

金融期货早评

宏观：国内出口韧性仍在

【市场资讯】1) 中国 9 月以美元计价出口同比增长 8.3%，进口同比增 7.4%，均超预期，工业机器人和风电出口增长强劲；9 月大豆、铁矿石进口创历史同期新高、稀土出口环比降 31%、铜金属进口创年内新高。2) 中国外交部回应美方扬言再加关税报复中方稀土管制：这不是同中方打交道的正确方式，敦促美方尽快纠正错误做法，通过对话解决各自关切，若美方一意孤行，中方也必将采取相应措施维护自身正当权益。3) 中国交通运输部发布对美船舶收取船舶特别港务费实施办法，10 月 14 日起施行，费用收取范围、标准和起讫时间等将视情动态调整。

【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。9 月出口增速录得 8.3%，增速较上月加快 3.9 个百分点，但两年年均增速有所回落。总体来看，国内低基数以及新兴经济体需求支撑本月出口增速，出口韧性相对较强。未来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：中美贸易摩擦升级，人民币汇率或区间持稳

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1329，较上一交易日下跌 97 个基点。人民币对美元中间价报 7.1007，较上一交易日调升 41 个基点。

【重要资讯】1) 美联储官员保尔森暗示：支持今年再降息两次，每次 25 个基点。2) 中方对美船舶收取特别港务费今起正式施行。交通运输部办公厅印发《对美船舶收取船舶特别港务费实施办法》，其中提到，从事国际海上运输、靠泊中国港口并符合下列条件之一的船舶，船方或其代理人应当缴纳船舶特别港务费。3) 据海关统计，今年 9 月，我国货物贸易进出口 4.04 万亿元，同比增长 8%。其中，出口 2.34 万亿元，增长 8.4%；进口 1.7 万亿元，增长 7.5%，连续 4 个月同比双增长。第三季度，我国货物贸易进出口同比增长 6%，已连续 8 个季度实现同比增长。9 月中国稀土出口 4000.3 吨，连续第三个月出现下滑。

【核心逻辑】我们仍维持此前的观点，对外汇市场的影响而言，本次贸易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。

【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：高位震荡，易涨难跌

【市场回顾】昨日股指走势回落，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.49%。从资金面来看，两市成交额下降 1608.74 亿元。

期指方面，IH 缩量下跌，其余品种放量下跌。

【重要资讯】1. 中方对美船舶收取特别港务费今起正式施行。2. eSIM 手机来了！中国移动、中国联通、中国电信先后宣布，正式获得开展 eSIM 手机运营服务商用试验的批复。

【核心观点】受特朗普再度加征关税信息影响，昨日股市跳空低开，基本在预期之内。不过特朗普及万斯之后的行为及发言均一定程度缓和了这一事件的悲观发酵，市场多数解读为新一轮 TACO，所以盘中，伴随着较具韧性的国内进出口数据，股指走势收复跳空缺口，仅小幅回落。行业层面，避险情绪以及稀土概念再热使得有色金属领涨，银行为代表的红利行业涨幅居前，表明虽信息层面有所缓和，但交易整体偏谨慎，同时，交易活跃度也有所下降，不过科创 50 的涨幅居前，表明市场仍存在进攻热情。短期市场仍围绕中美贸易摩擦信息变化进行交易，交易呈现结构性特征，一方面中美贸易摩擦不确定性较高，另一方面下旬存在国内重磅政策定调变化以及美联储降息等变量，预计在多方信息悬而未决的情况下，股市中枢不会有明显变化。隔夜美股大涨，中概股明显上行，预计将带动今日股市反弹。股指继续维持高位震荡行情。

【策略建议】持仓观望

国债：避险情绪减弱

【市场回顾】周一期债全线高开，早盘窄幅震荡，午后有所回落，导致涨幅收窄。资金面宽松，DR001 在 1.31% 左右。

【重要资讯】1. 中国 9 月以美元计价出口同比增长 8.3%，进口同比增 7.4%，均超预期，工业机器人和风电出口增长强劲；9 月大豆、铁矿石进口创历史同期新高、稀土出口环比降 31%、铜金属进口创年内新高。

