

金融期货早评

宏观：中美经贸团队达成三方面成果共识

【市场资讯】1) 习近平同美国总统特朗普在釜山举行会晤。商务部：中美经贸团队达成三方面成果共识。2) 贝森特：可能在圣诞节前选出美联储主席候选人，不喜欢本次降息的措辞。3) 欧洲央行第三次“按兵不动”，维持存款利率 2%不变，经济韧性抵御贸易逆风；拉加德：核心通胀指标与 2%的目标一致，通胀前景比以往更加不确定。欧元区三季度 GDP 环比增长 0.2%超预期，法国增速创近三年最高，德国继续停滞。4) 日本央行维持利率不变，两名委员继续投反对票。

【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。中美经贸达成一定成果，而股市、商品下跌更多是预期差导致。长期来看，本次贸易和谈仍有利于出口企业。海外方面，尽管美联储如期降息 25 基点并宣布结束 QT，但鲍威尔关于 12 月降息前景的鹰派表态，导致市场对 12 月降息的概率从 95%暴跌至 65%。后续关注在政府关门背景下，美国就业和通胀情况。

人民币汇率：中美经贸团队达成三方面成果共识

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1107，较上一交易日下跌 116 个基点，夜盘收报 7.1098。人民币对美元中间价报 7.0864，调贬 21 个基点。

【重要资讯】1) 习近平同美国总统特朗普在釜山举行会晤。商务部：中美经贸团队达成三方面成果共识。2) 贝森特：可能在圣诞节前选出美联储主席候选人，不喜欢本次降息的措辞。3) 欧洲央行第三次“按兵不动”，维持存款利率 2%不变，经济韧性抵御贸易逆风；拉加德：核心通胀指标与 2%的目标一致，通胀前景比以往更加不确定。欧元区三季度 GDP 环比增长 0.2%超预期，法国增速创近三年最高，德国继续停滞。4) 日本央行维持利率不变，两名委员继续投反对票。

【核心逻辑】受中美谈判落幕影响，本次中美元首会晤成果或不及市场预期，美元兑人民币汇率于 1 点左右快速拉升。与此同时，日本议息会议如期维持利率不变，日元应声走弱推动美元指数相对走强，进一步对人民币对美元汇率形成拖累。后续要关注在政府关门背景下，美国就业和通胀情况。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：短期预计消化降息预期变动后再度转强

【市场回顾】

上个交易日股指集体收跌，大盘股指相对抗跌，以沪深 300 指数为例，收盘下 0.80%。从资金面来看，两市成交额回升 1656.47 亿元。期指均放量下跌。

【重要资讯】

1. 商务部：中美经贸团队达成三方面成果共识。

美方将取消针对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的 24% 对等关税将继续暂停一年。

美方将暂停实施其 9 月 29 日公布的出口管制 50% 穿透性规则一年。

美方将暂停实施其对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年。

【核心逻辑】

美联储 10 月利率决议落地，如预期降 25bp，并宣布 12 月结束缩表，但后续鲍威尔发言偏鹰，称 12 月降息并非板上钉钉，降息预期降温，市场重新定价美联储后续降息路径，联邦基金利率期货价格显示，市场预期 12 月不降息预期上升至 65% 以上，美债收益率及美元指数拉升。受此影响，昨日 A 股承压，股指集体低开收跌，对利率敏感度更高的中小盘股指跌幅较大。不过我们认为市场短期内将快速消化降息预期变动，同时根据前几次五年规划市场表现，预计四中全会影响将持续两周左右，叠加盘后中美经贸磋商结果落地，双方达成阶段性成果，提振市场风险偏好，因此短期股指预计完全消化降息预期差后再度偏强运行。

【南华观点】短期完全消化降息预期差后再度偏强运行

国债：短期空间或有限

【市场回顾】周四 T、TL 震荡收涨，TF 平盘，TS 微跌。资金面转松。

【重要资讯】1. 商务部：美方将取消针对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的 24% 对等关税将继续暂停一年。中方将相应调整针对美方上述关税的反制措施。双方同意继续延长部分关税排除措施。美方将暂停实施其 9 月 29 日公布的出口管制 50% 穿透性规则一年。中方将暂停实施 10 月 9 日公布的相关出口管制等措施一年，并将研究细化具体方案。

【核心观点】期债昨日延续上涨态势，但中短债已现滞涨之势，长债震荡后小幅收涨。临近中午中美领导人完成会谈，但截至交易收盘未有谈判成果披露，A 股收跌。午后股债跷跷板效应再现，应与谈判未见成果导致的风险情绪波动有关。盘后商务部公布谈判结果，整体较为乐观，有利于风险资产。短期央行购债对市场的影响或已反应完毕，期债继续上行的空间可能有限。

