

金融期货早评

宏观：关注中美贸易冲突最新进展

【市场资讯】1) 中国商务部回应中美是否近期会谈：中方对于相互尊重基础上的平等磋商，一直都持开放态度；外交部回应美方有意延长对华关税暂停期换取中方推迟实行稀土出口管制；中国购买俄油问题是中美贸易谈判一部分？外交部：坚决反对美方动辄拿中方说事。2) 美国两银行披露贷款欺诈和坏账问题，信用危机触发抛售，盘中美股地区银行指数暴跌近 7%、Jefferies 重挫 11%。3) 美联储降息步伐现分歧：沃勒主张谨慎降息，米兰呼吁 50 基点更大力度降息；“新美联储通讯社”：政府关门导致数据断流，美联储分歧或更难弥合。4) 美国政府“停摆”持续，参议院第十次否决临时拨款法案。

【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：TACO 交易或无近忧但有远虑

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1249，较上一交易日下跌 11 个基点，夜盘收报 7.1230。人民币对美元中间价报 7.0968，较上一交易日上涨 27 个基点。

【重要资讯】1) 商务部召开例行新闻发布会，回应多个热点问题。就中美近期是否举行新一轮经贸会谈，中方对于相互尊重基础上的平等磋商持开放态度。2) 美国财长表示，如果中国停止实施严格的稀土出口管制计划，美国或许将延长对华加征关税的三个月豁免期限，并表示美国总统特朗普准备在不久的将来与中国领导人会晤。

【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：下周或有增量信息入场

【市场回顾】昨日股指走势涨跌不一，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.26%。从资金面来看，两市成交额回落 1417.21 亿元。期指方面，IF 缩量上涨，IH 放量上涨，IC、IM 缩量下跌。

【重要资讯】1.商务部召开例行新闻发布会，回应多个热点问题。就中美近期是否举行新一轮经贸会谈，中方对于相互尊重基础上的平等磋商持开放态度。2.美国财长表示，如果中国停止实施严格的稀土出口管制计划，美国或许将延长对华加征关税的三个月豁免期限，并表示美国总统特朗普准备在不久的将来与中国领导人会晤。3.国际金价涨势延续，现货黄金首次冲破 4300 美元/盎司，续创历史新高。

【核心观点】昨日股指宽幅震荡，大小盘走势涨跌不一，大盘指数收涨，中小盘指数延续回落态势，行业层面来看，延续此前所述结构性切换，银行为代表的高分红、以及食品饮料、医药等周期性行业走势领涨，这也是大盘收红的主要驱动。量能方面继续收缩，时隔两个月，两市成交额降至两万亿下方，两融占比也快速下行，再度反应市场的观望情绪浓厚，缺乏量能驱动，同时信息面平淡，意味着短期震荡行情将继续。短期趋势交易预计受股市宽幅震荡影响较难捕捉，可尝试进行期指跨品种套利，在市场避险压制小盘走势，同时前期科技龙头高估值背景下，热度下降，预计大盘指数的相对优势将会呈现阶段性延续。继续关注中美关系变化相关信息，同时，下周将召开二十届四中全会，并可能临近中美新一轮谈判，预计股市波动幅度将扩大。

【策略建议】关注多 IF 空 IM 机会

国债：维持震荡思路

【市场回顾】周四震荡，T、TL 收涨，TF、TS 收跌。现券收益率除超长债降幅较大外，其余窄幅波动。

【重要资讯】1.美联储官员现分歧：沃勒主张谨慎降息，米兰呼吁下调 50 个基点。2. 美国两年期国债收益率跌至 2022 年来最低，信贷担忧推动避险需求。

【核心观点】昨日 A 股缩量震荡，大盘虽然收涨，但股票下跌家数多于上涨家数，市场情绪谨慎。债市受影响不大，但也缺乏动能，期债各品种成交明显缩量。短期来看市场似乎缺乏催化因素，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：部分船司少量尝试红海复航，PA 报价略下调