【核心观点】在中美贸易局面再度紧张的情况下，昨日 A 股表现不弱，大盘开盘守住了 3800 点，收盘仅微跌，形态上保持住了区间震荡的格局。而债市现券收益率虽较上周五下行，但较上周六上行。目前来看，市场并未持续恐慌，而是再次进行了 TACO 交易。可持续关注事态发展，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，短期市场可能无力打破震荡格局。

【策略建议】多单等待回落布局。

集运：宏观情绪震荡，达飞宣涨 11 月报价

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）价格低位震荡略偏回升。截至收盘，EC 各合约价格涨跌互现。

【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\$1095，较同期前值上涨\$10，40GP 总报价为\$1830，较同期前值上涨\$20。

10 月下旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1210/1345，较同期前值下降\$100，40GP 总报价为\$2020/2292，较同期前值下降\$200 和 199。同期赫伯罗特上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1185，较同期前值下降\$50，40GP 总报价为\$1935，较同期前值下降\$100。

【重要资讯】：

1. 达飞官宣 11 月涨价函，自 11 月 1 日起，亚洲至北欧航线报价上涨至 1500 美元/TEU 和

2600 美元/FEU。

2. 美东时间 10 月 12 日晚间，美股期货市场在上周五的暴跌之后开盘反弹。道指期货上涨 0.7%，涨逾 300 点。标普 500 和纳斯达克期指分别上涨 0.9%和 1%。就在几个小时前的当天上午早些时候，美国总统特朗普缓和口吻称，美国的对华关系“一切都会好的”。他也称，美国想帮助中国，而不是伤害中国。

【南华观点】：昨日期价整体偏震荡，主要原因在于，美国虽宣布对华加征 100%关税（也是昨日期价低开的主因），但随后特朗普和万斯在社交媒体上发言又有所转圜，宏观情绪震荡。此外，近月合约受达飞宣涨 11 月运费影响而有所回升。短期来看，期价延续震荡的可能性较大，后续需密切关注加沙停火进程与中美关系，策略上整体整体可以先保持观望或尝试 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：继续暴涨

【行情回顾】周一贵金属延续强势走势，白银与钯金租赁利率飙升后仍然居高不下，且 SLV ETF 可租借量极低，反映现货市场的紧缺及挤仓问题。而美国对白银与钯金的“232”调查结果预计将于 10 月 19 日提交，涉及美国对白银与钯金是否加征 50%关税的敏感话题。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 4130 美元/盎司，+3.24%；美白银 2512 合约收报于 50.775 美元/盎司，+7.47%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 927.56 元/克，+1.99%；SHFE 白银 2512 合约收 11531 元/千克，+2.84%。

【降息预期与基金持仓】降息预期整体稳定。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 10 月维持利率不变概率 1.7%，降息 25 个基点的概率为 98.3%；美联储 12 月维持利率不变概率 0%，累计降息 25 个基点的概率为 4.5%，累计降息 50 个基点的概率 95.5%；美联储 1 月累计降息 25 个基点的概率为 2.2%，累计降息 50 个基点的概率为 49.1%，累计降息 75 个基点的概率为 48.6%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 1.72 吨至 1018.88 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 310.5 吨至 15754.26 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 44.6 吨至 1124.4 吨；截止 9 月 26 日当周的 SGX 白银库存周减 43.6 吨至 1124.4 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 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，贵金属仍急涨，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 4200，然后 4300，支撑 4100 区域；白银阻力 55，支撑 50。

铜：情绪释放，铜价重回 86000

【盘面回顾】隔夜 COMEX12 月合约大幅上涨超 5%，报收 5.13 美元/磅。LME 铜电子盘上涨 4.12%，报收 10801.5 美元/吨。沪铜 12 月合约夜盘放量大涨，报收于 86560 元/吨。可见，利空情绪得到释放，内外铜价重新站上高位，沪铜基差也将快速修复。

