

金融期货早评

宏观：关注中美贸易冲突动态

【市场资讯】1) 中国商务部发言人就美对华造船等行业 301 调查限制措施落地答记者问：中方对此强烈不满，坚决反对；中国公布，对韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司采取反制措施；央视玉渊谭天：商务部 5 月以来四次表态：打，奉陪到底；谈，大门敞开。2) 李强主持召开经济形势专家和企业座谈会，强调持续用力扩大内需、做强国内大循环，不断形成扩内需的新增长点。3) 鲍威尔敞开美联储降息大门：9 月会议以来前景没多大变化，就业下行风险显著，可能接近停止缩表，有迹象显示流动性收紧，将谨慎行动避免类似 2019 年“缩减恐慌”；“新美联储通讯社”：联储保持在再降息的轨道。4) 美联储理事鲍曼：预计年底前还有两次降息，即将公布新压力测试提案。5) 欧央行行长拉加德：永远都不会说欧洲央行已经完成降息。

【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：美元震荡难破局

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1411，较上一交易日下跌 82 个基点，夜盘收报 7.1380。人民币对美元中间价报 7.1021，较上一交易日调贬 14 个基点。

【重要资讯】1) 美联储——①鲍威尔：货币市场流动性渐渐趋紧，未来几个月缩表或接近尾声；近期经济活动数据强于预期，但尚未转化为招聘的回暖，就业市场下行风险上升；（降息）行动过慢或打压就业，行动过快或致使抗通胀任务半途而废；政府停摆之下，认为本月底的议息仍有足够的信息可供参考，但担忧开始错失 10 月数据。②鲍曼：继续预期今年年底前再降息两次。③柯林斯：鉴于通胀风险降低及就业市场担忧，进一步降息似乎是“审慎的”，再降息 25 个基点或是合适的。2) 央行 10 月 15 日将开展 6000 亿元买断式逆回购操作。

【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。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。人民币汇率方面，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，若要有效站上 7.2，需美元指数突破 100 的配合。目前看来，该概率依然较小，预计整体仍将保持总体稳定。

【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：交易情绪偏谨慎

【市场回顾】昨日股指走势回落，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 1.20%。从资金面来看，两市成交额再度上涨至 2.5 万亿左右水平。期指方面，各品种均放量下跌。

【重要资讯】1.李强强调，要加力提效实施逆周期调节。持续用力扩大内需、做强国内大循环。要多措并举营造一流产业生态，综合治理行业无序、非理性竞争。2.美国开始实施对中国海事、物流和造船领域 301 调查的最终措施，韩华海洋株式会社在美相关子公司提供协助、支持。中方决定对韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司实施反制，禁止我国境内的组织、个人与其进行有关交易、合作等活动。3.美联储主席鲍威尔暗示，官员们可能在未来几个月停止收缩资产负债表，他承认货币市场出现了紧缩的“一些迹象”。鲍威尔表示，自 9 月 FOMC 货币政策会议以来，通胀和就业前景似乎变化不大，不过他强调，劳动力市场出现越来越多的疲软迹象。鲍威尔暗示，即使政府停摆严重削弱了美联储对经济形势的掌握程度，但仍有望在本月晚些时候再次降息 25 个基点。

【核心观点】昨日股市走势高开低走，外围乐观情绪传导并未持续，股指表现为防御型交易，高分红行业以及前期上行幅度较小的周期性行业表现更具韧性，科技为代表的前期龙头整体回落，同时卖盘涌出与空头套保有所增加，中美互相采取措施下，市场情绪偏谨慎。短期维持股市宽幅震荡观点，多重不确定因素影响下，多空相对均衡。

【策略建议】持仓观望

国债：关注市场情绪变化

【市场回顾】周二期债低开高走，午后涨幅扩大，品种全线收涨。现券收益率多数下行，长端下行幅度较大。

【重要资讯】1.鲍威尔敞开美联储降息大门：9 月会议以来前景没多大变化，就业下行风险显著，可能接近停止缩表，有迹象显示流动性收紧，将谨慎行动避免类似 2019 年“缩减恐慌”。

