

## 金融期货早评

### 宏观：关注美国经济数据发布

【市场资讯】1)《求是》杂志发表中共中央总书记重要文章《因地制宜发展新质生产力》。韩文秀《求是》署名文章：深刻领会因地制宜发展新质生产力的重要论述和决策部署。2)李强主持召开国务院常务会议，部署增强消费品供需适配性进一步促进消费政策措施。3)财政部：有力有效实施积极的财政政策，坚持扩大内需，支持建设强大国内市场。4)吴清：抓紧研究谋划“十五五”时期资本市场战略任务和重大举措，着力推动市场更具韧性、更加稳健，制度更加包容、更具吸引力。5)中国公布 10 月经济数据，规模以上工业增加值同比增 4.9%、社会消费品零售同比增 2.9%、1-10 月固定资产投资同比降 1.7%、房地产开发投资同比降 14.7%，均不同程度不及 9 月；各线城市房价环比同比下降，一线二手房价格环比降幅收窄至 0.9%、同比跌幅扩大。6)中国市场监管总局公布《互联网平台反垄断合规指引（征求意见稿）》，提出八类新型垄断风险场景。7)针对高市早苗发表台湾问题挑衅言论，央视玉渊谭天称中方已做好对日实质反制准备，首次在中日外交场合提出“迎头痛击”；文旅部提醒中国游客近期避免前往日本；教育部发布赴日留学预警。8)美国重磅数据时间表确定：11 月 20 日发布 9 月非农，美联储偏爱指标 PCE 于 11 月 26 日发布。9)民众不满生活成本，特朗普政府将部分农产品移出“对等关税”清单，包括牛肉、咖啡和水果等数十种常见商品。39%关税持续三个月将终结：瑞士达成协议，美国关税降至 15%。韩美贸易协议落定：韩国斥资 3500 亿美元投资美国，换取关税下调与核技术让步。10)美联储鹰派系抢眼、今明年票委均反对 12 月降息，米兰再呼吁降息，截至上周五，市场对 12 月降息预期概率已跌至四成。

【核心逻辑】海外方面，美国政府停摆落幕，后续需重点关注经济数据发布节奏及其所反映的停摆对实际经济的冲击程度。同时，上周美联储人事变动引发市场聚焦。亚特兰大联储主席即将退休，鸽派候选人有望接任；下任美联储主席人选悬念待解，若哈塞特当选，或将进一步打开降息空间。国内层面，当前经济数据显示基本面呈现边际降温态势。出口受基数效应与假期因素扰动短期下行，内需增速有所回落，后续政策托底的力度及实际效果将成为核心关注焦点。

### 人民币汇率：关注美国经济数据发布

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1007，较上一交易日下跌 48 个基点，夜盘收报 7.0994。人民币对美元中间价报 7.0825，调升 40 个基点。

【重要资讯】1)李强主持召开国务院常务会议，部署增强消费品供需适配性进一步促进消费政策措施。2)财政部：有力有效实施积极的财政政策，坚持扩大内需，支持建设强大国内市场。3)中国公布 10 月经济数据，规模以上工业增加值同比增 4.9%、社会消费品零售同比增 2.9%、1-10 月固定资产投资同比降 1.7%、房地产开发投资同比降 14.7%，均不同程度不及 9 月；各线城市房价环比同比下降，一线二手房价格环比降幅收窄至 0.9%、同比跌幅扩大。4)针对高市早苗发表台湾问题挑衅言论，央视玉渊谭天称中方已做好对日实质反制准备，首次在中日外交场合提出“迎头痛击”；文旅部提醒中国游客近期避免前往日本；教育部发布赴日留学预警。5)美国重磅数据时间表确定：11 月 20 日发布 9 月非农，美联储偏爱指标 PCE 于 11 月 26 日发布。6)美联储鹰派系抢眼、今明年票委均反对 12 月降息，米兰再呼吁降息，截至上周五，市场对 12 月降息预期概率已跌至四成。

【核心逻辑】美元指数上周受美国政府关门僵局终结、就业数据表现疲软、美联储再现人事变动、多位美联储官员释放偏鹰表态影响，走势相对疲软。在此背景下，美元兑人民币

汇率借力美元指数的弱势表现，叠加中间价的持续引导及市场结汇力量的支撑，成功下行突破 7.10 关口，整体表现偏强。后续需重点关注经济数据发布节奏及其所反映的停摆对实际经济的冲击程度。此外，国内企业结汇意愿亦值得跟踪，后续伴随季节性效应逐步显现，人民币对美元汇率有望获得一定升值支撑。

【策略建议】短期内，建议出口企业可在 7.12 附近，择机逢高分批锁定远期结汇，以规避汇率回落可能导致的收益缩水风险；进口企业则可在 7.07 关口附近采取滚动购汇的策略。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

重要声明：以上内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

## 股指：数据验证基本面弱复苏，震荡延续

【市场回顾】

上个交易日股指偏弱运行，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 1.57%。从资金面来看，两市成交额回落 838.83 亿元。期指均放量下跌。

【重要资讯】

1. 《求是》杂志发表中共中央总书记重要文章《因地制宜发展新质生产力》。韩文秀《求是》署名文章：深刻领会因地制宜发展新质生产力的重要论述和决策部署。
2. 李强主持召开国务院常务会议，部署增强消费品供需适配性进一步促进消费政策措施。

