

## 金融期货早评

### 宏观：关注美国政府停摆何时结束

【市场资讯】1) 美国正式公布新版关键矿产清单，首次纳入铜，银铀钾肥也入列。2) 美联储 12 月降息方向不明，今年票委因政府关门不敢行动，明年票委更担心通胀。3) AI 革命加速裁员潮，美国 10 月挑战者企业裁员人数同比暴增 175.3%，创二十年同期最高。美国私人数据提供商 Revelio Labs：10 月非农转负，就业减少 9100 人。美国全国零售联合会：美国今年零售业假日季招聘料创金融危机以来最低，消费有望首次突破万亿美元。4) 英国央行按兵不动，利率维持 4% 不变，12 月降息预期升温。

【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，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，美国“小非农”10 月 ADP 新增就业 4.2 万人超预期，薪资增长持续停滞，就业出现边际企稳信号。后续重点关注美国政府究竟何时结束停摆，以及这一停摆周期对美国产生的实际影响。

### 人民币汇率：避险模式开启？

【行情回顾】在岸人民币兑美元 11 月 6 日 16:30 收盘报 7.1219，较上一交易日上涨 27 点。

【重要资讯】1) 法国 10 月服务业连续第 14 个月萎缩。德国服务业 10 月实现大幅增长，综合 PMI 创 29 个月新高。欧元区 10 月服务业扎实反弹，新业务量创下两年半来最大增幅。英国服务业企业的乐观程度创一年来高位。2) 日本最高外汇事务官员三村淳：外汇市场的主要担忧在于波动性过大，而非汇率水平。近期日元走势与经济基本面存在一定偏差。3) 波兰央行将主要利率从 4.50% 下调至 4.25%。4) 巴西央行将基准利率维持在 15% 不变，符合预期。5) 瑞典央行维持基准利率在 1.75% 不变，预计未来一段时间内政策利率将维持在当前水平。

【核心观点及逻辑】我们预计本周美元兑人民币即期汇率将在 7.09-7.14 区间内运行，整体走势或偏强。7.10 这一关键技术位仍将是市场多空博弈的核心，其突破方向对短期汇率走势具有重要的指示作用。但考虑到近期美元指数在利率的影响下有所企稳，因此美元兑人民币即期汇率短期在 7.10 下方企稳的概率有所降低。重点关注事项方面，本周应密切关注外部市场环境的变化，尤其是美元指数能否有效站稳 100 上方，一方面取决于美国政府重新开门后美国经济数据的表现，另一方面，需关注日本央行对日元汇率的政策立场。综上，鉴于当前汇率处于震荡整理阶段，市场波动率较低，建议企业抓住当前时机，适时进行汇率风险管理。通过买入看跌期权等策略建立对冲机制，有助于有效应对未来可能出现的汇率波动风险。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

### 股指：关注外围信息，短期预计延续震荡

【市场回顾】

上个交易日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 1.43%。从资金面来看，两市成交额回升 1829.06 亿元。期指均缩量上涨。

### 【重要资讯】

1. 美国 10 月挑战者企业裁员人数同比暴增 175.3%，创二十年同期最高纪录。
2. 英国央行按兵不动，利率维持 4% 不变，12 月降息预期升温。

### 【核心逻辑】

昨日股指高开高走，两市成交额回升至 2 万亿元以上。期指基差方面，除 IH 当季、下季合约贴水加深外，其余均贴水收敛，市场情绪有所好转。不过在指数集体上涨的情况下，个股没有出现普涨的局面，涨跌比仅为 1.2，上涨板块主要为近日回调幅度较大的板块，板块轮动显著。外围扰动加剧，美国 10 月挑战者企业裁员数创二十多年来的同期最高，叠加市场对 AI 投资回报率的疑虑以及美联储官员的鹰派言论，美股大跌，恐慌指数 VIX 一度突破 20，当前国内信息面较平淡，对外围风险敏感度上升，或波及 A 股市场情绪，因此短期预计股指延续震荡。

【南华观点】短期预计延续震荡

## 国债：短期震荡

【市场回顾】周四国债中长期品种下跌，短债企稳。资金面宽松，DR001 在 1.32% 附近。

【重要资讯】1. 美国最高法院质疑特朗普关税的合法性，潜在的裁决将可能逆转其关税政策。2. 财政部在香港发行 40 亿美元主权债券，获 30 倍认购。

【核心观点】周四 A 股大幅回升，大盘再上 4000 点，长债受此影响有所回落。A 股在 4000 点或仍有反复，不会对债市产生持续压力。消息方面，传言公募费率新规即将落地，与征求意见稿相比可能会有一些调整。持续关注，但预计对市场的影响不会有 9 月大，如果造成债市回调，可把握买入机会。短期市场陷入震荡，中期仍可保持乐观。

