

金融期货早评

宏观：制造业 PMI 边际回落

【市场资讯】1) 习近平在亚太经合组织第三十二次领导人非正式会议第二阶段会议上的讲话。2) 习近平同韩国总统李在明会谈。3) 商务部新闻发言人就安世半导体相关问题应询答记者问。4) 商务部：敦促日方尽快将中方有关实体移出出口管制最终用户清单。5) 美国政府关门时长逼近历史记录，特朗普误判民主党决心，“关键时刻”到来！贝森特：如果通胀下降，美联储应该降息。6) 10 月决议后第一波美联储高官发声：3 位反对 10 月降息，沃勒支持 12 月降息。美联储内部现六年来罕见分歧，“老债王”格罗斯出手做空美债！7) 中国 10 月官方制造业 PMI 回落至 49，非制造业指数回升至 50.1。

【核心逻辑】“十五五”规划建议稿正式发布，可依据规划建议稿明确的重点领域，锁定未来核心关注方向。同时，中美经贸团队于吉隆坡磋商达成阶段性共识，将在未来一年内减弱关税政策对市场的扰动，边际提升市场风险偏好，推动相关资产逐步回归基本面定价。中美贸易摩擦本质上是一场持久战，矛盾的缓和需要时间积累，难以通过单次磋商实现根本性突破，后续仍需关注双方政策的落地执行及长期博弈动态。制造业 PMI 边际回落，供需均有所走弱，后续经济仍需政策支撑。海外方面，美联储如期降息，决议显示美联储内部分歧仍在。鲍威尔鹰派发言导致 12 月降息概率大幅回落，市场降息预期降温，后续需重点跟踪美国就业、通胀数据及美联储主席候选人进展。

人民币汇率：7.10 附近的拉锯战

【行情回顾】上周，美元兑人民币即期汇率呈现 V 型反转，整体波动符合我们预测区间。推动汇率走弱的主要因素包括：中美贸易谈判释放积极信号提振人民币情绪、中间价持续走强发挥引导作用，以及市场对美联储推迟降息的预期影响美元表现。尽管上周后半段美元兑人民币即期汇率有所回升，但并未改变当前整体偏弱的基本格局。

【重要资讯】1) 国家主席习近平在亚太经合组织第三十二次领导人非正式会议第二阶段会议上发表讲话。习近平称，亚太各经济体应该加强互利合作，把握新机遇，应对新挑战，共同开创可持续的美好明天。为此，我提 3 点建议。一是强化数智赋能，塑造亚太创新发展新优势。二是坚持绿色低碳，打造亚太可持续发展新范式。三是落实普惠共享，展现亚太包容发展新气象。今年，韩国提出应对人口结构变化合作倡议，这有助于促进亚太包容发展。中国将加快完善覆盖全人群、全生命周期的人口服务体系，大力发展银发经济，促进人口高质量发展。中方将推动落实人工智能助力卫生健康、提升女性数字素养等倡议，让更多合作成果惠及亚太地区人民。2) 欧元区 10 月份 CPI 同比上涨 2.1%，较 9 月的 2.2% 略有回落，符合预期。但核心 CPI 意外维持在 2.4% 不变，超出市场预期，同时服务业价格上涨加快。欧元区各国通胀水平呈现分化，法国通胀持续低于目标水平，德国通胀仍高企。

【核心逻辑】展望本周，预计美元兑人民币即期汇率将在 7.09-7.14 区间内运行，关键技术点位 7.10 附近仍将是多空争夺焦点，其突破方向对短期走势具有指引意义。从风险角度看，人民币升值压力有所上升，这既源于市场情绪的转向，也受到实际结汇需求的支撑。此外，本周需重点关注外部环境变化：美国将公布非农就业、ISM 制造业与服务业 PMI 及 ADP 就业等关键数据，英国央行将公布利率决议，多位美联储官员也将发表讲话。考虑到当前汇率处于盘整阶段、波动率维持低位的市场环境，建议企业把握窗口期适时开展套期保值。通过买入看跌期权等方式构建保护机制，可有效管理潜在的汇率波动风险。

【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：短期消息面较平淡，预计震荡为主

【市场回顾】

上个交易日股指除中证 1000 指数小幅收涨外，其余均下跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 1.47%。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. 习近平在亚太经合组织第三十二次领导人非正式会议第二阶段会议上的讲话。习近平指出，中国倡议成立世界人工智能合作组织，希望通过发展战略、治理规则、技术标准等合作，积极为国际社会提供人工智能公共产品。

【核心逻辑】

上周五股指除中证 1000 指数小幅收涨外，其余均下跌，两市成交额回落，从个股涨跌数来看，涨跌比大概为 5:2，出现股涨指跌的局面，前期强势的权重及科技股集体回调，算力、半导体、稀土等板块领跌，拖累大盘指数及科创板，而低位中小盘股迎来补涨。短期消息面较平淡，预计股指在资金博弈下震荡为主，前期涨幅较大的板块资金止盈意愿加强，存在回调压力，市场或迎来高低切，同时需关注本周将公布的美国就业数据，对降息预期有一定影响。策略方面建议持仓观望。

【南华观点】短期预计震荡为主

国债：中期多单持有

【市场回顾】上周期债整体大幅上涨，至周五 TS、TF 涨势停滞，但 T、TL 仍有上涨动力。月末资金面前紧后松。

【重要资讯】1.证监会主席吴清：助力居民储蓄加快转化为社会投资。2.证监会发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引（征求意见稿）》，基金业协会同步发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准操作细则（征求意见稿）》。

【核心观点】上周大涨的推动因素主要是央行重申支持性的货币政策立场，并宣布恢复二级市场购债，这一表态强化了对流动性的呵护态度，改善了市场预期。目前四中全会、中美贸易谈判等重大事件均已落定，市场关注点可能转向基本面数据及政策预期。10 月官方制造业 PMI 数据显示新订单与新出口订单大幅下滑带动生产放缓，需求不足问题凸显。当下央行恢复二级市场购债，可以作为降准的替代工具，但是否降息具有不确定性。如果经济数据加速恶化，将推升降息预期，从而推动债市继续上涨。

【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：多空消息交织，期价延续高位震荡

中美贸易缓和提振市场情绪，但现货提价压力与供需宽松格局制约上行空间。

【行情回顾】

上周五（10 月 31 日），集运指数（欧线）期货主力合约 EC2512 承压回落，收盘跌超 2%。当日盘面受现货指数上涨与中长期供需宽松预期双重影响，波动显著放大。远月合约同步调整，EC2602 及 EC2604 均收跌，市场对 11 月船司提价落地持续性存疑。

【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，中长期利好欧线货量预期。

2. 地缘风险支撑运价：加沙冲突反复导致红海复航预期延后，船舶绕行好望角比例维持 18.3%，有效运力消耗增加。
3. 现货指数强势反弹：最新 SCFIS 欧线结算运价指数报 1312.71 点，较上周大幅上涨 15.1%，涨幅较前期扩大，短期为挺价提供信心。
4. 船公司调控运力：11 月第二周欧线运力预计降至 24.36 万 TEU，马士基等头部航司上调长协旺季附加费，挺价基础仍在。

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，赫伯罗特、达飞等多家船司跟跌，11 月上半月大柜均价回落至 2200 美元左右，涨价成色不足。
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，供需宽松格局未根本扭转。
3. 欧洲经济韧性不足：欧元区制造业 PMI 仍处荣枯线下方，新订单增长乏力制约运输需求。
4. 季节性货量疲软：圣诞假期到港航次订舱偏好度一般，11 月亚洲至欧洲集装箱贸易量环比通常下降 1%，短期拖累涨价落实。

