

## 金融期货早评

### 宏观：关注中美贸易冲突后续进程

【市场资讯】1) 商务部新闻发言人就中方宣布针对美对华造船等行业 301 调查限制措施实施反制答记者问。中国商务部回应：中方依法对稀土等物项出口管制，不是禁止出口；希望美方正视自身错误，与中方相向而行，回到对话协商的正确轨道上来。2) 高通公司涉嫌违反反垄断法，市场监管总局依法决定立案调查，称相关事实清楚、证据确凿，将继续推进相关调查工作。3) 报道：美联储主席候选人名单缩小至五人，贝莱德高管 Rieder 令贝森特“印象深刻”。美联储理事沃勒：就业市场是最大担忧，对降息 25 基点持开放态度。4) 美国现代史上首次，白宫“管家”宣布特朗普政府开始永久性裁员。5) 美国 9 月 CPI 报告发布时间定于 10 月 24 日，比原定晚 9 天。6) 日本执政联盟破裂，公明党宣布不再与自民党联合执政，拒绝支持高市早苗任首相。7) 法国总统马克龙再次任命勒科尔尼担任总理。

【核心逻辑】今年国庆假期人员流动表现亮眼，但消费端矛盾凸显，有效需求仍是当前核心症结。后续经济修复需重点聚焦居民需求端，当前供需两端政策正有序推进，未来或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可能是经济数据超预期下滑，且政策基调仍将以“托底”为主，避免经济出现大幅波动。国庆假期结束后，中美贸易摩擦升级成为市场新的重心，全球资本市场遭遇“黑色星期五”。从后续趋势判断，本次中美贸易摩擦或不会重演 4 月态势，本次关税冲突更可能是双方的博弈行为。未来，短期内对中美贸易和谈不宜抱有过高期待，后续关税进程的不确定性仍然相对较高。

### 人民币汇率：中美贸易摩擦再度升级

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1232，较上一交易日上涨 14 个基点，夜盘收报 7.1360。人民币对美元中间价报 7.1048，较上一交易日调升 54 个基点。

【重要资讯】1) 国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，住建部相关负责人介绍，目前全国房地产白名单项目贷款的审批金额已超 7 万亿元。存量住房市场规模持续扩大，全国已有 15 个省区市二手住宅的交易量超过新房；将会同有关部门研究制定若干个落实中央城市工作会议精神的配套文件，且正在研究让老房子通过改造成为“好房子”。2) 10 月 12 日晚间，美国副总统万斯在接受采访时候，针对特朗普的最新关税威胁，释放了一些缓和的信号。万斯在节目中表示：“特朗普愿意与中国进行理性谈判。”3) 美方威胁对华加征 100%关税，商务部：对于关税战，中方立场是一贯的，不愿打，但也不怕打。

【核心逻辑】2025 年 10 月以来，中美贸易摩擦呈现新一轮升级态势，双方在船舶费用、稀土出口管制及反垄断等多个领域博弈加剧。我们认为，就对市场影响而言，本次摩擦预计将显著弱于 2025 年 4 月的“对等关税”冲击，因此引发的波动相对有限。关于特朗普是否将推进 TACO，从短期维度看（关键时间节点为 10 月底至 11 月初，此阶段前市场存在较高不确定性），美国或存在通过贸易议题转移内部矛盾的诉求；但从中期视角分析，特朗普推进 TACO 的概率相对较高，且这一举措更多是重要会晤前的极限施压行为——其将新关税生效时间设定为 11 月 1 日（正值 10 月 31 日-11 月 1 日 APEC 会议）的安排，可为这一判断提供佐证。展望后市，本周外汇市场的定价逻辑或将从传统的经济基本面驱动，转向“地缘政治风险溢价”主导模式，市场波动性预计将显著上升。从资产表现看，美元指数短期或存在上行空间，但受制于美国政府停摆、经济前景不确定性及美联储降息预期，持续走强动力不足；人民币相对于美元虽可能阶段性承压，但在政策工具调节维稳下，预计将保持总体稳定。

【策略建议】观望为主

【风险提示及周度关注】需关注三方面因素：美国国内政治（政府停摆进展）、美国经济基本面（劳动力市场与通胀走势）及关税政策的反复性。

## 股指：特朗普加征关税，风险偏好将受打击

【市场回顾】上周五股指走势回落，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 1.97%。从资金面来看，两市成交额下降 1375.83 亿元。

期指方面，IC 缩量下跌，其余品种放量下跌。

【重要资讯】1.商务部回应近期中方相关经贸政策措施指出，中国的稀土出口管制不是禁止出口，对符合规定的申请将予以许可。中方事先已就措施可能对产供应链产生的影响进行了充分评估，并确信相关影响非常有限。中方注意到美方宣布将对中方加征 100%关税的有关情况，美方的行为严重损害中方利益，严重破坏双方经贸会谈氛围，中方对此坚决反对。动辄以高额关税进行威胁，不是与中方相处的正确之道。对于关税战，中方的立场是一贯的，我们不愿打，但也不怕打。如果美方一意孤行，中方也必将坚决采取相应措施，维护自身正当权益。2.10 月 12 日晚间，美国副总统万斯在接受采访时候，针对特朗普的最新关税威胁，释放了一些缓和的信号。万斯在节目中表示：“特朗普愿意与中国进行理性谈判。”3.北京时间 10 月 11 日凌晨，加密货币市场突发“黑天鹅”，单日全网合约爆仓金额突破 190 亿美元，涉及爆仓人数高达 164 万，创下币圈历史最高单日清算纪录，且九成多为单爆仓。4.受贸易战风险加剧、美政府停摆持续等因素影响，美欧股市集体收跌。

【核心观点】由于特朗普再度提升对华加征关税税率，市场避险情绪明显升温，美股回落，避险资产以黄金为代表再创新高，短期冲击预计使得 A 股出现明显回落。不过后续国内政策层面的不确定性以及中美领导会晤的可能性，叠加前期市场情绪整体偏积极，预计对于股市形成一定支撑，回调过程不必过于悲观。本周预计市场主要围绕中美贸易关系变化以及政策引导进行交易，叠加出口等数据公布，波动幅度预计加大。

【策略建议】多头减仓，做好风险管理

## 国债：关注贸易局势的发展

【市场回顾】节后资金面宽松，期债在区间内小幅反弹。周六受隔夜海外市场 risk-off 影响，现券收益率大幅下行。

【重要资讯】1.交通运输部：自 2025 年 10 月 14 日起，对美船舶收取船舶特别港务费。2.特朗普：自 2025 年 11 月 1 日起，在目前所支付关税之上，对中国额外征收 100%的关税，也将于同日对所有关键软件实施出口管制。3.商务部答记者问表示，美方持续新增出台一系列对华限制措施，将多家中国实体列入出口管制实体清单和特别指定国民清单；通过穿透性规则任意扩大受管制企业范围；执意落地对华海事、物流和造船业 301 措施。美方的行为严重损害中方利益。4.万斯：特朗普愿意与中国进行理性谈判。

【核心观点】因不满中国的一系列反制措施，特朗普威胁再度加征 100%的关税。受此影响，周五美股、原油、铜大幅下跌，市场开启避险模式。周六现券市场对此已有所反应，预计今日期债将大幅高开，但能否持续上涨需关注股市表现以及市场情绪状态。当下不宜完全类比 4 月的市场状况，周日美国方面已经开始给市场释放安抚言论。中美在 10 月底仍将进行会晤，目前的紧张局面可能是谈判前的又一次极限施压。对于债市而言，重点关注事态发展对于货币政策预期的影响。上周传言节后进行的买断式逆回购边际利率有所下降，这意味着央行定向降低了银行的负债成本，也意味着央行暂时更倾向于使用结构性工具进行调控。如果贸易局面只是短暂的紧张，将不足以改变货币政策的节奏，降准降息仍将延后。

【策略建议】暂时观望，不宜追高，前期多单考虑止盈。

## 集运：美国关税加征，宏观情绪再度利空

【盘面回顾】：上周五集运指数（欧线）期货（EC）价格震荡回落。截至收盘，除 EC2510 外，其余各合约价格均有不同程度的下行。

【现货市场】：根据《欧线运价小纸条》数据统计，10月15日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1149，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$1821，较同期前值上涨\$10。10月20日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1139，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$1900，较同期前值上涨\$10。10月24日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1085，较同期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$1810，较同期前值上涨\$10。。