## 集运欧线：期价高位回调，地缘局势缓和压制市场情绪

船公司挺价行动与地缘缓和信号交织，市场观望情绪浓厚。

### 【行情回顾】

昨日（11 月 6 日），集运指数（欧线）期货市场全线收跌，主力合约 EC2512 表现疲软。国内商品期市多数上涨，但航运期货跌幅居前，集运指数（欧线）当日下跌 3.91%。市场继续消化地缘政治局势缓和的预期，红海航线复航可能性升温对期价构成压力，msc11 月下旬开仓价格 2365 美金/FEU 不及预期（此前宣涨到 3000），期价回落。

### 【信息整理】

当前市场多空因素交织，但利空情绪短期内占据主导：

利多因素：

1) 船公司宣涨决心延续：马士基已发布 12 月涨价函，计划自 12 月 1 日起将远东至北欧航线运价上调至小柜 2800 美元，大柜 3200 美元，显示其挺价意愿。2) 现货价格存在支撑：当前 11 月上半月欧线大柜均价持稳在 2200 美元附近，为期货价格提供一定支撑。

利空因素：

1) 红海复航预期显著增强：巴以双方已同意美方提出的加沙地带“和平计划”第一阶段，地缘政治风险降温，市场对船舶重返红海航线的预期持续升温。若绕行结束，市场有效运力将大幅增加，对运价构成压力。2) 供需基本面依然宽松：尽管有旺季挺价举措，但供需宽松格局未根本扭转，船公司挺价的实际落地效果有待观察。3) 宏观贸易数据疲软：10 月全球制造业 PMI 为 49.7%，连续 8 个月位于荣枯线以下，表明全球贸易需求整体仍显疲软，难以对运价形成强劲拉动。

### 【交易研判】

集运欧线期货短期预计维持偏弱震荡格局，核心驱动在于红海复航预期与现货需求之间的博弈。

操作策略：

趋势交易者建议关注 12 合约 1800-1850 附近的支撑位，以及 2000-2050 附近的压力位。

套利交易者可关注近远月合约价差波动带来的机会，但需注意控制仓位风险。

### 【风险提示】

- 1) 密切关注红海地区局势的实际进展，若复航进程超预期加速，可能导致运价快速回落。
- 2) 警惕船公司 12 月涨价计划的实际执行情况，若货量支撑不足，提价幅度可能大打折扣。
- 3) 注意中美贸易关系后续动态，虽然有关税调整，但长期不确定性仍存。

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】周四贵金属延续震荡整理。周边美指下跌，10Y 美债收益率下跌，美股延续下跌，比特币下跌，原油偏弱震荡，南华有色金属指数调整。美国 10 月挑战者企业裁员人数创二十余年同期新高，叠加市场对 AI 投资回报率的担忧升温，以及美联储官员近期讲话持续偏鹰，加剧市场对美货币政策即使宽松但滞后可能引发的经济衰退恐慌，美政府停摆加剧数据缺失下的美联储可能观望引发的不安情绪。除美债外的大类资产普遍承压下跌。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 3984.8 美元/盎司，-0.2%；美白银 2512 合约收报于 47.845 美元/盎司，-0.37%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 917.8 元/克，+0.79%；SHFE 白银 2512 合约收 11427 元/千克，+1.99%。其他消息面，美国正式公布新版关键矿产清单，将铜、银铀钾肥纳入其中，关注后续是否推出银进口相关关税政策。

【降息预期与基金持仓】降息预期略有升温。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 29.4%，降息 25 个基点的概率为 70.6%；美联储 1 月 29 日维持利率不变概率 17.7%，累计降息 25 个基点的概率为 54.2%，累计降息 50 个基点的概率 28.2%；美联储 3 月 19 日维持利率不变概率 10.4%，累计降息 25 个基点的概率为 39.1%，累计降息 50 个基点的概率 38.9%，累计降息 75 个基点的概率 11.6%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 1.72 吨至 1040.35 吨；iShares 白银 ETF 持仓日减 36.68 吨至 15114.03 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 16.2 吨至 640 吨；截止 10 月 31 日当周的 SGX 白银库存周减 74.9 吨至 830.33 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，同时关注美政府停摆是否延迟数据公布。事件方面，周五 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，11 月预计难有强驱动，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：补库积极性提升，铜价在 85000 附近受支撑

