

金融期货早评

宏观：美国政府关门结束

【市场资讯】1) 中国 10 月新增社融 8100 亿元，新增人民币贷款 2200 亿元，M2-M1 剪刀差扩大。2) 美国众议院通过临时拨款法案，美国政府关门结束，开始“漫长重启”；特朗普首席经济顾问哈塞特：10 月将获得一半的就业报告，没有失业率数据，估计政府关门造成 6 万人失业。3) 美联储官员在公布重磅经济数据前放鹰：今年票委穆萨莱姆称应谨慎行事，明年票委哈玛克称应按兵不动，明年票委卡什卡利称不支持上月末降息，12 月行动看数据，后年票委戴利称现在判断 12 月是否降息为时过早。

【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。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。目前美国政府停摆结束，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，需重点关注美联储主席提名人选。

人民币汇率：美国政府结束“停摆”

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.0959，较上一交易日上涨 213 个基点，创下 2024 年 10 月中旬以来的新高，夜盘收报 7.0965。人民币对美元中间价报 7.0865，较上一交易日调贬 32 个基点。

【重要资讯】1) 国际货币基金组织（IMF）发言人表示，IMF 已察觉到美国经济出现疲软迹象。受到政府“停摆”的部分影响，预计美国第四季度 GDP 增速将低于此前 IMF 预测的 1.9%。2) 美国总统特朗普签署国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续 43 天的史上最长联邦政府“停摆”。特朗普表示，美国政府“停摆”损失了 1.5 万亿美元，真正计算出损失的总体影响需要数周甚至数月的时间。

【核心观点及逻辑】昨日，人民币相对于美元显著走强，接连突破 7.11 与 7.10 两大关键整数关口。我们认为，此轮升值由内外多重因素共同推动：外部因素方面，美元指数结束前期高位盘整格局转而走弱，主要因市场情绪由避险向风险偏好切换。这一转变的直接诱因，是美国政府停摆危机解除，市场预计被推迟发布的 9 月非农就业、零售销售及核心 PCE 通胀等数据将陆续公布。这些数据普遍被预判将反映美国经济动能趋弱，从而进一步强化市场对美联储于 12 月降息的预期。内部因素方面，中国人民银行持续维持中间价稳中有升的走势，叠加国内流动性整体充裕，共同为人民币提供了有力支撑。值得关注的是，黄金、白银等贵金属价格同步走强，反映出市场避险情绪并未消散，而是从美元资产转向其他避险资产，进一步印证投资者对美国经济前景的担忧，并非单纯受美元流动性收紧影响。政策层面，央行最新发布的三季度货币政策报告再次明确了当前汇率政策框架，强调继续实施以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。报告指出，在保持汇率弹性的同时，将更注重预期引导，防范汇率超调风险，以推动人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，整体表述呈现中性特征。展望后市，随着年末国内稳增长政策逐步落地见效，叠加汇率市场季节性运行规律，美元兑人民币即期汇率预计将呈现“震荡筑底、底部缓慢下移”的特征。从近期市场表现看，美元兑人民币即期汇率多次出现日内“高开低走”态势，盘中结汇需求持续涌现，显示人民币升值动能正逐步积聚。但需要

注意的是，受多重复杂因素制约，美元兑人民币即期汇率短期内出现大幅单边贬值（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：信贷偏弱、美联储降息预期降温，股指短期或承压

【市场回顾】

上个交易日股指集体收涨，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 1.21%。从资金面来看，两市成交额回升 969.28 亿元。期指均缩量上涨。

【重要资讯】

1. 中国 10 月新增社融 8100 亿元，新增人民币贷款 2200 亿元，M2-M1 剪刀差扩大。
2. 美国众议院通过临时拨款法案，美国政府关门结束，开始“漫长重启”。
3. 美联储官员在公布重磅经济数据前放鹰：今年 FOMC 会议票委、圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示，鉴于通胀率高于目标水平，联储官员应谨慎行事。

【核心逻辑】

10 月金融数据公布，信贷继续同比少增，企业居民需求均降温，一方面由于当前处于投放淡季，另一方面政策性金融工具拉动效应有待验证。今天还将公布工业增加值、社零等经济数据，不过信贷数据整体偏弱的情况下，预计难以通过强化经济修复逻辑、提振盈利预期来驱动股指走强。叠加美联储官员放鹰，12 月降息预期有所降温，短期股指或承压，不过政策预期托底，股指下方支撑较强，短期预计震荡为主。