【重要资讯】：

1. 马士基：一旦建立长期且可行的安全解决方案，我们将考虑恢复经由红海的运输。
2. 根据《中华人民共和国国际海运条例》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，自2025年10月14日起，对美国的企业、其他组织和个人拥有船舶所有权的船舶；美国的企业、其他组织和个人运营的船舶；美国的企业、其他组织和个人直接或间接持有25%及以上股权（表决权、董事会席位）的企业、其他组织拥有或运营的船舶；悬挂美国旗的船舶；在美国建造的船舶，由船舶挂靠港口所在地海事管理机构负责收取船舶特别港务费。有关事项公告如下：一、对上述船舶，按航次计收船舶特别港务费，分阶段实施，具体收取标准如下（不足1净吨的按1净吨计）。自2025年10月14日起靠泊中国港口的，按每净吨400元人民币计收；自2026年4月17日起靠泊中国港口的，按每净吨640元人民币计收；自2027年4月17日起靠泊中国港口的，按每净吨880元人民币计收；自2028年4月17日起靠泊中国港口的，按每净吨1120元人民币计收。二、船舶在同一航次挂靠多个中国港口的，仅在首个挂靠港缴纳船舶特别港务费，后续的挂靠港不再收取。同一艘船舶，一年内收取船舶特别港务费不超过5个航次。
3. 根据《上海国际能源交易中心风险控制管理细则》的有关规定，经研究决定，自2025年10月15日（星期三）交易起，非期货公司会员、境外特殊非经纪参与者、客户在集运指数（欧线）期货合约日内开仓交易的最大数量为200手。实际控制关系账户组日内开仓交易的最大数量按照单个客户执行。套期保值交易和做市交易的开仓数量不受此限制。
4. 2025年10月10日，特朗普表示将对中国加征100%的关税，并对关键软件产品实施新的出口管制。

【南华观点】：昨日期价下行，一方面应在于加沙停火谈判的初步达成，马士基表示一旦建立长期且可行的安全解决方案，将考虑恢复经由红海的运输，红海复航再度存在可能，利空市场情绪；另一方面，美国征收中国船舶港口费时间临近，中国反击，而市场存在一定预期，宏观情绪角度利空期价走势。而10合约有所回升，则因马士基发布了11月涨价函。短期来看，受美国加征关税影响，期价偏回落的可能性较大，策略上整体可以相对偏空或10-12正套。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、俞俊臣（Z0021065）、潘响（Z0021448）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）提供。

大宗商品早评

有色早评

## 黄金&白银：虽波动加大 但依旧强势

【盘面回顾】上周贵金属周内波动有所加剧，但整体仍强势上行，一方面受贸易关税升级担忧影响推升降息预期与避险需求，另一方面白银和钯金现货市场短缺及挤仓现象（现货较期货溢价且继续走阔、租赁利率高企），加速白银上行，并带动贵金属板块偏强运行。降息预期看，整周除周五外降息预期稳定。北京时间周五晚间，特朗普再次发出新关税威胁，引发美股、美指及原油等大多资产急跌，黄金则受益于避险功能而有所走高。美股盘后，特朗普再次发推文称，宣布自 2025 年 11 月 1 日起，对所有中国进口商品在现有关税基础上额外加征 100%关税，并同步实施关键软件出口管制，同时暗示可能提前生效，加剧贸易关税升级担忧。市场预期 10 月底 APEC 会议上中美互动与贸易政策走向。特朗普关税政策再次处于“极限施压”状态，以回应中方对稀土出口的限制，显示特朗普政府将关税视为谈判筹码与政治工具，具有高度不确定，而非长期稳定的贸易政策。中美贸易冲突凸显全球贸易碎片化加速，不利于全球经济稳定与增长，进一步推动去美元化进程，将持续有利于贵金属避险需求与央行黄金储备需求。但如若短期矛盾升级引发股市等大类资产大跌，则亦可能拖累贵金属短期跟跌，同时伴随货币宽松预期的进一步的增强。因此，贸易关税冲突对贵金属的影响长期利多，短期关注流动性陷阱下的跟跌风险与避险属性利多间的强弱关系。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周降 2.3 吨至 1013.44 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 43.75 吨至 15452.23 吨。短线 CFTC 基金持仓受美政府停摆事件影响继续停更。库存方面，COMEX 黄金库存周减 5.14 吨至 1242.3 吨，COMEX 白银库存周减 135.3 吨至 16364.3 吨；SHFE 黄金库存周增 10.2 吨至 70.7 吨，SHFE 白银库存周增 25 吨至 1186.8 吨；上海金交所白银库存（截至 9 月 26 日当周）周减 44.6 吨至 1172.4 吨。

【本周关注】数据方面，周内重点关注美 9 月零售销售与 PPI 数据。由于美国政府停摆，原定于 10 月 15 日公布的美国 9 月 CPI 将延后至 10 月 24 日公布。事件方面，周内美联储官员讲话密集，这将为 10 月 31 日美 FOMC 会议提供更多指引。周二 00:10，2026 年 FOMC 票委、费城联储主席保尔森发表讲话；20:45，美联储理事鲍曼发表讲话；23:30，美联储主席鲍威尔在全美商业经济协会举办的活动上发表讲话。周三 03:25，美联储理事沃勒在国际金融协会举办的关于支付的小组活动上发表讲话；03:30，2025 年 FOMC 票委、波士顿联储主席柯林斯发表讲话。周四 00:30，美联储理事米兰在野村研究论坛上发表讲话；02:00，欧洲央行行长拉加德参加国际货币基金组织关于全球经济的辩论；21:00，美联储理事沃勒发表讲话。另周二 21:00，IMF 公布《全球经济展望报告》；周四 02:00，美联储公布经济状况褐皮书；周六 00:15，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆发表讲话。

【南华观点】中长线或偏多，短线看，贵金属影响因素较多，且波动有所加大，不确定增加，建议前多谨慎持有且谨慎追高，短线适宜观望或快进快出短线操作，但回调仍视为中长期布多机会。伦敦金阻力 4060，然后 4100，支撑 4000，然后 3900 区域；白银阻力 51.24，支撑 49，48。

## 铜：特朗普威胁大幅提高中国商品关税，铜价下跌，一夜回到节前水平

【盘面回顾】铜对贸易和全球经济的担忧尤为敏感，在特朗普威胁大幅提高中国商品的关税后，周五内外盘铜价大跌。COMEX12 月合约下跌 22.9 美分，报收 4.894 美元/磅，为 10 月 1 日以来最低点。LME 铜电子盘下跌 402.5 美元/吨，报收 10374 美元/吨。沪铜 11 月合

约夜盘放量大跌 3880 元/吨，跌幅 4.46%，报于 83030 元/吨，低于 9 月 30 日收盘价，基差从 770 快速扩大至 3650 元/吨。

【产业信息】1、10 月 9 日，中国商务部发布两项关于加强稀土相关物项出口管制的公告。根据该规定，中方将对含有中国成分的部分境外稀土相关物项以及稀土相关技术实施出口管制。10 月 10 日，特朗普在社交媒体平台 Truth Social 上发布罕见长文，威胁将对中国反击。推文声称，如果北京推进出口限制，美国将从 2025 年 11 月 1 日起，对中国进口的商品加征 100%关税，并且针对关键软件实施出口管制。

2、智利 Codelco 上调 El Teniente 项目铜产量损失预估，但铜产量目标不变。上周五，智利国家铜业公司（Codelco）旗下 El Teniente 矿场事故造成的铜产量损失料比之前预测高出 45%，但 Codelco 主席 Maximo Pacheco 仍预测这家全球最大铜矿商今年的产量将小幅增加。2025 年产量指导介于 134-137 万吨。