【产业信息】1、前三季度，我国出口机电产品 12.07 万亿元，增长 9.6%，占出口总值的 60.5%，提升了 1.4 个百分点。其中，出口电子信息、高端装备、仪器仪表等高技术产品分别增长 8.1%、22.4%和 15.2%；“新三样”产品、铁道电力机车等绿色产品增速均达到两位数。2、2025 年 9 月铜矿砂及其精矿进口 258.7 万吨，同比 2024 年 9 月增长 6.2%。2025 年 1—9 月累计进口 2,263.4 万吨，同比 2024 年 1—9 月增加 7.7%。

【南华观点】关税政策端的偏空犹如昙花一现，铜市重回上涨通道中。尽管技术面的突破有待验证，但多空博弈中，至少目前多方率先胜出。客观去看，技术面的再次突破可能需要降息预期、国内“反内卷”政策的支持。否则将陷入 86000~88000 的区间盘整。

【南华策略】合约即将换月，建议关注 12 月合约 86000 点位的支撑，激进者可尝试 86000±500 点买入。前期建议的纯期权交易策略可依据行情调整行权价进行构建。

风险点在于：高铜价带来的下游采购意愿偏弱

铝产业链：关税缓和

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20885 元/吨，环比-0.97%，成交量为 19 万手，持仓 17 万手，伦铝收于 2757 美元/吨，环比+0.40%；氧化铝收于 2820 元/吨，环比-1.98%，成交量为 29 万手，持仓 35 万手；铸造铝合金收于 20410 元/吨，环比-1.09%，成交量为 4788 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：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。周一特朗普表态缓和，铝价回升，后续关注 APEC 中美会晤情况。总的来说，目前影响铝价的核心因素为宏观，在关税问题缓和且有降息预期的情况下，短期沪铝震荡偏强。

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：转换思路，多空交织

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22225 元/吨。其中成交量为 17.73 万手，而持仓则增加减少 4835 手至 10.17 万手。现货端，0#锌锭均价为 22200 元/吨，1#锌锭均价为 22130 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价弱势运行，周五夜盘受特朗普关税新言论影响，压制价格，但 TACO 交易仍被众机构认可。基本面，10 月加工费继续下修，但精炼锌产量仍维持增长态势，但远期供给可能出现下降，同时出口窗口的打开也将国内锌元素的过剩消耗。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。但其基本面相对于海外仍处弱势，供强需弱格局明显。伦锌库存来到 3.8 万吨下方，库存去化明显。沪锌短期内以空头逻辑为主，出口窗口打开后需转换思路。

【南华观点】内外正套可继续持有，观察出口情况。

锡：回调时间到，多头密切关注入场时机

【市场回顾】沪锡主力上一交易日偏弱运行，报收在 28.2 万元每吨；成交 10.69 万手；持仓 3.1 万手。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，沪锡偏弱运行，周五夜盘受特朗普关税新言论导致避险情绪升级，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，多数机构也认为 TACO 交易势在必行，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：下游补库情绪仍存

【行情回顾】周一碳酸锂期货主力合约收于 72280 元/吨，日环比-0.63%。成交量 28.21 万手，日环比-4.28%；持仓量 20.74 万手，日环比-1.44 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 contango 结构，日环比-120。仓单数量总计 36718 手，日环比-5921 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪放缓。锂矿市场价格小幅走弱，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 817.5 美元/吨，日环比-10 美元/吨。锂盐市场报价走弱，电池级碳酸锂报价 73100 元/吨，日环比-450 元/吨；电池级氢氧化锂报价 78300 元/吨，日环比-150 元/吨，贸易商基差报价小幅走强。下游正极材料报价涨跌不一，三元材料和下游六氟磷酸锂表现较好，磷酸铁锂报价变动-110 元/吨，三元材料报价变动+1000 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+3000 元/吨，电解液报价变动+0 元/吨。