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 4.97 美元/磅，涨 0.19%；LME 铜收于 10687 美元/吨，跌 0.1%；沪铜主力收于 85690 元/吨，跌 0.33%；国际铜收于 76260 元/吨，跌 0.3%。主力收盘后基差为-290 元/吨，较上一交易日跌 90 元/吨，基差率-0.34%。

沪伦比 6 日为 8.04，5 日 8.04，跨境比值维稳。

【产业信息】1、6 日，上期所铜期货注册仓单 43893 吨，较前一日增加 1332 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 134475 吨，较前一日增加 500 吨；LME 铜注册仓单 123775 吨，较前一日增加 450 吨，注销仓单 10700 吨。5 日，COMEX 铜库存 363368 吨，较 4 日增加 2887 吨。

2、11 月 6 日国内市场电解铜现货库存 20.26 万吨，较 3 日降 0.34 万吨。上海库存 13.13 万吨，较 3 日降 0.28 万吨；广东库存 1.92 万吨，较 3 日降 0.29 万吨；江苏库存 4.66 万吨，较 3 日增 0.35 万吨。

3、智利海关公布的数据显示，智利 10 月铜出口量为 173700 吨，当月对中国出口铜 42373 吨。智利 10 月铜矿石和精矿出口量为 1347488 吨，当月对中国出口铜矿石和精矿 1020265 吨。近两个月智利铜矿石和精矿对华出口量持续维持在百万吨以上，为年内偏高水平。

【南华观点】与此前预期的一样，当铜价回落至 85000 元/吨附近时，下游企业补库积极性显著提升，提货节奏加快，行业成品库存周转效率优化。受此影响，当日期铜跌至 85000 附近时便有强烈支撑，午后在金属等工业品上涨情绪共振下，期铜价格触及 86500 一线。但订单是否持续放量还需要继续观察，尾盘回落表明期价继续大涨动能不足。

【南华策略】1、12 月合约继续关注 85000 附近支撑，上看 86500 附近压力。若下游需求继续走强，入场点可抬升。2、对于需要备货的下游企业，可以在当前价格构建“卖出平值或实值看跌期权+逢低买入期货”的组合策略，降低采购成本。

风险点在于：美联储利率决议不及预期

## 铝产业链：下游接货乏力

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21665 元/吨，环比+1.29%，成交量为 19 万手，持仓 33 万手，伦铝收于 2843 美元/吨，环比-0.09%；氧化铝收于 2787 元/吨，环比+0.87%，成交量为 20 万手，持仓 42 万手；铸造铝合金收于 21095 元/吨，环比+1.27%，成交量为 4566 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，短期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，可卖出虚值看跌期权，中长期全

球电解铝紧平衡乃至紧缺叠加宏观向上叙事，我们认为铝价处于上行通道。

**氧化铝：**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：高位震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22675 元/吨。其中成交量为 10 万手，持仓 11.3 万手。现货端，0#锌锭均价为 22500 元/吨，1#锌锭均价为 22430 元/吨。

【产业表现】今日暂无

【核心逻辑】上一交易日，锌价高位窄幅震荡。基本上，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。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 月锌价底部支撑较足，暂不推荐空配。预计有一定向上驱动，观望出口和宏观。

【南华观点】偏强震荡

## 锡：窄幅震荡

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 28.34 万元每吨；成交 46812 手；持仓 3.03 万手。现货方面，SMM 1#锡价 281300 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价窄幅震荡，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，沪锡维持高位震荡，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，价格区间内高抛低吸。

## 铅：短期供给问题暴露，高位窄震

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17430 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，日内铅价窄幅震荡。十月电解铅产量不达预期，整体供给紧缩推升铅价河北环保限流使铅从区域性偏紧扩散至全国紧平衡。供给上，铅精矿原料短缺导致多数电解铅企业虽复产，但产量低于市场预期。目前铅进口窗口打开，后续粗铅和铅精

矿进口量扩大，冶炼端原料问题逐渐解决，整体缓慢恢复平衡。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

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）提供。

## 黑色早评

### 螺纹&热卷：热卷累库，低位震荡

【盘面回顾】螺纹在跌破前期低点开始震荡，热卷的反倾销调查可能对远月合约造成压力。昨日公布的五大材基本面数据，五大材供需双减，库存小幅去库，但热卷库存累库，去库压力较大，卷落差短期可能小幅回落。成材尚未看到自身上涨动力，仍然偏弱。

