

金融期货早评

宏观：中美贸易摩擦仍是核心扰动

【市场资讯】1) 党的二十届四中全会于 10 月 20 日至 23 日在京召开，研究关于制定“十五五”规划的建议。2) 何立峰与美国财政部长贝森特、贸易代表格里尔举行视频通话，双方就双边经贸关系重要问题进行坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。3) 国常会：持续推动物流降本提质增效，加大物流仓储设施等领域投资；加快完善绿色贸易政策制度体系，提升外贸企业绿色低碳发展能力，拓展相关产品和技术进出口；支持市场化主体加大粮食收购力度。4) 中国央行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、证监会主席吴清将出席 10 月 27 日至 30 日举办的 2025 金融街论坛年会并作主题演讲。5) 财政部等三部门：11 月 1 日起调整海南离岛旅客免税购物政策。6) 美国 11 月 1 日起对中型和重型卡车征 25% 关税，对客车征 10% 关税；11 月美最高法院对等关税听证会前，特朗普政府“调整”策略，提供各种“豁免”对冲法律风险。7) 日本自民党与日本维新会就联合执政基本达成共识，高市早苗接近成为“日本第一位女首相”，但“早苗交易”前途未卜。

【核心逻辑】国内方面，自上周中美贸易摩擦升级后，本周资产反应弱于 4 月，A 股呈现“高低切换”特征，APEC 会议前市场仍受摩擦消息影响，虽双方大概率谨慎谈判，但超预期升级或引发风险。此外，本周经济数据显示，国内物价指数缓慢修复，出口仍保持韧性，国内信用扩张尚未开启但财政支出发力。因此，大宗商品或难现趋势性上涨。海外方面，美国政府停摆致数据真空，市场对经济担忧暂缓但风险仍存，预计美联储 10 月降息 25 个基点，然因市场提前定价，实际影响或有限。

人民币汇率：当外扰成常态，当低波成常态

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1265，较上一交易日下跌 16 个基点，夜盘收报 7.1277。人民币对美元中间价报 7.0949，调升 19 个基点。

【重要资讯】1) 北京时间 10 月 18 日上午，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，双方围绕落实今年以来两国元首历次通话重要共识，就双边经贸关系中的重要问题进行了坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。2) 美国总统特朗普在播出的一段福克斯商业频道专访中罕见松口，承认以高关税威胁中国的策略不可持续，并可能会冲击美国经济。

【核心逻辑】尽管美国联邦政府停摆已超过两周，并导致多项关键经济数据延迟发布，但美元指数在近期并未大幅下跌。我们认为，这一现象主要受到三方面因素的共同驱动：首先，数据真空期暂时掩盖了可能利空美元的因素；其次，非美货币表现为“比差逻辑”。从彭博编制的“3 个月美元兑一篮子货币 25D RR 隐含波动率”指标可观察到关键线索：在 G7 经济体汇率“比差逻辑”的主导下，市场配置偏好从非美货币转向黄金、白银等商品类资产；最后，政府停摆等地缘政治风险推升了市场的避险情绪。在此背景下，美元兑人民币汇率的走势则呈现出不同的走势逻辑。中国央行在 2025 年三季度货币政策例会中明确强调，将“综合施策，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。这一政策导向通过近期每日设定的人民币汇率中间价得以清晰传递。因此，尽管外部环境存在波动，但在“稳字当头”的政策基调主导下，尤其是在 10 月底重要会议召开前，美元兑人民币即期汇率预计将在合理区间内保持基本稳定。

【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：股指受外围因素影响波动加剧，但下方存在支撑

【市场回顾】

上个交易日股指走势整体回落，以沪深 300 指数为例，收盘 2.26%。从资金面来看，两市成交额回升 69.79 亿元。期指方面，IM 放量下跌，其余品种均缩量下跌。

【重要资讯】

1. 财政部等三部门：11 月 1 日起调整海南离岛旅客免税购物政策。
2. 国常会：持续推动物流降本提质增效，加大物流仓储设施等领域投资。
3. 何立峰与美国财政部长贝森特、贸易代表格里尔举行视频通话，双方围绕落实今年以来两国元首历次通话重要共识，就双边经贸关系中的重要问题进行了坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。
4. 美国 11 月 1 日起对中型和重型卡车征 25%关税，客车征 10%关税。

今日重点关注：

中国 10 月一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）。

中国 9 月规模以上工业增加值、9 月社会消费品零售总额、1 月至 9 月全国房地产开发投资。中国三季度 GDP。

国新办就国民经济运行情况举行新闻发布会。

【核心逻辑】

上周股指受中美新一轮贸易摩擦影响，波动加剧，市场避险情绪升温。我们认为本次特朗普关税威胁仅为后续中美贸易谈判提高筹码的手段，对国内基本面影响有限，主要影响市场风险偏好。期指基差方面，IC、IM 成交量加权平均基差历史分位仍未走出 10%以下的低位，不过本周 IM 基差贴水显著收敛；而期权持仓量 PCR 方面，三大股指期权持仓量 PCR 周内波动为主，周五集体回落，HO 历史分位则依旧位于 90%以上。中证 1000 股指近期回调，基差持续贴水收敛，期权持仓量 PCR 历史分位也从高位落至 65%左右，其余品种情绪指标则表现反复，无明显趋势变化。重点关注后续中美贸易谈判、10 月下旬召开的二十届四中全会和金融街论坛年会开幕式以及 10 月底美联储议息会议。后续中美双方大概率将针对关税政策继续拉扯，预计股指走势也随之反复，加剧市场波动，不过当前稳市场预期较强，股指下方空间有限，同时贸易摩擦影响市场风险偏好受到压制，市场避险情绪升温，叠加前期获利较大的科创板估值已到达历史高位，性价比较低，资金止盈意愿上升，预计大盘股指占优。

【南华观点】股指波动加剧，下方存在支撑。

国债：关注风险情绪是否回升

【市场回顾】上周期债整体呈现反弹行情，长债涨幅较大。资金面宽松。

【重要资讯】1.北京时间 10 月 18 日上午，中美经贸中方牵头人、中国国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。

【核心观点】因中美贸易局势再度紧张，资本市场情绪转为谨慎。上周 A 股市场表现不佳，除周一走势较强以外，此后日渐疲弱，虽然大盘虽尚未跌破震荡区间，但双创有进入中期调整的可能。经济数据方面未显示动能回升，四季度还需政策托举。周末消息显示，中美双方已通话并同意尽快举行新一轮经贸磋商，贸易局势或有一定缓和。本周关注四中全会对“十五五”规划的表述能否提振市场情绪。若风险情绪回升、股市反弹，债市或难以进一步走高。但中美谈判结果落地前，风险情绪难以回到 9 月的亢奋状态，整体上有利于债市。

