

金融期货早评

宏观：十五五规划的建议稿发布

【市场资讯】1) “十五五”规划建议全文：采取超常规措施，全链条推动重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破、全面实施“人工智能+”行动、大力提振消费。“十五五”规划建议提及金融 17 次。2) 贸易局势缓和，金价再跌，黄金 ETF 周一创六个月最大单日减仓。3) “小非农”ADP 推出周度就业数据：截至 10 月 11 日的四周，美国私营部门平均新增岗位约 1.4 万个。4) 提前干预决策！特朗普年底“定人”，“美联储新主席”很可能参加明年 3 月和 4 月的利率决议。5) 美日首脑会晤：为“美国核电超级大单”买单，高市成功取悦特朗普。美国与韩国将签署协议，加强人工智能与量子技术合作。

【核心逻辑】从经济数据角度来看，三季度 GDP 增速如期回落，但全年目标完成压力可控，GDP 平减指数呈现修复态势，其持续性值得关注。9 月经济呈现生产强、内需弱的结构分化特征，消费与投资增速均显疲软，凸显政策托底的必要性。目前财政政策已明确发力，通过提前下达 2026 年地方政府债务限额、推进新型政策性金融工具等举措托底经济，后续内需修复节奏至关重要。第二十届中央委员会第四次全体会议公报发布后股市反应积极，结合历史规律，股指或会有所表现。此次全会调整重点工作部署次序，将建设现代化产业体系、对外开放、民生领域的次序提升，点明了科技、开放、聚焦民生拉动内需的重要性。而从后续的建议稿中可发现，新兴产业的覆盖范围发生调整，新增了部分行业。此前公报未提及的“反内卷”，在《建议》中有所提及，全国统一大市场建设依旧是核心重点任务。此外，后续要重点关注中美后续谈判的实质性进展、APEC 会议以及 10 月美联储议息会议。

人民币汇率：美元兑人民币汇率正处 7.10 关键关口

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1006，较上一交易日上涨 103 个基点，夜盘收报 7.0989。人民币对美元中间价报 7.0856，调升 25 个基点。

【重要资讯】1) “十五五”规划建议全文：采取超常规措施，全链条推动重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破、全面实施“人工智能+”行动、大力提振消费。“十五五”规划建议提及金融 17 次。2) 提前干预决策！特朗普年底“定人”，“美联储新主席”很可能参加明年 3 月和 4 月的利率决议。

【核心逻辑】近期，中美贸易谈判的乐观预期，提升市场风险偏好，有利于人民币对美元升值，而同时，人民币中间价持续创新低，央行对汇率的引导也是当前人民币对美元走强的一个关键影响因素。后续市场走势的关键在于美联储议息会议，会议落地前，市场大概率维持观望。在 9 月核心 CPI 环比增速放缓的背景下，市场普遍预期美联储将降息 25 个基点，鉴于年内再降两次的预期已被充分消化，需重点关注美联储官员的表态，尤其是关于通胀与就业风险的相关阐述。此外，还需要关注企业的结汇意愿，9 月银行结售汇数据显示，企业结汇率有着明显上涨，后续随着季节性效应的逐步显现，人民币对美元汇率存在一定的升值动力。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 7.13 附近，择机逢高分批锁定远期结汇，以规避汇率回落可能导致的收益缩水风险；进口企业则可在 7.09 关口附近采取滚动购汇的策略。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

股指：政策利好预期与资金止盈意愿博弈下震荡为主

【市场回顾】

上个交易日低开震荡，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.51%。从资金面来看，两市成交额回落。期指方面，IM 缩量上涨，其余品种均缩量下跌。

【重要资讯】

- “十五五”规划建议全文：采取超常规措施，全链条推动重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破、全面实施“人工智能+”行动、大力提振消费。
- “小非农”ADP 推出周度就业数据：截至 10 月 11 日的四周，美国私营部门平均新增岗位约 1.4 万个。

【核心逻辑】

金融街论坛年会开幕式演讲资本市场改革部分，政策导向明确但实施路径注重渐进性，因此短期内对 A 股市场影响有限，昨日股指低开震荡，两市成交额有所回落，也表明市场对本次演讲内容反应较平淡。期指基差方面，昨日各合约基差均有所回升，持仓量下降，表明空头离场意愿增强。当前受中美贸易摩擦缓和以及四中全会“十五五”规划影响，市场风险偏好有所缓和。但前期股指估值水平持续上升，获利资金止盈意愿增强，短期预计在政策利好预期与资金止盈意愿博弈下震荡为主，建议持仓观望。本周将召开美联储 10 月议息会议，当前市场预期降息 25bp 板上钉钉，重点关注对后续降息路径的表述，将影响市场是否需要重新定价。

【南华观点】短期震荡为主

国债：回调做多

【市场回顾】周二期债各品种全线高开，冲高后维持窄幅震荡，全线收涨。月末资金面持续偏紧。

【重要资讯】1.新华社发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》

【核心观点】昨日主导债市的是央行恢复国债买卖操作，央行行长潘功胜昨日在 2025 金融街论坛年会上宣布了这一消息，导致周一晚间现券收益率猛降，昨日期债补涨。现券收益率方面，10 年与 30 年国债部分回吐周一降幅，其余期限则继续下行。央行恢复购债市的信号意义较强，夯实了市场底部，有利于预期好转。短期市场有回调的可能，但四季度有进一步上涨的动力。

【策略建议】低位多单继续持有，空仓者等待回调买入，不宜追高。

集运欧线：地缘政治风险加剧，期价获潜在支撑

现货市场暂缺新指引，地缘政治事件成为短期焦点。

【行情回顾】

昨日（10 月 28 日），集运欧线期货市场交投清淡，价格整体呈现窄幅震荡。主力合约 EC2512 日内波动较小，市场缺乏明确方向。投资者注意力集中于加沙地带最新冲突动态及其对红海航线的潜在影响。

【信息整理】

当前市场多空因素交织，地缘政治局势出现边际变化：

利多因素：

- 1) 红海复航预期降温：加沙地带冲突升级，以色列总理指示对加沙实施强力打击，哈马斯否认与袭击以军事件有关，地缘政治风险上升使得红海航线短期内复航的可能性降低，缓解了市场对运力快速回归的担忧。
- 2) 中国经济韧性显现：前期公布的规模以上工业企业

业利润数据保持较好增速，一定程度上支撑远期出口需求预期。

利空因素：

1) 宏观需求不确定性：美国联邦政府停摆状态持续，参议院再次否决临时拨款法案，可能抑制全球贸易活动。2) 人民币汇率走强：在岸人民币兑美元一度升破 7.1 关口，可能在一定程度上削弱中国出口商品的价格竞争力。

【交易研判】

集运欧线期货短期预计延续震荡，地缘政治因素提供下方支撑。

操作策略：

趋势交易者建议暂以观望为主，密切关注红海局势进展。

套利交易者可继续关注近远月合约价差波动机会。

【风险提示】：

1) 警惕地缘政治局势突然缓和导致红海复航预期重燃。2) 关注全球宏观经济数据变化对贸易需求的实质影响。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、宋霁鹏（Z0016598）、潘响（Z0021448）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：金银延续调整