【盘面回顾】：昨日集运指数（欧线）期货（EC）价格先延续跌势，后回归低幅震荡。截至收盘，EC 各月合约价格均有所回落。

【现货市场】：根据当日《欧线运价小纸条》数据统计，10 月 23 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1100，较同船期前值上涨\$5，40GP 总报价为\$1840，较同船期前值上涨\$10。10 月 28、29 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1194，较同船期前值上涨\$55，40GP 总报价为\$2010，较同船期前值上涨\$110。10 月 30 日，马士基上海离港前往鹿特丹的船期，20GP 总报价为\$1140，较同船期前值上涨\$60，40GP 总报价为\$1920，较同船期前值上涨\$120。

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\$1285，较同船期前值下降\$60，40GP 总报价为\$2158，较同船期前值下降\$134。

【重要资讯】：当地时间 10 月 15 日，一位以色列高级官员否认了此前美国媒体关于以色列和哈马斯已开始就加沙停火协议第二阶段进行谈判的报道。

【南华观点】：期价回落，一方面在于基本面带来的支撑仍相对偏弱，线下 PA 联盟运费调降至 1500 美元/FEU；另一方面则在于部分船司有航线尝试复航红海，虽并非欧线，但也带

来一定的情绪面利空。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，策略上整体可以先保持观望或偏短线操作，12 合约仍存低多机会。

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：每天都是新高

【行情回顾】周四贵金属价格继续强势上涨，周边美指美债收益率皆回落，美股下跌，比特币和原油亦下挫，白银租赁利率重新走高，反映美国金融市场风险上升，政府停摆与贸易关税不确定对经济负反馈担忧强化，降息预期增强以及现货白银紧缺度仍严峻等现象。美国两银行披露贷款欺诈和坏账问题，信用危机触发抛售，盘中美股地区银行指数暴跌近7%。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 4344.3 美元/盎司，+3.4%；美白银 2512 合约收报于 53.43 美元/盎司，+3.99%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 966.42 元/克，+1.84%；SHFE 白银 2512 合约收 12017 元/千克，+2.93%。

【降息预期与基金持仓】年内降息预期明显增强，尽管 10 月仍大概率降息 25 而非 50BP。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 10 月维持利率不变概率 3.7%，降息 25 个基点的概率为 96.3%；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 0%，累计降息 50 个基点的概率 85%，累计降息 75 个基点的概率为 14.6%；美联储 1 月累计降息 50 个基点的概率为 38.9%，累计降息 75 个基点的概率为 52.8%，累计降息 100 个基点的概率为 8.1%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 12.02 吨至 1034.62 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 15422.61 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 48.1 吨至 982.3 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，由于美国政府停摆，诸多关键数据停更。原定于 10 月 15 日公布的美国 9 月 CPI 或将延后至 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。周六 00:15，2025 年 FOMC 票委、圣路易斯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局多机会，前多谨慎持有。伦敦金阻力 4500，支撑 4300 区域；白银阻力 55，支撑 50。

铜：关注降息预期

【盘面信息】隔夜 Comex 铜收于 4.98 美元/磅，跌 0.39%；LME 伦铜收于 10620 美元/吨，

跌 0.2%；沪铜主力收于 85140 元/吨，涨 0.09%；国际铜收于 75640 元/吨，涨 0.19%。

【产业信息】1、华东现货升贴水 50 元/吨，华南现货升贴水 50 元/吨。2025 年 10 月 15 日，LME 官方价 10675 美元/吨，现货升贴水 27 美元/吨。

2、10 月份共有 6 家冶炼厂进行检修，涉及粗炼产能 140 万吨；检修影响量较 9 月增加 4.73 万吨。

【南华观点】需求端压制铜价上涨，但降息预期升温或将主导铜价反弹，盘面上看 86000 一线压力，若突破，可进一步看高。未突破，则继续以高位震荡思路看待。

【南华策略】可尝试“卖出看跌+买入期货”组合策略。

铝产业链：海内外宏观共同发力

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20995 元/吨，环比+0.48%，成交量为 8 万手，持仓 22 万手，伦铝收于 2796 美元/吨，环比+1.88%；氧化铝收于 2790 元/吨，环比-0.32%，成交量为 20 万手，持仓 37 万手；铸造铝合金收于 20490 元/吨，环比+0.44%，成交量为 2380 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：宏观面方面，9 月中国核心 CPI 涨幅扩大至 1%，为近 19 个月首次回到 1%，显示内需温和复苏。海外 10 月 16 日，美联储理事米兰表示，美联储应该降息 50 个基点，但预计实际将降 25 个基点，对铝价形成利多。基本面方面，周四库存去库 2.3 万吨至 62.7 万吨，下游消费旺季韧性凸显。总的来说，宏观是短期主导铝价的核心因素，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：库存低位支撑