【南华观点】市场情绪如同过山车一般，将刚刚踏入上涨趋势中的铜价从高位又拉了回来。供应短缺偏多预期与关税政策的偏空预期将开展拉扯，短期去看，政策端会打乱上涨节奏，使得期价陷入高位震荡。再次突破可能需要降息预期、国内“反内卷”政策的支持。

【南华策略】沪铜主力下看“83000-82200-81738”阶梯式价位支撑力度，上看“84000-84500”压力位。若跌破震荡区间下限 81738 元/吨时，预期改变，将重新调整策略。否则，期货端仍然可以采取逢低买入。

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：市场情绪悲观超预期，期价跌幅超预期

## 铝产业链：关税风波再起

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20980 元/吨，环比-0.12%，成交量为 18 万手，持仓 19 万手，伦铝收于 2746 美元/吨，环比-1.31%；氧化铝收于 2856 元/吨，环比-0.52%，成交量为 31 万手，持仓 34 万手；铸造铝合金收于 20540 元/吨，环比+0.02%，成交量为 3638 手，持仓 1 万手。周五夜盘沪铝、铝合金大跌。

【核心观点】铝：宏观政策是近期影响沪铝价格的核心因素，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。但 10 月 10 日晚特朗普发文宣布要对我国加征 100%关税，并对关键软件产品实施新的出口管制，资金出现避险情绪，铝多头大幅减持使得价格回落至节前水平。考虑今年 4 月份经验，此次特朗普存在 TACO 可能，目前市场恐慌程度也不及 4 月（4 月 VIX 触及 50 极值，当前 VIX 为 21.6），因此我们认为本次影响会小于 4 月。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，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，此次关税带来的下跌后或是机会，对于投资者推荐谨慎操作，可轻仓试多，利用小止损，多次下单来博弈。

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，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: 宏观基本面同时压制价格

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22270 元/吨。其中成交量为 17.48 万手，而持仓则增加减少 6719 手至 10.65 万手。现货端，0#锌锭均价为 22230 元/吨，1#锌锭均价为 22160 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价高位窄幅震荡，但周五夜盘受特朗普关税新言论影响，压制价格。基本面并无好转，10 月加工费继续下修，但精炼锌产量仍维持增长态势。进口盈亏目前来到了低点，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：或受关税影响大盘整体疲软

【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】

沪镍不锈钢节后强势上行，随后周五产生一定回吐。印尼方面矿端走势仍主导镍价走势，目前印尼环保以及复垦保证金等动作继续限制矿端供给，或将同步影响新一年配额批复进程。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，库存较低且仍有询盘，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，采销均有一定动向；大方向上 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一定不锈钢出口利好情绪，需求恢复疲软压力或有所缓解。美国关税不确定性在周末再度笼罩市场，大盘均被压制，关注后续发酵。

## 锡：回调时间到，多头密切关注入场时机

【市场回顾】沪锡主力周五高位震荡，报收在 28.6 万元每吨；成交 10.51 万手；持仓 3.47 万手。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，沪锡维持高位震荡，但周五夜盘受特朗普关税新言论大幅压制价格。假期美国政府停摆，宏观不确定性加强。但短期偏向于回调为主，沪锡仍以多头看待，目前可暂时观望等待入场机会。

【交易策略】等待多头入场机会。

## 碳酸锂:旺季下游补库情绪仍存

【行情回顾】上周碳酸锂加权指数合约收于 72931 元/吨,周环比-1.40%;成交量约 44.54 万手,周环比-5.30%;持仓量约 68.16 万手,周环比-3.13 万手,LC2511-LC2601 合约月差为 contango 结构,周环比-200 元/吨。广期所仓单数量 42669 手,周环比+2360 手。

【产业表现】上周锂电产业现货市场表现一般。锂矿:锂矿贸易商挺价情绪仍存,其中 SMM 澳矿 6%CIF 报价 827.5 美元/吨,周环比-0.9%,非洲矿报价 760 美元/吨,周环比-1.04%。供给:锂盐市场成交量维持在 3000 吨/日左右,下游补库情绪恢复,其中碳酸锂报价周度变动-0.27%,氢氧化锂报价周度变动-0.63%;贸易商环节基差报价有所走强。

需求:本周下游材料厂报价涨跌不一,其中磷酸铁锂系报价变动-0.15%,三元材料系报价变动+3.60%,六氟磷酸锂报价变动+18.10%,电解液报价变动+1.15%。终端:电芯市场报价+0%。

上周磷酸铁锂开工率环比上涨,产量环比上涨;三元材料产量环比上涨;锰酸锂产量小幅上涨,钴酸锂企业产量环比上涨,电解液月度产量环比上涨。

【南华观点】供给端看,十月份盐湖的产能释放将增加锂盐供给,若后续“视下窝”复产速度超市场预期,将直接扩大供给规模,推动碳酸锂期货价格进入震荡偏弱通道。需求端,从国家产业政策方向出发,年底前下游锂电材料企业需求预计维持环比增长态势,随着排产提升与实际需求释放,有望拉动锂盐现货采购需求,对期货价格形成阶段性托底力量。综合供需两端多维度因素分析,预计碳酸锂期货价格将在 68000-74000 元/吨区间内呈现震荡偏弱态势。

## 工业硅&多晶硅:终端需求平稳,把握补库机会

【行情回顾】上周工业硅加权期货合约收于 8898 元/吨,周环比-3.62%;成交量 32.34 万手,周环比-19.40%,持仓量 41.54 万手,周环比-8.46 万手;工业硅 SI2511-SI2601 月差为 contango 结构;仓单数量 50281 手,周环比+215 手。

上周多晶硅加权指数合约收于 50803 元/吨,周环比-3.43%;成交量 30.68 万手,周环比+27.09%,持仓量 24.67 万手,周环比+0.47 万手;多晶硅 PS2511-PS2512 月差为 contango 结构;仓单数量 8140 手,周环比+260 手。

【产业表现】上周产业链现货市场表现一般。供给:工业硅市场报价下降,周环比变动-1.60%,硅粉市场报价维稳,周度涨跌幅+0%。需求:三氯氢硅报价周环比+0%,有机硅市场报价周环比+0%;铝合金市场报价周环比+0.96%;多晶硅市场报价周环比-0.11%。

产量:工业硅平均产量环比变动+6.63%,原生铝合金开工率环比变动-0.68%,再生铝合金开工率环比变动+4.06%;有机硅产量环比变动-1.44%。库存:本周工业硅库存环比变动+0.2 万吨,原生铝合金库存环比变动+1.26%,再生铝合金库存环比变动-8.51%。

上周光伏产业现货市场表现一般。供给:本周原料端硅粉价格周环比变动+0%,N 型多晶硅复投料 52.55 元/kg,周环比+0%。需求:N 型硅片价格指数 1.35 元/片,周环比+0%;Topcon-182 电池片报价 0.323 元/瓦,周环比+0%;集中式-N 型 182 组件报价 0.659 元/瓦,周环比-0.75%,分布式-N 型 182 组件报价 0.673 元/瓦,周环比-0.44%。终端周度中标均价 0.72 元/瓦,周环比+1.41%。

产量:多晶硅产量环比变动+0.48%,硅片产量环比变动-6.89%。库存:多晶硅总库存环比变动+3.13%,硅片库存环比变动+3.39%,电池片库存环比变动+96.38%,组件库存环比变动-4.55%。

【南华观点】工业硅后续随枯水期的到来，价格重心将小幅上涨，但由于库存压制，价格高度不易看高。多晶硅当前市场短期交易主线围绕“10 月收储平台成立与否”展开，后续将逐步切换至“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。

## 铅：宏观不确定性加强，供需双增

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17140 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16925 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，铅价高位窄幅震荡。周五日内铅价波动较小，但周五夜盘开盘，有多头资金大幅进入，短暂推高但快速回落。宏观上，假期美国政府停摆，周五晚特朗普关税新言论爆出，宏观不确定性增加。供给上，短期受银价新高影响，含银铅精矿加工费小幅下修，原生铅冶炼端开工率维持稳定。再生铅方面受原料限制，仅维持长单售卖，持稳为主，后续检修结束可能有所上调。需求端，目前国内看好后市消费，虽 10 月铅消费在 9 月从库存和政策看已经提前释放一部分。但后续东南亚市场等出口需求仍有较大存量。库存方面，临近交割，叠加进口铅出现，短期内，库存可能出现累库趋势。观望供给和下游，预计价格维持震荡，有一定下行可能。

