

金融期货早评

宏观：核心物价指数持续回升

【市场资讯】1) 中国 9 月新增社融 3.53 万亿元，新增人民币贷款 1.29 万亿元，M2-M1 剪刀差刷新年内低值；中国 9 月 CPI 同比降幅收窄至 0.3%，核心 CPI 近 19 个月首次回到 1%，PPI 同比降幅收窄至 2.3%。2) 李强主持国务院第十六次专题学习：强化人工智能等数字技术赋能，系统推进标准制定修订。3) 美国法院暂时禁止特朗普在政府关门期间大规模裁员，稍早白宫“管家”称关门期间政府裁员或超 1 万人。4) 特朗普“钦点”美联储理事米兰：贸易不确定性使降息更为迫切。5) 美联储褐皮书：9 月初上次报告以来美国经济活动变化不大，关税推高物价，消费者感受到冲击。

【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。与此同时，反内卷政策持续发力，推动物价指数稳步修复；核心 CPI 的回升态势，亦印证内需正处于缓慢回暖通道。从金融数据看，实体融资需求虽仍显偏弱，但 M1 的持续改善释放出积极信号，表明微观主体活力正逐步积累、缓慢复苏。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：市场正进入一种“无信任交易期”

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1239，较上一交易日上涨 172 个基点，夜盘收报 7.1278。人民币对美元中间价报 7.0995，较上一交易日调升 26 个基点。

【重要资讯】1) 美方称是否对华加征 100%关税取决于中国做法，外交部对此回应称，美方一边要谈，一边威胁恐吓加征高额关税，出台新的限制措施，这不是与中方相处的正确之道。敦促美方尽快纠正错误做法，通过对话协商解决有关问题。对于欧盟欲强迫中国企业向欧洲企业转让技术，中方反对以提升竞争力为名采取保护主义、歧视性做法。2) 据央行初步统计，9 月末，M2 同比增长 8.4%，M1 同比增长 7.2%，M1、M2“剪刀差”刷新年内低值。3) 国家统计局公布数据显示，9 月我国 CPI 环比上涨 0.1%，同比下降 0.3%，核心 CPI 同比上涨 1%，涨幅连续第 5 个月扩大，为近 19 个月以来涨幅首次回到 1%。PPI 环比继续持平；同比下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，连续两个月收窄。

【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。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。国内方面，结合历史走势与 PPI 构成分析，PPI 的显著改善通常需要全球大宗商品价格的回升作为支撑。若未来国际大宗商品价格持续走弱，则需通过国内政策加码，重点提振煤炭、房地产产业链及制造业等工业品价格。对于美元兑人民币即期汇率而言，在“稳”字当头为主基调的政策呵护下，若要有效站上 7.2，则需美元指数突破 100 的配合。目前看来，该概率依然较小，预计整体仍将保持稳定运行状态。

【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：宽幅震荡延续

【市场回顾】昨日股指走势反弹，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 1.48%。从资金面来看，两市成交额回落 5033.75 亿元。

期指方面，各品种均缩量上涨。

【重要资讯】1.美方称是否对华加征 100%关税取决于中国做法，外交部对此回应称，美方一边要谈，一边威胁恐吓加征高额关税，出台新的限制措施，这不是与中方相处的正确之道。2.在 2025 湾区半导体产业生态博览会上，我国自研的 90GHz 实时示波器正式发布，这一成果标志着我国在高端电子测量仪器领域实现关键突破，打破了国外长期技术封锁。3.中国 9 月金融数据出炉。据央行初步统计，9 月末，M2 同比增长 8.4%，M1 同比增长 7.2%，M1、M2“剪刀差”刷新年内低值。前三季度，人民币贷款增加 14.75 万亿元；社会融资规模增量累计为 30.09 万亿元，同比多 4.42 万亿元。

