝对价格不宜追空, 短期观望为主。

原木: 不宜追涨, 逢高空为主

【盘面】lg2511 收盘于 828.5 (+11.5), 持仓 (+519)

【现货】根据千里目数据显示, 10.9 日, 6 米中 A 报价 800-810 (+20), 6 米小 A 报价

750-770 (+10), 5.9 米中 A 报价 800-810 (+20)

【估值】仓单成本约 841 元 /立方米 (长三角), 844 元 /立方米 (山东)。

【库存】截止 9.19 日, 全国库存量 292 万方 (-10)。

【核心矛盾】

昨日如早评提示, 开盘之后价格上行进行估值修复。目前现货涨价之后的市场接受程度还需观察验证, 若后续无新的变化, 则进入交割月前一个月, 还是以逢高空的思路为主, 特别是进入 10 月中下旬之后。网格策略更改配置思路, 逢高空配置 2 倍头寸, 逢低多配置 1 倍头寸操作。

策略上:

1) 区间网格策略, 可以设置 818 作为价格中枢, 网格间距可以设置 5 - 10 之间, 区间范围为 805 - 835。

2) 备兑看跌, 逢高卖出 lg2511 合约, 同时卖出 lg2511-P-775 头寸增厚收益。

3) 备兑看涨, 逢低买入 lg2511 合约, 同时卖出 lg2511-C-850 头寸增厚收益。

丙烯: 现货持稳, 盘面偏弱

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6210 (-110), PL2602 盘面收于 6252 (-122); PP-PL01 价差 535 (+3); PL01-02 月差 -42 (+12)

【现货反馈】山东均价 6490 (较 10.8+15), 华东均价 6290 (较节前-10)

【基本面数据】供应端, 丙烯产量 123.74 万吨 (-0.93 万吨)。其中, 主营炼厂开工率 82.26% (+0.98%); 独立炼厂开工率 50.43% (-1.45%), 不含大炼化利用率为 46.45% (-1.62%); 蒸汽裂解开工率 81.51% (-0.68%); PDH 开工率 73.68% (-1.05%), 开工率短期维持在 70%-75% 左右。MTO 开工率 92.95% (+1.06%)。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 77.75% (+1.14%), 产量 79.62 万吨 (+1.62 万吨); PP 粉料本期开工率 39.27% (+2.01%), 产量 7.08 万吨 (+0.36 万吨)。

【观点】受假期原油及外盘丙烷影响, 节后首日盘面大跌, 现货相对持稳, 厂家出货为主。本周基本面变动不大, 需求端 PP 开工向上修复, 此外, 在外盘丙烷大跌后, PDH 利润快速修复至盈利状态, 关注 PDH 端开工情况。目前拿外盘丙烷目前测算 01 成本在 5900-6000 左右。

以上评论由分析师凌川惠 (Z0019531)、边舒扬 (Z0012647)、张博 (Z0021070)、寿佳露 (Z0020569)、宋霁鹏 (Z0016598)、戴一帆 (Z0015428)、胡紫阳 (Z0018822) 及助理分析师黄超贤 (F03147169) 提供。

农产品早评

生猪: 国庆期间猪价下行

【期货动态】LH2511 收于 11595 日环比 -6.15%

【现货报价】全国生猪均价 11.46 (-0.15) 元/公斤, 其中河南 11.31 (-0.4) 元/公斤、四川 11.17 (-0.1) 元/公斤、湖南 11.17 (-0.12) 元/公斤、辽宁 11.47 (-0.06) 元/公斤、广

东 12.28 (-0.07) 元/公斤。

【现货情况】

市场需求虽有向上修复表现，但是整体增幅不大，供给端出栏量宽松，屠企采购顺畅，压价效果明显，部分区域计划完成偏快，目部分有计划退定情况。二育出栏节奏方面，近几日随着价格持续下跌，大猪出栏亏损，部分二育出栏积极性有所收剑。补栏节奏方面，节中价格持续走弱，部分区域二育有零星进场，但客户反馈价格未见明显底部支撑，且现阶段价格跌破大猪造肉成本，从而限制了持续性补栏的预期。