【行情回顾】周二贵金属价格延续调整，日内整体呈现 V 型走势。因全球贸易局势缓和推升市场风险偏好，以及白银现货流动性挤兑问题缓解。特朗普对美联储干预仍增强黄金投资魅力，消息称特朗普年底“定人”，“美联储新主席”很可能参加明年 3 月和 4 月的利率决议。周边美指与 10Y 美债收益率震荡回落，美股上涨，欧股涨跌不一，比特币回调，南华有色金属指数大幅调整，原油下跌。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3968.1 美元/盎司，-1.28%；美白银 2512 合约收报于 47.14 美元/盎司，+0.78%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 901.38 元/克，-4.2%；SHFE 白银 2512 合约收 11049 元/千克，-3.32%。

【降息预期与基金持仓】降息预期整体波动微弱。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 10 月维持利率不变概率 0.5%，降息 25 个基点的概率为 99.5%；美联储 12 月累计降息 25 个基点的概率为 8%，累计降息 50 个基点的概率 91.6%，累计降息 75 个基点的概率为 0.4%；美联储 1 月累计降息 25 个基点的概率为 3.8%，累计降息 50 个基点的概率为 48.1%，累计降息 75 个基点的概率为 47.9%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓维持在 1038.94 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 131.22 吨至 15209.57 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 9.8 吨至 657.4 吨；截止 10 月 24 日当周的 SGX 白银库存周减 145.4 吨至 905.2 吨。

【本周关注】数据方面，关注周四美 Q3 GDP 初值，及周五美 9 月 PCE 数据。事件方面，本周重点关注周四 02: 00，美联储 FOMC 公布利率决议；02: 30，美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会；周四 21: 15，欧洲央行公布利率决议。其他方面，关注本周在韩国召开的亚太经合组织（APEC）领导人峰会举行；美国总统特朗普访问日本，至 10 月 29 日；美国总统特朗普访问韩国。

【南华观点】尽管从中长期维度看，央行购金以及投资需求增长（货币宽松前景与阶段性避险交易）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 4000, 4150，支撑下移至 3800-3850 区域；白银阻力 48, 50-50.5，支撑 46，强支撑 44。

铜：中美磋商气氛缓和，COMEX 铜库存流出，LME 铜相对强势

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.164 美元/磅，跌 0.14%；LME 铜收于 11029.5 美元/吨，不变；沪铜主力收于 87910 元/吨，涨 0.25%；国际铜收于 78180 元/吨，涨 0.01%。主力收盘后基差为 920 元/吨，较上一交易日上涨 1080 元/吨，基差率为 1.06%。

沪伦比 28 日为 7.91，27 日 8.07，跨境比值继续回落。

【产业信息】1、28 日，上期所铜期货注册仓单 35846 吨，较前一日增加 454 吨；24 日，上期所铜库存 104792 吨，较前一日减少 5448 吨；28 日，LME 铜库存 134575 吨，减少 1400 吨；LME 铜注册仓单 123400 吨，较前一日增加 11175 吨，注销仓单 11175 吨。27 日，COMEX 铜库存 347741 吨，较 24 日减少 220 吨。

2、1—9 月份，全国房地产开发投资 67706 亿元，同比下降 13.9%；其中，住宅投资 52046 亿元，下降 12.9%。1—9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 648580 万平方米，同比下降 9.4%。根据监测的数据显示，2025 年 1-9 月房地产行业用铜量约为 105.55 万吨，同比下降 2.86%

【南华观点】当日现货价格以及升贴水均走弱，下游采购情绪积极，成交却相对冷清。可见，降价虽然提高了市场关注度，但期现共振走高，需要将观望转化为实际成交，同时宏观面又配合。因此，期铜 12 月合约减仓下跌，维持高位震荡整理。

【南华策略】1、期货单边策略：逢低入场重心上移，投机者可依托参与 86000±500 入场逢低多。2、上周铜价隐含波动率高于历史波动率，同时波动率有上移的迹象，建议关注波动率增加相关策略。3、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。执行价可随行情修正。

风险点在于：美联储利率决议不及预期

铝产业链：力拓考虑关闭 Tomago 铝冶炼厂

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21140 元/吨，环比-0.56%，成交量为 19 万手，持仓 29 万手，伦铝收于 2894 美元/吨，环比+0.54%；氧化铝收于 2817 元/吨，环比-0.28%，成交量为 32 万手，持仓 39 万手；铸造铝合金收于 20575 元/吨，环比-0.53%，成交量为 2553 手，持仓 5184 手。

【核心观点】铝：宏观政策是近期影响沪铝价格的核心因素。当前宏观氛围均向好，美国 9 月份的 CPI 低于预期。9 月核心价格上涨 0.23%，使核心 CPI 年率降至 3.0%。总体价格环比上涨 0.31%，使整体 CPI 年率上涨 3.0%，强化降息预期。中美关税方面，周六上午中美两国经贸团队在马来西亚吉隆坡开始举行中美经贸磋商，中美就关税等多项议题形成初步共识，我们认为本轮关税谈和概率更大，关税仍将继续延期但彻底解决问题的可能性较低。

沪铝国内基本面保持稳健，海外供应端出现扰动，力拓表示其位于新南威尔士州的 Tomago 铝冶炼厂因持续面临高昂电价压力，其位于新南威尔士州的 Tomago 铝冶炼厂因持续面临高昂电价压力考虑在当前电力供应合同期满后停止运营。总的来说，沪铝宏观与基本面共振，铝价强势运行，后续需关注 30 日美联储利率决议以及中美首脑会晤情况，同时关注是否会和 9 月相同出现资金抢跑，超涨回落的情况。

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：震荡偏强；氧化铝：弱势运行；铸造铝合金：震荡偏强

锌：高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22310 元/吨。其中成交量为 12.88 万手，而持仓减少 491 手至 12.07 万手。现货端，0# 锌锭均价为 22270 元/吨，1# 锌锭均价为 22200 元/吨。

【产业表现】今日产业链稳定。

【核心逻辑】上一交易日，锌价维持高位震荡。外盘近日受低库存支撑走强，沪锌带动上涨。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，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：美元指数扰动，金属普跌

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120560 元/吨，下跌 1.44%。不锈钢主力合约日盘收于 12750 元/吨，下跌 0.51%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123400 元/吨，升水为 2300 元/吨。SMM 电解镍为 122150 元/吨。进口镍均价调整至 121500 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28550 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6222.73 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 -0.5%。8-12% 高镍生铁出厂价为 926.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 -6.91%。纯镍上期所库存为 36075 吨，LME 镍库存为 251238 吨。SMM 不锈钢社会库存为 946400 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29062 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢日内偏弱运行，主要受到整体金属大盘偏弱影响，多支有色金属股大幅下跌，镍铁成本支撑持续松动，宏观层面中美贸易情绪有所缓和。镍矿方面印尼公布 26 年配额申