【核心逻辑】

上周 10 月金融数据及经济数据公布，M1、M2 同比增速均回落，信贷继续同比少增，居民需求降温，企业部门主要由票据支撑，工业增加值、社零、固投数据同比均低于前值，表明国内基本面仍未走出弱复苏态势。短期市场交易逻辑难以向“基本面修复”有效过渡，在政策托底与资金止盈意愿上升的博弈下股指预计延续震荡格局，本周需注意外围因素的扰动。一方面近期美国官员鹰派言论压制降息预期，美国政府结束停摆后本周开始将陆续发布关键经济数据，降息预期波动大概率影响 A 股风险偏好，尤其中小盘指数受利率敏感性影响，波动可能进一步加剧；另一方面英伟达 Q3 财报将公布，或将左右相关板块走势。

【南华观点】短期预计延续震荡

## 国债：中线多单持有

【市场回顾】上周期债震荡，市场缺乏交易热点。资金面前紧后松。

【重要资讯】1. 针对高市早苗发表台湾问题挑衅言论，央视玉渊谭天称中方已做好对日实质反制准备，首次在中日外交场合提出“迎头痛击”；文旅部提醒中国游客近期避免前往日本；教育部发布赴日留学预警。2. 特朗普拟削减部分食品杂货的关税 缓解选民对物价的担忧。

【核心观点】10 月经济、金融数据多数不及预期，但市场对基本面数据反应不大，主要原因在于短期宽松预期不高。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，长短期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，但在央行并不急于释放信号，因此短期市场交易情绪不高。周末中日关系快速恶化，关注资本市场是否产生避险情绪。

【策略建议】中期多单继续持有，短线可逢回调分批做多。

## 集运欧线：ec2602 合约 2 月 9 日为最后交易日得到确认

现货市场静待需求端实质性改善。

### 【行情回顾】

昨日（11 月 14 日），集运指数（欧线）期货市场表现分化。主力合约 EC2512 收盘于 1790 点，较前一交易日上涨 0.4%。远月合约 EC2602 收盘于 1605 点，跌幅 0.4%，EC2604 合约收盘于 1157.7 点，下跌 0.9%。现货市场方面，上周五公布的 SCFI 欧线为 1471USD/TEU。最新一期 SCFIS 欧线指数暂未公布，市场关注 11 月船公司提价执行情况与四季度货量季节性变化。

### 【信息整理】

当前市场受宏观环境与行业基本面双重影响，多空博弈激烈：

利多因素：

- 1) 国内经济部分指标韧性犹存：10 月工业增加值同比增长 4.9%，铁路发送旅客量前 10 月同比增 6.4%创历史新高，基础物流需求具备支撑。
- 2) 供应链潜在扰动：近期寒潮天气影响我国大部地区，港口作业效率可能短期受限，加之芯片涨价潮推动高价值货类运输需求。
- 3) 政策托底预期：国常会部署增强消费供需适配性，若后续促消费政策落地，可能间接提振贸易活动。

利空因素：

- 1) 内需动能减弱：10 月社零总额同比增速连续 5 个月回落至 2.9%，1-10 月固定资产投资同比下降 1.7%，终端消费与投资疲软制约货量增长。
- 2) 全球贸易不确定性：美国贸易代表访欧谈判存变数，加之多国经济数据波动，外贸需求复苏持续性存疑。
- 3) 运力过剩格局未解：红海航线复航预期仍存，若地缘冲突缓和导致绕行船舶回归，市场运力供给压力将再度凸显。

### 【交易研判】

趋势交易者建议观望为主，谨慎追涨，可待回调至区间下沿轻仓试多，严格设置止损。套利者关注 12-02 的反套头寸，以及 02-04 的正套头寸。

### 【风险提示】

- 1) 警惕国内经济数据不及预期导致货量进一步下滑。
- 2) 关注船公司 11 月涨价实际执行效果与现货订舱情况。
- 3) 地缘政治局势变化可能引发运力供给预期快速转向。

以上评论由分析师徐晨曦（Z0001908）、宋霁鹏（Z0016598）、潘响（Z0021448）提供。

大宗商品早评

有色早评



## 黄金&白银：冲高回落 重回调整

【盘面回顾】上周贵金属价格冲高回落，周线收长上影线 K 线。影响因素看，前半周因美国政府停摆有望结束，既缓解了市场流动性紧缺问题，也有利于通过数据验证停摆对经济压力的加剧作用，从而支撑美联储 12 月降息预期，贵金属跟随大类资产普涨。周三美联储人事再生变，亚特兰大联储主席博斯蒂克明年 2 月退休，此前力主“12 月按兵不动”；被视为“美联储三把手”的纽约联储行长威廉姆斯则表示可能很快重启购债，只为给流动性上保险。但后半周，美联储官员释放对 12 月 FOMC 鹰派言论，降息预期下降至五成，在美国科技股风险高企的背景下，黄金因与 AI 配置的捆绑格局而跟随科技股同步下跌。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 1.94 吨至 1044 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 129.79 吨至 15218.4 吨。短线 CFTC 基金持仓受美政府停摆事件影响继续停更。库存方面，COMEX 黄金库存周减 10.8 吨至 1162.7 吨，COMEX 白银库存周减 138.3 吨至 14795 吨；SHFE 黄金库存周增 0.81 吨至 90.43 吨，SHFE 白银库存周减 46.16 吨至 576.9 吨；上海金交所白银库存（截至 11 月 7 日当周）周减 7.9 吨至 822.4 吨。