【核心观点】昨日资本市场情绪再度发生变化，早盘股市高开而债市情绪不高，开盘后期债一度回踩幅度较深，而后伴随股市回落债市回升，午后股市大幅走弱带动中长债涨幅扩大，股债跷跷板效应再度显现。从近两日市场走势来看，A 股因主线板块涨幅过大存在一定调整压力，加上 11 月 1 日作为中美会晤的重要节点，在此之前资本市场可能存在一定的谨慎心态，未来若 A 股开启调整将有利于债市上涨。

【策略建议】鉴于当前期价已来到震荡区间上沿，低位多单可部分止盈，部分继续持有。

集运：马士基 10 月底报价平开，运价支撑显现

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）价格先震荡，午后远月合约明显上行。截至收盘，EC 各合约价格均有所增长。

【现货市场】：根据《欧线运价小纸条》数据统计，10 月 30 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为\$1080，40GP 开舱报价为\$1800，均与前两期开舱报价持平。10 月中旬，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1235，较同期前值上涨\$25，40GP 总报价为\$2070，较同期前值上涨\$50。11 月初，达飞上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1566，较前一周报价上涨\$221，40GP 总报价为\$2731，较前一周报价上涨\$439。10 月中下旬，ONE 上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1475/1175，较同期前值下降\$130，40GP 总报价为\$1835，较同期前值下降\$200。

【重要资讯】：

1.当地时间 13 日，美国总统特朗普、埃及总统塞西、土耳其总统埃尔多安和卡塔尔埃米尔塔米姆四国领导人在埃及沙姆沙伊赫举行的“和平峰会”上签署了关于结束战争的加沙停火协议。

2. 鹿特丹港罢工危机升级，约 700 名负责船舶及码头集装箱绑扎作业的货运工人发起罢工，原定 48 小时停工被无限期延长，导致港口集装箱装卸业务全面停滞。受此影响，集装箱船无法装卸货物，超 60 艘船舶在海上停泊等待，其中约 20 艘为等待绑扎工人作业的集装箱船。虽鹿特丹法院下令罢工至周一早上 7 点后工人须返岗处理积压货物，但实际状况未知。此次罢工给鹿特丹港带来“破坏性极大”的冲击，同时，比利时安特卫普港引航员也罢工，加剧区域供应链不确定性，若局势恶化，欧洲物流网络或面临瘫痪风险。

【南华观点】：昨日期价上行，一方面在于，马士基 10 月底开舱报价与前两期持平，10 月中下旬挺价相对成功，提高了市场对于此后船司挺价成功可能性的预期，且全球排名前三大船司相继发布涨价函，也给予期价支撑；另一方面，鹿特丹港口罢工危机升级，可能影响到港口运转效率，进而可能使得更多有效运力被占，从供应角度对期价形成一定利多。短期来看，在地缘和关税问题都相对不稳的情况下，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：高位运行 波动加剧

【行情回顾】周二贵金属板块涨势暂缓，黄金小涨，白银冲高后回调，欧美股市震荡，比特币延续下跌，白银租赁利率略有回落，反映现货白银紧缺度稍稍缓解。但美联储官员宽松表态仍利多贵金属特别是黄金价格。鲍威尔释放鸽派信号，承认 9 月会议以来经济前景未显著变化，就业市场下行风险突出，暗示降息窗口已打；提及可能提前停止缩表（QT），因近期流动性收紧迹象显现，强调将避免 2019 年“回购危机”式恐慌。理事鲍曼明确预测年底前还有两次降息。美联储 25 年票委柯林斯表示，或许再降息 25 个基点是合适的。“新美联储通讯社”称联储处于“再降息轨道”，为 10 月底降息定调。市场押注 12 月继续降息。接下来投资者仍需关注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 4159.6 美元/盎司，+0.64%；美白银 2512 合约收报于 50.345 美元/盎司，-0.17%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 938.98 元/克，+2.7%；SHFE 白银 2512 合约收 11533 元/千克，+2.64%。