【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：会议增多，注意风险

【行情回顾】周一工业硅期货主力合约收于 8805 元/吨，日环比变动+1.38%。成交量约 24.15 万手（日环比变动+7.11%），持仓量约 16.57 万手（日环比变动-0.13 万手）。SI2601-SI2605 月差为 contango 结构，日环比变动+15 元/吨。仓单数量 50854 手，日环比变动+573 手。

多晶硅期货主力合约收于 48740 元/吨，日环比变动-0.46%。成交量 24.69 万手（日环比变

动+21.23%)，持仓量约 8.76 万手（日环比变动-0.33 万手）。PS2511-PS2601 月差为 contango 结构，日环比变动+415 元/吨；仓单数量 7900 手，日环比变动-240 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场情绪一般。新疆 553#工业硅报价 8850 元/吨，日环比+0%；99#硅粉报价 10050 元/吨，日环比+0%；三氯氢硅报价 3375 元/吨，日环比+0%；有机硅报价 11300 元/吨，日环比+2.26%；铝合金报价 21000 元/吨，日环比-0.47%。光伏产业现货市场表现涨跌不一。N 型多晶硅复投料 52.75 元/kg，日环比+0.38%；N 型硅片价格指数 1.35 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.318 元/瓦，日环比-1.55%；集中式 N 型 182 组件报价 0.675 元/瓦，日环+0%，分布式 N 型 182 组件报价 0.675 元/瓦，日环比+0%。

【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，据市场反馈本周光伏相关会议较多，涉及多晶硅、硅片、电池片、组件环节，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。

铅：高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17090 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，铅价高位震荡，上冲乏力。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）及助理分析师林嘉玮（F03145451）、揭婷（F03114103）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：钢材基本面拖累

【行情回顾】增仓下行

【信息整理】1. 交通运输部发布《交通运输部关于对美船舶收取船舶特别港务费的公告》，决定将于 2025 年 10 月 14 日起对涉美船舶收取船舶特别港务费，这是维护中国产业、企业合法权益和国际航运公平竞争环境的正当举措。

2. 截至 10 月 11 日，样本内钢厂钢坯手持订单量 130.5 万吨，较 9 月 2 日调研环比增加 3.8 万吨，增幅 3%。其中，内贸接单 79.8 万吨，环比增加 12.7 万吨，直接出口接单 48.5 万吨，环比减少 18.3 万吨。

3. 根据 Mysteel 统计，历史数据中，美国实控的干散货船中大概 300 多条装载过铁矿，今年有 68 条船运抵中国，载重量约 2000 万吨，占总进口的 2%。目前我们了解到一小部分 FOB 铁矿长协货物租运美国控股的船发出后正在考虑转售至日韩或者东南亚，还没发出来的货物或将协调换船，这部分货量占比较小；对于大部分按照 CFR 价格交易的货物，目前钢厂、贸易商正积极与矿山协商后续排船情况。市场关注核心在于运费成本抬升是否会影响铁矿石发往中国货量。根据 Mysteel 航运资讯团队追踪，国际干散货航运市场受中国对美船舶收取港务费的影响，后市预期稍有转好，尤其是 C5、C3 航线运费已出现小幅上涨，C5 航线在 10 月 10 日环比涨 0.21 美元/吨。C3 涨 0.02 美元/吨。短期或出现运力收紧，但市场会自发调节，预计后期运力充足。综上所述，我们预计对铁矿石供应总量几乎无影响，对短期到港节奏、少数企业采购成本产生部分影响

【南华观点】昨日特朗普表态略有缓和，令市场对中美贸易摩擦的担忧有所下降，整体资产价格表现尚可，但贸易冲突风险依然存在，需持续关注后续动向。受中国决定对美船舶加征特别港务费影响，铁矿石进口运输成本可能上升，但由于美国控盘的铁矿运输船在中国总进口量中占比很小，该政策预计仅对短期到港节奏及部分企业的采购成本产生轻微影响，而对铁矿石整体供应量影响甚微，因此所形成的利多驱动较弱。基本面方面，钢材市场表现疲软，节假日期间钢材累库幅度超过往年平均水平，在当前高供应背景下，需求不足矛盾持续凸显，钢材去库压力显著，钢厂利润处于持续收缩状态，负反馈压力仍在积聚。当前国内市场利好预期，聚焦于即将于 20 号召开的四中全会。综合来看，美方态度缓和降低了贸易摩擦的忧虑，加上铁矿石短期受成本支撑以及四中全会临近，市场下跌存在一定抵抗；但利多驱动不足，叠加钢材基本面偏弱，若后续无实质性利好出现，盘面仍将承压运行。

