

金融期货早评

宏观：美联储再现人事变动

【市场资讯】1) 证监会副主席李明：坚决防止市场大起大落、急涨急跌。2) 美国财长贝森特：特朗普谈到向年收入低于 10 万美元的家庭发放 2000 美元的退税，重申“渐进式”调整美债发行，强调市场稳定为首要任务。3) 美联储再现人事变动，主张“12 月不降息”的亚特兰大联储主席明年 2 月退休。“美联储三把手”：美联储可能很快开始重启购债，以便管理流动性。美国最高法院将对美联储理事库克案件进行庭辩，定在 1 月 21 日。AI 成美联储政策新变数，美联储理事警告已开始拖累就业增长。4) 美国 9 月非农最早周五发布，10 月非农可能“没了”，但高盛预期是“2020 年 12 月以来最差”。一系列非官方数据显示，美国 10 月通胀可能急剧降温。5) 印军已保持高度戒备，巴方称“处于战争状态”，首都爆炸案加剧印巴紧张。

【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。此外，美联储再现人事变动，主张“12 月不降息”的亚特兰大联储主席明年 2 月退休，引起市场剧震，后续需重点关注美联储主席提名人选。

人民币汇率：进入新阶段

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1172，较上一交易日上涨 35 个基点，夜盘收报 7.1125。人民币对美元中间价报 7.0833，较上一交易日调升 33 个基点。

【重要资讯】1) 中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰 12 日晚在京会见美中关系全国委员会董事会执行副主席格林伯格、会长欧伦斯。何立峰表示，中美在经贸领域拥有广阔合作空间，中美双方应相向而行，共同维护好、落实好两国元首釜山会晤重要共识和成果，加强合作、管控分歧，推动中美经贸关系稳定发展。希望美中关系全国委员会为推动中美友好合作作出新的贡献。何立峰还介绍了中国共产党二十届四中全会有关情况。美方表示，美中关系保持稳定十分重要，愿发挥好桥梁作用，推动深化美中交流合作。2) 美国众议院将于美东时间周三晚间对一项临时拨款法案进行投票表决，众议院共和党人透露，最终投票将在美东时间晚 7 点左右进行。这意味着，已进入第 43 天的美国史上最长联邦政府关门危机即将落幕。白宫新闻秘书称，此次政府关门可能使四季度经济增长减少两个百分点，10 月 CPI 和就业报告“可能永远不会发布”。3) 随着日元兑美元汇率逼近 155 的关键门槛，日本财务大臣片山皋月发出新一轮干预警告。片山皋月指出，弱势日元的负面影响正在变得更加明显，政府正以高度紧迫感关注任何过度和无序的汇率波动。

【核心观点及逻辑】美国参议院表决通过一项临时拨款法案，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得到缓解。值得关注的是，此前各方围绕拨款协议的谈判长期陷入僵持，此次法案的快速通过超出了市场普遍预期。根据美国立法流程，该法案尚需经众议院批准并由总统签署后方能正式生效，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，同时后续美国核心经济数据若呈现疲软态势，将进一步削弱支撑美元的逻辑基础，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综合判断，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“震荡筑底、底部缓慢下移”的特征。从近期市场盘面观察，美元兑人民币即期汇率在日内开盘后均呈现“高开低走”态势，盘中亦陆续出现结汇盘，这在一定程度上可视为人民币升值动能增强的信号。不过，受多重因素制约，短期内美元兑人民币即期汇率出现大幅单边贬值（即人民币大幅单边升值）的可能性仍然较低。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

股指：下方支撑稳固，关注本周经济数据公布情况

【市场回顾】

上个交易日股指震荡为主，大盘股指相对偏强，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.13%。从资金面来看，两市成交额回落 485.52 亿元。期指方面，IH 放量上涨，其余品种均放量下跌。

