

金融期货早评

宏观：10 月 ADP 数据创两年半来最大降幅

【市场资讯】1) 中国央行 Q3 货政报告：未来金融总量增速有所下降是自然的，要保持合理的利率比价关系；大力发展债券市场“科技板”，用好科技创新债券风险分担工具；研究制定“十五五”时期金融科技发展规划，稳妥有序推进金融领域人工智能大模型应用。2) “小非农”10 月 ADP 私营部门就业人数减少 4.5 万，创两年半来最大降幅。白宫国家经济委员会主任：美国部分 10 月数据可能永远丢失。

【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。而疲软的 ADP 就业数据暗示美国劳动力市场正在降温，就业风险仍存。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：汇率双向波动政策托底

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1207，较上一交易日下跌 32 个基点，夜盘收报 7.1178。人民币对美元中间价报 7.0866，较上一交易日调贬 10 个基点。

【重要资讯】1) 中国人民银行发布 2025 年第三季度中国货币政策执行报告。要求，实施好适度宽松的货币政策，综合运用多种工具，保持社会融资条件相对宽松，同时继续完善货币政策框架，强化货币政策的执行和传导。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，持续营造适宜的货币金融环境。2) 美方宣布于 2025 年 11 月 10 日至 2026 年 11 月 9 日暂停实施出口管制穿透性规则，即在此期间，被列入美国出口管制“实体清单”等制裁清单的企业，其持股超过 50%的关联企业将不会因穿透性规则被追加同等出口管制制裁。商务部对此回应指出，这是美方落实中美吉隆坡经贸磋商共识的重要举措。对于暂停一年后的安排，双方还将会继续讨论。3) 美国参议院投票通过《持续拨款与延期法案》，为结束政府“停摆”迈出关键一步。该法案将为联邦政府提供资金至明年 1 月 30 日，并撤销“停摆”期间的部分裁员措施，同时临时防止进一步裁员。美国众议院计划周三就参议院通过的临时拨款法案投票。

【核心观点及逻辑】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。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

国债：中期多单持有

【市场回顾】周二期债高开，早盘一度冲高，但此后回落，午后维持窄幅震荡，各品种涨跌幅不大。资金面持续偏紧，DR001升至1.51%。

【重要资讯】1.三季度货币政策执行报告：实施好适度宽松的货币政策，保持金融总量合理增长，做好逆周期和跨周期调节。

【核心观点】昨日消息面清淡，A股收跌，债市受益不明显。资金面持续偏紧，现券收益率短端略升，中长端基本未受影响。盘后央行发布三季度货币政策执行报告表示，将做好逆周期和跨周期调节，继续营造事宜的货币金融环境。目前市场并不担心流动性，但缺乏交易热点，短期难改震荡之势，今日关注货币、信贷数据。

【策略建议】中期多单继续持有。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、潘响（Z0021448）、周骥（Z0017101）提供。

大宗商品早评

有色早评

黄金&白银：短线高位运行 关注美数据补发

【行情回顾】周二贵金属仍偏强运行，因美国政府停摆有望结束，既缓和当前市场流动性紧缺问题，亦有利于政府停摆下加剧经济下行压力在数据上的验证对美联储12月降息预期的支持。最终COMEX黄金2512合约收报4133.2美元/盎司，+0.27%；美白银2512合约收报于51.075美元/盎司，+1.52%。SHFE黄金2512主力合约收948.88元/克，+2.67%；SHFE白银2512合约收11880元/千克，+3.2%。

【降息预期与基金持仓】降息预期略微回升。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32.4%，降息25个基点的概率为67.6%；美联储1月29日维持利率不变概率19.2%，累计降息25个基点的概率为53.4%，累计降息50个基点的概率27.7%；美联储3月19日维持利率不变概率13.6%，累计降息25个基点的概率为41.4%，累计降息50个基点的概率35.6%。长线基金看，SPDR黄金ETF持仓增加4.3吨至1046.36吨；iShares白银ETF持仓维持在15088.63吨。库存方面，SHFE银库存日减18.2吨至591.9吨；截止11月7日当周的SGX白银库存周减7.9吨至822.4吨。