【核心观点】昨日股指走势反弹，基本符合我们宽幅震荡预期。信息层面，《求是》文章以及李强总理释放稳预期信号，

中美在此前措施基础之上，美国官员再释放“缓和”言论，避险情绪有所缓和，不过，昨日两市成交额大幅缩量，期指持仓量均回落，在前期我们提到防御型交易占主导的基础之上，市场观望情绪浓厚。短期行业层面结构性拉动不如此前劲头十足，领涨行业表现分化，叠加量能收窄，反弹空间预计不大。昨日物价指数公布，整体未明显超出市场预期，叠加此前出口数据公布之后，市场表现来看，当前股市对于经济基本面数据公布敏感度较低，预计对于金融数据继续反应平淡，更多的仍是走预期行情，关注中美贸易关系以及政策预期变化，走势上继续维持宽幅震荡观点。

【策略建议】持仓观望

国债：维持震荡思路

【市场回顾】周三期债低开，震荡收跌。现券收益率日内震荡，日终整体小幅上行。

【重要资讯】1.中国 9 月新增社融 3.53 万亿元，新增人民币贷款 1.29 万亿元，M1-M2 剪刀差刷新年内高点；9 月 CPI 同比降幅收窄至 0.3%，核心 CPI 近 19 个月首次回到 1%，PPI 同比降幅收窄至 2.3%。

【核心观点】昨日股债再度呈现跷跷板走势，早盘股市走弱一度令 TL 翻红，午后股市逐渐走强导致债市回落。大盘再度站上 3900 点，但成交缩量，短期恐难走出顺畅升势，维持区间震荡的可能性大，对债市压制有限。数据方面，9 月 CPI、PPI 同比跌幅双双收窄，但并非内需拉动；社融数据显示实体经济融资需求仍弱；M1 增速扩大表明资金活化仍在继续。数据对债市影响中性偏多。短期来看，期债即便无法向上突破，向下回落空间亦有限，交易以震荡思路对待。

【策略建议】低位多单少量持有，空仓者等待价格回落建仓。

集运：赫伯罗特跟进宣涨，谨慎至高点回落可能

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）价格整体偏震荡。截至收盘，除 EC2510 外，其余各月合约价格均有所增长。

【现货市场】：根据当日《欧线运价小纸条》数据统计，10 月 28 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 开舱报价为\$1134，40GP 开舱报价为\$1890，均与七日前开舱报价持

平。

10 月下旬，达飞上海离港前往鹿特丹的部分船期，20GP 总报价为\$1260，较同期前值下降\$60，40GP 总报价为\$2108，较同期前值下降\$134。

【重要资讯】:

1. 赫伯罗特跟进发布远东至欧洲涨价函，自 11 月 1 日起，远东至北欧的 FAK 费率预计提涨至 1500 美元/TEU 和 2500 美元/FEU。
2. 以色列和哈马斯开始就加沙计划第二阶段进行谈判。(以色列媒体《国土报》)

【南华观点】: 延续此前逻辑，期价上行，主要还是在于，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，且赫伯罗特也跟进马士基、达飞发布 11 月涨价函，也给予期价支撑。而对于 10 合约而言，部分船司 10 月下旬报价下调，期价估值相对降低，故略有回调。短期来看，在地缘和关税问题都相对不稳的情况下，期价延续震荡或震荡略偏上行的可能性较大，但需注意防范期价至高点回落的可能性，策略上整体可以先保持观望或偏短线操作。

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：再刷新高 波动率上升

【行情回顾】周三贵金属价格延续偏强态势，周边美指回落，欧美股涨跌不一，比特币延续下跌，原油震荡，白银租赁利率重新走高，反映现货白银紧缺度仍严峻。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 4224.9 美元/盎司，+1.48%；美白银 2512 合约收报于 52.525 美元/盎司，+3.76%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 960.34 元/克，+2.09%；SHFE 白银 2512 合约收 11966 元/千克，+2.3%。