【南华观点】上方空间较小

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）、揭婷（F03114103）、余维函（F03144703）提供。

## 黑色早评

### 螺纹钢热卷：关注中美贸易最新动向

【行情回顾】震荡盘整

- 【信息整理】1. 美方威胁对华加征 100%关税，商务部：对于关税战，中方立场是一贯的，不愿打，但也不怕打。
2. 商务部回应对美国船舶收取特别港务费：相关反制措施旨在维护国际航运和造船市场的公平竞争环境，是“正当防卫”行为。
3. 商务部就近期中方相关经贸政策措施情况答记者问：中国的出口管制不是禁止出口，对符合规定的申请将予以许可。
4. 北京时间 10 月 13 日 0:43，特朗普发文“别担心中国，一切都会好起来的！”。

【南华观点】中美出口管制相关信息增多，上周五晚间特朗普称自 11 月 1 日起对华征收 100% 关税，进一步升级中美贸易摩擦，导致多类资产价格大幅跳水；周末钢材现货价格亦随之下跌，市场似乎已开始提前计价周一开盘低开的预期。中美贸易后续走向或将对所有资产价格产生较大影响，从当前情况来看，整体呈现利空态势，后续需重点关注是否出现缓和迹象。此外，据传必和必拓（BHP）同意自四季度起对铁矿石现货贸易采用人民币结算，预计铁矿端的支撑力度也将有所减弱。叠加基本面端钢材表现疲软，节假日期间钢材

累库幅度超过往年，当前高供应背景下需求不足的问题持续凸显，钢材整体去库压力显著，钢厂利润处于收缩状态，负反馈压力仍在不断积蓄。当前市场存有的利好预期，是即将于20号召开的四中全会，市场对此仍抱有期待。综合来看，当前海外宏观环境承压，后续中美贸易谈判能否迎来缓和，将成为影响资产价格走向的核心因素，目前整体局势偏向利空，资产价格或面临承压；叠加钢材基本面走弱、铁矿支撑力度减弱，预计后续价格向下运行的概率更大。后续需重点关注四中全会会议内容及中美贸易摩擦的最新动向，短期内宏观层面变化的影响权重将高于基本面端变化，市场波动率或随之上升，因此建议通过买入期权的方式来布局做多波动率。

## 铁矿石：上方阻力显著

【南华观点】铁矿石价格冲高，但上方阻力明显。短期仍大概率维持在区间内震荡。

供应端，铁矿石发运稳中偏多，铁矿石库存超季节性累库，对价格产生了压制。目前铁矿石库存超季节性累库，疏港补库结束后，在高发运的压力下，有小幅累库的压力。铁矿石价格上方空间也被高发运所压制。不过近期运费有所下降，可能发运节奏会有所放缓，这可能和最近的长协谈判有关，矿山可能有意挺价。但铁矿石整体现货维持不缺的状态。非主流发运仍偏高。高矿价下非主流矿发运持续走高。非主流矿目前全年累计同比发运多发了1164万吨。而同期全球发运量累计同差值为1278万吨，也就是说非主流发运贡献了今年全球铁矿石发运增量的91%。

需求端，短期铁水需求有支撑，但下游钢材需求疲弱，库存持续累积，减产风险在积累。铁水产量维稳，仍在240万吨以上。从检修数据看，铁水预计维持在240万吨附近。目前铁水超季节性和同比仍偏高，对铁矿石价格有支撑。五大材表需超季节性弱，产量维持的状态下，库存超季节性累库。钢厂盈利率仍承压，高炉螺纹和热卷利润已经回落到前低。热卷目前库存很高，并且产量仍维持在较高水平。若需求没有超季节性上行，则利润持续缩减的背景下仍有负反馈的风险。螺纹产量有所缩减，但需求下降幅度大于产量下降幅度，库存仍走高。因此，钢材产量相对于目前的需求而言还是偏高，库存持续超季节性累库，钢厂利润持续走低，减产负反馈的压力在累积。

宏观端，短期关注10月中下旬的会议，会议前可能会有炒作，不过目前市场对国内经济刺激没有什么预期，因此预计波动不会很大。

总结，短期铁矿石基本面边际承压，发运偏高，库存超季节性累库，下游铁水有支撑，但钢材需求偏弱，库存累积，利润下降，产业链矛盾累积。短期节奏上需要关注宏观预期能否支撑起估值上行，否则价格很难趋势上行，价格预计先涨后跌，仍在区间内震荡。

## 焦煤焦炭：二轮提涨暂缓

【资讯整理】

1. 美方威胁对华加征100%关税，商务部：对于关税战，中方立场是一贯的，不愿打，但也不怕打。
2. 澳大利亚酝酿与美国达成关键矿产协议。

【核心逻辑】近期下游成材供需矛盾边际恶化，钢厂盈利承压，黑色呈现出明显的旺季不旺特征。节前补库结束，下游继续补库的驱动不足，煤焦库存结构承压，部分坑口已有下调报价的行为，焦炭成本支撑松动，二轮提涨难度增大。中长期，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，四季度焦煤供应弹性受限。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。

【策略建议】单边以震荡思路对待，套利建议关注焦煤 1-5 反套

## 硅铁&硅锰：下游弱需求，挑战成本支撑的有效性

【盘面回顾】硅铁主力 11 合约收盘 5436，环比上周-1.06%，硅铁总持仓量 37.9 万手，环比上周+18.41%；硅锰主力 01 合约收盘 5760，环比上周+0.03%，硅锰总持仓量 56.5 万手，环比上周+17.06%，本周铁合金持仓量开始回升。

【核心逻辑】高供应与弱需求的矛盾：9 月初铁合金生产利润逐渐下滑，市场对铁合金继续增产的预期不大，产量仍维持在近 5 年历史同期的最高水平，但下游需求随着金九银十的到来并没有看到明显的起色，五大材库存开始出现累库，下游需求可能出现旺季不旺的情况。硅铁的产量维持高位，锰硅的产量已连续多周下滑，供应端的矛盾相对硅铁不大，近期锰硅相对硅铁较强。另一方面兰炭、电价、锰矿价格价格平稳，但铁合金高供应弱需求的格局未改变，焦煤价格的持续回落，成本支撑的有效性面临挑战。

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

## 能化早评

### 原油：关税风波再起，油价跌至 5 个月低点

【盘面动态】截至 2025 年 10 月 10 日当周，布伦特原油期货结算价为 62.73 美元/桶，较上周下降 1.80 美元/桶（-2.79%）；WTI 原油期货结算价为 58.90 美元/桶，较上周下降 1.98 美元/桶（-3.25%）；

【市场动态】1. 美国至 10 月 10 日当周石油钻井总数 418 口，前值 422 口。2. 新加坡企业发展局（ESG）：截至 10 月 8 日当周，新加坡燃料油库存下降 892000 桶，至 2366.9 万桶的两周低点。3. 10 月 9 日，特朗普宣布以色列和哈马斯都签署了和平协议的第一阶段。截至 10 月 11 日，哈马斯证实已达成加沙停火协议，以色列政府已批准停火协议。4. 10 月 10 日，特朗普宣布美国将从 11 月 1 日起对从中国进口的商品征收 100% 的新关税，“这一关税高于目前已征收的任何关税”。特朗普还称，美国将在同一天对“所有关键软件”实施出口管制。

【南华观点】近期原油期货市场价格表现疲软，周五原油暴跌超 5%，布伦特原油同步走弱，油价刷新年内新低概率增加。特朗普的关税威胁引发市场对经济及原油需求的担忧，是油价下跌的直接诱因。同时，欧佩克+增产、美国原油出口增加等导致供应过剩，而消费旺季过后需求乏力，中国原油进口量下降等因素，进一步加剧了供需失衡。市场情绪偏空，布伦特原油投机净多头大幅减持。预计油价中心将下移，且波动加剧。

### LPG：关税风波再起

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4070（-2），LPG2512 盘面收于 3992（+14）；FEI M1 收于

