

## 金融期货早评

### 宏观：美国政府结束关门在望

【市场资讯】1) 国办发文提出 13 项措施进一步促进民间投资，扩大准入、打通堵点、强化保障。2) 中国两部门：优化论证新能源配置及送出消纳方案，促进“沙戈荒”新能源基地实现规模化就地消纳。3) 美国政府关门或再持续数天，参院关键程序性投票通过临时拨款法案后还要走完程序，众院何时表决未定。4) 媒体称美国接近将 39% 瑞士关税砍到 15%，特朗普称设法略降瑞士关税，接近达成协议降低印度关税。5) 特朗普“钦点”的美联储理事米兰：政府关门不会影响我对美国经济的看法，12 月应降息 50 基点。6) 私营行业数据：美国 10 月消费品价格涨幅三个月来首次放缓。

【核心逻辑】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。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方面。目前美国政府停摆有望终结：参院关键程序性投票通过临时拨款法案后还要走完程序，众院何时表决未定。若相关程序顺利推进，美国政府最早或于本周末恢复运作。后续需重点关注政府重启后，美国核心经济数据的发布情况及市场对此的反馈。

### 人民币汇率：中美陆续落实经贸框架协议

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1175，较上一交易日上涨 50 个基点，夜盘收报 7.1185。人民币对美元中间价报 7.0856，较上一交易日调贬 20 个基点。

【重要资讯】1) 美东时间 11 月 9 日，参议院以 60 票赞成、40 票反对推进短期支出法案投票程序，打破了持续长达 40 天的两党僵局，美国联邦政府有望结束关门。8 名民主党党团成员投了赞成票，作为交换条件，参议院共和党承诺在 12 月就延长医保额外补贴进行表决，特朗普政府承诺重新雇佣关门期间解雇的政府工作人员。2) 美国正式宣布暂停实施对华造船等行业 301 调查措施一年。中方宣布，暂停对美船舶收取船舶特别港务费一年，暂停对韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司实施反制措施一年。另外，中方将美国、墨西哥、加拿大增列入特定国家(地区)出口易制毒化学品管理目录，并单独增列针对上述 3 个国家的 13 种易制毒化学品。

【核心观点及逻辑】昨日，美国参议院表决通过一项临时拨款法案，该法案的核心内容为联邦政府提供资金支持至 2026 年 1 月 30 日，标志着此次政府“停摆”僵局的缓解。值得关注的是，此前各方关于拨款协议的谈判仍处于僵持状态，此次法案的快速通过超出市场普遍预期，同时也使本次政府停摆时长达到 40 天，创下历史新高纪录。按照美国立法流程，该法案需经众议院批准并由总统签署后正式生效，目前市场普遍预期后续流程将顺利推进。从市场影响来看，若美国政府按预期重启正常运作，叠加若后续美国核心经济数据呈现疲软态势，将进一步削弱美元的支撑逻辑，当前美元指数在 100 关口上方站稳的概率或有所下降。对于美元兑人民币即期汇率，结合当前市场环境及政策导向预判，本周大概率在 7.09-7.14 区间内波动。尤其临近年末，国内稳增长政策正逐步落地见效，叠加汇率市场的季节性运行规律，美元兑人民币即期汇率有望呈现“震荡底部下移”的特征，但受多重因素制约，出现大幅单边贬值的可能性较低。针对我国 10 月进出口数据双双下滑的现象，综合分析来看无需过度担忧。从数据影响因素来看，10 月贸易数据受基数效应、日历效应等短期扰动因素影响显著，存在一定的短期“噪音”；从工作日错峰角度解读，10 月出口数据的回落更多是对 9 月出口高增的理性回调，属于短期数据波动而非趋势性变化。展望后续，

预计四季度我国出口增速中枢或出现阶段性回落，但得益于外贸结构优化、稳外贸政策持续发力等因素支撑，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：经济修复情况待更多数据验证，市场观望情绪仍存

【市场回顾】

上个交易日股指震荡偏强，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.35%。从资金面来看，两市成交额回升 1754.01 亿元。期指方面，IM 缩量上涨，其余品种均放量上涨。

【重要资讯】

1. 国办发文提出 13 项措施进一步促进民间投资，扩大准入、打通堵点、强化保障。
2. 美国政府停摆危机现曙光！参议院周日通过临时拨款法案，为政府提供资金至明年 1 月。