铁矿石：强势反弹

【盘面信息】铁矿石低开高走，可能是跟随股市强势反弹。

【信息整理】1. 2025 年 10 月 06 日-10 月 12 日中国 47 港到港总量 3144.1 万吨，环比增加 368.3 万吨；中国 45 港到港总量 3045.8 万吨，环比增加 437.1 万吨；北方六港到港总量 1423.5 万吨，环比减少 28.1 万吨。(Mysteel)；2. 本期铁矿石全球发运量环比减少 71.5 万吨至 3207.5 万吨。

【南华观点】短期市场走势跟随宏观，若中美缓和则估值上升，若谈判反复则价格回调。但铁矿石基本面边际承压，发运中性偏高，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，整体仍在区间内震荡。

焦煤焦炭：警惕负反馈风险

【盘面回顾】周一夜盘双焦高开低走

【资讯整理】

1. 海关总署：9 月中国出口钢材 1046.5 万吨，较上月增加 95.5 万吨，环比增长 10.0%；1-9 月累计出口钢材 8795.5 万吨，同比增长 9.2%。

2. 海关总署：9 月中国进口铁矿砂及其精矿 11632.6 万吨，较上月增加 1110.1 万吨，环比增长 10.5%；1-9 月累计进口铁矿砂及其精矿 91768.5 万吨，同比下降 0.1%。

3. 海关总署：9 月中国进口煤及褐煤 4600.3 万吨，较上月增加 326.6 万吨，环比增长 7.6%；

1-9 月累计进口煤及褐煤 34588.5 万吨，同比下降 11.1%。

4. 截至 10 月 11 日，样本内钢厂钢坯手持订单量 130.5 万吨，较 9 月 2 日调研环比增加 3.8 万吨，增幅 3%。其中，内贸接单 79.8 万吨，环比增加 12.7 万吨，直接出口接单 48.5 万吨，环比减少 18.3 万吨。

【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】昨日硅铁主力-0.95%，收 5406；硅锰主力-0.24%，收 5746。

【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洵（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、严志妮（Z0022076）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：市场情绪有所缓和，油价反弹修复

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 0.59 美元，涨幅 1%，报 59.49 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 0.59 美元，涨幅 0.94%，报 63.32 美元/桶；INE 原油期货收涨 0.27%，报 452.7 元。

【市场动态】1. 欧佩克日产量：8 月修正为 2791.6 万桶，9 月为 2844 万桶，较上月增加 52.4 万桶。2. 中国石油制品净进口（变化）：8 月为增加 37 万桶/日至 1246 万桶/日，7 月为减少 42 万桶/日。3. 印度石油制品净进口（变化）：8 月为减少 4 万桶/日至 441 万桶/日，7 月为减少 49 万桶/日。4. 美国石油制品净进口（变化）：9 月为减少 76 万桶/日至 310 万桶/日，8 月较上月持平。5. 欧佩克月报：预计 2025 年全球石油需求将增长 130 万桶/日（此前预测为 129 万桶/日）。欧佩克将 2026 年全球石油需求增长预测维持在 138 万桶/日。

