

金融期货早评

宏观：关注美国就业数据

【市场资讯】1) 中国财政部长蓝佛安：将不新增隐性债务作为“铁的纪律”。2) 美国就业市场降温信号显现：今年企业裁员人数创 2020 年以来新高。3) 美国 10 月 ISM 制造业 PMI 不升反降至 48.7%，连续八个月萎缩，需求和就业疲软，通胀降温；欧元区 10 月制造业 PMI 终值 50，德、法持续萎缩，新订单疲软拖累复苏进程。4) 美联储理事米兰：美联储政策过于紧缩，应通过一系列 50 基点降息实现中性利率；美联储理事库克被特朗普起诉以来首次公开讲话：还没就 12 月降息做决定。5) 美国财政部将本季借款预期规模下调 210 亿美元至 5690 亿，因手头现金余额超预期充裕。6) 美国政府停摆影响航空安全，美国交通部长：如有必要将关闭全国领空。

【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。中国制造业 PMI 边际回落，供需均有所走弱，后续经济仍需政策支持。海外方面，随着美国降息落地，后续市场关注的重点或转向为关注美国政府停摆期间的就业、通胀情况，特别是关注 ADP 数据，同时，市场另一大关注点则为美国政府究竟何时结束停摆。

人民币汇率：继续关注 7.10 附近表现

【行情回顾】在岸人民币兑美元 11 月 3 日 16:30 收盘报 7.1225，较上一交易日下跌 90 点。

【重要资讯】1) 美联储理事库克：12 月有可能降息，但将取决于后续新出炉的信息。2) 美财长称如果中国继续阻止稀土出口，美国可能会对华加征关税，中方回应。

【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：长下影线显示下方存在支撑，短期预计震荡为主

【市场回顾】

上个交易日股指先跌后涨，集体收涨。从资金面来看，两市成交额回落。期指方面，IF、IC 缩量下跌，IH 持平，IM 缩量上涨。

【重要资讯】

1. 美国 10 月 ISM 制造业 PMI 不升反降至 48.7%，连续八个月萎缩，需求和就业疲软，通胀降温。

【核心逻辑】

昨日股指先抑后扬，开盘后走低，大盘股指相对抗跌，后集体反弹回升至收涨，中证 1000

指数反弹幅度较大。受近日发布的《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》影响，海南自贸概念持续领涨。期指基差方面，IF、IH 集体回落，IC、IM 小幅变动，各合约涨跌不一。近期消息面较平淡，市场以资金博弈为主，一方面前期涨幅较大的板块，部分资金止盈意愿上升，股指存在回调压力，另一方面，当前稳市场预期信号较强，股指下方空间预计有限，从昨日股指拉出长下影线也可以看出存在支撑，支撑位看 10 周均线附近。短期预计股指震荡为主，策略建议持仓观望。关注本周将公布的美国就业数据，就业数据预计对降息预期产生较大影响。

【南华观点】短期预计震荡为主

国债：中期维持多头思路

【市场回顾】周一期债整体下跌，TS 跌幅较为显著，其余品种震荡微跌。资金面宽松，DR001 在 1.31%附近。

【重要资讯】1. 蓝佛安：将不新增隐性债务作为“铁的纪律”。

【核心观点】昨日股债继续独立运行，午后 A 股回升未对债市造成影响。债市对央行购债基本定价完毕，消息面清淡导致短期缺乏交易热点。关注随后发布的经济数据是否带来一定的交易动力。操作维持多头思路，但不宜追高。

【策略建议】中期多单继续持有，空仓者等待回调买入。

集运欧线：现货指数回调施压，期价高位震荡延续

现货市场出现调整信号，但船公司挺价意图与宏观因素交织令期价波动加剧。

【行情回顾】

昨日（11 月 3 日），集运指数（欧线）期货市场表现分化。主力合约 EC2512 开盘于 1822.0 点，收盘于 1851.7 点，盘中波动剧烈，最低下探 1812.4 点。远月合约走势不一，EC2602 合约收盘于 1592.2 点，上涨 0.54%；EC2604 合约收盘于 1184.4 点，上涨 0.64%。市场回调主要受现货指数回落及对船公司涨价可持续性的担忧影响。

