

金融期货早评

宏观：三季度 GDP 增速放缓

【市场资讯】1) 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议在北京开始举行。2) 中国三季度 GDP 同比增长 4.8%，前三季度同比增长 5.2%，统计局称前三季增长为实现全年主要目标奠定坚实基础。中国 9 月社会消费品零售总额同比增长较 8 月放缓至 3%，9 月规模以上工业增加值同比增长加快至 6.5%，1-9 月全国固定资产投资同比降 0.5%、全国房地产开发投资同比降 13.9%；9 月 70 城房价环比下降，二三线城市二手房环比跌幅 0.7%和 0.6%。3) 中国 LPR 报价连续五个月维持不变：10 月 5 年期以上 LPR 为 3.5%，1 年期 LPR 为 3%。4) 美方称将稀土、芬太尼和大豆列为中美经贸磋商的三大问题，中国外交部回应；中新网：海关数据显示中国 9 月未从美国进口大豆。5) 白宫经济顾问哈塞特：美国政府关门“可能在本周某个时候结束”。6) 日本自民党与维新会签署联合执政文件，高市早苗大概率出任日本首相并组建内阁；日经 225 指数涨超 3%，史上首次收盘站上 49000 点。

【核心逻辑】国内层面，中美贸易局势缓和的预期有所升温，后续需将中美贸易谈判进程作为核心关注方向，但短期内对谈判成果不宜抱有过高期待。数据方面，三季度 GDP 同比增速如期边际放缓，而 GDP 平减指数则呈现边际回升态势；从 9 月经济数据来看，生产端韧性仍存，需求端则出现一定回落。近期财政发力托底经济的意图十分明确，后续经济复苏的关键将取决于内需层面的修复节奏与力度。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：白宫再度用言语托市

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1231，较上一交易日上涨 34 个基点，夜盘收报 7.1230。人民币对美元中间价报 7.0973，较上一交易日调贬 24 个基点。

【重要资讯】1) 中美双方即将重返谈判桌。美国总统特朗普称，美方将稀土、芬太尼和大豆列为将对中方提出的三大问题。外交部发言人郭嘉昆对此回应称，中方在处理中美经贸问题上的立场是一贯、明确的。关税战、贸易战不符合任何一方利益，双方应在平等、尊重、互惠的基础上协商解决有关问题。2) 国家统计局发布数据，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%，其中，一季度增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3%。前三季度，全国固定资产投资同比下降 0.5%，扣除房地产开发投资后增长 3%；居民人均可支配收入 32509 元，扣除价格因素实际增长 5.2%。3) 日本自民党与维新会正式签署联合执政协议，高市早苗锁定出任首相并组阁。

【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。对于外部环境，我们认为更多是一场情绪对冲之战。在此背景下，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，我们依旧维持此前的观点，美元兑人民币即期汇率或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：观望情绪浓厚

【市场回顾】昨日股指高开震荡，集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘 0.53%。从资金面来看，两市成交额回落 2005.11 亿元。期指均缩量下跌。

【重要资讯】1.国家统计局发布数据，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%，其中，一季度增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3%。2.国家统计局公布 9 月 70 城房价数据，各线城市房价环比下降，70 个城市二手房价格全部下跌；63 个城市新房价格环比下跌，一线、二线城市新房价格降幅扩大。3.中美双方即将重返谈判桌。美国总统特朗普称，美方将稀土、芬太尼和大豆列为将对中方提出的三大问题。4.二十届四中全会 10 月 20 日上午在北京开始举行。中央委员会总书记习近平代表中央政治局向全会作工作报告，并就《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议（讨论稿）》向全会作了说明。

【核心观点】自上周开始，股市走势强弱交替，整体震荡，昨日尽管股市受中美贸易关系缓和，有所反弹，但量能整体收缩至 1.7 万亿左右水平，反映中美谈判未尘埃落地之前，观望情绪浓厚。昨日二十届四中全会开始举行，关注其近期将释放政策相关信号，预计将指引短期股市走势。