【信息整理】11月3日，泰国商业部外贸厅发布公告称，应泰国国内企业提交的申请，对原产于中国的热轧钢板反倾销案发起反规避调查。

【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】上周铁矿到港量回升较大，铁矿港口库存维持累库，铁矿估值相对较高，成材消费需求进入淡季，后续表需的回升难度不小，近期宏观情绪的转弱，铁矿的下跌和焦煤的回调，成材挑战前期低点的支撑位后，可能呈现震荡走势。

### 铁矿石：基本面压力仍在

【盘面信息】铁矿石价格随股票等资产反弹，日内走势趋近。

【信息整理】1. 各地在2025-2026年秋冬季大气污染防治攻坚方案中，对钢铁行业普遍采取差异化管控与深度减排相结合的策略，核心是依据企业环保绩效等级实施差异化错峰生产，并大力推进超低排放改造和清洁运输。具体措施上，环保绩效A级企业通常可豁免错峰生产或自主减排，B级及以下企业则需按等级执行20%至50%不等的限产比例。多个省份明确要求钢铁企业加快全流程超低排放改造，并鼓励长流程炼钢向短流程电炉炼钢转型。在运输环节，重点推进“公转铁”和使用新能源货车，要求钢铁等重点行业清洁运输比例达到一定标准。同时，各地也强调通过强化执法和排查“散乱污”企业来保障治理成效。2. 根据钢联，本期五大材产量和需求皆下降，需求下降程度大于产量下降程度，使得库存去库斜率放缓。热卷重新再次累库，基本面不容乐观。

【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，正套继续走强

【盘面回顾】现货偏紧，1-5 正套走强

【信息整理】

1. 中国物流与采购联合会：10 月全球制造业采购经理指数为 49.7%，与上月持平，连续 8 个月运行在 49%~50%的区间内。
2. 本周，五大钢材品种供应 856.74 万吨，周环比下降 18.55 万吨，降幅 2.1%。周消费量为 866.93 万吨，降 5.4%；其中建材消费环比降 7.2%，板材消费环比降 0.2%。
3. 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-22 元/吨；山西准一级焦平均盈利-20 元/吨，山东准一级焦平均盈利 39 元/吨，内蒙二级焦平均盈利-78 元/吨，河北准一级焦平均盈利 19 元/吨。

【核心逻辑】近期下游钢厂集中补库，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。焦炭三轮提涨落地，即期焦化利润小幅改善，但多数焦化厂仍亏损严重，局部地区焦炭供应偏紧。近期钢厂利润受损，检修钢厂数量增多，铁水产量环比下滑，钢厂普遍反馈近期现货估值过高，接货意愿偏差，煤焦需求阶段性见顶，短期价格或面临调整。中长期来看，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：弱基本面，区间震荡

【盘面回顾】昨日铁合金小幅上涨

【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】随着宏观情绪的落地，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：盘面重心下移，逻辑回归基本面

【盘面动态】WTI 主力原油期货收跌 0.17 美元，跌幅 0.29%，报 59.43 美元/桶；布伦特主力原油期货收跌 0.14 美元，跌幅 0.22%，报 63.38 美元/桶；INE 原油期货收跌 1.32%，报 454.4 元。

【市场动态】1. EIA 天然气报告：截至 10 月 31 日当周，美国天然气库存总量为 39150 亿立方英尺，较此前一周增加 330 亿立方英尺，较去年同期减少 60 亿立方英尺，同比降幅 0.2%，同时较 5 年均值高 1620 亿立方英尺，增幅 4.3%。2. 新加坡企业发展局（ESG）：截至 11 月 5 日当周，新加坡燃料油库存下降 29.9 万桶，至 2448.2 万桶的两周低点。

【南华观点】隔夜原油延续下行，成交放量、振幅扩大，短期均线向下，多空博弈加剧，以消化前期地缘溢价。当前市场对地缘消息敏感但反应趋疲，对宏观利好钝感、利空直接，特朗普政府相关言论可信度存疑，地缘支撑边际弱化。基本面供需双空未改，中长期承压，叠加金融市场避险情绪升温、美国政府停摆风险，原油“跟跌不跟涨”特征显著。综上，短期原油趋弱震荡，地缘为潜在上行风险，中长期仍受基本面压制。

### LPG：震荡

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4265 (-13)，LPG2601 盘面收于 4194 (+4)；FEI M1 收于 486 美元/吨 (-6)，CP M1 收于 460 美元/吨 (-3)，MB M1 收于 324 美元/吨 (-3)

