

金融期货早评

宏观：国内物价指数边际回升

【市场资讯】1) 中国 10 月 CPI 同比增 0.2%，核心 CPI 创 2024 年 3 月最高，PPI 环比年内首次上涨。2) 商务部：造成当前全球半导体供应链混乱的源头和责任在荷方。商务部新闻发言人就安世半导体问题答记者问：中方同意荷经济部派员来华磋商的请求。3) 本周美国市场也不好过？美债发行潮来袭，流动性“雪上加霜”。非农“没了”，本周的美国 CPI 也要“没了”。4) 中国 10 月以美元计价出口同比下降 1.1%，进口同比增 1%

【核心逻辑】上周海外市场核心看点集中于流动性阶段性紧张、美国政府超长停摆及美元指数反弹三大看点。美国短期流动性收紧，反映资金面松紧的关键指标显著上行，目前，美国流动性紧张已出现边际缓解迹象。未来，流动性的根本性改善需要政府恢复正常运作以及货币政策配合。其次，美国政府停摆创下史上最长纪录，市场预期 11 月中下旬重启，关键关注这一停摆周期对美国实际产生的影响。最后，本周美元指数重回 100 点位，受益于非美货币走弱、降息预期降温等多重支撑，但就业风险未消、降息交易或回归及技术面压制下，后续上行空间有限。国内方面，物价指数边际回升，其背后更多受低基数效应、反内卷等因素驱动。出口同比增速受基数扰动回落显著，在出口对经济的拉动作用边际放缓的背景下，提振内需或将成为后续政策的重要发力方向。

人民币汇率：美元流动性收紧？

【行情回顾】前一个交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1225，较上一交易日下跌 6 个基点，夜盘收报 7.1210。人民币对美元中间价报 7.0836，较上一交易日调升 29 个基点。

【重要资讯】1) 10 月份，我国货物贸易进出口总值 3.7 万亿元，增长 0.1%，连续 9 个月保持增长。其中，出口 2.17 万亿元，下降 0.8%；进口 1.53 万亿元，增长 1.4%，已连续 5 个月增长。前 10 个月，美国为我国第三大贸易伙伴，贸易总值同比下降 15.9%，占我国外贸总值的 9%。10 月份中国出口稀土 4343.5 吨，环比增长 9%，在连续三个月下降后首次出现月度回升。大豆进口量达到 948.2 万吨，创历史同期最高水平。2) 国家外汇局公布数据显示，截至 10 月末，我国外汇储备规模为 33433.43 亿美元，较 9 月末增加 46.85 亿美元，为连续三个月增加，并创 2015 年 12 月以来新高。10 月末中国黄金储备为 7409 万盎司，较 9 月末增加 3 万盎司，为连续 12 个月增持黄金，但单月购买量降至 2024 年 11 月恢复增持以来的最低水平。

【核心观点及逻辑】展望后市，短期内预计美元指数在 99-101 区间维持震荡整理格局，其能否稳固重返 100 关口，核心取决于两大关键事件的时间节点与进展：第一，美国政府重启开门谈判的截止日期——若谈判突破当前僵局，美国财政部一般账户（TGA）资金释放的预期将对美元形成正向提振效应；若谈判破裂，持续的被动量化紧缩（QT）态势可能加剧市场对经济衰退的忧虑，这种担忧情绪或会强化美元的避险属性。第二，美国政府重启后的经济数据发布窗口期，尤其是非农就业数据、CPI 等核心经济指标的发布质量。进一步推演，若美国政府顺利重启运作，美元流动性环境有望边际宽松，叠加若后续核心经济数据呈现疲软特征，那么当前美元指数站稳 100 上方的概率或将减少。对于美元兑人民币即期汇率而言，本周预计其在 7.09-7.14 区间内运行。特别是临近年末，随着国内稳增长政策的逐步实施及汇率季节性规律的共同作用，美元兑人民币即期汇率或呈现“震荡底部下移”态势，但出现大幅单边贬值的概率较低。针对 10 月我国进出口数据双双下滑的现象，我们认为无需过度担忧——该月贸易数据存在短期“噪音”，基数效应、日历效应等短期扰动因素影响较大；从工作日错峰视角看，10 月出口数据更多是对 9 月出口高增的回补。往前看，

四季度出口增速中枢或出现阶段性回落，但全年外贸运行仍有望实现平稳收官。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

股指：关注国内基本面修复情况及海外流动性，短期预计震荡为主

【市场回顾】

上个交易日股指全天震荡，集体小幅收跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.31%。从资金面来看，两市成交额回落 561.94 亿元。期指方面，IM 放量上涨，其余品种均缩量下跌。

【重要资讯】

1. 中国 10 月以美元计价出口同比下降 1.1%，进口同比增 1.0%
2. 10 月，中国 CPI 同比上涨 0.2%，PPI 同比下降 2.1%
3. 国办印发《关于加快场景培育和开放推动新场景大规模应用的实施意见》

【核心逻辑】

周末公布部分经济数据，主要受基数因素影响出口同比转负，物价数据方面，CPI 同比转正，核心 CPI 同步回升，服务消费贡献抬升，食品拖累减轻，反映国内消费需求边际修复；PPI 同比延续回升态势，跌幅较 9 月进一步收窄，主要源于上游行业价格持续回升，表明反内卷式竞争背景下的价格治理已有初步成效，静待价格传导向下游扩散。本周还将公布金融数据、工业增加值以及社零数据等，对经济修复情况进一步验证。此外本周海外美债集中发售将考验市场流动性，海外市场波动或波及 A 股市场风险偏好，不过下方支撑依托政策预期相对稳固，预计股指仍维持震荡格局。

【南华观点】短期预计延续震荡

国债：回调买入

【市场回顾】上周期债高位震荡后回落。月初资金面宽松。

【重要资讯】1. 中国 10 月以美元计价出口同比下降 1.1%，进口同比增 1.0%。2. 10 月 CPI 同比 0.2%，由降转涨；PPI 同比-2.1%，降幅收窄。