【策略建议】持仓观望

国债：维持震荡观点

【市场回顾】周一期债早盘低开低走，此后维持窄幅震荡，品种全线收跌。资金面宽松。

【重要资讯】1.中国前三季度 GDP 同比增长 5.2%，三季度增长 4.8%。1-9 月份，全国固定资产投资同比下降 0.5%，全国房地产开发投资同比降 13.9%，9 月社会消费品零售总额同比增长 3%，9 月规模以上工业增加值同比 6.5%。

【核心观点】因周末贸易局势缓和，周一 A 股反弹，但成交继续萎缩，整体并不强势，债市在上周连续反弹后顺势调整。数据方面，三季度 GDP 增速继续放缓，投资、消费逐渐乏力，房地产市场下行趋势持续，通缩态势未明显好转，四季度需要政策托举，基本面支持利率保持低位。四中全会已开幕，关注“十五五”规划的政策方向。短期来看，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，空仓者逢低做多。

集运欧线:现货指数强劲反弹，期价延续震荡格局

现货市场迎来积极信号，但供需基本面仍未根本好转。

【行情回顾】

昨日（10 月 20 日），集运指数（欧线）期货市场全线收涨。主力合约 EC2512 开盘于 1672.0 点，收盘于 1682.0 点，较前一交易日上涨 1.44%。远月合约也普遍上涨，EC2602 合约收盘于 1472.0 点，EC2604 合约收盘于 1124.0 点。市场最重要的积极信号来自于盘后公布的上海出口集装箱结算运价指数（SCFIS 欧线），该指数报 1140.38 点，较上期大幅上涨 10.5%。这是该指数在连续 13 周下跌后首次反弹，反映了船公司自 10 月 15 日起推行的运价提涨计划初现成效。

【信息整理】

当前市场多空因素交织，短期波动可能加剧：

- 利多因素：

- 现货指数止跌回升：最新 SCFIS 欧线指数大幅反弹 10.5%，结束连续下跌趋势，提振市场信心。

- 船公司挺价措施：达飞等主要船公司已宣布 11 月初运价上调计划，目前 10 月下旬大柜均价在 1900 美元左右，11 月提涨后大柜均价预计达 2600 美元。

- 港口运营干扰：鹿特丹港罢工由原定 48 小时停工转为无限期延长，导致该港集装箱装卸业务几近停滞，超过 60 艘船舶在海上等待，加剧区域供应链紧张。

- 利空因素：

- 红海复航预期：巴以双方已同意美方提出的加沙地带“和平计划”第一阶段，地缘政治局势缓和带动红海复航预期增强。若船舶结束绕行，市场隐性运力将转化为显性过剩。

- 供需格局宽松：四季度欧洲航线运力同比增加，供需宽松格局未根本扭转。目前现货市场提涨落地情况可能打折，尚未形成趋势性上行驱动。

- 贸易局势不确定性：尽管特朗普近期释放缓和信号，但中美贸易关系仍存变数，长期可能削弱运输需求。

【交易研判】

集运欧线期货短期预计延续宽幅震荡格局。

- 技术分析：主力合约 EC2512 短期支撑位关注 1600 点，阻力位关注 1750 点附近。若有效突破 1700 点，下一目标位在 1750 点附近。

- 操作策略：

- 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船公司提价落地打折。

- 关注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、现货货量数据及地缘政治动向。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、宋霁鹏（Z0016598）、潘响（Z0021448）、王映（Z0016367）、周骥（Z0017101）提供。

大宗商品早评

有色早评

铜：关注中美贸易磋商和降息预期指引，铜价面临方向抉择

【盘面信息】隔夜 Comex 铜收于 5.05 美元/磅，涨 0.44%；LME 铜收于 10712.5 美元/吨，涨 1.02%；沪铜主力收于 85670 元/吨，涨 0.48%；国际铜收于 76180 元/吨，涨 0.61%。沪伦比上周五为 7.94，当日 8.05，跨境比值回升。