【本周关注】数据方面，重点关注周四晚间美CPI报告。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】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、及配置需求等）仍将助推贵金属价格重心继续上抬。短期贵金属有所走强，伦敦金关注 4150 阻力，支撑 4000-4050；白银支撑 49.5-50，阻力 52.5。

铜：美政府停摆有望结束，降息预期升温，铜价波动重心上移

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.07 美元/磅，涨 0.08%；LME 铜收于 10840 美元/吨，涨 0.41%；沪铜主力收于 86770 元/吨，涨 0.08%；国际铜收于 77250 元/吨，涨 0.09%。主力收盘后基差为 120 元/吨，较上一交易日涨 70 元/吨，基差率 0.14%。

沪伦比 11 日为 7.97，10 日 8.09，跨境比值回落。

【产业信息】1、11 日，上期所铜期货注册仓单 42964 吨，较前一日减少 825 吨；7 日，上期所铜库存 115035 吨，较前一日减少 1105 吨；11 日，LME 铜库存 136250 吨，较前一日减少 25 吨；LME 铜注册仓单 126050 吨，较前一日增加 1500 吨，注销仓单 10200 吨。10 日，COMEX 铜库存 372304 吨，较 7 日增加 2935 吨。

2、高盛估计，美国 10 月非农就业岗位减少约 5 万个，将为 2020 年以来最大降幅。其就业增长追踪指标从 9 月的 8.5 万个放缓至 5 万个，另有 10 万个岗位因特朗普政府推行的“延期离职计划”被裁减。该行指出，裁员人数上升，劳动力市场指标走弱。

【南华观点】美政府停摆有望结束，叠加劳动力市场指标走弱预期，市场认为 12 月份降息概率增加，美元指数走弱，铜价受此提振。同时，国内现货市场均价走高，升水幅度放缓。但日内期价几次突破 87000 附近欲上冲，未果，可见在此价位压力尚存。

【南华策略】1、12 月合约继续关注 85000 附近支撑，上看 87000 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：氧化铝基本面未改

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21665 元/吨，环比+0.07%，成交量为 19 万手，持仓 38 万手，伦铝收于 2879.5 美元/吨，环比-0.03%；氧化铝收于 2816 元/吨，环比+0.11%，成交量为 22 万手，持仓 41 万手；铸造铝合金收于 21040 元/吨，环比+0.07%，成交量为 4323 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：周一氧化铝出现涨价订单，主因环保限产导致，部分空头离场导致氧化铝盘面大

涨，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。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 22675 元/吨。其中成交量为 81702 手，持仓 10.75 万手。现货端，0#锌锭均价为 22660 元/吨，1#锌锭均价为 22590 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：基本面压力占据主导

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 119380 元/吨，上涨 0.12%。不锈钢主力合约日盘收于 12465 元/吨，下跌 0.4%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 123100 元/吨，升水为 3600 元/吨。SMM 电解镍为 121300 元/吨。进口镍均价调整至 119900 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28460 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7413.64 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 912 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.36%。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，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。不锈钢方面再度跌回 12600 以内，近期消息面扰动较多，韩国浦项复产预计近期实现，部分下游出口份额或被国内消化。现货方面出货压力较大，实际下游接货意愿持续低迷，利多力度有限，关注后续需求走势。

锡：夜盘多头进场，沪锡向上突破

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 28.82 万元每吨；成交 49439 手；持仓 3.64 万手。现货方面，SMM 1#锡价 287700 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内窄幅震荡。夜盘多头资金进场，大幅拉涨，目前怀疑供给端有扰动。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:涨幅过快，警惕回调风险

【行情回顾】周二碳酸锂期货主力合约收于86540元/吨，日环比-0.80%。成交量90.24万手，日环比-8.52%；持仓量52.64万手，日环比-0.79万手。碳酸锂LC2601-LC2603月差为back结构，日环比-20元/吨。仓单数量总计28099手，日环比+608手。

【产业表现】锂电产业链现货市场情绪表现一般。锂矿市场价格小幅走强，澳洲6%锂精矿CIF报价为1012.5美元/吨，日环比+1.76%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价82300元/吨，日环比+1550元/吨；电池级氢氧化锂报价80850元/吨，日环比+300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+300元/吨，三元材料报价变动+1200元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+2000元/吨，电解液报价变动+0元/吨。