【南华观点】近期原油市场受宏观情绪与自身供需博弈影响显著。上周五，特朗普加关税威胁引发金融市场避险潮，原油随风险资产大跌，后虽因情绪缓和与美股同步反弹，但力度偏弱，凸显自身逻辑压制。此次反弹仅修复大跌中后段的避险驱动部分，前期因市场自身压力形成的跌幅，若无突发利好难有改观。当前原油未完成技术性修复，短期或延续调整且上行空间有限。地缘支撑减弱，需求走弱、供应增加的基本面压力凸显，市场天平向利空倾斜，地缘扰动难改弱势大势。布油已处 60-65 美元年内低位，修复后需警惕下探 60 美元支撑风险，后市大概率维持弱势，下行风险仍为关注重点。

LPG：盘面缩 PDH 利润

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4082 (+12)，LPG2512 盘面收于 3975 (-17)；FEI M1 收于 469 美元/吨 (-16)，CP M1 收于 458 美元/吨 (0)，MB M1 收于 324 美元/吨 (-6)

【现货反馈】华东均价 4386 (+2)，山东均价 4450 (+20)，最便宜交割品价格 4240 (-20)

【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】特朗普周一凌晨发文，再一次“TACO”，原油市场小幅反弹。内盘 pg 小幅反弹，更多的可能是 PDH 缩利润头寸的介入。外盘丙烷下跌后，pdh 利润大幅走扩，而目前丙烯及 pp 全都不太能支撑较高的利润水平，锁利润驱动持续。

PTA-PX：宏观事件主导盘面走势，单边观望为主

【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。后续涤纶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。上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，后续美方再度释放缓和信号，恐慌情绪缓解，PX-TA 周一小幅走弱。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 领导会面节点动态。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 54.1 万吨，环比上期增加 3.4 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，本周到港计划偏多，下周一港口显性库存预计累库 3 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，乙二醇基本面对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，近期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，总体单边走势不确定性较大。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 位置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 3850-4250，在恐慌情绪下若出现超跌可考虑在 50 以上入场卖出 eg2601-P-3850。

甲醇：宏观交易来袭

【盘面动态】：周一甲醇 01 收于 2332

【现货反馈】：周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-45

【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，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 6693 (-29)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6550 元/吨，华东现货价格为 6630 元/吨，华南现货价格为 6630 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】昨日聚烯烃盘面震荡走弱但幅度相对有限。特朗普在公开媒体表达了维持中美友好关系的意愿，市场情绪有所缓和。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。在供需格局下，PP 持续承压。但考虑到近期扰动因素较多，建议以观望为主。

PE：基本面压力不改，关注宏观变化

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6983 (-54)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6950 元/吨，华东现货价格为 7000 元/吨，华南现货价格为 7180 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】昨日聚烯烃盘面震荡走弱但幅度相对有限。特朗普在公开媒体表达了维持中美友好关系的意愿，市场情绪有所缓和。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。但考虑到近期扰动因素较多，建议以观望为主。

纯苯苯乙烯：到港较少，纯苯月差走扩

纯苯苯乙烯：到港较少，纯苯月差走扩

【盘面回顾】BZ2603 收于 5682 (-52)，EB2511 收于 6690 (-53)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5705 (-35)，主力基差 23 (+17)。下午华东苯乙烯现货 6685 (-65)，主力基差 -5 (-12) 【库存情况】截至 10 月 13 日，江苏纯苯港口库存 9.0 万吨，较上期环比下降 1.1%。截至 2025 年 10 月 13 日，江苏苯乙烯港口库存 19.65 万吨，较上周减少 0.54 万吨，幅度 -2.67%；截至 10 月 9 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 19.39 万吨，较上一周期减少 0.94 万吨，环比下降 4.63%。

【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，总体累库格局难改。国内纯苯易跌难涨导致进口放缓，10 月上旬韩国出口纯苯至中国的量明显下降，且宏观博弈下部分纯苯进口货卸货困难，短时纯苯现货流动性有所收紧，近月月差走强。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，短期震荡看待，单边观望为主。

燃料油：裂解维持高位

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2737 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】截止昨日收盘，LU12 收于 3232 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 月份初到达新加坡，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：成本下移，震荡偏弱

【盘面回顾】BU11 收于 3302 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3480 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。