【策略建议】低位多单少量持有，空仓者等待价格回落建仓。

集运欧线：政策与供需博弈，期价高位震荡弱现实与强预期交织

【行情回顾】

上周五（10月17日），集运指数（欧线）期货主力合约 EC2512 收报 1654.7 点，当日下跌 0.50%。全周来看，主力合约累计上涨 3.09%，远月合约涨幅在 1%-8% 不等，呈现近弱远强格局。市场周初受中国对美船舶征收特别港务费政策及船公司宣涨 11 月运价提振，主力合约一度冲高，但随后因现货指数回落（SCFIS 欧线指数报 1031.80 点，环比下降 1.4%）及红海复航预期增强而震荡回落。

【信息整理】

近期市场供需与政策面多空因素交织：

- 利多因素：船公司集体挺价，马士基、达飞及中远海运相继宣布 11 月初运价上调计划，涨幅约 30%；鹿特丹港罢工无限期延长，制约港口运营效率；对美船舶特别港务费政策落地，引发运营成本上升预期。
- 利空因素：现货即期运价仍疲软，主力合约较现货升水约 650 点（约 2400 美元/FEU），高升水需现货实际跟进支撑；红海复航预期改善（巴以和平谈判推进），若船舶结束绕行，隐性运力将转化为显性过剩。
- 供需格局：11 月周均运力小幅下修至 30.2 万 TEU/周，但四季度欧洲航线运力同比增加，供需宽松格局未根本扭转。

【交易研判】

主力合约 EC2512 短期预计延续宽幅震荡。技术面关注 1600 点支撑与 1750 点附近阻力。

操作上：

- 趋势交易者：可依托 1600 点支撑轻仓试多，目标 1750 点，止损参考 1580 点以下。
- 套利交易者：可关注 EC2512-EC2602 正套机会，目标价差 300-320 点。
- 风险提示：警惕现货需求不及预期导致提价落地打折、红海复航进程超预期及中美贸易摩擦升温等风险。投资者应密切关注 11 月船公司涨价实际执行情况 & 地缘政治动向。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、宋霁鹏（Z0016598）、潘响（Z0021448）、周骥（Z0017101）及助理分析师廖臣悦（F03120676）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：短期警惕 中期看涨

【盘面回顾】上周贵金属价格加速上行，周五则遭遇大幅调整，周线整体收带一定上影线阳柱。从利多因素看，首先，白银市场现货紧缺以及挤仓压力助推银价与贵金属板块继续上行；第二，美国对白银与钯金的“232 调查”可能导致的进口关税担忧持续；第三，美国政府停摆、贸易关税冲突以及银行业风险上升等问题，进一步加剧经济下行担忧与金融市场风险，美元与美股齐下跌，降息预期升温，贵金属避险买需上升且估值上修。周四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。在经济

数据缺失下，多位美联储官员周内释放偏鸽信号，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。美国 SOFR 利率近期快速上升，反映短期流动性紧缺。周五，贵金属价格冲高回落，因贸易关税担忧缓和，市场风险偏好回升，贵金属避险多头获利了结，导致价格回落。消息面上特朗普言论安抚市场，他称对中国商品征收高额关税将难以持续，与中国相处得非常融洽，并称愿意通过谈判达成“公平协议”；北京时间 10 月 18 日上午，中美经贸中方牵头人、中国国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 30.05 吨至 1047.21 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 53.64 吨至 15497.4 吨。短线 CFTC 基金持仓受美政府停摆事件影响继续停更。库存方面，COMEX 黄金库存周减 25.9 吨至 1216.4 吨，COMEX 白银库存周减 404.5 吨至 15846 吨；SHFE 黄金库存周增 13.9 吨至 84.6 吨，SHFE 白银库存周降 249 吨至 920.1 吨；上海金交所白银库存（截至 10 月 10 日当周）周减 64.3 吨至 1108.1 吨。

【本周关注】数据方面，受美国政府停摆影响，原定于 10 月 24 日公布的美国 9 月 CPI 数据可能延迟。事件方面，本周进入美联储 10 月 31 日 FOMC 会议前一周的缄默期；周二美联储举行支付创新会议，讨论稳定币、人工智能和代币化；二十届四中全会于 10 月 20 日至 23 日召开。

【南华观点】尽管从中长期维度看，央行购金与投资需求增长仍将助推贵金属价格重心继续上抬，但短期交易型与事件型冲击下的加速上行，投资者仍需保持警惕心理，短线调整压力亦有所显现，波动放大，宜以短线思路应对，快进快出或观望为主，前多则继续谨慎持有，中期则建议回调补多。伦敦金阻力上移至 4400，强阻力 4500，支撑 4200，强支撑 4000；白银阻力 55，强阻力 60，支撑 50，48，强支撑 46。

铜：利多需要发酵，否则期价陷入高位盘整

【盘面回顾】上周国内外铜价高位震荡。LME 铜周内加权均价 10650.56 美元/吨，下跌 1.8%，振幅 4.02%，减仓 470 手；COMEX 铜周内加权均价 502.88 美分/磅，下跌 2.58%，振幅 5.78%，增仓 4915 手；沪铜主力周内加权均价 84936 元/吨，下跌 0.5%，振幅 4.81%，增仓 13742 手。沪伦比周初在 8.21，周五为 7.94，跨境比值回落；LME-COMEX 铜价差周初在 -507.7 美元/吨，周五在 -410.5 美元/吨，价差回升。

【产业信息】1、10 月 16 日消息，智利国有铜业巨头 Codelco 通知欧洲客户，将其 2026 年度铜升水报价提高至每吨 345 美元，较 2025 年上涨 39%，创下历史新高。

2、10 月 16 日国内市场电解铜现货库存 18.31 万吨，较 9 日增 1.52 万吨，较 13 日增 0.21 万吨；上海库存 11.06 万吨，较 9 日增 1.07 万吨，较 13 日增 0.15 万吨；广东库存 2.63 万吨，较 9 日增 0.45 万吨，较 13 日增 0.04 万吨；江苏库存 3.74 万吨，较 9 日持平，较 13 日增 0.14 万吨。