【核心观点】上周 A 股在 4000 点附近反复，未对债市产生持续影响。数据方面，10 月出口增速转负，同期韩国、越南出口增速均下滑，需要观察外需是否趋势性转弱。10 月通胀略有起色，但能否持续改善仍有待观察。目前市场焦点不在基本面，导致债市回落的主要原因是公募费率新规即将落地的传言，市场仍旧担忧机构大规模卖出。虽然周末并未公布，但需持续关注。如果新规导致机构加速卖出，央行可进行购债减缓对市场的冲击，预计影响不会有 9 月大，如果造成债市回调，可把握买入机会。

【策略建议】中期多单继续持有，空仓者回调分批买入。

以上评论由分析师廖臣悦（Z0022951）、徐晨曦（Z0001908）、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

【盘面回顾】上周贵金属市场整体窄幅震荡，周内美指冲高回落，降息预期先降后升，受美联储官员讲话、及经济数据表现影响。本周仍有密集美联储官员讲话，但周四晚美 CPI 数据可能仍将因美政府停摆而延后，这增加市场对美联储 12 月降息不确定性。周三晚间公布的美就业数据与 ISM 非制造业数据好于预期降温美联储 12 月降息预期。美国 10 月 ADP 就业人数录得增长 4.2 万人，为 2025 年 7 月以来最大增幅，高于预期的 2.8 万人。此外，9 月份总就业人数修正为减少 2.9 万人，此前为减少 3.2 万人。美国 10 月 ISM 服务业 PMI 超预期反弹、创八个月新高，价格支付指数三年新高。周四晚公布的美国 10 月挑战者企业裁员人数则大幅上行至 15.3 万人，令周四降息预期重新有所回升。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。11 月 7 日，中国证监会发布通知，同意广州期货交易所铂、钯期货和期权注册。同日，广期所发布铂、钯期货和期权合约及相关规则，公开征集注册品牌、指定交割库和质检机构。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 2.86 吨至 1042.06 吨；iShares 白银 ETF 持仓周减 101.18 吨至 15088.63 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 13.64 吨至 1173.5 吨，COMEX 白银库存周减 72.2 吨至 14933.3 吨；SHFE 黄金库存周增 1.8 吨至 89.6 吨，SHFE 白银库存周减 42.5 吨至 623.1 吨；上海金交所白银库存（截至 10 月 31 日当周）周减 75 吨至 830.3 吨。

【本周关注】数据方面，重点关注周四晚间美 CPI 报告，如美政府停摆延续，则将继续影响数据公布。事件方面，周三 22: 20，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话；23: 00，2026 年 FOMC 票委、费城联储主席保尔森就金融科技发表讲话；23: 45，美国财长贝森特发表讲话。周五 01: 15，2025 年 FOMC 票委、圣路易联储主席穆萨莱姆就货币政策发表讲话；01: 20，2026 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席哈玛克参加一场炉边谈话；23: 05，2025 年 FOMC 票委、堪萨斯联储主席施密德就经济前景和货币政策发表讲话。周六 03: 30，2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根参加一场炉边谈话。

【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 46。

铜：铜价在供需矛盾中寻求平衡点，85000 附近继续经受考验

【盘面回顾】当周国内期货价格在 86000 附近上下波动，波动区间在【84900~87450】，周五收于 85940 元/吨，周内跌 1.31%，振幅 2.93%。由于合约即将展期，沪铜 12 月合约资金继续流出，1 月合约多空资金高位博弈明显。

当周沪铜加权指数交易量环比大幅减少 57.6%，沪铜加权指数持仓量环比减少 6.61%，市场投机度下降。1 月合约前 20 期货公司净多持仓量为负，体现出铜价处于目前价格水平，多空资金分歧较大。

LME 铜价主要位于【10577.5，10927.5】区间波动，最后收于 10695 美元/吨，环比下跌 1.15%，振幅 3.24%；COMEX 铜价主要位于【488.8，512.95】区间波动，最后收于 495.8 美分/磅，环比下跌 1.84%，振幅 4.78%。

【产业信息】1、7 日，上期所铜期货注册仓单 43394 吨，较前一日减少 499 吨；上期所铜库存 115035 吨，较前一日减少 1105 吨；7 日，LME 铜库存 135900 吨，较前一日增加 1425 吨；LME 铜注册仓单 124625 吨，较前一日增加 850 吨，注销仓单 11275 吨。7 日，COMEX 铜库存 369369 吨，较 6 日增加 2950 吨。

2、彭博援引知情人士报道称，包括摩科瑞能源集团（Mercuria Energy Group）、维多集团（Vitol Group）和托克集团（Trafigura Group）在内的多家大型贸易公司，近几周已接触智

利生产商，试图锁定 2026 年运往美国的年度供应合约，其中一些公司支付的溢价已超过伦敦金属交易所（LME）基准价格每吨 500 美元。

3、Mysteel 调研国内 61 家精铜杆生产企业，总涉及产能 1584 万吨（含 2025 年新增产能），10 月国内精铜杆产量为 75.60 万吨，环比降 10.99%；10 月国内精铜杆产能利用率为 56.20%，环比降 9.04%，同比降 5.35%。

【南华观点】当周，美国政府仍然停摆，重要经济数据未如期发布，市场依靠“小非农”数据超预期表现，预计 12 月降息会充满不确定性。同时，中国和美国 PMI 数据偏弱，表明制造业需求较差，就业情况不容乐观。因此，宏观面利空铜价。

基本上，下游需求随着铜价下跌而呈现回暖，但采购成交并未放量。节奏上，期价跌至 85000 附近时，现货升水走强；期价反弹超 86000 附近时，升水走弱。可以判断出，市场较为接受的价位在 85000 附近。

本周铜价继续在下游企业采购心态中寻找平衡点，若能放量，铜价企稳反弹，波动区间或将在【85500，86500】；否则，铜价重心再下一层，波动区间或将在【84000，85500】。

【南华策略】1、12 月合约关注 84000 一线支撑，86500 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“卖出看涨期权+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：资金推动

