

金融期货早评

宏观：关注美国通胀数据

【市场资讯】1) 中美将于 10 月 24 日至 27 日在马来西亚举行经贸磋商。2) 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报。党的二十届四中全会审议通过“十五五”规划建议。3) 白宫称特普会并非完全不可能，普京：美国新制裁不会对俄经济产生重大影响。欧盟通过对俄新制裁方案，从 2027 年起禁止进口液化天然气，首次将加密平台纳入制裁。

【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。二十届四中全会于 2025 年 10 月 20 至 23 日在北京召开，会议审议通过了《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》。会议公报强调科技目标“追赶”转向“领先”，而政策重心向民生领域倾斜。而关于年内工作部署，会议强调坚决实现全年经济目标，尽管前三个季度 GDP 增速为 5.2%，但实现全年经济目标仍需要政策支撑。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。重点关注美国物价指数的公布。

人民币汇率：二十届四中全会强调坚决实现全年经济社会发展目标

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1221，较上一交易日上涨 24 个基点，夜盘收报 7.1235。人民币对美元中间价报 7.0918，较上一交易日上涨 36 个基点。

【重要资讯】1) 二十届四中全会公报发布。全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标：高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，社会文明程度明显提升，人民生活品质不断提高，美丽中国建设取得新的重大进展，国家安全屏障更加巩固。2) 韩国央行维持基准利率 2.5% 不变，连续第三次按兵不动。3) 土耳其央行将基准利率下调 100 个基点，从 40.5% 降至 39.5%。

【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：会议公告有助市场信心提振

【市场回顾】昨日股指走势震荡，小幅偏强，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.30%。从资金面来看，两市成交额回落 239.47 亿元。期指各品种均放量上涨。

【重要资讯】1.二十届四中全会公报发布。全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标：高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，社会文明程度明显提升，人民生活品质不断提高，美丽中国建设取得新的重大进展，国家安全屏障更加巩固。在此基础上再奋斗五年，到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。

【核心观点】二十届四中全会公报发布，整体定调到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升。全文把科技放在了更加重要的位置，预计对于短线科技行业情绪，以及中长期科技概念形成利好；对于制造业中的传统行业以优化提升为主，此外，“坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合”，仍表明大力提振内需，整体定调有助于市场信心进一步提升，具体细节有待纲要公布，预计今日市场将受提振有所上行。不过由于细节有待公布，中美磋商在即，可持仓观望，不建议追高。

【策略建议】持仓观望

国债：等待低点机会

【市场回顾】周四期债开盘后走弱，临近午盘翻红，午后走弱，品种全线收跌。资金面保持宽松。

【重要资讯】1.“十五五”时期经济社会发展的主要目标：高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，社会文明程度明显提升，人民生活品质不断提高，美丽中国建设取得新的重大进展，国家安全屏障更加巩固。

【核心观点】昨日 A 股早盘走弱，午后传来中美将在马来西亚进行经贸磋商的消息，股市回升，尾盘持续走强，债市相应回落。消息方面，四中全会公报披露，明确提出十五五发展目标，高质量发展、提升科技实力放在首位。股市相关板块情绪或得到提升，若今日股市继续反弹，债市将有进一步的低点出现。操作仍以偏多思路对待，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：期价稳步上行，中美磋商成短期焦点

现货市场挺价情绪延续，但供需宽松格局未改，期价波动仍受事件驱动。

【行情回顾】

昨日（10 月 23 日），集运指数（欧线）期货市场延续反弹态势，主力合约 EC2512 收盘报 1793.1 点，较前一交易日上涨 1.07%，成交额 19.44 亿元。远月合约同步跟涨，市场整体交投情绪谨慎，成交量较前期缩量，投资者静候中美经贸磋商及地缘政治事件明朗化。值得注意的是，期价已连续三个交易日收阳，较 10 月 20 日低点（1682 点）累计反弹约 6.6%，反映现货挺价预期及红海局势不确定性对近月合约的支撑。