【南华观点】短期预计延续震荡

国债：中线多单持有

【市场回顾】周四期债全线收跌，中长期品种低开低走，短期品种震荡。资金面回归宽松，DR001 回落至 1.32%。

【重要资讯】1. 中国 10 月新增社融 8100 亿元，新增人民币贷款 2200 亿元。2. 特朗普签署了国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，结束了持续 43 天的史上最长联邦政府停摆。3. 特朗普首席经济顾问哈塞特：10 月将获得一半的就业报告，没有失业率数据，估计政府关门造成 6 万人失业。

【核心观点】A 股昨日大涨，大盘创出新高，期债受此影响走弱。短期市场缺乏热点，政策面也没有释放更多宽松信号，债市陷入窄幅震荡，现券成交日渐清淡。盘后公布的社融数据低于预期，居民与企业融资需求不足，加上政府发债高峰已过，导致社融同比大幅下降。数据公布后现券收益率略微下行。在经济基本面趋弱的背景下，期债下跌有底，可把握做多机会。

【策略建议】中期多单继续持有，短线可逢回调分批做多。

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：降息预期摇摆不定 贵金属冲高回落

【行情回顾】周四贵金属价格冲高后回落调整。美政府停摆暂时缓解后，贵金属进入阶段性获利了结阶段，同时美联储官员释放对 12 月 FOMC 鹰派言论，加剧贵金属与金融市场调整。消息面，美国众议院通过临时拨款法案，联邦政府关门结束，特朗普首席经济顾问哈塞特表示，10 月将获得一半的就业报告，没有失业率数据，估计政府关门造成 6 万人失业。美联储官员密集发声，整体传递出对降息路径的谨慎甚至偏鹰派立场，12 月降息预期已下降至 5 成：今年票委穆萨莱姆强调，面对不确定性，政策制定需保持谨慎，避免激进调整；明年票委哈玛克主张，当前利率水平已具限制性，建议“按兵不动”，观察经济反应；明年票委卡什卡利明确表态，不支持上月末的降息决定，认为 12 月是否行动应完全取决于即将公布的数据；后年票委戴利指出，现在就判断 12 月是否降息“为时过早”，需等待更多证据验证经济走势。最终 COMEX 黄金 2512 合约收报 4174.5 美元/盎司，-0.93%；美白银 2512 合约收报于 52.23 美元/盎司，-2.3%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 961.22 元/克，+1.56%；SHFE 白银 2512 合约收 12588 元/千克，+5.48%。

【降息预期与基金持仓】12 月降息预期摇摆不定。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 48.4%，降息 25 个基点的概率为 51.6%；美联储 1 月 29 日维持利率不变概率 29.1%，累计降息 25 个基点的概率为 50.3%，累计降息 50 个基点的概率 20.6%；美联储 3 月 19 日维持利率不变概率 17.1%，累计降息 25 个基点的概率为 41.6%，累计降息 50 个基点的概率 32.8%，累计降息 75 个基点的概率 8.5%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 2.29 吨至 1048.93 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 84.65 吨至 15173.28 吨。库存方面，SHFE 银库存日增 1 吨至 584 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，周五 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、及对 AI 防御式配置需求等）仍将助推贵金属价格重心继续上抬。短期看贵金属在近期快速反弹后，重回调整，但回调仍视为中长期补多机会。伦敦金阻力 4250，如突破可能重新测试前高 4380 区域，支撑 4050；白银因 COMEX 主力 2512 合约移仓缓慢预示一定挤仓风险而暴涨，阻力位上移至 54.5，强支撑 49.5-50。

铜：外盘铜价冲高回落，沪铜跟随概率大

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.06 美元/磅，跌 0.80%；LME 铜收于 10759 美元/吨，跌 0.78%；沪铜主力收于 87400 元/吨，涨 0.08%；国际铜收于 77880 元/吨，涨 0.1%。主力收盘后基差为 -340 元/吨，较上一交易日跌 270 元/吨，基差率 -0.39%。

沪伦比 13 日为 8.03，10 日 8.01，跨境比值回升。

【产业信息】1、13 日，上期所铜期货注册仓单 43957 吨，较前一日减少 131 吨；7 日，上期所铜库存 115035 吨，较前一日减少 1105 吨；13 日，LME 铜库存 136175 吨，较前一日减少 75 吨；LME 铜注册仓单 126050 吨，较前一日无变化，注销仓单 10125 吨。12 日，COMEX 铜库存 378303 吨，较 11 日增加 1672 吨。