【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 2.7%，降息 25 个基点的概率为 97.3%；美联储 12 月维持利率不变概率 0.1%，累计降息 25 个基点的概率为 6.4%，累计降息 50 个基点的概率 93.5%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 2.57 吨至 1021.45 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 21.17 吨至 15733.09 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，短线波动加大，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：84000 一线支撑有效，铜价进入高位区间震荡

【盘面回顾】，Comex12 月合约反弹 1.05%，报收 5.01 美元/磅。LME 铜电子盘上涨 0.72%，报收 10604 美元/吨。沪铜 12 月合约夜盘低位反弹，报收于 84870 元/吨。同个时点监测（截至夜盘 1 点数据），Comex 铜价涨幅最大，尽管库存持续高位，若美国要提高精炼产能或将支撑铜价。

【产业信息】1、昨日国内现货铜价格大涨，长江现货 1#铜 价报 86070 元/吨，涨 890 元，升水 130—升水 170，跌 10 元；长江综合 1#铜价报 86000 元/吨，涨 895 元，升水 30—升水 130，跌 5 元；广东 现货 1#铜价报 85930 元/吨，涨 910 元，贴水 90—升水 110，涨 10 元；上海地区 1#铜价报 86000 元/吨，涨 880 元，升水 40—升水 120，跌 20 元。

2、自由港印尼公司（Freeport Indonesia）可能于 10 月底暂停其 Manyar 冶炼厂的运营，原因是其主要原料铜精矿供应受阻。Manyar 冶炼厂的停产或将影响印尼整体铜冶炼产能与出口计划。该厂是印尼推动国内矿产下游加工战略的关键项目，年设计处理能力约为 170 万吨铜精矿。

【南华观点】现货市场反馈，下游畏高买盘动力减弱，临近交割现货成交有限，升水小幅下滑，点价积极性明显下降。期货盘面反馈，昨日盘面多次试探 84000 一线支撑的有效性，从技术面看，节后跳空高开缺口背后的多空因素已在调整中被消化，最终站上 84000。期现结合表明铜价进入新的震荡区间。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】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：宏观向上

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20860 元/吨，环比+0%，成交量为 13 万手，持仓 16 万手，伦铝收于 2739.5 美元/吨，环比-0.63%；氧化铝收于 2805 元/吨，环比-0.71%，成交量为 23 万手，持仓 36 万手；铸造铝合金收于 20380 元/吨，环比-0.02%，成交量为 4174 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，此次 VIX 为 21.6），因此我们认为本次影响会小于 4 月。周一特朗普表态如期缓和，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：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22220 元/吨。其中成交量为 12.43 万手，而持仓则增加减少 6505 手至 95194 手。现货端，0#锌锭均价为 22210 元/吨，1#锌锭均价为 22140 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡。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。但其基本面对海外仍处弱势，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。

镍，不锈钢：关税大棒挥舞压制盘面，静待回调

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120830 元/吨，下跌 0.67%。不锈钢主力合约日盘收于 12540 元/吨，下跌 1.07%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123300 元/吨，升水为 2400 元/吨。SMM 电解镍为 122100 元/吨。进口镍均价调整至 121250 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28440 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 5922.73 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.6%。8-12%高镍生铁出厂价为 947 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-5.33%。纯镍上期所库存为 33119 吨，LME 镍库存为 242094 吨。SMM 不锈钢社会库存为 905600 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29236 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢日内持续震荡偏弱，主要受到整体大盘影响，基本面近期无明显变动。镍矿方面印尼公布 26 年配额申报法规，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。新能源方面后续步入旺季，下游采购需求持续处于高位，目前报价连续数周上涨；当前市场流通偏紧，库存较低且仍有询单，后续或延续强势。镍铁近期价格上涨动力匮乏，青山最新以 945 成交，较前期下降约 10 元/镍点，不锈钢利润压力以及需求弱势下或偏弱运行。不锈钢方面节后现货成交仍相对平静，整体旺季不旺悲观情绪较浓；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。宏观层面关注中美关税后续发酵。印尼园区火灾事件实际无明显影响。