【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 5.7%，累计降息 50 个基点的概率 94.2%；美联储 1 月累计降息 25 个基点的概率为 2.7%，累计降息 50 个基点的概率为 47.2%，累计降息 75 个基点的概率为 50.1%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 1.15 吨至 1022.6 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 310.48 吨至 15422.61 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 32.7 吨至 1030.4 吨；截止 10 月 10 日当周的 SGX 白银库存周减 64.3 吨至 1108.1 吨。

【本周关注】数据方面，今晚关注美 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 21:00，美联储理事沃勒

发表讲话；周六 00:15，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆发表讲话。另周四 02:00，美联储公布经济状况褐皮书。

【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，前多谨慎持有。伦敦金阻力 4300，然后 4500，支撑 4150 区域；白银阻力 55，支撑 50。

铜：现货升水，期价呈现 Back 结构

【盘面回顾】隔夜外盘铜市场后半段走跌。Comex 铜收于 4.966 美元/磅，跌 0.97%；LME 铜收于 10576 美元/吨，跌 0.02%；沪铜 12 月合约低开后窄幅波动，收于 85160 元/吨，涨 0.24%；国际铜收于 75690 元/吨，涨 0.26%。

【盘面回顾】隔夜外盘铜市场后半段走跌。Comex 铜收于 4.966 美元/磅，跌 0.97%；LME 铜收于 10576 美元/吨，跌 0.02%；沪铜 12 月合约低开后窄幅波动，收于 85160 元/吨，涨 0.24%；国际铜收于 75690 元/吨，涨 0.26%。

【产业信息】1、SMM 1#电解铜现货对当月 2510 合约报平水-升水 180 元/吨，均价报价升水 90 元/吨，较上一交易日上升 40 元/吨；SMM1#电解铜价格 84950~85520 元/吨。

2、10 月 14 日，LME 铜总库存 138350 吨，环比减少 450 吨，其中注册仓单 129800 吨，注销仓单 8550 吨，亚洲库存 120300 吨，欧洲库存 18050 吨，北美库存 0 吨。COMEX 铜总库存 342290 吨，环比增加 1405 吨。上期所铜期货仓单 44531 吨，环比增加 8236 吨。

【南华观点】现货市场反馈，洋山铜溢价相比昨日持平，国内期货仓单增加，国际市场铜库存继续转移。期货盘面反馈，10 月合约顺利交割，现货升水支撑近月合约走强，资金增仓 11 月、12 月合约，情绪好转。从技术面看，84000 一线支撑有效突破，上看 86000 一线压力位。

【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：宏观面预期变化对铜价影响超预期

铝产业链：褐皮书发布，降息预期再升

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20910 元/吨，环比-0.10%，成交量为 8 万手，持仓 15 万手，伦铝收于 2744.5 美元/吨，环比+0.18%；氧化铝收于 2797 元/吨，环比-0.36%，成交量为 24 万手，持仓 36 万手；铸造铝合金收于 20410 元/吨，环比-0.15%，成交量为 2237 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：北京时间 10 月 16 日凌晨，美联储发布了最新一期的美国经济状况报告（简称《褐皮书》），其中显示，美国整体消费者支出略有下降，各地区就业水平总体保持稳定，不过多数地区报告称，更多雇主通过裁员或自然减员减少员工数量。在美国政府停摆情况下褐皮书重要性提升，市场降息预期再次升高。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：LME 累库致低开，多空交织

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22015 元/吨。其中成交量为 12.43 万手，而持仓则增加减少 5282 手至 89912 手。现货端，0#锌锭均价为 22010 元/吨，1#锌锭均价为 21940 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价夜盘低开后窄幅震荡。夜盘的低开初步怀疑来自于 LME 库存停止去库，造成了市场对库存极值已经到达的怀疑，LME 锌价应声下跌，目前库存在 38600 吨。另一方面，进口盈亏也经历了大幅度上涨，今日上涨了近 22.55%，进一步验证内外价差今日缩窄严重的原因来自于库存累库。但目前沪锌基本面相对于海外仍处弱势，供强需弱格局明显。短期内，锌价可能进一步面临下行压力，关注 LME 库存本次累库的持续性，以及宏观上行驱动的可能性。