【本周关注】数据方面，重点关注美国政府重启后的数据补发，特别是美国非农就业报告。事件方面，周二 02:00，2026 年 FOMC 票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利主持一场炉边谈话。周三 00:00，2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金就经济前景发表讲话；08:55，2026 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根在一场活动上致闭幕词。周四 01:45，2027 年 FOMC 票委、里奇蒙联储主席巴尔金就经济前景发表讲话；03:00，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。周四 03:00，美联储公布货币政策会议纪要。周五 01:40，2025 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话；07:45，2026 年 FOMC 票委、费城联储主席保罗森就经济前景发表讲话；20:30，FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。

【南华观点】尽管从中长期维度看，央行购金以及投资需求增长（货币宽松前景与阶段性避险交易）仍将助推贵金属价格重心继续上抬，但短期波动放大且日线转为偏弱，预示短期调整或将延续，建议关注 200 日均线回踩情况。伦敦金阻力 4250，支撑 4050，强支撑 3900 区域；白银阻力 52，支撑 49.3，强支撑 46.5。

## 铜：宏观面多空对冲，基本面主动去库，铜价涨幅受限

【盘面回顾】上周国内主力期货合约价格波动区间在【85750~87920】，周五收于 86900 元/吨，周内仓差-11834 手，周内涨 0.66%，振幅 2.51%。由于合约处于展期过程中，沪铜 12 月合约资金继续流出，1 月合约多空资金高位博弈明显。

上周沪铜加权指数交易量环比增加 26.72%，沪铜加权指数持仓量环比继续减少 0.23%，市场投机度底部回升。1 月合约前 20 期货公司净多持仓量为负，环比降幅扩大，体现出铜价处于目前价格水平，多头资金平仓为主。

LME 铜价主要位于【10727.5，11018】区间波动，最后收于 10846 美元/吨，周内仓差-585 手，环比下跌 0.26%，振幅 2.67%；COMEX 铜价主要位于【496.7，516.3】区间波动，最后收于 505 美分/磅，环比下跌 0.97%，振幅 3.84%。

【产业信息】1、14 日，上期所铜期货注册仓单 49830 吨，较前一日大幅增加 5873 吨；上期所铜库存 109407 吨，较前一日大幅减少 5628 吨；14 日，LME 铜库存 135725 吨，较前一日减少 450 吨；LME 铜注册仓单 126075 吨，较前一日增加 25 吨，注销仓单 9650 吨。14 日，COMEX 铜库存 381296 吨，较 13 日增加 1857 吨。

2、Freeport 印尼 Grasberg 矿泄漏调查结束部分复产。Grasberg 铜金矿泥浆泄漏致工人死亡事件的调查已结束，公司已收到政府的整改建议，Freeport-McMoRan 在提交给美国证

券交易委员会的文件中称，Grasberg 矿区的 Big Gossan 矿和 Deep Mill Level Zone 矿未受泥浆泄漏影响，已于 10 月底恢复运营。

3、美联储理事米兰支持加快降息，提议至少降 25 基点。美联储理事米兰称，为避免美国经济在未来出现走弱情况，他支持进一步采取降息举措。米兰始终坚信，降息速度应快于传统的每次 25 个基点的节奏。和此前两次联邦公开市场委员会会议时的态度一致，他再次提议降息 50 个基点，同时也表明，至少应降息 25 个基点。

【南华观点】上周，宏观面多空参半，市场先“交易预期，后交易现实”。美国政府结束停摆，特朗普签署生效，联邦机构恢复运转，市场期待 12 月降息偏多情绪对冲前周美国关税政策偏空情绪。同时，中国 M2 供应量同比好于预期及 CPI/PPI 数据偏多预期对冲社融增速、人民币贷款增速回落偏空现实。

基本面上，预期回升，但节奏偏缓。下游需求在铜价回落中有补库需求，但采购成交并未放量，仍以刚需为主。当周，下游开工率将继续回升，但整体弱于往年同期。周一（11 月 17 日），2511 月合约迎来最后交易日，同时于 18 日~19 日进行交割。关注跨月价差（>300 元/吨）是否会吸引仓单轮转。

预计当周铜价继续在下游企业采购心态中寻找平衡点，若能放量，铜价重心继续上移，波动区间或将在【87000，89000】；否则，铜价重心维持，波动区间或将在【86000，87000】。

【南华策略】1、12 月合约关注 86000 一线支撑，89000 一线压力。2、上周国内外铜价波动出现差异，建议关注多 LME 铜空 SHFE 铜的套利策略。3、对于需要备货的下游企业，仍然建议采取“卖出看跌期权+逢低买入期货”的组合策略，降低采购成本；对于有成品库存压力的企业，建议做卖看涨期权进行保值。执行价可随行情修正。