【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：可观望为主，等待现货量价配合信号明确后再择机介入。若回调至 1800 点以下可轻仓试多，止损参考 1780 点。

套利交易者：关注 EC2512-EC2602 价差波动，若价差收窄至 200 点以内可布局正套。

【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，若现货指数涨幅不及 10% 或削弱多头信心。

以上评论由分析师廖臣悦（Z0022951）、徐晨曦（Z0001908）、宋霁鹏（Z0016598）、潘响（Z0021448）、周骥（Z0017101）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：美联储 FOMC 落地 贵金属延续调整

【盘面回顾】上周贵金属市场延续调整，白银走势略强于黄金，最终伦敦金银月线皆收带

长上影线小阳柱，技术上预示短期调整或将延续。影响因素看，贸易局势缓和、美联储鹰派降息导致降息预期转弱、以及白银现货流动性挤兑压力缓解等因素推动贵金属价格调整，估值上美指与美债收益率回升亦拖累贵金属价格。然而美股陷入震荡下风险偏好受限，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则缩窄周内贵金属跌幅。随着金银价格调整，国内外金银期权平值隐波已有较大回落。其他消息面，财政部、国家税务总局 11 月 1 日发布公告，明确黄金有关税收政策：根据公告，在 2027 年底前，对会员单位或客户通过上海黄金交易所、上海期货交易所交易标准黄金，卖出方会员单位或客户销售标准黄金时，免征增值税。未发生实物交割出库的，交易所免征增值税；发生实物交割出库的，区别标准黄金的投资性用途和非投资性用途，分别按规定适用增值税即征即退政策，以及免征增值税、买入方按照 6%扣除率计算进项税额政策。黄金税收政策调整可能增加现货交易层面税收成本并引导现货需求向黄金 ETF 等金融产品需求转化。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 7.73 吨至 1039.2 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 230 吨至 15189.8 吨。短线 CFTC 基金持仓受美政府停摆事件影响继续停更。库存方面，COMEX 黄金库存周减 22.1 吨至 1187.2 吨，COMEX 白银库存周减 451.3 吨至 15005.5 吨；SHFE 黄金库存周增 0.8 吨至 87.8 吨，SHFE 白银库存周增 0.57 吨至 665.5 吨；上海金交所白银库存（截至 10 月 24 日当周）周减 145.4 吨至 905.2 吨。

【本周关注】数据方面，重点关注周五晚间美重磅非农就业报告；此外周中亦有 ISM 制造业与服务业 PMI、ADP 小非农等数据公布。事件方面，周二 04:00，美国财政部公布第四季度融资估算。周四 08:00，英国央行公布利率决议、会议纪要及货币政策报告。周五 00:00，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话；01:00，2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈马克在纽约经济俱乐部发表讲话；05:30，2026 年 FOMC 票委、费城联储主席保尔森发表讲话；06:30，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就货币政策进行炉边谈话；16:00，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在欧洲央行货币市场会议发表讲话。

【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 3900，强支撑 3800-3850 区域；白银阻力 49.5-50，支撑 47.5，强支撑 45.5。

铜：12 月合约高点已现，资金转战 1 月，或有想象空间

【盘面回顾】当周内期货价格突破后高位调整，波动区间在【86530~89270】，周五收于 87010 元/吨，周内跌 1.06%，振幅 3.12%。由于合约即将展期，沪铜 12 月合约资金大量流出，价格下跌。当周沪铜加权指数交易量环比增加 47.43%，沪铜加权指数持仓量环比增加 1.71%，市场投机度从低位回升。1 月合约前 20 期货公司净多持仓量环比大增，体现出铜价处于合约移仓周期中，资金转战 1 月。

当周外盘铜价表现强于国内，按涨跌幅强弱排序：COMEX 铜>伦铜>沪铜。LME 铜价主要位于【10806，11200】区间波动，最后收于 10891.5 美元/吨，环比下跌 0.99%，振幅 3.58%；COMEX 铜价主要位于【504.25，527.9】区间波动，最后收于 511.4 美分/磅，环比下跌 0.87%，振幅 4.58%。

【产业信息】1、31 日，上期所铜期货注册仓单 39710 吨，较前一日增加 2273 吨；上期所铜库存 116140 吨，较前一日增加 11348 吨；31 日，LME 铜库存 134625 吨，较前一日减少 325 吨；LME 铜注册仓单 121225 吨，较前一日增加 500 吨，注销仓单 13400 吨。31 日，COMEX 铜库存 355660 吨，较 30 日增加 6998 吨。

2、本周（10月24日-10月30日）精铜杆企业垒库显著，下周样本中多家企业相继调整生产节奏以去库。预计下周（10月31日-11月6日）开工率会下降至56.94%，环比下降3.5个百分点，同比下降11.97个百分点。

3、国内主要精铜杆企业本周（10月24日-10月30日）维持原料刚需采购，原料库存环比小幅下降，录得26700吨；铜价严重抑制下游订单和提货，企业垒库严重，环比大幅增加，录得85000吨。开工率为60.43%，环比下降1.12个百分点，同比下降13.69个百分点。主因本周铜价再创历史新高，显著抑制下游采购情绪，市场实际成交乏力。

【南华观点】当周，铜价冲高回落，量价齐跌，12月合约高位已现，接下来将回归现货主导价格波动。11月份，市场将想象力放在1月合约上，若12月份降息预期增强，1月还会有冲前高的动力，否则，陷入高位震荡概率增加。

【南华策略】1、12月合约关注86000一线支撑，89200一线压力。2、上周铜价波动率上移，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，仍然建议采取“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：关注LME仓单情况

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于21300元/吨，环比+0.16%，成交量为20万手，持仓27万手，伦铝收于2888美元/吨，环比+0.63%；氧化铝收于2793元/吨，环比-1.97%，成交量为30万手，持仓40万手；铸造铝合金收于20805元/吨，环比+0.36%，成交量为4885手，持仓1万手。

【核心观点】铝：宏观政策是近期影响沪铝价格的核心因素。本周宏观氛围向好，美联储宣布，降息25个基点，符合市场预期，但美联储主席鲍威尔在随后召开的新闻发布会上表示，在本次会议讨论中，对于12月应如何行动，官员们存在明显分歧，12月降息并非板上钉钉。受此影响，交易员大幅下调了对美联储12月降息的押注。中美关税方面，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。随着重要几大重要事件陆续落地，宏观的驱动短期或暂缓，但中长期仍向上。沪铝基本面维持外强内弱。国内基本面本周保持稳健，进入秋冬季电力问题和天气污染管控问题逐步出现，新疆某电解铝企业因重污染天气黄色预警近日开始陆续停槽，预计影响产能2万吨左右，同时蒙西电网冬季调峰压力增加，电解铝企业接到口头通知做好有序用电准备，此情况往年也有，企业错峰生产(降负荷)即可，停槽概率不大，对产量影响有限。海外供应端扰动频出，本周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考虑在当前电力供应合同期满后停止运营，对铝价有所提振。周五有消息称摩科瑞将超过3万吨铝从马来西亚巴生港运往美国新奥尔良短期刺激铝价后回落。总的来说，本周沪铝宏观与基本面共振，铝价强势运行，但随着宏观事件陆续落地，市场暂时处于消息真空区，市场或寻求新的交易逻辑，后续关注海内外电解铝基本面，其中海外扰动或比国内更频繁，短期沪铝高位震荡，下周测试21500压力位。