3、国内主要精铜杆企业周度（10 月 10 日-10 月 16 日）开工率为 62.5%，环比上升 19.06 个百分点，同比下降 16.39 个百分点。

4、SMM 数据显示，上周黄铜棒企业开工率为 46.82%，环比增加 5.52 个百分点，主要由于国庆假期后生产逐步恢复，带动开工水平有所回升。从库存来看，样本企业原料库存为 4.33 天，成品库存为 5.82 天，受铜价高位运行影响，企业整体备库仍偏谨慎，库存水平维持低位。

【南华观点】铜产业下游企业普遍对高铜价有抵制意愿，10 月份除铜箔产业开工率回升，其余产业开工率预期回落，或将影响企业备货，当前阶段去库是主基调。盘面去看，沪铜做多风险收益比 0.78%，伦铜做多风险收益率 0.8%。对于短线交易者来说，当前价格做多

性价比不高。

【南华策略】对于需要备货的下游企业，建议采取“卖出看跌期权+逢低买入期货”的组合策略，降低采购成本；对于有成品库存压力的企业，建议做卖看涨期权进行保值。详见周报策略提示。

风险点在于：宏观面预期变化对铜价影响超预期

铝产业链：氧化铝考验成本支撑

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20910 元/吨，环比-0.12%，成交量为 13 万手，持仓 23 万手，伦铝收于 2778.5 美元/吨，环比-0.63%；氧化铝收于 2800 元/吨，环比+0.57%，成交量为 29 万手，持仓 35 万手；铸造铝合金收于 20390 元/吨，环比-0.22%，成交量为 2698 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。中美关税方面，目前市场在关税问题上 TACO 叙事占主流，我们同样认为本轮关税谈和概率更大，后续关注 APEC 中美会晤情况。

沪铝基本面本周保持稳健，随着旺季持续，西北地区铝水转化率提高使得本周四电解铝社库去库 2.3 万吨至 62.7 万吨，在需求相对比较稳定的情况下，我们认为后续或将整体维持去库，给予铝价一定支撑。

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，前期进口氧化铝于 10-11 月陆续到港，加剧供需不平衡的状态，目前国内外现货价格无论是网价还是成交价均持续下跌，想要改善这种情况，需要检修企业达到一定量级。目前行业现金成本约为 2800 元左右，价格已进入考验成本估值支撑的阶段，考虑到以下两点：1、海外铝土矿目前货源充足，宁巴矿业计划于 10 月发运，该矿山年产能为 1400 万吨，我们认为后续铝土矿价格偏弱震荡，氧化铝成本支撑成并不稳当，但在几内亚政府将铝土矿视为政治博弈手段的情况下，矿价下跌空间有限，成本大幅坍塌的可能性不大。2、供应端已经出现局部调整的情况。我们认为在大规模减产出现前氧化铝维持空思路为主，但在当前价格下下方空间较为有限，可考虑卖浅虚值看涨期权。

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：高位震荡；氧化铝：弱势运行；铸造铝合金：高位震荡

锌：出口窗口打开

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21815 元/吨。其中成交量为 88687 手，而持仓则减少 9853 手至 77222 手。现货端，0#锌锭均价为 21850 元/吨，1#锌锭均价为 21780 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。供需近期无显著改变，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：累库突出，震荡反复

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121160 元/吨，上涨 0.2%。不锈钢主力合约日盘收于 12630 元/吨，上涨 0.68%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123550 元/吨，升水为 2400 元/吨。SMM 电解镍为 122350 元/吨。进口镍均价调整至 121550 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28550 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6172.73 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.4%。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-7.12%。纯镍上期所库存为 34419 吨，LME 镍库存为 250344 吨。SMM 不锈钢社会库存为 952600 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29062 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢周初受关税扰动大幅下跌，随后情绪缓和有所回调，基本面近期无明显变动，宏观层面年内仍有降息预期。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。现阶段不锈钢有较大程度累库，相较前期连续去库周期上行动力不足，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：窄幅震荡

【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 281000 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价窄幅震荡。从基本面上看并无改变，云南产量下滑，精矿进口锐减，供给较需求更弱，沪锡仍以多头看待，预测支撑在 27.6 万元附近，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。

铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17075 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，短期受银价较高影响，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。供应端压力可能在 11 月初步显现。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，进口窗口打开，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）提供。

黑色早评

螺纹&热卷：需求回升有限，库存压力仍存，关注会议能否企稳

【盘面回顾】上周螺纹热卷延续弱势下跌趋势，一方面受到中美贸易摩擦的影响，另一方面节后钢材基本面数据偏弱，需求回升不及预期，五大材库存超季节性累库。

【核心逻辑】本周钢材的需求环比回升，但属于节假日规律，仍不及往年同期。其中螺纹钢需求 220 万吨，四季度螺纹需求高点一般出现在国庆节前后，预计未来螺纹需求量环比走弱的概率较高；供应端长流程减产，但部分被短流程的增产抵消，目前长流程和短流程螺纹利润持续下滑，短流程成本较高，供应端需关注短流程边际供应的减产节奏，螺纹的供需平衡仍需要通过减产来实现；螺纹库存中性，但仓单库存在 10 合约交割后仍较高，短期认为螺纹价格仍将承压。热卷产量回落但仍处于季节性高位，库存出现超季节性累库，对热卷价格也形成压制，出口利润也下滑较多，现阶段热卷基本面压力增大，暂不建议做多卷落差。

【南华观点】近期主要关注的焦点还是在于本周召开的四中全会，市场博弈会议是否会出台刺激政策，钢材价格可能出现小幅反弹，但钢材基本面偏弱的情况反弹高度有限，后续回落的可能性相对较大。

铁矿石：钢厂利润和宏观承压

【南华观点】中美贸易摩擦持续发酵引发市场风险偏好显著回落，近期工业品价格集体走弱，铁矿石价格从高位连续下跌，短期承压特征明显。市场看空情绪浓厚，铁矿石期权幅度大幅左偏，直观反映对后市的悲观预期。

铁矿石基本面短期也呈现疲态。首先供给端并未提供支撑，铁矿石发运量仍处于季节性高位，维持中性偏强态势，而港口库存已呈现超季节性累库态势，直接挤压价格上方空间。

尽管中美港口费用争议引发关注，但美国控制的海岬型干散货船只占比有限，对铁矿石运输及价格影响微弱，未形成实质性扰动。

需求端短期铁水有支撑，但钢厂利润持续挤压，钢厂减产负反馈的压力继续积累。本期铁水产量虽环比略降，但同比仍保持正增长，处于季节性高位，对铁矿价格有一定支撑。不过下游需求乏力问题突出：热卷库存超季节性持续累积，产量虽边际回落但仍处高位，叠加出口接单边际下滑，对价格形成明显压制；螺纹钢虽库存中性，但仓单仍超季节性偏高，长流程减产被短流程增产部分抵消，整体需求动能不足。钢厂利润因此继续大幅下探，部分钢厂已向代理商发布稳价通知函。钢厂需要进一步减产才能缓解产业链压力。目前的盘面钢厂利润继续下探，市场在提前交易负反馈的压力。