锡：基本面无改变，短期观望入场机会

【市场回顾】沪锡主力上一交易日偏弱运行，报收在 28.04 万元每吨；成交 77953 手；持仓 2.8 万手。现货方面，SMM 1#锡价 282000 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，受大盘影响，锡价偏弱运行。从基本面上看并无改变，沪锡仍以多头看待，目前观测回调可能至 27.8 万元附近，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。

铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17050 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16875 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，铅价窄幅震荡。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，可考虑期权双卖策略或高抛低吸

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）、管城瀚（F03138675）、揭婷（F03114103）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：关注钢材去库幅度

【行情回顾】增仓下行

【信息整理】1. 鲍威尔：货币市场流动性渐渐趋紧，未来几个月缩表或接近尾声；近期经济活动数据强于预期，但尚未转化为招聘的回暖，就业市场下行风险上升；（降息）行动过慢或打压就业，行动过快或致使抗通胀任务半途而废；政府停摆之下，认为本月底的议息仍有足够的信息可供参考，但担忧开始错失 10 月数据。

2. 金十数据 10 月 14 日讯，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，由中国建造的船舶免于缴纳。仅进入中国船厂修理的空载船舶，以及其他经认定予以豁免的船舶免于缴纳。

【南华观点】由于我国对美船舶收取船舶特别港务费实施办法中，豁免了中国建造的船舶，这令市场对铁矿石短期运输成本上升的担忧有所缓解，昨日铁矿石价格出现明显回调。从基本面看，当前钢材市场表现疲软，节假日期间钢材累库幅度超过往年平均水平，在高供应背景下，需求不足的矛盾持续凸显，导致钢材去库压力显著，钢厂利润收缩，产业链负反馈压力仍在积聚。尽管市场对即将于 20 日召开的二十届四中全会抱有政策期待，但目前看预期炒作力度不强。综合来看，在市场利多驱动不足、钢材基本面偏弱的格局下，预计盘面反弹乏力，仍承压运行，后续关注宏观政策动向以及钢材去库幅度。

铁矿石：独木难支

【盘面信息】铁矿石大跌，抹掉近 1 周的涨幅。隐含波动率上升。

【信息整理】1. Mysteel 统计中国 47 港进口铁矿石库存总量 14725.14 万吨，较上期(9 月 29 日)增加 171.18 万吨。周期内港口铁矿石存在集中到港现象，港口库存增加的同时压港同步增多。具体来看，本期除华南港库基本持稳外，其余区域辐射港口进口矿库存均有不同程度的增加，其中沿江区域增量相对显著，北方三个区域港库增量总体相当。2. 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》10 月 14 日讯，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：（一）美国的企业、其他组织和个人拥有船舶所有权的船舶；（二）美国的企业、其他组织和个人运营的船舶；（三）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；（四）悬挂美国旗的船舶；（五）在美国建造的船舶。前款第一项至第四项中由中国建造的船舶免于缴纳。仅进入中国船厂修理的空载船舶，以及其他经认定予以豁免的船舶免于缴纳。3. 海关总署数据显示，2025 年 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，累计同比增长 9.2%。

【南华观点】在钢材需求不振、库存高企，钢厂利润持续萎缩的前提下，铁矿石价格没有趋势上涨的根基。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。美国海岬型船只较少，无法形成对运费形成强支撑、铁矿石运力整体充裕。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：1-5 正套走强