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21625 元/吨，环比+0.25%，成交量为 25 万手，持仓 37 万手，伦铝收于 2862 美元/吨，环比+0.67%；氧化铝收于 2783 元/吨，环比+0.11%，成交量为 18 万手，持仓 42 万手；铸造铝合金收于 21010 元/吨，环比+0.17%，成交量为 4610 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：资金是近期影响铝价的核心因素。前期资金从贵金属流向铜，在把铜价推向新高后选择从铜流出流向铝。资金做多的主要支撑为电解铝海外供应端扰动频发，电解铝明年供应缺口扩大。但目前来看资金与产业之间存在较大矛盾，当前国内电解铝供应稳定，需求偏弱，现货保持宽松，较难支持高铝价，因此沪铝想要维持上涨需要看到资金不断流入，一旦放缓或流出，市场大概率将回归产业逻辑，短期追高需谨慎。

宏观方面目前主要关注美国政府停摆问题，目前市场普遍预期 11 月中下旬政府停摆问题将得到解决，若关门市场超出预期可能会出现流动性危机压制铝价。但从上个月美联储计划 12 月 1 号停止缩表的举动来看，美联储已经看到流动性紧张的可能并开始采取措施，因此我们认为后续发生流动性危机概率较小。

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，前期进口氧化铝于陆续到港，新疆地区库容基本满额，后续大量仓单将到期，大量仓单将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，该矿山年产能为 1400 万吨，我们认为后续铝土矿价格偏弱震荡，氧化铝成本支撑成并不稳当，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：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 22720 元/吨。其中成交量为 87261 手，持仓 11.25 万手。现货端，0#锌锭均价为 22640 元/吨，1#锌锭均价为 22570 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 28.35 万元每吨；成交 46181 手；持仓 3 万手。现货方面，SMM 1#锡价 283700 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。短期冶炼端复产有可能发生累库，警惕价格回落风险。

【交易策略】价格区间内高抛低吸。

碳酸锂：锂矿到港增加，技术面偏强

【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 82426 元/吨，周环比+2.13%；成交量约 105.16 万手，周环比-6.03%；持仓量约 90.89 万手，周环比+2.58 万手。仓单数量 27332 手，周环比-289 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 925 美元/吨，周环比-3.14%，非洲矿报价 909 美元/吨，周环比+0%。供给：锂盐市场成交量增加，下游补库情绪恢复，其中碳酸锂报价周度变动+0.50%，氢氧化锂报价周度变动+1.06%；贸易商环节基差报价平稳。

需求：上周下游材料厂报价整体上涨，其中磷酸铁锂系报价变动+1%，三元材料系报价变动+0.6%，六氟磷酸锂报价变动+15%，电解液报价变动+18%。终端：电芯市场报价+0%。

【南华观点】供给端看，锂矿到港数量将有所增加，矿端紧张程度有所缓解。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 77000-90000 元/吨区间内呈现震荡偏强态势。

工业硅&多晶硅：基本面偏弱，宽幅震荡

【行情回顾】上周工业硅期货加权指数合约周五收盘价 9203 元/吨，周环比+1.19%；成交

量 45.04 万手，周环比-20.97%，持仓量 43.30 万手，周环比+2.45 万手；工业硅 SI2601-SI2605 月差为 back 结构，周环比+70 元/吨；仓单数量 46180 手，周环比-1073 手。

上周多晶硅加权指数合约收于 53267 元/吨，周环比-5.52%；成交量 44.05 万手，周环比-20.12%，持仓量 22.71 万手，周环比-3.09 万手；多晶硅 PS2601-PS2605 月差为 back 结构，周环比-265 元/吨；仓单数量 9850 手，周环比+260 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+1.08%，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+1.36%；铝合金市场报价周环比+0.71%。

产量：工业硅产量环比变动-8.63%，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-0.19%。需求：N 型硅片报价周环比-0.74%；Topcon-183 电池片报价周环比-0.65%；集中式 N 型 182 组件报价周环比+0.30%，分布式 N 型 182 组件报价周环比+0.15%。终端周度中标均价 0.72 元/瓦，周环比+1.41%。

产量：多晶硅产量环比变动-5.05%，硅片产量环比变动-3.33%。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-36.05%，组件库存环比变动-1.89%。

【南华观点】近期工业硅年会和光伏年会较多，建议关注市场情绪和相关政策。从工业硅基本面来看，市场供需格局整体偏弱，以宽幅震荡看待。多晶硅产业链整体减产累库，基本面偏弱，关注年底政策出台，以宽幅震荡看待。

铅：高位窄震

【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 17250 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）、余维函（F03144703）提供。

黑色早评

螺纹&热卷：成材弱勢震荡，卷板材去庫壓力較大

【盘面回顾】上周螺纹，热卷弱势下跌，螺纹跌破了近期的低点。

【核心逻辑】随着中美领导人见面的结束，宏观情绪的落地，市场进入宏观的真空期。在国内的 12 月份会议和美联储议息会议之前，钢材的核心矛盾回归基本面交易，螺纹的供需平衡边际改善，供需双弱，但库存维持缓慢去库的趋势。但卷板材端依然处于高库存和高产量的现状，产量虽环比下降，但仍处于近 5 年同期的最高水平，消费端并没有驱动，库存超季节性累库，库存为近 5 年同期的最高水平，去库压力较大，而且近期泰国发起对国内板材的反倾销调查的消息，对卷板材亦造成压力。铁水受到季节性和检修影响，继续回落，预计后续按照季节性规律维持缓慢减产的趋势。本周钢铁企业盈利率跌破 40%，近期钢铁企业盈利下降较快，尽管离发生负反馈仍有一定的距离，但负反馈的风险正在逐渐增加。成本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，铁矿的高估值近期已有回落，但下方受到冬储补库的预期支撑；焦煤现货偏紧，第四轮提涨开启。

【南华观点】综合来看整体成材下方受到原料成本的支撑，但上方驱动又被库存压制，预计成材区间震荡，螺纹的运行区间可能在 2900-3200 之间，热卷的运行区间在 3100-3400 之间。同时需关注钢材的去库速度和下游的消费情况，风险点在于钢铁企业盈利率的下跌可能会引发负反馈风险。