485 美元/吨 (-14)，CP M1 收于 458 美元/吨 (-16)，MB M1 收于 330 美元/吨 (-19)

【现货反馈】华东均价 4384 (+4)，山东均价 4450 (+20)，最便宜交割品价格 4260 (-0)

【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 端本期价格小幅下跌，开工率 66.37% (-0.17%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 47.38% (-0.03%)。库存端，厂库 19.09 (+0.11)，港口库存 327.9 万吨 (-8.33)，库存保持高位震荡。

【观点】节后整体受到近期原油及外盘丙烷偏弱影响下跌，周五在特朗普宣布对中国从 11.1 期征收 100% 的关税之后，外盘再度下跌，目前市场认为“TACO”的概率依然比较高。对于 LPG 端，在 4 月份中美贸易摩擦之后，国内已经将一些货源转向中东，目前从美国进口的 pg 占到总进口量的 25% 左右，风险相对可控。但外盘原油及丙烷下跌带来的成本坍塌依然对盘面产生影响。国内基本面端变动不大，化工需求整体平稳。

### PTA-PX：中美贸易冲突激化，随恐慌情绪与成本下挫

【基本面情况】PX 供应端部分装置负荷波动，负荷上调至 87.4% (+0.7%)，PX 供应 10 月存抬升预期。供需平衡上，PX10 月累库预期收缩至紧平衡附近；11 月 PTA 检修计划公布较多，若实际兑现，PX 预期小幅累库；相对聚酯而言，PX 四季度维持偏过剩预期，供需偏紧格局边际放松。效益方面，近期石脑油大幅下挫，MX 走势偏强，PXN 走扩至 221 (+15)，PX-MX 压缩至 86.5 (-27)。当前短流程效益虽有较大压缩，但外采 MX 仍有利润；后续乌石化 10 月存检修计划，关注兑现情况，四季度 PX 供应预计总体仍维持高位。

PTA 方面，供应端英力士两线 235w9 月底恢复，恒力大连 220w 按计划停车检修，逸盛新材料 360w 降负，TA 负荷下调至 74.4% (-2.4%)；后续四川能投 100w，恒力大连 220w，10 月存检修计划，关注实际兑现情况。库存方面，持货意愿维持不佳，社会库存低位累积，小幅累库至 217 万吨 (+4)。效益方面，PTA 相对过剩格局不变，TA 现金流加工费小幅压缩至 183 (-16)；PTA 短期供需矛盾不大，预期维持不佳，现金流加工费以低位盘整为主，继续走扩需要额外的检修或挺价推动。

需求端，前期受天气影响珠海瓶片停车装置恢复，其他部分装置负荷波动，聚酯负荷升高至 91.5 % (+1.2%)。整体来看，聚酯需求季节性走强高度有限，旺季成色不足。织造订单近期随天气转冷有所好转，终端情绪出现阶段性好转，但产品分化较大，总体需求不及往年同期。本周下游以消化前期原料备货为主，长丝与短纤库存有所累积，但主要以产销节奏影响为主。受原料端聚合成本大幅走弱影响，聚酯环节加工费周度均大幅扩张。后续涤丝环节效益与库存的动态平衡仍可维持，10 月总体压力不大。织造终端而言，近期下游需求随天气转冷，内销结构性好转，秋冬订单边际改善，织造开工总体维持。当前来看坯布库存高位压力初步缓解，关注后续需求改善持续性，总体 10 月需求预期中性。瓶片方面近期加工费持续修复，库存表现健康，关注后续是否会有提负计划公布，瓶片是后续聚酯负荷高度的决定因素。

【观点】近期盘面走势再度受宏观政治与商品情绪主导，终端需求表现虽有季节性改善，但整体对价格与格局影响有限，难以形成向上驱动，PX-TA 走势仍以跟随成本端油价与宏观情绪波动为主。周五晚上中美贸易冲突再次激化引发市场恐慌，原油价格应声而落，预计周一开盘将首先消化恐慌情绪与成本坍塌，PX-TA 将随成本端走弱，但跌幅预计小于上一次 4 月时。后续来看，宏观上暂无定论，单边将继续受宏观与油价主导，风险较大，关注月底 APEC 领导人节点动态。在操作上，单边观望为主，加工费方面，TA01 盘面加工费建议 280 以下逢低做扩。

## MEG-瓶片：宏观冲击主导盘面，关注支撑位卖权机会

【库存】华东港口库至 50.7 万吨，环比上期增加 9.8 万吨。

【装置】卫星石化 90w 重启，裕龙石化 90w 短停，新疆天业三期 60w 重启，神华榆林 40w 重启，通辽金煤 30w 降负。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油煤双升，总负荷升至 75.08% (+2%)；其中，乙烯制方面，卫星石化 90w 重启、裕龙石化 90w 短停；煤制方面，新疆天业三期和神华榆林重启，通辽金煤降负，煤制负荷升至 78.83% (+4.47%)；下周裕龙 90、建元 26、美锦 30 计划重启，中海壳 40 计划检修，关注兑现情况。效益方面，原料端油价和乙烯下挫、动力煤小幅走强，EG 现货价格大幅走弱，乙烯制利润持稳，煤制边际利润继续承压至-229 (-113)；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为时尚早，预计 3700-3800 位置将存在较强支撑。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 经济性比价已具备一定优势，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，本周到港计划较多，周内港口发货不佳，下周一港口显性库存预计累库 4.5 万吨左右。

需求端，前期受天气影响珠海瓶片停车装置恢复，其他部分装置负荷波动，聚酯负荷升高至 91.5 % (+1.2%)。整体来看，聚酯需求季节性走强高度有限，旺季成色不足。织造订单近期随天气转冷有所好转，终端情绪出现阶段性好转，但产品分化较大，总体需求不及往年同期。本周下游以消化前期原料备货为主，长丝与短纤库存有所累积，但主要以产销节奏影响为主。受原料端聚合成本大幅走弱影响，聚酯环节加工费周度均大幅扩张。后续涤纶丝环节效益与库存的动态平衡仍可维持，10 月总体压力不大。织造终端而言，近期下游需求随天气转冷，内销结构性好转，秋冬订单边际改善，织造开工总体维持。当前来看坯布库存高位压力初步缓解，关注后续需求改善持续性，总体 10 月需求预期中性。瓶片方面近期加工费持续修复，库存表现健康，关注后续是否会有提负计划公布，瓶片是后续聚酯负荷高度的决定因素。

【观点】

总体而言，乙二醇基本面供需边际好转难改估值承压格局，累库预期压制下估值持续压缩。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。近端显性库存虽有累积但仍维持低位，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，下周宏观影响预计将主导盘面走势，中美贸易冲突激化引发恐慌情绪，油价下挫预计将在周一带动乙二醇价格进一步走弱。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。但乙二醇当前煤制边际装置现金流已压缩至成本线以下，结合煤制装置开工情况考虑，若估值继续压缩，预计在 3700-3800 区间将迎来供应端偏强支撑。目前而言，乙二醇预计短期消化宏观利空为主，预计区间下移至 3850-4150，在恐慌情绪下若出现超跌可考虑在 60 以上入场卖出 eg2601-P-3850。

## 甲醇：宏观交易来袭

【盘面动态】：周五甲醇 01 收于 2314

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-86

【库存】：上周节后甲醇港口库存积累，周期内外轮显性卸货计入 58.97 万吨(9 月 25 日-10 月 9 日)，当前在卸船货已全部计入在内。江苏船发支撑提货表现良好，浙江地区刚需稳健，集中卸货导致库存积累。华南甲醇库存继续增加。广东地区进口及内贸船只均有抵港，因