价格估值上，焦煤价格偏强运行持续挤压铁矿石价格。当前铁矿石基差有所上升，估值相对偏低，短期空头情绪释放的比较充分。

未来两周市场焦点可能集中于即将召开的四中全会和可能的中美会谈，市场期待在需求乏力背景下出台增量刺激政策，若财政或货币宽松措施落地，有望改善需求预期并提振矿价。整体而言，铁矿石短期基本面与宏观情绪压制，关注政策面变化将成为打破阴跌的关键变

量。

焦煤焦炭：整体走势偏强，但仍需警惕负反馈风险

【资讯整理】

1. 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于 10 月 20 日至 23 日在北京召开。主要议程：中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。
2. 10 月 18 日，何立峰与美国财政部长贝森特、贸易代表格里尔举行视频通话，双方同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。
3. 截至 10 月 17 日 0 时，吉林全省 48 个市县已全部开栓供热，较上个采暖季平均提前 3 天。

【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，焦煤参考区间（1100，1350），焦炭参考区间（1600，1850）

硅铁&硅锰：高库存，下游弱需求

【盘面回顾】上周铁合金延续弱势下跌趋势，一方面铁合金自身的库存较高，另一方面节后下游需求数据回升一般，低于往年同期。

【核心逻辑】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，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，好在本周开始下滑，供应压力减轻；锰硅的产量已连续多周下滑，但本周小幅增产。铁合金库存高位，硅铁和硅锰企业库存均位于近 5 年最高水平，硅铁企业库存环比+4.5%。硅锰企业库存环比+8.2%，库存压力较大。

【南华观点】中美摩擦的加剧，对本就弱势的钢材基本面雪上加霜，铁合金下游弱需求，五大材超季节性累库，自身库存也位于高位，去库压力较大。本周四中全会召开，若没有超预期的刺激政策，铁合金价格仍将承压。

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

能化早评

原油：地缘弱化，宏观利空

【盘面动态】美油主力合约收涨 0.46%，报 57.25 美元/桶，周跌 2.80%；布伦特原油主力合约涨 0.46%，报 61.34 美元/桶，周跌 2.22%。

【市场动态】1. 据以色列媒体今天（10 月 19 日）报道，以色列高级官员在总理内塔尼亚胡主持的安全磋商结束后表示，预计以色列空军将在加沙地带“进行更多打击”。2. 洲际交易所：截至 10 月 14 日当周，布伦特原油投机者将净多头头寸削减了 37,794 手，至 109,606 手。汽油投机者将净多头头寸削减了 26,325 手，至 57,141 手。3. 美国至 10 月 17 日当周石油钻井总数 418 口，前值 418 口。

【南华观点】短期看，加沙停火后地缘支撑大幅弱化，仅能引发小幅反弹；美国政府停摆、中美经贸紧张等宏观利空持续，虽银行信贷问题暂未引发恐慌，但避险情绪仍存，原油日线受 5 日均线压制，逐步逼近 60 美元支撑。中长期而言，基本面持续转弱，无实质性利好支撑，市场逻辑以利空为主，波动重心不断下移。若 60 美元支撑失守，下方空间或进一步扩大，后续需警惕中期跌势形成，补全第四轮波动周期最后一段，整体仍需优先关注下行风险。

LPG：到港短期受限推升盘面价格

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4220（-48），LPG2512 盘面收于 4088（-55）；FEI M1 收于 463 美元/吨（-10），CP M1 收于 445 美元/吨（-5），MB M1 收于 322 美元/吨（-2）

【现货反馈】华东均价 4345（-24），山东均价 4200（-80），最便宜交割品价格 4200（-40）

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 81.23%（-1.03%）；独立炼厂开工率 50.28%（-0.15%），不含大炼化利用率为 45.50%（-0.95%），国内液化气外卖量 55.01 万吨（+0.69），醚后碳四商品量 18.04（-0.13）。需求端，PDH 本期开工率 72.21%（-1.47%），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 65.77%（-0.38%），外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 45.27%（-2.11%）。库存端，厂内库存 18.41 万吨（-0.68），港口库存 318.04 万吨（-9.86），港口到港受限，库存小幅下降。

【观点】原油端目前偏弱的基本面依然占主导，地缘带来的支撑偏弱，油价依然偏悲观，外盘丙烷依然处于弱势，受到到岸受限影响，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 1.55。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：关注内外宏观节点，单边建议短期观望

【基本面情况】PX 供应端乌石化按计划检修，负荷降至 84.9%（-2.5%），PX 供应四季度预期高位维持。供需平衡上，PX10 月累库预期收缩至紧平衡附近；11 月起 PTA 存大幅累库预期，关注后续加工费低位下额外检修计划的情况；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，近期石脑油与 MX 大幅下挫，PXN 走扩至 240（+18），PX-MX 走扩至 97.5（+2）。当前短流程效益虽有较大压缩，但外采 MX 仍有利润。PTA 方面，供应端逸盛宁波 220w 意外降负，逸盛新材料 360w 提负恢复，TA 负荷上调至 76.7%（+2.3%）；后续四川能投 100w、英力士 110w10 月存检修计划，独山能源新装置 300w 计划下周投产（计划置换 250w 老线检修），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 219 万吨（+2）。效益方面，PTA 相对过剩格局不变，PX 近期现货流动性紧张程度加剧，TA 现金流加工费小幅压缩至 147（-18）；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，聚酯部分装置负荷波动，聚酯负荷持稳 91.4 %（-0.1%）。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，长丝与短纤库存整体维持，下周终端原料备货预计消化至低位将出现集中原料备货节点，长丝库存有望再度去化。受原料端聚合成本持续走弱影响，聚酯环节加工费继续修复至良好水平。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至553(+75)的年内高位，库存表现健康，关注后续是否有提负计划公布，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。近期中美贸易冲突再次激化引发市场恐慌，原油价格应声而落，悲观情绪与成本崩塌带动PX-TA将随成本端走弱。后续来看，宏观上暂无定论，下周国内关注二十届四中全会动态，海外关注中美谈判动态，单边将继续受宏观与油价主导，风险较大，关注月底APEC领导人会节点动态。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：内外宏观仍将主导盘面，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】中海壳一线40w近期检修，裕龙石化90w近期重启，山西美锦30w近期重启提负。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油煤双升，总负荷升至77.16%(+2.08%)；其中，乙烯制方面，中海壳40w检修、裕龙石化90w重启；煤制方面，山西美锦30w重启提负，煤制负荷升至81.89%(+3.06%)；下周福炼40、盛虹90计划检修，关注兑现情况。效益方面，原料端油价和乙烯走弱、动力煤走强，EG现货价格大幅走弱，乙烯制利润小幅压缩，煤制边际利润继续承压至-261(-232)；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，但据了解HD销售难度较大，短期暂无切换计划。库存方面，本周到港计划偏多，周内港口发货中性，下周一港口显性库存预计维持紧平衡。