铁矿石：宏观和基本面的双重打击

【南华观点】综合来看，短期宏观驱动减弱，钢厂利润脆弱、减产仍不充分，特别是板材端高供需矛盾突出，对铁矿石需求构成压力。叠加供应维持高位、港口持续累库以及焦煤端的挤压，预计铁矿石价格整体将延续偏弱运行态势。

近期宏观层面，中美 10 月 PMI 均出现环比走弱，反映全球贸易环境波动与内部需求边际放缓。尽管中长期海外货币与财政双宽松格局对商品整体有利，但短期受鲍威尔鹰派表态、美国政府停摆风险等影响，市场驱动暂缓，美国就业数据也显现疲软迹象，风险偏好有所回落。

供给和库存方面，港口库存继续累积至 15624 万吨，环比增加 351 万吨。近期矿石价格与库存呈现强相关性，累库趋势加强，而发运仍处高位，铁水产量却逐步下行，供需结构对价格形成压力。在当前 100 美元以上的价格水平，主流矿山发运意愿仍强，若西芒杜等项目顺利投产，供应弹性较低的局面短期难改。除非价格进一步下跌至压制发运的水平，否则港口累库格局或将延续。

值得注意的是，尽管库存持续积累，铁矿石基差却出现边际走强迹象。这一反常现象可能与可交割资源偏紧有关——港口累库中可能包含较多非主流矿等非品牌矿粉，实际可用于交割的现货仍显紧张。

从需求端看，日均铁水产量继续下降 2 万吨至 234 万吨，部分高成本、亏损较大的钢厂已实施边际减产，钢厂利润略有修复，但整体仍较脆弱。若要有效缓解产业链矛盾，仍需进一步减产。结构上，螺纹钢减产力度不及需求降幅，去库速度放缓，但其基本面仍优于热卷。螺纹库存已超季节性走平，利润也边际回升。然而，近三个月房企拿地同比跌幅再度扩大，对螺纹需求形成压制。当前螺纹产能利用率不足 50%，通过减产实现的供需平衡十分脆弱，难以支撑利润持续扩张。

铁水需求的主要支撑仍看板材端，但目前板材产量居高不下，需求却边际走弱，高库存问题凸显。热卷虽有所减产，但产量仍处季节性高位，且需求降幅大于供给收缩幅度，导致库存重新累积，总库存水平偏高，逆季节性累库趋势明显。板材若不能进一步减产，当前矛盾难以化解。出口方面也需警惕风险，近期印度、德国、韩国等多地出现钢铁减产动向，贸易保护主义有所抬头。

估值层面，焦煤保持强势，供应偏紧、库存偏低的结构未变，01 合约焦煤-铁矿价差持续

走扩。短期内焦煤供应问题难以缓解，焦炭提涨落地继续挤压钢厂利润，也对铁矿石价格形成压制。

因此综合来看，短期宏观驱动减弱，钢厂利润脆弱、减产仍不充分，特别是板材端高供需矛盾突出，对铁矿石需求构成压力。叠加供应维持高位、港口持续累库以及焦煤端的挤压，预计铁矿石价格整体将延续偏弱运行态势。

焦煤焦炭：终端接货意愿不足，现货价格或面临调整

【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。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。下游钢厂亏损加深，计划检修的钢厂数量增多，铁水产量连续下滑，煤焦需求季节性走弱。焦钢厂普遍反馈近期现货估值过高，接货意愿偏差，煤焦补库需求阶段性见顶，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）

硅铁&硅锰：继续累库，去库压力较大

【盘面回顾】上周铁合金震荡，硅铁主力收 5526，硅锰主力收 5760

【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。但硅铁产量维持高位，硅锰产量维持减产趋势，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+1.5%，硅铁企业库存环比+9.3%，库存压力较大。成本支撑的挑战：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。反内卷预期与弱现实的矛盾：反内卷的基调没有结束，市场仍有余热，市场对供应端收缩仍存在一定预期，但铁合金自身高库存和下游弱需求的现状仍然没有改变。市场的多空逻辑还是在于强预期与弱现实的博弈，但缺乏实质性的行动，冲高回落的风险较大。钢厂盈利率继续下滑，本周跌破 40%，铁水产量受到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，铁合金自身库存也位于高位，去库压力较大。

【南华观点】宏观情绪落地后，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浚（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：盘面震荡偏弱，逻辑回归基本面

【盘面动态】美油主力合约收涨 0.69%，报 59.84 美元/桶，周跌 1.87%；布伦特原油主力合约涨 0.47%，报 63.68 美元/桶，周跌 1.68%。

【市场动态】1. 伊拉克国家石油营销组织 SOMO：伊拉克将 12 月巴士拉中质原油对欧洲的官方售价定为较即期布伦特原油贴水 2.95 美元；将 12 月巴士拉中质原油对北美和南美的官方售价定为较阿格斯含硫原油贴水 1.35 美元。2. 美媒：匈牙利购买俄罗斯能源将免受美方制裁。美国总统特朗普 7 日在白宫会见匈牙利总理欧尔班。美国媒体当天援引白宫匿名官员的话报道说，美国政府同意就美对俄罗斯能源制裁向匈牙利提供为期一年的豁免，使其能够继续进口俄罗斯石油。特朗普当天在白宫与欧尔班共同答记者问时说，匈牙利没有出海口，难以从俄罗斯以外地区获得石油和天然气。欧尔班表示，匈牙利作为内陆国家，高度依赖从俄罗斯进口石油，美国的豁免对匈牙利经济“至关重要”。

【南华观点】近期原油市场陷入窄幅震荡，11 月前一周盘面在 63-65 美元区间波动，日线处于 5 日均线下方，短期动能偏弱，多空情绪反复。布油短期关键支撑看 63 美元，若下破或回踩 60-61 美元，同时修复 10 月中旬地缘情绪溢价。驱动端，地缘是短线情绪支撑，但消息干扰大、市场疲劳，且无实质供应危机，支撑力度边际弱化；宏观面利好反馈不敏，却“跟跌不跟涨”，需警惕避险情绪升温与美国政府停摆风险。整体而言，短期震荡难破，基本面压力未消，中长期仍受压制，上行仅依赖地缘事件落地。