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21940 元/吨。其中成交量为 91938 手，而持仓则增加减少 2837 手至 87075 手。现货端，0#锌锭均价为 21920 元/吨，1#锌锭均价为 21850 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。基本面近期无显著改变，国内冶炼端供给稳定，海外则减停产。价差受基本面不一致而持续扩大。目前沪锌基本面相对于海外仍处弱势，供强需弱格局明显。库存方面，国内库存震荡，而 LME 去库速度放缓，短期内低库存仍为价格提供支撑。短期内，关注出口窗口打开情况，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：下行驱动衰减

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121270 元/吨，上涨 0.21%。不锈钢主力合约日盘收于 12615 元/吨，上涨 0.48%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123400 元/吨，升水为 2450 元/吨。SMM 电解镍为 122150 元/吨。进口镍均价调整至 121350 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28550 元/吨，硫酸

镍较镍豆溢价为 6372.73 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.2%。8-12%高镍生铁出厂价为 937.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-6.72%。纯镍上期所库存为 33119 吨，LME 镍库存为 246756 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，尾盘翻红，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然较差，整体旺季不旺悲观情绪较浓，成本松动下不锈钢重心恐有小幅下移；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 28.14 万元每吨；成交 61156 手；持仓 2.68 万手。现货方面，SMM 1#锡价 281200 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，前预测支撑在 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:增产去库，需求超预期

【行情回顾】周四碳酸锂期货主力合约收于 74940 元/吨，日环比+3.05%。成交量 26.88 万手，日环比+19.38%；持仓量 17.79 万手，日环比-1.05 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 contango 结构，日环比-40，日环比+520。仓单数量总计 30456 手，日环比-2620 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪活跃。锂矿市场价格小幅上涨，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 820 美元/吨，日环比+0.31%。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 78100 元/吨，日环比-50 元/吨，贸易商基差报价维稳。下游正极材料报价持走强，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+1000 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。

工业硅&多晶硅:消息扰动，基本面偏弱

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约收于 8605 元/吨，日环比变动+0.41%。成交量约 20.95 万手（日环比变动-6.88%），持仓量约 13.16 万手（日环比变动-1.07 万手）。SI2601-SI2605 月差为 contango 结构，日环比变动+0 元/吨。仓单数量 50291 手，日环比变动-66

手。

多晶硅期货主力合约收于 52575 元/吨，日环比变动+3.36%。成交量 26.61 万手（日环比变动-3.64%），持仓量约 7.88 万手（日环比变动-0.12 万手）。PS2601-PS2605 月差为 contango 结构，日环比变动+185 元/吨；仓单数量 8130 手，日环比变动+80 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 8750 元/吨，日环比-1.13%；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+0%；铝合金报价 21050 元/吨，日环比+0%。

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%。

【市场消息】上午，某公众号发布消息称，多晶硅收储平台公司“中硅产能整合有限公司”已完成工商注册，600 亿元认缴资金对应的共管账号开立，计划推动行业退出 100 万吨产能，首批名单预计 10 月 20 日公布。消息发酵一个多小时后，多晶硅期货主力合约盘中快速冲高；午后多家权威财经媒体向通威、协鑫等头部企业求证，相关高管均明确表示“未听说所谓的 600 亿收储计划”，且表示“从未接触或了解‘中硅产能整合有限公司’”，传闻可信度被打破。随后涉事公众号发布道歉文章，称因依赖“AI 大模型”辅助写作，受模型生成虚假信息影响导致错误发布。

【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。多晶硅：消息扰动偏强，市场基本面偏弱。

铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17100 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16950 元/吨。