【产业信息】1、铜期货仓单 41319 吨，较前一日减少 1530 吨；LME 铜库存 137175 吨，减少 50 吨；LME 铜注册仓单 129350 吨，注销仓单 7825 吨。COMEX 铜库存暂未有最新数

据发布。

2、据 Mysteel 统计，10 月 20 日国内市场电解铜现货库存 19.55 万吨，较 16 日增 1.24 万吨。上海库存 12.18 万吨，较 16 日增 1.12 万吨；广东库存 2.41 万吨，较 16 日降 0.22 万吨；江苏库存 4.13 万吨较 16 日增 0.39 万吨。由于上海市场近期进口铜到货流入较多，且国产货源到货亦不少，同时下游消费提升空间有限部分仓库出库量仍相对一般，库存因此增加明显。

3、据海关总署数据显示，2025 年 9 月中国铜箔进口量为 6508.93 吨，同比增加 7.28%，环比减少 4.60%；2025 年 1-9 月中国铜箔累计进口量为 59997.34 吨，同比增加 2.20%。2025 年 9 月中国铜箔出口量为 5174.88 吨，同比增加 44.69%，环比减少 0.98%；2025 年 1-9 月中国铜箔累计出口量为 37850.73 吨，同比增加 16.44%。

【南华观点】昨日发布诸多 9 月份数据，除铜板带出口总额环比增长，铜箔、铜管、铜杆线出口总额均环比回落。说明关税政策对铜加工制品已经产生影响。接下来，建议关注中美贸易磋商和降息预期，若有明确指引，铜价也将走出流畅的趋势。

【南华策略】投机者可参与 85000±500 入场试多。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。

风险点在于：宏观面预期变化对铜价影响超预期

铝产业链：观望情绪较浓

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 20910 元/吨，环比-0.38%，成交量为 11 万手，持仓 23 万手，伦铝收于 2766.5 美元/吨，环比-0.43%；氧化铝收于 2806 元/吨，环比+0.14%，成交量为 24 万手，持仓 36 万手；铸造铝合金收于 20350 元/吨，环比-0.61%，成交量为 2643 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缓和概率更大，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。总的来说，本周宏观数据较多，市场观望情绪较浓，基本面运行保持平稳，短期沪铝高位震荡。

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 1400 万吨，我们认为后续铝土矿价格偏弱震荡，氧化铝成本支撑并不稳固，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头思路为主，但在当前价格下方空间较为有限，可考虑卖虚值看涨期权。

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：持续筑底，上行契机或将至

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 21855 元/吨。其中成交量为 86404 手，而持仓则减少 11612 手至 65610 手。现货端，0#锌锭均价为 21870 元/吨，1#锌锭均价为 21800 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，夜盘受有色板块整体带动拉升。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：持续震荡

【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 12595 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 123350 元/吨，升水为 2450 元/吨。SMM 电解镍为 120950 元/吨。进口镍均价调整至 121300 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28550 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6422.73 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 250476 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】

沪镍不锈钢目前持续跟随大盘震荡，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，夜盘偏强运行

【市场回顾】沪锡主力上一交易日偏弱运行，报收在 27.93 万元每吨；成交 61538 手；持仓 2.25 万手。现货方面，SMM 1#锡价 280250 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，夜盘受有色板块带动，偏强运行。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。

工业硅&多晶硅:现货市场情绪一般

【行情回顾】周一工业硅期货主力合约收于 8565 元/吨，日环比变动+1.60%。成交量约 19.03 万手（日环比变动-4.27%），持仓量约 11.42 万手（日环比变动-1.75 万手）。SI2601-SI2605 月差为 contango 结构，日环比变动+5 元/吨。仓单数量 49303 手，日环比变动-811 手。