【信息整理】

当前市场多空因素交织，现货端变化成为焦点：

利多因素：

1) 中美贸易局势缓和：美方暂停对华海事、物流和造船业 301 调查一年，中方同步暂停反制措施，降低供应链不确定性。2) 地缘风险支撑仍在：红海复航预期虽存但进程缓慢，船舶绕行比例维持高位，有效运力消耗持续。3) 船公司调控运力：马士基等头部航司上调长协旺季附加费，11 月欧线运力预计收缩。4) 欧元区经济韧性：10 月 PMI 等领先指标向好，四季度增长有望好于预期。

利空因素：

1) 现货指数回调：最新 SCFIS 欧线指数报 1208.71 点，较上期回落 7.9%，现货端支撑减弱。2) 涨价落地存疑：11 月上半月大柜均价回落至 2200 美元左右，马士基等船公司报价下调，提涨实际执行力度不足。3) 供需格局宽松：2026 年欧线运力增速预估达 4.6%，远超需求增幅，基本面未根本好转。4) 宏观数据疲软：10 月中国制造业 PMI 降至 49%，新出口订单收缩，制约运输需求复苏。

【交易研判】

集运欧线期货短期预计延续高位震荡，现货回调与政策利好相互制衡，主力合约 1800-

1900 点区间博弈加剧。操作上建议以震荡思路对待，趋势交易者可等待现货量价配合信号明确后再行介入，套利交易者关注近远月合约价差波动机会。

【风险提示】:

1) 警惕现货指数持续回调导致市场情绪进一步转弱。2) 关注船公司 11 月报价实际执行情况与宣涨力度的差异。3) 密切跟踪红海停火谈判进展及欧洲经济数据表现。

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：延续震荡整理

【行情回顾】周一贵金属价格震荡整理。周边美指微涨，10Y 美债收益率略有走高，美股延续震荡调整，比特币下跌因以太坊黑客事件以及高泡沫下波动加剧，原油震荡，南华有色金属指数亦整体震荡。消息面，美联储理事库克表示，12 月有可能降息，但将取决于后续新出炉的信息。美国财政部估计第四季度借款 5690 亿美元，较 7 月预估减少 210 亿美元，主要是由于季度初现金余额较高，部分被预计净现金流量较低所抵消。剔除高于预期的季度初现金余额，当季借款预估较 7 月公布的数据高出 200 亿美元。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 4013.4 美元/盎司，-0.06%；美白银 2512 合约收报于 48.25 美元/盎司，-0.75%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 922.58 元/克，+0.47%；SHFE 白银 2512 合约收 11455 元/千克，+0.39%。

【降息预期与基金持仓】降息预期略微降温。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 32.7%，降息 25 个基点的概率为 67.3%；美联储 1 月 29 日维持利率不变概率 21.8%，累计降息 25 个基点的概率为 55.8%，累计降息 50 个基点的概率 22.3%；美联储 3 月 19 日维持利率不变概率 14.6%，累计降息 25 个基点的概率为 44.5%，累计降息 50 个基点的概率 33.4%，累计降息 75 个基点的概率 7.4%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 2.58 吨至 1041.78 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 15189.82 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 6.7 吨至 658.9 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，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。同时关注美政府停摆是否延迟数据公布。事件方面，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玛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 4050-4100, 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: 美制造业 PMI 走弱, 拖累就业前景, 令降息预期升温, 铜价跌幅受限

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.05 美元/磅, 跌 0.75%; LME 铜收于 10819.5 美元/吨, 跌 0.63%; 沪铜主力收于 86990 元/吨, 跌 0.1%; 国际铜收于 77410 元/吨, 跌 0.1%。主力收盘后基差为 -460 元/吨, 较上一交易日跌 990 元/吨, 基差率 -0.53%。沪伦比 3 日为 8.02, 31 日 7.96, 跨境比值小幅回升。