风险点在于：美联储利率决议不及预期

## 铝产业链：沪铝部分多头离场

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21840 元/吨，环比-0.68%，成交量为 30 万手，持仓 42 万手，伦铝收于 2858.5 美元/吨，环比-0.64%；氧化铝收于 2822 元/吨，环比-0.32%，成交量为 34 万手，持仓 42 万手；铸造铝合金收于 21095 元/吨，环比-0.82%，成交量为 7456 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。本周随着投机资金的继续流入，沪铝价格和持仓均达到高点，持仓和价格变动呈现明显相关性，周五沪铝出现叫大幅回撤原因仍部分多头离场，目前来看空头资金仍处于观望态度并未入场。宏观方面，美国政府停摆问题解决，宏观的关注点重新回到 12 月降息博弈上，由于最近出现通胀持续的迹象，12 月降息预期明显下降至 44%，但在非农压力下，我们认为 12 月仍有降息可能。基本面方面，当前国内供应保持稳定，但铝水比例下降，铸锭量提升，主要因为下游需求减弱，一方面是部分板块正从旺季转向淡季开工边际减弱，另一方面铝价冲高部分加工企业减产。总的来说，电解铝海外供应预期收紧，给予资金看涨动力，大量资金流入沪铝使得铝价上涨，但下游需求难以支撑如此高的价格，我们认为沪铝后续或将高位震荡。

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：宏观谨慎，小幅回调

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收于 22425 元/吨。其中成交量为 12.36 万手，持仓 10.02 万手。现货端，0#锌锭均价为 22490 元/吨，1#锌锭均价为 22420 元/吨。

【产业表现】今日暂无

【核心逻辑】上一交易日，锌价高位回调。基本上，目前冶炼端抢矿现象严重，海外矿价格无优势且国内矿增量较少，造成 11 月 TC 再次大幅下降。基于这两个原因，冶炼端 11 月减停产意愿上升，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

## 锡：宏观压制，观察回调

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 29.14 万元每吨；成交 10.39 手；持仓 3.61 万手。现货方面，SMM 1#锡价 292100 元每吨。

【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价日内回调。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

## 工业硅&多晶硅:基本面偏弱，宽幅震荡

【行情回顾】上周工业硅期货加权指数合约周五收盘价 9012 元/吨，周环比-2.08%；成交量 36.38 万手，周环比-19.22%，持仓量 40.36 万手，周环比-2.94 万手；工业硅 SI2601-SI2605 月差为 back 结构，周环比-45 元/吨；仓单数量 45345 手，周环比-835 手。

上周多晶硅加权指数合约收于 53931 元/吨，周环比+1.25%；成交量 32.56 万手，周环比-1.49%，持仓量 24.10 万手，周环比+1.39 万手；多晶硅 PS2601-PS2605 月差为 back 结构，周环比+825 元/吨；仓单数量 9850 手，周环比+260 手。

【产业表现】上周产业链现货市场表现一般。供给：工业硅市场报价周环比变动+0%，硅粉市场报价周度涨跌幅+1.51%。需求：三氯氢硅报价周环比+0%，有机硅市场报价周环比+9.87%；铝合金市场报价周环比+0.93%。

产量：工业硅产量环比变动-13.79%，原生铝合金开工率环比变动+0.67%，再生铝合金开工率环比变动+2.54%；有机硅产量环比变动+8.97%。库存：本周工业硅库存环比变动-0.1 万吨，原生铝合金库存环比变动-0.18%，再生铝合金库存环比变动-5.45%。

上周光伏产业现货市场表现一般。供给：本周原料端硅粉价格周环比变动+1.51%，N 型多晶硅复投料报价周环比+0.19%。需求：N 型硅片报价周环比-3%；Topcon-183 电池片报价周环比-1.65%；集中式 N 型 182 组件报价周环比+0.15%，分布式 N 型 182 组件报价周环比-0.15%。终端周度中标均价 0.73 元/瓦，周环比+1.39%。

产量：多晶硅产量环比变动-0.74%，硅片产量环比变动-3.33%。库存：多晶硅总库存环比变动+1.19%，硅片库存环比变动+2.49%，电池片库存环比变动+50.91%，组件库存环比变动



-1.92%。

【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：小幅回调

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17495 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17425 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，铅价小幅回调。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）、余维函（F03144703）提供。

## 黑色早评

### 螺纹&热卷：成材震荡，底部支撑

【盘面回顾】上周成材维持震荡，焦煤的下跌并没有带动成材的下跌，短期看成材的底部支撑较强，但又缺乏向上的驱动，维持震荡的可能性会更大。卷螺差方面，上周热卷继续累库但变化不大，螺纹继续维持去库，热卷库存压力较大，卷螺差走缩。

【核心逻辑】最近两周钢材的减产实际是在逐步兑现的，螺纹尽管供需双弱，但供需平衡是在边际改善的，库存维持缓慢去库的趋势。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，板材出口保持高位的支撑出口需求不错，但内需环比逐渐走弱，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，本周虽环比上涨，但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继续下跌，为 38.95%，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。成本端铁矿上周铁矿发运量和到港量的下滑，港口库存继续累库但累库速度放缓，铁矿的高估值近期已有回落，下方受到冬储补库的预期支撑。卷螺差方面，热卷库存的去库压力相对螺纹较大，可能还是需要依赖减产去实现去库，但从期限结构看，热卷近月合约呈现 C 结构，螺纹整体呈现 B 结构，卷螺差走缩可能难以走出趋势性行情。

【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：总库存累积，但结构性缺货

【南华观点】铁矿石基本面短期供需双弱，库存累库，但结构性缺货，价格缺乏大涨或大跌的趋势性强驱动。不过从盈亏比上来看，目前更倾向于空单逢低去减仓（特别是近月合约），一方面产业链矛盾有通过减产在缓解，另一方面，铁矿石结构性缺货，可交割品库存低，若遇到突发宏观利好，价格向上弹性会比较好。