报法规，新规细则趋于严格，规定矿产生产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。新能源四季度旺季，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，下游采购意愿强烈，后续或延续强势。镍铁近期价格再一次下移，整体重心明显下滑，成本支撑有所松动。不锈钢方面日内同样走势较弱，现货成交压力较大，消息称多家头部钢厂即将减产挺价，主要以 200 系为主，关注后续实际走势。目前相较于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。目前价格跌幅较深接近低估值区间，后续或有一定反弹回调，注意仓位控制。

锡：高位震荡

【市场回顾】沪锡主力上一交易日偏强震荡，报收在 28.31 万元每吨；成交 88270 手；持仓 4.04 万手。现货方面，SMM 1#锡价 284300 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内高位震荡，目前技术面看待 29 万压力位较为稳定。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。短期内供给端原料问题解决难度较大，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:锂矿库存偏低，下游排产向好

【行情回顾】周二碳酸锂期货主力合约收于 81640 元/吨，日环比-0.32%。成交量 72.93 万手，日环比+41.76%；持仓量 48.88 万手，日环比+0.53 万手。碳酸锂 LC2601-LC2603 月差为 back 结构，日环比+240 元/吨。仓单数量总计 27335 手，日环比-404 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪活跃。锂矿市场价格大幅上涨，澳洲 6% 锂精矿 CIF 报价为 955 美元/吨，日环比+1.33%。锂盐市场报价上涨，电池级碳酸锂报价 78500 元/吨，日环比+1950 元/吨；电池级氢氧化锂报价 79700 元/吨，日环比+500 元/吨，贸易商基差报价走弱。下游正极材料报价连续持走强一个月，磷酸铁锂报价变动+450 元/吨，三元材料报价变动+400 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+3000 元/吨，电解液报价变动+800 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。预计下游排产情况将环比进一步增长，进而带动锂盐需求持续释放。若届时国内可流通锂精矿库存仍未能得到及时、有效的补充，那么在锂盐厂高开工率的背景下，国内可流通锂精矿库存将面临进一步去化压力。在此情境下，市场或因锂精矿供应缺口扩大，触发锂精矿价格与碳酸锂价格同步上涨的局面。

工业硅&多晶硅:宽幅震荡

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约收于 8955 元/吨，日环比变动-0.11%。成交量约 26.10 万手（日环比变动+31.73%），持仓量约 21.16 万手（日环比变动+1.01 万手）。SI2601-SI2605 月差为 contango 结构，日环比变动+10 元/吨。仓单数量 48044 手，日环比变动-141 手。

多晶硅期货主力合约收于 54355 元/吨，日环比变动-0.27%。成交量 20.82 万手（日环比变动-12.85%），持仓量约 11.49 万手（日环比变动+0.90 万手）。PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动-5 元/吨；仓单数量 9150 手，日环比变动-90 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%；99#硅粉报价 9950 元/吨，日环比+0%；三氯氢硅报价 3375 元/吨，日环比+0%；有机

硅报价 11000 元/吨，日环比+0%；铝合金报价 21200 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 52.98 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+0%，分布式 N 型 182 组件报价 0.669 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，供给端有减产预期，建议持续观察后续生产情况，基本面依然偏弱。

铅：下游对高铅价接受度较低，上方空间有限

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17355 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17225 元/吨。

【产业表现】近日华中地区大型铅蓄电池企业发布通知称：近期受原材料价格上涨，公司产品库存充足，高铅价下风险高，公司研究决定：各生产基地需进行短期减、停产调整，在此期间做关键生产设备保养。计划时间在 2025 年 10 月 28 日至 2025 年 11 月 2 日，预计 7 天。

【核心逻辑】上一交易日，铅价震荡回落。河北环保限流使铅从区域性偏紧扩散至全国紧平衡，但高铅价下下游接货能力明显下降，预计在短期内在 17200-17500 附近窄幅震荡。供给上，高铅价虽提升冶炼端利润，但产量的释放仍需一定时间。基差近几日维持偏弱，一是现货市场上对于高铅价接受程度不高，二则是市场对于远期铅锭短缺有一定预期。在需求维稳的前提下，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：下游需求改善，铁矿价格支持

【盘面回顾】近期螺纹震荡上行，一方面是铁矿价格上行带来点支持，另一方自身下游建材和热卷成交量环比改善，但呈现减仓上行，上方仍有压力

【核心逻辑】上周煤矿的安全检查趋严，部分产区开工率下滑，焦煤现货供应偏紧，并在蒙古国政局扰动，口岸通关量下降的影响下，焦煤价格快速上涨。成材本身处在低估值区间，在焦煤的带动下小幅反弹，但明显上涨动力较弱，一方面受到成材自身较弱的基本面，另一方面铁矿价格的弱势也拖累了成材的上涨。铁水供应方面，钢材企业盈利率本周为 47.62%，跌破 50%，相较于上周的 55.41%，环差下降较大，在钢铁企业盈利率下降的影响下铁水预计也将逐渐下滑；255 家钢厂废钢日耗本周为 52.28 万吨，环比上周微增，电炉利润环比改善得益于废钢价格的下降，废钢日耗预计维持稳定，预期粗钢产量将小幅下降。本周成材的基本面数据偏中性，五大材供需双增，库存小幅下降。螺纹利润回升，基本面边际改善，但产量高炉和电炉本周均环比增加；热卷本周小幅去库但整体库存仍偏高，超

季节性累库，叠加海外出口价格下跌导致出口利润下滑，钢材基本面继续走高的概率不强。但周五收盘据市场消息，唐山地区因环保要求，计划于下周 10 月 27 到 31 对高炉实施为期 4 天、限产 30% 的措施，钢材价格预计小幅反弹。

【南华观点】钢材价格预计小幅反弹，下游消费端虽并未看到实质性的好转，但粗钢存在减产预期，钢材价格后续维持震荡。

铁矿石：继续向上动能不足

【盘面信息】铁矿石价格高位继续向上运行。

【信息整理】1. Mysteel 统计中国 47 港进口铁矿石港口库存总量 15007.05 万吨，较上周一下降 58.23 万吨；45 港库存总量 14311.15 万吨，环比降 57.73 万吨。2. 沪指站上 4000 点关口续创十年新高，深证成指涨 0.2%，创业板指涨 0.7%，全市场超 2900 只个股上涨 3. 河北唐山、廊坊、邯郸、保定自 10 月 27 日 12 时起启动重污染天气Ⅱ级应急响应。唐山地区部分钢厂表示有收到通知烧结机限产时间延长至 10 月底，高炉按照产能焖炉 30%。独立轧钢企业要求停产。

【南华观点】当前铁矿石市场供需宽松，价格受宏观预期支撑。供应端，全球发运量维持高位，港口库存持续快速累积，45 港库存已达 1.44 亿吨，形成显著供应压力。需求端，铁水产量虽边际回落但仍处高位，钢厂减产力度有限，而终端钢材需求疲软且品种分化，叠加焦煤价格上涨挤压钢厂利润，进一步抑制铁矿石需求。宏观层面，“十五五”规划减弱对传统基建刺激，需求缺乏政策支撑。展望后市，在供应充裕、库存高企而需求提振有限的根本矛盾下，待宏观事件影响平息后，铁矿石价格预计将继续承压运行。