【南华观点】本周需警惕锂矿库存累库、去库放缓的影响。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，但需警惕回调风险。

工业硅&多晶硅:下游需求较弱

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约收于9180元/吨，日环比变动-1.18%。成交量约32.67万手（日环比变动-10.66%），持仓量约27.09万手（日环比变动-1.05万手）。SI2601-SI2605月差为back结构，日环比变动+0元/吨。仓单数量46079手，日环比变动-176手。多晶硅期货主力合约收于51930元/吨，日环比变动-3.33%。成交量32.45万手（日环比变动+48.36%），持仓量13.84万手（日环比变动+1.24手），PS2601-PS2605月差为back结构，日环比变动-125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较弱。N型多晶硅复投料52.2元/kg，日环比+0%；N型硅片价格指数1.28元/片，日环比-3.03%；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0.665元/瓦，日环+0.15%，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17440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。夜盘LME铅库存激增致低开，但由于目前

供给上看仍较弱，快速回涨。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。今日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：成材震荡，卷板材去库压力较大

【盘面回顾】昨日在焦煤大跌的情况下，成材并没有跟随，依旧震荡

【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，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，本周铁矿发运量环比减少较多；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。

焦煤焦炭：关注四轮提涨落地情况

【盘面回顾】震荡下行

【信息整理】

1. 近日，国家发展改革委组织召开 2025—2026 年供暖季能源保供视频会议。会议要求，各地区、有关企业要切实把供暖季能源保供工作做实做细做到位。
2. 11 月 11 日，央行发布 2025 年第三季度中国货币政策执行报告，实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种工具，保持社会融资条件相对宽松，同时继续完善货币政策框架，强化货币政策的执行和传导。
3. 据传西北某大型焦化，明天起，化工焦上调 50 元/吨。

【核心逻辑】

近期国家发改委发布了关于召开 2025-2026 年供暖季能源保供视频会议的公告，其中强调稳定能源生产供应、做好高峰期能源保障工作，对期货盘面及市场情绪产生一定影响。但考虑到能源保供为每年例行强调的政策方向，本文认为其并非导致盘面下行的核心原因。关键因素在于近期焦煤及动力煤现货价格涨幅较大，终端下游接受意愿不足，市场观望情绪浓厚，同时上游矿山也存在恐高情绪、加快出货节奏。另一方面，下游钢厂亏损加剧，计划检修的钢厂数量增多，铁水产量持续回落，煤焦需求呈现季节性走弱。因此，短期来看，期货盘面与现货价格或面临一定调整压力。但从中长期来看，查超产与安全生产政策仍将制约焦煤供应弹性，叠加即将启动的冬储补库需求，预计焦煤现货价格下行空间有限。后续需重点关注焦煤主产区对超产的查处力度及安监政策强度，若四季度焦煤供应持续偏紧，再配合冬储需求的释放，黑色系整体估值重心有望上移，煤焦仍适合作为板块中的多配品种。

【策略建议】焦煤主力合约下方 1200 左右有支撑，在支撑位附近空单可考虑部分止盈，单边不建议继续追空。

硅铁&硅锰：高库存与成本支撑，区间震荡

【盘面回顾】昨日铁合金受到焦煤影响下跌

【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：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洙（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）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】截至 11 日收盘，纽约商品交易所 12 月交货的轻质原油期货价格上涨 91 美分，收于每桶 61.04 美元，涨幅为 1.51%；1 月交货的伦敦布伦特原油期货价格上涨 1.10 美元，收于每桶 65.16 美元，涨幅为 1.72%。

【市场动态】1. 数据显示，俄罗斯海运原油出货量连续第三周下降，滑至两个月以来的最低点，下降的运量加上较低的价格打击了克里姆林宫的资金。船舶追踪数据显示，在截至 11 月 9 日的四周内，俄罗斯每天运输了 345 万桶原油，比截至 11 月 2 日的同一时间段减