【策略建议】中期多单继续持有，空仓者等待回调买入，不宜追高。

集运欧线：中美会晤落地市场情绪分化，期价冲高回落延续震荡

中美经贸缓和信号与现货提价压力并存，期价短期方向不明。

【行情回顾】

昨日（10 月 30 日），集运指数（欧线）期货市场主力合约冲高回落。主力合约 EC2512 开盘于 1871.0 点，收盘于 1843.8 点。远月合约表现分化，EC2602 合约收盘于 1583.0 点，下跌 0.98%，EC2604 合约收盘于 1175.9 点，下跌 0.74%。盘面受中美领导人会晤消息扰动，

日内振幅明显扩大。

【信息整理】

当前市场多空博弈加剧，边际变化集中于政策面与现货端：

利多因素：

1) 中美贸易摩擦阶段性缓和：美方暂停对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年，中方同步暂停反制措施，降低供应链不确定性。2) 地缘风险支撑运价：加沙冲突反复红海复航预期延后，船舶绕行好望角比例维持 18.3%，有效运力消耗增加。3) 旺季挺价基础仍在：船司空班调控持续，11 月第二周运力预计降至 24.36 万 TEU，为挺价提供空间。

利空因素：

1) 现货提价落地打折：马士基第 46 周大柜报价下调至 2200 美元，HPL、CMA 等多家船司跟跌，11 月上半月大柜均价回落至 2200 美元左右。2) 运力过剩压力长期化：2026 年欧线运力增速预估达 4.6%，远超需求 0.4% 的增幅。3) 欧洲经济韧性不足：欧元区制造业 PMI 仅处荣枯线，新订单增长乏力制约运输需求。

【交易研判】

集运欧线期货短期预计维持高位震荡，中美政策利好与现货疲软形成拉扯，1800-1900 点区间博弈加剧。

操作策略：

趋势交易者观望为主，等待现货量价配合信号明确后再择机介入。套利交易者关注 EC2512-EC2602 价差波动，若价差收窄至 200 点以内可轻仓布局正套。

【风险提示】：

1) 警惕船司报价连续下调引发踩踏性抛售。2) 关注红海停火谈判超预期进展对远月合约的冲击。3) 密切跟踪 11 月实际货量数据与船舶装载率匹配度。

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：止跌反弹

【行情回顾】周四贵金属价格明显反弹，仍受益于中美领导会晤后的避险买盘以及美财长贝森特表示可能在圣诞节前选出美联储主席候选人，且不喜欢本次降息的措辞的消息影响。周边美指上涨，10Y 美债收益率略有走高，美股调整，因美联储偏鹰降息影响，其他比特币下跌，原油震荡，南华有色金属指数调整。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 4038.3 美元/盎司，+0.94%；美白银 2512 合约收报于 48.73 美元/盎司，+1.71%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 912.16 元/克，+0.82%；SHFE 白银 2512 合约收 11253 元/千克，+0.54%。其他消息

面，欧央行三连维稳利率 2%，称通胀已达标，暂不转向；经济显韧性，但地缘与关税阴云未散，市场押注明年上半年降息，欧元跌、德债收益率续降。

【降息预期与基金持仓】降息预期降温略有回暖。据 CME“美联储观察”数据显示，美联储 12 月 11 日维持利率不变概率 25.3%，降息 25 个基点的概率为 74.7%；美联储 1 月 29 日维持利率不变概率 16.6%，累计降息 25 个基点的概率为 57.7%，累计降息 50 个基点的概率 25.6%；美联储 3 月 19 日维持利率不变概率 11.1%，累计降息 25 个基点的概率为 44.1%，累计降息 50 个基点的概率 36.3%，累计降息 75 个基点的概率 8.5%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 4.3 吨至 1040.35 吨；iShares 白银 ETF 持仓减少 19.75 吨至 15189.82 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 9 吨至 662.8 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，美国政府停摆引致周内部分数据延迟发布。关注周五晚美 9 月 PCE 数据。能否正常发布。事件方面关注亚太经合组织（APEC）领导人峰会举行。

【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 4100，支撑 4000，关键支撑 3800-3850 区域；白银阻力 49.5-50 区域，支撑 46，强支撑 44。