氧化铝：铝土矿方面的核心矛盾主要在于国产矿偏紧几内亚铝土矿发运维持低位与铝土矿库存绝对高位的矛盾。一方面，虽然几内亚雨季已基本结束，但前期铝土矿发运维持低位已经反映到国内到港量数据上。山西及河南地区此前受环保政策及雨季影响停产的矿山企业目前已具备复产条件，具体复产时间仍待政府批复，供应偏紧格局延续。另一方面虽然当前铝土矿库存小幅去库，但库存绝对量仍处于高位，铝土矿货源仍较为充足，同时氧化铝价格走弱使得氧化铝厂补货意愿弱。总的来说目前后者对矿价影响较大，预计后续矿价

偏弱震荡。氧化铝方面，当前主导价格走势的核心因素仍为供应过剩。北方地区铝土矿开采仍未复产，区域内部分氧化铝厂因国产铝土矿供应问题，开工较前期下滑。同时随着秋冬取暖季到来河北某大型氧化铝企业自 10 月 28 日晚间停 2 台焙烧炉，计划于 10 月 31 日逐步恢复，阶段性发运将有所降低，中期产量不受影响。以上供应扰动并未改变基本面的弱势，氧化铝库存持续积累。目前来看相较氧化铝现金成本大部分企业处于盈亏平衡线，暂时没有更多减产动作，因此我们认为氧化铝过剩状态仍将持续，短期内价格或将偏弱运行，后续需关注氧化铝企业成本利润情况以及增减产消息，需警惕 11.15 供暖开始，以及年度碳排放核查，环保要求对生产的限制。政策方面，本周反内卷问题重提，和之前判断一样，氧化铝行业老旧产能较少，除非设置产能天花板或强制产能清退等能彻底改变供应端过剩情况的政策出现，氧化铝价格弱势的局面难以改变。

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：震荡偏弱；铸造铝合金：高位震荡

锌：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22355 元/吨。其中成交量为 93564 手，而持仓减少 3349 手至 11.64 万手。现货端，0#锌锭均价为 22280 元/吨，1#锌锭均价为 22210 元/吨。

【产业表现】Grupo Mexico 2025 年三季度报发布，该季度其锌精矿产量为 4.55 万吨，同比增加 46%，这得益于 Buenavista 锌矿的运营。此外，2025 年 5 月，Los Frailes 项目已从安达卢西亚政府获得采矿项目许可，凭借该许可，已启动最终工程设计工作，以期于 2026 年开始建设，2029 年投产。该项目包括一座日处理量超过 8000 吨的地下矿山及选矿厂，将生产锌精矿和铜精矿，基于储量的矿山服务年限为 19 年，并具备勘探潜力，其平均矿石品位为锌 3.78%、铜 0.26%、银 53.42 克/吨。

Nexa 发布 2025 年三季度报，该季度其锌精矿产量总计 8.37 万吨，环比增长 14%，同比增长 1%，主要得益于 Vazante 矿区业绩改善及 Aripuanã 矿区创下季度产量纪录，部分抵消了 Atacocha 矿区和 Cerro Lindo 矿区产量的轻微下滑。分矿山来看，Cerro Lindo 三季度锌精矿产量为 2.23 万吨，El Porvenir 锌精矿产量 1.44 万吨，Atacocha 锌精矿产量 0.29 万吨，Vazante 锌精矿产量 3.37 万吨，Aripuanã 锌精矿产量 1.04 万吨。

【核心逻辑】上一交易日，锌价窄幅震荡。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 月减停产意愿上升，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：基本面压力压制盘面

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120590 元/吨，下跌 0.54%。不锈钢主力合约日盘收于 12655 元/吨，下跌 0.82%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123300 元/吨，升水为 2550 元/吨。SMM 电解镍为 121950 元/吨。进口镍均价调整至 121150 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28550 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6572.73 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.3%。8-12%高镍生铁出厂价为

924.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.48%。纯镍上期所库存为 36075 吨，LME 镍库存为 251640 吨。SMM 不锈钢社会库存为 946800 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29062 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢周内整体走势偏弱，基本面有所松动，宏观层面 12 月降息预期存疑，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。新能源方面目前处于生产消费旺季，当前市场流通偏紧，上下游整体库存水平较低，但是实际成交情况趋于平缓，报价较前期稳定无明显上移。镍铁近期连续下调，主要受到下游需求疲软影响，当前价格上游有一定惜售情绪，成交较差。不锈钢方面周内同样震荡偏弱为主，现货成交较为疲软，周中翻红时贸易商大多灵活调价出货，试图以价换量，整体成交价没有明显上行。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；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。宏观层面美联储周中会议决定降息，中美双方于釜山进行友好会谈均带来一定利好信号。

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 28.39 万元每吨；成交 72347 手；持仓 3.67 万手。现货方面，SMM 1#锡价 284400 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价高位震荡，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。

碳酸锂：价格回调，下游承接力度增大

【行情回顾】上周碳酸锂期货价格整体呈现震荡走强态势，持仓规模和价格迅速上涨。碳酸锂加权指数合约周五收盘价 80703 元/吨，周环比+1.64%；成交量约 111.90 万手，周环比+29.46%；持仓量约 88.30 万手，周环比+7.09 万手。仓单数量 27621 手，周环比减少 1078 手。

【产业表现】上周锂电产业现货市场表现较旺。锂矿：锂矿贸易商捂货惜售，挺价情绪仍存，其中 SMM 澳矿 6% CIF 报价 985 美元/吨，周环比+8.54%，非洲矿报价 909 美元/吨，周环比+8.6%。供给：锂盐市场成交量维持在 3000 吨/日左右，下游补库情绪恢复，其中碳酸锂报价周度变动+6.83%，氢氧化锂报价周度变动+2.61%；贸易商环节基差报价有所走弱。需求：本周下游材料厂报价整体上涨，其中磷酸铁锂系报价变动+4%，三元材料系报价变动+1%，六氟磷酸锂报价变动+18.82%，电解液报价变动+20%。终端：电芯市场报价+0.5%。

【南华观点】供给端看，十月份盐湖的产能释放将增加锂盐供给，若后续“视下窝”复产速度超市场预期，将直接扩大供给规模，推动碳酸锂期货价格进入震荡偏弱通道。需求端，从国家产业政策方向出发，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。综合供需两端多维度因素分析，预计碳酸锂期货价格将在 74000-85000 元/吨区间内呈现震荡偏强态势。

工业硅&多晶硅：基本面与技术面背离

【行情回顾】上周工业硅期货加权指数合约周五收盘价 9095 元/吨，周环比-0.59%；成交量 37.23 万手，周环比-13.12%，持仓量 40.85 万手，周环比-1.60 万手；工业硅 SI2601-SI2605 月差为 back 结构，周环比+25 元/吨；仓单数量 47253 手，周环比-1074 手。上周多晶硅加权指数合约收于 52045 元/吨，周环比-4.08%；成交量 28.91 万手，周环比-29.56%，持仓量 23.16 万手，周环比-4.53 万手；多晶硅 PS2601-PS2605 月差为 back 结构，周环比+40 元/吨；仓单数量 9420 手，周环比+810 手。

【产业表现】上周产业链现货市场表现一般。供给：工业硅市场报价周环比变动+1%，硅粉市场报价周度涨跌幅+0%。需求：三氯氢硅报价周环比+0%，有机硅市场报价周环比-0.9%；铝合金市场报价周环比+0.47%。