【南华观点】多空尚不明朗，震荡为主

镍，不锈钢：下行驱动有所衰减

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121180 元/吨，上涨 0.08%。不锈钢主力合约日盘收于 12560 元/吨，下跌 0.24%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123500 元/吨，升水为 2400 元/吨。SMM 电解镍为 122300 元/吨。进口镍均价调整至 121450 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28480 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 5904.55 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 942 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-6.57%。纯镍上期所库存为 33119 吨，LME 镍库存为 243258 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】

沪镍不锈钢日内走势震荡为主，基本面近期无明显变动，宏观层面年内仍有降息预期，中美关税有一定缓和情绪。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，整体重心明显下滑，青山最新订单以 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，镍铁失守状态下下游整体下行空间有一定扩张。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以及年内降息预期。

锡：基本面逻辑不变

【市场回顾】沪锡主力上一交易日偏弱运行，报收在 28.17 万元每吨；成交 56904 手；持仓 2.86 万手。现货方面，SMM 1#锡价 281700 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价低开后受外盘带动，偏强运行。从基本面上看并无改变，沪锡仍以多头看待，昨日预测支撑在 27.8 万元，今日观测其支撑力度稳定，短期未入场可继续观察，已入场可继续持有。

【交易策略】长期偏多，中短期波浪上涨趋势稳定，高抛低吸。

碳酸锂：需求较好，下方空间有限

【行情回顾】周二碳酸锂期货主力合约收于 72720 元/吨，日环比+0.06%。成交量 22.52 万手，日环比-16.68%；持仓量 18.85 万手，日环比-0.44 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 contango 结构，日环比-160。仓单数量总计 33076 手，日环比-2104 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪活跃。锂矿市场价格维稳，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 817.5 美元/吨，日环比+0 美元/吨。锂盐市场报价维稳，电池级碳酸锂报价 73000 元/吨，日环比+0 元/吨；电池级氢氧化锂报价 78150 元/吨，日环比-50 元/吨，贸易商基差报价小幅走强。下游正极材料报价持续走强，三元材料和下游六氟磷酸锂表现较好，磷酸铁锂报价变动+0 元/吨，三元材料报价变动+1000 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+500 元/吨，电解液报价变动+0 元/吨。

【南华观点】市场需求较好，仓单持续大幅去库，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 70000-78000 元/吨区间内呈现震荡态势。

工业硅&多晶硅:会议仍在持续，波动增大

【行情回顾】周三工业硅期货主力合约收于 8570 元/吨，日环比变动+0.59%。成交量约 22.50 万手（日环比变动-21.65%），持仓量约 14.23 万手（日环比变动-2.02 万手）。SI2601-SI2605 月差为 contango 结构，日环比变动+30 元/吨。仓单数量 50357 手，日环比变动-840 手。

多晶硅期货主力合约收于 50865 元/吨，日环比变动+1.75%。成交量 27.61 万手（日环比变动-7.23%），持仓量约 8.01 万手（日环比变动+0.10 万手）。PS2601-PS2605 月差为 contango 结构，日环比变动-240 元/吨；仓单数量 8050 手，日环比变动+100 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 21050 元/吨，日环比+0.24%。

光伏产业现货市场表现平稳。N 型多晶硅复投料 52.75 元/kg，日环比+0 %；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+0%；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：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17110 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16900 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

以上评论由分析师揭婷（Z0022453）、夏莹莹（Z0016569）、傅小燕（Z0002675）及助理分析师林嘉玮（F03145451）、管城瀚（F03138675）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹钢热卷：或需面临减产缓解压力

【行情回顾】增仓下行

【信息整理】1.据钢谷，螺纹供需双增，库存继续累积；热卷供需双减，库存累积加速。

2. 近日，河北省重点行业环保绩效创 A 工作领导小组办公室印发《支持全省重点行业环保绩效创 A 领跑企业若干措施》。其中提出，对钢铁行业领跑企业，可不压减粗钢产量或降低压减比例。