铜：LME 政策或将给“挤仓”行情带上“紧箍咒”，铜价短期反弹幅度受限

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.10 美元/磅，跌 3.03%；LME 铜收于 10930 美元/吨，跌 1.44%；沪铜主力收于 87270 元/吨，跌 0.78%；国际铜收于 77770 元/吨，跌 0.8%。主力收盘后基差为 90 元/吨，较上一交易日涨 1030 元/吨，基差率为 0.1%。

沪伦比 30 日为 7.93，29 日 8.04，跨境比值小幅回落。

【产业信息】1、30 日，上期所铜期货注册仓单 37343 吨，较前一日增加 1692 吨；24 日，上期所铜库存 104792 吨，较前一日减少 5448 吨；30 日，LME 铜库存 134950 吨，较前一日减少 400 吨；LME 铜注册仓单 120725 吨，较前一日增加 50 吨，注销仓单 14225 吨。29 日，COMEX 铜库存 346662 吨，较 28 日减少 1705 吨。

2、10 月 30 日国内市场电解铜现货库存 19.22 万吨，较 23 日增 0.24 万吨，较 27 日增 0.36 万吨；上海库存 12.53 万吨，较 23 日增 0.45 万吨，较 27 日增 0.40 万吨；广东库存 1.93 万吨，较 23 日降 0.28 万吨，较 27 日降 0.26 万吨；江苏库存 4.02 万吨，较 23 日增 0.18 万吨，较 27 日增 0.31 万吨。

3、伦敦金属交易所（LME）周四表示，计划制定永久性规则，在库存水平偏低的情况下，对在近月合约中持大额头寸的会员实施限制。LME 表示，这些措施是在库存偏低且部分市场参与者在近月合约中持仓较大的背景下推出的，交易所特别委员会要求市场参与者削减过大的场内头寸。

【南华观点】美联储利率决议公布后，铜市出现量价齐跌。此时，现货升贴水走势呈现探底回升的走势，但涨幅有限。我们认为，短期宏观层面多空均已消化，若现货市场成交不放量，期价仍维持高位震荡。

【南华策略】1、12 月合约继续关注 87000 一线支撑的强弱，可依据此线逢低买。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。

铝产业链：关税落地

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21245 元/吨，环比-0.05%，成交量为 17 万手，持仓 28 万手，伦铝收于 2870 美元/吨，环比+0%；氧化铝收于 2816 元/吨，环比-0.98%，成交量为 44 万手，持仓 39 万手；铸造铝合金收于 20705 元/吨，环比-0.07%，成交量为 3577 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：宏观方面，中美元首顺利会晤，发言人表示，美方将暂停实施其 9 月 29 日公布的出口管制 50%穿透性规则一年。中方将暂停实施 10 月 9 日公布的相关出口管制等措施一年，并将研究细化具体方案，基本符合市场预期。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，关税谈和使得沪铝夜盘上涨，但随着宏观事件陆续落地，市场暂时处于消息真空区，等待下一个驱动，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：震荡；铸造铝合金：高位震荡

锌：降息预期减弱

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22365 元/吨。其中成交量为 11.11 万手，而持仓增加 909 手至 11.98 万手。现货端，0#锌锭均价为 22250 元/吨，1#锌锭均价为 22180 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，降息预期减弱，锌价低开后震荡。基本面上，目前冶炼端抢矿现象严重，海外矿价格无优势且国内矿增量较少，造成 11 月 TC 再次大幅下降。基于这两个原因，冶炼端 11 月减产意愿上升，具体影响还需要观察 11 库存上的变化。假设需求维稳的情况下，叠加出口和减产，库存有去库可能。目前国内库存震荡，而 LME 去库速度放缓，低库存为价格提供支撑。11 月有一定向上驱动，观望出口和宏观。

【南华观点】偏强震荡

镍，不锈钢：震荡走势延续，多空博弈仍存

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120980 元/吨，下跌 0.03%。不锈钢主力合约日盘收于 12725 元/吨，

下跌 0.39%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123500 元/吨，升水为 2450 元/吨。SMM 电解镍为 122200 元/吨。进口镍均价调整至 121450 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28550 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6272.73 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 925 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.64%。纯镍上期所库存为 36075 吨，LME 镍库存为 251706 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】

沪镍不锈钢日内延续震荡，现阶段多空博弈情绪较为浓厚，宏观层面美联储降息，中美双方于釜山进行友好会谈均带来较大政策利好信号，基本面成本支撑下移仍压制上行空间。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。新能源四季度旺季，下游采购需求不减，目前报价上行态势有所放缓；当前市场流通偏紧，成交情绪无明显提升。镍铁近期整体重心下滑，贸易商大多让利出货，铬铁方面同样价格有所下滑，不锈钢成本支撑有所松动。不锈钢方面日内偏弱震荡，现货方面成交无明显起色，贸易商以价换量成为主流，目前多家大型钢厂宣布减产亏损较为严重的 200 系，还需关注后续减产实际走势。目前不锈钢进入消费淡季，整体下游需求较为一般，采购观望情绪较浓。