【核心逻辑】

周末公布部分经济数据，CPI 同比转正，核心 CPI 同步回升，反映国内消费需求边际修复；PPI 同比延续回升态势，主要源于上游行业价格持续回升，反内卷式政策已有初步成效。物价数据向好提振市场对经济修复的信心，受此影响昨日白酒、美容护理、零售等大消费板块领涨，指数整体放量偏强。不过期指基差除 IH 合约外其余均贴水加深，叠加红利指数领涨，可见市场情绪并未完全好转，仍保持谨慎。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：中期乐观

【市场回顾】周期债低开后迅速回升，T、TL 午盘一度拉升，但此后回落，除 TS 微跌以外，其余品种收涨。资金面转紧，DR001 升至 1.48%。

【重要资讯】1. 国办引发《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》

【核心观点】昨日 A 股小幅上行，成交有所放大，债市受到明显影响。周末公布的 10 月通胀略数据有起色，可能是期债低开的原因，但通胀能否持续改善存在疑问，目前不构成太大利空。关注资金面紧张是否持续，另外还需关注即将发布的 10 月社融、投资、消费等数据，市场对数据整体预期不强，债市维持中期乐观的看法。

【策略建议】中期多单继续持有，短线多单可视情况止盈。

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

铜：内外铜价反弹至成交密集区，能否突破有待考验

**【盘面回顾】**隔夜 Comex 铜收于 5.105 美元/磅，跌 0.03%；LME 铜收于 10874.5 美元/吨，涨 1.47%；沪铜主力收于 86500 元/吨，涨 0.2%；国际铜收于 77030 元/吨，涨 0.25%。主力收盘后基差为 50 元/吨，较上一交易日涨 65 元/吨，基差率 0.06%。

沪伦比 10 日为 8.09，7 日 8.04，跨境比值回升。

**【产业信息】**1、10 日，上期所铜期货注册仓单 43789 吨，较前一日增加 395 吨；7 日，上期所铜库存 115035 吨，较前一日减少 1105 吨；710，LME 铜库存 136275 吨，较前一日增加 375 吨；LME 铜注册仓单 124550 吨，较前一日减少 75 吨，注销仓单 11725 吨。7 日，COMEX 铜库存 369369 吨，较 6 日增加 2950 吨。

2、2025 年 1-10 月，24 家样本企业（合计有效阴极铜产能 1206.5 万吨，占全国有效总产能的 83.84%）累计生产阴极铜 1029.10 万吨，同比增长 12.02%，其中 10 月份产量为 99.30 万吨，同比增长 11.23%，环比减少 5.82%。10 月份，多数冶炼厂产量环比下滑，整体阴极铜产量较上月下降超 6 万吨，主要因为本月处于检修期的企业数量较多，加之此前的原料库存基本消耗完毕，不少企业因原料短缺被迫减产。本月生产规模较大的冶炼企业整体产量有明显下滑，而中小规模的冶炼企业产量环比少增。11 月份，行业内多数冶炼厂生产仍受制于原料紧张，但部分企业检修已经结束，叠加新投产产能的爬产，产量有望较 10 月稍有回升，综合预计阴极铜产量将环比小幅增加 1.71% 至 101 万吨，同比增 12.74%。

**【南华观点】**当日现货市场日内采购情绪较高，1#电解铜均价在 86535 元/吨，且升水幅度扩大。但当价格涨破 86000 元/吨一线时，下游还盘意愿增强。期货 12 月合约盘中空头平仓盘明显，带动期价快速走高，突破 86500 一线压力，尾盘反弹无力，高位震荡。

**【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。

## 铝产业链：氧化铝供应过剩格局未改

**【盘面回顾】**上一交易日，沪铝主力收于 21725 元/吨，环比+0.32%，成交量为 24 万手，持仓 38 万手，伦铝收于 2880.5 美元/吨，环比+0.65%；氧化铝收于 2829 元/吨，环比+1.80%，成交量为 50 万手，持仓 41 万手；铸造铝合金收于 21105 元/吨，环比+0.29%，成交量为 5030 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，目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：昨日氧化铝出现涨价订单，主因环保限产导致，但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。我们认为在大规模减产出现前氧化铝维持空头思路为主，关注环保限产后续复产情况，推荐逢高沽空。

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 22670 元/吨。其中成交量为 10.49 万手，持仓 11.08 万手。现货端，0# 锌锭均价为 22570 元/吨，1# 锌锭均价为 22500 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。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

