

金融期货早评

宏观：关注四中全会与 APEC 峰会

【市场资讯】1) 美国政府停摆进入第 22 天，创史上第二长纪录，失业率或临时性上升！2) 特朗普称取消与普京在布达佩斯的会面。报道称美国解除乌克兰用远程导弹关键限制。特朗普上任后首次，美国对俄两大石油公司实施制裁。油价盘中大涨 4%。3) 印媒：印度与美国接近达成贸易协议，关税从 50%降至 15%。

【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。关注美国后续发布的就业、通胀数据。

人民币汇率：人弃我取，人取我予

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1245，较上一交易日下跌 74 个基点，夜盘收报 7.1240。人民币对美元中间价报 7.0954，较上一交易日调贬 24 个基点。

【重要资讯】1) 英国 9 月 CPI 同比持平于 3.8%，低于市场预期的 4%；核心 CPI 放缓至 3.5%，低于预期的 3.7%。由于通胀保持稳定，交易员加大了对英国央行降息的押注。2) 据国家外汇局，今年前三季度，我国涉外收支总规模为 11.6 万亿美元，创历史同期新高。受十一假期对跨境收付的季节性影响，9 月跨境资金小幅净流出 31 亿美元，但 10 月以来已转为净流入，银行代客结汇和售汇大体相当。

【核心逻辑】近期，美国联邦政府陷入停摆，导致多项关键经济统计数据的发布被迫中断，市场因而进入缺乏官方数据指引的信息真空阶段。在此期间，外汇市场整体缺乏明确的趋势性方向，仅出现因地区性银行不良贷款风险所引发的短暂局部波动。人民币汇率方面，在重要会议召开期间，其波动率明显收窄，基本稳定在 7.10-7.15 的窄幅区间内运行。从后续进展来看，尽管美国参议院尚未就预算拨款案完成表决，但白宫顾问已释放信号，表明政府停摆局面有望于本周内得到解决。与此同时，市场注意力正转向将于 10 月 24 日公布的美国消费者物价指数（CPI）。目前市场普遍预期该数据同比上涨 3.1%，环比增长 0.4%。我们不排除，该关键数据的发布将打破当前市场所处的低波动状态。综合判断，尽管外部环境仍存在不确定性与潜在波动因素，但在我国“稳字当头”的政策基调引导下，尤其是在 10 月底重要会议召开前，我们维持此前判断：美元兑人民币即期汇率将继续在合理均衡水平上保持基本稳定，本周运行区间 7.10-7.15。

【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：等待增量信息引导

【市场回顾】昨日股指走势震荡，小幅偏弱，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.33%。从资金面来看，两市成交额回落 2060.38 亿元。期指各品种均缩量下跌。

【重要资讯】1. 中国基金业协会即将发布公募基金业绩比较基准规则征求意见稿。同时，

以头部基金公司为主的多家管理人已上报一批拟作为业绩比较基准的指数，种类涵盖宽基、行业、风格等多种类型。不过对于进入实际基准库的指数数量，监管层的态度整体较为审慎。2.美联储举办最新 Fintech 会议，围绕传统金融与数字资产融合、稳定币商业模式、AI 在支付中的应用、代币化产品四大议题展开讨论。

【核心观点】昨日股市走势震荡，基本符合预期，两市成交额继续缩量，且幅度较大，对应今日股市波动幅度明显收窄，反映市场继续观望为主。不过临近二十届四中全会内容公布，若存在明显增量信息拉动，按照此前资金流入流出节奏来看，一是入场节奏将较快，二是量能较为充沛，所以需重点关注信息面的变化。中美贸易层面，近期仍在反复拉扯，在有实质性进展之前，由于市场逐步转向观望，量能收缩，股指走势对其敏感度逐步弱化。基于此，近期走势方向不定，短期若想博取后续信息面变化带来的收益，可尝试做多期权波动率。