【产业信息】1、3 日, 上期所铜期货注册仓单 40066 吨, 较前一日增加 356 吨; 31 日, 上期所铜库存 116140 吨, 较前一日增加 11348 吨; 3 日, LME 铜库存 133600 吨, 较前一日减少 1025 吨; LME 铜注册仓单 122475 吨, 较前一日增加 1250 吨, 注销仓单 11125 吨。3 日, COMEX 铜库存 358486 吨, 较 31 日增加 2826 吨。

2、11 月 3 日国内市场电解铜现货库存 20.60 万吨, 较 27 日增 1.74 万吨, 较 30 日增 1.38 万吨; 上海库存 13.41 万吨, 较 27 日增 1.28 万吨, 较 30 日增 0.88 万吨; 广东库存 2.21 万吨, 较 27 日增 0.02 万吨, 较 30 日增 0.28 万吨; 江苏库存 4.31 万吨, 较 27 日增 0.60 万吨, 较 30 日增 0.29 万吨。

3、美国 ISM 制造业指数下降 0.4 点至 48.7, 生产指数下滑 2.8 点至 48.2, 为过去三个月中第二次出现产出收缩, 这也拖累了就业, ISM 就业指标连续第九个月收缩。

【南华观点】美国制造业 PMI 指数走弱增强降息预期, 铜价跌幅或受限。

【南华策略】1、12 月合约关注 '87000—86700—86000' 一线支撑, '87500—88000—89200' 一线压力。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: 投机资金推动上涨

【盘面回顾】上一交易日, 沪铝主力收于 21600 元/吨, 环比+1.48%, 成交量为 21 万手, 持仓 28 万手, 伦铝收于 2908.5 美元/吨, 环比+0.71%; 氧化铝收于 2789 元/吨, 环比-0.75%, 成交量为 27 万手, 持仓 41 万手; 铸造铝合金收于 21065 元/吨, 环比+1.40%, 成交量为 7807 手, 持仓 1 万手。

【核心观点】铝: 近期铝价上涨的主要原因为攻击扰动频发, 未来供需错配的情况下投机资金拉涨。但未来的供需错配与当下的基本面情况有所矛盾, 目前国内电解铝市场处于淡旺季交界, 需求偏弱而供应稳定, 市场流通中的铝锭充足, 市场成交偏弱。因此我们认为本轮铝价上涨主要为投机资金推动, 要想延续这种趋势需要多头资金不断流入, 否则市场容易重新开始交易当下基本面, 投资者谨慎追高。

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：偏弱运行；铸造铝合金：高位震荡

锌：警惕逼仓风险

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22565 元/吨。其中成交量为 14.07 万手，而持仓增加 2530 手至 11.89 万手。现货端，0#锌锭均价为 22350 元/吨，1#锌锭均价为 22280 元/吨。

【产业表现】今日暂无

【核心逻辑】上一交易日，锌价偏强运行，LME 潜在逼仓可能造成盘面拉升。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。LME 库存逼近极值，受新规影响，可能短期内会出现逼仓现象。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：震荡反复，驱动有限

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 120950 元/吨，上涨 0.26%。不锈钢主力合约日盘收于 12630 元/吨，下跌 0.36%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123350 元/吨，升水为 2600 元/吨。SMM 电解镍为 122000 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 923 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.03%。纯镍上期所库存为 36751 吨，LME 镍库存为 252102 吨。SMM 不锈钢社会库存为 946800 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29564 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢日内延续震荡走势，基本面以及现货层面压力较为突出，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。镍矿菲律宾四季度逐步进入雨季，前期矿价稍有下滑，雨季来临价格或有一定支撑，后续需持续关注新一年配额批复进展。新能源方面目前处于生产消费旺季，库存较前期稍有上涨，实际成交情况趋于平缓，目前报价整体无进一步上行驱动。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。不锈钢方面现货成交较为疲软，青山取消限价以刺激出货，现货市场以价换量成为主流，大多优惠报价，存在一定恐慌情绪。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。宏观层面关注 12 月降息预期以及中美关税后续走势。