【盘面回顾】周二双焦震荡运行，据部分市场人士反馈，近期蒙煤现货资源紧张，近月合约表现强于远月，1-5 正套走强

【资讯整理】

1. 李强主持召开经济形势专家和企业座谈会。
2. 商务部：对韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司采取反制措施。
3. 国家发展改革委印发《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》。其中提到，支持电力、钢铁、有色、建材、石化、化工、机械等重点行业节能降碳改造。
4. 根据财政部日前公布的 2025 年第四季度国债发行有关安排，10 月 14 日发行今年最后一期、规模为 400 亿元的 20 年期超长期特别国债。至此，2025 年预算安排的 1.3 万亿元超长期特别国债发行计划圆满收官。
5. 10 月 14 日蒙古国煤炭短盘运费价格指数报 85.0 元/吨，较上一通关日上涨 5.0 元/吨，10 月份均价 80.8 元/吨。
6. Mysteel 煤焦：10 月 13 日蒙古国海关系统故障，甘其毛都口岸通关车数大幅下降至 759 车，较节后日均通关减少 33.80%。海关系统已于昨日下午恢复正常，今日通关预计重回千车以上。此次车数下滑为共性问题，并非市场传言的“个别矿山限制煤炭拉运”。

【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

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-0.44%，收 5378；硅锰主力-0.14%，收 5378。

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

能化早评

原油：避险情绪升温，油价下跌

【盘面动态】WTI 主力原油期货收跌 0.79 美元，跌幅 1.33%，报 58.7 美元/桶；布伦特主力原油期货收跌 0.93 美元，跌幅 1.47%，报 62.39 美元/桶；INE 原油期货收跌 1.73%，报 444 元。

【市场动态】1.IEA 月报显示，随着大量原油运输船驶向全球主要的石油交易和储存中心，全球石油库存即将回升，石油市场面临的供应过剩局面将比先前预期更为严峻。IEA 最新预测，今年全球石油供应将增长 300 万桶/日，明年增长 240 万桶/日，较先前预测的 270 万桶/日和 210 万桶/日均有上调。而今年和明年全球石油需求预计将仅增长 71 万桶/日和 69.9 万桶/日。该报告指出，石油市场自年初以来一直处于供应过剩状态。随着欧佩克+国家增产，9 月中东石油产量激增。然而季节性需求持续低迷，使该地区可供出口的原油过剩量进一步扩大。加之美洲地区强劲的石油流量，导致在途原油规模大幅累积，创下新冠疫情时期以来的最大增幅。

【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。周一，原油市场受宏观情绪扰动，昨日避险升温致多资产下跌，后市场反弹，原油表现仍最弱，且初步形成新一轮跌势。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 PDH 利润持续收缩

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4137 (+55)，LPG2512 盘面收于 3980 (+5)；FEI M1 收于 465 美元/吨 (-4)，CP M1 收于 430 美元/吨 (-11)，MB M1 收于 328 美元/吨 (+4)

【现货反馈】华东均价 4383 (-3)，山东均价 4440 (-10)，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%)，国内液化气外销量 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】受中美经贸摩擦影响，原油再次大跌刷新低点，内盘 pg 相对偏强，盘面 PDH 利润持续收缩，pp 与 pg 比价从高点 1.66 下跌至 1.59。目前看拿 cp 测算的盘面利润最高，fei 其次，pg 最低，缩利润驱动依然存在。国内基本面变动不大。

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。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。

PP：跟随成本端下跌

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6602 (-91)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6550 元/吨，华东现货价格为 6550 元/吨，华南现货

价格为 6600 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】近日原油和丙烷价格的走弱，导致了 PP 的大幅下跌。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。因此，在供强需弱的格局下，PP 支撑不足，跟随成本端一再下跌。但考虑到近期扰动因素较多，建议单边以观望为主。

PE：情绪悲观，下跌不止

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6918（-65）。

【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】近日随着原油不断走弱，聚烯烃呈现明显的下跌趋势。且基本面来看，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，在成本端持续下跌的行情中，化工品情绪总体悲观，且 PE 自身供强需弱的格局无法对其形成支撑，导致了大幅走弱的情况。但考虑到近期扰动因素较多，建议单边以观望为主。