尿素：出口寻底

【盘面动态】：周一尿素 01 收盘 1610

【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：预期偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1247，0.56%

【基本面信息】

截止到 2025 年 10 月 13 日，国内纯碱厂家总库存 168.46 万吨，较上周四涨幅 2.48 万吨，涨幅 1.49%。其中，轻质纯碱 74.30 万吨，环比上涨 0.39 万吨，重质纯碱 94.16 万吨，环比增加 2.09 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 1179，-2.32%

【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 2464，-0.24%

【基本面信息】

国内液碱市场局部上调。华北地区液碱市场价格局部调整，山东地区周末多家氯碱企业进入检修状态，辽宁地区亦有企业检修，山东地区个别企业出货价格上涨。华东地区液碱市场价格维持稳定，近期出口情况表现一般，企业多积极出货为主，其中福建地区液碱供应量有限，近期价格有涨。华南地区液碱市场价格平稳运行为主，企业积极出货。西南地区

氯碱企业库存压力不大，厂家报价维持坚挺。

【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。

纸浆：震荡偏弱

【盘面】sp2511 收盘于 4842 (+54)，仓 (-11530)。

【现货】山东银星报价 5500 元/吨 (-20)，山东俄针报价 5000 元/吨 (-50)，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。

从俄针基差的角度来看，基差来到今年绝对高位，现货市场的俄针接受度较低是目前盘面压制的主要原因。

原木：临近交割，深贴水逻辑恐重演

【盘面】lg2511 收盘于 803 (-18)，持仓 (-1719)

【现货】无变化

【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】

前几日提示，现货涨价，盘面进行估值修复之后不可追涨。时间上来看，临近交割，多头接货意愿不足而导致的深贴水的行情恐将再度上演。昨日大幅减仓下行，多头离场。新多头流动性枯竭，导致了盘面的快速下行以及下影线。期限回归基本不会发生，起码在 lg2511 合约上不会发生。策略上，因为到期临近，盘面流动性不足，并没有太多的操作价值。若一定要操作，依然还是网格思路。但，空配为主。

丙烯：成本坍塌持续影响

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6177 (-28)，PL2602 盘面收于 6215 (-34)；PP-PL01 价差 516 (-1)；PL01-02 月差-38 (+6)

【现货反馈】山东均价 6210 (-180)，华东均价 6185 (-40)

【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】现货在周一维持跌势，盘面同样偏弱运行，价格下跌后低价货源成交放量。目前看，丙烯端整体依然偏宽松，还有成本端坍塌带来的持续影响，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)、张博 (Z0021070)、杨歆悦 (Z0022518)、寿佳露 (Z0020569)、宋霁鹏 (Z0016598)、戴一帆 (Z0015428)、胡紫阳 (Z0018822) 提供。

农产品早评

生猪：投机性补栏蠢蠢欲动

【期货动态】LH2511 收于 11125 日环比-1.72%

【现货报价】全国生猪均价 10.84 (-0.05) 元/公斤，其中河南 11.24 (+0.01) 元/公斤、四川 10.47 (-0.06) 元/公斤、湖南 10.45 (-0.11) 元/公斤、辽宁 11.03 (+0.01) 元/公斤、广东 11.15 (-0.3) 元/公斤。

【现货情况】

现阶段供需矛盾仍相对突出，规模场出栏量保持高位，受二育入场支撑需求成交转好，市场抗价意愿渐起，今日价格涨跌互现。现阶段规模场月度计划偏慢，供应压力仍存，需求端天气转凉缓慢，终端消费支撑薄弱，主要依靠于二育入场的支撑，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：中美贸易关系主导盘面

【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，周一反弹回落。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，豆粕延续季节性库存高位。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，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：棕榈油仍寻找逢低做多机会

【盘面回顾】宏观影响下油脂偏弱震荡，但下方空间整体有限。

【供需分析】棕榈油：SPPOMA 数据显示，马棕 10 月 1-10 日产量环比增长 6.59%，国内棕榈油库存环比下降 0.83%，但较去年同期依旧偏高。豆油菜油方面缺乏消息与数据指引。虽然 9 月月 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，关注美国动态。