多晶硅期货主力合约收于 50340 元/吨，日环比变动-3.82%。成交量 15.07 万手（日环比变动-22.60%），持仓量约 5.68 万手（日环比变动-1.14 万手）。PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动+70 元/吨；仓单数量 9150 手，日环比变动+540 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+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+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%。

【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。多晶硅西南地区产区有减产动作，具体影响规模仍待观察。

铅：窄幅震荡，夜盘偏强运行

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17060 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16925 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，铅价窄幅震荡，夜盘受有色整体板块拉升带动偏强运行。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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹&热卷；冲高回落，螺纹仓单大幅减少

【盘面回顾】昨日螺纹热卷冲高回落，下跌趋势有所放缓。螺纹仓单昨日大幅减少，下降49.37%，需留意对行情的影响

【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：五连跌

【盘面信息】铁矿石继续承压运行。日线级别五连跌。

【信息整理】1. 2025 年 9 月，中国粗钢产量 7349 万吨，同比下降 4.6%；生铁产量 6605 万吨，同比下降 2.4%；钢材产量 12421 万吨，同比增长 5.1%。1-9 月，中国粗钢产量 74625 万吨，同比下降 2.9%；生铁产量 64586 万吨，同比下降 1.1%；钢材产量 110385 万吨，同比增长 5.4%。2. 根据钢联，本期铁矿石 47 港到港量 2676.3 万吨，环比减少 467.8 万吨。3. 根据钢联，本期铁矿石全球发运量 3333.5 万吨，环比增加 126 万吨。

【南华观点】当前铁矿石市场在宏观情绪与基本面双重压力下弱势运行。中美贸易摩擦持续发酵抑制市场风险偏好，加剧工业品价格集体回调。基本面呈现“供强需弱”格局：供应端，海外发运量维持季节性高位，港口库存已出现超季节性累积，全国 45 港库存环比增加至 1.43 亿吨附近，供应宽松态势延续；需求端，尽管铁水产量仍处 240 万吨/吨以上高位，但钢厂利润急剧收缩至盈亏边缘，成材销售疲软及库存压力通过负反馈机制传导至原料端，压制铁矿采购意愿。短期价格估值虽因基差走阔而偏低，空头情绪有所释放，但上行驱动不足。未来关键变量在于政策面信号，市场密切关注二十届四中全会对“十五五”规划的定调以及中美经贸磋商进展，若出台实质性内需刺激政策或贸易摩擦缓和，有望提振市场预期并托底矿价

焦煤焦炭：遇阻回落

【盘面回顾】第三季度经济数据表现较好，四季度出台大规模经济刺激政策的概率降低，周一煤焦盘面震荡回落

【资讯整理】

1. 据国家统计局，前三季度我国 GDP 同比增长 5.2%，其中，一季度增长 5.4%，二季度增长 5.2%，三季度增长 4.8%。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.5%，社会消费品零售总额增长 3%。前三季度，全国固定资产投资同比下降 0.5%，扣除房地产开发投资后增长 3%。
2. 中国央行将一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）分别维持在 3%和 3.5%不变。
3. 朔州市山阴县煤矿自 2025 年 10 月 20 日开始停产，涉及产能共计 3400 万吨，预计于 10 月 24 日恢复正常生产。
4. 美澳签署关键矿产协议，特朗普称稀土和关键矿物会多到不知所措。

【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】昨日铁合金冲高回落

【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，对本就弱勢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洵（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】WTI 主力原油期货收跌 0.13 美元，跌幅 0.23%，报 57.02 美元/桶；布伦特主力原油期货收跌 0.28 美元，跌幅 0.46%，报 61.01 美元/桶；INE 原油期货收跌 0.16%，报 438.4 元。