【信息整理】

多空因素密集叠加，短期波动或加剧：

• 利多因素：

。船司挺价措施落地：马士基已开舱 11 月第一周（第 45 周）报价，大柜运价报 2350 美元，虽略低于涨价函目标（2500 美元），但较 10 月报价提涨 550 美元，挺价意愿明确。

- 中美磋商开启：10月24日至27日，中美在马来西亚举行经贸磋商，若谈判取得进展，有望提振中欧贸易链需求。

- 地缘风险延续：巴以停火谈判近期再度陷入曲折，红海复航预期推迟，船舶绕行导致的运力损耗继续支撑现货溢价。

- 利空因素：

- 供需宽松格局未解：尽管船司调控运力，但四季度欧线计划运力同比增加，现货货量可持续性存疑。

- 红海复航潜在压力：若巴以局势超预期缓和，绕行船舶回归可能使隐性运力转化为显性过剩。

- 贸易摩擦隐忧：欧盟对俄第19轮制裁涉及中国企业，可能间接抑制中欧贸易活动。

【交易研判】

集运欧线期货短期或维持高位震荡，突破需基本面与政策面共振。

- 技术分析：主力合约 EC2512 日线级别均线呈多头排列，但 1800 点附近存在心理阻力，若量能配合不足，可能回踩 1750 点附近支撑。

- 操作策略：

- 趋势交易者：建议观望为主，若回调至支撑区间可轻仓试多，严格设置止损。

- 套利交易者：可关注 EC2512-EC2602 正套机会，近远月价差受现货挺价支撑仍存走阔空间。

- 风险提示：

- 警惕中美磋商结果不及预期或船司 11 月涨价执行力度打折。

- 关注红海复航进程及欧盟制裁对贸易流的实际影响。

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：维持震荡调整

【行情回顾】周四贵金属价格延续震荡调整，周边美指震荡，10Y 美债收益率回升，欧美股指整体小幅上涨，比特币反弹，原油涨幅较大。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 4143.2 美元/盎司，+1.91%；美白银 2512 合约收报于 48.65 美元/盎司，+2.03%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 942.28 元/克，-0.77%；SHFE 白银 2512 合约收 11467 元/千克，+1.24%。

【降息预期与基金持仓】降息预期继续小幅降温。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 10 月维持利率不变概率 1.7%，降息 25 个基点的概率为 98.3%；美联储 12 月累计降息 25 个基点的概率为 6.5%，累计降息 50 个基点的概率 93.4%，累计降息 75 个基点的概率为 0.2%；美联储 1 月累计降息 25 个基点的概率为 3.2%，累计降息 50 个基点的概率为 48.2%，累计

降息 75 个基点的概率为 48.6%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓维持在 1052.37 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 128.41 吨至 15469.2 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 28.3 吨至 663.4 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，而定于今晚公布的美国 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。

【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，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，支撑 47.5。

铜：“十五五规划”助推产业升级，潜在需求利多支撑铜价突破 86000

压力位

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.09 美元/磅；LME 铜收于 10817 美元/吨，涨 1.44%；沪铜主力收于 86730 元/吨，涨 1.34%；国际铜收于 77140 元/吨，涨 1.38%。主力收盘后基差为-570 元/吨，较上一交易日下跌 130 元/吨，基差率为-0.66%。

沪伦比 21 日为 8.06，22 日 8.08，跨境比值继续回升。

【产业信息】1、23 日，上期所铜期货注册仓单 36048 吨，较前一日减少 505 吨；上期所铜库存 110240 吨，较前一日增加 550 吨；LME 铜库存 136925 吨，增加 75 吨；LME 铜注册仓单 126150 吨，较前一日减少 1425 吨，注销仓单 10775 吨。22 日，COMEX 铜库存 346499 吨，较 21 日增加 575 吨。

2、10 月 23 日国内市场电解铜现货库存 18.98 万吨，较 16 日增 0.67 万吨，较 20 日降 0.57 万吨； 上海库存 12.08 万吨，较 16 日降 1.02 万吨，较 20 日降 0.10 万吨； 广东库存 2.21 万吨，较 16 日降 0.42 万吨，较 20 日降 0.20 万吨； 江苏库存 3.84 万吨，较 16 日增 0.10 万吨，较 20 日降 0.29 万吨。