少了约 13 万桶。上个月，美国制裁了俄罗斯最大的两家石油生产商，促使一些亚洲买家表示将缩减采购量。很难确切知道正在发生哪些采购削减，因为油轮正在尽可能晚地透露它们去向。在过去四周内装载的货物中，约 35% 的船只仍未显示最终目的地，而且积压在油轮上但尚未交付的俄罗斯原油有所增加。在目的地不明的船只中，大多数显示它们正前往埃及苏伊士运河，这意味着它们几乎肯定正在驶向亚洲。最终买家只有在这些船只抵达时才会明确。2. 11 月 10 日芝加哥商业交易所 (CME) 1WTI 原油期货成交量为 628072 手，较上个交易日减少 86723 手。未平仓合约 1914012 手，较上个交易日减少 7518 手。布伦特原油期货成交量为 117092 手，较上个交易日减少 21800 手。未平仓合约 212410 手，较上个交易日增加 2388 手。天然气期货成交量为 564564 手，较上个交易日增加 50022 手。未平仓合约 1535245 手，较上个交易日减少 7439 手。

【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：成本上涨，盘面延续偏强格局

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4324 (+1)，LPG2601 盘面收于 4234 (-5)；FEI M1 收于 502 美元/吨 (+10)，CP M1 收于 472 美元/吨 (+6)，MB M1 收于 348 美元/吨 (+12)

【现货反馈】华东均价 4387 (+10)，山东均价 4400 (+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】隔夜原油偏强运行下，驱动外盘丙烷上涨，内盘维持偏强格局。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 端随丙烷涨价维持亏损状态，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。

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 210-290 区间操作。

MEG-瓶片：动力煤边际转弱，EG 重回承压格局

【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。

PP：底部震荡，向下空间有限

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6429 (-51)。

【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 6760 (-42)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6750 元/吨，华东现货价格为 6830 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：盘面继续下探

【盘面回顾】BZ2603 收于 5354（-68），EB2512 收于 6231（-84）

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5275（-20），主力基差-79（+48）。下午华东苯乙烯现货 6255（-80），主力基差 24（+4）

【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：承压震荡上移

下游汽车配套产销与出口表现良好，下游轮胎开工持稳，虽然前期整体情绪转弱，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 15000—15300；NR2601 区间参考 12000—12300。RU01 下方 14700 左右支撑强，15600 压力较大；而 NR01 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】：周二尿素 01 收盘 1647

【现货反馈】：周二国内尿素行情盘整，局部涨跌互现，调整幅度 10-20 元/吨，主流区域

中小颗粒价格参考 1500-1630 元/吨。市场高位成交阻力较大，工厂发运前期订单，贸易商变现心理增强，部分区域价格松动。短线国内尿素行情区间窄幅整理，关注情绪变化。

【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：低位博弈

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1215，-0.9%

【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 1053，-1.5%

【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 2357，0.34%

【基本面信息】

国内液碱市场均价下降。华北山东地区液碱市场局部下降，鲁西南地区市场需求淡稳，厂

家积极出货，价格下降，其他地区厂家平稳出货为主。东北地区液碱市场供需关系稳定，市场稳价运行。西北地区液碱市场需求淡稳，厂家积极出货为主。华中湖北地区液碱市场成交谨慎，价格有下滑表现。华东浙江地区下游拿货情绪欠佳，为促进出货价格有降；江西地区交易氛围淡稳，成交局部有降。华南及西南地区液碱市场供需变化不大，市场持稳运行。

【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：期价高位震荡

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格白天先延续回落态势，后维持震荡；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 5550 元/吨（+50），山东狮牌报价 5800 元/吨（+100），华南银星报价 5650 元/吨（+50）。

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，市场主流价格均有提涨。从基本面来说，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。所以目前期价底部仍有支撑，但受需求与高库存影响，期价至高位回落。

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维持高位震荡。

丙烯：反弹延续

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5867（-38），PL2603 盘面收于 5869（-23）；PP-PL01 价差 562（-13），PP01-PL03 价差 560（-28）；PL01-03 月差-2（-15）

【现货反馈】山东均价 5765（+0），华东均价 5850（+0）

【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，原油上涨带动外盘丙烷上行。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，但需求端，pp 跟 pl 价差大，pp 端依然维持高供应，

供需压力下 pp 价格偏疲软；波动主要来自供应端，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）、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 11755 日环比-1.67%

【现货报价】全国生猪均价 11.87（-0.06）元/公斤，其中河南 11.98（-0.2）元/公斤、四川 11.53（-0.01）元/公斤、湖南 11.64（-0.06）、辽宁 11.74（-0.1）元/公斤、广东 12.68（+0.00）元/公斤。