【策略建议】关注买入跨式期权策略机会

国债：等待消息指引

【市场回顾】周三期债震荡，除 TS 微跌以外，其余品种收涨。资金面保持宽松。

【重要资讯】1.特朗普称预计中美会在 APEC 峰会上达成贸易协议，但中美元首未必见面。如果双方最终未能达成协议，将征收 155% 的关税。

【核心观点】昨日 A 股前期热门板块有再度启动之势，但量能不足，突破无果。债市日内略受股市影响，目前长债价格在区间震荡上沿附近，等待消息面指引。特朗普对于贸易谈判的言论又有反复，隔夜美股收跌，不利于 A 股反弹，但利于债市。当前资本市场仍在等待四中全会对于“十五五”规划的政策表述以及中美贸易谈判的结果，今日关注四中全会的消息。操作以偏多思路对待，不追高。

【策略建议】低位多单少量持有，空仓者逢低做多。

集运欧线：地缘风险扰动市场，期价延续高位整理

现货指数高位滞涨迹象初现，地缘政治不确定性主导短期情绪，供需宽松格局未改。

【行情回顾】

昨日（10 月 22 日），集运指数（欧线）期货市场延续偏强走势。主力合约 EC2512 收盘于 1788.3 点，较前一交易日上涨 2.25%。市场在经历了前一交易日（10 月 21 日）的大涨后，情绪趋于稳定，交投活跃。远月合约也同步收涨，整体呈现近强远弱格局，反映出市场对近期供需改善的预期强于远期

【信息整理】

当前多空因素交织，地缘政治与供需基本面仍是核心矛盾：

• 利多因素：

- 船司挺价态度坚决：马士基、达飞等主流航司维持 11 月初运价上调计划，大柜目标价坚持 2600 美元以上，部分现货订舱价已上探至 2000 美元上方。

- 北极航线开辟新变量：宁波舟山港至费利克斯托港的北极东北航道正式开通，长期或分流高时效货品，改变运力分布格局。

- 宏观数据韧性：国内前三季度居民出游人次同比增 18%，间接支撑运输需求预期。

• 利空因素：

- 红海复航预期强化：巴以和谈推进叠加苏伊士运河通航效率提升预期，若船舶结束绕行，周度有效运力或增加 3-5%。

。运力供给压力持续：下周中国至欧线计划运力 34 万 TEU，环比增 6%，美线转调船舶加剧欧洲航线供应过剩。

。现货需求疲软：欧元区制造业 PMI 连续三个月萎缩，美国制造业指数低于预期，削弱四季度货量复苏动力。

【交易研判】

集运欧线期货短期或维持高位震荡，突破需现货货量进一步验证。

• 技术分析：主力合约 EC2512 短期延续区间震荡格局，关键整数关口附近存在心理支撑，前期高点附近形成技术阻力。若量能配合突破当前震荡区间上沿，上行空间有望打开。

• 操作策略：

。趋势交易者：可依托关键支撑区域轻仓试多，反弹至阻力区域附近逐步止盈，严格设置止损区间控制风险。

。套利交易者：近远月合约价差波动加剧，可关注合约间价差回归机会，避免单边过度暴露。

• 风险提示：

。警惕红海复航进程超预期导致远月合约承压。

。关注船公司 11 月涨价实际执行率及现货舱位预订数据。

。密切跟踪地缘政治突发事件及交易所监管政策变化。

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

黄金&白银：低位震荡

【行情回顾】周三贵金属价格整体低位震荡，周边美指震荡，10Y 美债收益率走低，美股下跌，比特币下跌，原油回升。影响因素看，近期伦敦市场金银现货紧缺度明显缓解，ETF 租赁利率下降且可租借量已经回到挤仓前水平，同时伦敦现货较 COMEX 期货溢价缩减，期权隐波下滑，但仍高于此前常规水平。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 4116.6 美元/盎司，+0.18%；美白银 2512 合约收报于 48.18 美元/盎司，+1%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 952.56 元/克，-3.92%；SHFE 白银 2512 合约收 11404 元/千克，-3.86%。消息面，高盛维持黄金 2026 年底达到每盎司 4900 美元的目标价，主要因市场对黄金作为战略投资组合多元化工具的兴趣日益增长，他们认为充满“粘性”且结构性的购买将持续下去。美国财长威胁升级对俄制裁，引发美国下午盘时段贵金属回升。