纯苯苯乙烯：宏观扰动，盘面下行

【盘面回顾】BZ2603 收于 5597（-85），EB2511 收于 6544（-146）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5625（-85），主力基差 28（+5）。下午华东苯乙烯现货

6550 (-135), 主力基差 6 (+11)【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, 较上周期减少 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可能卸货困难, 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, 单边观望为主。

燃料油：尝试做空裂解利润

【盘面回顾】截止昨日收盘, FU01 收于 2700 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：破位下行

【盘面回顾】截止昨日收盘, LU12 收于 3203 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，继续下跌

【盘面回顾】BU11 收于 3290 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3460 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：宏观不确定强，供需双端压力大

【行情回顾】

周二胶价持续震荡走弱，RU2601 收于 14810 (-45)，NR2511 收于 12005 (+15)。新加坡 TSR20 主力收于 168.5 (-0.2)；日胶烟片主力收于 312.9 (+4.5)，主要受日元走弱支撑。国际贸易局势紧张，宏观不确定加强，海内外天气转好，干胶贸易入库提高，供应上量和海外需求预期带来压力。

【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，成本端持续拖累化工板块；QinRex 据中国海关总署 10 月 13 日公布的数据显示，2025 年 9 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 74.2 万吨，较 2024 年同期的 61.4 万吨增加 20.8%。库存方面，据隆众资讯统计，截至 2025 年 10 月 12 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 45.6 万吨，环比上期减少 0.05 万吨，降幅 0.11%。保税区库存 7.08 万吨，增幅 2.02%；一般贸易库存 38.52 万吨，降幅 0.49%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 3.74 个百分点，出库率增加 1.40 个百分点；一般贸易仓库入库率减少 4.11 个百分点，出库率减少 4.91 个百分点。需求端，北美三季度轮胎销量下滑，需求疲软，同事米其林下调全年业绩预测。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。近期橡胶价格走低减少成本压力，下游节假日复工后或有望提高配货积极性，短期不排除降价促销或维持抢出口可能。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。近期橡胶价格走低减少成本压力，下游节假日复工后或有望提高配货积极性，短期不排除降价促销或维持抢出口可能。

【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海外需求走弱、国际局势变化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—15300；NR2511 震荡区间参考 11900—12500。单边建议观望为主，深浅价差低位做扩。

玻璃纯碱烧碱：近端疲弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1234，-1.04%

【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 1138，-3.48%

【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 2428，-1.46%

【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。

纸浆：关注俄针的流动性

【盘面】sp2511 收盘于 4846 (+4)，仓 (-12167)。

【现货】山东银星报价 5500 元/吨 (-0)，山东俄针报价 5000 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。

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。

短期观望，不宜追空。

原木：深贴水逻辑重演

【盘面】lg2511 收盘于 787.5 (-15.5)，持仓 (-980)

【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：成本持续影响盘面，现货小幅抬升

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6084 (-93)，PL2602 盘面收于 6129 (-86)；PP-PL01 价差 518 (+2)；PL01-02 月差-45 (-7)

【现货反馈】山东均价 6280 (+70)，华东均价 6215 (+30)

【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】原油市场在中美经贸摩擦下再次大跌刷新低点。丙烯端整体依然偏宽松，现货市场在大幅下跌后迎来一些低价采购意愿，现货价格小幅反弹，而成本坍塌依然持续影响盘

面，目前拿外盘丙烷目前测算 01 成本在 5800-5900 左右。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、边舒扬（Z0012647）、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：投机性补栏蠢蠢欲动

【期货动态】LH2511 收于 11450 日环比+2.92%

【现货报价】全国生猪均价 10.89（+0.05）元/公斤，其中河南 11.19（-0.05）元/公斤、四川 10.47（-0.00）元/公斤、湖南 10.45（-0.00）元/公斤、辽宁 11.16（+0.13）元/公斤、广东 11.15（-0.00）元/公斤。