【现货反馈】华东均价 4374 (+33)，山东均价 4360 (0)，最便宜交割品价格 4380 (+100)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 78.64% (-1.86%)；独立炼厂开工率 52.45% (+0.15%)，不含大炼化利用率为 48.12% (+0.17%)，国内液化气外销量 51.09 万吨 (-0.116)，醚后碳四商品量 17.73 (-0.32)。需求端，PDH 本期开工率 75.45% (+1.6%)，短期开工率维持在 70%-75% 左右。MTBE 端本期开工率 70.17% (+0.56%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 41.60% (-2.7%)。库存端，厂内库存 18.01 万吨 (-0.16)，港口库 298.41 万吨 (-11.81)，本周到港环比减少。

【观点】原油端，隔夜收跌，整体仍在日线中轨附近震荡，但重心下移，多空博弈较强。外盘丙烷本周整体偏疲软。国内基本面看，没有太大的变化，供应端本期整体小幅减少，需求端 PDH 端虽然再次进入亏损状态，但短期还没有打出负反馈，开工率在本周随装置复产继续上行，关注后续可能的负反馈情况。短期 PG 驱动不清，但整体向上缺乏进一步的驱动。

### PTA-PX：市场传闻引爆情绪，初步评估影响有限

【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 110w 11 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】11 月 6 日午后市场传闻券商调研某聚酯大厂并对外放风利好消息，带动相关板块上涨，情绪推动下 PX 大幅增仓上行。从当前已知市场传闻来看，大部分信息均为前期已公布计划内容，总体难以形成实际驱动，今日上涨主要以情绪释放为主。后续来看，PX 供需在能化板块仍然属于相对较强，一方面近期甲苯歧化相比调油经济性持续走弱，PX 原料端供应或存减量预期；另一方面，下游聚酯需求随订单回暖表现超预期，整体 PX-TA 板块供需偏强，预计 PX 仍然维持偏强震荡，短期驱动尚不明朗。操作上，单边短期观望为主，后续 PTA 检修计划集中，PTA 盘面加工费 230 下方支撑较强。

## MEG-瓶片：近端动力煤强势运行，空单注意防范反弹风险

【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成本端煤价小幅反弹，预计震荡区间为3750-4150，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。

### PP：供强需弱格局难改

【盘面动态】聚丙烯2601盘面收于6471（-20）。

【现货反馈】PP拉丝华北现货价格为6250元/吨，华东现货价格为6460元/吨，华南现货价格为6510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】近日宏观情绪有所降温，交易逻辑重新转向基本面。从PP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。在需求端，今年传统旺季需求表现不及往年，整体呈现偏平态势，中上游企业出货压力显著，基差持续偏弱，导致PP需求端缺乏有效支撑。尽管本周现货成交情况略有转好，但价格持续处于低位，市场信心不足。后续若要看到PP企稳回升，首先需要看到现货端出现实质性好转。综合来看，当前PP市场供强需弱的格局尚未改变，预计偏弱走势仍将持续。

### PE：驱动有限，偏弱震荡

【盘面动态】塑料2601盘面收于6805（-9）。

【现货反馈】LLDPE华北现货价格为6760元/吨，华东现货价格为6950元/吨，华南现货价格为7120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】近日宏观情绪有所降温，交易逻辑重新转向基本面。从 PE 基本面来看，近期压力依然偏大：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，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，工厂原材料采购偏刚性。因此当前需求端支撑总体偏弱，PE 供强需弱的格局难改，导致盘面持续承压。

### 纯苯苯乙烯：缺乏驱动，易跌难涨

【盘面回顾】BZ2603 收于 5398 (-20)，EB2512 收于 6300 (-21)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5315 (-10)，主力基差-83 (+10)。下午华东苯乙烯现货 6325 (-10)，主力基差 25 (+11)

【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，近期我国部分炼厂收到制裁，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，但当前供应减量兑现到港口去库较慢，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：裂解偏弱，注意止盈

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2728 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对担忧，引发高硫裂解大涨，不过当前发电需求明显减弱，同时高裂解也引发进料需求减弱，当前高硫属于强预期弱现实的格局，不宜过分看好后期裂解，保持看空高硫裂解的观点不变。

## 低硫燃料油：估值抬升

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU01 收于 3269 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：继续下行，注意节奏