2、央行数据显示，10 月末，本外币贷款余额 274.54 万亿元，同比增长 6.3%。月末人民币

贷款余额 270.61 万亿元，同比增长 6.5%。前十个月人民币贷款增加 14.97 万亿元。分部门看，住户贷款增加 7396 亿元，其中，短期贷款减少 5170 亿元，中长期贷款增加 1.26 万亿元；企（事）业单位贷款增加 13.79 万亿元，其中，短期贷款增加 4.34 万亿元，中长期贷款增加 8.32 万亿元，票据融资增加 9758 亿元；非银行业金融机构贷款减少 185 亿元。10 月末，外币贷款余额 5546 亿美元，同比下降 3%。前十个月外币贷款增加 125 亿美元。

【南华观点】当日现货市场采购情绪仍以刚需为主，期价维持 87500 上下窄幅震荡，技术面未现走坏，但上行动能缺乏，美联储决议未落地前，期价仍将在预期与现实之间拉扯，短期看现实偏弱压抑上涨幅度。

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

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 22050 元/吨，环比+1.31%，成交量为 30 万手，持仓 47 万手，伦铝收于 2877 美元/吨，环比-0.31%；氧化铝收于 2840 元/吨，环比+0.60%，成交量为 30 万手，持仓 41 万手；铸造铝合金收于 21340 元/吨，环比+0.87%，成交量为 9674 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，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。

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 22740 元/吨。其中成交量为 97686 手，持仓 10.29 万手。现货端，0#锌锭均价为 22630 元/吨，1#锌锭均价为 22560 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：延续震荡，等待明确信号

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 118930 元/吨，上涨 0.12%。不锈钢主力合约日盘收于 12475 元/吨，下跌 0.09%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122550 元/吨，升水为 3800 元/吨。SMM 电解镍为 120650 元/吨。进口镍均价调整至 119150 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28420 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7981.45 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 907 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.85%。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】

沪镍不锈钢日内延续震荡，成本支撑松动，整体上行动力有限，等待明确信号。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，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。不锈钢方面维持 12500 以内。现货方面出货压力较大，盘中一旦飘红则借势出货，以价换量节奏不改，实际下游接货意愿持续低迷，关注后续需求走势。

锡：偏强运行，短期不推荐追高

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 29.81 万元每吨；成交 15.18 手；持仓 4.36 万手。现货方面，SMM 1#锡价 296000 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。基本上，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。锡本身基本面有很好的理由，加上品种较小，资金易推动。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：增产去库需求好

【行情回顾】周四碳酸锂期货主力合约收于 87840 元/吨，日环比+1.46%。成交量 110.60 万手，日环比-3.43%；持仓量 53.65 万手，日环比+0.75 万手。碳酸锂 LC2601-LC2603 月差为 back 结构，日环比+40 元/吨。仓单数量总计 27508 手，日环比-779 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 984 美元/吨，日环比+0.92%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 84350 元/吨，日环比+1050 元/吨；电池级氢氧化锂报价 76180 元/吨，日环比+200 元/吨，贸易商基差报价走强。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动+230 元/吨，三元材料报价变动+1000 元/吨；六氟磷酸铁锂报价变动+3500 元/吨，电解液报价变动+0 元/吨。

【南华观点】基本面看，本周增产去库，市场需求较好，现货较强。技术面看，下方第一支撑位 8.3 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:需求较弱

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约收于 9145 元/吨，日环比变动-0.54%。成交量约 29.24 万手（日环比变动+12.26%），持仓量约 26.77 万手（日环比变动+0.56 万手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动+5 元/吨。仓单数量 45387 手，日环比变动-549 手。多晶硅期货主力合约收于 54195 元/吨，日环比变动+1.37%。成交量 27.79 万手（日环比变动-32.73%），持仓量 14.40 万手（日环比变动+0.34 万手），PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动+130 元/吨；仓单数量 9130 手，日环比变动-720 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 21650 元/吨，日环比+0.7%。

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：见顶后回调

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17650 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17500 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，铅价向上突破 17800 后回落。基本面上。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，加上再生铅复产，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】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：热卷继续累库

【盘面回顾】昨日成材震荡，五大材基本面数据公布，热卷继续累库，螺纹基本面相对热卷较好，卷螺差走缩

【基本面信息】昨日公布的五大材数据，本周五大钢材品种供应 834.周环比-2.6%；表观消费量为 860.60 万吨，环比-0.7%；总库存 1477.35 万吨，周环比-1.7%。其中热卷继续累库，但变化不大，综上钢材基本面偏中性，螺纹基本面稍好于热卷