LPG：盘面偏强震荡

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4272 (+7)，LPG2601 盘面收于 4200 (+6)；FEI M1 收于 490 美元/吨 (+4)，CP M1 收于 464 美元/吨 (+4.5)，MB M1 收于 330 美元/吨 (+6)

【现货反馈】华东均价 4374 (+0)，山东均价 4380 (+20)，最便宜交割品价格 4380 (+0)

【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%)，国内液化气外卖量 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】原油端维持日线中轨附近震荡，多空博弈较强。供应压力下外盘丙烷整体偏疲软。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：“反内卷”传闻频发，情绪与需求共振下走势偏强

【基本面情况】PX 供应端福佳大化一线 70w 重启，负荷升至 89.8% (+2.8%)，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 18 万吨左右；从当前的计划来看，12 月 PTA 部分检修装置存回归计划，若如期兑现 PX 预计维持紧平衡，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，PX11-12 月维持偏过剩预期，供需偏紧格局边际转弱。效益方面，近期石脑油走弱，MX 大幅反弹，PXN 走扩至 250 (+10)，PX-MX 走缩至 107.5 (-10)。当前 PX 环节效益均保持良好，短流程效益虽有下滑但仍维持高位，外采 MX 效益良好下 PX 供应抗干扰性强。

PTA 方面，供应端逸盛大连 375w 上周降负后本周恢复，中泰石化 120w 按计划重启，英力士 110w、独山能源 250w 停车，TA 负荷降至 76.4% (-1.6%)；后续四川能投 100w、恒力 250w 存检修计划，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 228 万吨 (+3)。效益方面，PTA 供需边际好转难改过剩格局，TA 作为中间环节效益受挤压，TA 现金流加工费压缩至低位 100 (-28)；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，本周聚酯负荷部分波动，聚酯负荷降至 91.3% (-0.4%)。整体来看，聚酯需求似乎触顶，但短期效益与库存结构均保持健康，11 月降负压力不大。织造订单前期随天气转冷订单超预期集中发放，目前出现高位回落迹象，整体订单接近收尾，终端织机负荷阶段性下滑。与此同时，前期终端产销与订单表现良好，坯布库存得到较大去化，但一方面当前库存压力仍高于历年同期，另一方面近期去化趋势扭转，坯布库存再次小幅累积，后续继续去化难度较大。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 4750 上方压力较大，加工费方面，TA01 盘面加工费建议 220-290 区间操作。

MEG-瓶片：动力煤走势偏强，短期向下破位难度较大

【库存】华东港口库至 56.2 万吨，环比上期增加 3.9 万吨。

【装置】兖矿一线 20w 近期停车；榆林化学一线 60w 近期降负；中化学 30w 近期短停。

【基本面情况】

基本面方面，供应端油平煤降，总负荷降至 72.44% (-3.75%)；其中，煤制方面，兖矿一线 20 停车，榆林化学一线 60w 降负，中化学 30w 短停，煤制负荷降至 71.94% (-11.5%)；后续新装置巴斯夫 83、畅亿 20 计划投料试车，通辽金煤 30，建元 26w，中化学 30w 计划重启，关注兑现情况。效益方面，原料端油价小幅走弱，乙烯持稳，动力煤价格大幅走强，EG 现货价格持续走弱，乙烯制利润压缩，煤制边际利润大幅压缩至 -565 (-248)；当前从效益方面考虑煤制边际装置已压缩至成本线以下，但离因效益减产在时间和空间上预计仍有距离。而比价方面，近期 EG 与乙烯链相关产品均走势偏弱，EO 相对 EG 经济性波动不大，HDPE 相对 EG 经济性有较大走强，若后续价差继续扩大，相关装置将有可能出现切换计划。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 10 万吨左右。

需求端，本周聚酯负荷部分波动，聚酯负荷降至 91.3% (-0.4%)。整体来看，聚酯需求似乎触顶，但短期效益与库存结构均保持健康，11 月降负压力不大。织造订单前期随天气转冷订单超预期集中发放，目前出现高位回落迹象，整体订单接近收尾，终端织机负荷阶段性下滑。与此同时，前期终端产销与订单表现良好，坯布库存得到较大去化，但一方面当前库存压力仍高于历年同期，另一方面近期去化趋势扭转，坯布库存再次小幅累积，后续继续去化难度较大。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】

短期来看，乙二醇需求端前期超预期订单表现目前出现回落迹象，下游聚酯环节目前库存与效益水平均维持健康，11 月减产压力不大，预计月均负荷维持在 91% 偏上。成本端动力煤近期供需偏强，若后续涨价趋势延续，煤制利润将进一步压缩，成本支撑下乙二醇短期预计继续向下破位难度较大。但长期来看，基本面近端良好难改估值承压格局，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逐步兑现，估值在抢跑交易下快速压缩，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。

甲醇：01 继续寻找支撑

【盘面动态】：周五甲醇 01 收于 2103

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-38

【库存】：上周甲醇港口库存窄幅积累，周期内显性外轮卸货 23.2 万吨，非显性外轮卸货较多在 11.38 万吨，部分外轮卸货尚未计入在内。江苏沿江提货表现偏弱，浙江地区维持刚需稳定。华南港口库存窄幅去库。广东地区周内外轮及内贸船只均有抵港，在当地及周边下游需求稳健下，主流库区提货呈现增量，库存表现去库。福建地区外轮继续卸货，另有个别在卸船只尚未计入库存，下游刚需消耗下，库存亦有去库。

【南华观点】：上周甲醇延续跌势，主要原因在于 01 基本面暂时给不出支撑，周中久泰停车叠加限气作文甲醇给出一定反弹，但是随着伊朗发运的增加，01 港口压力难解。虽然近期动力煤涨势延续偏强，但即使北港煤价涨至 900 仍然难给出河南甲醇一定成本支撑。从伊朗温度来看，今年要比往年同期平均温度高（伊朗开工高位），伊朗限气或延迟到 11 月下。基本面来看，目前 11 月发运 31w，发运超预期。从港口库存来看，虽然近期港口库存增加有限，但大多以浮仓形式存在，港口库存或延续高位，且基差不能全部代表港口情况，需要考虑到边库较低的仓储费，边库定价权提升。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，建议 12-1 反套。