【盘面回顾】BU01 收于 3109 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3100 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 万吨为 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”，使得前后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，需求进入淡季，冬储也没什么值得期待，况且山东部分炼厂还存复产预期，现货暗降，成交的也都是低价货源。周报中也反复提及价格向下运行，短期注意节奏及时止盈。

## 玻璃纯碱烧碱：现实疲弱，成本偏强

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1207，1.0%

【基本面信息】

本周纯碱库存 171.42 万吨，环比周一+2.19 万吨，环比上周四+1.22 万吨；其中，轻碱库存 81.46 万吨，环比周一+0.78 万吨，环比上周四-0.10 万吨，重碱库存 89.96 万吨，环比周一+1.41 万吨，环比上周四+1.32 万吨。

【南华观点】

玻璃冷修预期再起，纯碱刚需面临走弱预期。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1101，0.36%

【基本面信息】

截止到20251106，全国浮法玻璃样本企业总库存6313.6万重箱，环比-265.4万重箱，环比-4.03%。

【南华观点】

近两日湖北现货开始第一轮涨价，上涨20-40元，关注涨价后产销情况。沙河煤改气逐步落地，目前看影响有限。供应日熔有小幅下滑预期。目前玻璃01合约持仓高位，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2343，1.74%

【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走势维稳，河北地区液碱下游接单情况温和，企业多积极出货为主，价格维持稳定。天津地区液碱供应量相对充足，部分企业有出口订单，出货压力不大。山东地区液碱市场交易情况表现不一，鲁西南地区企业出货情况欠佳，山东北部及东部出货情况尚好，价格暂稳整理。华中河南地区下游接单情况相对欠佳，企业积极走货，区域内液碱有低价出货情况。华东地区液碱市场价格维持稳定，下游需求情况一般。华南、西南地区月单接单，企业出货情况尚好，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：纸浆现货价格小幅上行

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格白天整体呈高位震荡态势；胶版纸期货价格宽幅震荡。

【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（0），河南龙丰报价5450/5500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，东北、华北、华中等地区部分纸企纸浆价格上涨20~70元/吨不等，引领期价高位震荡。然前期期价已至短期高位，故期价至高位略有回落，但整体仍偏高位震荡。此外，山东地区辐射松价格出现上调趋势，在一定程度上从原料端利多

期价。所以当前期价底部有一定托底。

对于胶版纸来说，现货价格仍保持相对稳定；而对美关税的维持同样从成本端支撑期价有所回升。但因前期期价已涨至相对高位，故期价触高回落故就当前来看，纸浆与胶版纸短期可能相对偏震荡。

## 原木：市场平淡，弱势震荡

【盘面】lg2601 收盘于 779 (+0.5)，持仓 1.8 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。

本周一现货继续下调，基本面弱势延续。逢高空依然是目前的主要思路。其次，01-03 的价差来到-11 左右，中长期策略，关注逢高做空，拉大 C 结构的机会。

### 策略建议

1) 逢高空 2) 卖出的 lg2601-p-750 头寸，择时止盈。3) 中长期策略，关注 01-03 反套机会。4) 逢高卖出 lg2601-C-800 头寸

## 丙烯：持续疲软

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5886 (-59)，PL2603 盘面收于 5852 (-125)；PP-PL01 价差 585 (+39)，PP01-PL03 价差 619 (+105)；PL01-03 月差 34 (+66)

【现货反馈】山东均价 5650 (-100)，华东均价 5875 (-65)

【基本面数据】供应端，丙烯产量 124.75 万吨 (+0.8)，开工率 75.46% (+0.48%)。主营炼厂开工率 78.64% (-1.86%)；独立炼厂开工率 52.45% (+0.15%)，不含大炼化利用率为 48.12% (+0.17%)；蒸汽裂解开工率 81.19% (+0.56%)；PDH 开工率 75.45% (+1.6%)，开工率短期维持在 70%-75% 左右。MTO 开工率 89.98% (-0.21%)。需求端 PP 开工小幅回升，本期 PP 粒料开工率 77.78% (+0.72%)，产量 79.65 万吨 (+0.74 万吨)；PP 粉料本期开工率 42.47% (-0.9%)，产量 7.66 万吨 (-0.16 万吨)；另外下游本周存在不少复产，PO 开工率抬升 4.67% 到

73.8%；正丁醇开工抬升 2.36%至 85.88%；丙烯酸开工抬升 5.16%至 72.12%。

【观点】原料端，原油小幅收跌，整体仍偏震荡，外盘丙烷本周整体偏弱。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，PP 终端需求旺季不旺，目前 PDH 利润再度被压缩至水下，但短期开工依然维持高位，关注后续负反馈情况，打出负反馈之前，预期维持偏弱格局。