【现货情况】

整体市场出栏供应充足，屠宰企业采购压力小，多数计划完成偏快，无明显采购缺口，多数计划满。近期主要省份仔猪价格稳中有涨，部分市场涨幅在 20 元/头，多数省份断奶苗价格区间在 180-200 元/头，南方稍高；补栏情绪上仍维持偏差状态，量级较低，少数区域有询价现象。

【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】外盘高位震荡，内盘跟随震荡，市场等待报告指引。

【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，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：价格有望逐渐修复

【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，价格重心逐渐修复。

【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 and 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：高位盘整

【期货动态】周二，豆一盘面高位整理运行，01 合约小幅收低于 4112 元，成交量有所恢复，持仓量小幅减少，注册仓单持平于 11792 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】近日来东北产区大豆价格呈现僵持，价格调整十分有限，高蛋白大豆价格高位坚挺。集中卖压释放后，基层售粮意愿有限，黑龙江产区 39%蛋白毛粮主流收购价 1.90-1.93 元/斤。下游贸易商收购情绪趋于谨慎。南方产区价格同样持稳为主，优质豆源紧俏，粮贸企业挺价为主，品质分化明显，报价落价较大；销区集中补库阶段告一段落，采购情绪谨慎，但在消费旺季以及优质豆源紧俏情况下，刚需采购有望保持较好水平；

【南华观点】高位盘整；

玉米&淀粉：期现共振走强

【期货动态】周二，玉米盘面继续走高，主力 01 合约收涨于 2177 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 2490 元，持仓量增加，成交量小幅减少；夜盘玉米偏强整理运行；

【现货报价】玉米：锦州港：2130 元/吨，+10 元/吨；蛇口港：2530 元/吨（无货），+0 元/吨；哈尔滨报价 2020 元/吨，+10 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】昨日玉米期现市场共振偏强运行，虽然现货市场供应能力充足，但上量节奏略显迟疑，集中卖压释放后，售粮主动性明显减弱，山东地区近日到车辆降低至 10 月份以来低位，导致企业大面积提价收购，华北、吉辽地区价格同样出现普遍上涨，锦州港价格

连续上调，本轮已累计上涨 50 元/吨，黑龙江地区稳定为主，现货市场出现普涨情形体现出我们前期对于需求端支撑在卖压分散后开始显现这一情况，整体来看，玉米市场在国储托而不举，下游积极收购的支撑下或已完成四季度探底过程，价格经过整固后出现转强迹象，核心驱动在于卖压释放力度与下游需求匹配情况，随着价格上涨，仍会出现现货上量的情况，在供应充足的情况下，价格单边上行难度较大，或以震荡偏强方式运行；

【南华观点】底部区间震荡 短期偏强运行。

棉花：关注 USDA 报告

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 0.5%，谷物市场走势拖累，关注 USDA 供需报告发布情况。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】根据最新统计数据显示 10 月越南棉纺织品产量为 1.03 亿平方米，同比增加 1.66%，环比减少 0.04%；服装产量 5.52 亿件，同比下降 14.32%，环比增加 2.57%。

【郑棉信息】目前新疆棉花整体采收进度已进入尾声，新棉成本基本固化在 14600-15000 元/吨左右，截至 2025 年 11 月 10 日，全国新年度棉花公证检验量累计 254.85 万吨，近日新疆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：关注巴西产量数据

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二小涨，原糖在前一日触及五年低点后企稳，市场等待巴西产量数据。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。

【现货报价】南宁中间商站台暂无报价。昆明中间商报 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.调查显示巴西中南部 10 月下半月产糖量预计增加 7.8%至 192 万吨。

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 2.99 (-0.03) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.05 (+0.00) 元/斤。

【现货情况】

当前市场为消费淡季，终端需求量有限，各环节拿货趋于谨慎，积极清库存为主，市场走货情况不一，产区蛋价有稳有跌。销区北京到车正常，走货不快，价格呈跌势。上海需求一般，价格暂稳。广东市场到车不多，走货一般，价格试探性上涨。

【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，建议以轻仓参与。

苹果：偏强运行

【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#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 5 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 10.80-11.00 元/公斤，一级 9.80-10.00 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。