供应端，四大矿发运近期有所减少，有在控制发运节奏。非主流矿还在全力发运，非主流矿的发运量仍在季节性高位。西芒杜投产，第一批船货约 200 万吨，更多的是象征性的，目前影响不大。总体来看，全球发运量同比过剩的幅度在放缓。

需求端，本周日均铁水环比+2.66 万吨至 236.88 万吨，但根据检修情况，预计铁水产量后期仍承压运行。目前螺纹钢季节性去库，在减产后的基本面的矛盾有所缓解，不过钢厂利润没有反弹，因此螺纹钢产量短期难以反弹，基本面在修复过程中。热卷产量也边际回落，但同时热卷的表观需求量也边际下滑，而热卷的总库存维持。而往年同期，热卷的总库存已经大幅下降了，因此在需求缺乏新亮点的前提下，目前的热卷减产还不够，仍需要进一步减产才能解决热卷高库存的问题。不过中国出口钢材的同比增速已经大幅放缓，当月同比增速已经从 7 月的 25%，由正转负至-12.5%，钢材出口的支撑作用在减弱，或者说已经从高速增长转变为高原平稳的走势。

库存端，铁矿石港口库存持续累库，库存超季节性累积。港口库存持续累库，近两周累库近 500 多万吨。但铁矿石可交割品（品牌粗粉）库存持续走低，使得基差走强，这是做空近月铁矿石合约需要注意的风险。

估值端，焦煤价格大跌，焦煤-铁矿石价差收窄。在钢厂利润偏低的情况下，焦煤的大跌对铁矿石价格形成了一定的支撑，产生了“跷跷板”效应。不过目前焦煤整体库存不高，蒙煤通关增加，但结构性缺货仍在，目前价格更高概率是高位回调，挤出高估值泡沫，不存在趋势大跌的基础。因此，后面仍存在焦煤估值回升，挤压铁矿石价格的可能性。

宏观端，美国政府重新开门，财政力量回归，中国经济主要指标皆边际回落了，但尚未有达到需要经济刺激的程度。短期国内处于政策真空期，下一个宏观节点要等到 12 月中旬的美联储议息会议和中央经济工作会议。

因此总结，铁矿石基本面短期供需双弱，库存累库，但结构性缺货，价格缺乏大涨或大跌的趋势性强驱动。不过从盈亏比上来看，目前更倾向于空单逢低去减仓（特别是近月合约），一方面产业链矛盾有通过减产在缓解，另一方面，铁矿石结构性缺货，可交割品库存低，若遇到突发宏观利好，价格向上弹性会比较好。

## 焦煤焦炭：现货估值偏高，终端采购放缓

【核心逻辑】近期国家发改委发布公告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，铁水产量仍有下降预期，煤焦需求呈现季节性走弱，焦炭四轮提涨落地后继续提涨难度较大。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，终端对降价煤仍有补库需求，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】焦煤参考区间（1100，1350），焦炭参考区间（1600，1850），若价格回落至区间下沿附近时，盘面有企稳反弹迹象，可考虑布局多单。

## 硅铁&硅锰：继续累库

【盘面回顾】上周受到焦煤保供消息的影响，铁合金震荡走弱。硅锰主力环比-0.21%，总持仓量环比+6.81%；硅铁主力环比-0.65%，总持仓量+8.37%。

【核心逻辑】钢厂盈利率继续下滑，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，铁合金目前面临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，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+10.3%，硅铁企业库存环比+3.3%，库存压力较大。本周硅铁产量开始减产，硅锰产量已经连续多周的减产，下游需求逐渐走弱，去库依赖路径可能还是需要减产去实现。

【南华观点】铁合金面临自身高库存和弱需求的基本面，成本端焦煤价格受保供影响下，成本重心可能下移，但铁合金下方空间有限，预计铁合金震荡偏弱。

以上评论由分析师张泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

## 能化早评

### 原油：供应宽松压制油价，地缘与避险风险成关键

【盘面动态】美油主力合约收涨 2.15%，报 59.95 美元/桶，周涨 0.18%；布伦特原油主力合约涨 1.97%，报 64.25 美元/桶，周涨 0.97%。

【市场动态】1. 乌克兰总参谋部宣称对俄罗斯萨马拉州境内的俄罗斯石油公司新古比雪夫斯克炼油厂实施打击，这是乌方对俄境内纵深地带燃料生产行业发动的一系列袭击中的最新一例。乌军总参谋部在 Telegram 频道发表声明，称监测到目标区域发生爆炸并引发火灾，但未具体说明受损程度。此外，乌克兰更新了此前通报的周六对大型炼油厂梁赞炼油厂的袭击成果，称已损坏两座主要原油加工装置、一个储油罐及管道栈桥。涉事企业尚未置评，但梁赞州州长周六称有无人机残骸坠落在某企业厂区内，未指明具体企业名称。2. 据两名行业消息人士透露及伦敦证券交易所集团（LSEG）数据显示，在经历为期两天的暂停后，俄罗斯新罗西斯克港已于周日恢复石油装运作业。根据 LSEG 数据，苏伊士型油轮“阿兰”号与阿芙拉型油轮“罗德斯”号目前正在该港口的泊位装运石油。此前，乌克兰无人机袭击导致俄罗斯黑海港口新罗西斯克于周五暂停石油出口，俄罗斯石油管道垄断企业 Transneft 随即暂停向该出口终端供应原油。此次袭击造成该港口两处石油泊位受损，致使港口运营一度中断。