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 28.58 万元每吨；成交 69211 手；持仓 3.66 万手。现货方面，SMM 1#锡价 285400 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，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：震荡调整

【行情回顾】周一碳酸锂期货主力合约收于 82280 元/吨，日环比+1.86%。成交量 58.66 万手，日环比-35.90%；持仓量 52.51 万手，日环比+1.47 万手。碳酸锂 LC2601-LC2603 月差为 back 结构，日环比+60 元/吨。仓单数量总计 27290 手，日环比-331 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪表现平稳。锂矿市场价格平稳，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 975 美元/吨，日环比-1.02%。锂盐市场报价上涨，电池级碳酸锂报价 81000 元/吨，日环比+450 元/吨；电池级氢氧化锂报价 80950 元/吨，日环比+250 元/吨，贸易商基差报价走弱。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动+110 元/吨，三元材料报价变动+300 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+3000 元/吨，电解液报价变动+750 元/吨。

【南华观点】年底前下游锂电材料企业需求预计维持环比增长态势，随着排产提升与实际需求释放，有望拉动锂盐现货采购需求，对期货价格形成阶段性托底力量。

工业硅&多晶硅：宽幅震荡

【行情回顾】周一工业硅期货主力合约收于 9140 元/吨，日环比变动+0.44%。成交量约 22.68 万手（日环比变动-19.96%），持仓量约 22.82 万手（日环比变动-297 手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动-5 元/吨。仓单数量 46161 手，日环比变动-1092 手。多晶硅期货主力合约收于 56065 元/吨，日环比变动-0.61%。成交量 21.52 万手，PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动-175 元/吨；仓单数量 9590 手，日环比变动+0 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场情绪一般。新疆 553#工业硅报价 8750 元/吨，日环比+0%；99#硅粉报价 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 11150 元/吨，日环比+1.36%；铝合金报价 21400 元/吨，日环比+0.47%。

光伏产业现货市场有所走弱。N 型多晶硅复投料 52.35 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 0.661 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，基本面仍然偏空。消息面仍是以收储及平台公司相关，实际并未有明确政策。

铅：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17420 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：震荡调整

【盘面回顾】昨日在铁矿下跌的带动下，成材弱势下跌。

【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：到港激增

【盘面信息】铁矿石价格大跳水，抹去前一周的涨幅。

【信息整理】1. 据 Mysteel，2025 年 10 月 27 日-11 月 2 日 Mysteel 全球铁矿石发运总量 3213.8 万吨，环比减少 174.5 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2759.2 万吨，环比减少 166.7

万吨。澳洲发运量 1895.1 万吨，环比减少 89.2 万吨，其中澳洲发往中国的量 1605.8 万吨，环比减少 60.6 万吨。巴西发运量 864.1 万吨，环比减少 77.5 万吨。2. 根据 Mysteel, 2025 年 10 月 27 日-11 月 2 日，中国 47 港到港总量 3314.1 万吨，环比增加 1229.8 万吨；中国 45 港到港总量 3218.4 万吨，环比增加 1189.3 万吨。

【南华观点】当前铁矿石市场呈现“宏观利好出尽、基本面承压”的短期格局。供应端，全球发运量维持高位，港口库存进入累积周期，市场资源充裕。需求端，钢厂利润持续收缩，铁水产量回落至 236 万吨/天附近，叠加焦煤价格强势进一步挤压利润，成材库存压力较大，抑制铁矿石需求。宏观层面，中美元首会晤、美联储降息等利好已被市场消化，焦点重回基本面，而国内需求难有大幅改善，宏观支撑边际减弱。前期估值虽有所修复，但进一步上行动力不足。综合来看，在供应宽松、需求承压的背景下，铁矿石价格上行空间有限，操作上可关注估值修复后的逢高沽空机会。