【产业表现】华中地区某中大型再生铅炼厂近期生产已逐步恢复，企业反馈目前精铅日产量可达 300 吨。。

【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：情绪略好转

【行情回顾】螺纹减仓反弹，热卷表现弱于螺纹，由于其近期库存压力较大

【信息整理】1. 本周，五大品种钢材产量 856.95 万吨，周环比减少 6.36 万吨，钢材总库存量 1582.26 万吨，环比降 18.46 万吨。其中，钢厂库存量 456.42 万吨，环比降 16.14 万吨；社会库存量 1125.84 万吨，环比降 2.32 万吨。

2. 本周 247 家钢厂日均铁水产量为 240.95 (-0.59)。

【南华观点】本周五大材库存呈现去化，令市场情绪略有改善，但去库更多属于季节性现象，整体去库速度仍慢于往年同期。尤其热卷库存持续超季节性累积，压力凸显。此前表现较好的热卷因利润尚可，在钢厂整体盈利收缩的背景下，成为部分产能转产的选择，导致其供应压力逐步加大。目前来看，无论是前期强势品种还是其他品类均面临压力，后续或仍需通过减产来缓解供需矛盾，因此市场下行趋势可能尚未结束。近期焦煤现货偏强带动盘面上涨，进而推升钢材成本支撑，但国内焦煤供应仍处于复产周期，其持续性有待观察。四中全会临近，市场虽存一定政策预期，但若无超预期利好出现，基本面仍将主导走势。在当前钢材库存压力未实质缓解的背景下，预计盘面反弹动力有限，后续关注宏观政策动向以及钢材去库幅度。

铁矿石：被焦煤挤压

【盘面信息】铁矿石日线四连阴。焦煤连续上涨，压制了铁矿石价格。

【信息整理】1. 根据钢联数据，铁矿石库存港口 +321，压港 +23，货权 -63，厂内 -34，总库存约 +575，疏港 -12；2. 根据钢联本次五大材产量下降，需求回升，库存下降。其中螺纹产量下降，需求回升，库存下降；热卷产量小幅下降，需求回升，库存继续累积但累库速度放缓。3。

【南华观点】近期铁矿显著走弱，一方面有宏观上市场风险偏好变弱的原因，另一方面焦煤近期又有供给端收缩的预期，价格偏强运行，挤压铁矿石价格；黑色整体基本面偏弱，但没有进一步恶化，钢厂产量略有缩减，库存压力小幅缓解。铁水维持，发运偏高，使得铁矿石库存压力增加。整体来看，短期基本面承压，但边际上风险有所释放，没有进一步恶化。操作上空单关注适时止盈。

焦煤焦炭：煤焦整体走势偏强，但仍需警惕负反馈风险

【盘面回顾】偏强震荡

【资讯整理】

1. 应急管理部 16 日举行新闻发布会，会上介绍，2025 年度中央安全生产考核巡查即将开展，今年首次以中央名义开展，推动安全生产责任措施落实。

2. 本周 Mysteel 煤焦事业部调研全国 30 家独立焦化厂吨焦盈利情况，全国平均吨焦盈利-13 元/吨；山西准一级焦平均盈利-8 元/吨，山东准一级焦平均盈利 43 元/吨，内蒙二级焦平均盈利-74 元/吨，河北准一级焦平均盈利 35 元/吨。

3. 10 月 16 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 82.5 元/吨。

【核心逻辑】当前焦煤现货市场呈现资源偏紧格局。节前坑口存在超卖行为，上游库存压力普遍较轻，矿方挺价意愿强烈。口岸蒙煤供应同步趋紧，国庆期间通关作业暂停，且监管区库存处于偏低水平。叠加市场对即将召开的四中全会有一定政策预期，多重因素共同为焦煤盘面价格构筑了较强的底部支撑。不过，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，焦煤反弹空间受限，呈现下有基本面现实支撑，上有负反馈风险压制的特征。本轮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，参考区间（1100，1300）