## 镍，不锈钢：消息频发，弱需求压制上方空间

**【盘面回顾】**

沪镍主力合约日盘收于 119680 元/吨，上涨 0.12%。不锈钢主力合约日盘收于 12605 元/吨，上涨 0.16%。

**【行业表现】**

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123000 元/吨，升水为 3600 元/吨。SMM 电解镍为 121200 元/吨。进口镍均价调整至 119800 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28465 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6545.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 0.4%。8-12% 高镍生铁出厂价为 914.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 -8.02%。纯镍上期所库存为 37187 吨，LME 镍库存为 253404 吨。SMM 不锈钢社会库存为 945500 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，不锈钢有小幅回调，大盘以及股市偏红。当前淡季需求薄弱压制上行空间，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，近期菲律宾部分矿区受台风影响镍矿产量发运有一定波动，短期矿价或仍将偏强运行。新能源方面目前处于生产季不改，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。不锈钢方面日内有小幅回调，近期消息面扰动较多，韩国浦项复产预计近期实现，部分下游出口份额货或被国内消化。但是现货方面出货压力仍难以与盘面共振，实际下游接货意愿持续低迷，日内艰难站上 12600 一线，利多消息大体已经耗尽，关注后续需求走势。

## 锡：窄幅震荡

**【市场回顾】**沪锡主力上一交易日报收在 28.66 万元每吨；成交 70764 手；持仓 3.4 万手。现货方面，SMM 1# 锡价 285800 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。基本面上，云南有一定复产，但受制于佤邦复产不及预期，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。整体格局上供需双弱。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:需求较好，大幅上涨

【行情回顾】周一碳酸锂期货主力合约收于 87240 元/吨，日环比+6.00%。成交量 98.65 万手，日环比+21.70%；持仓量 53.44 万手，日环比+4.35 万手。碳酸锂 LC2601-LC2603 月差为 back 结构，日环比+140 元/吨。仓单数量总计 27491 手，日环比+159 手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪表现一般。锂矿市场价格大幅走强，澳洲 6% 锂精矿 CIF 报价为 970 美元/吨，日环比+1.00%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 82150 元/吨，日环比+2750 元/吨；电池级氢氧化锂报价 80850 元/吨，日环比+0 元/吨，贸易商基差报价平稳。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动+100 元/吨，三元材料报价变动+100 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+3000 元/吨，电解液报价变动+1250 元/吨。

【南华观点】基本面看，供应端实际增量暂时稳定，11 月份需求端仍维持强势，整体市场情绪仍较好。技术面看，下方第一支撑位 7.8 万/吨目前较稳，关注上方 9 万关口。综合来看，碳酸锂当前易涨难跌，当前仍维持震荡偏强观点。

## 工业硅&多晶硅:宽幅震荡

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 9290 元/吨，日环比变动+0.76%。成交量约 36.57 万手（日环比变动-0.56%），持仓量约 28.15 万手（日环比变动+1.32 万手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动-35 元/吨。仓单数量 46255 手，日环比变动+75 手。

多晶硅期货主力合约收于 53720 元/吨，日环比变动+0.95%。成交量 21.87 万手（日环比变动-18.80%），持仓量 12.59 万手（日环比变动+457 手），PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动-+80 元/吨；仓单数量 9850 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+0%；铝合金报价 21300 元/吨，日环比+0%。

光伏产业现货市场表现平稳。N 型多晶硅复投料 52.2 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 0.308 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.663 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】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 17505 元/吨。现货端，1# 铅锭均价为 17300 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）、管城瀚（F03138675）、余维函（F03144703）提供。