【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：下游供需双弱

【盘面信息】铁矿石价格小幅反弹，价格波动缩小。

【信息整理】1. 根据钢联，本期热卷产量大幅下降，但仍在季节性最高位，表需也下降，总库存维稳；螺纹钢产量和需求皆下滑，但产量小于需求量，因此总库存下降；2. Mysteel 统计 54 家钢厂烧结矿周产量 701.44 万吨，环比上期增加 3.28 万吨，环比增加 0.47%。烧结矿库存 272.06 万吨，环比上期增加 9.89 万吨，环比增加 3.77%。3. 特朗普签署法案 美国政府停摆宣告结束。美国总统特朗普签署临时拨款法案，美国史上最长的政府“停摆”宣告结束。该法案将为联邦政府提供持续拨款，使大部分政府机构获得运作资金直至 2026 年 1 月 30 日。

【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。下游钢材供需双弱，热卷虽减产，但需求也下滑，因此高库存问题仍在。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。不过短期铁矿石结构性缺货，可交割品库存偏低，尽管铁矿石库存累库但基差持续走高。总得来说，短期价格偏震荡运行，驱动不显著。

焦煤焦炭：四轮提涨落地

【盘面回顾】震荡运行

【信息整理】

1. 2025 年 11 月 15 日零点起，邢台、天津、石家庄、唐山地区部分钢厂对湿熄焦炭上调 50 元/吨、干熄焦炭上调 55 元/吨。（第四轮提涨落地）
2. 本周日均铁水产量 236.88 万吨，环比+2.66；钢厂盈利率 38.96%，环比-0.87%。
3. 当地时间 11 月 12 日，美国总统特朗普在白宫签署了国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续 43 天的史上最长联邦政府“停摆”。
4. 本周，五大品种钢材总库存量 1477.34 万吨，环比降 26.23 万吨。其中，钢厂库存量 415.96 万吨，环比降 12.61 万吨；社会库存量 1061.38 万吨，环比降 13.62 万吨。
5. 本周，523 家炼焦煤矿山样本核定产能利用率为 86.3%，环比增 2.5%。原煤日均产量 192.0 万吨，环比增 5.6 万吨，原煤库存 434.6 万吨，环比增 15.3 万吨。

【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】昨日硅铁主力收 5506，+0.22%；硅锰主力收 5756，-0.24%

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

能化早评

原油：EIA 累库超预期，过剩压力加剧

【盘面动态】截至当天收盘，纽约商品交易所 12 月交货的轻质原油期货价格上涨 20 美分，收于每桶 58.69 美元，涨幅为 0.34%；1 月交货的伦敦布伦特原油期货价格上涨 30 美分，收于每桶 63.01 美元，涨幅为 0.48%。

【市场动态】1. EIA 报告：11 月 07 日当周美国原油出口减少 155.1 万桶/日至 281.6 万桶/日。

2. EIA 报告：11 月 07 日当周美国国内原油产量增加 21.1 万桶至 1386.2 万桶/日。3. EIA 报

告：除却战略储备的商业原油库存增加 641.3 万桶至 4.28 亿桶，增幅 1.52%。4. EIA 报告：美国原油产品四周平均供应量为 2060.6 万桶/日，较去年同期减少 0.95%。5. EIA 报告：11 月 07 日当周美国战略石油储备（SPR）库存增加 79.8 万桶至 4.104 亿桶，增幅 0.19%。6. EIA 报告：11 月 07 日当周美国除却战略储备的商业原油进口 522.2 万桶/日，较前一周减少 70.2 万桶/日。7. 美国至 11 月 7 日当周除却战略储备的商业原油库存为 2025 年 6 月 6 日当周以来最高。美国至 11 月 7 日当周 EIA 原油库存增幅录得 2025 年 7 月 25 日当周以来最大。美国至 11 月 7 日当周原油出口量为 2025 年 9 月 5 日当周以来最低。美国至 11 月 7 日当周国内原油产量增幅录得 2025 年 1 月 31 日当周以来最大。美国至 11 月 7 日当周 EIA 战略石油储备库存为 2022 年 9 月 30 日当周以来最高。

【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：偏强震荡

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4324（-34），LPG2601 盘面收于 4223（-34）；FEI M1 收于 500 美元/吨（+6），CP M1 收于 479 美元/吨（+6），MB M1 收于 337 美元/吨（-5）