【重要资讯】

1. 证监会副主席李明：坚决防止市场大起大落、急涨急跌。
2. 美国政府关门结束倒计时：众议院周三晚表决临时拨款法案。

【核心逻辑】

昨日股指整体震荡，两市成交额延续缩量，红利指数再度领涨，市场情绪偏谨慎，不过期指基差均回升，持仓量上涨，多头进场意愿增强，可见市场多空博弈特征显著。美国政府停摆或将结束，一定程度将提振市场情绪。国内一方面指数持续高位震荡资金止盈意愿增强，存在一定回调压力，另一方面证监会副主席李明表示坚决防止市场大起大落、急涨急跌，增强稳市场预期，政策预期托底股指下方支撑相对稳固，因此预计指数短期维持震荡格局。关注本周将公布的经济数据，若整体好转，与物价数据共振进一步验证经济复苏良好，或将提供新的交易线索。

【南华观点】短期预计延续震荡

国债：中期多单持有

【市场回顾】周三期债延续震荡态势，长债早盘一度冲高，但午后回落，品种全线微涨。资金面转松，DR001 回落至 1.42%。

【重要资讯】1.“美联储三把手”：美联储可能很快开始重启购债，以便管理流动性。2. 证监会副主席李明：坚决防止市场大起大落、急涨急跌。

【核心观点】昨日资金面转松，债市仍未摆脱震荡之势，早盘冲高一定程度受到 A 股下跌的带动，但动能未能持续。央行三季度货币政策执行报告表示将继续营造适宜的货币金融环境，因此流动性无忧，但专栏四中强调了保持合理利率比价关系的重要性，意味着市场利率抢跑政策利率，长短利差过分压缩都是监管不愿看到的情况。虽然政策仍有宽松的空间，但在央行再度释放信号前，市场大概率维持震荡。今日关注盘后是否发布 10 月社融数据。

【策略建议】中期多单继续持有。

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：量减价增，铜价谨慎上涨

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.08 美元/磅，跌 0.36%；LME 铜收于 10897 美元/吨，涨 0.65%；沪铜主力收于 87410 元/吨，涨 0.78%；国际铜收于 77900 元/吨，涨 0.87%。主力收盘后基差为-70 元/吨，较上一交易日跌 190 元/吨，基差率-0.08%。

【产业信息】1、12 日，上期所铜期货注册仓单 44088 吨，较前一日增加 1124 吨；7 日，上期所铜库存 115035 吨，较前一日减少 1105 吨；12 日，LME 铜库存 136250 吨，较前一日无变化；LME 铜注册仓单 126050 吨，较前一日无变化，注销仓单 10200 吨。11 日，COMEX 铜库存 376631 吨，较 10 日增加 4327 吨。

2、“美联储传声筒”Nick Timiraos：美联储内部出现的分歧给降息之路蒙上了阴影，在美联储主席鲍威尔近八年的任期内，这种程度的分歧几乎没有先例。官员们在持续的通货膨胀和低迷的劳动力市场哪个构成更大威胁的问题上产生了分歧，甚至恢复官方经济数据也可能无法弥合分歧。尽管投资者认为美联储在下次会议上降息的可能性仍然很大，这种分裂使得不到两个月前看似可行的计划变得复杂。

【南华观点】当日现货市场采购情绪略微提升，但成交持平。期价维持 86000~87000 区间窄幅震荡，技术面未现走坏，但大幅上行动能缺乏，短期仍将维持高位震荡。

【南华策略】1、12 月合约量减价增，上看 87500-88000 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：宏观助力

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21880 元/吨，环比+0.88%，成交量为 22 万手，持仓 42 万手，伦铝收于 2886 美元/吨，环比+0.23%；氧化铝收于 2821 元/吨，环比-0.18%，成交量为 27 万手，持仓 41 万手；铸造铝合金收于 21245 元/吨，环比+0.83%，成交量为 6280 手，持仓 2 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。

近期美国国会参议院就结束联邦政府停摆达成一致，随后财政力量有望重启，宏观助力铝价上涨，后续关注政府重新开门后经济数据的集中披露。

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 22680 元/吨。其中成交量为 71426 手，持仓 10.59 万手。现货端，0#锌锭均价为 22610 元/吨，1#锌锭均价为 22540 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：成本支撑松动，上行动力有限