焦煤焦炭：现货偏紧仍未改善

【盘面回顾】区间震荡

【信息整理】

1. 焦炭第三轮涨价预计本周三全面落地。
2. 日前，山西临汾市政府印发《临汾市 2025—2026 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。方案提出，深入推进重点行业超低排放改造，严格落实国家、省要求，加快未完成超低排放改造的 1 家钢铁、6 家焦化和在产的 16 家水泥（含粉磨站）企业超低排放改造工作进度。加快推动焦化企业备用干熄焦项目建设，持续开展环保绩效创 A 退 D，不断提高企业环境治理水平。

【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，焦煤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：回归弱基本面，震荡调整

【盘面回顾】昨日铁合金震荡，硅铁主力+0.04%，硅锰主力+0.03%。

【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，铁水产量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泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：盘面震荡运行，逻辑回归基本面

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 0.07 美元，涨幅 0.11%，报 61.05 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 0.12 美元，涨幅 0.19%，报 64.89 美元/桶；INE 原油期货收涨 0.41%，报 467.1 元。

【市场动态】1. 消息人士：土耳其炼油商将削减原定 12 月到货的俄罗斯原油进口，原因是阿塞拜疆国家石油公司（SOCAR）已采购四批非俄罗斯原油船货。2. 巴西国家石油局：巴西 9 月份石油产量为 391.5 万桶/日，同比上升 12.7%。9 月份天然气日产量为 1.906 亿立方米，同比上升 12.1%。3. 消息人士：土耳其炼油商将削减原定 12 月到货的俄罗斯原油进口，原因是阿塞拜疆国家石油公司（SOCAR）已采购四批非俄罗斯原油船货。

【南华观点】近期原油横盘调整，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：震荡

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4311 (+18)，LPG2601 盘面收于 4233 (+20)；FEI M1 收于 511 美元/吨 (-1)，CP M1 收于 488 美元/吨 (+14)，MB M1 收于 346 美元/吨 (-5)

【现货反馈】华东均价 4297 (-18)，山东均价 4360 (+10)，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，地缘及 opec 暂停增产使其获得一定支持，但整体正反馈有限。海外丙烷方面，中美关系缓和推升 FEI 价格，但供应压力仍存。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 上涨驱动有限。

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 56.2 万吨，环比上期增加 3.9 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 12 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 3800-4200，操作上考虑在 50 以上卖出 4150 看涨期权，4100 以上考虑空单逢高入场。

甲醇：01 或继续下行

【盘面动态】：周一甲醇 01 收于 2110

【现货反馈】：周一远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-50

【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 6576 (-14)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6400 元/吨，华东现货价格为 6520 元/吨，华南现货价格为 6560 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 6888 (-11)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6800 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 5506 (+12)，EB2512 收于 6446 (-25)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5405 (+30)，主力基差 -101 (+18)。下午华东苯乙烯现

货 6425 (-30)，主力基差-21 (-5)

【库存情况】截至 11 月 3 日，江苏纯苯港口库存 12.1 万吨，较上期环比上升 42.35%。截至 2025 年 11 月 3 日，江苏苯乙烯港口库存 17.93 万吨，较上周期下降 1.37 万吨，幅度-7.10%；截至 10 月 30 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 18.60 万吨，较上一周期减少 1.02 万吨，环比减少 5.21%。

【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。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。上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，盘面小幅反弹后马上回落，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】截止昨日收盘，FU01 收于 2790 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】截止昨日收盘，LU01 收于 3335 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：继续下行

【盘面回顾】BU01 收于 3233 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3210 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 33.0 万吨，山东出货+1.76 万吨至 8.76 万吨；库存端，山东社会库存 0 万吨至 12.0 万吨和山东炼厂库存-2.5 万吨至 15.1 万吨，中国社会库存-1.1 万吨至 36.2 万吨，中国企业库存-4.4 万吨至 41.8 万吨。