锡：降息不确定性上升，偏弱震荡

【市场回顾】沪锡主力上一交易日偏强震荡，报收在 28.36 万元每吨；成交 74299 手；持仓 3.85 万手。现货方面，SMM 1#锡价 284000 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价偏弱震荡，主要受宏观上美联储降息预期减弱影响，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。

铅：窄幅震荡

【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 17200 元/吨。

【产业表现】华东地区一家大型再生铅炼厂本周一已启动烘炉作业，计划于本周末正式投料生产。据 SMM 分析，该炼厂复产后有望在 11 月为再生精铅产量贡献超 1 万吨，将对市场供应产生积极影响。

【核心逻辑】上一交易日，铅价窄幅震荡。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。目前核心矛盾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。目前主要关注库存情况，短期内低库存仍支撑铅价，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）提供。

黑色早评

螺纹&热卷：冲高回落

【盘面回顾】昨日中美领导人会面，利多落地，成材冲高回落。

【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：利好出尽

【盘面信息】铁矿石价格冲高回落。

【信息整理】1. 根据钢联，本期螺纹产量增加，表需增加，库存下降，但去库速度显著慢于往年；热卷产量微增，需求上升，库存下降；2. 商务部新闻发言人就中美吉隆坡经贸磋商联合安排答记者问。中美经贸团队通过吉隆坡磋商，达成的成果共识主要有以下几方面：一、美方将取消针对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的10%所谓“芬太尼关税”，对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征的24%对等关税将继续暂停一年。中方将相应调整针对美方上述关税的反制措施。双方同意继续延长部分关税排除措施。二、美方将暂停实施其9月29日公布的出口管制50%穿透性规则一年。中方将暂停实施10月9日公布的相关出口管制等措施一年，并将研究细化具体方案。三、美方将暂停实施其针对对华海事、物流和造船业301调查措施一年。美方暂停实施相关措施后，中方也将相应暂停实施针对美方的反制措施一年。

【南华观点】当前铁矿石市场呈现供需宽松格局，价格承压明显。供应端，全球发运量维持高位，年累计同比增量达1900万吨，四大矿山及非主流矿发运均保持强劲，导致港口库存快速累积，45港库存已升至1.44亿吨，近两周累库近400万吨，超季节性的累库速度对价格形成持续压制。需求端，铁水产量虽环比跌破240万吨/天并边际下降，但同比仍处高位，钢厂减产力度有限；终端需求分化，热卷库存偏高且出口利润萎缩，螺纹钢基本面仅边际改善但产量回升抑制其持续走强空间。同时，焦煤价格大幅上涨进一步挤压本就微薄的钢厂利润，对矿价形成成本挤压效应。宏观层面，“十五五”规划侧重科技消费，对传

统基建刺激减弱，铁矿石需求缺乏政策支撑，而即将来临的美联储议息会议及中美首脑会议等外部事件预计难改基本面弱势。综合来看，在供应充裕、库存高企而需求提振有限的背景下，若钢厂未实现大规模实质性减产，产业链矛盾难以缓解，待宏观事件落地后，铁矿石价格预计将继续承压运行。

焦煤焦炭：下游补库积极性高，焦煤库存结构改善

【盘面回顾】高位震荡

【信息整理】

1. 商务部介绍中美经贸磋商成果共识：美方将取消针对中国商品加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的 24% 对等关税将继续暂停一年。美方将暂停实施出口管制 50% 穿透性规则以及对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年。中方将相应调整或暂停实施相关反制措施。

2. 本周 Mysteel 煤焦事业部调研全国 30 家独立焦化厂吨焦盈利情况，全国平均吨焦盈利 9 元/吨；山西准一级焦平均盈利-32 元/吨，山东准一级焦平均盈利 28 元/吨，内蒙二级焦平均盈利-92 元/吨，河北准一级焦平均盈利 10 元/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。三轮提涨已经开启，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。唐山地区执行临时限产计划，本周铁水产量环比大幅下滑，后续关注环保政策是否延续。从原料需求角度看，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，局部地区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：基本面支撑有限，冲高回落