【降息预期与基金持仓】降息预期小幅降温。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 月累计降息 25 个基点的概率为 4.4%，累计降息 50 个基点的概率 95.5%，累计降息 75 个基点的概率为 0.2%；美联储 1 月累计降息 50 个基点的概率为 41.1%，累计降息 75 个基点的概率为 57.1%，累计降

息 100 个基点的概率为 0%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 6.29 吨至 1052.37 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 79.03 吨至 15597.6 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 57.7 吨至 691.7 吨；截止 10 月 17 日当周的 SGX 白银库存周减 57.4 吨至 1050.7 吨。

【本周关注】数据方面，关注受美国政府停摆影响，而定于 10 月 24 日公布的美国 9 月 CPI 数据。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；国内二十届四中全会于 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，但短期进入调整阶段，急跌下关注中期逢低补多机会，前多底仓则继续谨慎持有。伦敦金阻力 4150，支撑 4000；白银阻力 50-50.5，强阻力 55，支撑 48。

铜：关注精废差变动，预期利多铜价

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 4.994 美元/磅，跌 0.04%；LME 铜收于 10658.5 美元/吨，涨 0.33%；沪铜主力收于 85380 元/吨，涨 0.46%；国际铜收于 75980 元/吨，涨 0.58%。主力收盘后基差为-440 元/吨，较上一交易日下跌 760 元/吨，基差率为-0.52%。沪伦比 21 日为 7.97，22 日 8.06，跨境比值回升。

【产业信息】1、22 日，上期所铜期货注册仓单 36553 吨，较前一日减少 1125 吨；上期所铜库存 110240 吨，较前一日增加 550 吨；LME 铜库存 136875 吨，减少 300 吨；LME 铜注册仓单 127575 吨，较前一日增加 225 吨，注销仓单 9275 吨。21 日，COMEX 铜库存 345924 吨，较 20 日减少 692 吨。

2、海关总署数据显示，9 月份中国铜废碎料进口量为 18.41 万吨，同比增加 14.8%，1-9 月中国铜废碎料进口量 169.9 万吨，同比增加 1.4%。据 Mysteel 了解，从 9 月底开始，国内海关对于废铜进口抽检率有提升，加之对于废铜进口原产地证件的查验问题（今年美国废铜通过转口贸易量增加），使得国内主要废铜进口港口宁波、佛山存在较大数量的废铜进口柜排队清关的情况，废铜进口清关时间有延长。其次是铜价持续走高，进口废铜亏损扩大，抑制废铜进口贸易情绪，预测 10 月废铜进口量或出现一定的下降，4 季度废铜进口增加压力较大。

【南华观点】特朗普称将于明年初访问中国，但外交部并未给出明确回应，这一消息激发市场对贸易协议的乐观情绪，提振美元，使得铜价承压。金铜比高位回落或将释放部分获利资金，对铜也是利多支撑。因此，短期多空参半，铜价维持 84000-86000 区间震荡为主。但需要警惕精废差变动对精铜需求的利多，从而支撑盘面重心抬升。

【南华策略】投机者可依托参与 85000±500 入场逢低多。

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：宏观面变化对铜价影响超预期

铝产业链：氧化铝过剩状况未改

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21045 元/吨，环比+0.55%，成交量为 13 万手，持仓 26 万手，伦铝收于 2805.5 美元/吨，环比+0.88%；氧化铝收于 2829 元/吨，环比+1.22%，成交量为 27 万手，持仓 36 万手；铸造铝合金收于 20516 元/吨，环比+0.56%，成交量为 3313 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二电解铝社库继续去库，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头思路为主，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：价差继续扩大

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22000 元/吨。其中成交量为 10.23 万手，而持仓则增加 2250 手至 13.27 万手。现货端，0#锌锭均价为 21900 元/吨，1#锌锭均价为 21830 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，夜盘收外盘和有色整体带动偏强运行。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，目前来到 -6000 元/吨下方。目前沪锌基本面相对于海外仍处弱势，供强需弱格局明显，LME 锌维持上涨趋势。库存方面，国内库存震荡，而 LME 去库速度放缓，低库存为价格提供支撑。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】十一月有一定上行契机

镍，不锈钢：持续震荡，等待明确信号

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121380 元/吨，下跌 0.11%。不锈钢主力合约日盘收于 12710 元/吨，上涨 0.36%。