PP：底部震荡，向下空间有限

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6464 (-7)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6300 元/吨，华东现货价格为 6440 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 77.78% (+0.78%)。本周泉州国亨、东华能源等装置重启，开工率小幅回升。当前 PP 装置检修损失量依然维持高位，意外检修的情况较多，一定程度缓解了供应压力。但是，与此同时，广西石化 40 万吨新装置于本周投产，新增供应压力加大，PP 高供应情况难以得到根本性缓解。需求端，本期下游平均开工率为 53.14% (+0.53%)。其中，BOPP 开工率为 62.45% (+0.88%)，CPP 开工率为 62.95% (+0.02%)，无纺布开工率为 40.7% (+0%)，塑编开工率为 44.46% (+0.26%)。本周 PP 下游开工率总体回升，受“双十一”消费旺季影响，需求情况有所转好。库存方面，PP 总库存环比上升 2.19%。上游库存中，两油库存环比上升 5.55%，煤化工库存下降 1.57%，地方炼厂库存下降 3.17%，PDH 库存下降 11.25%。中游库存中，贸易商库存环比上升 7.02%，港口库存下降 1.07%。

【观点】本周宏观情绪降温，聚烯烃价格震荡走弱。当前宏观因素对市场的扰动减弱，交易逻辑逐步回归基本面。从 PP 基本面来看，当前的弱势仍是主要来自于现实端：供应端，当前 PP 装置检修损失量维持高位，意外检修的情况较多，一定程度缓解了供应压力。但是，与此同时，广西石化 40 万吨新装置于本周投产，新增供应压力加大，PP 高供应情况难以得到根本性缓解。需求端，需求增速难敌产能扩张。尤其是在今年下半年，市场出货压力持续偏大，现货价格难以提振。近期在“双十一”消费旺季的带动下，PP 下游订单情况有所转好，同时在价格持续走低的情况下，本周现货成交出现放量。本周五，华北基差出现明显的修复，但成交量收缩。后续若要看到 PP 企稳回升，首先还是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，但继续向下的驱动也相对有限，

预计近期将维持底部震荡，后续仍需关注现货端情况。

PE：低位震荡格局持续

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6802 (-3)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6770 元/吨，华东现货价格为 6940 元/吨，华南现货价格为 7050 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 82.56% (+1.69%)。本周抚顺石化、埃克森美孚等多套装置相继在月初重启，装置检修量缩减。预期来看，后续装置检修量或将继续减少，叠加埃广西石化两套装置（40 万吨全密度装置+30 万吨 HDPE 装置）投产在即，PE 供应压力持续偏大。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 45.75% (-0.52%)。其中，农膜开工率为 49.96% (+0.43%)，包装膜开工率为 50.78% (-0.52%)，管材开工率为 31.67% (-0.5%)，注塑开工率为 50.95% (-1.19%)，中空开工率为 40.29% (-0.45%)，拉丝开工率为 36.22% (-1.22%)。当前农膜行业虽仍处于需求旺季，但整体开工率及订单增速已呈现明显放缓态势。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 5.98%，上游石化库存环比上升 20%，煤化工库存上升 8%；中游社会库存下降 3%。

【观点】本周宏观情绪降温，聚烯烃震荡走弱。当前宏观扰动因素有所减弱，交易逻辑逐步回归基本面。从 PE 基本面来看，其供强需弱的格局短期难以改变：在供应端，一方面是后续装置检修计划有限，开工率预计进一步回升，另一方面是四季度装置投产依然偏多，继埃克森美孚 50 吨 LDPE 装置投产之后，广西石化两套装置（30 万吨 HDPE 和 45 万吨全密度装置）预计将于 11 月下旬投产，因此导致 PE 供应端压力持续偏大。而在需求端，当前农膜行业虽仍处于需求旺季，但整体开工率及订单增速已呈现放缓态势。11 月下旬棚膜旺季将逐步进入尾声，后续需求增长空间将较为有限。同时，PE 其他下游新订单跟进有限，工厂原材料采购偏刚性，难以对 PE 形成有效支撑。在上游供应压力加大，而下游需求支撑不足的情况下，PE 缺乏回升驱动，预计短期内低位震荡格局仍将持续。

纯苯苯乙烯：缺乏上行动力，低位震荡

【盘面回顾】BZ2603 收于 5422 (+24)，EB2512 收于 6317 (+17)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5315 (-10)，主力基差-107 (-34)。下午华东苯乙烯现货 6345 (+10)，主力基差 28 (+7)

【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 11 月 6 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 18 万吨，较上一周期减少 0.6 万吨，环比减少 3.23%。

【南华观点】

纯苯方面，供应端歧化利润走差的情况下本周两家工厂传出歧化装置降负消息，纯苯月损失量在 7000 吨左右，平衡表看总体影响不大，后续关注是否有更多负反馈出现。本周纯苯进口船货集中到港开始显现到纯苯港口累库，港口进入累库通道。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。后续供应端重点关注歧化负反馈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，本周产品已流入市场。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为缓慢，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。随着宏观会议落地，市场交易重心再次回归基本面，逐渐靠近需求淡季，市场偏空情绪较重，单边上涨动力不足，当前纯苯、苯乙烯均易跌难涨。

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：从供应端看，10 月份全球燃料油产量-11.4 万桶/天，高硫供应缩量有限，10 月份供应缩量主要来源于俄罗斯，目前已经逐步恢复；进入 10 月份，俄罗斯高硫出口-57 万吨，伊朗高硫出口+1.6 万吨，伊拉克+69 万吨，墨西哥出口+42 万吨，委内瑞拉-42 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-11 万吨，印度+4.6 万吨，美国-49 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 19 万吨，埃及出口+18 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后由于基本面走弱裂解开始逐步回归，当前供给端基本稳定，发电和用料需求走弱，船用油需求提振有限，当前高硫裂解依然处于高位，依然看空高硫裂解。