产量：工业硅平均产量环比变动+1.05%，原生铝合金开工率环比变动+0.34%，再生铝合金开工率环比变动+0.85%；有机硅产量环比变动+1.09%。库存：本周工业硅库存环比变动-0.1 万吨，原生铝合金库存环比变动+0.18%，再生铝合金库存环比变动+1.9%。

上周光伏产业现货市场表现一般。供给：本周原料端硅粉价格周环比变动+0%，N 型多晶硅复投料报价周环比-1.38%。需求：N 型硅片报价周环比-0.74%；Topcon-183 电池片报价周环比-0.96%；集中式 N 型 182 组件报价周环比+0.15%，分布式 N 型 182 组件报价周环比-0.3%。终端周度中标均价 0.71 元/瓦，周环比-1.39%。

产量：多晶硅产量环比变动-4.84%，硅片产量环比变动+2.65%。库存：多晶硅总库存环比变动+0.66%，硅片库存环比变动+2.49%，电池片库存环比变动-15.21%，组件库存环比变动-5.07%。

【南华观点】工业硅供给端压力较大，下游开工率整体有下滑趋势，整体处于供强需弱格局。

多晶硅产业链整体减产累库，基本面偏弱；具体需多关注行业政策。从风险角度出发，当前多晶硅期货波动率远高于碳酸锂、工业硅等品种，整体风险程度较高，建议投资者谨慎参与，做好仓位控制与风险对冲。

铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17390 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17225 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹&热卷宏观情绪落地，成材震荡调整，等待新变量

【盘面回顾】上周成材在中美领导人见面后，宏观情绪落地，进入宏观真空期，冲高回落。螺纹+1.97%，总持仓量-3.98%；热卷主力合约+1.78%，总持仓量+1.29%。

【核心逻辑】上周成材价格先涨后跌，一方面受到唐山限产的影响，铁水产量小幅下滑，另一方面焦煤供应偏紧，焦炭二轮提涨落地，第三个方面还是在于中美关系的缓和和美联储降息的落地，使得宏观情绪的回暖。但随着中美领导人的见面，宏观利多的落地，继续冲高需要新的刺激，大宗商品返回其基本面，成材冲高回落。螺纹方面，高炉和电炉均有复产增加，产量小幅增加，考验后续表需的回升力度。库存去库速度有所加快，需求端延续回升，但随着北方降温，即将进入淡季。热卷方面，产量本周小幅增加，变动不大；库存继续去化，下游消费也小幅回升。原料端铁矿随着铁水产量的下滑和铁矿发运维持高位，铁矿港口库存继续累库，但下方受到冬储补库的预期支撑；焦煤现货偏紧，第三轮提涨开启。

【南华观点】整体成材受到原料成本的支撑和宏观情绪的回暖，但消费需求进入淡季，后续表需的回升难度不小，预计成材震荡调整。

铁矿石：宏观利好出尽，基本面压力渐显

【南华观点】综合来看，铁矿石市场短期面临“宏观利好出尽、基本面承压”的格局。供应维持高位，港口库存累积，需求端受钢厂利润收缩和铁水产量回落压制，叠加焦煤强势挤压利润，铁矿石价格上行空间有限。操作上建议关注估值修复后的逢高沽空机会。

首先，供应端发运维持高位，港口库存累积。全球铁矿石发运量持续处于季节性高位，年累计同比增幅进一步扩大，供应端整体宽松。港口库存结束此前超季节性去库趋势，重新进入累库周期，表明现货资源充裕，供需格局趋于宽松。

其次，需求端，钢厂利润持续收缩，铁水产量高位回落，成材库存压力仍在。目前，铁水产量已降至 236 万吨/天以下，高炉检修增多，预计铁水产量将延续偏弱运行。需求端核心矛盾在于钢厂利润持续收缩。热轧、冷轧利润明显下滑，螺纹利润虽边际修复，但钢厂螺纹钢产量也随之增加，在产能利用率偏低的背景下，钢厂利润很难大幅走阔。热卷库存高企，处于季节性高位且持续累积，对价格形成压制。焦煤价格强势上涨进一步挤压钢厂利润，盘面利润持续收窄。从钢协等公开发言来看，按照统计局的数据口径，前三季度，全国累计生产粗钢 7.46 亿吨，同比下降 2.9%，预计全年仍将保持同比下降，实现粗钢产量调控目标，并且钢铁行业今年有望实现 2022 年以来最好的经济效益水平。因此进行强制性减产的必要性不高。而同时，国内需求端短期很难有大幅提升的可能性。叠加焦煤短期缺货，供应偏紧的情况很难扭转。因此钢厂利润预计继续收缩，对供给偏宽松的铁矿石价格不利。

最后，宏观层面，短期利好出尽，焦点回归基本面。中美元首会晤后市场情绪短期回暖，美联储降息落地，但宏观利好已被市场计价。随着多单获利了结，市场交易逻辑重新回归基本面主导。国内需求端难有大幅改善，宏观面对铁矿石的支撑边际减弱。受前期宏观情绪提振，铁矿石估值有所修复，基差自高位收敛。然而，随着利好逐步消化，估值进一步上行动力不足。若基本面压力持续，当前估值水平可能面临回调压

因此综合来看，铁矿石市场短期面临“宏观利好出尽、基本面承压”的格局。供应维持高位，港口库存累积，需求端受钢厂利润收缩和铁水产量回落压制，叠加焦煤强势挤压利润，铁矿石价格上行空间有限。操作上建议关注估值修复后的逢高沽空机会。

焦煤焦炭：下游焦钢厂积极补库，焦煤库存结构明显改善

【信息整理】

1. 唐山市自 2025 年 11 月 3 日 18 时起全市启动重污染天气 II 级应急响应，具体解除时间另行通知。
2. 中国 10 月官方制造业 PMI 49，预期 49.6，前值 49.8。

【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，矿山积极挺价。近期焦炭二轮提涨全面落地，即期焦化利润小幅改善，但多数焦化厂仍亏损严重，主流焦企开启三轮提涨，钢厂暂未回应。唐山地区执行临时限产计划，本周铁水产量环比大幅下滑，由于当前焦煤供应偏紧，局部地区铁水收缩并不会导致焦煤供应大量过剩，后续关注环保政策是否延续。从钢厂利润角度出发，与二季度相比，当前钢厂盈利情况并不乐观，但尚未触发亏损减产，短期内铁水生产仍具韧性，煤焦需求崩塌的风险较小。展望后市，查超产及安全生产政策限制焦煤供应弹性，叠加即将开启的冬储库存转移，焦煤现货向下调整的空间或较为有限。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：宏观情绪落地，回归弱基本面

【盘面回顾】上周铁合金跟随成材，冲高回落。硅铁主力合约-0.76%，硅铁总持仓量-11.35%；硅锰主力合约+0%，硅锰总持仓量-3.5%。

【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，下游需求即将进入淡季，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，硅锰企业库存继续累库，环比+7.3%，硅铁企业库存环比+8.1%，库存压力较大。近期焦煤价格和铁合金价格的相关性正在逐渐减弱，焦煤价格的上涨并没有带动铁合金价格的上涨。钢厂盈利率继续下滑，铁水产受到唐山限产和钢厂盈利率的下跌和小幅下滑，预计未来延续小幅下滑的趋势，铁合金的需求量预计将会下滑，五大材超季节性累库，自身库存也位于高位，去库压力较大。