## 黑色早评

### 螺纹&热卷：螺纹弱势震荡，卷板材去库压力较大

【盘面回顾】昨日成材震荡

【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：发运减少

【盘面信息】铁矿石价格低开高走，小幅反弹。

【信息整理】1. 根据ms,本期中国47港到港总量2769.3万吨，环比减少544.8万吨；2.根据ms,本期全球铁矿石发运量3069.0万吨，环比减少144.8万吨；3.美国参议院正式通过临时拨款法。11月10日讯，美国参议院正式通过新的持续拨款法案，该法案将为政府提供资金至1月30日以结束政府停摆。所有投票结果均已统计完毕，赞成票60票，反对票40票。4.交通运输部：暂停对美船舶收取船舶特别港务费等为期1年。自2025年11月10日13时01分起，与美方暂停实施对华海事、物流和造船业301调查最终措施同步暂停实施《交通运输部关于对美船舶收取船舶特别港务费的公告》（交通运输部公告2025年第54号）、《交通运输部办公厅关于印发〈对美船舶收取船舶特别港务费实施办法〉的通知》（交办水〔2025〕59号）、《交通运输部关于启动航运业、造船业及相关产业链供应链安全和发展利益受影响情况调查的公告》（交通运输部公告2025年第55号）1年。5.据外交部网站11月10日消息，应几内亚总统敦布亚邀请，刘国中副总理将作为习近平主席特别代表于11月11日出席西芒杜铁矿项目投产仪式。

【南华观点】综合来看，铁矿石价格短期将延续偏弱运行。宏观面上，中美经济数据走弱及海外风险事件令市场驱动减弱。基本面压力显著：供应端维持高位，港口库存持续累积至1.56亿吨，而需求端日均铁水产量降至234万吨，供需结构宽松。结构上，钢厂利润脆弱

弱且减产不充分，矛盾尤为突出。虽然螺纹钢基本面稍好于热卷，但整体建筑需求仍受地产低迷压制；板材则面临高产量、弱需求导致的逆季节性累库难题，若不能有效减产，矛盾难解。此外，强势的焦煤价格持续挤压钢厂利润，进一步压制铁矿价格。尽管港口交割资源偏紧使基差走强，但累库趋势与疲弱需求主导下，市场整体承压。

## 焦煤焦炭：盘面遇阻回落，四轮提涨暂被搁置

【盘面回顾】震荡回落

【信息整理】

1. 外交部发言人宣布：应几内亚、塞拉利昂政府邀请，中共中央政治局委员、国务院副总理刘国中将于 11 月 10 日至 16 日访问几内亚和塞拉利昂。应几内亚总统敦布亚邀请，刘国中副总理将作为习近平主席特别代表于 11 月 11 日出席西芒杜铁矿项目投产仪式。
2. 11 月 10 日起，受不利气象条件影响，河南多地可能出现连续中度污染天气过程。按照重污染天气应急预案，郑州、濮阳、焦作、济源等地启动重污染天气橙色预警。
3. 美国正式宣布暂停实施对华造船等行业 301 调查措施一年。中方宣布，暂停对美船舶收取船舶特别港务费一年，暂停对韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司实施反制措施一年。
4. 当地时间 11 月 9 日，美国国会参议院通过一项旨在结束政府“停摆”的临时拨款法案。该法案将为政府提供资金直至 2026 年 1 月 30 日。从最新的进展和安排看，美国政府关门有可能在本周末以前结束。

【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：高库存与成本支撑，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弦（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】**WTI 主力原油期货收涨 0.38 美元，涨幅 0.64%，报 60.13 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 0.43 美元，涨幅 0.68%，报 64.06 美元/桶；INE 原油期货收跌 0.04%，报 460 元。

**【市场动态】**1. 据悉印度两家国企从美国、中东买入 500 万桶石油。贸易消息人士称，两家印度国有炼油企业 通过招标从现货市场购买了 500 万桶原油，以继续寻找俄罗斯原油供应的替代品。据消息人士透露，印度斯坦石油公司（HPCL）已购买了 200 万桶 WTI 原油和 200 万桶阿布扎比穆尔班原油，预计将于 1 月份到货。印度芒格洛尔炼油和石化有限公司（MRPL）已购买 100 万桶巴士拉中质原油，将于 1 月 1 日至 7 日交割。这两家公司均已暂停购买俄罗斯石油。2. 从国家发展改革委了解到，11 月 10 日 24 时新一轮成品油调价窗口将开启，受到国际油价波动影响，国内汽柴油价格小幅上涨。据国家发展改革委价格监测中心监测，本轮成品油调价周期内（10 月 25 日—11 月 7 日）国际油价窄幅波动。从 11 月 10 日 24 时起，国内汽、柴油零售限价每吨分别上调 125 和 120 元，全国平均来看，92 号汽油、95 号汽油和 0 号柴油每升均上调 0.10 元。用 92 号汽油加满 50 升的油箱将多花 5 元。