【南华观点】本周钢谷数据显示，螺纹与热卷继续呈现逆季节性累库，其中热卷累库速度有所加快，反映出当前钢材库存压力依然显著。在钢厂利润持续收缩的背景下，部分品种已无利润空间，促使部分产能继续转向热卷，然而热卷本身供需压力也在加大。在此结构下，后续或需通过负反馈机制倒逼钢厂主动减产，以缓解库存压力，因此当前市场仍存在下行驱动。尽管市场对即将召开的二十届四中全会存在一定政策预期，但目前来看预期炒作力度有限，尚未对盘面形成有力支撑。总体而言，在利多驱动不足、基本面偏弱的格局下，预计钢材盘面反弹乏力，整体仍将承压运行，后续需密切关注宏观政策动向及钢材去库的实际进展。

铁矿石：承压运行

【盘面信息】铁矿石继续承压运行。

【信息整理】1. 全球最大铁矿石生产商之一的澳大利亚力拓公司发布了 2025 年三季度产销报告。报告显示，该公司在皮尔巴拉地区的铁矿石产、销环比均呈现持续增长，其中皮尔巴拉地区铁矿石销量达到 2019 年以来同期的次高位水平，正持续弥补一季度因飓风天气导致的 1300 万吨的生产缺口。然而，尽管力拓维持皮尔巴拉地区全年铁矿石发运量指导目标 3.23 亿-3.38 亿吨不变，但为维持矿区运营的稳定，四季度大规模提升产量的可能性较低，预计皮尔巴拉地区全年发运将维持在发运目标的低位水平。新项目方面，西芒杜项目投产进度快于预期，8 月安全事故对整体生产未构成影响，预计于本月完成首批铁矿石的矿区装载，并通过铁路运往港口，较原计划提前约一个月。2. 9 月份，消费市场运行总体平稳，居民消费价格指数（CPI）环比上涨 0.1%，同比下降 0.3%，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.0%，涨幅连续第 5 个月扩大。全国统一大市场建设纵深推进，市场竞争秩序持续优化，工业生产者出厂价格指数（PPI）环比继续持平；同比下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点。

【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：短盘运价持续上涨

【盘面回顾】震荡运行

【资讯整理】

1. 十四届全国人大常委会第十八次会议 10 月 24 日至 28 日在北京举行。
2. 统计局：9 月，CPI 同比下降 0.3%，环比上涨 0.1%；PPI 同比下降 2.3%，环比持平。
3. Mysteel 统计 314 家独立洗煤厂样本产能利用率为 35.8%，环比增 0.47%；精煤日产 26.1 万吨，环比增 0.5 万吨；精煤库存 290.4 万吨，环比增 10.2 万吨。
4. 10 月 15 日蒙古国煤炭短盘运费价格指数报 90.0 元/吨，较上一通关日上涨 5.0 元/吨，10 月份均价 82.1 元/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

硅铁&硅锰：下游弱需求，挑战成本支撑的有效性

【盘面回顾】硅铁主力合约+0.34%，收 535 硅锰主力合约+0.31%，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。

【南华观点】下游弱需求，铁合金短期内无明显上涨驱动，但也要关注短期内会议是否有宏观政策的刺激。

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】截至当天收盘，纽约商品交易所 11 月交货的轻质原油期货价格下跌 43 美分，收于每桶 58.27 美元，跌幅为 0.73%；12 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 48 美分，收于每桶 61.91 美元，跌幅为 0.77%。