低硫燃料油：低位盘整

【盘面回顾】截止到夜盘，LU01 报 3255 元/吨，升水新加坡 1 月纸货 10.6 美元/吨

【产业表现】供给端：10 月份，全球燃料油产量-11.4 万桶/天至 646 万桶/天，缩减的大多数是低硫，国内低硫配额转 62 万吨到成品油，导致国内低硫配额不足，余下的两个月会增加 20-30 万吨每月的进口，Dar Blend 原油供应缩量，但前期过剩产量集中到货，丹格特炼厂可能继续检修，10 月 30 日，由于科威特 Al-Zour 炼厂发生火灾，影响了常压渣油脱硫装置，预计检修时间为两周，到目前为止已经尚未看到科威特低硫出口船期，低硫供应有缩量的风险；10 月份，科威特+16 万吨，阿尔及利亚+7 万吨，尼日利亚-19 万吨，巴西+10 万吨，俄罗斯+11 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，环比-20，同比+52。其中低硫加注量为 235 万吨，环比-15，同比+10。10 月份中国进口+28 万吨，日韩进口-6 万吨，新加坡-23 万吨。库存端，新加坡库存-29.9 万桶；ARA+14 万吨，舟山-19 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，11 月份科威特 Al-Zour 炼厂发生火灾低硫供应有缩量风险，低硫裂解整体驱动依然向上。

尿素：出口配额增加

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1667

【现货反馈】：周末国内尿素行情继续坚挺上扬，涨幅 10-40 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1510-1630 元/吨。第四批尿素出口配额及新一轮印标消息提振下，场内情绪明显偏强，上游尿素工厂持续拉涨，随之中下游抵触情绪显现。短线行情继续稳中偏强。

【库存】：2025 年 11 月 5 日，中国尿素企业总库存量 157.81 万吨，较上周增加 2.38 万吨，环比增加 1.53%，中国尿素港口样本库存量：7.9 万吨，环比下降 3.1 万吨，环比跌幅 28.18%。

【南华观点】：上周四根据 Argus 报道，中国尿素生产企业已获新一批出口配额 60w，配额直接分给上游工厂。在出口政策调控背景下，短期现货价格受到明显支撑。周末市场价格出现明显上调，周四期货收盘后，第四批尿素出口配额下发，业内情绪有提升，短线国内尿素行情稳中偏强。进入 11 月，在政策保供要求与利润修复的推动下，尿素行业预计将维

持高日产水平，高供应给价格带来显著压力。然而出口政策的连续调节持续为市场基本面泄压，短期削弱了尿素价格的向下驱动。此外近期煤炭价格中枢持续上移，煤制现金流成本线抬升同样为尿素带来一定支撑。

玻璃纯碱烧碱：现实弱，成本强

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1210，0.25%

【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 1091，-0.91%

【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】

湖北现货涨价后，产销走弱明显，叠加中游高库存，现货压力不容小觑。沙河煤改气逐步落地，合计影响日熔 2400 吨，目前看影响有限，基本在预期之内。后续供应日熔仍有小幅下滑预期。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 2331，-0.51%

【基本面信息】

国内液碱市场均价下降。华北地区液碱市场暂稳整理，山东地区今日有外围氧化铝企业开始询单，对企业出货心态有所提振。河北地区液碱出货压力不大，有厂家负荷不满。西北地区液碱下游接货情绪欠佳，本周区域内液碱库存压力增加，厂家报价低位整理。华中地区液碱市场价格维持稳定，两湖地区液碱下游需求情况一般，厂家稳价走货。河南地区液碱价格低位维稳，下游氧化铝及化纤行业接货情况温和。华东江苏地区供应端有所变化，需求端情况表现清淡，区域内企业积极走货。福建地区有氯碱企业负荷不满，出货情况尚可，价格维持稳定。华南、西南地区企业多交付月度订单，市场价格保持稳定。

【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整体呈宽幅震荡，且略偏上行态势，夜盘延续上行趋势；胶版纸期货价格窄幅震荡。

【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 11 月 7 日，港口库存 200.8 万吨（-5.3）。

【月差结构】：纸浆：12-01 反套观望

【南华观点】：从现货价格来看，个别纸企纸浆价格上涨 20~60 元/吨不等，使得期价延续上行态势，但涨价企业已大幅减少。港口库存减少，且已接近 200 万吨，需注意跌破 200 万吨后给现价和期价带来的支撑作用。所以当前期价底部有一定托底。

对于胶版纸来说，现货价格再度维稳，而从远期价格来看，亚太森博宣布阔叶浆调涨 150 元/吨，巴丝预计明年减产 60 万吨漂阔浆，从成本端利好期价走势；而对美关税的维持同样从成本端支撑期价有所回升。但当前需求端的改善仍相对偏弱，故整体表现好转有限。故就当前来看，纸浆短期走势可能震荡略偏强，但需注意至高位回落的风险；胶版纸走势短期则预计可能仍相对偏震荡。

丙烯：周末山东小幅涨价

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5897（+11），PL2603 盘面收于 5858（+6）；PP-PL01 价差 567（-18），PP01-PL03 价差 606（-13）；PL01-03 月差 39（+5）

【现货反馈】山东均价 5615（-35），周末小幅上涨至 5745，华东均价 5800（+25）

【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）；另外下游本周开停工并行，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%；而辛醇开工下滑 18%至 71%。

【观点】原料端，原油整体仍偏震荡，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，现货市场持续偏弱，山东市场周末在装置检修背景下小幅涨价，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。

以上评论由分析师俞俊臣（Z0021065）、张博（Z0021070）、杨歆悦（Z0022518）、寿佳露（Z0020569）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

生猪：静待筑底

【期货动态】LH2601 收于 11865 日环比-0.63%

【现货报价】全国生猪均价 11.9 (+0.05) 元/公斤，其中河南 12.2 (+0.17) 元/公斤、四川 11.54 (+0.04) 元/公斤、湖南 11.49 (+0.07)、辽宁 11.94 (+0.00) 元/公斤、广东 12.45 (-0.00) 元/公斤。

【现货情况】

北方猪价多数区域趋稳运行,华中部分地区猪价偏强调整,头部企业出栏量缩减,屠企采购难度上升,部分屠宰厂计划有缺口,情绪渲染叠加猪源供应不足,支撑猪价偏强运行。但猪价上行后,屠企压力增加,短期宰量或有减量可能。