硅铁&硅锰：焦煤影响

【盘面回顾】昨日铁合金受焦煤影响反弹，硅铁反弹幅度大于硅锰

【核心逻辑】高供应与弱需求的矛盾：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，但市场对短期内会议是否有宏观政策的刺激存在预期，预计铁合金底部震荡。

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 0.81 美元，跌幅 1.39%，报 57.46 美元/桶；布伦特主力原油期货收跌 0.85 美元，跌幅 1.37%，报 61.06 美元/桶；INE 原油期货收跌 1.83%，报 435.1 元。

【市场动态】1. 白宫官员：美国与印度已进行了富有成效的讨论，印度已据此将从俄罗斯的石油进口削减了 50%。2. EIA：10 月 10 日当周美国原油出口增加 87.6 万桶/日至 446.6 万桶/日。10 月 10 日当周美国国内原油产量增加 0.7 万桶至 1363.6 万桶/日。除却战略储备的商业原油库存增加 350 万桶至 4.24 亿桶，增幅 0.8%。美国原油产品四周平均供应量为 2066.9 万桶/日，较去年同期减少 0.5%。10 月 10 日当周美国战略石油储备（SPR）库存增加 40 万桶至 4.08 亿桶，增幅 0.2%。当周美国除却战略储备的商业原油进口 525.5 万桶/日，较前一周减少 87.8 万桶/日。美国至 10 月 10 日当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存 -70.3 万桶，前值-76.3 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。

PTA-PX：随成本端走弱

【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】：周四甲醇 01 收于 2298

【现货反馈】：周四远期部分单边出货利买盘为主，基差 01+8

【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：关注成本端和宏观情况

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6618 (+23)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6520 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：偏弱格局持续，关注宏观变化

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6929 (+19)。

【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 7100 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：跌后整理

【盘面回顾】BZ2603 收于 5644 (+65)，EB2511 收于 6600 (+60)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5675 (+70)，主力基差 31 (+5)。下午华东苯乙烯现货 6605 (+70)，主力基差 5 (+10)

【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。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 2694 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：弱势反弹

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU12 收于 3159 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：弱势反弹

【盘面回顾】BU11 收于 3279 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3420 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：双胶走势分化，深浅差低位

【行情回顾】

昨日胶价进一步分化，RU 维持低位，小幅震荡，RU2601 夜盘收于 14870 (+25)，NR2512 收于 12325 (+80)。新加坡 TSR20 主力收于 170 (0.1)；日胶烟片主力收于 307.8 (-3.7)。宏观与供需预期压力大，但 20 号胶交割品价格坚挺带动近月反弹。

【产业表现】

宏观方面，央行开展 6000 万买断式逆回购。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。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，国内天气好转，原料上量加快。原油维持增产，成本端对化工板块有压力；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，需求略显疲软，米其林下调全年业绩预测。印度对马来西亚和泰国的医用手套发动反倾销调查，或小幅影响浅色胶。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 14600—15300；NR2511 震荡区间参考 12000—12500。单边建议观望为主，RU 目前估值低，谨慎看多，关注天气变化。

玻璃纯碱烧碱：上游累库继续

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1235，0.24%

【基本面信息】

本周纯碱库存 170.05 万吨，环比周一+1.59 万吨，环比上周四+4.07 万吨；其中，轻碱库存 75.98 万吨，环比周一+1.68 万吨，环比上周四+2.07 万吨，重碱库存 94.07 万吨，环比周一-0.09 万吨，环比上周四+2.00 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 1147，1.59%

【基本面信息】

截止到 20251016，全国浮法玻璃样本企业总库存 6427.6 万重箱，环比+145.2 万重箱，环比+2.31%，同比+11.14%。折库存天数 27.3 天，较上期+0.6 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 2453，0.62%

【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。

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）、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】LH2601 收于 11905 日环比-2.38%

【现货报价】全国生猪均价 11.16（+0.11）元/公斤，其中河南 11.32（+0.02）元/公斤、四川 10.74（+0.17）元/公斤、湖南 10.79（+0.19）、辽宁 11.51（+0.02）元/公斤、广东 11.55（+0.2）元/公斤。