【市场动态】1.美国至 10 月 10 日当周 API 原油库存 736 万桶，预期 23.3 万桶，前值 278 万桶。2. 美国总统特朗普表示，印度总理莫迪已承诺将停止从俄罗斯购买石油，这表明华盛顿和新德里之间外交和贸易分歧的核心问题可能得到解决。3. 市场消息：美国参议院否决了共和党提出的政府拨款法案，当前政府关门暂无明确的解决途径。4.阿联酋富查伊拉石油工业区最新数据显示，截至 10 月 13 日当周，阿联酋富查伊拉港的成品油总库存为 1781.2 万桶，较一周前增加 147.8 万桶。其中轻质馏分油库存增加 62.3 万桶至 873 万桶，中质馏分油库存增加 64 万桶至 294.7 万桶，重质残渣燃料油库存增加 21.5 万桶至 613.5 万桶。

【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。原油市场受宏观情绪扰动，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：偏弱震荡

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4138 (+11)，LPG2512 盘面收于 4019 (+39)；FEI M1 收于 471 美元/吨 (+6)，CP M1 收于 453 美元/吨 (-0)，MB M1 收于 333 美元/吨 (+5)

【现货反馈】华东均价 4374 (-9)，山东均价 4350 (-90)，最便宜交割品价格 4240 (-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】隔夜原油底部震荡，外盘丙烷低位震荡，内盘 pg 相对震荡偏强，盘面 PDH 利润收缩后偏震荡，pp 与 pg 比价从高点 1.66 下跌至 1.59，从价格区间来看比值中性。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。月间价差在大幅拉升后高位回落。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。

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】：周三甲醇01收于2298

【现货反馈】：周三远期部分单边出货利买盘为主，基差01-15

【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，市场恐慌情绪升温，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：跟随成本端下跌

【盘面动态】聚丙烯2601盘面收于6595（-7）。

【现货反馈】PP拉丝华北现货价格为6500元/吨，华东现货价格为6540元/吨，华南现货价格为6550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 6910（-8）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6880 元/吨，华东现货价格为 6950 元/吨，华南现货价格为 7120 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，偏弱整理

【盘面回顾】BZ2603 收于 5579（-18），EB2511 收于 6540（-4）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5605（-20），主力基差 26（-2）。下午华东苯乙烯现货 6535（-15），主力基差-5（-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：关注做空裂解价差

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01收于2683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。

沥青：成本下移，继续下跌

【盘面回顾】BU11收于3250元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格3450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。

玻璃纯碱烧碱：现实疲弱，等待驱动

纯碱：

【盘面动态】纯碱2601合约昨日收于1232，-0.16%

【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 1129，-0.79%

【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 2438，0.41%

【基本面信息】

国内液碱市场涨跌均有。华北地区有企业负荷不稳，液碱供应缩减，下游需求情况温和，区域内液碱市场价格变化不一。华东地区液碱市场走势平稳，其中苏南地区近期液碱出货情况尚可，福建地区液碱出货无压。西南地区液碱市场成交情况温和，当前企业库存无压，价格维持坚挺。华中河南地区本月氧化铝用碱价格下调 180 元/吨（折百），当地企业出货情况一般，预计液碱市场价格有下滑可能。

【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，保持观望

【盘面】sp2601 收盘于 5164（-6），仓（+1790）。

【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：关注 11-01 反套头寸

【盘面】lg2511 收盘于 793 (5.5)，持仓 (-667)

【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。

策略：

昨日小幅反弹，关注 11-01 反套头寸。01 合约可能会受到海运费上涨影响，而导致成本增加。11 合约继续走贴水走强逻辑。

丙烯：维持弱势

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6079 (-5)，PL2602 盘面收于 6106 (-23)；PP-PL01 价差 516 (-2)；PL01-02 月差 -27 (+18)

【现货反馈】山东均价 6260 (-20)，华东均价 6215 (+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】外盘原油及丙烷偏弱震荡。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，但高价依然有阻力，夜盘再次下跌刷新低点，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)、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 11400 日环比-0.04%

【现货报价】全国生猪均价 11.05 (+0.16) 元/公斤，其中河南 11.3 (+0.11) 元/公斤、四川 10.57 (+0.10) 元/公斤、湖南 10.6 (+0.15)、辽宁 11.49 (+0.33) 元/公斤、广东 11.35 (+0.2) 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：弱势震荡