南方市场多数企业牌价稳定,个别企业部分区域低价上调 0.1 元/公斤左右。南方养殖场多按节奏出栏,屠宰厂订单量波动不大,牌价稳定为主。个别地区反馈周末走货稍有好转对猪价形成一定支撑,低价上调。

【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：关注本周 USDA 报告发布

【盘面回顾】外盘由于中方政策性采购传言表现坚挺,内盘情绪小幅回落。

【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%,榨利亏损下商业买船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,四季度仍将保持供需双弱状态。11 月 3 日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 MPOB 报告是否利空出尽

【盘面回顾】内盘随外盘震荡为主,等待 MPOB 报告指引。

【供需分析】棕榈油:南部半岛棕榈压榨商协会(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，等待利空出尽的反弹机会。

豆一：盘面波动活跃 现货持稳运行

【期货动态】豆一价格周度先跌后涨，周线微幅收高，收带有较大上下引线的十字阳线，收于 4118 元，周五成交量减少，周度成交量继续放大，持仓量小幅减少，注册仓单 10556 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)塔温敖宝分公司、中储粮(呼伦贝尔)红彦分公司、中储粮(呼伦贝尔)储备有限公司收购新季国产大豆，符合国标三等(含三等)以上标准国产大豆，净粮收购入库价格为 1.85 元/斤。蛋白含量(干基)≥39%的粮源，净粮收购入库价格为 2.025 元/斤；中央储备粮敦化直属库有限公司，符合国标三等(含三等)以上标准国产大豆，净粮收购入库价格为 1.875 元/斤。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】新季大豆上市以来，东北产区丰产与南方产区受灾形成碰撞，高蛋白优质大豆产量下降提升中下游主体对中高蛋白大豆收购热情，催生大豆价格反季节性上涨，经过 10 月上涨，目前价格呈现滞涨情况，国储收购封闭价格回落空间，价格进一步上涨缺乏更多利多因素刺激，价格陷入滞涨整理；

国产大豆价格呈现底部反转特征，新季大豆供应季带来的价格冲击或结束，在卖压趋于分散后，后期或以确认底部及震荡偏强运行特征为主；

【南华观点】转入多头趋势，短期震荡整理，低价库存可谨慎考虑部分套保；

玉米&淀粉：盘面底部趋强

【期货动态】玉米盘面周度走强，主力 01 合约周涨幅 0.89%，收于 2158 元/吨，持仓量明显增加，成交量小幅下降，注册仓位 66351 手；淀粉市场周度跟随玉米走强，且涨势略强于玉米，主力 01 合约上涨 0.9%，收于 2462 元，持仓量小幅增加，成交量减少；

【现货报价】玉米：锦州港：2110 元/吨，+5 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 2730 元/吨，-20 元/吨。

【市场分析】玉米周度现货价格稳中偏强，东北产区在国储收购托市及贸易商、深加工积极收购下价格窄幅波动，趋稳态势日渐明显，国储收购价稳中上调，北方港口库存继续小幅增加，收购价格走高，南港库存较快幅度增加；华北产区卖压与价格互相博弈，周度卖压表现克制，整体收购价格稳中略有走高；目前玉米市场继续处于现货供应宽松导致价格承压周期内，但价格冲击猛烈阶段或已度过，后续卖压仍有阶段性放量表现，尤其是种植

主体年底前售粮变现、归还贷款导致的售粮小高峰将再度检验价格韧性，价格或在稳中有强运行基础上间歇性承压。从卖压力度看，随着时间推移，将逐步减小，有利于价格底部整固甚至出现走高，建议采购主体做好价格上涨风险管理预案；

【南华观点】底部区间震荡 短线中性偏多。

棉花：震荡运行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌近 1.5%，市场仍对需求存在担忧，关注 USDA 报告发布情况。隔夜郑棉收于前一日结算价。

【外棉信息】巴西马托格罗索州农业经济学研究所最新报告显示，25/26 年度该州植棉面积预期在 146 万公顷，同比缩减 5.7%，产量预期在 262 万吨，同比小幅增加 2.6%。

【郑棉信息】目前全疆棉花整体采收进度已进入尾声，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，新棉成本基本固化在 14600-15000 元/吨左右，截至 2025 年 11 月 6 日，全国新年度棉花公证检验量累计 225.44 万吨，日度公检量维持在约 8 万吨上下，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。海关总署最新数据显示，2025 年 10 月，我国出口纺织品服装 222.62 亿美元，同比下降 12.59%，环比下降 8.84%。目前下游纱布厂负荷整体基本持稳，整体需求温吞，但纱厂棉花库存不高，存在刚性补库需求，下游库存尚未表现出明显矛盾。

【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：14 美分摇摇欲坠

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五收跌，因全球 25/26 榨季供应压力巨大。周五夜盘，郑糖小幅反弹，整体维持震荡偏强。

【现货报价】南宁中间商站台报价 5750 元/吨。昆明中间商报 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。

鸡蛋：预期难证伪

【期货动态】主力合约 JD2512 收于 3219，日环比-0.25%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 3.03 (+0.1) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.05 (+0.07) 元/斤。

【现货情况】

电商备货基本结束，且蛋价上涨后，终端消费跟进不足，各环节顺势出货，产区蛋价上涨为主，局部粉蛋涨后企稳。销区北京市场到车正常，走货偏好，价格上行。上海市场需求尚可，价格小幅上涨。广东市场成交一般，贸易商拿货谨慎，价格暂稳观望。

【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：关注支撑

【期货动态】周五苹果期货价格上涨，短期苹果价格波动剧烈。

【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。甘肃静宁产区70#以上冷库零星出货商品5.2-6.5元/斤，庆阳3.6-4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，甘肃冷库开始出货，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】近期苹果价格波动较大，关注支撑力度。

红枣：收购观望情绪较重

【产区动态】目前红枣陆续下树，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】上周五广东如意坊市场到货6车；河北崔尔庄市场到货4车，新货价格小幅松动，参考新季到货特级10.80-11.30元/公斤，一级9.80-10.30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，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，南疆产区确有减产，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，关注后续红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。