焦煤焦炭：区间震荡，向上突破需进一步利好释放

【盘面回顾】高位震荡

【信息整理】

1. 中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议发布。
2. 蒙古国塔奔陶勒盖-嘎顺苏海图铁路自 2025 年 6 月 24 日启动 ETT 煤炭运输以来，截至 10 月 26 日已完成 200 万吨煤炭运输，创下蒙古国铁路货运运输的新纪录，2025 年全年计划运输 500 万吨。

【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，二轮提涨全面落地，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。上周五传唐山地区即将执行临时限产计划，或能适当缓解当地钢材库存压力，高炉限产对煤焦需求而言虽是利空因素，但当前焦煤供应偏紧，部分地区短期铁水收缩并不会导致焦煤供应大量过剩。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），反弹至区间上沿附近多单可考虑阶段性止盈

硅铁&硅锰：基本面支持有限，关注上方压力

【盘面回顾】昨日铁合金震荡

【核心逻辑】高库存与弱需求的矛盾：铁合金生产利润逐渐下滑，市场对铁合金继续增产

的预期不大，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。铁合金库存高位，硅锰企业库存均位于近 5 年最高水平，硅锰企业库存环比+11.8%，库存压力较大。钢厂盈利率大幅下滑，本周跌破 50%，黑色负反馈风险正逐渐放大，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。四中全会结束，未见超预期的总量刺激或房地产强刺激，对周期与地产链的强反弹支撑有限。

【南华观点】铁合金受到焦煤价格的支撑，但基本面不足以支撑上行，上行空间有限。

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

能化早评

原油：风险溢价回吐，油价下跌

【盘面动态】WTI 主力原油期货收跌 1.16 美元，跌幅 1.89%，报 60.15 美元/桶；布伦特主力原油期货收跌 1.07 美元，跌幅 1.65%，报 63.83 美元/桶；INE 原油期货收跌 1.78%，报 458.1 元。

【市场动态】1. 美国至 10 月 24 日当周 API 原油库存 -402 万桶，前值-298.1 万桶。美国至 10 月 24 日当周 API 库欣原油库存 173.5 万桶，前值-44.8 万桶。美国至 10 月 24 日当周 API 投产原油量 -46.1 万桶/日，前值 25.1 万桶/日。美国至 10 月 24 日当周 API 汽油库存 -634.9 万桶，前值-23.6 万桶。2. 沙特阿美首席执行官：明年石油需求增长为 110 万至 140 万桶/日。3. 德国经济部长：美国在一封信中承认，俄罗斯石油公司在德国的业务与俄罗斯母公司完全独立。4. 印度石油公司高管：绝不会完全停止购买俄罗斯原油。

【南华观点】昨日国际油价显著下跌，连续三日收跌，近半对俄制裁风险溢价已回吐。此番下跌主因对俄制裁引发的供应担忧退潮，俄能源仍获多国认可，印度也拟通过小型供应商续购打折俄油；同时欧佩克+12 月或小幅增产，叠加国际能源署指出制裁提价影响有限，市场看空情绪升温。短期看，API 数据显示美原油汽柴油大幅降库，叠加美联储议息会议、中美领导人会晤或提振情绪，油价或有波动；但中长期供应过剩压力难改，油价反弹后承压下行仍是大概率，需警惕高波动风险。

LPG：震荡

【盘面动态】LPG2511 盘面收于 4342 (+3)，LPG2512 盘面收于 4266 (+14)；FEI M1 收于 502 美元/吨 (-1)，CP M1 收于 453 美元/吨 (-11)，MB M1 收于 349 美元/吨 (-1)

【现货反馈】华东均价 4274 (-8)，山东均价 4260 (-10)，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%)，国内液化气外卖量 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】隔夜原油受 OPEC 可增加增产影响下跌，本周面临 OPEC 会议、美联储议息会议及

CP 月度价格公布，市场整体偏谨慎。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，民用气依然偏弱。短期偏震荡。

PTA-PX：俄油担忧缓解，随油价小幅回落

【基本面情况】PX 供应端部分装置负荷波动，负荷升至 85.9% (+1%)，后续关注乌石化和福佳计划 10 月底重启，关注兑现情况，PX 供应四季度预期高位维持。供需平衡上，PX11 月累库预期收缩至紧平衡附近；12 月 PTA 存大幅累库预期，若维持当前开工水平 PX 仍有希望继续去库，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，供需偏紧格局边际转弱。效益方面，近期石脑油与 MX 大幅上涨，PXE 走缩至 239 (-7)，PX-MX 走扩至 104.5 (+7)。当前短流程效益维持高位，外采 MX 效益良好下 PX 供应韧性偏强。

PTA 方面，供应端恒力大连 220w 重启，逸盛宁波 220w 提负，TA 负荷上调至 78.8% (+2.1%)；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），中泰石化 120w 计划月底重启，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 222 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 现金流加工费压缩至历史低位 64 (-82)；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，过剩预期压制下加工费修复需要额外的检修或挺价推动。

需求端，聚酯本周负荷持稳，聚酯负荷持稳 91.4% (-)。整体来看，聚酯需求继续提负空间不大，近端下游边际改善下开工仍将高位维持。织造订单近期随天气转冷明显好转，终端订单表现同比中性，但成品坯布库存仍存在较大压力。本周下游原料库存消化至低位后集中采购，叠加原油反弹带动买涨情绪，长丝与短纤库存大幅去化至低位。受原料端聚合成本反弹影响，聚酯环节加工费近期压缩明显，但后续涤丝环节效益与库存的动态平衡仍可维持，短期压力不大。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，织造开工小幅抬升。当前来看坯布库存高位压力初步缓解但仍高于历年同期，关注后续需求改善持续性，10 月需求表现好于预期。瓶片方面近期加工费持续修复至 450+ 的年内高位，库存表现健康，关注后续是否会有提负计划公布，瓶片是后续聚酯负荷高度的决定因素。

【观点】周一传闻工业和信息化部原材料工业司 10 月 27 日附近下发关于召开精对苯二甲酸(PTA)及瓶级聚酯切片产业发展座谈会的通知，市场“反内卷”情绪快速升温，拉动 PTA 及相关品种大幅上涨。从目前已知信息来看，座谈会仍以了解情况为主，执行措施及时间均未知，短期落地概率不大，主要以情绪带动下短期偏强震荡为主，PTA 盘面加工费走扩。中长期来看，产业结构的矛盾在进一步实际减产等行为兑现之前难以解决，PTA 加工费仍然供需承压。操作上，前期 PTA 盘面加工费做扩头寸止盈，等待进一步措施公布。