【南华观点】受消息面和事件影响“美国加强对委内瑞拉军事威胁”“中美领导人会谈，对等关税暂停”，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。短期我们无法判断是否会直接发生军事冲突，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和主营炼厂停产沥青，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，近期原油反弹。短期随着成本抬升，沥青期货走强，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，需求逐渐结束。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。

橡胶&20 号胶：供需承压，随板块偏弱震荡

昨日橡胶延续偏弱震荡，20 号胶表现更弱，夜盘化工板块整体走跌，合成橡胶进一步下挫。短期海南和泰国南部雨水增多，但内外产区总体天气影响有限，天胶原料成本支撑弱化。上周青岛干胶库存大幅转累，供应压力加大。近期下游汽车配套产销与出口表现良好，雪地胎等部分缺货支撑下游开工，但橡胶进一步上涨抑制采购需求，下游库存仍存压力，导致下游交投意愿弱。海内外供应端扰动不大的情况下，市场对于天胶供应上量预期较强，而顺丁胶的供给宽松使买方待跌情绪加重，持续破位下跌进一步拖累橡胶系整体价格。目前上 RU 估值不高且成本端存在支撑但买盘偏弱，20 号胶等深色胶在进口供给增长趋势下依赖下游需求支撑。总体基本面利好信心不强，短期或将延续宽幅偏弱震荡格局。

尿素：偏弱震荡

【盘面动态】：周一尿素 01 收盘 1625

【现货反馈】：周一国内尿素行情稳中下滑，跌幅 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1450-1590 元/吨。山东、河南、安徽等区域 1500-1510 元/吨附近，低价收单继续见好，上游探涨情绪增加。但国内尿素日产继续提升，供需形势依旧偏弱。短线低端价格企稳局部反弹，高端价格继续下调。

【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：低位博弈

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1202，-1.88%

【基本面信息】

本周一纯碱库存 169.23 万吨，环比上周四-0.97 万吨；其中，轻碱库存 80.68 万吨，环比上周四-0.88 万吨，重碱库存 88.55 万吨，环比上周四-0.09 万吨。

【南华观点】

玻璃冷修预期再起，纯碱刚需走弱预期。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，日熔开始下滑，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 1093，0.92%

【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 2350，1.73%

【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：纸价上涨正式实施，期价上扬

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格白天开盘明显上行，后明显回落，至盘中再度大幅上行，夜盘则呈现震荡走势，整体呈宽幅震荡态势；胶版纸期货价格同样开盘大幅上行，后维持震荡，夜盘再度高开，后维持震荡。

【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/双胶纸企业报价：山东晨鸣报价 4750 元/吨（0），广东亚太报价 6150 元/吨（+200），河南龙丰报价 5450/5500 元/吨（+100）。

【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，各地区部分纸企纸浆价格小幅增长 30 到 70 元/吨不等。

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。

对于胶版纸来说，从企业报价来看，广东亚太、河南龙丰、湖南岳阳林纸均上调 100 至 200 元/吨，对期价存在一定利好，叠加资金面影响，故期价有明显上行；可继续关注去库存情况。

故就当前来看，纸浆与胶版纸短期可能相对偏震荡或震荡略偏强。

原木：岚山现货继续下调，弱势延续

【盘面】lg2601 收盘于 782（-5.5），持仓 1.7 万手。

【现货】上周现货价格有所下调。根据原木通数据显示，本周一岚山地区 3.9 米中 A 下调 10 元，主流价 750，5.9 米中 A 规格均有下调 5 元，主流价 780-785。

【估值】仓单成本约 822 元/立方米（长三角），814-819 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。

现货端，本周一岚山地区个别规格继续价格下调。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 (已止盈)