以上评论由分析师凌川惠（Z0019531）、俞俊臣（Z0021065）、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 11940 日环比-0.04%

【现货报价】全国生猪均价 11.79 (+0.01) 元/公斤，其中河南 11.93 (+0.05) 元/公斤、四川 11.47 (-0.00) 元/公斤、湖南 11.4 (-0.1)、辽宁 11.87 (+0.04) 元/公斤、广东 12.44 (-0.16) 元/公斤。

【现货情况】

近期多数市场反馈二次育肥补栏积极性较前期转弱，猪价下跌阶段，虽然部分区域有零星补栏增加，但多数反馈尚未跌至养殖户补栏心理预期，所以缺乏大幅增量补栏表现。出栏情绪方面，月初价格被拉升后，二出栏积极性有所增加，主要表现为前期 8-9 月份压栏产能以及部分 10 月涨价初期低价入场的群体，不过月初这几日随着猪价持续下跌，跌破 12 元/公斤之后，二次育肥惜售情绪增加。

【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，支撑旺季价格。

### 油料：涨势延缓

【盘面回顾】外盘由于缺乏更多采购消息支撑，叠加阿根廷工人复产，美豆粕和美豆回落，内盘情绪回落。

【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，进月缺口仍存。

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，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；内盘豆粕逐渐开始计价关税落地后的去库逻辑，近强远弱的正套逻辑。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。菜粕 2550 以上备兑可持有。

## 油脂：等待利空出尽后的机会

【盘面回顾】外盘整体止跌，国内油脂短期下方空间或有限。

【供需分析】棕榈油：南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2025 年 11 月 1-5 日马来西亚棕榈油单产环比上月同期增加 5.12%，出油率环比上月同期增加 0.32%，产量环比上月同期增加 6.80%。10 月棕榈油产量增加，马棕库存压力仍存，产地供应压力较大。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：短线观望为宜

【期货动态】周四，豆一期货继续走高，主力 01 合约收高 4146 元，持仓量增加，成交量维持高位，注册仓单小幅增加至 10256 手；隔夜美豆较大幅度下跌；

【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)塔温敖宝分公司自 11 月 6 日起开始收购新季国产大豆，蛋白含量(干基)≥39%的粮源，净粮收购入库价格为 2.025 元/斤；中储粮(呼伦贝尔)红彦分公司自 11 月 6 日开始收购新季国产大豆，蛋白含量(干基)≥39%的粮源，净粮收购入库价格为 2.025 元/斤；

【市场分析】中储粮收购库点增加，优质优价倾向明显，随行就市收购政策下，封闭国产大豆下跌空间，短期现货价格偏稳运行，期货价格大涨带动部分地区价格走高，整体购销情绪趋于理性，持粮主体在价格上涨后惜售情绪再起，收购端同样谨慎，价格高位僵持，高蛋白价格坚挺；南方产区优质豆源价格走强，持粮主体挺价意愿强烈，各地区出现明显上涨，普通豆源价格稳定；销区采购积极性在价格上涨后有所降低，刚需采购为主，但在

消费转旺背景下，预计后续采购规模仍有保障，高蛋白大豆行情有望继续强势；豆一期货继续向上拓展空间，盘面做多力量较足，运行趋势转多；

【南华观点】转入多头趋势，空头回避，观望为主，低价库存可谨慎考虑部分套保；

## 玉米&淀粉：期价呈现向上突破迹象 外盘农产品集体下挫

【期货动态】周四，玉米盘面强势走高，主力 01 合约收于 2154 元，成交量放大，持仓量明显增加，注册仓单持平于 66351 手；淀粉同步走高，主力 01 合约收于 2469 元，成交量放大，持仓量微增；隔夜外盘农产品集体下挫；

【现货报价】玉米：锦州港：2105 元/吨，-10 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，+0 元/吨；山东潍坊报价 2750 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】昨日现货价格整体稳定，锦州港收购价小幅走弱，山东到车辆大增，企业顺势收购，压价并不明显，短期市场购销活跃，价格维持平衡，市场环境有利于粮源继续贸易流动，从近期市场运行转态看，现货价格已展现韧性，建议下游企业做好远期采购管理；玉米盘面出现向上突破动作，昨日期价收复 10 月跌幅，价格尝试脱离底部区间；淀粉市场走货偏好带动去库持续，期货端走势跟随玉米转强，与玉米价差或仍有走扩空间；