MEG-瓶片：订单阶段性好转，静候中美谈判动态

【库存】华东港口库至 52.3 万吨，环比上期降低 5.6 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，供应端油降煤升，总负荷降至 73.28% (-3.88%)；其中，乙烯制方面，中海壳 40w 重启、福炼 40 停车、盛虹 90 停车、中科炼化 50 短停；煤制方面，部分装置负荷波动，煤制负荷升至 82.21% (+0.32%)；下周福炼 40、中科炼化 50 计划重启，关注兑现情况。效益方面，原料端油价和煤价走强，乙烯走弱，EG 现货价格低位反弹，乙烯制利润大幅修

复，煤制边际利润基本持稳-244 (+17)；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。而比价方面，近期 EG 低位反弹，EO 与 HDPE 相对 EG 经济性均再次走弱，目前切换概率不大。库存方面，上周到港受天气影响延期较多，本周到港计划集中，周内港口发货中性，下周一港口显性库存预计累库 10 万吨左右。需求端，聚酯本周负荷持稳，聚酯负荷持稳 91.4% (-)。整体来看，聚酯需求继续提负空间不大，近端下游边际改善下开工仍将高位维持。织造订单近期随天气转冷明显好转，终端订单表现同比中性，但成品坯布库存仍存在较大压力。本周下游原料库存消化至低位后集中采购，叠加原油反弹带动买涨情绪，长丝与短纤库存大幅去化至低位。受原料端聚合成本反弹影响，聚酯环节加工费近期压缩明显，但后续涤丝环节效益与库存的动态平衡仍可维持，短期压力不大。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，织造开工小幅抬升。当前来看坯布库存高位压力初步缓解但仍高于历年同期，关注后续需求改善持续性，10 月需求表现好于预期。瓶片方面近期加工费持续修复至 450+ 的年内高位，库存表现健康，关注后续是否会有提负计划公布，瓶片是后续聚酯负荷高度的决定因素。

【观点】

总体而言，乙二醇基本面供需边际好转难改估值承压格局，累库预期压制下估值整体承压。需求端随天气转冷冬季订单下发边际明显好转，成本端原油受地缘影响低位反弹，需求与成本共振下近期持货意愿得到好转。但目前来看当前的反弹以阶段性好转为主，旺季不旺预期难以扭转，聚酯高度总体有限。近端显性库存累库预期得到初步兑现，但总体仍维持低位，近期宏观影响下进口扰动频频，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，后续中美谈判影响预计仍将主导盘面走势，周末信息来看情绪偏暖，预计短期估值有望得到一定修复。但乙二醇长期累库预期使得乙二醇空配地位难改，宏观利好若无法形成长期驱动，则逢高布空的操作思路维持不变。向下空间而言，乙二醇当前煤制边际装置现金流已压缩至成本线附近，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，预计震荡区间为 3850-4250，操作上考虑在 50 以上卖出 4250 看涨期权，等宏观定性之后视情况考虑空单逢高入场。

甲醇：01 压力增加

【盘面动态】：周二甲醇 01 收于 2242

【现货反馈】：周二远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-40

【库存】：上周甲醇港口库存窄幅积累，受天气因素影响，华东地区较长时间封航，再加上其他因素，导致外轮卸货延续不及预期，周期内外轮显性计入 25.1 万吨。华东地区主流社会库提货明显缩量，出货困难，江苏外轮进口卸货支撑下库存明显积累；浙江地区刚需稳定，外轮卸货不足下库存减少。华南港口库存呈现去库。广东地区周内以内贸船货抵港为主，主流库区提货量稳健，库存亦有去库。福建地区进口货源继续补充供应，另有个别在卸船只尚未全部计入库存，下游维持刚需消耗，因此小幅累库。

【南华观点】：宏观情绪在会议后得到释放，上证指数创近 10 年新高，在宏观情绪带领下甲醇主力价格上周先下跌后上涨，但是从甲醇自身基本面来看，01 合约难言乐观。目前伊朗发运量在 80w 附近，受到制裁影响，10 月发货预期为 80 附近。伊朗温度相较于去年仍偏暖，主流停产预期来到 11 月中，此外伊朗重启库存使用，11 月发货未必断崖式下滑，考虑到伊朗加点让步，伊朗发运量预期调整。非伊方面，特巴由于港口费用原因开工大幅下滑，估计后续非伊下滑至 50 万以下，但实际情况有待评估，智利与新西兰可能补位。内地方面，宝丰下半周外采询价，但未实际购买，阳煤 11 月初预期内停车 40 天。而鲁西

MTO 由于利润原因减少外采，鲁清甲醇制氢出于利润考虑检修 1 个月均属于计划外。总的来看港口累库开始平滑，由于卸港与制裁影响 10 月库存终点下调，但 01 库存终点增加，进口成本低于 01 盘面 100 附近。综上建议前期 01 卖看跌减量，同时卖出 01 看涨期权。

PP：过剩格局难改，波动空间有限

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6657 (-42)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6530 元/吨，华东现货价格为 6580 元/吨，华南现货价格为 6590 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 75.94% (-2.28%)。本周计划外停车的装置偏多，其中内蒙宝丰由于上游合成压缩机检修，PP 一套 50 万吨装置停车，中景石化两条 PP 粒料产线停车（共计 100 万吨），丙烯全部用于 PP 粉料生产。因此 PP 短期供应略有缩量。但由于 PP 产能过于庞大，供应端压力难以得到根本性缓解。需求端，本期下游平均开工率为 52.376% (+0.52%)。其中，BOPP 开工率为 61.41% (+0.22%)，CPP 开工率为 62.01% (+2.48%)，无纺布开工率为 40.53% (+0.13%)，塑编开工率为 44.40% (0.14%)。近期 PP 传统下游情况变化不大，但是在 PP 先前连续下跌的情况下，下游投机性补库的意愿增强，在国庆节后现货成交情况持续偏好，因此 PP 下游当前仍存在一定弹性。但是因为上游产能压力过大，导致 PP 持续呈现供强需弱的格局。库存方面，PP 总库存环比下降 6.08%。上游库存中，两油库存环比下降 5.39%，煤化工库存下降 10.39%，地方炼厂库存下降 5.48%，PDH 库存上升 3.62%。中游库存中，贸易商库存环比下降 7.80%，港口库存下降 1.62%。

【观点】原油在连续多日上涨过后，近日情绪有所转弱，聚烯烃跟随原油小幅下跌。当前聚烯烃自身基本面的驱动偏弱，成本端和宏观变化主导聚烯烃波动。从基本面来看，供给端，PP 部分装置预计月底重启，叠加广西石化 40 万吨新装置的投产，PP 供应压力较大。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，基差持续偏弱，难以对 PP 形成有效支撑。由于 PP 产能增长较快，而需求增量不足以消化供应压力，市场持续处于“供强需弱”的格局之中。在当前宏观扰动较多的环境下，PP 价格上行受制于供需压力，下行则受成本端支撑，整体波动幅度相对有限，预计宽幅震荡格局仍将延续。