台风天气影响部分时间段卸船及提货，同时主流库区受假期影响提货受限，库存呈现累库。福建地区进口及内贸补充供应，下游消耗相对平稳，库存波动不大。

【**南华观点**】：节后来看，能化品种依然被资金当作空配，从增仓情况来看，多头席位以产业为主，空头席位以外资为主。节后第一个交易日以基本面情况为主，甲醇 01 合约在节后来看维持偏弱，主要原因在于伊朗 10 月继续维持高发运，发运 40w 超出市场预期，伊朗提前限气可能性大大降低，后面观察 10 月底与 11 月初的情况。节后第二个交易日以宏观交易为主，受中美贸易影响，甲醇运输船受到限制，伊朗货物无法顺利卸港，对甲醇短期有利多影响，但长期来看主要影响卸港节奏与船只返航时间。伴随中美贸易升级，原油与美股周五夜盘大跌，市场恐惧情绪升温，交易主线再次来到宏观，相较于 4 月份不同的是，此次市场有所预期，taco 交易概率较大。综上，01 合约来看，高供应维持，需求年内新高，但库存压力尚未解决，短期区间 2250-2350，可逢低买入少量底仓。

## PP：关注成本端和宏观变化

【**盘面动态**】聚丙烯 2601 盘面收于 6722 (-23)。

【**现货反馈**】PP 拉丝华北现货价格为 6580 元/吨，华东现货价格为 6620 元/吨，华南现货价格为 6640 元/吨。

【**基本面**】供应端，本期 PP 开工率为 77.75% (1.14%)。国庆期间部分装置重启，开工率回升。从检修计划看，后续装置检修相对有限叠加在 PDH 利润走扩的情况下装置意外检修的情况预计减少，因此 PP 供应预计逐步回升。需求端，本期下游平均开工率为 51.76% (-0.09%)。其中，BOPP 开工率为 60.71% (-0.67%)，CPP 开工率为 59.85% (-1.68%)，无纺布开工率为 40.33% (-0.12%)，塑编开工率为 44.26% (+0.36%)。本周 PP 下游综合开工率变化不大，其中 BOPP 和 CPP 在国庆节期间开工率下滑较为明显。PP 总库存环比上升 30.65%。上游库存中，两油库存环比上升 16.25%，煤化工库存下降 71.85%，地方炼厂库存下降 37.97%，PDH 库存下降 17.58%。中游库存中，贸易商库存环比上升 39.48%，港口库存上升 3.31%。受国庆节影响，中上游累库明显。

【**观点**】国庆节后，受原油以及丙烷价格走弱影响，PP 呈现下行趋势。基本面来看，PP 供需格局转为宽松，其主要原因是丙烷价格的大幅下跌导致 PDH 装置利润回升，当前已处于正利润状态，工厂因利润问题发生意外停车的情况预计减少、装置负荷预计提升，这将使得 PP 供应逐步回归。而在需求端，PP 下游今年呈现“旺季不旺”的状况，工厂补库意愿相对有限，仅在盘面出现明显波动的情况下，有较集中的投机性补库出现，但持续时间较短，因此下游需求对 PP 的支撑不足。在供强需弱的格局下，PP 持续承压。另外，在宏观层面，近期扰动因素增多，中美局势趋于紧张，可能对期货盘面带来较大波动。若贸易摩擦进一步升级，将对聚烯烃形成明显压力。

## PE：宏观扰动增加，PE 面临较大压力

【**盘面动态**】塑料 2601 盘面收于 7037 (-40)。

【**现货反馈**】LLDPE 华北现货价格为 6980 元/吨，华东现货价格为 7030 元/吨，华南现货价格为 7220 元/吨。

【**基本面**】供应端，本期 PE 开工率为 83.95% (+1.85%)。多套装置重启集中在 9 月底重启，开工率快速回升。从检修计划看，10 月装置检修量预计明显缩减，供给压力回升。在投产方面，埃克森美孚 50 万吨 LDPE 装置正在试车中。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 42.17% (+0.23%)。其中，农膜开工率为 35.61% (+2.75%)，包装膜开工率为 52.89% (+0.52%)，管材开工率为 31.67% (-0.5%)，注塑开工率为 54.96% (-2.86%)，中空开工率为 40.15% (+0.15%)，拉丝开工率为 36.34% (+0.55%)。PE 主要下游开工率较节前小幅上

升，其中农膜开工率维持涨势。目前 PE 仍处于旺季之中，需求环比增量。但是由于今年旺季开始较晚，且需求回升速度偏慢，对 PE 形成的支撑有限。库存端，本期 PE 总库存环比上升 11.67%，上游石化库存环比上升 30%，煤化工库存上升 18%；中游社会库存下滑 2%。受国庆节影响，上游累库较为明显。

【观点】国庆节后，受原油价格走弱影响，PE 呈现下行趋势。基本面来看，PE 供需格局持续宽松：供给方面，多套装置于 9 月底集中重启，10 月装置检修量预计快速下降，供应逐步回升。同时，由于海外 PE 供需持续偏弱，外盘价格下跌，来自北美和中东的报盘明显增多，预计 10-11 月 PE 进口量将增加，进一步加剧供应压力。需求方面，尽管当前处于传统旺季，但需求回升节奏偏缓，下游订单跟进不足，企业补库意愿较低。此外，PE 库存，尤其是 LLDPE 库存处于较高水平，中上游出货压力较大。整体来看，供强需弱的格局持续对 PE 价格形成压制。宏观层面，近期扰动因素增多，中美局势趋于紧张，可能对期货盘面带来较大波动。若贸易摩擦进一步升级，将对聚烯烃形成明显压力。

### PVC:承压难改

供应：近期本周开工率有所提升，10 月底计划检修量不少，产量预估则在 212 万吨附近，后续 11 月-12 月产量约在 210-213 万吨之间。本周由于假期因素，导致乌海电石降价较多，让利于电费，山东总体到货价格没有变化，同时由于 10 月电费成本有所抬升，山东氯碱综合利润继续恶化。

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，本周受假期影响，表需明显走弱。

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，接单情况比较一般。

库存：本周由于假期因素，大幅累库，累库大约 5 万吨，华南同步累库，厂库库存大幅累库，待发明显走弱，总库存大幅积累，压力增量明显。

价格（基差）：周内基差弱势维持，由于本周跌幅较大，基差被动小幅走强，本周仓单大体持平，没有继续增加，周四大跌后成交有放量。

策略观点：本周国庆回归，整体化工假期反馈不佳，总体大幅走弱，PVC 假期大幅累库，盘面表现也极为孱弱。前期我们由于担忧估值过低，空头观点集中，且反内卷干扰性过强，导致前面这波下跌行情没有建议投资者参与。但是事实看，至今供给侧出清仍无任何兑现，且库存累计至历史最高位，未来 01 合约前仍然给不出去去库预期，今年 01 会面临一个极高的库存进入春节，矛盾只能靠继续压缩利润尝试解决矛盾，而冬季煤化工装置停车意愿是很低的，导致需要特别差的利润才可以兑现部分减产，使得当下空头特别强势，周五夜盘特朗普发推后，中美贸易战预期再度升温，周一商品难免整体继续承压，PVC 自身基本面看难以幸免，在产业出现实质性减产前，下跌趋势难止。

### 纯苯苯乙烯：宏观主导，盘面继续下探

【盘面回顾】BZ2603 收于 5734 (-29)，EB2511 收于 6742 (-75)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5740 (-10)，主力基差 6 (+19)。下午华东苯乙烯现货 6750 (-75)，主力基差 7 (-)

【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，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，检修装置增多且京博苯乙烯归期不定，苯乙烯供应继续收紧，预计到10月中旬下旬新投产兑现供应才会增多。平衡表看10-11月苯乙烯将维持紧平衡（若京博长时间停车，四季度苯乙烯将转为去库格局），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，短期宏观扰动增大，盘面跟随原油波动，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。

分析本周两个宏观消息对于纯苯苯乙烯链的影响，首先中美双方对于船舶收费，当前消息来看仅针对对方国家，不涉及其他国家，目前纯苯、苯乙烯的进出口均没有中美直接贸易物流，此事件的影响更多在于上游原料油、乙烷等进口成本提高上。另一个消息，美方宣布将对我国产品征收100%关税，将导致产业链终端产品出口受阻上，但经过4月份的关税盾，此次加征关税的影响力也有所削弱。短期宏观情绪再次主导盘面走势，周一盘面预计跟随原油下跌。