【南华观点】着宏观情绪的落地，铁合金回归自身高库存和弱需求的基本面，但下方受到成本端的支撑，预计铁合金震荡。

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

能化早评

OPEC+12 月维持小幅增产，明年一季度暂停增产

【盘面动态】周五（10 月 31 日）纽约商品交易所西得克萨斯轻质原油期货（WTI）主力合约结算价格为 60.98 美元/桶，较上周五（10 月 24 日）下降 0.85%；洲际交易所布伦特原油期货（Brent）主力合约结算价格为 65.07 美元/桶，较上周五下降 1.32%。

【市场动态】1. 欧佩克决定 12 月增产 13.7 万桶/日，明年 Q1 暂停增产。欧佩克+八个国

家的部长们决定在 12 月份将石油产量配额增加 13.7 万桶/日。欧佩克此前将石油产量减少 165 万桶/日。声明称：“12 月之后，由于季节性因素，这 8 个国家还决定在 2026 年 1 月、2 月和 3 月暂停增产。”协议各方重申，165 万桶/日的产量可能会部分或完全恢复，取决于不断变化的市场情况逐步恢复。欧佩克+八个成员国的下一次会议将于 2025 年 11 月 30 日举行。2. 洲际交易所 (ICE)：在截至 10 月 28 日的一周内，布伦特原油投机者将净多头头寸增加 119,046 手至 171,567 手。柴油投机者将净多头头寸增加 33,930 手至 79,696 手。3. 美国能源信息署 (EIA)：8 月份石油总需求同比下降 0.5%，即每日减少 10.1 万桶，至 2088.4 万桶（7 月份增长了 1.9%）。8 月份美国汽油需求同比下降 0.5%，即每日减少 4.5 万桶，至 921.2 万桶（7 月份下降了 1.8%）。8 月份馏分油需求同比下降 4.8%，即每日减少 18.6 万桶，至 370.3 万桶（7 月份增长了 2.8%）。

【南华观点】上周原油横盘调整，地缘溢价回落但担忧未消，中美经贸谈判进展提供宏观支撑。美联储会议与 APEC 峰会解读偏中性，焦点集中于 OPEC+会议：12 月维持小幅增产，2026 年一季度暂停增产，理论利好油价。但需警惕“反向解读”风险，当前处消费淡季，若暂停增产被视作需求疲软信号，利好或打折，此前景气期增产曾被解读为需求强劲。目前地缘与宏观短期影响已消化，供需未实质改善，本周油价大概率在 60-65 美元区间震荡，短线或向上回归或向下修复，难有突破。

LPG：受成本扰动

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4293 (+7)，LPG2601 盘面收于 4213 (+9)；FEI M1 收于 510 美元/吨 (-3)，CP M1 收于 474 美元/吨 (0)，MB M1 收于 351 美元/吨 (-2)

【现货反馈】华东均价 4279 (-6)，山东均价 4350 (+20)，最便宜交割品价格 4200 (0)

【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】原油端，受到地缘问题及 opec 明年一季度计划暂停增产影响偏强运行；海外丙烷方面，中美关系缓和推升 FEI 价格，FEI 升贴水收缩，但美国方面供应压力仍存，单周库存新高。国内基本面看，本周到港回升，港库累库，化工需求依然持稳，但随着 PDH 再次进入亏损状态，预期后续需求可能面临下滑。短期 pg 影响更多来自成本端，基本面支撑相对有限。

PTA-PX：“反内卷”传闻助力情绪回暖，加工费低位修复

【基本面情况】PX 供应端乌石化重启，部分装置负荷波动，负荷升至 87% (+1.1%)，后续福佳一线正在升温重启，关注兑现情况，PX 供应四季度预期高位维持。供需平衡上，PTA11 月公布检修计划较多，若如期兑现，PX11 月预期累库 20 万吨左右；从当前的计划来看，12 月 PTA 仍存大幅累库预期，若维持当前开工水平 PX 仍有望继续去库，关注后续 PTA 加工费低位下额外检修计划的动态；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 大幅走弱，PXN 走扩至 243.7 (+9.8)，PX-MX 走扩至 117.5 (+13)。当前 PX 环节效益均保持良好，短流程效益维持高位，外采 MX 效益良好下 PX 供应抗干扰性强。

PTA 方面，供应端新装置独山能源 4 线 300w 按计划投产，逸盛大连 375w 意外降负，威联化学 250w 降负，TA 负荷上调至 78.8% (+2.1%)；后续四川能投 100w、英力士 110w11 月

存检修计划，中泰石化 120w 计划 11 月初重启，关注实际兑现情况。库存方面，持货意愿维持不佳，社会库存延续累库趋势至 225 万吨（+3）。效益方面，PTA 供需边际好转，“反内卷”传闻带动下情绪回暖，部分空配资金减仓避险，TA 现金流加工费同样修复至 128（+64），但仍处低位；PTA 短期供需矛盾难以形成持久驱动，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，本周短纤负荷上调，聚酯负荷升至 91.7%（+0.3%）。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。本周下游投机情绪良好，叠加宏观波动带动买涨情绪，长丝库存低位延续去化。本周聚酯产品价格与原料端同步上涨，聚酯环节加工费整体持稳并表现健康，后续涤丝环节效益与库存的动态平衡短期压力不大，未见到减产信号。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】近期 PTA“反内卷”传闻影响下产业情绪有较大回暖，前期空配资金部分选择减仓避险；而供应端 PTA11 月同样有较多检修计划公布，下游聚酯需求在天气转冷之后订单表现超预期，PTA 供需边际有较大好转。综合来看，近期宏观情绪与基本面供需共振，PTA 价格低位反弹。后续而言，一方面关注检修计划兑现情况，另一方面关注宏观动态，短期 PX-PTA 预计随成本端偏强震荡；但 PTA 过剩预期仍然难改，PX-TA 的结构性矛盾同样压制 PTA 加工费修复空间，成本端原油价格预期同样偏空，在操作上，单边 01 合约 4700 以上考虑逢高布空，加工费方面，TA01 盘面加工费建议 250 以下逢低做扩。

MEG-瓶片：宏观叙事出现前均维持空配思路

【库存】华东港口库至 52.3 万吨，环比上期减少 5.6 万吨。

【装置】中科炼化 50w 近期重启，福炼 40w 近期重启。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油煤双升，总负荷升至 76.19%（+2.91%）；其中，乙烯制方面，中科炼化 50 重启，福炼 40 重启；煤制方面，部分装置负荷波动，煤制负荷升至 83.44%（+1.23%）；后续新装置巴斯夫 83、畅亿 20 计划投料试车，通辽金煤 30 计划重启，兖矿 40 计划停车，关注兑现情况。效益方面，原料端油价和煤价总体持稳，乙烯继续走弱，EG 现货价格小幅走弱，乙烯制利润小幅修复，煤制边际利润压缩至 -316（-72）；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 与乙烯链相关产品均走势偏弱，EO 与 HDPE 相对 EG 经济性波动不大，目前切换概率不大。库存方面，本周到港集中，周内港口发货尚可，下周一港口显性库存预计大幅累库 7 万吨左右。

需求端，本周短纤负荷上调，聚酯负荷升至 91.7%（+0.3%）。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。本周下游投机情绪良好，叠加宏观波动带动买涨情绪，长丝库存低位延续去化。本周聚酯产品价格与原料端同步上涨，聚酯环节加工费整体持稳并表现健康，后续涤丝环节效益与库存的动态平衡短期压力不大，未见到减产信号。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，乙二醇需求端随天气转冷冬季订单下发边际明显好转，但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。宏观上目前从定调上均以预期兑现为主，尚未看到能够形成长期驱动的宏观叙事。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。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 4200 看涨期权，4150 以上考虑空单逢高入场。