【南华观点】底部走高 显现突破迹象 注意外盘下跌影响。

## 棉花：震荡运行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 1%，外围市场低迷。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】9 月土耳其棉花进口量略超 5.3 万吨，环比下降 32%，同比增加 23%。当月土耳其进口棉主要来源是巴西棉，占进口总量的 35%；美棉其次，占比 32%。

【郑棉信息】目前新疆棉花采收整体采收进度已接近尾声，近日南疆机采棉收购价多集中在 6.30-6.40 元/公斤，北疆多集中在 6.15-6.30 元/公斤，新棉成本基本固化，截至 2025 年 11 月 5 日，全国新年度棉花公证检验量累计 215.78 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。昨日郑商所对棉花替代交割品升贴水进行了调整，自 26/27 年度开始实施，有利于提高仓单与纺企实际需求的匹配。

【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，短期或维持震荡，关注 13600-13800 附近套保压力及后续新季定产情况。

## 白糖：承压运行

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四自五年新低反弹收高，受空头回补支撑。

昨日夜盘，郑糖高开低走，近期走势转弱。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5750 元/吨。昆明中间商报价 5580-5740 元/吨。

- 【市场信息】
- 1、巴西 10 月出口糖 420.5 万吨，日均出口 19.11 万吨，较上月增加 13%。
  - 2、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%。
  - 3、ISMA 预计 25/26 榨季印度糖产量为 3435 万吨（包括乙醇），乙醇用糖 340 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。

4.11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。

5.25/26榨季湛江糖厂预计最早将于11月下旬开榨，24/25榨季湛江第一家糖厂开榨时间为11月30日。25/26榨季广东甘蔗收购价或下调10-20元/吨，受台风影响，产糖量预计从65.45万吨降至60万吨左右。

【南华观点】近期糖价重新进入下滑通道，内外糖价同步走弱。

## 苹果：入库数据公布

【期货动态】昨日苹果期货价格波动剧烈，短期苹果价格上涨陷入停滞。

【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】新季晚富士地面交易陆续收尾，交易集中在山东产区及山西产区，入库工作进入后期。地面交易方面，山东栖霞、招远产区尚未完成全部下树，客商数量较多，条纹货源上量交易，果农多顺价销售。入库进度方面，甘肃入库基本结束，陕西入库进入尾声，山东产区栖霞西部乡镇果农货源仍在大量入库。

【库存分析】钢联数据显示，截至2025年11月5日，全国主产区苹果冷库库存量为698.42万吨，低于去年同期（2024年11月6日813.44万吨）115.02万吨，跌幅14.14%。山东产区库容比为41.03%，较去年同期（2024年11月6日54.45%非峰值）减少13.42%。陕西产区库容比为56.81%，较去年同期（2024年11月6日67.58%非峰值）减少10.77%。甘肃产区库容比为70.77%，较去年同期减少19.71%。卓创数据显示，全国苹果库存682.74万吨，入库率为51.68%，较去年同期下降10.62%，其中山东库容48.95%，陕西库容52.56%，甘肃库容71.38%。

【南华观点】近期苹果价格受到市场整体抛售冲击，关注下方支撑位。

## 红枣：收购观望情绪较重

【产区动态】目前新枣陆续下树，阿克苏地区进度相对较快，喀什地区仅有少量下树。整体来看，新年度由于前期受天气影响，枣树坐果欠佳，而后期坐果生长期时间偏短，单枣颗粒整体偏小，但基本没有烂枣裂果，目前红枣尚在下树中，还需关注后续定产情况。当前通货收购价格多集中在7.5元/公斤上下，优质优价，近日随着期货价格的下跌，客商收购意愿减弱，观望情绪较重。

【销区动态】昨日广东如意坊市场到货6车；河北崔尔庄市场到货9车，参考新季到货特级11.50元/公斤，一级10.20-10.60元/公斤。目前下游整体以刚需补库为主，对新枣价格接受度一般，现货价格基本持稳，好货价格相对坚挺。

【库存动态】目前尚未有新季仓单。据钢联统计，截至11月6日，36家样本点物理库存在9541吨，周环比增加193吨，同比增加131.35%。

【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，新疆产区确有减产，但幅度尚难确定，受水分及单枣克重等因素影响，农户对产量的估计也易存在偏差。短期在资金博弈下，红枣价格波动较大，但在减产之下，随着收购季的开启，预计下方空间或暂有限，关注后续新枣商品率及收购情况。

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。