【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 2500 元/吨。SMM 电解镍为 122100 元/吨。进口镍均价调整至 121250 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28550 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6472.73 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 -0.1%。8-12%高镍生铁出厂价为 935 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 -7.16%。纯镍上期所库存为 34419 吨，LME 镍库存为 250878 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，

中美关税进展反复调整风险偏好。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。不锈钢方面日内有一定上行，重新站上 12700 一线，现货成交较为火热，支撑盘面回调。目前相较前期连续去库周期上行动力不足，成本松动下不锈钢或宽幅震荡为主，等待明确信号。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：偏强运行

【市场回顾】沪锡主力上一交易日偏强震荡，报收在 28.17 万元每吨；成交 38638 手；持仓 1.73 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，锡价偏强震荡。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。短期内供给端扰动解决难度较大，沪锡仍以多头看待，目前支撑在 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。

碳酸锂:底部空间稳固

【行情回顾】周三碳酸锂期货主力合约收于 77120 元/吨，日环比+1.50%。成交量 37.64 万手，日环比+90.15%；持仓量 35.32 万手，日环比+4.30 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 contango 结构，日环比-100。仓单数量总计 29019 手，日环比-873 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 865 美元/吨，日环比+0%。锂盐市场报价上涨，电池级碳酸锂报价 74350 元/吨，日环比+250 元/吨；电池级氢氧化锂报价 78200 元/吨，日环比+100 元/吨，贸易商基差报价走强。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+100 元/吨，三元材料报价变动+300 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+5000 元/吨，电解液报价变动+0 元/吨。

【南华观点】锂矿现货流通偏紧，矿价表现韧性较强，下游企业需求旺盛，且储能订单对于原料要求较低，低价老货被市场快速消化。仓单持续去化反映下游需求耗用增加，后续矛盾需更多关注下游排产是否持续超预期以及其他供应端复产速度，预计后续碳酸锂价格偏强运行。

工业硅&多晶硅:震荡调整

【行情回顾】周三工业硅期货主力合约收于 8805 元/吨，日环比变动-0.17%。成交量约 9.15 万手，持仓量约 16.24 万手（日环比变动+1.20 万手）。SI2601-SI2605 月差为 contango 结构。仓单数量 48738 手，日环比变动-113 手。

多晶硅期货主力合约收于 52615 元/吨，日环比变动-0.57%。成交量 8.18 万手，持仓量约 7.85 万手（日环比变动+0.20 万手）。PS2601-PS2605 月差为 back 结构；仓单数量 9300 手，日环比变动+10 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 10000 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 21100 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 53 元/kg，日环比+0.38%；N 型硅片价格指数 1.35 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.313 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.659 元/瓦，日环比+0%，分布式 N 型 182 组件报价 0.671 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

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17170 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17000 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，铅精矿加工费持续下降，原料端供应偏紧，原生铅冶炼端开工率维持稳定。再生铅方面受原料限制及冶炼端小幅亏损，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，目前虽然库存维持低位，但十月底至十一月可能出现累库趋势。观望供给和下游，预计价格维持震荡。

【南华观点】震荡为主，策略上建议期权双卖赚取权利金

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：短期看反弹，中长期偏弱

【盘面回顾】昨日螺纹热卷小幅反弹，但成交量有所下滑，资金参与度不高，低估值下易反弹，但上方压力逐渐变大。

【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。短期看反弹，但中长期仍偏弱。

铁矿石：上方仍有压力

【盘面信息】铁矿石价格震荡回升。上方仍有压力。

【信息整理】1. 根据钢谷网和找钢网，本期钢材产量维稳，需求回升，库存下降；2. 根据钢联，9月433家铁矿山企业铁精粉产量为2284.5万吨，环比减少35.6万吨。1-9月累计产量20691万吨，同比减少891.8万吨；

【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震荡运行。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，供应宽松态势延续；需求端，尽管日均铁水产量仍处240万吨以上高位，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：上游供应继续收紧