甲醇：01 或继续下行

【盘面动态】：周五甲醇 01 收于 2155

【现货反馈】：周五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波动，卸货速度一般，周期内显性外轮卸货 21.7 万吨，非显性码头卸货体量较大。江苏地区汽运提货清淡，但因有转口及其他少量船发，加之区域内卸货有限，因此表现去库；浙江地区刚需稳定，部分在卸船货尚未完全计入在内，最终库存窄幅波动。广东地区周内以进口货补充为主，主流库区提货量略有下降，库存波动不大。福建地区进口货源继续补充供应，下游维持刚需消耗，库存累库。

【南华观点】：本周甲醇加速下跌，主要原因在于伊朗限气预期再次延期，空头继续增仓，变盘点在于伊朗愿意接受减点，表明开工或仍将继续，此外从伊朗温度来看，今年要比往年同期平均温度高，伊朗限气或延迟到 11 月下。基本面来看，10 月伊朗发运 86w 附近，11 月发运 8w，发运略超预期，此外伊朗重启库存使用，11 月发货未必断崖式下滑。总得来看 11 月库存维持累库趋势，01 之前港口累库不改，港口看不到有效支撑。从区域价差来看，后期港口将继续倒流山东，山东市场满额后，河南市场将继续下行。综上，甲醇 01 或继续下行寻找支撑，建议前期卖看涨继续持有。

PP：供强需弱格局难改

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6590（-61）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6420 元/吨，华东现货价格为 6520 元/吨，华南现货价格为 6550 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 77.06%（+1.13%）。本周裕龙石化、中景石化等装置重启，开工率小幅回升。11 月大榭石化、茂名石化等装置检修，检修损失量预计维持高位，但同时广西石化 40 万吨新装置投产在即，叠加 PP 本身较大的产能，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 52.61%（+0.24%）。其中，BOPP 开工率为 61.57%（+0.16%），CPP 开工率为 62.93%（+0.92%），无纺布开工率为 40.7%（+0.17%），塑编开工率为 44.20%（-0.2%）。受此前价格波动影响，下游进行了较多的投机性补库，导致原料库存水平偏高，部分补库需求被前置。因此，本周现货市场买气不足，成交趋缓，现货价格随期货盘面下跌，基差维持弱势。库存方面，PP 总库存环比下降 5.54%。上游库存中，两油库存环比下降 9.19%，煤化工库存下降 12.81%，地方炼厂库存上升 3.76%，PDH 库存下降 1.44%。中游库存中，贸易商库存环比下降 2.91%，港口库存下降 2.25%。

【观点】上周原油见顶回落，叠加中美贸易谈判落幕，达成芬太尼关税下降 10%的共识，

但本结果低于市场预期，导致宏观氛围转淡，化工品普遍下跌。基本面来看，供应端，近期大榭石化等装置停车检修，使得 PP 装置检修损失量持续高位，缓解了部分供应压力。但是由于 PP 存量供应基数较大，叠加广西石化 40 万吨新装置投产在即，供应过剩问题难以得到根本性缓解。而在需求端，近期下游开工小幅上升，但是由于前期在行情波动中，下游进行了较多的投机性补库，导致原料库存水平偏高，部分补库需求被前置。所以近期现货成交趋缓，现货价格持续弱势。因此导致 PP 需求端支撑有限。中短期来看，PP 将持续处于供强需弱的格局之中，上方压力较难缓解，偏弱走势预计持续。

PE：驱动有限，偏弱震荡

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6899（-69）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6820 元/吨，华东现货价格为 6930 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 80.86%（-0.59%）。本周宝来巴塞尔、埃克森美孚等装置进入检修，检修损失量有所回升。而在投产方面，埃克森美孚 50 吨 LDPE 装置已投产，后续广西石化两套装置计划于 11 月陆续开车，因此 PE 供应压力依然偏大。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 45.75%（-0.38%）。其中，农膜开工率为 49.53%（+2.42%），包装膜开工率为 51.3%（-1.29%），管材开工率为 32.17%（-0.16%），注塑开工率为 52.14%（-1.9%），中空开工率为 40.74%（+0.74%），拉丝开工率为 37.44%（-0.6%）。当前农膜仍处于旺季之中，开工率和订单情况仍维持增势，而包装膜新订单跟进不足，开工率有所下滑。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 3.74%，上游石化库存环比下降 2%，煤化工库存下降 15%；中游社会库存下降 3%。

【观点】上周原油见顶回落，叠加中美贸易谈判落幕，达成芬太尼关税下降 10%的共识，但本结果低于市场预期，导致宏观氛围转淡，化工品普遍下跌。从基本面看，供应端，虽然近期检修量略有回升，但总产量仍处于高位，叠加埃克森美孚（50 吨 LDPE 装置）和广西石化（30 万吨 HDPE 和 45 万吨全密度装置）将于近期陆续投产，PE 供应压力持续偏大。而在需求端，农膜近期仍在旺季之中，订单和开工率维持增势，对 PE 需求形成支撑，但进入年末后续需求进一步增量的空间有限。同时，PE 其他下游新订单跟进有限，叠加在前期行情的波动中，下游投机性补库的情况增加，导致原材料库存偏高，限制其后续的采购意愿。所以当前需求端支撑偏弱，PE 供强需弱的格局难改。当前聚烯烃自身的新增驱动有限，宏观情绪以及成本端波动对其盘面的影响力放大，因此后续仍需重点关注宏观方面的变化，包括“十五五”规划后续政策的出台以及中美贸易政策的后续走向。

纯苯苯乙烯：宏观落地，低位震荡

【盘面回顾】BZ2603 收于 5494（+49），EB2512 收于 6471（+50）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5375（+20），主力基差-119（-29）。下午华东苯乙烯现货 6455（+60），主力基差-16（+10）

【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，

进口延期明显，10 月末至 11 月初船货才集中到港。纯苯港口累库预期将逐步兑现，纸货价格已转为 C 结构。四季度供应预期仍维持高位；而需求端难有支撑，下游无法消化纯苯的高供应，纯苯预计偏弱运行，后续供应端重点关注炼厂制裁影响是否有进一步扩大以及国内价格持续低位是否带来进口端变量。

苯乙烯方面，120 万吨新装置已落地，配套下游暂未跟上的情况下外放量较大。本周新增中委广东以及天津渤化计划外短停，平衡表看四季度苯乙烯表现为去库，但当前供应减量迟迟未兑现到港口去库，苯乙烯港口反季节性高库存加上明年一季度港口存累库预期，去库压力较大。近期国内外重要会议集中，对于能化品种而言多空交织。本周中美经贸磋商结果来看双方关系有所缓和，关税、海事、物流等多项制裁取消或暂停实施，会谈结果基本符合市场预期，盘面小幅反弹后又回落，当前纯苯、苯乙烯自身基本面来看均易跌难涨。后续关注整治“内卷式”竞争的进一步动向以及原油走势，单边建议等待反弹后的做空机会，品种间可考虑逢高做缩加工差。

燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘，FU01 报 2777 升水新加坡 01 月纸货 9 美元/吨

【产业表现】供给端：10 月份，俄罗斯高硫出口-57 万吨，伊朗高硫出口-20 万吨，伊拉克+65 万吨，墨西哥出口+37 万吨，委内瑞拉-45 万吨，10 月份出口端小幅缩量。需求端，在船加注市场，新加坡和马来西亚进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，10 月份中国-21 万吨，印度+5 万吨，美国-42 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 17 万吨，埃及出口 2 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，保持看空高硫裂解的观点不变。