PE：自身驱动偏弱，宏观主导波动

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6985 (-39)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6880 元/吨，华东现货价格为 7020 元/吨，华南现货价格为 7180 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 81.46% (-0.3%)，变化不大。后续抚顺石化 3 套装置（共 88 万吨）预计重启，叠加镇海炼化 3 线 HDPE 装置（30 万吨）预计提前两周开车，PE 装置检修量将进一步下滑。同时在投产方面，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。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 45.75% (+0.83%)。其中，农膜开工率为 47.11% (+7.28%)，包装膜开工率为 52.59% (+0.4%)，管材开工率为 32.33% (+0.33%)，注塑开工率为 54.04% (+0.6%)，中空开工率为 40% (+0.44%)，拉丝开工率为 38.04% (-0.1%)。当前农膜仍处于旺季之中，订单和开工率均能看到较明显的增量，但是其他下游需求情况偏平，增量较为有限。库存方面，PE 总库存环比上升 3.95%，上游石化库存环比下降 6%，煤化工库存上升 14%；中游社会库存变化不大。

【观点】原油在连续多日上涨过后，近日情绪有所转弱，聚烯烃跟随原油小幅下跌。当前聚烯烃自身基本面的驱动偏弱，成本端和宏观变化主导聚烯烃波动。从基本面来看，PE 供需压力较难缓解。在 PE 方面，供给端，埃克森美孚 50 吨 LDPE 装置和广西石化两套 PE 装

置投产在即，叠加四季度预计装置检修将有所减量，PE 供应压力预计持续偏大。需求方面，下游农膜仍处于旺季之中，近期开工率和订单均呈现明显的增长趋势。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。然而，考虑到当前下游原料库存水平偏高，且后续需求增长预计逐步趋缓，需求端能够提供的支撑将比较有限，因此 PE 陷入供强需弱的僵局。在缺乏自身基本面有力驱动的情况下，PE 受原油等成本因素影响显著，整体维持宽幅震荡格局。

纯苯苯乙烯：装置扰动再起

【盘面回顾】BZ2603 收于 5495 (-74)，EB2512 收于 6466 (-65)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5375 (-120)，主力基差-120 (-46)。下午华东苯乙烯现货 6435 (-70)，主力基差-31 (-5)

【库存情况】截至 10 月 27 日，江苏纯苯港口库存 8.5 万吨，较上期环比下降 14.14%。截至 2025 年 10 月 27 日，江苏苯乙烯港口库存 19.3 万吨，较上周期下降 0.95 万吨，幅度-4.69%；截至 10 月 23 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 19.63 万吨，较上一周期增 0.28 万吨，环比增加 1.47%。

【南华观点】

纯苯方面，近期美国、英国、欧盟先后宣布对我国部分炼厂进行制裁，纯苯开工受到一定影响，但适当下调纯苯供应预期后，平衡表看纯苯四季度依然维持累库格局。受到价格、节假日等因素影响 10 月上旬纯苯进口船货到港较少，10 月下旬开始韩国发船明显增多，预计 10 月末至 11 月初船货将集中到港，港口存累库预期，纸货端近月月差明显走缩。当前看四季度供应预期仍维持高位；而需求端下游投产与检修并存且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，纯苯预计偏弱运行，后续重点关注炼厂制裁影响是否有进一步扩大。

苯乙烯方面，广西石化、吉林石化两套新装置均已投产，共计新增产能 120 万吨，装置稳定生产后供应将增多。当前平衡表看四季度苯乙烯去库，但自身反季节性高库存加上明年一季度存累库预期，去库压力较大。昨日下午市场传闻苯乙烯及下游 ABS 均出现计划外减产，关注实际兑现情况。近期国内外重要会议集中，对于能化品种而言多空交织。纯苯苯乙烯自身向上动力不足，短期还是要关注宏观动向以及原油走势，单边建议观望为主，待宏观局势明朗，品种间可考虑逢高做缩加工差。

燃料油：裂解上方有限

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2818 元/吨

【产业表现】供给端：进入 10 月份，俄罗斯高硫出口-55 万吨，伊朗高硫出口-69 万吨，伊拉克+88 万吨，墨西哥出口+72 万吨，委内瑞拉-35 万吨，10 月份出口端稳定。需求端，在船加注市场，新加坡进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，10 月份中国-18 万吨，印度+3 万吨，美国-51 万吨，进料需求走弱，在发电需求方面，因发电旺季已过，沙特和埃及从净进口转出口，其中沙特出口 1.3 万吨，埃及出口 10 万吨，发电需求明显减弱。库存端，新加坡浮仓库存和马来西亚高硫浮仓库存高位盘整，中东浮仓高位库存回升

【核心逻辑】10 月份因欧美收紧对俄制裁，引发市场对俄罗斯供应收紧对担忧，引发高硫裂解大涨，不过当前发电需求明显减弱，同时高裂解也引发进料需求减弱，当前高硫属于强预期弱现实的格局，不宜过分看好后期裂解。

低硫燃料油：估值偏低，存修复预期

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU01 收于 3273 元/吨

【产业表现】供给端：进入 10 月份，科威特+17.8 万吨，阿尔及利亚+9 万吨，尼日利亚-1.4 万吨，巴西-4.3 万吨，俄罗斯+19 万吨，10 月份供应整体宽裕。需求端，新加坡 9 月船加注总量 476.5 万吨，其中低硫加注量为 235 万吨，环比-15 万吨，中国 9 月保税船加注量达 183 万吨，其中低硫燃料油 127 万吨，环比-9 万吨。10 月份中国进口+25 万吨，日韩进口-6 万吨，新加坡-10.9 万吨。库存端，新加坡库存-203.6 万桶；ARA-4.4 万吨，舟山-5 万吨

【核心逻辑】10 月份丹格特炼厂 RFCC 检修，尼日利亚出口依然维持高位，Dar Blend 供应恢复，低硫燃料油调和市场供应进一步增加，马来西亚低硫供应增加，需求端船运市场提振有限，国内配额充足，进口动机不强，新加坡、ARA 和舟山库存小幅下降，整体看，低硫基本面依然偏弱，向上驱动有限。

沥青：基差弱势，等待空配机会

【盘面回顾】BU01 收于 3279 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3320 元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率-12.9% 至 25.6%，华东开工率+1.9% 至 45.6%，中国沥青总的开工率-4.7% 至 31.1%，山东沥青产量-5.8 至 13.5 万吨，中国产量-7.2 万吨至 55.2 万吨。需求端，中国沥青出货量+3.7 万吨至 29.0 万吨，山东出货+1.52 万吨至 7.0 万吨；库存端，山东社会库存-1.3 万吨至 13.0 万吨和山东炼厂库存+0.9 万吨为 18.4 万吨，中国社会库存-2.9 万吨至 38.8 万吨，中国企业库存+0.4 万吨至 50.0 万吨。

【南华观点】受消息面和事件影响“美国 B-1B 轰炸机靠近委内瑞拉沿岸”“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。乌克兰打击俄能源设施，美国采购石油战略储备托底”，使得近期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，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。从最新的 Kpler 发运数据看，短期委内瑞拉原油发运并未受到实质性影响。总的来看观点并无大的变化，如下所述：本周炼厂开工因部分炼厂检修影响，沥青总体供应减少。而需求端，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，近期强势反弹。短期随着成本抬升，沥青期货大幅走强，但现货基差持续走弱，符合需求逐渐转淡的特征。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。短期由于近期外围扰动加大，建议短期观望或者等待期价到达压力位后尝试空配。