【盘面回顾】震荡上行

【资讯整理】

1. 本周，钢联口径523焦煤矿山减产去库。
2. 特朗普称中美会在APEC峰会上达成贸易协议，但中美元首未必见面。外交部回应：目前没有可以提供的信息。
3. 贝森特称将“大幅加码”对俄制裁，随后美国财政部宣布制裁两大俄油公司。特朗普称取消与普京在布达佩斯的会面，因为会面不会取得任何进展。
4. 中国煤炭资源网产地焦煤简评，关于市场传言“乌海露天煤矿即日起因环保问题全部停产治理”，自2023年阿拉善左旗新井煤矿事故以来，乌海地区70%露天煤矿因为资源整合和煤矿治理整改等影响，长期处于停产状态，其他露天煤矿产量也偏低，今年露天煤矿供应主要来源于采空区治理项目。上周乌海地区环保再度加严，乌达地区三个采空区治理项目和部分露天煤矿再度停产，上周末采空区治理项目销售恢复，但目前生产仍未恢复，恢复时间暂不确定，其中部分采空区治理项目已清库，由于三个采空区治理项目原煤供应占乌海地区原煤供应30%左右，所以后期需重点关注采空区治理项目复产时间。

【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：基本面支撑有限，短期震荡

【盘面回顾】昨日铁合金小幅反弹

【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，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】中美摩擦的不确定，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洙（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：美制裁俄油巨头，油价继续反弹

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 1.48 美元，涨幅 2.6%，报 58.5 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 1.58 美元，涨幅 2.59%，报 62.59 美元/桶；INE 原油期货收涨 1.65%，报 449.1 元。

【市场动态】1. 商务部公布 2026 年原油非国营贸易进口允许量总量、申请条件和申请程序。

根据《中华人民共和国货物进出口管理条例》和我国加入世贸组织的有关承诺，商务部制定了《2026 年非国营贸易进口允许量总量、申请条件和申请程序》，现予公布。2026 年原油非国营贸易进口允许量为 25700 万吨。2. 美国至 10 月 17 日当周 EIA 原油库存-96.1 万桶，预期+120.5 万桶，前值+352.4 万桶。战略石油储备库存+80 万桶，前值+80 万桶。库欣原油库存-77 万桶，前值-70.3 万桶。汽油库存-214.7 万桶，预期-80.9 万桶，前值-26.7 万桶。精炼油库存-147.9 万桶，预期-193.3 万桶，前值-452.9 万桶。原油产量减少 0.7 万桶至 1362.9 万桶/日。商业原油进口 591.8 万桶/日，较前一周增加 39.3 万桶/日。原油出口减少 26.3 万桶/日至 420.3 万桶/日。炼厂开工率 88.6%，预期 85.3%，前值 85.7%。

【南华观点】近期原油市场波动加剧，美国取消“特普会”并加码对俄制裁，将俄两大石油巨头列入黑名单，叠加乌克兰打击俄能源设施，直接推升供应担忧，带动欧美油价一度大涨超 4%，欧洲柴油涨 7%，油市短期反弹行情开启。但中长期隐忧仍存，沙特原油出口、产量双增，OPEC+计划 11 月继续增产，国际能源署预警 2026 年或现 400 万桶/日供应过剩。虽有中国 2026 年原油进口允许量释放需求预期、美国采购战略储备托底，却难改基本面偏弱底色。

LPG：随原油上涨

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4318（+81，LPG2512 盘面收于 4174（+83）；FEI M1 收于 480 美元/吨（+12），CP M1 收于 443 美元/吨（+3），MB M1 收于 336 美元/吨（+10）

【现货反馈】华东均价 4259（-5），山东均价 4250（+50），最便宜交割品价格 4150（+0）

【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】俄乌问题再次升级，推升原油风险溢价，隔夜原油大涨 4%，带动内外盘 pg 上涨，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 1.53。预期短期价格跟随原油波动。

PTA-PX：随成本端反弹

【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 将随成本端低位震荡。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：供应端扰动频现，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】盛虹 90w 近期按计划检修。

【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】

10 月 22 日传闻部分沙特进口船只由于船东存在部分美国股份, 因此在“特别港务费”限制下卸货受影响。据当前信息评估, 该事件总体影响幅度有限, 主要以物流节奏问题, 11-12 月进口量可能因物流重构而向后延迟。后续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, 待宏观定性之后逢高卖出虚值看涨期权。