【南华观点】上周原油呈 N 型波动且重心下移，当前在 63-65 美元震荡。上周五因俄罗斯新罗西斯克港遭袭（中断 220 万桶/日出口）油价大涨，但港口已恢复作业，需警惕盘面回落及 63 美元支撑位。汽柴油支撑弱化或继续回落，炼厂开工提升的支撑有限，叠加全球原油供应高位，市场宽松格局压制油价。地缘风险短期解除，宏观面中性但需关注资金避

险情绪。中短期原油维持 60-65 美元低位震荡，重点留意地缘与避险风险。

## LPG：偏强震荡

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4350 (+26)，LPG2601 盘面收于 4256 (+33)；FEI M1 收于 503 美元/吨 (+3)，CP M1 收于 486 美元/吨 (+6)，MB M1 收于 343 美元/吨 (+5)

【现货反馈】华东均价 4364 (-4)，山东均价 4440 (+0)，最便宜交割品价格 4300 (0)

【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%)，国内液化气外销量 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：调油逻辑强化，PX-TA 偏强运行

【基本面情况】PX 供应端上海石化 70w 本周停车，中化泉州 80w 本周意外停车，原定 12 月初的检修计划预计提前执行，负荷降至 86.8% (-3%)，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 14 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 供需预计将再次出现缺口，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 月维持小幅过剩预期但幅度收窄，整体格局仍然偏紧张。效益方面，近期石脑油走弱，MX 大幅反弹，PXN 走扩至 256.5 (+15)，PX-MX 走缩至 98.5 (-9)。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，供应端中泰石化 120w 提负，四川能投 100w 按计划停车，TA 负荷降至 75.7% (-0.7%)；后续虹港石化 250w、逸盛宁波 220w 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 232 万吨 (+4)。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 现金流加工费本周修复至 152 (+52)，但仍处低位；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，本周部分装置停车检修，聚酯负荷降至 90.5% (-0.8%)，但下周仍有装置存重启预期，预计聚酯负荷将回升至 91% 偏上。短期来看，聚酯需求在效益与库存结构均保持健康的背景下预计高位维持，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，终端织机负荷小幅下滑。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，关注后续新装置投产进度与停车装置复产可能，瓶片是后续聚酯负荷高度的决定因素。

【观点】近期芳烃调油逻辑再次强化，汽油裂解价差持续走强，芳烃环节 MX 和甲苯需求增长，甲苯调油-歧化经济性维持高位，周内传闻亚洲向美国芳烃供应物流量兑现，韩国歧

化利润持续低位压缩，出现降负信号，对 PX 支撑偏强。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 11 月预计高位维持，PTA 供需边际有较大好转，加工费得到阶段性修复。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，PX-PTA 供需结构在能化板块相对较好，成为部分资金多配选择。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-PTA 的结构性矛盾同样压制 PTA 加工费修复空间，成本端原油价格预期同样偏空，在操作上，单边 01 合约 4800 上方压力较大，加工费方面，TA01 盘面加工费前期做扩头寸考虑止盈。

## MEG-瓶片：供应端意外推动价格反弹，考虑卖看涨表达做空观点

【库存】华东港口库至 66.1 万吨，环比上期增加 9.9 万吨。

【装置】镇海炼化 80w、通辽金煤 30w、建元 26w 近期重启，华谊 20w、红四方 30w 近期停车。

### 【基本面情况】

基本面方面，供应端本周意外与预期兑现均较多，负荷油升煤降，总负荷持稳至 72.59% (+0.15%)；其中，乙烯制方面，镇海炼化 80w 重启，中海壳牌 80w 降负；煤制方面，通辽金煤 30w、建元 26w 重启，华谊 20w、红四方 30w 停车，煤制负荷降至 69.34% (-2.6%)；后续新装置巴斯夫 83w、畅亿 20w 计划投料试车，中化学 30w 计划重启，正达凯 60w 计划停车，关注兑现情况。效益方面，原料端油价小幅走强，乙烯走弱，动力煤价格走强，EG 现货价格持续走弱，乙烯制利润持稳，煤制边际利润大幅压缩至 -650 (-85)；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 与乙烯罐相关产品均走势偏弱，EO 相对 EG 经济性小幅走强，若经济性继续扩大后续存在切换 EO 可能，但 EO 需求淡季影响预计有限；HDPE 相对 EG 经济性总体持稳，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，周内港口发货不佳，下周一港口显性库存预计大幅累库至 70 万吨偏上。需求端，本周部分装置停车检修，聚酯负荷降至 90.5% (-0.8%)，但下周仍有装置存重启预期，预计聚酯负荷将回升至 91%偏上。短期来看，聚酯需求在效益与库存结构均保持健康的背景下预计高位维持，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，终端织机负荷小幅下滑。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，关注后续新装置投产进度与停车装置复产可能，瓶片是后续聚酯负荷高度的决定因素。