尿素：宏观带动需求好转

【盘面动态】：周二尿素 01 收盘 1635

【现货反馈】：周二国内尿素行情僵持区间整理，局部市场情绪偏弱，价格调整幅度 10 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1480-1630 元/吨。上游新单成交持续清淡，多发运前期订单，贸易商价格松动小幅下调，以出货为主。短线国内尿素行情稳中局部偏弱。

【库存】：2025 年 10 月 22 日，中国尿素企业总库存量 163.02 万吨，较上周增加 1.48 万吨，环比增加 0.92%，中国尿素港口样本库存量 21 万吨，环比下降 23.6 万吨，环比跌幅 52.91%。

【南华观点】：随着宏观情绪好转，尿素期货价格跟随整体情绪上行，带动现货出货好转，

从现货角度来看多地雨水暂停，秋收、秋播陆续推进，农业尿素走货适当增加，尿素企业出货适当好转，虽然多数仅维持产销弱平衡，但相较于前期的惨淡已经有较大好转。前面盘面与现货共振下跌，使得市场情绪十分恐慌，从成本角度来看，1500 附近的现货价格已经跌破尿素第一（气头）与第二（固定床）工艺成本线，但锚着第三（气流床）成本线去做空有些难以下手，毕竟尿素上半年表需增速仍亮眼。综上 10 月下旬东北地区需求提升 10 月的储备，带动现货贸易流速提升。在期货高升水的格局下，期现贸易商采购积极性较强。因此宏观与产业共振带动期货反弹，但后期来看，在出口配额消失的背景下，尿素仍面临较大压力

玻璃纯碱烧碱：产销改善

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1239, -0.56%

【基本面信息】

纯碱厂库 170.21 万吨，环比+0.16 万吨（轻碱+0.78 吨，重碱-0.62 万吨）。交割库 68.14 万吨 (-0.21 万吨)。纯碱厂库+交割库库存合计 238.35 万吨，环比-0.05 万吨。

【南华观点】

纯碱以成本定价为主，虽然成本端预期坚实，其中动力煤预期偏强，盐价目前低位暂稳（尚未看到趋势性上涨），但没有减产的情况下估值难以有向上弹性。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 1113, 1.64%

【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】

现货继续降价后，产销开始改善，观察持续性。目前湖北厂家现货低价在 1020-1040 元/吨；中游高库存，去化幅度偏慢，旺季表现一般。此外，周三工信部召开玻璃产业座谈会，关注实际情况，或对盘面产生干扰。目前玻璃 01 合约持仓创新高，博弈或持续至临近交割。玻璃结构性矛盾依然存在，如果没有真实减产的发生，01 合约玻璃纯碱的终点是向下的，但实现路径上或等到临近交割。远期又有成本支撑和政策预期。关注供应预期变化。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2341, -1.06%

【基本面信息】

据百川盈孚统计全国液碱工厂库存共计 24.2 万吨（折百），环比上周减少 1.61%，同比增加 25.17%。西南地区液碱市场交易情况稍显清淡，企业出货效率放缓，库存稍有增量。其他地区因检修集中，部分地区液碱出货情况尚好，厂家低价走货库存压力缓解，库存压力适度缓解。

【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，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：9月书报杂志社零同比下跌，纸企集中抬涨报价

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格白天震荡略偏下行；胶版纸期货价格延续震荡走势。

【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 24 日，港口库存 205.5 万吨（-1.9）。

【月差结构】纸浆：11-01 反套观望

【南华观点】：从现货价格来看，11 月起，金东、金海所生产的铜板、非涂全系各纸种等，玖龙纸业的所有全木浆文化纸系列产品，山东华泰的所有文化纸、铜版纸系列产品，以及山东江河生产的胶版纸系列产品均将提涨 200 元/吨，对期价存在一定利好。从基本面来看，作为较大的供应商，部分浆厂停工检修，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，但从宏观角度看，书报杂志零售额约 211 亿元，同比下降 7%（而 8 月同比大增 12%），文化纸消费并未延续 8 月的同比向好，短期还需等待传统旺季到来以给予支撑。从情绪角度来看，中美双方在美方 301 船舶收费相关措施问题等方面探讨了一些妥善处理双方关注的方案，形成了初步共识，可能存在一定利多效果。

对于胶版纸来说，可能再度迎来一定的上涨行情。其同样受到纸企提价与宏观情绪带来的利多影响；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。

需注意的是，纸浆与胶版纸期价上方仍存一定制约，纸浆期价可能仍以震荡为主，而胶版纸期货则预计可能在纸企联合涨价的情况下迎来一波上涨行情，短期可以转为以低多为主，前期高空仓位可择期平仓。

原木：情绪释放，下行空间有限

【盘面】lg2511 收盘于 766 (+3)。lg2601 收盘于 786 (-1)，持仓 1.6 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 10.17 日，全国库存量 292 万方（-7）。

【核心矛盾】

近期到港船偏多，现货价格反馈不佳，有降价预期在。中美磋商转暖，特别港务费有望被调整。01 合约大概率不会修改交割规则，深贴水进交割是大概率事件。目前估值端处于低估状态，周一的大跌，情绪超额释放，有一定价格修复的可能。

策略建议

短期超跌，策略上可以考虑卖出 lg2601-P-750 的头寸。中长期看，逢高做空策略依然有效，但现在的价格，继续向下空间有限。

丙烯：震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6112 (-40) ,PL2602 盘面收于 6180 (-30)；PP-PL01 价差

545 (-2) ;PL01-02 月差-68 (-10)

【现货反馈】山东均价 6010 (-15), 华东均价 6075 (-0)

【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】隔夜原油受 opec 可能增产影响下跌, 本周面临 opec 会议、美联储议息会议及 cp 月价格公布。基本面看, 丙烯整体依然偏宽松, 现货市场触及低点后持稳, 厂家积极出货, 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：出栏暂缓

【期货动态】LH2601 收于 12160 日环比-1.38%

【现货报价】全国生猪均价 12.51 (+0.31) 元/公斤, 其中河南 12.75 (+0.23) 元/公斤、四川 12.27 (+0.35) 元/公斤、湖南 12.2 (+0.4)、辽宁 12.62 (+0.33) 元/公斤、广东 12.65 (+0.27) 元/公斤。

【现货情况】

临近月底, 部分地区企业有所缩量, 加之标肥价差有进一步走扩预期, 因此二育散户有压栏惜售情绪, 现养殖场出栏积极性还好, 且部分地区月度计划完成情况尚可, 但终端需求未有进一步提升, 仍需关注养殖场的出栏进度以及二育进场的情绪。

【南华观点】

政策端扰动频出, 生猪远月供给或受到影响。长周期战略性可以看多, 但中短期依旧以基本面为主。近期集团场、二育群体出栏减少, 部分二育逐渐有所补栏育肥, 盘面阶段性出现底部迹象。预计随着旺季到来, 需求逐渐好转, 大猪或出现结构性短缺, 支撑旺季价格。