【南华观点】四中全会及“十五五”规划，消费与科技主线受益，央企将推进布局优化调整。虽然没有说到反内卷，但强化需求预期。从需求反推供给，供给强化需求，政策上对铜价还是偏多预期。

【南华策略】夜盘走势高位震荡未突破前高，涨价也偏谨慎。投机者可依托参与 88000-89000 压力位逢高卖出，突破即止损；回落时可依托 85000-86000 区间逢低买。

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：伦铝带动

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21165 元/吨，环比+0.74%，成交量为 17 万手，持仓 29 万手，伦铝收于 2865 美元/吨，环比+2.12%；氧化铝收于 2838 元/吨，环比+0.53%，成交量为 22 万手，持仓 36 万手；铸造铝合金收于 20625 元/吨，环比+0.73%，成交量为 4126 手，持仓 1 万手。夜盘铝、铝合金跳空高开。

【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。

沪铝国内基本面保持稳健，但海外铝厂意外减产 20 万吨，伦铝带动沪铝上行。总的来说，本周宏观数据较多，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，该矿山年产能可为 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：外盘带动上涨，偏强震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22345 元/吨。其中成交量为 16.44 万手，而持仓则减少 7952 手至 12.47 万手。现货端，0#锌锭均价为 22100 元/吨，1#锌锭均价为 22030 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价偏强运行，受外盘近几日强势运行影响，锌价今日涨幅明显。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】偏强震荡

镍，不锈钢：金属普涨，震荡偏强

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 121380 元/吨，上涨 0.19%。不锈钢主力合约日盘收于 12765 元/吨，上涨 0.55%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 124825 元/吨，升水为 2350 元/吨。SMM 电解镍为 122600 元/吨。进口镍均价调整至 122800 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28260 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 3529.55 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-2.4%。8-12%高镍生铁出厂价为 934 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，日内整体金属偏强运行，沪镍跟涨有限，后续或有一定补涨；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，新规细则趋于严格，规定矿产生企业共可提交两次申请，若未通过申请则没有任何生产配额。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，库存较低且仍有询盘，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，技术面行有一定反弹趋势，现货成交主要以借势出货为主，贸易商灵活调价出货，成交价没有明显上行。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：夜盘偏强运行

【市场回顾】沪锡主力上一交易日偏强震荡，报收在 28.12 万元每吨；成交 30865 手；持仓 1.49 万手。现货方面，SMM 1#锡价 280000 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内窄幅震荡，夜盘受有色整体带动高开偏强运行。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。短期内供给端扰动解决难度较大，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。

碳酸锂：增产去库，需求旺

【行情回顾】周四碳酸锂期货主力合约收于 79940 元/吨，日环比+3.66%。成交量 49.09 万手，日环比+30.41%；持仓量 41.91 万手，日环比+6.59 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 back 结构，日环比+540 元/吨。仓单数量总计 28759 手，日环比-260 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，贸易商基差报价维稳。下游正极材料报价持走强，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】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：现货市场冷清

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约收于 8705 元/吨，日环比变动+2.59%。成交量约 17.23 万手（日环比变动+63.33%），持仓量约 7.61 万手（日环比变动-2.03 万手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动+65 元/吨。仓单数量 48371 手，日环比变动-367 手。多晶硅期货主力合约收于 50760 元/吨，日环比变动+0.89%。成交量 8.61 万手（日环比变动-14.27%），持仓量约 4.54 万手（日环比变动-0.36 万手）。PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动-55 元/吨；仓单数量 9220 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 8700 元/吨，日环比-0.57%；99#硅粉报价 9950 元/吨，日环比-0.5%；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%；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 0.66 元/瓦，日环比+0.15%，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：现货市场冷清，基本面仍然偏空，等待政策中。

铅：消息面扰动，短期预计高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17615 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17125 元/吨。

【产业表现】近日，河北地区接上级环保部门通知，将对入厂车辆进行管控，其中国五及国五以下车辆不允许进厂，当地再生铅企业、铅蓄电池企业的废料和铅锭等运输均受到影响，运输周期拉长。