**【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：盘面维持偏强震荡，关注上方空间

**【盘面动态】**LPG2512 盘面收于 4323 (+51)，LPG2601 盘面收于 4239 (+39)；FEI M1 收于 492 美元/吨 (+2)，CP M1 收于 464 美元/吨 (+0)，MB M1 收于 336 美元/吨 (+6)

**【现货反馈】**华东均价 4377 (+3)，山东均价 4380 (+0)，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 (-0.1.16)，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。供需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，关注上方空间。

## 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，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 66.1 万吨，环比上期增加 9.9 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】：周一甲醇 01 收于 2100

【现货反馈】：周一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 6480 (+16)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6320 元/吨，华东现货价格为 6450 元/吨，华南现货价格为 6500 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。上周，由于金能一条线转产非标，华北现货价格有所修复，带动 PP1-5 价差收窄。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 (0)。

**【现货反馈】**LLDPE 华北现货价格为 6770 元/吨，华东现货价格为 6920 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】**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：装置扰动再起

**【盘面回顾】**BZ2603 收于 5422 (-)，EB2512 收于 6315 (-2)

**【现货反馈】**下午华东纯苯现货 5295 (-20)，主力基差 -127 (-20)。下午华东苯乙烯现货 6335 (-10)，主力基差 20 (-8)

**【库存情况】**截至 11 月 10 日，江苏纯苯港口库存 11.3 万吨，较上期环比下降 6.61%。截至 2025 年 11 月 10 日，江苏苯乙烯港口库存 17.48 万吨，较上周期下降 0.45 万吨，幅度-2.51%；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近期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。纯苯进口船货集中到港开始显现到纯苯港口累库，港口逐渐进入累库通道。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，当前产品已流入华东市场。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。

## 橡胶&20 号胶：板块情绪回暖，胶价重心上移

#### 【产业动态】

据隆众资讯统计，截至 2025 年 11 月 9 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 44.95 万吨，环比上期增加 0.18 万吨，增幅 0.40%。保税区库存 6.78 万吨，降幅 0.74%；一般贸易库存 38.17 万吨，增幅 0.60%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 0.13 个百分点，出库率增加 1.75 个百分点；一般贸易仓库入库率减少 1.96 个百分点，出库率增加 1.97 个百分点。

#### 【核心观点】

目前下游汽车配套产销与出口表现良好，下游开工持稳，虽然前期整体情绪转弱，下游待跌心态加强，但目前橡胶下挫触底仍能驱动厂商刚需采购，从而实现胶价区间下沿的有效支撑。然而干胶库存累库，产业链库存压力不小，导致下游交投意愿一般，内需增长有限且出口阻碍仍存；海内外天气扰动不大的情况下，市场对于天胶供应上量预期未减，而合成胶的供给宽松与成本端疲弱对橡胶系整体估值仍有一定拖累，且随着天然与合成价差扩大而加大压力传导。整体来看，深色胶在进口供给增长趋势下依赖下游需求支撑，长远基本面利好信心有限，而天胶下方成本端存在支撑，整体估值不高且上游利润偏低，目前化工板块情绪回暖，合成胶有所企稳。因此未来胶价或维持区间宽幅震荡为主，短期预计随势波动带动估值有所上移，但上方压力仍存。未来 RU2601 短期参考震荡区间为 14900—15300；NR2511 震荡区间参考 12000—12400。RU01 下方 14700 左右支撑强，15600 压力较大；而 NR12 较强支撑参考 11800 附近，强压力参考 12600 左右。

## 尿素：出口配额增加

#### 【盘面动态】：周一尿素 01 收盘 1666

**【现货反馈】：**周一国内尿素价格大稳小动，调整幅度 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1500-1630 元/吨。配额消息利好风波基本结束，市场心态回归理性，高价成交普遍减少。多数工厂待发支撑下报价普遍坚挺，局部价格敏感区域已有窄幅松动，短线国内尿素行情盘整为主。

**【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：成本上升，供应扰动增加

纯碱：

**【盘面动态】**纯碱 2601 合约昨日收于 1226，1.32%

**【基本面信息】**

截止到 2025 年 11 月 10 日，国内纯碱厂家总库存 170.62 万吨，较上周四下降 0.80 万吨，降幅 0.47%。其中，轻质纯碱 79.77 万吨，环比下降 1.69 万吨，重质纯碱 90.85 万吨，环比增加 0.89 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 1069，-2.02%