低硫燃料油：裂解走强

【盘面回顾】截止到夜盘，LU01 报 3306 元/吨，升水新加坡 1 月纸货 13 美元/吨

【产业表现】供给端：10 月份，科威特+18 万吨，阿尔及利亚+8 万吨，尼日利亚-19 万吨，巴西-15 万吨，俄罗斯+13 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+30 万吨，日韩进口-6 万吨，新加坡-27 万吨。库存端，新加坡库存+175 万桶；ARA-0.3 万吨，舟山+1 万吨

【核心逻辑】近期中美关系缓和，有利于航运业恢复，提振船燃市场需求，市场传言国内低硫出口配额部分转成品油出口配额，增加了市场对今年剩余两个月供应紧张的预期，提振近期低硫燃料油市场，前期压制低硫裂解的 Dar Blend 原油供应有所放缓，海外低硫燃料油裂解也开始低位回升，低硫基本面整体改善。

沥青：基差走弱

【盘面回顾】BU01 收于 3254 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3230 元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率-1.8%至 23.8%，华东开工率+4.9%至 50.5%，中国沥青总的开工率-0.4%至 31.5%，山东沥青产量-1.4 至 12.1 万吨，中国产量+0.4 万吨至 55.6 万吨。需求端，中国沥青出货量+4 万吨至 31.0 万吨，山东出货+1.76 万吨至 8.76

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：偏弱震荡

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1625

【现货反馈】：周末国内尿素行情弱势下滑，跌幅 10-30 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1460-1600 元/吨。山东、河南等区域价格跌至 1500-1510 元/吨附近，低价收单有明显好转，储备需求阶段性补仓，但市场实际刚需有限，多数尿素工厂收单压力仍存。短线低端价格有短暂企稳，高端价格继续小幅松动。

【库存】：2025 年 10 月 29 日，中国尿素企业总库存量 155.43 万吨，较上周减少 7.59 万吨，环比减少 4.66%，中国尿素港口样本库存量:11 万吨，环比下降 10 万吨，环比跌幅 47.62%。

【南华观点】：跟随宏观阶段性利多出尽，尿素弱势回落。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。内需方面，内需偏弱是目前价格下跌的主要矛盾，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。在期货高升水的格局下，期现贸易商采购积极性较强。因此虽然前期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：关注供应变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1225，-0.81%

【基本面信息】

本周纯碱库存 170.20 万吨，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1083，-0.73%

【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】

沙河煤改气将在本月逐步落地，阶段性或影响市场供应以及情绪，但随着淡季来临，且中游高库存，理性上认为影响有限，保持观察。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，没有超预期的减产发生，01合约玻璃的终点是向下的，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。

烧碱：

【盘面动态】烧碱2601合约昨日收于2310，-0.3%

【基本面信息】

华东地区液碱市场价格稳中趋弱，江苏下游接货情况温和，企业报价维持稳定。浙江地区随企业检修恢复，液碱下游接单情况表现一般，企业价格多有下行。华北地区液碱市场价格暂稳整理，山东地区近期高浓度有新单签订，缓解一定出货压力，后期不乏有调涨可能。河北地区液碱市场价格维持稳定。华中地区液碱市场价格走势维稳，企业积极出货。华南、西南地区多关注下游接单情况，市场有趋弱走势。下月河南、山西、广西地区氧化铝用碱价格均进入商谈接单，氧化铝企业均有压价心理，谈判较多僵持。

【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：期价震荡延续

【盘面回顾】：上周五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，夜盘延续宽幅震荡；胶版纸期货价格整体延续偏弱震荡走势。

【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31日，港口库存206.1万吨（+0.6）。

【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。

总体来看，纸浆与胶版纸期价走势近期可能延续震荡偏空走势，但不宜过度追空。

原木：利多消散，11深贴水进交割，秋意寒

【盘面】lg2511收盘于743（-20.5）。lg2601收盘于787.5（+1.5），持仓1.6万手。

【现货】上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785-790元/方。

【估值】仓单成本约822元/立方米（长三角），825元/立方米（-9）（山东）。

【库存】截止10.24日，全国库存量284万方（-8）。

【核心矛盾】

上周末中美磋商释放暖意，周一开盘不久，多头就暴利平仓出逃。周四中美最高领导人在韩国会晤，确认美方暂停对华海事、物流和造船业301调查措施一年，中方同步暂停反制措施，供应链不确定性短期消散。

基本面上看，本周一岚山地区多种规格现货下调10元/方。下游订单量较弱，接货能力一般。叠加近期到港船只较多，供给充足，基本面相对偏弱。

值得注意的是，本周五收盘lg2511合约在交割前最后一个交易日收盘价为743元/方，相比09合约的贴水幅度进一步加深。推测的买方接货意愿为782元/方，该价格距离该推测值相差39元/方。而09合约交割月前最后一个交易日收盘价为777元/方，推测的买方接货意愿同样为782元/方，价差为5元/方。11-01价差更是来到了-50的历史极值。为何这次贴水如此之深？本人认为有接货成本的考虑因素，也有对后市基本面不看好的因素在其中。-50的月差，是否能够完全覆盖转抛成本？这个账可能大概差不多，但是具体的盈亏，不同的地区，接货的不同的货品质量，会使其存在一定的差异。

产业上反馈的重庆、蓬莱交割升贴水调整的问题，在01合约能实现的概率也不大。那么01合约届时会不会也有这么大的贴水进入交割月，值得关注。

策略建议

1) 逢高空 2) 卖出的lg2601-p-750头寸，择时止盈。

丙烯：偏弱震荡

【盘面动态】PL2601盘面收于6009（-69），PL2602盘面收于6078（-70）；PP-PL01价差581（+8）；PL01-02月差-69（+1）

【现货反馈】山东均价5900（-40），周末下跌至5860，华东均价5950（-50）

【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】原料端，原油短期受到地缘及OPEC明年一季度暂停增产影响偏强运行，丙烷在

中美关系缓和后获得支撑，但 MB 方面的压力依然存在，美国丙烷库存单周创新高，等待库存拐点。国内丙烯端整体依然维持宽松局面不变，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，关注后续负反馈情况。

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 11815 日环比-0.55%

【现货报价】全国生猪均价 12.34（-0.2）元/公斤，其中河南 12.52（-0.1）元/公斤、四川 11.97（-0.2）元/公斤、湖南 12.1（-0.29）、辽宁 12.34（-0.14）元/公斤、广东 13.19（+0.00）元/公斤。

【现货情况】

北方猪价偏弱运行。社会猪价格变动有限，稳弱调整。集团企业价格有所下滑。近期二育补栏转弱，出猪积极性一般，此外屠企亏损，宰量持续低位，供需有所失衡，故猪价偏弱调整。

南方多数市场猪价弱势下调，部分市场下跌幅度略大 0.4 元/公斤左右，经过前期涨价后，白条跟进乏力，走货难度提升，加之二次育肥情绪有所冷却，市场缺乏较强支撑因素。

【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：关注下周协议签订

【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，美豆继续反弹，国内盘面榨利修复下跟涨为主。

【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，远月美豆报价高于巴西，市场预估后续美豆进口关税将调整至 13%，榨利亏损下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 800 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。

油脂：原油止跌或小幅提振内盘油脂

【盘面回顾】原油周末止跌，或提振国内油脂早盘表现。

【供需分析】棕榈油：船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 10 月 1-31 日棕榈油出口量为 1639089 吨，较上月同期出口的 1558247 吨增加 5.19%，但 10 月棕榈油产量增加，马棕库存压力仍存。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：中美和谈结果较乐观，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：高位偏强震荡