【核心逻辑】上一交易日，河北环保限流，多头资金早盘拥挤进入，造成铅价快速拉涨。铅由于原本持仓较小，使得多头较为容易拉升价格。这次的供给端扰动主要对河北省的再生铅冶炼造成影响，河北省再生铅 9 月产量为 19800 吨，占全国再生铅月产量的 9%左右。关于本次供给端扰动的分析详情请移步热点文章。预计短期内铅价维持高位震荡。

【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：震荡调整

【盘面回顾】昨日螺纹热卷小幅收十字星，上方压力逐渐变大。昨日公布的五大材数据，供需双增，库存去化环比-1.7%，基本面中性偏好。但随着淡季将至，钢材的基本面压力逐步体现。

【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，关注今日召开的关于四中全会的新闻发布会，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。短期看震荡偏强，但中长期仍偏弱。

铁矿石：钢材去库偏慢

【盘面信息】铁矿石价格反复，收较长的上影线和下影线。

【信息整理】1. 淡水河谷日前发布三季度产销量报告。报告显示，三季度公司运营业绩强劲，铁矿石、铜、镍三项业务均朝着 2025 年产量指导区间的上限推进。报告指出，铁矿石产量达到 2018 年以来最高水平，价格实现亦有所改善，反映出公司产品组合战略的成功实施。三季度，铁矿石产量总计 9440 万吨，同比增长 340 万吨，增幅为 4%，这得益于 S11D 矿区创下季度产量新高，以及重点项目持续达产。铁矿石销量达到 8600 万吨，同比增长 420 万吨，增幅为 5%。价格实现同时改善，主要得益于铁矿石粉矿溢价增长(环比增长 1.8 美元/吨)。球团产量总计 800 万吨，同比减少 240 万吨，减幅为 23%。2. 根据钢联，本期五大材产量回升，库存下降，表需回升；螺纹产量回升，库存下降，表需回升；热卷产量维稳，库存下降，表需回升。

【南华观点】短期钢材季节性去库，但钢材整体库存水平仍偏高，与往年相比去库速度仍偏慢。焦煤受到供给预期影响，价格拉涨，使得钢厂利润继续承压收缩。黑色产业链负反馈阴云仍在。铁矿石发运偏高，库存超季节性累库，叠加铁水见顶承压运行概率大，铁矿石基本面压制反弹上方空间。短期宏观情绪支撑价格反弹，但基本面压制上方空间。整体观点仍偏空，关注反弹做空机会。

焦煤焦炭：适合作为黑色多配

【盘面回顾】震荡上行

【资讯整理】

1. 10 月 23 日临汾安泽市场炼焦煤价格上涨 50 元/吨，低硫主焦精煤 A9、S0.5、V20、G85 出厂价现金含税 1600 元/吨。
2. 10 月 23 日，商务部新闻发言人就中美经贸磋商有关问题答记者问时表示，经中美双方商定，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰将于 10 月 24 日至 27 日率团赴马来西亚与美方举行经贸磋商。
3. 钢材总库存量 1554.85 万吨，环比降 27.41 万吨。其中，钢厂库存量 455.15 万吨，环比降 1.27 万吨；社会库存量 1099.70 万吨，环比降 26.14 万吨。
4. 据中国煤炭工业协会统计与信息部统计，1-9 月排名前 10 家企业原煤产量合计为 17.8 亿吨，同比增加 0.23 亿吨，占规模以上企业原煤产量的 49.0%。

【核心逻辑】近期下游焦钢厂集中补库，叠加部分产区矿山开工下滑，焦煤库存结构改善，现货市场呈现资源偏紧格局，带动焦煤基差与月间正套双双走强。焦化利润受损严重，二轮提涨或于下周初落地，不排除焦煤继续上涨挤压焦化利润的可能，独立焦企生产积极性受挫，焦炭供应偏紧，叠加焦煤成本支撑，短期焦价或偏强运行。与煤焦的强势表现相反，临近淡季，钢材需求边际走弱，高铁水导致成材库存矛盾激化，钢价承压下行，钢厂利润持续收缩，潜在的负反馈风险将制约短期内煤焦价格反弹高度。后续关注焦煤产区查超产及安监强度，若四季度焦煤供应持续收紧，叠加 11 月中下旬冬储需求释放，黑色整体估值重心有望上移，煤焦适合作为黑色多配品种。