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 118710 元/吨，下跌 0.43%。不锈钢主力合约日盘收于 12425 元/吨，下跌 0.12%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122300 元/吨，升水为 3700 元/吨。SMM 电解镍为 120450 元/吨。进口镍均价调整至 119000 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28445 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 8245.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 0.9%。8-12%高镍生铁出厂价为 909 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 -8.54%。纯镍上期所库存为 37187 吨，LME 镍库存为 252114 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】

沪镍不锈钢日内震荡偏弱，当前淡季需求薄弱压制上行空间，成本支撑松动。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，镍铁成本大幅坍塌局面下镍不锈钢下方空间大于上方空间。不锈钢方面再度跌回 12500 以内，近期消息面扰动较多，韩国浦项复产预计近期实现，部分下游出口份额货或被国内消化。现货方面出货压力较大，以价换量节奏不改，实际下游接货意愿持续低迷，上行动力有限，关注后续需求走势。

锡：供弱需稳，偏强运行

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 29.24 万元每吨；成交 12.44 手；持仓 4.08 万手。现货方面，SMM 1#锡价 291000 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内偏强运行，夜盘维持强势。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。不过此次上涨个人怀疑有可能是资金在有色内寻找出口造成的拉盘。锡本身基本面有很好的理由，加上品种较小。短期内不建议做空配，仍维持回调寻找入场机会的观点。

【交易策略】逢低入场

碳酸锂:多空博弈

【行情回顾】周三碳酸锂期货主力合约收于 86580 元/吨，日环比+0.05%。成交量 114.53 万手，日环比+26.91%；持仓量 52.89 万手，日环比+0.24 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 contango 结构，日环比+200 元/吨。仓单数量总计 28287 手，日环比+188 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 75930 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+360 元/吨，三元材料报价变动+3000 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:宽幅震荡

【行情回顾】周三工业硅期货主力合约收于 9195 元/吨，日环比变动+0.16%。成交量约 26.05 万手（日环比变动-20.27%），持仓量约 26.21 万手（日环比变动-0.88 万手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动-20 元/吨。仓单数量 45936 手，日环比变动-143 手。多晶硅期货主力合约收于 53460 元/吨，日环比变动+2.95%。成交量 41.31 万手（日环比变动+27.28%），持仓量 14.06 万手（日环比变动+0.21 万手），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 8850 元/吨，日环比+0%；99# 硅粉报价 10100 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 21500 元/吨，日环比+0.23%。

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+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 0.665 元/瓦，日环比+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：多头资金拉盘，注意回调机会

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17660 元/吨。现货端，1# 铅锭均价为 17325 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，日内铅价收多头午后进场拉动，夜盘小幅回落，但下方空间仍较足。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】偏强震荡，可注意下方入场机会

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：成材弱势震荡

【盘面回顾】成材维持震荡

【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。

铁矿石：铁水预计下降

【盘面信息】铁矿石价格小幅反弹。

【信息整理】1. 根据找钢网，本期钢材产量下降，需求维稳，库存下降；2. 据韦立国际消息，11月11日，几内亚在马瑞巴亚港举行西芒杜铁矿项目举行投产仪式。仪式结束后，韦立海上过驳船队的自航驳船启航，满载首批9850吨铁矿石驶离马瑞巴亚港，前往与韦立“Winning Youth”号散货轮进行过驳作业。这一航程，标志着西芒杜铁矿石将正式进入国际市场。3. 美联储传声筒：美联储在12月降息问题上的分歧越来越大。11月12日讯，“美联储传声筒”Nick Timiraos：美联储内部出现的分歧给降息之路蒙上了阴影，在美联储主席鲍威尔近八年的任期内，这种程度的分歧几乎没有先例。官员们在持续的通货膨胀和低迷的劳动力市场哪个构成更大威胁的问题上产生了分歧，甚至恢复官方经济数据也可能无法弥合分歧。尽管投资者认为美联储在下次会议上降息的可能性仍然很大，这种分裂使得不到两个月前看似可行的计划变得复杂。官员们是否会在12月会议上再次降息尚难预料。新数据或许能平息争论。部分官员认为12月与明年1月的会议大体可相互替代，这使得年底降息的时限显得有些刻意。另一种可能是：12月降息的同时释放指引，为后续降息设置更高门槛。