甲醇：承压波动

【盘面动态】：周三甲醇 01 收于 2260

【现货反馈】：周三远期部分单边出货利买盘为主, 基差 01-39

【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：意外检修增多，供需压力略有缓解

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6619 (+36)。

【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 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】从基本面看，供给方面，近期聚烯烃装置消息偏多，内蒙宝丰由于上游合成压缩机检修，PP 一条线（50 万吨）停车，同时大榭石化由于上游技改，二期两条线（90 万吨）停车。因此 PP 供应压力短期有所缓解。而在需求方面，虽然近期盘面的波动带动了部分投机性补库意愿，但是在今年下游“旺季不旺”的态势中，需求端总体驱动不足，无法对 PP 形成强支撑。对比 PP、PE 来看，在 PP 多套装置出现非计划性停车的情况下，其供需格局改善的程度略优于 PE，因此短期的基本面变化支持做缩 L-P 价差。从宏观层面看，近日金融避险情绪有所降温，黄金下跌，叠加中东地缘问题再现，原油价格底部回升，带动化工品上涨。与此同时，本周二十届四中全会正在召开，若有新的刺激政策出台，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 6936 (+53)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6860 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 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】从基本面看，供给方面，近期聚烯烃装置消息偏多，内蒙宝丰由于上游合成压缩机检修，PE 全密度装置 2 线停车（55 万吨），而同时镇海 HDPE 装置（30 万吨）预计提前两周开车。总体来看，PE 后续检修损失量仍将维持低位，供应压力持续偏大。需求方面，由于下游农膜仍处于旺季之中，近期开工率和订单均有较明显的增长，但其他下游表现偏

平，需求增长驱动有限。因此，PE 供强需弱的格局无法得到根本性解决，导致其下方支撑不足，持续呈现偏弱震荡走势。从宏观层面看，近日金融避险情绪有所降温，黄金下跌，叠加中东地缘问题再现，原油价格底部回升，带动化工品上涨。与此同时，本周第二十届四中全会正在召开，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，近期仍需重点关注宏观动向以及成本端波动。

纯苯苯乙烯：低位反弹

【盘面回顾】BZ2603 收于 5563 (+87)，EB2511 收于 6538 (+100)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5495 (+70)，主力基差 -68 (-17)。下午华东苯乙烯现货 6545 (+100)，主力基差 7 (-)

【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。昨日宏观扰动加剧，美国加大对俄制裁，油价反弹，纯苯苯乙烯跟涨。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：消息层面刺激，成本推升

【盘面回顾】截止到夜盘，FU01 收于 2691 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：消息面刺激，成本端上涨

【盘面回顾】截止到夜盘，LU12 收于 3135 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：原料扰动担忧

【盘面回顾】BU01 收于 3249 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3330 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】本周今日盘中，受消息面影响“突发新闻:美国已通知其盟友即将对委内瑞拉发动军事打击”，使得盘中原油和沥青均出现了一定幅度的上涨。由于委内瑞拉的马瑞原油是我国沥青炼厂主要用的油种之一，占比超 20%，因此市场担忧沥青原料受阻。短期我们无法判断消息的准确性如何，只能后期跟踪委内瑞拉原油发运量和国内的进口情况。总的来看观点并无大的变化，如下所述：

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。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，或者价格拉高后重新寻找压力位，进行空单布局。

玻璃纯碱烧碱：关注供应边际变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1223，1.07%

【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。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1094，0.64%

【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】

现货继续弱势运行。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。关注供应边际变化。

烧碱：

【盘面动态】烧碱2601合约昨日收于2380，0.21%

【基本面信息】

国内液碱市场均价下降。西北地区有企业出货价格下滑，内蒙古部分地区液碱货源供应充足，出货存压，为保证出货价格下调。宁夏地区液碱供应偏剩，加之外围有低价货源流入，企业出货不畅，价格下调。东北辽宁地区氯碱企业处于检修状态，厂家出货压力不大，价格维持坚挺。华东地区安徽、江西地区液碱市场价格有松动下滑情况，需求表现一般。其他地区液碱市场成交重心暂稳。

【南华观点】

短期检修或对现货价格有所支撑。近端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，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，影响阶段性的补库节奏。