【现货反馈】华东均价 4368（-10），山东均价 4440（+0），最便宜交割品价格 4300（-50）

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 78.31%（-0.33%）；独立炼厂开工率 53.25%（+0.8%），不含大炼化利用率为 49.01%（+0.89%），国内液化气外卖量 51.05 万吨（-0.85），醚后碳四商品量 17.68（-0.05）。需求端，PDH 本期开工率 71.74%（-3.71%），短期开工率维持在 70%-75% 左右。MTBE 端本期开工率 71.13%（+0.96%），外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 40.62（-0.98%）。库存端，厂内库存 17.94 万吨（-0.07），港口库 281.51 万吨（-16.9），本周到港依然比较少。

【观点】近日原油整体波动比较大，波动区间目前在 62-66 左右，外盘同样整体偏震荡。内盘 pg 相对较强。从本期基本面来看，供应端在到港较少下，环比继续小幅减少，同比季节性中性。需求端 PDH 端维持亏损状态，本期在海伟、巨正源检修情况下，开工小幅下行，整体维持 70-75 开工区间，关注后续可能的负反馈情况。另外库存端在港口到港偏低情况下，港口持续去库，目前库存回到 23 年同期水平。整体基本面中性偏好，但估值较高。

PTA-PX：供需偏强，多配看待

【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：供应端意外推动空头减仓，EG 低位反弹

【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。

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】

近日华南某装置意外停车，市场情绪发酵下前期空配资金减仓，eg 低位反弹。从目前评估来看，该装置原本 12 月初起存检修预期，暂时以检修提前来定性，11 月累库幅度收窄。但长期来看，估值承压格局不变，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 6480 (+20)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6280 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】昨日在原油下跌的行情中，聚烯烃却小幅走强。在当前的价格低位，聚烯烃继续向下的阻力增强。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：现货企稳，盘面底部回升

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6818 (+30)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6790 元/吨，华东现货价格为 6920 元/吨，华南现货价格为 7030 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】昨日在原油下跌的行情中，聚烯烃却小幅走强。在当前的价格低位，聚烯烃继续向下的阻力增强，加之近期现货端出现企稳回升的信号，总体格局有所转好。但是从中长期的基本面来看，PE 供强需弱的格局较难改变：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 上行驱动不足，预计回升空间相对有限。

纯苯苯乙烯：美国调油叙事再起，内盘明显反弹

【盘面回顾】BZ2603 收于 5545 (+111)，EB2512 收于 6438 (+132)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5395 (+60)，主力基差-180 (-51)。下午华东苯乙烯现货 6455 (+130)，主力基差 17 (-2)

【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，市场低位反弹。

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，短期盘面跟随纯苯走强。

燃料油：裂解偏弱

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2595 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：成本坍塌

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU01 收于 3164 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。

沥青：底部空间不大，关注冬储意愿

【盘面回顾】BU01 收于 3029 元/吨

【现货表现】11 月 13 日，国内沥青市场均价为 3389 元/吨，较上一日下跌 26 元/吨，跌幅 0.76%。华北市场需求持续低迷，加之成本面松动，区内观望情绪渐起，贸易商继续降价，刺激中下游用接货。华南市场社会库低价资源频出，主力炼厂昨日沥青价格集中下调，今日中石油沥青价格下调，区内成交重心下移。华东市场社会库处于降库趋势，区内沥青价格维持稳定。后市，北方市场需求释放不足，观望情绪浓厚，沥青价格或偏弱走势；南方市场主力炼厂沥青价格集中下调后，中下游用户接货积极性好转，沥青价格或保持稳定。

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率+4.8%至 28.6%，华东开工率-15.2%至 35.3%，中国沥青总的开工率-1.8%至 29.7%，山东沥青产量+3.1 至 15.2 万吨，中国产量-2.4 万吨至 53.2 万吨。需求端，中国沥青出货量-2.25 万吨至 30.88 万吨，山东出货+2.46 万吨至 11.22 万吨；库存端，山东社会库存 0 万吨至 12.0 万吨和山东炼厂库存-2.5 万吨至 15.1 万吨，中国社会库存-1.1 万吨至 36.2 万吨，中国企业库存-4.4 万吨至 41.8 万吨。

【南华观点】炼厂开工因部分炼厂检修影响和主营炼厂停产沥青，沥青总体供应减少。但胜星化工沥青恢复生产，且金诚石化沥青存在复产计划，将带动市场资源供应水平进一步提升，供需格局有望持续宽松，压制沥青价格。而需求端，整体现货市场交投依旧平淡，主要以消耗社会库存为主。短期旺季并没有超预期表现。库存结构上有所改善，厂库略微增加，社库呈现去库态势。成本端原油，近期原油偏弱震荡。现货基差持续走弱，符合需求逐渐转淡的特征。中长期看，需求端北方随着气温降低，需求逐渐结束。南方降雨减少后，赶工需求或提振整体消费。总之，沥青现阶段旺季并无超预期表现。由于成本端原油仍存地缘扰动，因此沥青短期继续偏弱看待，但注意交易节奏，短期单边可择机止盈离场。待反弹后重新布局卖出看涨期权赚取权利金。