【盘面回顾】昨日铁合金冲高回落

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

能化早评

原油：宏观利好出尽，油价继续承压

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 0.09 美元，涨幅 0.15%，报 60.57 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 0.05 美元，涨幅 0.08%，报 64.37 美元/桶；INE 原油期货收跌 0.24%，报 461.4 元。

【市场动态】1. EIA 天然气报告：截至 10 月 24 日当周，美国天然气库存总量为 38820 亿立方英尺，较此前一周增加 740 亿立方英尺，较去年同期增加 290 亿立方英尺，同比增幅 0.8%，同时较 5 年均值高 1710 亿立方英尺，增幅 4.6%。2. 美国总统特朗普：可能达成一项规模非常庞大的协议，涉及从阿拉斯加购买石油和天然气。3. 新加坡企业发展局（ESG）：截至 10 月 29 日当周，新加坡燃料油库存上涨 175.4 万桶，达到 2478.1 万桶的两周高点。

【南华观点】油价继续承压，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：偏强震荡

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4286 (-26)，LPG2601 盘面收于 4204 (-24)；FEI M1 收于 513 美元/吨 (-1)，CP M1 收于 461 美元/吨 (-6)，MB M1 收于 353 美元/吨 (+2)

【现货反馈】华东均价 4285 (+11)，山东均价 4280 (+10)，最便宜交割品价格 4200 (+50)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 80.5% (-0.39%)；独立炼厂开工率 52.30% (+2.26%)，不含大炼化利用率为 47.95% (+1.54%)，国内液化气外销量 53.06 万吨 (-0.64)，醚后碳四商品量 18.05 (+0.56)。需求端，PDH 本期开工率 73.85% (+2.59%)，短期开工率维持在 70%-75% 左右。MTBE 端本期价格小幅上涨，开工率 69.61% (+1.5%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 44.30% (-0.55%)。库存端，厂内库存 18.17 万吨 (-0.46)，港口库 309.72 万吨 (+11.79)，本周到港增加。

【观点】中美会晤后，海内外价格回落，之前过高的预期小幅修复，但中美关系的阶段性缓和依然利好。另外，沙特公布 11 月 CP 价格丙烷为 475 美元 (-20)，丁烷为 460 美元 (-15)，好于预期。基本面看，本周到港回升，港库累库，化工需求依然持稳。内盘 pg 依然呈偏强震荡格局。

PTA-PX：宏观乐观情绪降温，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，PXN 走扩至 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：中美贸易冲突缓和，避险空头回归

【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】：周四甲醇 01 收于 2202

【现货反馈】：周四远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-45

【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 6651 (-34)。

【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 6580 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】昨日中美元首在韩国釜山举行会晤，并达成芬太尼关税减少 10%的共识。但从下午市场表现来看，本次结果不及市场预期，化工品普跌。从基本面来看，供给端，PP 装置检修持续偏高，大榭两套新装置（共计 90 万吨产能）11 月将停车，但是由于其存量供应过大，加之广西石化 40 万吨装置将于近期投产，PP 供应压力难以缓解。而在需求方面，PP 旺季需求增量有限，基差持续处于低位，叠加近期成交情况也有所转弱，导致其需求端的支撑非常有限。综合来看，供强需弱的格局对 PP 形成持续压力，使得其呈现低位震荡局势。由于当前新驱动较为有限，预计震荡格局仍将持续。

PE：自身驱动偏弱，宏观主导波动

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6968（-41）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6870 元/吨，华东现货价格为 7000 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】昨日中美元首在韩国釜山举行会晤，并达成芬太尼关税减少 10%的共识。但从下午市场表现来看，本次结果不及市场预期，化工品普跌。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 偏弱的供需格局持续。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：涨后回落

【盘面回顾】BZ2603 收于 5445（-81），EB2512 收于 6421（-92）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5355（-50），主力基差-90（+31）。下午华东苯乙烯现货 6395（-80），主力基差-26（+12）

【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，纸货端近月价格转 C 结构。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，120 万吨新增产能已落地，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。周一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 2751 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。近期可关注 LU 与 FU 做扩机会。

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 3255 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，但估值偏低。近期可关注 LU 与 FU 做扩机会。

沥青：基差弱勢

【盘面回顾】BU01 收于 3254 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3270 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。

玻璃纯碱烧碱：持仓新高，低位反复

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1235，-1.91%

【基本面信息】

本周纯碱库存 170.20 吨，环比周一+0.96 万吨，环比上周四-0.01 万吨；其中，轻碱库存 81.56 万吨，环比周一+1.52 万吨，环比上周四+4.80 万吨，重碱库存 88.64 万吨，环比周一-0.56 万吨，环比上周四-4.81 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 1091，-3.19%