【南华观点】铁矿石和焦煤价格再次形成跷跷板效应，焦煤价格大跌使得铁矿石价格有反弹空间。边际上，铁矿石发货减少，钢厂利润边际改善，焦煤压制减弱，叠加前期基差较高，使得短期价格可能有修复空间，下跌速率减缓。但整体供应仍偏多，铁水下降的情况下，港口库存累库趋势不变。短期价格偏震荡运行。

焦煤焦炭：延续调整

【盘面回顾】震荡下行

【信息整理】

1. Mysteel 预测西芒杜项目将在“十五五”期间逐步释放产能，考虑到基础设施差异和权益背景等各方面因素，北部矿区的整体投产节奏或相对更快，保守估计 2026 年南北区块合计产量将达到 2000 万吨。

2. 美国众议院多数党领袖斯卡利斯表示，众议院将于美国东部时间周三晚上 7 点左右（北京时间周四上午 8 点）对结束政府停摆的法案进行投票。这意味着，已进入第 43 天的美国史上最长联邦政府关门危机即将落幕。

3. 11 月 12 日，江苏沙钢废钢采购价格下调 30 元/吨，调后重三含税 2430 元/吨，炉一含税 2510 元/吨。

4. 据 Mysteel 统计数据显示，2025 年 1-10 月份甘其毛都口岸日均进口 912 车，其中进口蒙 5#原煤 389 车，折合进口量 5.38 万吨。截止 11 月 11 日，11 月份日均进口 1365 车，其中进口蒙 5#原煤 419 车，折合进口量 5.80 万吨，较前期日均进口量增加 7.80%。11 月份甘其毛都口岸通关车数大幅增长，较前期增加 49.67%，各品种蒙煤进口量都有不同程度的增加，但增量以 1/3 焦原煤为主，蒙 5#原煤等主焦煤受限于坑口产量及运输量，进口占比稍有下滑。

【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近期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】昨日硅铁主力收 5490，-0.83%；硅锰主力收 5762，-0.41%

【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弦（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

能化早评

原油：油价隔夜大跌，盘面重回弱势

【盘面动态】截至 12 日收盘，纽约商品交易所 12 月交货的轻质原油期货价格下跌 2.55 美元，收于每桶 58.49 美元，跌幅为 4.18%；1 月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌 2.45 美元，收于每桶 62.71 美元，跌幅为 3.76%。

【市场动态】1. 美国至 11 月 7 日当周 API 原油库存+130 万桶，前值+652.1 万桶。汽油库存-138.5 万桶，前值-565.3 万桶。精炼油库存+94.4 万桶，前值-245.9 万桶。2. 雪佛龙(CVX.N)：预计 2026 年油价将面临比液化天然气更大的下行压力。3. EIA 短期能源展望报告：预计 2025 年汽油价格为 3.1 美元/加仑。预计 2026 年汽油价格为 3 美元/加仑。预计 2025 年全球石油产量为 1.06 亿桶/日，此前预测 1.059 亿桶/日；预计 2026 年产量为 1.074 亿桶/日，此前预计为 1.072 亿桶/日。

【南华观点】近两个交易日，油品期货先共振上涨后暴跌，隔夜原油放量下破 63 支撑位，回吐涨幅并回归 60-65 低位区间，盘面重回弱势。此前原油靠汽柴油强势支撑，而成品端紧供应源于对俄制裁、俄乌冲突等，但当前汽柴油暴跌或完成逻辑切换，转弱将延续。虽美欧印炼厂开工率后续将季节性回升，会带动原油需求改善形成支撑，但短期力度弱，且需观察开工拐点与供应端情况。综上，中短期原油仍以 60-65 区间震荡为主，向下仍有回落空间。