### 【观点】

总体来看，乙二醇需求端变化不大，聚酯需求 11 月预计维持在 91%附近，12 月起随季节性走弱。近期供应端装置意外较多，后续累库斜率有所缓和，在价格上与 11 月 9 日的周报观点一致，动力煤走势偏强的背景下成本端支撑加强，表现为 3900 下方继续破位下跌难度变大。但长期来看，累库斜率放缓与兑现推迟均为节奏问题，供需偏过剩预期下估值承压格局难以扭转，当前近端显性库存累库预期已得到部分兑现，对供应端意外的抗风险能力同样增强，因此在操作上仍然维持逢高布空的思路不变。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下方，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。具体操作上，01 合约 3900 下方可考虑空单止盈转为卖出看涨期权的形式来表达。



## 尿素：出口配额增加

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1652

【现货反馈】：周末国内尿素行情稳中下滑，跌幅 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1480-1630 元/吨。山东、河南局部低价跌至 1530 元/吨附近，新单成交有明显好转，个别价格反弹。但国内尿素供大于求格局不变，行情反弹动力持续不强。短线国内尿素行情弱势区间整理，关注盘面波动。

【库存】：2025 年 11 月 12 日，中国尿素生产企业产量 137.69 万吨，较上期涨 2.24 万吨，环比涨 1.65%，中国尿素企业总库存量 148.36 万吨，较上周减少 9.45 万吨，环比减少 5.99%。

【南华观点】：进入 11 月，在政策保供与生产利润修复的支撑下，尿素日产预计将维持高位，高供应对价格构成显著压力。然而出口政策的适时、连续调节，持续为基本面泄压，从而削弱了价格的下行驱动强度。在出口政策调控背景下，短期现货价格受到明显支撑，业内情绪有提升，短线国内尿素行情稳中偏强。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。总体而言，尿素市场处于基本面与政策的区间内。短期其下行空间受到有力支撑，但上方同样承压，预计将延续震荡走势。

## PP：成本支撑增强

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6474（-6）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6310 元/吨，华东现货价格为 6440 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 79.55%（+1.77%）。本周部分装置重启叠加广西石化投产，供给量有所提升。但是由于当前 PDH 利润情况较差，包括河北海伟、举证源在内的 PDH 装置陆续出现停车检修的情况，下周装置检修损失量预计回升，PP 供应压力将略有缓解。需求端，本期下游平均开工率为 53.28%（+0.14%）。其中，BOPP 开工率为 62.6%（+0.15%），CPP 开工率为 62.05%（-0.9%），无纺布开工率为 41.33%（+0.63%），塑编开工率为 44.26%（-0.22%）。本周 PP 下游开工率小幅上升，其中无纺布开工率本周增长相对明显，其他下游增长有限。库存方面，PP 总库存环比上升 0.82%。上游库存中，两油库存环比上升 7.26%，煤化工库存下降 4.61%，地方炼厂库存下降 2.57%，PDH 库存下降 0.47%。中游库存中，贸易商库存环比下降 6.61%，港口库存上升 3.56%。

【观点】本周虽然原油出现明显走弱，但是化工品总体跌幅有限。聚烯烃在当前的低估值下，继续下跌的阻力加大，本周总体呈现底部震荡的格局。从 PP 的基本面情况来看：在供应端，近期装置检修有所增多，一是中化泉州因装置失火提前进入年底大检进入检修，二是巨正源因成本问题意外停车。当前 PDH 利润再度降至低位，装置临时停车风险升高，若后续有更多装置出现停车情况，供应压力有望得到缓解，从而支撑 PP 底部回升。在需求端，近两周下游需求表现较为良好，低价之下，下游补库意愿有所增加。但进入年末，需求进一步增量的空间将相对有限。综合来看，因丙烷成本抬升，PP 短期供需情况有所转好，但中长期来看，在需求增量有限的情况下，PP 供需压力仍存，因此当前格局支持 PP1-5 正套。

## PE：底部回升，但空间有限

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6853（+35）。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6830 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 83.14% (+0.58%)。本周多套装置相继在月初重启，装置如期重启，开工率有所回升。进入年末，PE 检修量基本维持低位，另外叠加广西石化两套装置（40 万吨全密度装置+30 万吨 HDPE 装置）于本周正式投产，PE 供应压力持续偏大。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 49.96% (-0.36%)。其中，农膜开工率为 49.96% (+0%)，包装膜开工率为 50.78% (-0.37%)，管材开工率为 31.67% (+0%)，注塑开工率为 50.95% (-0.6%)，中空开工率为 40.29% (-0.44%)，拉丝开工率为 36.22% (-1.1%)。本周 PE 开工率总体回落，仅有农膜和管材开工率保持不变，其他主要下游开工率均有所下滑。库存方面，本期 PE 总库存环比上升 2.95%，上游石化库存环比上升 10%，煤化工库存下降 4%；中游社会库存下降 2%。

【观点】本周虽然原油出现明显走弱，但是化工品总体跌幅有限。聚烯烃在当前的低估值下，继续下跌的阻力加大，本周总体呈现底部震荡的格局。从 PE 的基本面情况来看：在供应端，虽然近期预计装置检修量将小幅回升，但是当前检修量的绝对水平并不高，叠加广西石化两套新装置的投产，PE 压力持续偏大。在需求端，短期下游需求尚可，当前偏低的价格叠加较好的订单情况增强了下游补库的意愿，因此本周现货价格基本跟随盘面止跌回升。但是中中长期看，目前已进入旺季的尾声，后续需求进一步增长的空间有限。所以将较难为 PE 提供持续的增长动力。综合来看，PE 供需格局短期略有改善，但中长期偏弱的格局不变，所以虽然近期 PE 呈现出底部回升的趋势，但是预计回升的空间将比较有限。