【市场动态】1. 欧洲理事会：已同意逐步停止进口俄罗斯天然气，并将于 2028 年 1 月 1 日（实施）全面禁令。2. 伊朗最高领袖哈梅内伊拒绝了由美国总统特朗普提出的重启伊核谈判的提议，并对特朗普所称“美国已摧毁伊朗核能力”的说法进行了驳斥。据伊朗官方媒体报道，哈梅内伊在当天的讲话中指责美国对伊朗核工业的干涉是非法、错误的行为。他表示，尽管伊朗的一些核科学家遭暗杀，但伊朗的核能力依然存在。哈梅内伊强调，伊朗不会屈服于外界压力，更不会同意强加于自己的任何协议。他还表示，伊朗仍拥有足够的导弹库存，并可以在任何时候对敌人实施打击。

【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：震荡

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4238 (+18)，LPG2512 盘面收于 4096 (+13)；FEI M1 收于 455 美元/吨 (-7)，CP M1 收于 445 美元/吨 (0)，MB M1 收于 313 美元/吨 (-9)

【现货反馈】华东均价 4338 (-7)，山东均价 4090 (-10)，最便宜交割品价格 4090 (-10)

【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，连续两日测试 60 关口；外盘丙烷依然处于弱势，内盘 pg 相对偏强，但民用气价格持续偏弱，盘面 PDH 利润持续收缩，pp 与 pg 比价从高点 1.66 下跌至 1.54。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。基本面方面国内变动不大。

PTA-PX：宏观预期乐观不足，偏弱整理

【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，本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：宏观预期利好不足，估值承压趋势不改

【库存】华东港口库至 57.9 万吨，环比上期增加 3.8 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，本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：承压运行

【盘面动态】：周一甲醇 01 收于 2248

【现货反馈】：周一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限气，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 6565（+14）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6500 元/吨，华东现货价格为 6520 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 装将于近期开车，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 总库存环比下降 2.57%。上游库存中，两油库存环比上升 6.09%，煤化工库存下降 8.34%，地方炼厂库存上升 0.22%，PDH 库存下降 15.32%。中游库存中，贸易商库存环比下降 8.62%，港口库存下降 1.16%。

【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，当前四中全会正在进行之中，本周重点关注会议所提出的新政策意见。若能看到新的刺激政策出台，或将为市场情绪带来一定提振。

PE：近期关注宏观变化

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6879（+5）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6840 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】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，下游农膜当前仍处于旺季之中，近期订单和开工率仍增长较好。但其他下游情况相对偏弱，订单跟进不足，导致企业补库意愿较低。由于总体需求增长在下半年明显转弱导致对 PE 的支撑有限。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，当前四中全会正在进行之中，本周重点关注会议所提出的新政策意见。若能看到新的刺激政策出台，或将为市场情绪带来一定提振。

纯苯苯乙烯：空头情绪加重，盘面增仓下行

【盘面回顾】BZ2603 收于 5461 (-105)，EB2511 收于 6365 (-118)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5455 (-160)，主力基差 -6 (-55)。下午华东苯乙烯现货 6370 (-115)，主力基差 5 (+3)

【库存情况】截至 10 月 20 日，江苏纯苯港口库存 9.9 万吨，较上期环比上升 10.0%。截至 2025 年 10 月 20 日，江苏苯乙烯港口库存 20.25 万吨，较上周期增 0.6 万吨，幅度 +3.05%；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。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，苯乙烯供应收紧，但国庆假期后终端需求恢复亦有限，下游多以刚需采购为主，因此供应减量的情况下苯乙烯港口库存仍居高不下。当前广西石化 60 万吨苯乙烯装置已于 10 月 18 日附近投料生产，吉林石化 60 万吨新装置于 10 月 19 日附近投料，预计后续苯乙烯去库压力仍将增大。原料端宏观扰动以及欧佩克+国家增产等导致原油持续下行，成本亦无支撑。新投产+需求疲软+高库存+原油下跌，空头情绪爆发，盘面继续下跌。策略上，纯苯进口船货延期导致短期纯苯的现货流动性收紧，而苯乙烯现货流动性较为宽松，因此短期可逢高做缩纯苯苯乙烯价差，看到苯乙烯明显的计划外减量或纯苯进口货增多后考虑做扩加工差。当前盘面受宏观扰动较大，单边建议观望为主。