橡胶&20 号胶：氛围回暖，承压上移

【行业动态】

- 1、宏观方面，美国总统签署临时拨款法案，美国政府将结束停摆。
- 2、10 月末，国内广义货币(M2)余额 335.13 万亿元，同比增长 8.2%。狭义货币(M1)余额 112 万亿元，同比增长 6.2%。流通中货币(M0)余额 13.55 万亿元，同比增长 10.6%。前十个月净投放现金 7284 亿元。
- 3、截至 2025 年 11 月 9 日，中国天然橡胶社会库存 105.63 万吨，环比增加 0.03 万吨，增

幅 0.03%。中国深色胶社会总库存为 66.43 万吨，增 0.97%。其中青岛现货库存增 0.4%；云南增 1.38%；越南 10#降 4.32%；NR 库存小计增加 5.97%。中国浅色胶社会总库存为 39.21 万吨，环比降 1.52%。其中老全乳胶环比降 2.93%，3L 环比降 0.63%，RU 库存小计增 0.08%。（来源：隆众资讯）

4、周度山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 64.70%，较上周走低 0.84 个百分点，较去年同期走高 5.70 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 74.37%，较上周走低 0.08 个百分点，较去年同期走低 4.38 个百分点。（来源：卓创资讯）

5、OPEC 预计 2026 年石油市场将达到供需平衡水平。

6、根据马来西亚统计局公布数据显示，今年 9 月马来西亚天然橡胶产量为 26,647 吨，较 8 月的 31,285 吨减少 14.8%，同比去年 9 月的 31,847 吨减少 16.3%。

【核心观点】

汽车配套产销与出口表现良好带来一定支撑，目前下游开工持稳，虽前期整体情绪转弱，下游待跌心态加强，但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。当前干胶库存累库，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；天胶供应上量的弱预期带来一定压力，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。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，而天然橡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，橡胶系均企稳回升。RU 仓单迟迟未累，云南月底或迎来大幅降温，短期国内全乳供应预期或有所转强，同时结合各现货价差看，全乳估值或有望进一步修复。目前多空分歧加大，橡胶系上升过程承压。短期橡胶维或持震荡中缓慢回抬趋势，预期多空强弱格局为 RU>NR>BR。RU2601 参考区间为 15100—15600；NR2601 区间参考 12000—12500。

尿素：出口配额增加

【盘面动态】：周四尿素 01 收盘 1658

【现货反馈】：周四国内尿素行情盘整为主，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 1480-1630 元/吨。国内尿素基本面依旧偏弱，国家化肥商业储备建储采购交易今天第一天竞拍，关注市场情绪，或能一定程度上缓解上游工厂压力。短线国内尿素行情继续区间整理。

【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：近端矛盾持续

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1239，2.06%

【基本面信息】

本周纯碱库存 170.73 吨，环比周一+0.11 万吨，环比上周四-0.69 万吨；其中，轻碱库存 80.02 万吨，环比周一+0.25 万吨，环比上周四-1.44 万吨，重碱库存 90.71 万吨，环比周一-0.14 万吨，环比上周四+0.75 万吨。

【南华观点】

3 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 3 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 1056，0.67%

【基本面信息】

截止到 20251113，全国浮法玻璃样本企业总库存 6324.7 万重箱，环比+11.1 万重箱，环比+0.18%，同比+33.61%。折库存天数 27.5 天，较上期+0.4 天。本周华北地区出货较前期减缓，随着市场情绪减弱，业者采购积极性下降，消化自身库存货源为主，区域库存环比增加。东北地区企业出货不一，部分企业外发较多，整体区域库存环比小幅下降。本周华东市场企业整体出货较上周明显放缓，行业库存微幅下降，周内部分企业通过降价或凑量优惠政策来刺激出货，因此当地玻璃企业库存略显分化。华中市场本周产销较上周放缓，中下游拿货多以刚需为主，多数企业库存较上期增加。西南整体出货情况一般，周内延续累库趋势。

【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 2337，-0.3%

【基本面信息】

国内液碱市场局部下降。今日华北山东聊城地区个别企业负荷提升，供应增加，低浓碱市场积极出货，淄博地区高浓碱出货尚可，有企业价格小幅上涨，其他地区市场平稳运行。东北地区液碱市场供需平衡，价格维持稳态。西北陕西地区市场供应充足，但需求一般，价格有降。华中地区氯碱企业出货节奏平稳，市场成交稳定。华东浙江及福建一带下游采购谨慎，企业出货价格灵活下降。西南及华南地区厂家多交付订单为主，市场平稳运行。