【基本面信息】

截止到 20251030，全国浮法玻璃样本企业总库存 6579 万重箱，环比-82.3 万重箱，环比-1.24%，同比+28.85%。折库存天数 28 天，较上期-0.3 天。

【南华观点】

现货继续降价后，产销略有改善，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。周三工信部召开玻璃产业座谈会，并未有涉及产能等方面的指示。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 2317，-1.86%

【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报价保持稳定，山东地区检修企业仍有未恢复情况，但下游接货情况表现不佳，企业多维稳出货为主。华东地区液碱市场价格稳中有降，浙江地区当前虽有氯碱企业检修，但外围有低价货源冲击，当地企业报价亦有下滑。西南地区企业多处于长约订单商谈阶段，下游对高价存有抵触，市场偏弱整理。其他地区液碱市场价格维稳。

【南华观点】

产量逐步回归，市场压力增加。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。非铝的阶段性价补库预期落空。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：中美双方达成重要共识，存在潜在利空

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格白天先震荡，盘中开始明显回落，临近收盘又有所回升；胶版纸期货价格开始震荡走势，临近收盘时有所回落。

【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 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，各地区纸浆主流价格均维持稳定。从基本面来看，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；而港口库存仍偏相对高位，限制纸浆价格，短期还需等待传统旺季到来以给予支撑。

对于胶版纸来说，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，故期价延续震荡略偏上行走势；可继续关注去库存情况。

值得注意的是，中美双方达成重要共识，包括美方将暂停实施其对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年。美方暂停实施相关措施后，中方也将相应暂停实施针对美方的反制措施一年，纸浆成本端的运输费用有所下降，带来一定利空作用，但市场也早有预期，提前计入考量，故利空作用不会过大，但也是今日午后期价下行的原因。纸浆与胶版纸期价近期可能相对震荡偏空。

原木：造船业 301 调查与中方反制暂停一年，海运费利多消散

【盘面】lg2511 收盘于 763.5（-9）。lg2601 收盘于 786（-1），持仓 1.6 万手。

【现货】本周现货价格有所下调。根据原木通数据显示，本周岚山地区 3.9/5.9 米中小 A 规格均有下调 10 元。5.9 米中 A 报价 790-795 元/方。

【估值】仓单成本约 831 元/立方米（长三角），825 元/立方米（-9）（山东）。

【库存】截止 10.17 日，全国库存量 292 万方（-7）。

【核心矛盾】

消息层面，美方暂停对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年，中方同步暂停反制措施，降低供应链不确定性。

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。

行情低位震荡，短期内未见新的驱动出现。虽然“反内卷”的声音再次变强，但原木这个品种目前搭不上边。基本可以忽略该存在。策略上，卖出 01 合约的 750 看跌期权相对安全。目前处于低波无明显驱动的状态，预计该状态会延续，网格策略可以重新配置上线。

策略建议

- 1) 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。
- 2) 网格策略，可以设置 787 为价格中枢。4-6 元为一档，设置网格。

丙烯：震荡下跌

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6078（-54），PL2602 盘面收于 6148（-57）；PP-PL01 价差 573（+20）；PL01-02 月差-70（+3）

【现货反馈】山东均价 5940（-45），华东均价 6000（-60）

【基本面数据】供应端，丙烯产量 123.95 万吨（+2.21），开工率 74.98%（+1.09%）。其中主营炼厂开工率 80.5%（-0.39%）；独立炼厂开工率 52.30%（+2.26%），不含大炼化利用率为 47.95%（+1.54%）；蒸汽裂解开工率 80.63%（+0.34%）；PDH 开工率 73.85%（+2.59%），开工率短期维持在 70%-75%左右。MTO 开工率 90.27%（-0.15%）。需求端 PP 开工小幅回升，本期 PP 粒料开工率 77.06%（+1.13%），产量 78.92 万吨（+1.15 万吨）；PP 粉料本期开工率 43.37%（+2%），产量 7.82 万吨（+0.36 万吨）；另外正丁醇开工仍在下滑，开工率 83.52%（-2.01%），另外丙烯酸本周因部分装置降负开工下滑至 66.96%（-6.62%）

【观点】原油端在 65 关口震荡，CP 月度价格好于预期，成本端相对偏强。但丙烯端在装置投产及复产背景下整体宽松局面不变，现货市场持续走弱，厂家积极出货，PP 终端需求旺季不旺，在丙烷价格上涨后，PDH 利润再度被压缩至水下。另关注本周 opec 增产政策。