需求端，聚酯部分装置负荷波动，聚酯负荷持稳91.4%(-0.1%)。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，长丝与短纤库存整体维持，下周终端原料备货预计消化至低位将出现集中原料备货节点，长丝库存有望再度去化。受原料端聚合成本持续走弱影响，聚酯环节加工费继续修复至良好水平。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至553(+75)的年内高位，库存表现健康，关注后续是否有提负计划公布，瓶片是后续聚酯负荷高度的决定因素。

【观点】

总体而言，乙二醇基本面供需边际好转难改估值承压格局，累库预期压制下估值持续压缩。需求端随天气转冷冬季订单下发边际好转，但目前来看以阶段性好转为主，旺季不旺预期

难以扭转，聚酯高度总体有限。近端显性库存虽有累积但仍维持低位，10 月底之前累库幅度有限，若出现意外或可产生流动性行情，基差维持正套看待。单边向上难觅驱动，下周宏观影响预计仍将主导盘面走势，关注中美贸易谈判与四中全会动态，若无新增利好，乙二醇仍将维持低位震荡。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 附近将迎来供应端偏强支撑。目前而言，乙二醇预计短期跟随宏观情绪宽幅震荡，预计区间下移至 3850-4200，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：关注宏观，承压波动

【盘面动态】：周五甲醇 01 收于 2286

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-8

【库存】：上周甲醇港口库存去库，周期内外轮卸货在多重因素影响下不及预期，显性仅计入 20.27 万吨，部分在靠船货尚未计入在内。江苏地区船发支撑延续，提质表现良好；浙江同样刚稳健。华南广东地区周内进口及内贸均有卸货，主流库区提货尚算稳健，供应增加下，库存呈现累库。福建地区进口船只补充供应，下游节后按补库，库存同步积家

【南华观点】：甲醇这上周行情较为极端，主要交易点在制裁船只的停靠问题，操作难度较大，停靠事件大概能够得到解决，但会影响卸港节奏与船只返航时间。从基本面来看，伊朗目前维持高发运状态，目前发运 64w 左右。但船只制裁造成港口累库减缓，带来 15 正套与基差上涨，多头对此次制裁定性为伊朗提前提气，制裁之后倒逼伊朗停车，目前逻辑未证实。总体来看，受卸港影响，港口累库开始平滑，10 月库存终点下调，甲醇基本面价格区间维持 2250-2350。本周开始宏观周，10 月 19 日国务院副总理何立峰与美方同意尽快举行新一轮中美经贸磋商，本周召开二十届四中全会，以及“十五五”规划重要时间节点，关注宏观情绪。

PP：近期波动由成本端和宏观情况主导

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6551（-67）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6500 元/吨，华东现货价格为 6500 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 78.22%（+0.47%）。本周开工率变化不大，广州石化如预期进入年底大检，天津渤化 PP 装置跟随上游 PDH 装置停车检修。从后续的检修量预估来看，装置减损量预计从高位回落，供应将逐步回升。另外，在装置投产方面，广西石化的 40 万吨 PP 装置于本周开车，供应进一步增量。需求端，本期下游平均开工率为 51.76%（-0.11%）。其中，BOPP 开工率为 60.71%（+0.48%），CPP 开工率为 59.85%（-0.32%），无纺布开工率为 40.33%（+0.07%），塑编开工率为 44.26%（0%）。本周 PP 下游综合开工率小幅下滑，BOPP、CPP 和塑编的订单情况均有下降。需求短期暂看不到提振驱动，导致对 PP 的支撑有限。库存端，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】在原油价格持续下行、化工品市场整体承压的背景下，上周聚烯烃延续下跌走势。从基本面看，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、装置负荷提升，使得 PP 供应逐步回归。而在需求端，PP 下游今年呈现“旺季不旺”的状况，工厂

补库意愿相对有限，仅在盘面出现明显波动的情况下，有较集中的投机性补库出现，但持续时间较短，因此下游需求对 PP 的支撑不足。在供强需弱的格局下，PP 持续承压。而宏观层面，美国政府的持续停摆，叠加市场对信贷风险的担忧，进一步加剧了金融市场的避险情绪，对原油构成利空压力。此外，当前中美贸易政策仍存在较大不确定性，若贸易摩擦再度升级，可能引发原油及化工品价格进一步下探。不过，下周即将召开的第二十届四中全会值得关注，若有新的刺激政策出台，或将为市场情绪带来一定提振。所以，本周仍需重点关注宏观动向以及成本端波动。

PE：近期关注宏观变化

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6874 (-55)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6850 元/吨，华东现货价格为 6910 元/吨，华南现货价格为 7080 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 81.76% (-2.19%)。本周装置检修量小幅上升，其中广州石化如预期进入年底大检，裕龙石化因上游裂解配件损坏，全密度一条线停车。在投产方面，埃克森美孚 50 万吨 LDPE 装置正在试车中。总体来看，检修装置的回归叠加四季度投产的兑现，PE 后续供应压力将持续偏大。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 42.17% (+0.56%)。其中，农膜开工率为 42.89% (+7.28%)，包装膜开工率为 52.19% (-0.7%)，管材开工率为 32% (+0.33%)，注塑开工率为 53.44% (-1.5%)，中空开工率为 39.56% (-0.59%)，拉丝开工率为 38.14% (+1.8%)。库存端，本期 PE 总库存环比上升 3.95%，上游石化库存环比上升 8%，煤化工库存上升 11%；中游社会库存上升 4%。继国庆节累库之后，PE 库存维持高位，压力有所增加。