【盘面回顾】内盘弱势震荡，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，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：油脂或止跌企稳

【盘面回顾】马棕出口好转，下方空间不大，内盘预计随外盘止跌。

【供需分析】棕榈油：据马来西亚独立检验机构 AmSpec，马来西亚 10 月 1-15 日棕榈油出口量为 781006 吨，较上月同期出口的 695716 吨增加 12.3%。此外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，短期国内菜油进入入库期，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：价格持续上行后注意套保压力

【期货动态】周三，豆一期货脱离近日震荡走势向上走高，主力 01 合约收平于 3999 元，成交量明显放大，呈增仓上行态势。夜盘站上 4000 元关口，收于 4016 元，近月 11 合约收于 3995 元。注册仓单持平于至 7090 手；

【现货情况】新粮上市进度继续推进，目前处于中后段高峰阶段，近期价格明显止跌，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，上市进程及质量表现分化，价格整体稳定；

【市场分析】大豆成为中美贸易局势热门话题之一，互相反制措施导致看涨情绪升温，带动期价走高，主力 2601 合约在 15 日夜盘站上 4000 元关口，需要注意的是随着价格持续反弹，现货价格并未同步上行，导致期现价差走弱，盘面利润浮现，考虑到新粮上市带来基本面压力尚未缓解，期价上行将面临产业端压力限制，4000 元上方应注意回落风险，多单注意了结；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。新增低价库存可关注套保入场；

玉米&淀粉：华北连阴雨促使玉米震荡偏弱

玉米&淀粉：华北连阴雨促使玉米震荡偏弱

【期货动态】CBOT 玉米收高，技术性买盘影响。大连玉米淀粉维持震荡。

【现货报价】玉米：锦州港：2060 元/吨，-10 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 1990 元/吨，-20 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，+0 元/吨。

【市场分析】东北玉米价格下行调整，农户售粮积极性较高，短期供应较为充足。华北多地今日再次迎来阴雨天气，基层粮点大部分处于停收的状态，销区市场玉米价格下跌为主。玉米淀粉价格变动不大，成交据量可谈，下游刚性需求尚可，供需结构平稳

【南华观点】供给充足，华北阴雨对盘面影响大，盘面持续弱势。

棉花：新棉采摘过半

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 0.5%，资金逢低买入。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】根据巴西国家商品供应公司消息，预期巴西 2024/25 年度（对应 USDA2025/26 年度）棉花总产小幅上修至 407.7 万吨。

【郑棉信息】截止到 2025 年 10 月 14 日，24/25 年度全国共公证检验棉花 48.89 万吨。目前全疆棉花采摘进度已过半，其中北疆已进入后期阶段，南疆进度便缓，当前新疆机采棉收购价多集中在 6.05-6.3 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。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，昨日收购价格略有回升，南疆价格相对坚挺，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：市场静待巴西中南部产量数据

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收跌，市场正在等待即将公布的巴西中南部产量数据。

昨夜夜盘，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 5690-5850 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.IBGE 预计 2025 年巴西甘蔗种植面积 935.5259 万公顷，较上月预估值上调 1.5%，较去年持平，产量预估为 69553.2937 万吨，较上月预估值持平，较去年产量下降 1.6%。

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 2855，日环比+0.11%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.83（+0.02）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.86（+0.04）元/斤。

【现货情况】

市场抄底情绪增加，各环节顺势出货，局部地区库存减少，产区蛋价稳定为主，局部小幅偏强。销区北京市场到车正常，走货尚可，价格暂稳。上海需求一般，价格稳定。广东市场出货有好转，价格小幅上调。

【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：维持强势

【期货动态】昨日苹果期货震荡上涨，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：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，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 2 车，河北崔尔庄市场到货 3 车，下游以刚需补库为主，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。