油料：等待谈判结果

【盘面回顾】即将中美双方领导人会面, 目前释放的信息偏乐观, 同时美方代表表示谈判结果涉及中国对于美豆采购, 外盘计价此信息继续反弹, 同时由于 EUDR 政策调整导致美豆粕强势反弹, 为美豆增加反弹动力, 内盘成本上移跟随反弹。

【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, 总体支撑国内买船成本, 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，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，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，库存将表现季节性低位，中加不断谈判影响盘面预期，短期内由于仓单注销月临近，做多时机需关注后续仓单变化情况。

【后市展望】外盘美豆目前中美谈判背景下以出口需求为主线，周末释放中方对于美豆采购预期将继续驱动美豆反弹，EUDR为反弹增加额外动力；巴西大豆种植进度继续修复，整体新作暂无较大产量问题；内盘豆系上方反弹空间受制于近月高库存压力，在外盘不断反弹过程中成本支撑上移同样有效；内盘菜系继续关注中加关系，短期内受仓单注销月回落表现强势，后续存在补充来源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：短期偏弱运行

【盘面回顾】印尼B50计划或受到阻挠，短期油脂偏弱运行。

【供需分析】棕榈油：高频数据显示马来西亚10月棕榈油增产，此前市场预估的提前进入减产季或不及预期，马棕去库步伐进一步放缓。今日印尼采矿业协会呼吁叫停B50计划，如计划不能实施明年棕榈油需求或不及预期，关注事件进展。不过今年B40计划依然支持印尼棕榈油需求，棕油产地报价下方空间有限。

豆油：中美关系有乐观趋势，成本端较为坚挺，豆油在板块内相对抗跌。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：市场信息不足，原料保持坚挺。短期国内菜油进入入库期，跟随油脂市场波动为主。

【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】短期不建议过分看空油脂，空单可持有，无仓位适合观望。

豆一：盘面再度拉高

【期货动态】周二，豆一盘面偏强运行，01合约上涨27元，收于4115元，收盘价再创8月份以来新高，持仓小幅增加，成交量减少，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元/斤；绥化（蛋白39%毛粮主流价格）：1.9元/斤，+0元/斤；内蒙古阿荣旗（蛋白39%毛粮主流价格）：1.9元/斤，+0元/斤；

【拍卖与成交】昨日中储粮拍卖国产大豆66029吨，成交22755吨；

【市场分析】豆一期货价格受到美豆进口或将恢复的消息扰动回调后再度拉涨，现货端偏强运行支撑期货盘面，南方产区购销恢复，整体价格稳中偏强，高蛋白提价预期较强，东北产区价格短暂盘整，强势消化上市压力，运行特征偏强，价格鲜有回落现象。销区采购在减产扰动下积极性被动增加，提振中高蛋白大豆价格。从目前市场状态看，期现联动明显，优质大豆减产支撑市场供需结构转变，看涨情绪占据主导，由于国产大豆规模较小，做多行为对价格拉涨明显，期现联动上行导致盘面套保空间有限，市场回调动力不足，中美经贸谈判取得进展并未改变豆一上涨节奏，印证10月上涨行情来自现货减产及收购行为转变所驱动；

后期看，在市场基本面及预期发生明显转变情况下，大豆价格变奏运行的情况或将持续；

【南华观点】观望，低价库存套保跟随现货动态调整；

玉米&淀粉：回踩动作犹豫 磨底特征渐显

【期货动态】周二玉米盘面窄幅震荡偏强运行，外盘上涨及豆一强势支撑盘面，主力01合约上涨0.28%，收于2123元，成交量下降，持仓量小幅增加。注册仓单61966手；玉米淀粉盘面偏弱运行，主力01合约收于2424元；

【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2010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2740元/吨，-10元/吨。

【市场分析】现货新粮收获进入尾声，目前仍处于集中售卖阶段，价格承压，但波动幅度有所趋缓，昨日东北产区整体稳定，国储收购挺价作用渐显，黑龙江产区稳定为主，吉林产区企业报价有下调，华北产区收购价格涨跌互现，山东到车受到降价影响出现减少，压价情况减少，企业报价涨跌互现；

玉米市场处于供应压力与政策收购带来的托底效应交织影响下，运行状态趋于稳定，价格呈现底部震荡特征，随着购销进度不断推进，优质粮源减少或将逐步得到体现；

【南华观点】短期底部震荡。

棉花：压力仍存

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超0.5%，油价回落但谷物市场偏强运行。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】巴基斯坦联邦农业委员会最新数据显示，本年度植棉面积预期为3000万亩，总产预期106.2万吨。

【郑棉信息】目前全疆棉花采收工作进入尾声，截至2025年10月27日，全国新年度棉花公证检验量累计144.07万吨。近日新疆机采棉收购价格小幅上调，其中南疆价格较为强势，随着部分产区产量不及预期，轧花厂收购热情有所升温，目前北疆多集中在6.15-6.25元/公斤，南疆多集中在6.25-6.45元/公斤，但十月下旬，新棉加工公检量将加速增长，新季供应将持续放量，对棉价形成压力。本月纱厂在纺纱利润的修复下现金流有所好转，对棉花存在刚性补库支撑，但目前下游需求逐渐转淡，市场整体信心欠佳，纱布厂成品处于小幅累库状态。

【南华观点】当前新棉增产预期小幅修复，收购价格相对坚挺，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，丰产格局之下棉价仍面临较大的套保压力，关注后续疆棉定产及中美贸易情况。

白糖：内强外弱格局延续

【期货动态】国际方面，ICE原糖期货周二触及五年低点，受供应增加及需求减弱影响。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，延续白天强劲走势，内外走势劈叉。

【现货报价】南宁中间商站台报价5750元/吨。昆明中间商报价5640-5800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】近期糖价保持内强外弱格局。

鸡蛋：淘鸡有所放量

【期货动态】主力合约 JD2512 收于 3099，日环比-1.12 %

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.98 (-0.01) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.03 (+0.00) 元/斤。

【现货情况】

前期蛋价连续上涨后，终端接受度有限，市场走货转慢，贸易商拿货情绪转为谨慎，产区蛋价稳定为主，其中东北局部，河北粉蛋弱势下跌。销区北京到车偏少，走货一般，价格暂稳观望。上海，广东市场走货一般，价格稳定运行。

【南华观点】

中长周期鸡蛋产能依旧处于偏宽松状态，产业链还需要进一步去产能，中长期依旧可以待估值偏高时沽空。短期来看，双节后蛋价不振充分印证前期看空观点，近期淘鸡有所放量，可适当参与正套。

红枣：关注新季价格变化

【产区动态】目前新枣开始陆续下树，时间较去年略有提前，当前新枣统货收购价多集中在 6.5-7.5 元/公斤左右，关注新枣上量后收购价格变化情况。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 2 车，河北崔尔庄市场到货 1 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 9103 吨，周环比增加 94 吨，同比增加 109.22%。

【南华观点】新季红枣开始下树，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。