【观点】在原油价格持续下行、化工品市场整体承压的背景下，上周聚烯烃延续下跌走势。从基本面看，当前 PE 格局变化不大：供给方面，10 月装置检修量相较 9 月总体回落，供应重回高位。同时，由于海外 PE 供需持续偏弱，外盘价格下跌，预计在 10-11 月带来进口增加，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。并且，PE 库存，尤其是 LLDPE 库存处于较高水平，中上游出货压力较大。因此，供强需弱的格局导致 PE 缺乏支撑。而宏观层面，美国政府的持续停摆，叠加市场对信贷风险的担忧，进一步加剧了金融市场的避险情绪，对原油构成利空压力。此外，当前中美贸易政策仍存在较大不确定性，若贸易摩擦再度升级，可能引发原油及化工品价格进一步下探。不过，下周即将召开的第二十届四中全会值得关注，若有新的刺激政策出台，或将为市场情绪带来一定提振。所以，本周仍需重点关注宏观动向以及成本端波动。

纯苯苯乙烯：宏观主导，盘面跟跌

【盘面回顾】BZ2603 收于 5566 (-78)，EB2511 收于 6483 (-117)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5615 (-60)，主力基差 49 (+18)。下午华东苯乙烯现货 6485 (-120)，主力基差 2 (-3)

【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 16 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 19.34 万吨，较上一周期减少 443 吨，环比下降 0.23%。

【南华观点】

纯苯方面，国内纯苯价格易跌难涨导致进口放缓，近期纯苯进口船货数量明显下降且宏观博弈下市场传闻部分敏感货源进口货存在卸货困难的问题，短时纯苯现货流通性收紧，

近端价格相对抗跌，月差走扩。中长期看，国产进口双增，四季度供应预期维持高位；而需求端下游投产与检修并存且今年终端大概率旺季不旺，下游无法消化纯苯的高供应，累库格局难改。

苯乙烯方面，检修装置增多且京博苯乙烯归期不定，苯乙烯供应继续收紧，预计到10月中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成本坍塌，盘面持续下跌。从基本面来看当前价格继续下跌可能性已不大，然而当前盘面交易的重心并不在基本面而在宏观。近期中美关系再次趋于紧张，关税喊话以及对于码头、船只的制裁等，对于能化品种而言近期多空交织，是否止跌还是要关注宏观动向以及原油走势。短期建议观望为主，待宏观局势明朗。

燃料油：裂解上方空间有限

【盘面回顾】截止到夜盘，FU12报2692升水新加坡12月纸货14.7美元/吨

【产业表现】供给端：9月份俄罗斯炼厂频繁遭受无人机袭击，俄罗斯高硫供应缩量，反应到出口端，10月份俄罗斯高硫燃料油出口缩减68万吨至266万吨，在中东地区，10月份伊朗因收紧制裁，出口量出现出口缩减84万吨，不过伊拉克增加144万吨，科威特增长1万吨，阿联酋进口增加41万吨，沙特进口缩减37万吨，中东地区出口增长137万吨，拉美地区出口有31万吨增量，整体看供应端紧张明显缓解，在需求端，在发电领域，因为发电旺季已过，沙特和埃及已经从净进口转为净出口，阿联酋因有船加注需求，仍有进口增量，发电需求整体减弱。在用料端进口，因地炼配额紧张，10月份中国进口有20万吨左右到进口增量，美国9月份备货完成后，10月份进口大减104万吨，印度进口减少5万吨，整体看进料需求减弱，在船用油方面，新加坡进口依然维持高位，货源充足，舟山10月份进口增加3万吨，缓解了舟山供应紧张的格局。在库存方面，新加坡和马来西亚浮仓库存高位盘整，中东地区浮仓库存回升

【核心逻辑】进入10月份以来，虽然俄罗斯供应缩量，但中东地区供应整体增加，供应紧张的格局得到缓和，在需求端，发电需求和用料需求减弱，船用油需求难见明显提振，且货源充足，浮仓库存位于历史高位，高硫基本面驱动向下，当下裂解处于高位，不具备估值端支撑，看空高硫燃料油裂解。

低硫燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘，LU12报3062元/吨，升水新加坡12月纸货6.6美元/吨

【产业表现】供给端：进入10月份，科威特+3万吨，阿尔及利亚+4万吨，尼日利亚-23万吨，巴西-25万吨，俄罗斯+22万吨，10月份出口整体缩量，需求端，9月份中国进口+39万吨，日韩进口+0.1万吨，新加坡-27万吨，马来西亚进口-27万吨；库存端，新加坡库存+139.4万桶；ARA+4万吨，舟山+24万吨

【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，库存端新加坡累库、欧洲累库、舟山累库，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，裂解低位仍将维持。

沥青：弱势下行

【盘面回顾】BU01收于3135元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格3380元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率-1.1%至 38.5%，华东开工率+14.7%至 43.9%，中国沥青总的开工率+1.3%至 35.8%，山东沥青产量-1.2 至 19.3 万吨，中国产量+0.6 万吨至 62.4 万吨。需求端，中国沥青出货量+3.2 万吨至 25.3 万吨，山东出货+0.08 万吨至 5.48 万吨；库存端，山东社会库存+0.8 万吨至 14.3 万吨和山东炼厂库存+1.3 万吨为 17.5 万吨，中国社会库存+0.5 万吨至 41.7 万吨，中国企业库存+3.4 万吨至 49.6 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，受原油跌影响，沥青报价不断下探，整体现货市场交投依旧平淡，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。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。成本端原油，随着 opec 持续增产，价格重心有望继续下移。短期部分炼厂因受到制裁和原料紧张影响或被动开启检修计划，带动整体开工率下降，缓解供应压力，支撑现货基差或继续走强。中长期看，需求端北方随着气温降低，逐渐步入尾声。南方降雨减少后，赶工需求或提振整体消费。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。短期关注下周国内宏观会议是否有新的需求增长点，由于近期外围扰动加大，建议短期观望为主。

橡胶&20 号胶：偏弱震荡

【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。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。

尿素：承压震荡

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1602

【现货反馈】：周末国内尿素行情弱势盘整，局部价格出现松动，幅度 5-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1460-1560 元/吨。需求端并无明显变化，工厂库存压力继续增加，本周供应端开始陆续回升，内贸弱势格局持续。

【库存】：2025 年 10 月 15 日，中国尿素企业总库存量 161.54 万吨，较上周增加 17.15 万吨，环比增加 11.88%，中国尿素港口样本库存量 446 万吨，环比增加 3.1 万吨，环比涨幅 7.47%。