丙烯：震荡偏弱

【盘面动态】PL2601 盘面收于 6029 (+20), PL2602 盘面收于 6090 (+12); PP-PL01 价差 547 (-34); PL01-02 月差 -61 (+8)

【现货反馈】山东均价 5840 (-60), 华东均价 5950 (0)

【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, 原油在地缘及 opec 暂停减产下获得支撑, FEI 在中美关系缓和后低位反弹, 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, 山东市场在个别外放装置检修后价格小幅提振, 整体依然偏弱, 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)、边舒扬 (Z0012647)、张博 (Z0021070)、杨歆悦 (Z0022518)、寿佳露 (Z0020569)、宋霁鹏 (Z0016598)、戴一帆 (Z0015428)、胡紫阳 (Z0018822) 及助理分析师黄超贤 (F03147169) 提供。

农产品早评

生猪：持仓博弈加剧

【期货动态】LH2601 收于 11735 日环比 -0.68%

【现货报价】全国生猪均价 12.2 (-0.14) 元/公斤, 其中河南 12.29 (-0.23) 元/公斤、四川 11.86 (-0.11) 元/公斤、湖南 11.93 (-0.17)、辽宁 12.17 (-0.17) 元/公斤、广东 13.09 (-0.1) 元/公斤。

【现货情况】

近期多数市场反馈二次育肥补栏积极性普遍转低, 主要是前期涨价采购成本增加, 加之栏位已有回升, 抑制补栏情绪; 出栏意愿有所增强, 大猪价格下降, 但短期价格若持续走跌, 出栏节奏或将放缓, 会继续观望后续大猪行情, 择机再次出栏。

【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：菜粕领涨

【盘面回顾】根据彭博社消息，11月1日最早报道，周五在韩国举行的亚太经济合作组织峰会（APEC）期间是加拿大和中国领导人自2017年以来的首次正式双边会晤。加拿大总理马克·卡尼表示，立即采取行动要求中国降低对油菜籽等加拿大商品的关税，这对他与中国国家主席习近平的会晤来说从来都不是一个现实的结果。当被问及他是否愿意就加拿大对中国电动汽车征收的100%关税让步时，卡尼含糊其辞。

由此，中加贸易关系由近期的和谈迹象转向平淡，本次会谈未出任何关于贸易关税调整消息。盘面先前一直计价中加和谈预期，菜粕跌至年内低位，本消息属于超市场预期反转。

【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，自8月12日商务部发布对于加拿大菜籽反倾销调查结果初裁结论以来，由于对于进口加拿大菜籽需额外征收75.8%的保证金政策存在，国内进口商对于加拿大菜籽采购始终保持谨慎心态，年内进口加拿大菜籽较去年同期减少42%，油厂开机率与菜籽库存同样保持年内新低，但由于四季度属于菜粕需求淡季，且当前豆菜粕现货价差难以增加额外替代需求，故四季度仍将保持供需双弱状态。11月3日盘后外交部发言中方决定恢复旅行社经营中国公民赴加拿大团队游业务，增加额外和谈预期，且考虑替代品澳大利亚菜籽即将在11月后到港，故认为本轮后续需求增量有限，供应存在恢复预期，沿海粕叠加油厂粕库存继续保持高位。交割问题可关注11月仓单集中注销后新仓单注册情况。

【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。此外菜粕暴涨往往是卖出看涨期权合适的机会，价格考虑2550以上合适。

油脂：油脂价格或逐渐向上修复

【盘面回顾】中加关系缓和预期不强，菜系拉涨，叠加夜盘美豆油反弹，或提振油脂早盘表现。

【供需分析】棕榈油：马来西亚10月1-31日棕榈油出口较上月同期出口增加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：中美和谈趋势较好，但中加关系暂时未有缓和预期，菜油后市供应紧张担忧未能缓

解，菜油短期遇到提振，关注中加关系进展。

【后市展望】当前植物油市场不确定因素增加，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；关注中加关系进展。