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：持仓博弈加剧

【期货动态】LH2601 收于 11880 日环比-2.5%

【现货报价】全国生猪均价 12.58（-0.02）元/公斤，其中河南 12.63（-0.04）元/公斤、四

川 12.28 (-0.06) 元/公斤、湖南 12.54 (+0.05)、辽宁 12.47 (-0.14) 元/公斤、广东 13.20 (+0.2) 元/公斤。

【现货情况】

多数市场二育补栏情绪转弱，屠企采购难度不大，计划基本够用。部分地区受近期涨价影响，下游销售难度增大，主动缩量。近期北方地区散户惜售情绪较重，标猪及大猪价格同步上行，导致标肥差变动不大，300 斤左右的大猪较标猪高 0.3 元/斤左右，350 斤较标猪高 0.7 元/斤；南方市场 300 斤左右的大猪较标猪高 0.4-0.6 元/斤左右，350 斤较标猪高 0.6-0.9 元/斤，四川地区因近期标猪涨价明显而大猪价格变动不大，导致价差收窄，两广气温降低后，大猪需求提升，导致区域内标肥价差继续拉大。

【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：预期恢复美豆采购

【盘面回顾】市场预期中美和谈顺利背景下将开启美豆采购窗口，本年度 1200 万吨后三年恢复至 2500 万吨，对应盘面反馈外涨内跌。

【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，开启采购美豆窗口后远月缺口预计修复。

对于国内豆粕，供应方面，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，存在一定消费刚性支撑。

菜粕端来看，近期主要跟随豆粕走势为主，自身由于仓单回落，走势较豆粕略强。菜籽到港有限背景下，11 月前菜粕供应将继续缩量，虽然需求端缺乏有效增量，但整体看菜籽与菜粕库存将继续表现季节性低位。

【后市展望】外盘美豆在中美谈判背景下以出口需求为主线，1200 万吨出口至中国预期逐渐计价，缺乏更多增量背景下期末库存继续维持 3 亿蒲附近水平，对应价格震荡区间小幅上移，在巴西大豆种植顺利预期下缺乏更多上行驱动；内盘豆粕受制于近月高库存压力，预计本轮反弹空间有限，在有效开启美豆采购将带来远月下跌驱动，但在外盘反弹中成本支撑上移，同样下跌幅度也有限。内盘菜粕由于中加不断谈判影响盘面预期，短期内由于仓单注销月临近，盘面表现略强，但不宜追多，11 月后做多时机需关注后续仓单变化情况。

【策略观点】M2601 前期 3300 卖看涨备兑持有。同时可关注 M03 向下回归机会。

油脂：进一步下破空间有限

【盘面回顾】昨日夜盘止跌后油脂并未进一步下破，近期或维持相对底部震荡整理。

【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。印尼今年全年棕榈油增产超 10%，叠加 B50 计划不确定性增强，后市需求存疑，不过今年 B40 计划依然支持年底需求，棕油产地报价下方空间有限。

豆油：中美今日双方领导人就贸易关系进行和谈，中国恢复采购美豆后豆油供应缺口消失，国内大豆近期到港依然充足，油厂开机率高，短期库存压力仍大，不过美豆需求有望回升，成本端有一定支撑。

菜油：市场信息不足，原料保持坚挺。短期国内菜油进去入库期，跟随油脂市场波动为主。

【后市展望】当前植物油市场弱势震荡为主，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进展。

【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：回调压力增大 受美豆进口恢复预期影响

【期货动态】周四，豆一盘面偏弱运行，主力 01 收于 4103 元，持仓与成交量均有减少，昨日注册仓单持增加至 7190 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）：1.92-1.93 元/斤，+0.元/斤；

【市场分析】全国产区食用高蛋白大豆供应偏紧预期支撑大豆价格反季节性上涨，高蛋白价格表现亮眼，但中低蛋白压力仍较大，当前进口大豆到港及库存充足，国产大豆压榨表现平淡；近期基层现货卖压克制，收购行为积极，但伴随价格上涨，高价收粮已谨慎，关注观望部分卖压是否涌出；国家相关部门已证实中美谈判就扩大农产品贸易达成共识，利空国产大豆市场，盘面高位盘整，回调压力增加，关注情绪发酵导致行为变化；

【南华观点】价格调整压力增大，低价库存套保跟随现货动态调整；

玉米&淀粉：价格低位震荡 继续消化新粮压力

【期货动态】周四，玉米盘面震荡偏弱运行，主力 01 合约收于 2111 元，成交量与持仓量小幅增加。注册仓单 63966 手；淀粉盘面跟随走弱，主力 01 合约收于 2419 元；