燃料油：裂解上方空间有限

【盘面回顾】截止到夜盘，FU01 收于 2646 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 收于 3079 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 3141 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3350 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。

尿素：承压震荡

【盘面动态】：周一尿素 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：低位反复

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1219，0.83%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 171.07 万吨，环比上周四+1.02 万吨；其中，轻碱库存 77.05 万吨，环比上周四+1.07 万吨，重碱库存 94.02 万吨，环比上周四-0.05 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。9 月纯碱出口超过 18 万吨，符合预期，一定程度上继续缓解国内压力。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 1091，-0.37%

【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 2380，1.54%

【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】：昨日纸浆期货整体如预期偏震荡，截至收盘，各月合约小幅上行。胶版纸期货整体偏低位震荡。后均有所回落。

【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】：从现货价格来看，市场主流价格基本维稳。从基本面来看，纸浆供应端开工负荷率基本维稳，故压力犹在；需求方，下游各类用纸开工率涨跌互现，纸浆现货市场放量平缓，短期还需等待传统旺季到来以给予支撑。而港口库存延续去化缓慢，制约期价涨势。故纸浆期价白天表现趋于震荡。后受进口情况，以及部分空头平仓影响而有所回落。对于胶版纸来说，下跌趋势短暂中继。从需求面来看，虽上周开工负荷率收于 48.61%，环比下降了 1.84%，纸企短暂停机以缓解供应压力，但库存天数反而有所上涨，供应压力犹在；10 月下旬可能出现新一轮招标，即需求可能存在一定支撑，但市场预期相对悲观。故近期期价可能延续今日走势，维持低位震荡。

原木：海运制裁影响下的远月边际利多仍在，但存在不确定性

【盘面】lg2511 收盘于 802(-1.5)。lg2601 收盘于 834.5 (-1)，仓(+1388)。

【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。周末有传言，已经有原木进口船只被征收船舶特别港务费（昨日再次跟产业确认，该消息不属实，原木进口船，目前尚无被征收费用。），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：延续弱势

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6026 (+19),PL2602 盘面收于 6071 (+19);PP-PL01 价差 539 (-5);PL01-02 月差-45 (0)

【现货反馈】山东均价 6010 (-150),华东均价 6075 (-90)

【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,部分厂家价格跌至 6000 以下,此外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)、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】LH2601 收于 12155 日环比+4.16%

【现货报价】全国生猪均价 11.27 (-0.1) 元/公斤,其中河南 11.64 (+0.18) 元/公斤、四川 11.00 (+0.16) 元/公斤、湖南 10.76 (-0.00) 元/公斤、辽宁 11.54 (+0.14) 元/公斤、广东 11.52 (+0.02) 元/公斤。

【现货情况】

自 10 月中旬开始市场出现止跌回升的转折,外三元标猪价格从低点开始回升,现阶段二育入场情绪支撑一定程度上缓解了市场供应压力,其次需求端呈现缓慢回暖趋势,北方气温下降明显,肉类需求小幅提升,均对价格形成利好支撑。整体来看生猪供应过剩态势依旧,短期或有支撑,但供强需弱格局短时难以扭转,长期猪价仍存下跌预期。

【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：关注谈判结果

【盘面回顾】中美双方领导人将在月底会面，外盘持续反弹，内盘短暂企稳。

【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：短期震荡整理

【盘面回顾】油脂市场信息有限，近期维持震荡整理。

【供需分析】棕榈油：东南亚产地近期出现大暴雨，或影响棕榈油产量。船运调查机构ITS数据显示，马来西亚10月1-20日棕榈油出口量为1044784吨，较上月同期出口的1010032吨增加3.4%，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】建议棕榈油逢低入场多单。