【策略建议】焦煤参考区间（1100，1350），焦炭参考区间（1600，1850），反弹至区间上沿多单可考虑阶段性止盈

硅铁&硅锰：基本面支撑有限

【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泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：地缘驱动油价反弹，警惕回落风险

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 3.29 美元，涨幅 5.62%，报 61.79 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 3.4 美元，涨幅 5.43%，报 65.99 美元/桶；INE 原油期货收涨 3.48%，报 469.8 元。

【市场动态】1. 科威特石油部长：如果被（美国总统特朗普提出）要求，欧佩克准备增产石油。2. 消息人士：由于美国的制裁，印度信实集团将停止根据与俄罗斯石油公司的长期协议进口的俄罗斯石油。3. 消息人士：中东基准迪拜原油现货溢价飙升，此前美国制裁了俄罗斯主要石油生产商。

【南华观点】近期美国对俄石油公司制裁及委内瑞拉地缘传闻，推动原油盘面冲高，布油重回 65 美元，累计涨幅超 5 美元。但当前地缘风险仅停留在消息层面，未升级为重大冲突。参考 2025 年 1 月类似制裁（涨幅 3 美元、持续 4 天），此次影响预估幅度 2-3 美元、时长 1-2 个交易日，目前盘面已基本反应到位。且制裁更多作用于情绪，俄罗斯可通过调整供应流向对冲，欧佩克也准备好增产，实际供需受影响有限。若局势未升级，需警惕下周前一地缘情绪降温致盘面回落，中长期市场仍受基本面利空压制，反弹空间有限。

LPG：随原油反弹

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4356（+38），LPG2512 盘面收于 4236（+62）；FEI M1 收于 491 美元/吨（+11），CP M1 收于 455 美元/吨（+12），MB M1 收于 344 美元/吨（+9）

【现货反馈】华东均价 4267（+8），山东均价 4340（+90），最便宜交割品价格 4150（+0）

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 80.89%（-0.34%）；独立炼厂开工率 50.04%（-0.15%），不含大炼化利用率为 46.61%（+0.91%），国内液化气外销量 53.7 万吨（-1.31），醚后碳四商品量 17.48（-0.56）。需求端，PDH 本期开工率 72.87%（+0.66%），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 68.11%（+2.34%），外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 44.85%（-0.42%）。库存端，厂内库存 18.63 万吨（+0.22），港口库存 297.93 万吨（-20.11），港口到港受限，库存下降。

【观点】地缘问题推升原油回到 65 美元关口，带动内外盘 pg 上涨，民用气价格小幅反弹，本周基本面看，需求端变动不大，供应端受到港偏少影响，港口库存连续去库，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：制裁影响油价反弹，随成本端走强

【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265以下逢低做扩。

PP：成本端推动上涨

【盘面动态】聚丙烯2601盘面收于6691(+72)。

【现货反馈】PP拉丝华北现货价格为6550元/吨，华东现货价格为6570元/吨，华南现货价格为6580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】成本端，原油和焦煤的双重拉涨，带动化工板块总体回升。首先是由于近日地缘

问题再度升温，带动原油触底反弹。一方面是美国与委内瑞拉关系持续紧张，另一方面是美国对俄罗斯石油公司的制裁升级，消息面的多重扰动促使油价大幅上涨。另外，焦煤也因受到部分地区减产以及蒙煤通关量减少等供应端消息影响，呈现出强势上行的态势。供需端，供给方面，PP 近期装置以外停车的情况增多，内蒙宝丰由于上游合成压缩机检修，PP 一条线(50 万吨)预计停车 10 天，另外大榭石化由于上游技改，二期两条线(90 万吨)停车，这将带来约 8 万吨/月的供给缩量。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，对 PP 形成的支撑有限。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。