【期货动态】周五，豆一盘面日内探底回升，主力 01 合约收于 4114 元，成交量有所放大，夜盘有所回落，收于 4100 元，周度基本收平，月度大涨超 5%，注册仓单持小幅增加至 7238 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】大豆价格在 10 月最后一周窄幅波动，水平处于反弹来高位，期现市场由强转稳，由供应结构变化带来的抢购行为充分体现在 10 月的反季节性上涨之中，由于国产大豆规模有限及食用需求为主特征，后期基本面对中高蛋白大豆仍有持续支撑，价格坚挺，中低蛋白货源处于平稳消耗中，价格在优质货源带动下偏稳运行，豆制品消费进入旺季阶段，销区对东北大豆采购力度有所增加，价格有望延续稳中偏强运行，但注意今年售粮进度或有偏慢特征，一旦中下游收购力度较弱，卖压或再度涌现，造成价格回落风险；

【南华观点】短期高位震荡，整体仍显强势；

玉米@淀粉：底部拉锯

【期货动态】周五玉米盘面转强运行，主力 01 合约收于 2130 元，上涨 17 元/吨，成交量明显放大，周度价格微幅收低。注册仓单持平于 63966 手；淀粉盘面跟随走强，主力 01 合约收于 2440 元；周度基本收平；

【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 月份收官，新季玉米上市压力得到有效释放，现货价格下跌后回稳，期货端探底回升明显，市场情绪有所稳定，价格波动趋于稳定，11 月份粮源出售及流通水平处

于高峰期，但压力较 10 月或有所降低，东北产区气温进一步下降后粮源出售压力缓解，叠加国储收购挺价，价格走低难度较大，华北深加工收购积极性整体回升，价格在下游报价与上游卖压双方博弈下拉锯运行，整体涨跌互现，无趋势性表现；北港下海量增加，销区到货逐步好转。新季粮源购销逐步顺畅，玉米价格展现底部区域特征；

【南华观点】短期价格维持底部震荡。

棉花：关注套保压力区间

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 0.5%，中美贸易磋商之下，市场对美国农产品出口预期向好。上周五夜盘郑棉下跌超 0.5%。

【外棉信息】根据印度统计部门发布的初步数据，9 月工业生产指数上升 1.1 个百分点，达到 152.80，高于去年同期的 146.90，其中纺织品生产指数 9 月指数为 110.6，环比上升 2.8 个点，比去年同期高出 1.3 个百分点，服装制造业指数下降 5.7 个点，至 100.8，比 2024 年同期数据低近三个百分点。

【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 30 日，全国新年度棉花公证检验量累计 168 万吨，同比增加 45.95%。近日南疆棉花继续上量，北疆收购接近尾声，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，新棉成本基本固化，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。目前下游纱布厂负荷整体基本持稳，在中美贸易向好下，部分纱厂点价采购，但整体需求相对平淡，布厂成品小幅累库。

【南华观点】短期中美贸易磋商之下，市场情绪或有回暖，新年度南疆产量不及预期，新棉收购价格相对坚挺，但国内新棉整体产量仍偏高，且下游需求偏弱，棉价进一步上行动力尚显欠缺，关注 13600-13800 附近套保压力及后续新季定产情况。

白糖：关注压力

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收高，自五年低点反弹。

周五夜盘，郑糖小幅回落，内外价差出现受缩。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5740 元/吨。昆明中间商报价 5630-5790 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。

6.11 月 1-2 日成都糖会，公布 25/26 榨季产量预估，全国产量增加至 1170 万吨，广西 680 万吨，云南 260 万吨，广东 60 万吨，内蒙 70 万吨，新疆 75 万吨。

【南华观点】关注 5500 压力问题，近期市场保持承压。

鸡蛋：预期难证伪

【期货动态】主力合约 JD2512 收于 3121，日环比-0.35%

【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】

本月鸡蛋主产区均价 2.99 元/斤，较上月下跌 0.53 元/斤，跌幅 16.83%；主销区均价 3.02 元/斤，较上月下跌 0.48 元/斤，跌幅 13.71%。本月主产区价格低位震荡，整体偏弱，但月底红蛋与粉蛋走势出现显著分化。月初，国庆后市场需求回落，蛋价缺乏节日支撑，震荡下行至梅雨季以来低点；月下旬，屠宰场粉鸡淘汰量上升，为粉蛋价格提供了关键支撑，同时蔬菜价格因连续阴雨上涨，且红粉价差较大，共同推动粉蛋价格连续上涨，而红蛋则因缺乏利好支撑，价格持续低迷。

【南华观点】

蛋鸡存栏依旧处于绝对高位，10 月在产蛋鸡存栏量虽然环比减少，但总体供应依旧偏高。随着各地气温逐渐转凉，产蛋率随之提升。鸡苗方面，自 7 月份鸡苗销量快速下降，当前养殖利润较差，养户补苗积极性不高。10 月全国老母鸡出栏量环比增多，前期压栏老鸡较多，同时由于鸡蛋价格低于成本线，蛋鸡养殖处于亏损状态，且后期短时间内难以扭亏为盈，导致养殖单位淘汰老鸡积极性持续维持高位，但由于老母鸡价格偏低，仍有部分低价惜售现象。

长周期蛋鸡产能依旧过剩，价格压力偏大。短期受节后蛋价下跌较快，部分养户出现淘鸡，亦或换羽。总体来讲，产能高位，但面临拐点，总体大方向依旧偏空，若多单博弈反弹，建议以正套参与。

苹果：强势运行

【期货动态】周五苹果期货震荡偏强，近期走势强劲，受苹果质量下降影响。

【现货价格】栖霞 80#一二级主流参考价 3.5-4 元/斤，栖霞 80#一二级半主流参考价 3.0-3.5 元/斤，统货价格 2.0-3.0 元/斤，以质论价。陕西洛川产区晚富士 70#以上半商品 3.8-4.5 元/斤附近，70#以上统货 3.4-3.8 元/斤，订园价格 3.5-3.8 元/斤主流。甘肃静宁产区 70#以上山地商品 5-6 元/斤，主流 5-5.5 元/斤。70#以上统货 4.5 元/斤附近，冰雹伤货源 3.5-4.5 元/斤。

【现货动态】当前全国入库基本结束，根据陕果服务中心数据，今年全国冷库预估入库量为 5.5 成左右，较去年减少 1 成，预估入库量 700-780 万吨。其中陕西入库 5-5.5 成，较去年减少 1-1.5 成；甘肃入库 7 成，较去年减少 2-3 成，山东入库 5 成，较去年减少 1 成。具体情况看，西部库存客商占比 40%，好货为主，果农占比 60%，果农好货比例 10-20%，低质量和差货 70-80%；东部果农 60-65%，客商 35-45%，入库后冷库好货占比 40%，果脯占比 20-30%，通货及三级占比 40-50%。

【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：集中下树

【产区动态】目前新枣陆续下树，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】上周五广州如意坊市场到货 5 车，早市成交 2 车左右，参考到货少量新季成品特级 12.50-12.80 元/公斤，一级 11.00-11.60 元/公斤；河北崔尔庄市场到货 3 车，参考新货新货 11.50 元/公斤，一级 10.20-10.60 元/公斤。下游整体以刚需补库为主，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 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】新季红枣将迎来集中下树阶段，当前新季产量仍为市场博弈的核心点，当前

来看，新季烂枣较少但枣果或有偏小，短期价格波动或较大，关注新枣下树后定产及商品率情况。

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。