纸浆&胶版纸：部分纸企小幅上调报价，期价震荡上行

【盘面回顾】：昨日纸浆期货与胶版纸期货震荡上行后有所回落。

【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，近期部分纸企提高牛卡纸、瓦楞纸等纸种价格，引领期价上行。从基本面来看，巴西Eldorado旗下工厂近期停工检修，供应端压力稍减；需求方，延续此前，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。故纸浆期价在供应与下游市场价格的催动下近日表现趋于震荡上行。对于胶版纸来说，下跌趋势短暂中继。其同样受到纸企提价带来的利多影响；此外，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。故就当前来看，纸浆与胶版纸短期涨势可能仍旧延续，但期价上方仍存一定制约。

原木：月差新低

【盘面】lg2511 收盘于 795 (-8)。lg2601 收盘于 831.5 (-6.5)，持仓 1.7 万手。

【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】

01 合约在交易预期，这个预期是基于特别港务费政策上的对等反制。若原木船只特别港务费收费落地，则会引发潜在的两种可能结果，一个是 CFR 的报价大幅度抬升，转嫁成本给进口贸易商，以及下游的终端消费者。一个是这批涉事船只不再停靠中国的码头，从而引发供应减量，供需弱平衡格局打破。个人认为，若事态持续，对于第一种，传导机制是不畅的，大家对于高价是非常抵触的，第二种的可能性相对更高。但不管怎样，这都是利多因素。而利空因素在于，第一，这个政策的稳定性，很可能不怎么样。第二，哪怕最终持续到 01 合约交割前夕，交割逻辑将再次上演。在规则未发生重大调整的情况之下，又是个贴水进交割的状态。

月差上看，11-01 继续走锁，来到 -41，新低。11 就是走交割逻辑，要深贴水。不是 01 的预期在，现在也不可能给到这个价格。那么这个月差，就是理解为转抛的成本是否足够了。存储成本，木材的新鲜程度，转抛产生的交割费用各家算法都不同。-41 附近的月差，继续走缩空间相对有限了。注意风险。

策略上：

- 1) 01 合约备兑看涨策略。对应着多头头寸的总量，额外建立 1/3 的 lg2601c850 卖方，2/3 的 lg2601C875 的卖方头寸。
- 2) 01 合约有多头头寸的，挂好动态回撤止盈单。

丙烯：震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6084 (+49)，PL2602 盘面收于 6125 (+42)；PP-PL01 价差 535 (-13)；PL01-02 月差 -41 (-7)

【现货反馈】山东均价 6010 (0)，华东均价 6075 (0)

【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】原油端受地缘影响低位反弹 4%，带动 pg 价格上涨，短期下方成本提供支撑。但丙烯端整体依然偏宽松，现货市场触及低点后持稳，商家积极出货，PP 终端需求仍偏弱，缺少实质向上驱动。短期预期维持震荡格局。

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：出栏减少

【期货动态】LH2601 收于 12220 日环比-0.12%

【现货报价】全国生猪均价 11.71 (+0.22) 元/公斤，其中河南 11.94 (+0.07) 元/公斤、四川 11.49 (+0.22) 元/公斤、湖南 11.12 (+0.21) 元/公斤、辽宁 12.19 (+0.27) 元/公斤、广东 11.62 (+0.00) 元/公斤。

【现货情况】

受二育补栏及情绪影响，市场供应压力不大，反观屠宰端采购有所难度，对猪价形成一定利好。明日部分市场猪价或仍有偏强预期，关注二育及市场情绪变化，具体以实际成交为主。目前北方养殖场体重变化不大，主流 120-125 公斤，部分养殖场对后期行情看法不乐观，月日前养殖亏损，有窄幅降重预期。西南及华南市场国庆节后体重被动上移，但是中旬开始，养殖场降重走量意愿加强，体重小幅下降。

【南华观点】

生猪阶段性出栏减少，可适当采取 1-5 正套。在供应量依旧保持高位的情况下，单边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】临近月底会议，空平下内盘反弹。