【现货情况】

多数市场反馈，养殖端供应仍较充足，屠企采购顺畅，东北部分市场因二直进场支撑，猪价提升，屠企采购压力略增，当前多数市场仍有二育进场托底。但市场供应并未减少，需求尚未增量，乃至均重并未下降，因此供应宽松预期尚在，价格仍将有所抑制。还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】内盘破位下跌，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，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表现弱势，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：外盘拖累油脂走弱，等待上行机会

【盘面回顾】外盘走弱叠加原油下跌，油脂偏弱震荡，但下方空间整体有限。

【供需分析】棕榈油：马来西亚棕榈油总署（MPOB）通告显示，马来西亚下调 11 月毛棕榈油参考价至每吨 4262.23 马币（1008.1 美元），10 月为每吨 4268.68 马币；维持出口关税在 10%不变。当毛棕榈油价格在每吨 2250-2400 马币时，起征出口关税 3%。当价格超过每吨 4050 马币时，设定征收最高关税 10%。国内棕榈油库存环比下降 0.83%，但较去年同期依旧偏高。虽然 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，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】建议仍然在棕榈油回调企稳后寻找逢低做多的机会。

豆一：短期震荡 反弹空间有限

【期货动态】周二，豆一期货窄幅整理运行，主力 01 合约收平于 3967 元。成交量明维持在较高水平，夜盘走高，收于 3984 元。昨日注册仓单 7090 手；

【现货情况】新粮上市进度继续推进，目前处于后段高峰阶段，近日来整体价格趋稳，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，变化不大，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，价格继续承压，目前基层售粮情绪较为理性，对价格冲击相对温和，中下游压价难度增加，同时中美贸易局势恶化以不同角度支撑情绪，支撑价格短期企稳，不过我们认为 10 月基本面压力不容忽视，中美局势对于大豆的实际利好影响有限，基层粮源的理性售粮促使卖压分散，价格运行相对温和，不过价格磨底时间或有延长。整体看现货压力仍较为明显，不排除情绪过后再次出现回落。期货端短期形成拉锯，主力合约切换至 01 合约，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 4000 一线逢高沽空操作，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

【期货动态】CBOT 玉米收高，盘面反弹。大连玉米淀粉震荡偏弱。

【现货报价】玉米：锦州港：2070 元/吨，-20 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】东北玉米价格下行调整，目前黑西、内蒙古等地上货有量，农户售粮积极性较高，短期供应较为充足。华北地区降雨暂停玉米价格整体维持稳中偏弱运行，但下跌范围收窄。销区市场玉米价格下跌为主。淀粉原料价格继续下探，预计短期玉米淀粉偏弱运

行。

【南华观点】供给充足，盘面持续弱勢。

棉花：收购趋于谨慎

【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，且原油价格回落。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】2025 年 9 月，孟加拉服装出口额达 28.4 亿美元，同比下降 5.66%，环比下降 10.36%，其中机织服装出口额 12.1 亿美元，同比下降 5.54%，环比下降 13.4%；针织服装出口额达 16.3 亿美元，同比下降 5.75%，环比下降 7.96%。

【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，随着美国关税政策波动，轧花厂观望情绪加重，新疆机采棉收购价格略有下调，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。当前下游旺季逐渐转弱，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：维持弱勢

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收高，盘中触及四年半低点。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5850 元/吨。昆明中间商报价 5700-5860 元/吨。

【市场信息】1、巴西 10 月前两周出口糖 180.14 万吨，日均出口 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 2852，日环比+1.57%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.81（-0.00）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.82（-0.04）元/斤。

【现货情况】

随着前期蛋价触底，市场抄底情绪增加，同时天气好转后，市场成交略好，产区蛋价稳定为主，局部涨跌互现。销区北京，广东市场到车正常，走货一般，价格暂稳。上海需求偏弱，价格继续下跌。

【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。待淘鸡放量后，适当参与正套。

苹果：保持强势

【期货动态】昨日苹果期货横盘震荡，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：产区持续放晴

【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 6 车，早市成交 3 车，河北崔尔庄市场到货 2 车，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。