分析本周两个宏观消息对于纯苯苯乙烯链的影响，首先中美双方对于船舶收费，当前消息来看仅针对对方国家，不涉及其他国家，目前纯苯、苯乙烯的进出口均没有中美直接贸易物流，此事件的影响更多在于上游原料油、乙烷等进口成本提高上。另一个消息，美方宣布将对我国产品征收100%关税，将导致产业链终端产品出口受阻上，但经过4月份的关税盾，此次加征关税的影响力也有所削弱。短期宏观情绪再次主导盘面走势，周一盘面预计跟随原油下跌。

### 燃料油：裂解依然坚挺

【盘面回顾】截止到夜盘，FU12报2754升水新加坡12月纸货17美元/吨

【产业表现】供给端：进入9月份，俄罗斯高硫出口+73万吨，伊朗高硫出口+10万吨，伊拉克-60万吨，墨西哥出口-12万吨，委内瑞拉-19万吨，9月份出口端有所缩量，进入10月份供应依然缩进；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-8万吨，印度+8万吨，美国+57万吨，进料需求稳定，在发电需求方面，沙特进口-40万吨，阿联酋+39万吨，埃及取消进口+5万吨左右，发电需求仍在。库存端，新加坡浮仓库存回落，马来西亚高硫浮仓库存回落，中东浮仓高位库存回升。

【核心逻辑】9月份燃料油出口继续缩量，在进料需求方面，中国进口缩量，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，进入10月份，发电需求开始萎缩，供应端依然偏紧，尤其是俄罗斯的供应的不稳定引发市场担忧，支撑盘面裂解，不过供需两弱，裂解继续上涨的动力有限。

### 低硫燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘，LU12报3242元/吨，升水新加坡12月纸货15美元/吨

【产业表现】供给端：进入9月份，科威特-0.3万吨，阿尔及利亚-14万吨，尼日利亚+22万吨，巴西-0.9万吨，俄罗斯-18万吨，9月份出口整体缩量，进入10月份供应有望继续缩量。需求端，9月份中国进口-22万吨，日韩进口-14万吨，新加坡-7万吨，马来西亚进口-24万吨；库存端，新加坡库存-89.2万桶；ARA-1.9万吨，舟山-4万吨

【核心逻辑】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，不过前期尼日利亚的低硫将于10月初到达新加坡，对新加坡盘面价格形成压制，在需求端方面，整体需求疲软，库存端新加坡去库、欧洲去库、舟山小幅去库，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：关税升级，开盘补跌

【盘面回顾】BU11 收于 3328 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】本周炼厂开工平稳，沥青总体供应变化不大。而需求端因国庆长假缘故，整体现货市场交投平淡，主要以消耗社会库存为主。短期旺季并没有超预期表现。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。成本端原油，随着 opec 持续增产，成本端有望不断下移。短期受到中美关税再次升级，风险资产情绪偏弱，使得原油价格快速下跌。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。短期外围扰动加大，建议短期观望为主。

## 橡胶&20 号胶：关税风波再起，担忧加剧

【行情回顾】

周五胶价震荡偏弱，受国际关税等贸易政策影响，夜盘进一步下跌。RU2601 收于 15045 (-315)，NR2511 收于 12045 (-350)。新加坡 TSR20 主力收于 170.8 (-0.9)；日胶烟片主力收于 310.9 (-1.1)。

【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，特朗普则单方面宣称对上加征 100%关税，引发全球市场担忧。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，但美国关税风波加大市场担忧，且天气整体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 14600—15400；NR2511 震荡区间参考 11800—12600。单边建议观望为主，深浅价差低位做扩。

## 尿素：出口寻底

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1597

【现货反馈】：周末国内尿素行情继续弱势下行，跌幅 10-50 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1440-1550 元/吨。国内尿素低端价格继续刷新，山东、河南等区域低价已跌至 1450-1470 元/吨，需求端颓势不改，市场接货情绪低迷。短线国内尿素行情维持偏弱松动格局。

【库存】：截至 2025 年 10 月 9 日，中国尿素企业总库存量 144.39 万吨，较上周增加 21.22 万吨，环比增加 17.23%，中国尿素港口样本库存量:41.5 万吨，环比减少 3.8 万吨，环比跌幅 8.39%。

【南华观点】：尿素基本面估值偏低，在出口政策没有进一步调整背景下，进入四季度，尿素仍是累库趋势。产业内驱动短期偏弱看待；国内主流区域报价回落明显，幅度为 30-70 元/吨，华北主流区域报价集中 1470-1520 元/吨。假期内下游复合肥终端大批量提货未能如期启动，主要原因为粮食主产区降雨明显，秋收与秋播进度均受阻，下游购肥需求低迷导致工厂报价持续阴跌。基本面与宏观情绪共振，短期尿素弱势运行。后续需要关注能否有新的出口配额，以及中美贸易冲突带来的情绪影响。

## 玻璃纯碱烧碱：预期再次下行

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1240，-0.8%

【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。上游碱厂开始累库，关注持续性。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，但下方成本支撑，空间有限。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2601 合约昨日收于 1207，-0.9%

【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】

近期来来回回传沙河煤改气进程，或推迟至 11 月落实，具体有待跟踪，主要是落地时间以及停线的影响程度略有分歧。同时，玻璃产销一般，上游累库略超预期，部分玻璃产线仍有点火意愿，本月有 2-3 条产线或有点火/复产计划，日熔或继续小幅回升。继续等待产业政策是否有进一步的明确指示。目前，玻璃上中游库存高位，现实需求疲弱限制价格高度。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2470，0.82%

【基本面信息】

国内液碱市场涨跌均有。华北山东及河北地区液碱价格稳中有涨，近期有氧化铝下游新单签订，对市场有所提振。华东地区液碱市场交易情况尚可，企业出货压力不大，价格维持

稳定。华南地区液碱出货情况不一，企业报价保持稳定。西南地区液碱库存压力不大，价格保持坚挺。

#### 【南华观点】

当下现货端没有明显的补库行为，略不及预期，且现货呈现震荡偏弱，或等待现货见底后去刺激投机需求。不过，市场对非铝后续的阶段性的补库仍有预期，只是时间问题，但仍需观察（预期是否证伪）。远端交易预期上，高利润限制价格高度，中长期投产压力继续，下游氧化铝投产的兑现程度以及时间或有分歧，影响阶段性补库节奏。

### 价格向现实妥协

【盘面】sp2511 收盘于 4788 (-16)，仓 (-265)。

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

【港口库存】截止 10 月 10 日，港口库存 207.7 万吨 (+4.4)。

【月差结构】11-01 反套观望

#### 【核心矛盾】

国庆过后，纸浆的情绪依然偏弱，现货成交较为清淡。外盘针叶浆价格下行，俄针基差持续走高，港口库存高位去化不畅等因素，在现实端制约着纸浆的绝对价格。海外针叶浆供应相对稳定，8 月底数据显示全球发运到中国纸浆的量为 167 万吨，高于往年均值水平，环比+5.7%。且俄针基差不断走强，通过期货价格更大幅度的下跌来表达，说明目前市场对于俄针盘面的贴水，尚不能达到接受仓单提货的程度。下游消费端，虽然像白卡纸迎来了季节性旺季，其余几个成品纸品类企业库存高企，开工率提升，但生产利润的低迷使得企业不具备主动大幅补库的条件。预计纸浆仍然震荡偏弱运行。

### 原木：逢高空为主

【盘面】lg2511 收盘于 821 (-7.5)，持仓 (-724)

【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 9.26 日，全国库存量 286 万方 (-6)。

#### 【核心矛盾】

国庆节后第一天，现货价格普遍上涨。根据木联数据显示，3.9/4 米中 A，5.9 米小 A，6 米中 A 价格分别上调 10 元/方。6 米小 A 价格上调 20 元/方。虽然不同的咨询网站统计口径有一定的差异，但都反应了现货端上涨，从而带来的估值提升。于此同时，根据木联数据的最新显示，CFR 报价上，10 月新西兰原木装船价相比 9 月，上涨 1-3 美金/JASm<sup>3</sup>。所以本周四如早评提示，盘面开盘上扬对应现货涨价的估值修复。临近交割月，交割逻辑成为主导，目前的盘面价格以及持仓规模，很难见到激烈博弈。反而因为持仓量较低，盘口较薄，会导致资金集中进出而产生的上下影线。策略上，网格策略依然有效。只是配置上，逢高空配置 2 倍仓位，逢低多配置一倍仓位。后续若无新的变量出现，则贴水进交割则是大概率事件。