菜油：中加关系或有缓和可能，关注后续进口窗口是否打开，短期国内菜油进去入库，库存压力或缓慢下降。

【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 and 东南亚天气情况；关注中美关系及中加关系。

【南华观点】建议仍然在棕榈油回调企稳后寻找逢低做多的机会。

豆一：盘面拉锯运行

【期货动态】周一，豆一期货再度冲高回落，11 合约收高于 3961 元，01 合约收高于 3967 元。2601 成为主力合约，成交量明显增加，昨日注册仓单减少 200 手至 7090 手；

【现货情况】产区收获上市继续推进，目前处于加速高峰阶段，高低蛋白价格分化明显，整体价格短期趋稳，黑龙江产区 39 蛋白大豆主流收购价格在 1.9 元/斤左右震荡，南方产区受降雨影响，上市进程分化，价格整体稳定；

【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，基层售粮意愿较为克制，等待政策托底，贸易商压价难度较大，同时中美贸易形势紧张，情绪上对国产大豆价格形成支撑，降价难度增加。中下游收购着重以中高蛋白大豆为主，价格出现两极化，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，南方产区受到降水影响，新季水分偏高，部分产区上市延后，整体价格相对稳定，中低蛋白销售难度加大。整体价格短期上下驱动有限，如售粮潮分散化，价格磨底时间可能延长。期货端延续冲高回落的震荡走势，近期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：持续偏弱

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：2090 元/吨，-30 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈

尔滨报价 2020 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2480 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2730 元/吨，-20 元/吨。

【市场分析】东北玉米价格偏弱运行，东北玉米近期上货量相对集中，东北暂未上冻，目前上市的玉米农户出货积极性较高。华北地区玉米价格继续下跌，其中潮粮价格跌幅大于干粮价格。销区市场玉米价格下跌为主。淀粉原料价格继续下探，下游刚需补库，预计短期玉米淀粉偏弱运行。

【南华观点】盘面持续弱势。

棉花：关注新棉收购

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，贸易政策波动下，需求担忧持续。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】根据美国商业部数据显示，2025 年 8 月美国的服装及服装配饰零售额(季调)为 271.83 亿美元，同比增加 8.27%，环比增加 1.02%；零售商库存（季调）为 582.36 亿美元，同比增加 0.35%；零售商库销比(季调)为 2.16。同比下降 0.14，环比下降 0.04。

【郑棉信息】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，昨日随着美国关税政策波动，轧花厂观望情绪加重，新疆机采棉收购价略有下调，目前多集中在 6.0-6.25 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。海关总署最新数据显示，2025 年 9 月，我国出口纺织品服装 244.2 亿美元，同比下降 1.42%，环比下降 7.99%，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，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，关注后续疆棉定产情况，策略上仍以反弹沽空为主。

白糖：跌破 5400

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一收跌 3%，受累于供应过剩前景。

昨夜夜盘，郑糖跟随外盘大跌，价格瞬间击穿 5400。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5850 元/吨。昆明中间商报 5720-5890 元/吨。

【市场信息】1、巴西 10 月前两周出口糖 180.14 万吨，日落出口 22.52 万吨，较上月增加 33%。

2.印度 ISMA 和 NFCSF 维持产量预估不变，但产量前景很快就会明朗。

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，糖价仍将跟随外盘下跌。

鸡蛋：小码蛋企稳回升

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 2808，日环比+0.07%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.81 (-0.06) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.86 (-0.07) 元/斤。

【现货情况】

天气有所好转，北方出货有所好转，南方走货一般，当前供应压力不减，各环节顺势出货为主，产区蛋价有稳有跌。销区各市场到货正常，走货正常，价格持稳。上海，广东市场交投不快，价格承压下跌。

【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：维持强势

【期货动态】昨日苹果期货小幅下跌，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】昨日广州如意坊市场到货 1 车，河北崔尔庄市场到货 5 车，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。