【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，复合肥及工业需求均较为疲软，对价格驱动同样有限，因此中期趋势偏弱。估值来看，气头企业生产成本暂时无法对价格形成有效支撑。后续需要关注能否有新的出口配额。宏观方面，本周开始宏观周，10 月 19 日国务院副总理何立峰与美方同意尽快举行新一轮中美经贸磋商，本周召开二十届四中全会，以及“十五五”规划重要时间节点，关注宏观情绪。

玻璃纯碱烧碱：现实疲弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1209，-2.11%

【基本面信息】

本周纯碱库存 170.05 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。光伏玻璃低位开启累库，日熔持稳。纯碱刚需整体企稳，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 1095，-4.53%

【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】

周末现货继续降价，湖北低价现货降至 1090 元。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。整体玻璃产销偏差，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，现实需求疲弱压制价格。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2344，-4.44%

【基本面信息】

国内液碱市场涨跌均有。华北地区液碱市场价格零星调整，山东聊城有企业价格适度上涨，其他地区液碱市场价格维持稳定，当前企业多去库缓解出货压力为主。华东江西地区有个别企业出货价格上涨，有厂家负荷不稳，企业无库存压力，价格上调；浙江及江苏地区液碱出货情况尚可，因区域内有企业检修。华南广东地区液碱下游需求偏弱。西南地区液碱价格高位整理，下游对高价需求情况表现一般，企业多积极出货为主。

【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，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&胶版纸：纸浆暂延震荡格局，胶版纸压力仍存

【盘面回顾】：上周五纸浆期货（SP）价格白天明显下行，临近收盘至低位回升，夜盘大幅上行，后偏震荡。截至收盘，SP 各月合约价格均有所回升。胶版纸期货（OP）白天偏震荡，夜盘有所回落。

【现货市场】：

纸浆市场主流价：山东银星报价 5500 元/吨（0），山东狮牌报价 5700 元/吨（0），华南银星报价 5600 元/吨（0）。

胶版纸/双胶纸主流价：山东晨鸣报价 4750 元/吨（0），广东太阳报价 4450 元/吨（0），江苏金东报价 4750 元/吨（0）。

【港口库存】纸浆：截止 10 月 17 日，港口库存 207.4 万吨（-0.3）。

【月差结构】纸浆：11-01 反套观望

【南华观点】：纸浆现货市场面临“高库存”和“成本支撑”的激烈博弈，现货交易偏弱，下游需求仍面临库存偏高的窘境，尽管开工率略有提升，但仍难以对期价形成明显的利多影响，预计震荡走势还将延续。而胶版纸目前的供需错配明显，短期难有明显改善，短期供应压力仍存，整体趋弱，仅需关注期价跌至低位后的短期反弹。

原木：关注海运制裁影响下的远月边际利多

【盘面】lg2511 收盘于 804(+7)。lg2601 收盘于 835.5 (+11)，仓(+2800)。

【现货】现货价格无变化。

【估值】仓单成本约 831 元 /立方米（长三角），836 元 /立方米（山东）。

【库存】截止 10.10 日，全国库存量 299 万方（+13）。

【核心矛盾】

中美贸易摩擦升级，鹰酱海运制裁龙国船只，龙国出手对等反制，干的漂亮。但，这将对进口成本产生影响。根据产业相关人士了解，目前已经有原木进口船只被征收船舶特别港务费，据悉折合进口成本每立方米增加 10 几美金。而涉及的船队跟多家木材出口商均有合作。尽管目前涉及到的船只，占比总运力的水平并不高（目前了解到大概百分之十几的水平），但该影响已经形成的对于远月价格的边际利多影响。该增加的成本，可能以提高 CFR 报价的形式，均摊到国内进口商身上，也可能高报价被拒绝，那么进口的船数减少，从而影响供应总量（本人认为这种可能性更大）。在目前供需弱平衡之下，若产生明显的供应收缩，则供需格局将发生根本变化。

风险因素同样具备，战略上，中美长期竞争已是定局，终局结果是既分高下，也决生死。但懂王短期的战术打法灵活多变，龙国处于战略防御见招拆招的状态。周末传出何立峰与

贝森特等人的视频通话新闻稿来看，后续谈判并不悲观。所以，该港口附加费的征收，可能随时存在变数。

策略上，远月 01 合约谨慎做多，带好动态回撤止损。11 合约，仍然是交割逻辑，买方接货意愿低。但受到远月带动跟涨。盘面价差来到-30 左右，目前看转抛远月的成本还未到安全区间。

丙烯：偏弱震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6007 (-99), PL2602 盘面收于 6052 (-98); PP-PL01 价差 544 (+32); PL01-02 月差-45 (-1)

【现货反馈】山东均价 6160 (-55)，周末下跌至 6000，华东均价 6165 (-25)

【基本面数据】供应端，丙烯产量 122.12 万吨 (-1.62 万吨)。其中主营炼厂开工率 81.23% (-1.03%); 独立炼厂开工率 50.28% (-0.15%)，不含大炼化利用率为 45.50% (-0.95%); 蒸汽裂解开工率 80.63% (-0.88%); PDH 开工率 72.21% (-1.47%)，开工率短期维持在 70%-75% 左右。MTO 开工率 92.39% (0%)。需求端 PP 开工小幅提升，成本端的压力依然存在，但 pp 跟 pl 的价差有小幅抬升，本期 PP 粒料开工率 78.22% (+0.47%)，产量 80.10 万吨 (+0.48 万吨); PP 粉料本期开工率 38.62% (-1.03%)，产量 6.97 万吨 (-0.19 万吨)。

【观点】原油端目前偏弱的基本面依然占主导，地缘带来的支撑偏弱，油价依然偏悲观。丙烯端整体依然偏宽松，现货市场延续跌势，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 左右。

以上评论由分析师凌川惠 (Z0019531)、俞俊臣 (Z0021065)、边舒扬 (Z0012647)、张博 (Z0021070)、杨歆悦 (Z0022518)、寿佳露 (Z0020569)、宋霁鹏 (Z0016598)、戴一帆 (Z0015428)、胡紫阳 (Z0018822) 及助理分析师黄超贤 (F03147169) 提供。