PE：近期关注宏观变化

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6999 (+63)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6920 元/吨，华东现货价格为 7010 元/吨，华南现货价格为 7150 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】成本端，原油和焦煤的双重拉涨，带动化工板块总体回升。首先是由于近日地缘问题再度升温，带动原油触底反弹。一方面是美国与委内瑞拉关系持续紧张，另一方面是美国对俄罗斯石油公司的制裁升级，消息面的多重扰动促使油价大幅上涨。另外，焦煤也因受到部分地区减产以及蒙煤通关量减少等供应端消息影响，呈现出强势上行的态势。供需端，近期 PE 基本面格局变化不大。供应端，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。叠加埃克森美孚 50 吨 LDPE 装置和广西石化两套装置计划于 10-11 月陆续开车，PE 供应压力持续增大。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呈现增长趋势。加之近期盘面触底回升的行情刺激下游投机性补库，PE 成整体成交表现尚可。因此 PE 目前维持供需双增的局面，基本面整体驱动相对有限。

纯苯苯乙烯：跟随原油反弹

【盘面回顾】BZ2603 收于 5604 (+41)，EB2511 收于 6545 (+2)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5555 (+60)，主力基差 -49 (+19)。下午华东苯乙烯现货 6560 (+10)，主力基差 15 (+8)

【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。宏观扰动加剧，美国加大对俄制裁，地缘动荡，油价继续反弹，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：消息面影响，成本推升

【盘面回顾】截止到夜盘，FU01 收于 2752 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，反应用到出口端，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：制裁扰动，成本抬升

【盘面回顾】截止到夜盘，LU12 收于 3190 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：被动推涨，基差走弱

【盘面回顾】BU01 收于 3277 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3340 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。

橡胶&20 号胶：能化齐强，橡胶反弹延续

周四橡胶延续反弹走高趋势，夜盘同化工板块走强。一方面，由于前期橡胶尤其是 RU 估值偏低，上游利润低，且深色现货流动性偏紧。另一方面，国际宏观与贸易局势不确定、天气好转和橡胶供给增量、出口边际两个月走弱等基本面对利空因素和悲观预期得到一定程度消化，且伴随美俄地缘紧张加剧和延期发布 EIA 库存超预期下降，原油大幅拉升带动化工板块集体走强，带动橡胶氛围回暖。此外，四中全会召开以及十五五规划、中美经贸磋商助暖宏观氛围。而欧盟 EUDR 正式确认期限，带来供应与溯源成本担忧。产业动态方面，下游配套产销与出口表现良好，据乘联分会数据显示，10 月 1-19 日，全国乘用车市场新能源零售 63.2 万辆，同比去年 10 月同期增长 5%，较上月同期增长 2%。库存方面，据隆众资讯，截至 2025 年 10 月 19 日，中国天然橡胶社会库存 105 万吨，环比下降 3 万吨，降幅 2.8%。中国深色胶社会总库存为 64 万吨，降 2.9%。其中青岛现货库存降 4%；云南增 0.7%；越南 10#增 1%；NR 库存小计降 3.7%。中国浅色胶社会总库存为 41 万吨，环比降 3%。其中老全乳胶环比降 1.3%，3L 环比降 3%，RU 库存小计降 4%。本周天然橡胶降库明显，深色和浅色同降，减弱未来库存压力。深浅库存比偏高，也利好 Ru 相对估值抬升。综合来看，橡胶估值目前一定程度得到修复，短期流动性紧张弱化，也受后期供应上量预期压制，预计橡胶进一步上升压力增大，分歧加大，或以震荡为主，单边建议观望。此外，RU 远月 C 结构或深化，而近月结构受低仓单影响短期或维持偏平，NR 关注近端交割风险与下游开工和采买进度。而浅色相对估值和深浅价差修复，套利空间缩窄。

尿素：承压震荡

【盘面动态】：周四尿素 01 收盘 1634

【现货反馈】：周四国内尿素行情稳中小涨，部分价格上探 10-20 元/吨，主流区域中小颗

粒价格参考 1460-1560 元/吨。昨日市场情绪延续，上游新单预收尚可，部分工厂价格将继续上调。相关会议并无有效消息落地，预计行情回归到基本面。

【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：低位震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1235，0.98%