**【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】**

近期产销走弱明显，叠加中游高库存，现货压力不容小觑，盘面给出降价预期。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 2349，0.77%

**【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，下游氯化铝投产的兑现程度以及时间或有分歧。

## 纸浆&胶版纸：美大型浆厂暂时停产，期价上涨动量延续

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格白天整体呈震荡上行态势；胶版纸期货价格大幅上行。

#### 【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，全球最大的漂针浆生产企业芬宝纸浆宣布提涨售价 20 美元，故期货估值拉涨。而当前中国各地区针叶浆也普涨 20~100 元/吨不等。此外，美国缅因州木兰浆厂将于 11 月 20 日到 12 月 16 日临时停产，作为大型浆厂，短期供应端压力显著缩减；从 10 月进口数据来看，受再生浆检查日趋严格，纸浆进口总量创今年新低，同样从供应端利好于国内纸浆价格。

对于胶版纸来说，现货价格仍保持相对稳定；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。

就当前来看，纸浆与胶版纸短期可能仍延续震荡偏强走势，但受部分因素制约，上涨空间不会过大。

## 原木：网格策略可重启

【盘面】lg2601 收盘于 782.5 (+4)，持仓 1.7 万手。

【现货】根据原木通数据显示，岚山地区 3.9 米中 A 主流价 750，5.9 米中 A 主流价 780。

【估值】仓单成本约 822 元 / 立方米（长三角），814 元 / 立方米（山东）。

【库存】截止 10.31 日，全国库存量 288 万方（+4）。

#### 【核心矛盾】

上周盘面重心依然下移，但相比上周来说，波动率明显回归正常水平，短暂离开的织布机行情又回来了。因为没有新增的驱动，盘面定价上周暴利修复之后，市场开始趋于平淡。

基本面的转弱，盘面上看也基本充分交易了。截止 10.31 日库存数据统计，全国港口库存上升 4 万方。日均出库量小幅下降。根据木联数据统计，本周岚山地区，3.9 米中 A，3.9 米小 A，5.9 米中 A 现货价格均下调 10 元/方。值得关注的是，本周 01-03 的月差重心在小幅上扬，后续关注中长期的做缩月差的机会。

#### 策略建议

1) 逢高空 2) 中长期策略，关注 01-03 反套机会。3) 逢高卖出 lg2601-C-800 头寸 4) 网格策略

## 丙烯：期现低位反弹

**【盘面动态】**PL2601 盘面收于 5905 (+8), PL2603 盘面收于 5892 (+34); PP-PL01 价差 575 (+8), PP01-PL03 价差 588 (-18); PL01-03 月差 13 (-26)

**【现货反馈】**山东均价 5765 (+20), 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, 现货市场在装置检修背景下小幅涨价, 但 pp 跟 pl 价差大, pp 端依然维持高供应, 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, 预期维持偏弱震荡格局。

以上评论由分析师俞俊臣 (Z0021065)、边舒扬 (Z0012647)、张博 (Z0021070)、杨歆悦 (Z0022518)、寿佳露 (Z0020569)、宋霁鹏 (Z0016598)、戴一帆 (Z0015428) 及助理分析师黄超贤 (F03147169) 提供。

## 农产品早评

### 生猪：静待筑底

**【期货动态】**LH2601 收于 11955 日环比+0.76%

**【现货报价】**全国生猪均价 11.93 (+0.03) 元/公斤, 其中河南 12.18 (-0.02) 元/公斤、四川 11.54 (+0.03) 元/公斤、湖南 11.7 (+0.21)、辽宁 11.84 (-0.1) 元/公斤、广东 12.68 (+0.23) 元/公斤。

**【现货情况】**

随天气逐步转冷, 需求方面略有好转, 但整体增量有限, 价格仍有所制约, 多以稳定为主。短期而言, 情绪支撑预计价格还有偏强预期, 但大格局尚未改变, 大幅提升的可能性不大, 还需关注养殖场的出栏进度, 以及二育持续进场的情绪。

**【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, 内盘跟随反弹。

**【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，关注本周 USDA 报告期末库存是否继续维持 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：等待远月反弹机会

【盘面回顾】外盘油脂整体企稳，内盘预计随外盘延续整理态势。

【供需分析】棕榈油：10 月 MPOB 报告马棕产量和库存稍高于市场预期，出口大幅高于预期，报告整体中性偏多，马棕产地利空暂时出尽。印尼 B50 计划不确定性仍存，不过今年 B40 计划依然支持年底需求，棕油在进入减产季后依然具有性价比。