农产品早评

生猪：投机性补栏蠢蠢欲动

【期货动态】LH2601 收于 11670 日环比-1.97%

【现货报价】全国生猪均价 11.17 (-0.01) 元/公斤，其中河南 11.46 (+0.03) 元/公斤、四川 10.84 (-0.00) 元/公斤、湖南 10.76 (-0.1) 元/公斤、辽宁 11.4 (-0.00) 元/公斤、广东 11.5 (-0.05) 元/公斤。

【现货情况】

北方市场整体猪价大稳小动,受肥标价差以及部分区域有二有补栏支撑,散户惜售压栏情绪增强,而屠企有利润支撑,宰量高位维持,综合因素影响下,猪价上下窄调。后续需重点关注二育情绪及肥标价差对市场标猪价格产生影响。南方市场猪价整体稳定,局部小降。部分地区二次有肥保持补栏状态,截留部分市场猪源再加上部分地区大猪消费走货稍有好转,对猪价形成一定托底作用,猪价稳定为主。

【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：压力依旧

【盘面回顾】中美双方领导人将在月底会面，内外盘同步反弹。

【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，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：等待油脂上涨机会

【盘面回顾】市场利空情绪缓解，油脂震荡为主。

【供需分析】棕榈油：据船运调查机构SGS公布数据显示，预计马来西亚10月1-15日棕榈油出口量为606292吨，较上月同期出口的404688吨增加49.8%，但马来库存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，美国政府继续停摆，消息真空为市场注入更多不确定性。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。

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 and 东南亚天气情况；关注中美关系及中加关系。

【南华观点】建议棕榈油逢低入场多单。

豆一：注意盘面回落风险

【期货动态】上周，豆一反弹运行为主，主力01合约上涨超2%，收于4028元/吨，成交量与持仓量明显增加，豆一注册仓单持平于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回升至1.9元/斤上方，南方产区受降雨影响，上市进程及质量表现分化，减产情况渐明，价格稳中偏强；

【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，双向交易的还粮需求、基层卖压相对克制以及收购端偏积极的心态促使上周现货价格有所回升，高低蛋白依然分化明显，高蛋白货源价格坚挺，预计震荡偏强运行为主，高油大豆依赖油厂收购，但油粕价格偏低迷，虽然有压榨利润，但收购力度一般，

现货压力仍偏大。中美经贸局势在周末期间有一定转缓，其变化有较大不确定性，注意大豆价格回落风险，后期情况看，目前新豆仍处于上市周期，拍卖端本周仍有投放安排，基本面压力有赖于时间消化，价格在目前位置上回落风险较大；

【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套保入场；

玉米&淀粉：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：2080 元/吨，+10 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 1980 元/吨，-10 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2480 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2730 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】周末东北玉米价格偏强运行，北港价格上涨以及近期运输较为密集，对现货市场形成一定的带动。。华北地区玉米价格整体偏强运行，深加工企业到货量逐渐减少，前期潮粮出货压力明显减弱。销区市场玉米价格暂稳玉米淀粉价格变动不大，企业签单好转，发货较好，部分企业小包限量，企业挺价意愿较强

【南华观点】华北阴雨对盘面影响减小，后续天气晴朗为主，盘面震荡。

棉花：新棉收购价格坚挺

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 0.5%，外围市场有所反弹。上周五夜盘郑棉上涨超 0.5%。

【外棉信息】据印度气象部门消息，西南季风已于 16 日完全撤离印度，累计降雨 937.2mm，较往年均值增加 8%。与此同时，东北季风降雨活动已正式开启，安得拉邦和卡纳塔克邦等棉田也已迎来降水。

【郑棉信息】目前全疆棉花采摘进度已过半，北疆已进入后期阶段，南疆进度相对偏缓，近日随着采棉机数量的增加，进度有所加快，截至 2025 年 10 月 16 日，全国新年度棉花公证检验量累计 56.9 万吨。上周随着中美关税政策波动再起，轧花厂观望情绪加重，新棉收购价格略有下调，但当前南疆部分产区单产不及预期，增产预期或有修复，尤其是阿克苏地区，新棉收购价格相对坚挺，近日北疆棉区出现雨雪天气，新棉收购速度偏慢，当前新疆机采棉收购价多集中在 6.05-6.30 元/公斤左右，其中南疆价格较北疆略有偏高，多在 6.15-6.30 元/公斤左右。据海关统计数据，2025 年 9 月我国棉花进口量 10 万吨，环比增加 3 万吨，同比减少 2 万吨。十月下旬，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。下游“金九银十”旺季逐渐弱化，纱布厂成品重回小幅累库状态，市场信心不足，棉价反弹动力欠佳，但当前纱厂纺纱利润较国庆节前有所修复，随着棉花库存走低，纱厂对棉花仍存在刚性的补库需求。

【南华观点】当前新棉收购价格相对坚挺，增产预期小幅修复，棉价跌势暂缓，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，短期策略以反弹沽空为主。

白糖：内强外弱格局重现

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收跌，周线连跌第二周。

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。
- 5.我国 9 月进口糖 55 万吨，同比增加 15 万吨，24/25 榨季累计进口 463 万吨，同比减少 12 万吨。
- 6.截至 10 月 15 日，内蒙 15 家糖厂全部开机，糖分高于去年。

【南华观点】近期糖价保持弱势运行。

鸡蛋：小码蛋价企稳

【期货动态】主力合约 JD2511 收于 2805，日环比-0.46%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.99（+0.07）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.99（+0.07）元/斤。

【现货情况】

当前需求暂无明显利好，市场走货回归常态，且随着蛋价连续上涨，终端接受有限，各市场走货不一，产日蛋价有稳有涨。销区北京，上海市场走货尚可，价格上涨。广东市场出货一般，价格暂稳观望。

【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：强势波动

【期货动态】周五苹果期货一度大幅大涨，不过主力合约回落幅度较大。

【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。当前大多数地区尚未入库或入库较慢，预计甘肃地区入库少于去年，客商拉货入库陕西、山东较多；山东果汁果脯三级果较多，有效库存低于去年；陕西入库量预计高于去年，但同样有效库存低于去年。

【南华观点】好货高价，差货低的情况不变，盘面看大有远期走势强于近月趋势，但需谨防劣币驱逐良币的情况出现。

红枣：关注订园进展

【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，新疆暂多以晴天为主。目前部分内地客商陆续前往产区订园，但当前新枣尚未下树，签订量少，价格不具代表性。

【销区动态】上周五广州如意坊市场到货 4 车，河北崔尔庄市场到货 1 车，下游以刚需补库为主，沧州特级和一级价格小幅上涨，其余现货价格基本持稳。

【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，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，关注后续新枣收购及定产情况。

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。