LPG：随原油下跌

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4358 (+34)，LPG2601 盘面收于 4257 (+23)；FEI M1 收于 494 美元/吨 (-8)，CP M1 收于 475 美元/吨 (+3)，MB M1 收于 342 美元/吨 (-6)

【现货反馈】华东均价 4378 (-9)，山东均价 4440 (+40)，最便宜交割品价格 4350 (-30)

【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】地缘降温，原油回归基本面，过剩问题难改，隔夜原油下挫，带动内外 pg 均下跌。

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，开工率在本期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，PXM 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。

甲醇：01 继续寻找支撑

【盘面动态】: 周三甲醇 01 收于 2111

【现货反馈】: 周三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

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6460 (+31)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6290 元/吨，华东现货价格为 6420 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】近日焦煤价格走弱，带动聚烯烃下行。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，现货成交出现放量。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 6788 (+28)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6780 元/吨，华东现货价格为 6900 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】近日焦煤价格走弱，带动聚烯烃下行。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延续。

纯苯苯乙烯：美湾纯苯走强，盘面跟随反弹

【盘面回顾】BZ2603 收于 5434 (+80)，EB2512 收于 6306 (+75)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5305 (+30)，主力基差-129 (-50)。下午华东苯乙烯现货 6325 (+80)，主力基差 19 (-5)

【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，近期美湾纯苯价格走强，调油需求较好带来美亚物流可能。

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，单边上漲动力不足。

玻璃纯碱烧碱：低位博弈，预期偏弱

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1214，-0.08%

【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 1049, -0.38%

【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 2344, -0.55%

【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：期价至高位略有回落

【盘面回顾】：昨日纸浆期货与胶版纸期货价格白天宽幅震荡。

【现货市场】：

纸浆市场主流价：山东银星报价 5550 元/吨 (0)，山东狮牌报价 5800 元/吨 (0)，华南银星报价 5650 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，市场主流价格基本维稳。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；从下游需求来看，就消息面而言，山鹰纸业、玖龙纸业、广东理文造纸、无锡和平湖荣成相继发布停机检修公告，短期从纸浆市场需求端相对利空期价走势，但市场整体需求相对前期有所恢复。而港口库存虽较此前缩减，但仍处于相对高位，对现价与期价支撑作用有限，还要看后续港口去库存情况如何。故市场整体多空因素交织。

对于胶版纸来说，现货价格同样在前期陆续抬涨后保持相对稳定。而当前期价仍相对偏高位震荡，主要还是因为当前市场仍处于成本支撑阶段，为维稳纸价，纸企前期陆续发布涨价函，但现货需求仍相对平淡，不足以支撑期价出现明显的趋势性上涨行情。此外，上述停机检修事件不包含双胶纸，故对期价影响相对较小。

就当前来看，纸浆与胶版纸短期预计维持偏震荡走势，但期价中枢略偏下移。

丙烯：随成本下跌，整体偏弱

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5887 (+20) ,PL2603 盘面收于 5896 (+27)；PP-PL01 价差 573 (+11), PP01-PL03 价差 564 (+4) ;PL01-03 月差-21 (+9)

【现货反馈】山东均价 5765 (+0), 华东均价 5850 (-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，原油下跌带动丙烷成本同时下挫。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，预期维持偏弱震荡格局。

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）提供。

农产品早评

生猪：静待筑底

【期货动态】LH2601 收于 11795 日环比+0.34%

【现货报价】全国生猪均价 11.75 (-0.12) 元/公斤，其中河南 11.84 (-0.14) 元/公斤、四川 11.43 (-0.1) 元/公斤、湖南 11.5 (-0.14)、辽宁 11.57 (-0.17) 元/公斤、广东 12.68 (+0.00) 元/公斤。

【现货情况】

猪源供应相对充足，多数市场屠宰端采购顺畅，计划已够明日市场或窄幅调整，不排除偏弱可能。近期多数市场反馈标肥价差变动不大，仅稍有走扩或收窄；300 斤猪源较标猪价格高 0.2-0.4 元/斤，350 斤猪源较标猪价格高 0.5-0.6 元/斤；四川市场标肥价差相对明显，300 斤较标猪高 0.6 元斤，350 斤较标猪高 1 元/斤。