【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：胶版纸大幅回落

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格白天先震荡上行，至盘中回落，后再度上行，整体呈宽幅

震荡态势，日内高点为 5542 元/吨；胶版纸期货整体震荡下行，日内最低点位 4246 元/吨。

【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，部分地区现货价格仍有所上行，故期价底部仍有一定支撑。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。昨日期价有明显下滑，一方面在于期价至高位而有所回落，另一方面，此前提价未有基本面支撑，在后续未有停机减产等措施跟进的情况下，市场信心相对不足，故期价有所回落。

就当前来看，纸浆期价短期预计维持偏震荡走势，胶版纸期货价格预计偏弱企稳。

原木：网格策略，以及期权双卖可继续配置

【盘面】lg2601 收盘于 783.5（+5），持仓 1.8 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 760，5.9 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，上周岚山地区，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，上周 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) 区间网格策略 2) 中长期策略，关注 01-03 反套机会。3) 逢高卖出 lg2601-C-800 头寸，逢低卖出 lg2601-P-750 头寸。

丙烯：震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5890（+3），PL2603 盘面收于 5918（+22）；PP-PL01 价差 590（+17），PP01-PL03 价差 562（-2）；PL01-03 月差-28（-19）

【现货反馈】山东均价 5780（+15），华东均价 5850（-0）

【基本面数据】供应端，丙烯产量 122.61 万吨（-2.14），开工率 74.17%（-1.29%）。主营炼厂开工率 78.31%（-0.33%）；独立炼厂开工率 53.25%（+0.8%），不含大炼化利用率为 49.01%（+0.89%）；蒸汽裂解开工率 81.19%（+0.56%）；PDH 开工率 71.74%（-3.71%），开工率短期

维持在 70%-75%左右。MTO 开工率 89.26% (-0.55%)。需求端 PP 开工小幅回升，本期 PP 粒料开工率 7.87 万吨 (+0.11 万吨)；另外下游本周开停工并行，PO 开工率抬升 1.11%到 74.91%；正丁醇开工下滑 3.28%至 82.6%；丙烯酸开工抬升 5.16%至 72.12%；

【观点】原油端近期整体在 62-66 震荡。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，本周开工继续上行供需压力下 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，本周在海伟及巨正源检修情况下开工下行，但短期依然维持高位，关注后续负反馈情况，预期维持震荡格局。

以上评论由分析师凌川惠 (Z0019531)、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)、胡紫阳 (Z0018822) 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 11860 日环比+0.55%

【现货报价】全国生猪均价 11.65 (-0.1) 元/公斤，其中河南 11.79 (-0.05) 元/公斤、四川 11.31 (-0.12) 元/公斤、湖南 11.4 (-0.1)、辽宁 11.47 (-0.1) 元/公斤、广东 12.66 (+0.02) 元/公斤。

【现货情况】

屠企采购难度不大，不过部分区域存在于市场出档量缩减，采购计划收购缓慢，部分企业反馈有计划缺口。短期来看，连续跌价后，养殖主体对抗情绪有所升温。二次育肥补栏及出栏节奏都表现一般，补栏方面，主要受制于价格持续偏弱，加之市场情绪缺乏对于价格的明确止跌驱动，导致二育补栏节奏缓慢。

【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】外盘在报告公布前继续拉升，内盘正套回归，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：豆油预计维持板块中相对强势

【盘面回顾】外盘美豆受到单产下调预期影响继续反弹，马棕油延续震荡，国内油脂预计延续震荡，但豆油或仍较强势。

【供需分析】棕榈油：印度 10 月棕榈油进口跌至 60 万吨，在植物油进口中占比跌下 50%。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，虽有增产但基本符合预期，马棕产地利空暂时出尽，进入减产季后棕油性价比仍存。印尼政府宣布明年棕榈油种植园将开始扩种，不过与此同时 12 月开始 B50 将正式进入道路测试，如明年实行 B50 印尼棕油出口将下降 10% 以上，关注政策的进展。

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，不过美豆需求回升，成本端有一定支撑，美国政府停摆有望结束，关注 USDA 报告是否下调美豆单产。

菜油：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，但 11 月澳菜籽到港后菜油供应增加，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：现货表现僵持 期货展现突破形态