【南华观点】短期不推荐看空，等待市场信息的进一步指引。

豆一：释放调整压力

【期货动态】周一，豆一盘面普遍回落，主力 01 合约收于 4076 元，跌破 5、10 日均线，成交及持仓量小幅下降，注册仓单持小幅增加至 7388 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；

【国储收购】中储粮呼伦贝尔库自 11 月 3 日开始收购新季国产大豆，以蛋白做为主要定价基准，39 蛋白及以上价格 2.025 元/斤；

【市场分析】在期货价格滞涨、现货价格涨势乏力情况下，持粮主体观望情绪降温，基层售粮积极性提升，导致周一期货价格出现回调，现货看涨情绪有所降温，主要原因在于 10 月份接近单边上涨行情积累较多获利盘，现货上涨动力有效释放，收购端抢粮意愿下降，从而出现调整走势。本周情况看，在上涨动力释放后，做多动能需重新积累，价格或仍有调整过程，进而吸引收购端收购积极性；

【南华观点】短期高位震荡调整；

玉米&淀粉：期价由低位连续反弹

【期货动态】周一玉米盘面延续周五涨势，全面上扬，主力 01 合约收于 2141 元，上涨 23 元/吨，成交量小幅放大，持仓量减少，注册仓单持平于 63966 手；淀粉盘面涨势略强于玉米，主力 01 合约收于 2453 元，涨幅 1.11%；

【现货报价】玉米：锦州港：2100 元/吨，+20 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 2450 元/吨，-10 元/吨；山东潍坊报价 2750 元/吨，+20 元/吨。

【市场分析】近两日，玉米期现价格出现共振走强，山东到车持续下降，企业连续提价收购，华北地区跟进有限，价格稳中偏弱，东北产区整体稳定，到车量下降印证我们此前关于卖压触顶回落的判断，剩余持粮主体售粮意愿出现克制的转变下，深加工被迫提价促量收购，北港收购价明显上涨，供需矛盾出现小幅缓和，价格跟随上量水平较为敏感波动下，说明收购端积极性有所提升，短期价格回踩动作或已完成，关注价格回升后售粮意愿是否被激发；淀粉开启去库进程，纸品涨价提振需求；

【南华观点】短期回踩结束 阶段性底部显现

棉花：关注套保压力区间

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅收涨，油价走势偏强，同时市场对美国农产品出口预期向好。隔夜郑棉小幅收跌。

【外棉信息】据美国农业部，截至 10 月 30 日，美国 25/26 年度棉花累计分级检验 73.27 万吨，78.6%的皮棉达到 ICE 期棉交割要求。

【郑棉信息】目前新疆棉花采收整体采收进度已接近尾声，近日新疆机采棉收购价多集中在 6.30-6.40 元/公斤，北疆多集中在 6.00-6.30 元/公斤，新棉成本基本固化，截至 2025 年 11 月 2 日，全国新年度棉花公证检验量累计 193.37 万吨，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 5500 整数关

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一收高，但基本面仍利空。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5720 元/吨。昆明中间商报价 5600-5790 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 3158，日环比+0.38%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.87（-0.07）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.93（-0.09）元/斤。

【现货情况】

“双十一”备货不及预期，终端需求较为有限，市场成交不快，各环节观望情绪浓厚，出货为主，今日产区蛋价有稳有跌。销区北京，广东到车正常，走货一般，价格暂稳观望。上海市场成交不快，价格持稳运行。

【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：关注入库情况

【期货动态】昨日苹果期货价格出现回落，短期涨幅过快导致价格回落。

【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，价格回落仍有承接机会。

红枣：进入下树收购期

【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】昨日广东如意坊市场到货 2 车，参考到货新季成品特级 12.80 元/公斤，二级 9.80 元/公斤；河北崔尔庄市场停车区到货 3 车，参考到货特级 10.50 元/公斤，一级 9.40 元/公斤，二级 7.60-8.20 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，市场对新枣价格接受度一般。

【库存动态】目前尚未有新季仓单。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。