【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：短线观望等待指引

【盘面回顾】油脂市场信息有限，近期维持震荡整理，观望为宜。

【供需分析】棕榈油：据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 10 月 1-20 日棕榈油产量预估增加 10.77%，其中马来半岛增加 4.54%，沙巴增加 21.99%，沙撈越增加 16.69%，婆罗洲增加 20.45%。目前减产程度不及预期。不过印尼明年 B50 计划支撑市场未来需求，加上马棕 10 月出口好转，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】短期观望为主，等待市场进一步信息指引。

豆一：回调有限

【期货动态】周三，豆一盘面偏弱运行，01 合约收低，盘中探底回升，收于 4057 元，夜盘偏强整理，收于 4063 元，持仓与成交量维持高位，注册仓单持平于 7090 手；

【现货情况】东北产区价格稳定，黑龙江产区低蛋白普通豆毛粮价格 1.8-1.85 元/斤不等，39 蛋白毛粮价格上涨至 1.9 元/斤，哈尔滨一等豆 39 蛋白以上中粒塔粮装车价 2.02 元/斤；南方部分产区由于阴雨影响，收割及收购工作开展困难，农户收割进度慢于同期；

【市场分析】今年售粮端的克制挺价、南方产区受灾以及刚性还粮需求改变了以往新季上市，价格单边下行的运行节奏，目前，买卖双方角力相对平衡，不过新粮上市压力仍需释过程，考验中下游收购力度支撑情况，在卖压分散情况下，价格磨底时间或将延长；另外，由于价格形势较好，国储收购尚未发力，限制价格回落预期，综合看，国产大豆市场基本面压力有所缓解，价格表现好于往年同期，短期注意后端卖压释放带来的压力；

【南华观点】观望，低价库存根据风险偏好关注套保机会；

玉米&淀粉：卖压仍处于主动释过程

【期货动态】周三，连盘玉米各合约回调运行为主，01 合约收高于 2133 元，淀粉跟随调整，跌幅较小，01 合约收涨于 2426 元。玉米注册仓单增加 12644 手至 61968 手。

【现货报价】玉米：锦州港：2120 元/吨，+0 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 2760 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】东北产区玉米价格偏稳，企业报价涨跌调整，大体稳定，北港收购价格稳定，华北天气转晴，玉米上市、收购进度有所加快，变质风险下降，低价贱卖心态消散，市场供应整体有所下降，价格稳中偏强。山东深加工企业门前整体到货量中性，企业报价涨跌互现，销区市场玉米价格暂稳，产区提价抑制收购意愿，玉米淀粉企业执行订单，走货好转，价格坚挺。在华北受灾情绪退潮后，市场涨价动力有所消散，价格运行将回归新粮上市压力之上，注意回调风险；

【南华观点】短线反弹动能释放，注意回踩确认。

棉花：上方仍存压力

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌 1%，美国政府停摆持续，市场缺乏报告数据指引。隔夜郑棉收于昨日结算价。

【外棉信息】据印度商务部数据显示，8 月印度棉花进口量约为 6.3 万吨，环比增加 8.4%，

同比增加 33.9%，8 月印度棉花出口量为 1.9 万吨，环比增加 4.2%，同比增加 88.5%。

【郑棉信息】目前全疆棉花采摘进度近七成，北疆已进入尾声，南疆进度也有所加快，截至 2025 年 10 月 21 日，全国新年度棉花公证检验量累计 97.86 万吨。近日新疆机采棉收购价格小幅上调，其中南疆价格相对强势，目前北疆多集中在 6.10-6.25 元/公斤，南疆多集中在 6.20-6.40 元/公斤。目前下游“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：弱势承压

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三收跌，创下 6 月以来最低收盘价。

昨日夜盘，郑糖小幅下跌，整体受外盘下跌拖累。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5760 元/吨。昆明中间商报 5650-5810 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 2925，日环比-0.71%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.90（-0.00）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.87（-0.00）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：近弱远强

【期货动态】昨日苹果期货小幅回落，远期价格相对坚挺，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、山东产区晚富士处于下树的最后阶段，受到前期连续阴雨影响，西部产区上色不佳，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：新季下树在即

【产区动态】目前新季灰枣处于皱皮吊干阶段，当前预报来看，南疆暂多以晴天为主，部分产区开始零星下树，内地客商陆续前往产区订园，关注本月底集中下树情况。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 5 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）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。