【现货情况】

养殖企业出栏基本正常，多数市场反馈屠宰企业采购相对顺畅。本周多数市场反馈二次育肥进场积极性提高，部分北方市场由于近两日价格上涨明显，今日补栏情绪已有减弱；南方市场还在持续补栏中；出栏方面，低价惜售情绪存在，出栏积极性减弱。

【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：内盘继续下挫，内外走势分化

【盘面回顾】内盘继续下挫，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：近期整理为主

【盘面回顾】马棕出口好转，下方空间不大，油脂预计维持震荡。

【供需分析】棕榈油：南部半岛棕榈压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025 年 10 月 1-15 日马来西亚棕榈油单产环比上月同期增加 5.76%，出油率环比上月同期增加 0.21%，产量环比上月同期增加 6.86%。国内棕榈油库存环比下降 0.83%，但较去年同期依旧偏高。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：价格走高后注意卖压释放

【期货动态】周四，豆一 01 合约再次增仓放量上行，盘面冲高回落，收于 4018 元，近月 11 合约收于 4000 元整，夜盘各合约小幅收高，注册仓单持平于 7090 手；

【现货情况】新粮上市进度继续推进，上市数量继续增加，近期价格明显止跌并有所有反弹，黑龙江产区 39 蛋白大豆主流收购价格继续在 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】目前豆一市场核心驱动在于新粮上市带来的价格压力以及中美贸易局势紧张带来的情绪支撑，新季压力随着上市进度推进增加，价格整体回落为主，但近期呈现韧性，主要原因在于市场主体预期较去年有所变化，基层卖压相对克制，中下游收购意愿相对积极，价格表现相对温和；中美局势的升级对市场情绪有一定支撑，后期情况看，目前新豆仍处于上市周期，基本面压力有赖于时间消化，价格上行压力仍然较大；

【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 01 合约套保入场；

玉米&淀粉：持续偏弱

【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：2070 元/吨，+10 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2000 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，+0 元/吨。

【市场分析】北港价格有继续偏强运行的趋势，东北气温下降，部分地区农户卖粮积极性有所减弱，造成价格略有上涨的局面。。华北多地阴雨天气持续，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】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）期棉小幅收跌，美元走弱，棉价得到支撑，但美国政府仍处停摆状态，市场对消费的担忧持续。隔夜郑棉小幅上涨。

【外棉信息】根据最新统计数据显示，9 月越南棉纺织品产量为 1.02 亿平方米，同比增加 9.4%，环比增加 4.28%；服装产量 5.54 亿件，同比下降 13.52%，环比增加 1.52%。

【郑棉信息】截止到 2025 年 10 月 15 日，24/25 年度全国公证检验棉花 49.15 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：巴西 9 月下旬产量高于预期

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四收高，交易商指出巴西中南部 9 月下半月产量高于预期。

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 5790 元/吨。昆明中间商报 5680-5840 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.巴西甘蔗行业协会（Unica）数据显示，9 月下半月巴西中南部地区压榨甘蔗 4086 万吨，同比增加 5.18%；食糖产量达 344 万吨，同比增长 10.76%，乙醇产量则为 22.1 亿升，同比下降 1.5%。糖厂使用 51.17% 的甘蔗比例产糖，远高于去年同期的 47.73%。

4.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。

【南华观点】近期糖价保持弱势运行。

鸡蛋：小码蛋企稳回升

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 2818，日环比-1.3%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.93（+0.1）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.92（+0.06）元/斤。

【现货情况】

本周主产区价格持续下跌。周初连续阴雨天持续，市场需求下滑较大，养殖、贸易端库存明显累库，最高库存达到 5 天，蛋价迅速超跌至饲料成本以下；周中随着天气好转，终端补货积极，库存降至 2-3 天，蛋价随之小幅反弹，但由于整体供需格局未变，蛋价在正常供需格局下仍偏弱运行。

【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：上冲动能减弱

【期货动态】昨日苹果期货下跌，短期上冲动能减弱。

【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】好货高价，差货低的情况不变，但需谨防劣币驱逐良币的情况出现。

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 7 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 16 日，36 家样本点物理库存在 9009 吨，周环比减少 158 吨，同比增加 94.58%。

【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。