【现货报价】玉米：锦州港：2080 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2530 元/吨（无货），+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 2730 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】10 月份即将收官，新季玉米收获进入尾声，粮源出售及流通水平处于高峰期，但经过 10 月份集中上市检验，玉米价格底部逐步浮现，目前价格处于盘整阶段，上下驱动力度有限；昨日全国产区价格整体稳定，东北产区国储收购托市信号明显，虽然数量有限，但上游售粮情绪较为克制，价格下跌动力不足，中下游收购较为积极；华北黄淮同样稳定为主，随着受降水导致质量下降的粮源逐步售卖，优质玉米价格坚挺。销区到货逐步增加。下游观望心态较浓，多随用随采，短期建库意愿不强，对价格支撑有限；

【南华观点】价格底部震荡，关注远期采购管理。

棉花：新棉采收步入后期

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 1%，美元走势偏强，且中美磋商尚未涉及美棉采购。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】2025 年 9 月，日本服装进口额为 3722.76 亿日元，同比增加 7.52%，环比增加 13.12%；服装进口量为 11 万吨，同比增加 5.13%，环比增加 21.91%。

【郑棉信息】目前全疆棉花整体采收进度已超八成，截至 2025 年 10 月 29 日，全国新年度棉花公证检验量累计 160.58 万吨。近日南疆收购已过半，北疆收购进入尾声，收购价格略有下调，但整体价格仍较为坚挺，目前南疆机采棉收购价多集中在 6.30-6.45 元/公斤，北疆多集中在 6.15-6.25 元/公斤，十月下旬，随着新棉加工公检量加速增长，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需求，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。近日在中美新一轮的磋商下，美国取消针对中国商品加征的 10%芬太尼关税，并将对中国商品加征的 24%对等关税继续暂停一年，双方传递进一步缓和信号，但关税对贸易

的影响仍存，还需关注未来双方进一步谈判情况。

【南华观点】当前新棉增产预期小幅修复，收购价格相对坚挺，但近月下游旺季逐渐走弱，市场信心不足，且新棉丰产下棉价仍面临较大的套保压力，关注棉价上方 13600-13800 附近套保压力情况及后续疆棉定产情况。

白糖：原糖逼近 14 美分

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四跌至 5 年低点，受供应过剩打压。

昨日夜盘，郑糖低开高走，内外走势继续劈叉。

【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 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，10 月上半月巴西中南部地区压榨甘蔗 3403.7 万吨，同比增加 0.3%；食糖产量达 248.4 万吨，同比增长 1.25%，乙醇产量则为 20.13 亿升，同比下降 1.17%。糖厂使用 48.24% 的甘蔗比例产糖，仍高于去年同期的 47.33%。

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：预期难证伪

【期货动态】主力合约 JD2512 收于 3157，日环比-0.25%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.93（-0.00）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.97（-0.00）元/斤。

【现货情况】

本周鸡蛋主产区均价 2.96 元/斤，较上周上涨 0.05 元/斤，涨幅 1.72%。本周鸡蛋主销区均价 2.96 元/斤，较上周上涨 0.05 元/斤，涨幅 1.72%。本周鸡蛋主产区价格震荡调整。周初蛋价位置较低，终端补货情绪增加，各环节出货顺畅，蛋价小幅探涨，但受供强需弱影响，蛋价上涨动力不足，局部地区出现小幅回落，近期多地天气好转，易于存储，低价养殖端存惜售心态，支撑蛋价再次止跌。

【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。

苹果：维持强势

【期货动态】昨日苹果期货小幅上涨，近期走势强劲，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，当前甘肃好货基本上收不到了。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，80# 以上通货 2.4-2.8 元左右，一二级半价格在 2.8-3.4 元左右，一二级的价格在 3.2-3.6 元左右。

【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】苹果走势依旧强劲，近期近月也开始走强，短期涨势不减。

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，当前阿克苏地区通货主流价格参考 6.50-7.00 元/公斤，阿拉尔地区通货主流价格参考 6.80-7.50 元/公斤，关注后续收购价格变化情况。

【销区动态】昨日广州如意坊市场到货 3 车，河北崔尔庄市场到货 3 车，目前下游仍以刚需采购为主，现货价格基本持稳，好货价格相对坚挺。

【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 30 日，36 家样本点物理库存在 9348 吨，周环比增加 245 吨，同比增加 120.78%。

【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。