【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：等待报告指引

【盘面回顾】回归首日内外盘窄幅震荡，市场等待 USDA 是否出具报告指引。

【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820万吨，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，后续预计采购情绪有限，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：偏强运行

【盘面回顾】节后油脂补涨，棕榈油领涨超4%，油脂整体强势运行。

【供需分析】棕榈油：南部半岛棕榈压榨商协会（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】油脂近期偏强运行，棕榈油多单继续持有。

豆一：反弹空间有限

【期货动态】10月首个交易日，豆一期货端强势反弹，主力11合约上涨46元/吨，收于3975元。成交量有所放大，持仓量小幅增加，夜盘冲高回落，收于3960元，主力合约继续向2601过渡，注册仓单持平于7290手；

【现货情况】新季国产大豆继续收获上市，高蛋白大豆价格坚挺缓解市场情绪，中低蛋白价格跌势缓解，但整体新粮报价自开市以来呈现震荡走低，部分企业报价39蛋白以上净粮大豆已跌破1.9元/斤关口，南方产区新季购销逐步稳定，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，期货端开市强势上涨稍显意外，在基本面压力较大背景下，较大幅度拉升或与近期中美贸易局势再度恶化有关，但更多体现为情绪变化带来的资金短期行为，价格继续走高将面临套保压力，预计反弹空间有限，关注逢高沽空操作，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进度动态调整，逐步减仓为主。

棉花：关注新季收购

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超0.5%，美元持续反弹，压制棉价。隔夜郑棉上涨超0.5%。

【外棉信息】据巴基斯坦棉花种植者协会(PCGA)2025/26年度最新数据，截至9月30日，新年度籽棉累计上市量折皮棉约为47.2万吨，同比增加49.2%；9月巴西棉出口量为17.9万吨，环比大幅增加130.8%，同比增加5.5%。

【郑棉信息】目前新疆机采棉陆续开秤，北疆采摘进度加快，南疆进度相对偏慢，前期受降雨影响，籽棉水分偏高，轧花厂整体收购态度偏于谨慎，后续水分下降，同时棉籽价格回落至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6.0-6.25元/公斤左右。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。2026年棉花进口关税配额公告发布，总量维持在89.4万吨，其中33%为国营贸易配额，年内企业可多次申领，政策更为灵活。

【南华观点】短期籽棉收购价格小幅回升，棉价跌势或暂缓，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：原糖走势疲软

【期货动态】国际方面，ICE原糖期货周四原糖期货收跌，因需求疲软。昨日夜盘，郑糖价格变化不大，维持5500上方徘徊。

【现货报价】南宁中间商站台报价5860元/吨。昆明中间商报5740-5900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】尽管受台风影响两广地区甘蔗倒伏受损，但因面积增加叠加海外供应压力，糖价短期上涨动力有限。

鸡蛋：国庆期间蛋价先稳后跌

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 2871，日环比 5.5%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.97（-0.09）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.04（-0.05）元/斤。

【现货情况】

本周主产区价格大幅回落。节前，终端需求转弱，各环节均有少量库存未清，出货压力开始增加，而节中需求端未见明显起色，叠加道路运输影响，产区发货受阻，库存继续增加，节日期间虽有补货需求，但难以支撑当前蛋价，节后开市，鸡蛋价格继续承压下探，跌势再次扩大。

【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：近月坚挺

【期货动态】昨日苹果期货一度高开高走，但后期遭遇资金抛售。

【现货价格】新晚富士甘肃静宁产区山地短枝红富士订货价格已经来到了 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，但需要注意的是近月走势更强，远期价格波动较大。

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，南疆温度有所下降，但暂多以晴天为主。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 6 车，早市成交 2 车左右，河北崔尔庄市场暂未到货，下游维持按需采购，现货价格较节前基本持稳。

【库存动态】郑商所红枣期货旧季仓单集中注销，新季仓单至 11 月 1 日起开始注册。据统计，截至 10 月 9 日，36 家样本点物理库存在 9167 吨，周环比减少 36 吨，同比增加 93.89%。

【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。