【期货动态】周四，豆一盘面延续高位整理运行，整体偏强，01 合约小幅收高于 4129 元，昨日成交量小幅增加，持仓量小幅减少，注册仓单 11792 手，夜盘走高突破，期价刷新数月来高点；

【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，+0.0 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、中央储备粮拜泉直属库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】近期，大豆现货价格进入僵持状态，整体高位稳定，高蛋白相对强势，东北产区价格少有波动，购销活动平稳，市场卖压可被市场有效消化，目前持粮主体卖粮行为分散，有观望惜售心理，收购主体在目前价格收购行为谨慎，基本顺价操作为主，且前期库存较为宽裕，暂无较大提价动力；国储收购封闭价格下行空间，价格上下波动驱动均有不足；南方产区持稳，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；现货涨价后限制销区采买热情，维持刚需采购为主；期货端高位偏强整理，夜盘出

现上攻动作，期价再度形成突破；

【南华观点】期价高位震荡后展现上行姿态，多头趋势延续；

玉米&淀粉：期现市场共振偏强运行

【期货动态】周四，玉米盘面震荡运行，尾盘收高，主力 01 合约收高于 2186 元/吨，逼近 2200 元关口，持仓量小幅增加，成交量减少，注册仓单增加至 69337 手；淀粉盘面走势强于玉米，主力 01 合约收平于 2506 元，持仓量与成交量增加；

【现货报价】玉米：锦州港：2150 元/吨，+10 元/吨；蛇口港：2530 元/吨（无货），+0 元/吨；哈尔滨报价 2020 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2460 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2740 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】玉米现货市场涨价潮延续，昨日山东、华北继续普涨，东北稳中有涨，锦州港收购价格继续上调，中下游提价促量意愿强烈，但刺激上量效果一般，目前供应端观望情绪在价格走高下有所增强，短期市场供需结构出现调整，华北产区价格压力在 10 月份充分释放，东北产区国储大面积托市收购封闭产区价格下行空间，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，在供应偏少下，刚需导致的提价收购或保持常态，不过短期注意随着价格上涨，持粮主体售粮意愿的变化，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；淀粉市场走货稳定，期现价格跟随原料走高，尤其期货盘面涨势有所加强；

【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%，市场预期美棉产量或有上调，关注 USDA 供需报告发布情况。隔夜郑棉小幅下跌。

【外棉信息】10 月科特迪瓦棉花出口量约为 1.2 万吨，环比增加 73.3%，同比减少 17%，是自 2 月以来最大月度出口量，从当月出口目的地看，印度是主要出口国，占总出口量的约 50%，其次孟加拉占比 31%，巴基斯坦占比 12%。

【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 12 日，全国新年度棉花公证检验量累计 272.58 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：关注压力

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四回落，关注巴西产量前景。

昨日夜盘，郑糖小幅回落，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 5530-5730 元/吨。

【市场信息】1. IBGE 调查显示，巴西 2025 年甘蔗种植面积 941.3903 万公顷，较上月上调 0.6%，较上年增加 2.1%，甘蔗产量较上年减少 1%。

2. 11 月 12 日当周巴西港口待运船只数 69 艘，上周为 81 艘，待运食糖 265.71 万吨，上周

为 305.98 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 3040，日环比-0.75%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.98（-0.01）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.04（-0.01）元/斤。

【现货情况】

本周鸡蛋主产区均价 3.01 元/斤，较上周上涨 0.10 元/斤，涨幅 3.43%，本周鸡蛋主销区均价 3.06 元/斤，较上周上涨 0.09 元/斤，涨幅 3.03%。本周主产区价格先涨后跌。周初，市场延续上周反弹趋势，终端补货积极性尚可，各环节走货稍快，库存有所降低，蛋价维持窄幅波动趋势；下半周，红蛋产区走货速度不快，各个环节均有不同程度累库，内销市场表现一般，且随着红蛋表现偏弱，粉蛋随即走货速度放缓，蛋价开始小幅度下跌。

【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，部分养殖户出现淘鸡，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：强势上涨

【期货动态】昨日苹果期货价格大幅上涨，强势突破前期高点。

【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 12 日，全国主产区苹果冷库库存量为 764.24 万吨，低于去年同期（2024 年 11 月 13 日 854.78 万吨）90.54 万吨，跌幅 10.59%。山东产区库容比为 51.27%。陕西产区库容比为 59.64%。甘肃产区库容比为 68.03%。卓创数据显示，全国苹果库存 735.77 万吨。

【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，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 3 车，参考新季到货特级 10.50-11.00 元/公斤，一级 9.50-10.00 元/公斤，价格略有下调。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。