【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，远月传巴西龙卷风影响 05 预期，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，近远月同步反弹。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：市场缺乏明确驱动，短期震荡运行

【盘面回顾】油脂盘面利空暂时告一段落，但缺乏明确上行驱动，随外盘延续震荡。

【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：短期高位偏强震荡

【期货动态】周三，豆一盘面延续高位整理运行，01 合约小幅收高于 4127 元，昨日成交量及持仓量小幅减少，注册仓单 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) \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】近期，大豆期现价格进入僵持状态，东北产区价格少有波动，购销活动平稳，集中卖压被市场有力吸收，剩余持粮主体观望惜售，等待高价为主，收购主体在目前价格收购行为谨慎，国储陆续开始收购封闭价格下行空间，价格上下波动驱动均有不足；南方产区稳中有涨，优质豆源紧俏导致持粮主体惜售、叠加价格偏高导致购销进度缓慢推进，优质优价明显，报价稍显混乱；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，采购保持较好水平；

【南华观点】高位震荡；

玉米&淀粉：供应水平下降刺激期现价格走强

【期货动态】周三，玉米盘面在反弹高位窄幅整理，主力 01 合约收平于 2177 元/吨，持仓量小幅增加，成交量减少，注册仓单 66338 手；淀粉盘面窄幅震荡，主力 01 合约收平于 2490 元，持仓量小幅增加，成交量减少；夜盘玉米及淀粉维持窄幅震荡运行；

【现货报价】玉米：锦州港：2140 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 2460 元/吨，+10 元/吨；山东潍坊报价 2740 元/吨，+10 元/吨。

【市场分析】玉米现货市场涨价潮越演越烈，昨日全国更多地区进入涨价行列，在供应逐步缩量刺激下，中下游企业提价收购意愿愈发强烈，昨日华北、山东、吉辽地区大面积涨价，黑龙江地区也出现零星涨价现象，国储收购范围进一步扩大，市场氛围继续升温，北港价格连续上涨；上量节奏变化对于价格刺激明显，侧面说明需求端韧性较足，短期对价格上行接受度较好；后续注意提价后是否能够刺激上量增加，期货市场维持反弹态势，短期震荡消化涨势，走势偏强，后期市场核心驱动在于卖压释放力度与下游需求匹配情况，注意随着价格上涨，持粮主体售粮意愿变化，对四季度后半段价格持偏强预期，但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) 期棉下跌近 1%，原油价格大幅回落，关注 USDA 供需报告发布情况。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】10 月越南棉花进口量 11.4 万吨，环比增加 11.4%，同比减少 11.9%。从当月主要进口来源情况看，美棉进口量占首位，占比约 36.3%，其次澳棉占比 27.0%，巴西棉占比约 17.8%。

【郑棉信息】目前全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 11 日，全国新年度棉花公证检验量累计 262.86 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，关注 13600-13800 附近套保压力及后续新季定产情况。

白糖：原糖反弹

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三大幅收高，受助于空头回补。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. 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 一带得失。

鸡蛋：预期难证伪

【期货动态】主力合约 JD2512 收于 33063，日环比-2.82%
【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.99 (-0.00) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.05 (+0.00) 元/斤。

【现货情况】
当前消费疲软仍为市场主旋律，终端走货不快，各环节拿货偏谨慎，市场进入库存消化期，今日产区蛋价稳定为主，仅湖北，四川等市场小幅下滑。今日销区各市场到车正常，走货一般，价格暂稳观望。

【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：强势运行

【期货动态】昨日苹果期货价格上涨，短期苹果走势偏强。
【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】近期苹果走势依旧偏强。

红枣：关注新枣收购

【产区动态】目前新枣陆续下树收购，阿克苏地区进度相对较快。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。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，通货收购价格小幅松动。

【销区动态】昨日广东如意坊市场到货 2 车；河北崔尔庄市场到货 5 车，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 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。