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】短期油脂震荡为主，远月棕榈油价格重心或逐渐抬升。

## 豆一：高位缩量

【期货动态】周一，豆一盘面高位整理运行，01 合约微幅收低于 4116 元，昨日成交量锐减，持仓量小幅减少，注册仓单增加至 11792 手；夜盘有所走高；

【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) $\geq$ 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) $\geq$ 39%的粮源，净粮收购入库价格为 2.025 元/斤。

【市场分析】东北产区价格延续稳定，市场维持高蛋白大豆收购积极性，价格表现坚挺。基层农户售粮意愿分散，部分惜售心态仍存，收购价格以持稳为主，黑龙江 39%蛋白毛粮主流收购价 1.92-1.93 元/斤。下游贸易商收购节奏较前期趋于理性。南方产区优质豆源紧俏，粮贸企业挺价意愿强烈，价格偏强；销区集中补库阶段告一段落，但在消费旺季以及

优质豆源紧俏情况下，采购数量与积极性仍有望保持较好水平；  
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：盘面继续走高

【期货动态】周一，玉米盘面延续反弹走势，主力 01 合约上涨 0.6%，收于 2164 元/吨，持仓量小幅减少，成交量增加，注册仓单 66351 手；淀粉盘面跟随玉米走强，主力 01 合约收于 2479 元，持仓量基本持平，成交量增加；夜盘玉米及淀粉继续走高；

【现货报价】玉米：锦州港：2120 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 2730 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】昨日玉米期现市场偏强运行，现货价格在经过近段时间企稳整固后出现走高动作，昨日市场报价涨多跌少，东北产区国储收购价格上调提振市场看涨情绪，部分企业为促进收购被迫提价，但涨势不及华北产区，预计深加工陆续有调价动作；华北产区昨日价格上涨较为明显，尤其山东地区到货量连续减少，企业普遍进行提价收购；整体看，随着卖压逐步趋于分散与克制，市场支撑因素逐步体现，国储的托市效应及优质玉米涨价潜力开始显现，年度玉米价格底部特征越发明显，尤其在期货端，底部经过回踩确认后，价格出现稳步反弹，不过同时仍要考虑整体卖压的灵活表现，价格上涨后容易引发卖压增加，另外种植主体年底前售粮变现、归还贷款导致的售粮小高峰仍有待释放，或对价格形成阶段性利空压制；

【南华观点】价格回踩后进入底部区间震荡 短线中性偏多。

## 棉花：震荡运行

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉上涨超 1%，美国政府停摆有望结束。隔夜郑棉小幅上涨。

【外棉信息】9 月，澳大利亚棉花出口量约为 17.5 万吨，环比减少 4.4%，同比减少 5%。

【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 9 日，全国新年度棉花公证检验量累计 247.74 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。据 BCO 调查显示，截至 10 月底，国内棉花工商业库存共 381.88 万吨，同比增加 10.90 万吨，较近五年均值增加 33.85 万吨。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，下游需求平平，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：支撑偏强

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二上涨，因美国停摆可能很快结束。

昨日夜盘，郑糖小幅反弹，整体维持震荡偏强。

【现货报价】南宁中间商站台暂无报价。昆明中间商报价 5560-5740 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。

6.印度开放了 150 万吨的出口配额，低于市场预估的 200 万吨，且由于当前印度国内糖价高于海外，目前出口的可能性较低。

【南华观点】关注 5500 一带压力。

## 鸡蛋：预期难证伪

【期货动态】主力合约 JD2512 收于 3176，日环比-1.34%

【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 (+0.00) 元/斤。

### 【现货情况】

近日老母鸡出栏有所加速，供应压力有所缓解，电商节日过后，终端需求有限，市场成交一般，价格再现涨跌两难。销区北京，上海市场交投一般，价格暂稳观望。广东市场到车不多，走货不快，价格承压下行。

### 【南华观点】

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：再度走强

【期货动态】昨日苹果期货价格上涨，短期苹果走势有重新回升迹象。

【现货价格】栖霞 80#—二级主流参考价 3.5-4 元/斤，栖霞 80#—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】近期苹果有重新回升迹象。

## 红枣：关注新枣收购

**【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 3 车；河北崔尔庄市场到货 6 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 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。