豆一：强势突破

【期货动态】周一，豆一期货强势上涨，各合约形成突破，主力01合约上涨超1%，收于4086元/吨，持仓量明显增加，成交量维持高位，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，售粮克制及收购积极促使现货价格偏强运行，黑龙江产区39蛋白大豆主流收购价格在1.9元/斤基础上继续上移，企业提价收购明显，南方产区减产成定局，且质量表现分化，价格稳中偏强；

【市场分析】豆一盘面连续走高，形成突破，且出现在新粮上市、国储未大面积收储的背

景下，行情表现已脱离中美经贸关系紧张带来的支撑，还粮刚性收购、南方产区减产导致资金收购东北大豆意愿提升、基层理性售粮等因素共振促成本轮上涨，其中期货市场领涨，现货同步走高，企业明显提高收购报价，现货市场提价收购现象增多，鉴于国产大豆市场规模有限，收购端如出现较为一致收购或抢粮行为，价格波动或较为明显，经过连续上涨，基差走弱，盘面利润出现，关注在预期变化下，套保行为是否出现变化。现货市场高蛋白涨势强于中低蛋白，国产大豆压榨利润在原料上涨后出现回落，关注对其收购意愿的影响，整体看，各方因素发酵后的现货收购意愿将决定本轮上涨高度，下跌趋势出现变化，建议空单离场观望；

【南华观点】空单离场为主，低价库存根据风险偏好谨慎关注套保机会；

玉米&淀粉：窄幅震荡

【期货动态】CBOT 玉米收高，受大宗市场偏强的影响。大连玉米淀粉维持震荡。

【现货报价】玉米：锦州港：2115 元/吨，+35 元/吨；蛇口港：2530 元/吨，+0 元/吨；哈尔滨报价 2000 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 2740 元/吨，+10 元/吨。

【市场分析】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】后续天气晴朗为主，盘面震荡。

棉花：新疆收购价坚挺

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉冲高回落，小幅下跌，贸易局势压制棉价。隔夜郑棉小幅上涨。

【外棉信息】据印度棉花协会最新发布的 9 月供需平衡表，24/25 年度产量预期 531.1 万吨，进口预期 69.7 万吨，消费和出口预期分别在 533.8 万吨和 30.6 万吨，期末库存维持 103 万吨不变。

【郑棉信息】目前新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 19 日，全国新年度棉花公证检验量累计 82.3 万吨。近日北疆新棉收购价格略有上调，相对稳定在 6.05-6.20 元/公斤左右，而南疆价格较为强势，机采棉收购价进一步上调至 6.15-6.35 元/公斤左右。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

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一上涨，受助于中国食糖进口增加。

昨日夜盘，郑糖小幅上涨，受国内云南产区天气不佳影响。

【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 月前三周出口糖 233.46 万吨，日均出口 17.96 万吨，较上月增加

6%。

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。

7.9 月我国进口糖浆和预混粉 15.14 万吨，同比减少 13.15 万吨。

【南华观点】近期糖家保持内强外弱格局。

鸡蛋：蛋价博弈加剧

【期货动态】主力合约 JD2512 收于 2920，日环比-1.32%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.90（-0.09）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.87（-0.12）元/斤。

【现货情况】

当前市场暂无利好提振，终端需求延续弱势，同时供应面压力犹存，市场看空心态加剧，各环节积极出货为主，产日蛋价下跌为主。销区北京，广东市场到货正常，走货不快，价格弱势下跌。上海市场需求一般，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：远月强势

【期货动态】昨日苹果期货大幅大涨，远期价格一度涨幅接近 8%，受苹果质量下降影响。

【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】远期价格可能依旧维持强势走势，主力合约有所跟随但整体走势远弱于远月，因后期可交割货可能不足。

红枣：关注订园进展

【产区动态】目前新赛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，签订量尚少，价格不具代表性。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 1 车，河北崔尔庄市场到货 5 车，下游以刚需补库

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，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。