【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 1108，1.28%

【基本面信息】

截止到 20251023，

全国浮法玻璃样本企业总库存 6661.3 万重箱，环比+233.7 万重箱，环比+3.64%，同比+16.99%。折库存天数 28.3 天，较上期+1 天。

【南华观点】

传下周工信部召开玻璃座谈会。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 2385，0.21%

【基本面信息】

国内液碱市场均价下降。华北地区液碱市场价格今日多维稳整理，厂家接单情况表现温和，企业暂稳出货为主。西北地区液碱供应情况相对充足，下游需求情况欠佳，企业报价暂稳。华中地区液碱下游氧化铝需求情况一般，因氧化铝企业有亏损，对液碱存有压价心态；两

湖地区下游新能源需求平稳，当地液碱价格维持稳定。华东地区近期区域内有企业检修，但需求情况支撑有限，报价维稳整理。华南、西南地区多关注下月订单商谈情况，当前企业高价出货价格稍有下滑。

【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。非铝的阶段性补库预期落空。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。

纸浆&胶版纸：白卡纸生产商集中发布涨价函，供应支撑期价上行

【盘面回顾】：昨日纸浆期货开盘震荡上行后回归震荡，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，22 日，白卡纸生产商集中发布涨价函，引领期价上行。从基本面来看，作为较大的供给商，Eldorado Brasil Celulose 将于 2025 年 10 月 20 日至 31 日在其位于巴西南马托格罗索州 Tres Lagoas 工厂进行全面停工检修，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：中美磋商，远月利多预期恐被弱化，不确定性增强。

【盘面】lg2511 收盘于 796（+1）。lg2601 收盘于 828.5（-3），持仓 1.8 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】

10 月 24 日至 27 日，中美在马来西亚举行经贸磋商。该消息对于前期港口特别港务费征收而引发的远月价格利多因素，存在削弱的预期影响。目前，这些都是预期阶段，但会影响盘面。若谈判顺利，特别港务费都延期，那么 01 合约目前的价格，是高估的。若谈判不顺，在此方面没有进展，则短期的供需错配或价格抬升，落地可能就很大，则目前价格偏中性低估。

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 2/3 的 lg2601c850 卖方，1/3 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：小幅反弹

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6154 (+70), PL2602 盘面收于 6211 (+86); PP-PL01 价差 537 (+2); PL01-02 月差 -57 (-16)

【现货反馈】山东均价 6025 (+15), 华东均价 6100 (+25)

【基本面数据】供应端, 丙烯产量 121.74 万吨 (-0.38 万吨), 开工率 73.89% (-0.55%)。其中主营炼厂开工率 80.89% (-0.34%); 独立炼厂开工率 50.04% (-0.15%), 不含大炼化利用率为 46.61% (+0.91%); 蒸汽裂解开工率 80.29% (-0.34%); PDH 开工率 72.87% (+0.66%), 开工率短期维持在 70%-75% 左右。MTO 开工率 90.52% (-1.87%)。需求端 PP 开工小幅下降, 本期 PP 粒料开工率 75.94% (-2.28%), 产量 77.76 万吨 (-2.34 万吨); PP 粉料本期开工率 41.37% (+2.74%), 产量 7.46 万吨 (+0.50 万吨); 另外丁辛醇开工下滑较多, 其中正丁醇开工率 85.53% (-4.48%), 辛醇开工率 88% (-4%)

【观点】原油端受地缘影响低位反弹, 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, 家积极出货, PP 端本周因部分装置检修开工小幅下滑形成短期支撑, 但终端需求依然偏弱, 短期预期随成本端小幅反弹后维持震荡格局。

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：出栏减少

【期货动态】LH2601 收于 12200 日环比 -0.16%

【现货报价】全国生猪均价 11.8 (+0.09) 元/公斤, 其中河南 11.95 (+0.01) 元/公斤、四川 11.64 (+0.15) 元/公斤、湖南 11.43 (+0.31) 元/公斤、辽宁 12.08 (-0.11) 元/公斤、广东 11.85 (+0.23) 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】

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】临近月底会议, 叠加油粕比平仓, 内盘粕类空平下反弹。