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：成本坍塌依然影响盘面

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6205 (-5), PL2602 盘面收于 6248 (-3); PP-PL01 价差 517 (-18); PL01-02 月差-44 (-2)

【现货反馈】山东均价 6470 (-25) (周末下跌 190), 华东均价 6290 (0)

【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, 节后盘面下跌, 在周五特朗普再掀关税风波之后, 周末现货再度下跌, 厂家出货为主。本周基本面变动不大, 更多的还是受到成本坍塌带来的影响, 目前拿外盘丙烷目前测算 01 成本在 5800-5900 左右。另外 PDH 利润大幅修复后, 关注后续开工情况。

以上评论由分析师凌川惠 (Z0019531)、边舒扬 (Z0012647)、张博 (Z0021070)、杨歆悦 (Z0022518)、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：节后猪价持续下行

【期货动态】LH2511 收于 11320, 日环比-2.37%

【现货报价】全国生猪均价 10.89 (-0.35) 元/公斤, 其中河南 11.23 (-0.00) 元/公斤、四川 10.53 (-0.44) 元/公斤、湖南 10.56 (-0.4) 元/公斤、辽宁 10.93 (-0.43) 元/公斤、广东 11.45 (-0.63) 元/公斤。

【现货情况】

北方周末价格涨跌互现, 东北集团出栏增量, 需求偏弱, 价格弱势走低; 华北及中部区域, 供应水平维持, 但二育情绪递进, 带动竞价成交价格小幅上涨。多地企业成交偏好, 关注供给端出栏节奏及二育持续进场表现。

南方周末行情偏弱下调, 主要来自于供给端出栏量级回升, 加之价格持续走低, 多地跌破 11 元/公斤, 部分养殖主体有恐慌情绪, 从而带动周末行情偏弱。

【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：中美贸易摩擦加剧

【盘面回顾】特朗普再度喊话加征关税，贸易矛盾加剧预期再起，但预估豆粕对此计价预计敏感度较前期降低，周一反弹空间预期有限，对应外盘同样跌幅有限。中美双方领导人将在月底会面，期间相互发言态度决定短期盘面走势。

【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，美国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。短期美农业部停摆，后续关注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，内盘预计表现反弹，但敏感度与幅度降低；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：下方空间有限，寻找企稳后入场机会

【盘面回顾】9月MPOB报告影响偏空，油脂短期陷入回调。

【供需分析】棕榈油：9月MPOB库存超出市场预期，数据利空棕榈油市场；但印尼B50计划支撑市场未来需求，且马棕已经进入减产季节，棕榈油预计下方空间不大。

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】建议棕榈油回调企稳后寻找逢低做多的机会。

## 豆一：短期情绪支撑难抵基本面压力

【期货动态】10月开市后，豆一期货冲高回落，较节前价格上涨，主力11合约周涨26元，周五收于3953元。夜盘收于3945元，持仓继续向2601过渡，注册仓单持平于7290手；

【现货情况】据农业农村部最新农情调度，截至2025年10月10日，全国秋粮收获已过五成。玉米过五成，大豆五成半，新季国产大豆上市量继续增加，高蛋白大豆价格坚挺，中低蛋白价格跌势缓解，黑龙江产区39蛋白净粮价格位于1.9元/斤上下运行，南方产区新季购销继续推进，价格持稳为主，增产压力不大情况下，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使得价格承压明显，在9月经历开秤价格一路下行后，进入10月份，产区价格有所稳定，主要原因在于基层售粮意愿较为克制，不愿低价卖粮，等待政策托底，贸易商压价难度较大，同

时近日来中美贸易形势紧张，情绪上对国产大豆价格形成支撑，降价难度增加。东北产区个别粮库开启收购，后期重点关注政策端带来的托市影响以及贸易局势带来的情绪支撑，对价格探底节奏有较大影响，新季价格如在目前水平企稳，上涨动力或有不足，价格磨底时间可能延长。期货端的反弹与空平操作及中美贸易局势再度恶化有关，10月的反弹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，或以观望为主，整体行情预期仍以震荡探底、磨底为主，考虑到政策因素，单边下行动能不足，关注贸易商、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。

## 玉米&淀粉：震荡偏弱

【期货动态】CBOT玉米收低，受累于收割压力。大连玉米淀粉震荡偏弱。

【现货报价】玉米：锦州港：2130元/吨，+0元/吨；蛇口港：2530元/吨，+0元/吨；哈尔滨报价2020元/吨，-10元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价2480元/吨，+0元/吨；山东潍坊报价2740元/吨，+0元/吨。

【市场分析】东北玉米价格表现暂以偏弱为主，上货量目前仍相对集中，供应量较大是目前东北市场的主要矛盾。目前已有部分华北客户采购东北货源，市场购销活跃度略有好转。华北地区玉米价格继续稳中偏弱运行。华北地区玉米淀粉偏弱运行，原料价格持续下调，市场观望情绪浓厚，刚需补库。

【南华观点】盘面持续弱势。

## 棉花：中美关税扰动再起

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超1%，美国政府停摆，市场报告发布推迟，不确定性加剧。上周五夜盘郑棉收于前一日结算价。

【外棉信息】欧盟2025年5月服装进口额为161.77亿美元，同比增加7.59%，环比下降4.85%。6月服装进口额为165.53亿美元，同比增加18.61%，环比增加2.32%。

【郑棉信息】九月下旬，新疆部分产区出现降温降雨天气，不利于新棉的吐絮及脱叶剂的喷施，新棉采摘时间较预期有所推迟，自国庆假期以来，新疆新年度机采棉陆续开秤，北疆采摘进度加快，南疆进度相对偏慢，北疆前期受降雨影响，籽棉水分偏高，轧花厂整体收购态度偏于谨慎，后续籽棉水分有所下降，且棉籽价格回落，新年度籽棉收购价格呈现先跌后涨的状态，但整体波动较小，当前新疆机采棉收购价多集中在6.0-6.3元/公斤左右，其中南疆价格较北疆略有偏高，南疆部分产区反应单产不及预期，同时新棉衣分偏低，但整体产量仍较为乐观。十月中下旬，新棉将进一步集中上市，新季供应将持续放量，对棉价形成压力。同时，下游旺季逐渐转弱，国庆企业放假情况较多，成品重现累库状态，市场信心不足，纱厂近期纺纱利润有所修复，但对原料基本维持刚需补库。

【南华观点】新疆机采棉将逐步进入集中收购阶段，近期收购价格略有回升，增产预期小幅修复，但下游旺季逐渐走弱，市场信心不足，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，同时美国再度宣布将从11月1日起，对中国所有输美商品征收额外100%的关税，政策扰动再起，关注后续疆棉定产情况，策略上仍以反弹沽空为主。

## 白糖：外部压力较大

【期货动态】国际方面，ICE原糖期货周五收跌，全球供应过剩前景令市场处于守势。周五夜盘，郑糖价格回落，跌至5500下方。

【现货报价】南宁中间商站台报价5860元/吨。昆明中间商报价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】尽管受台风影响两广地区甘蔗倒伏受损，国内可能因此减产，但全球供应过剩背景下，糖价难有起色。

## 鸡蛋：节后蛋价持续下跌

【期货动态】主力合约JD2511收于2805，日环比-2.26%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为2.95（-0.02）元/斤；主销区鸡蛋均价为3.02（-0.02）元/斤。

【现货情况】

需求端无明显利好，供应方面压力持续，各环节均不同程度累库，市场看空情绪加剧，产区蛋价有稳有跌。销区各市场到货正常，走货偏慢，经销商出货为主，价格延续弱势。

【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：近月强势延续

【期货动态】周五苹果期货小幅上涨，短期走势偏强运行。

【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】近期西北、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。

【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，新疆温度有所下降，但暂多以晴天为主。

【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 3 车，早市成交 1 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）、朱天择（F03143224）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。