【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：油脂下方空间不大

【盘面回顾】油脂市场信息有限，近期维持震荡整理，但不建议过分看空。

【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，加上近期有消息称印尼军队接管种植园，或影响产量，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，不过美国政府表示近期有望结束停摆，等待USDA消息。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：期现联动走强 期货端放量大涨

【期货动态】周四，豆一盘面大幅拉升，01合约上涨1.56%，收于4113元，期价创8月份以来新高，持仓增加24600手，成交量突破16万手，均创该合约挂牌来新高，昨日注册仓单持平于7090手；

【现货报价】哈尔滨（一等，蛋白39%净粮上车价）：2.04元/斤，+0.02元/斤；绥化（蛋白39%毛粮）：1.9元/斤；内蒙古阿荣旗（蛋白39%毛粮）：1.9元/斤；

【市场分析】昨日大豆市场提速上涨，期货市场放量突破上行，现货不同程度上涨，在新豆上市期间内出现反季节性连续上涨行情，从原因看售粮端的克制挺价、南方产区受灾以及刚性还粮需求等多因素促成行情变化，中美经贸关系导致的与美豆脱钩为市场提供情绪支撑，南方产区减产触发东北产区收购积极性增加，支撑价格走高，由于国产大豆规模有限，如果资金出现一致性行为，容易改变市场运行节奏，短期来看，市场收购热情较高，价格维持强势为主。需要注意的是，盘面近远月价差表现平淡，远月升水较为有限，或预示本轮上涨更多基于当前现货逻辑，对远期供需结构未出现较大预期，核心点或在于明年

初进口大豆缺口问题如何解决；综合看，国产大豆市场短期受到利多因素支撑，资金做多热情充分释放，市场对基本面压力有所忽略，价格上涨对压榨需求或有压制，注意大涨后产业端套保力度；

拍卖：10月24日10:30中储粮网计划竞价销售拍卖数量65201吨2022、2023年国产大豆

【南华观点】观望，低价库存关注套保机会；

玉米&淀粉：跟随豆市偏强运行 现货上量压力仍在

【期货动态】周四，连盘玉米震荡攀升运行，01合约收高于2140元，淀粉强势上涨，01合约收涨于2450元。玉米注册仓单持平于61968手。

【现货报价】玉米：锦州港：2115元/吨，-5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】昨日玉米盘面上涨，部分原因是受到大豆大幅上涨提振，现货偏弱运行，其中山东到车辆大增，深加工企业日内多次降价收购，其他地区整体稳定，部分企业小幅涨跌调整，华北天气好转后，购销活动恢复，东北玉米持续上量，市场面临新一轮上量压力，销区市场玉米价格暂稳，企业对涨价持续性存疑，收购意愿平稳，主要深加工企业库存继续回升，但同比仍处于较低水平；淀粉价格偏强，盘面表现强于玉米，东北地区稳中有涨，华北小包货源持续紧张，部分企业走货偏快，挺价心态较强，预计短期玉米淀粉坚挺为主。周四，CBOT玉米延续上涨，受到油价大幅上涨带动；

【南华观点】跟随大豆走高，内在动力不足，注意卖压导致的价格回踩。

棉花：上方仍存压力

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超0.5%，原油强势上行。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】据澳大利亚当地行业机构消息，至10月初25年度棉花加工工作接近尾声，进度约95%；检验进度约90%。

【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22日，全国新年度棉花公证检验量累计101.39万吨。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：内盘支撑显著

【期货动态】国际方面，ICE原糖期货周四收高，受助于空头回补买盘。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体维持白糖反弹态势。

【现货报价】南宁中间商站台报价5750元/吨。昆明中间商报价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NFCSE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 3027，日环比+3.49%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.05 (+0.05) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.02 (+0.07) 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：维持强势

【期货动态】昨日苹果期货小幅上涨，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。时间已经过了霜降，客商也加大了采购力度，大量客商前往山东采购，因山东货质量相对较好。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 1 车，河北崔尔庄市场到货 2 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 23 日，36 家样本点物理库存在 9103 吨，周环比增加 94 吨，同比增加

109.22%。

【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。