### 纯苯苯乙烯：调油叙事再起，低位反弹

【盘面回顾】BZ2603 收于 5526 (-13)，EB2512 收于 6450 (+13)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5395 (-)，主力基差 -131 (+13)。下午华东苯乙烯现货 6480 (+25)，主力基差 30 (+12)

【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 13 日，中国苯乙烯工厂样本库存量 18.94 万吨，较上一周期增 0.94 万吨，环比增长 5.22%。

【南华观点】

纯苯方面，国内歧化利润走差的情况下短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。国外，美国芳烃调油需求好转之下多套歧化装置降负导致纯苯供需增，本周美湾纯苯价格明显走强，美亚纯苯价差拉大，虽然在关税未取消的情况下当前窗口并未完全打开，但在绝对价格如此低位的情况下，出口可能对于市场的情绪提振十分明显。本周纯苯进口船货集中到港，下周一港口预计将累库。四季度供应预期仍维持高位；而需求端难有支撑，平衡表看纯苯仍将维持过剩。后续继续关注歧化负反馈以及是否出现美亚纯苯实际成交。

苯乙烯方面，120 万吨新装置已落地，配套下游暂未跟上的情况下外放量较大，本周恒力推迟其装置检修，国恩新装置投产，中化泉州因不可抗力检修提前，综合来看四季度苯乙烯去库程度有所减轻。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，去库压力仍较大。虽然本周内盘纯苯苯乙烯在外盘纯苯价格带动下低位反弹，但在基本面没有发生较大转变的情况下，反弹高度有限。

### 燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘，FU01 报 2609 升水新加坡 01 月纸货 -1 美元/吨

【产业表现】供给端：从供应端看，10 月份全球燃料油产量 -11.4 万桶/天，高硫供应缩量

有限，10 月份供应缩量主要来源于俄罗斯，目前已经逐步恢复；进入 10 月份，俄罗斯高硫出口-64 万吨，伊朗高硫出口-0.7 万吨，伊拉克+65 万吨，墨西哥出口+40 万吨，委内瑞拉-17 万吨，10 月份出口端稳定，进入 11 月份，伊朗和俄罗斯出口继续缩量，墨西哥出口依然处于高位；需求端，在船加注市场，11 月份新加坡进口依然高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，11 月份中国+63 万吨，印度-35 万吨，美国-20 万吨，进料需求走弱，在发电需求方面，因发电旺季已过，11 月份其中沙特出口 36 万吨，埃及进口 33 万吨，阿联酋进口 36 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】虽然俄乌冲突加剧，俄罗斯高硫燃料油出口持续缩量，但发电和用料需求走弱，船用油需求提振有限，过剩的货物涌向新加坡和中国，当前高硫裂解依然处于高位，依然看空高硫裂解。

## 低硫燃料油：低位盘整

【盘面回顾】截止到夜盘，LU01 报 3251 元/吨，升水新加坡 1 月纸货 8.7 美元/吨

【产业表现】供给端：10 月份，全球燃料油产量-11.4 万桶/天至 646 万桶/天，缩减的大多数是低硫，国内低硫配额转 62 万吨到成品油，导致国内低硫配额不足，余下的两个月会增加 20-30 万吨每月的进口，Dar Blend 原油供应缩量，但前期过剩产量集中到货，丹格特炼厂可能继续检修，10 月 30 日，由于科威特 Al-Zour 炼厂发生火灾，影响了常压渣油脱硫装置，预计检修时间为两周，到目前为止已经尚未看到科威特低硫出口船期，低硫供应有缩量的风险；出口端，进入 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，10 月份，新加坡加注量 481 万吨，低硫加注 243 万吨，环比+8 万吨，中国加注量 163 万吨，低硫加注 119 万吨，环比-9 万吨；进口端，10 月份中国进口+28 万吨，日韩进口-6 万吨，新加坡-23 万吨；11 月份，中国进口-4 万吨，日韩台+3 万吨，香港+11 万吨；库存端，新加坡库存+147 万桶；ARA+4 万吨，舟山-5 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 3037 元/吨

【现货表现】山东地炼重交沥青价格 3010 元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率+6.8%至 35.4%，华东开工率+1.3%至 36.6%，中国沥青总的开工率-0.7%至 29.0%，山东沥青产量+3.1 至 18.3 万吨，中国产量-1.8 万吨至 51.4 万吨。需求端，中国沥青出货量-9.58 万吨至 21.3 万吨，山东出货-3.77 万吨至 7.45 万吨；库存端，山东社会库存-1.2 万吨至 10.8 万吨和山东炼厂库存+1.7 万吨为 16.8 万吨，中国社会库存-3.9 万吨至 32.3 万吨，中国企业库存+1.9 万吨至 43.7 万吨。

【南华观点】过去一周沥青期货跌幅较为流畅，也符合前期的逢高做空的判断。总的来看短期价格快速下跌后，现货端和盘面临近整数关口后有趋稳态势。观点并无大的变化，如下所述：本周炼厂开工因部分炼厂复产沥青，沥青总体供应增加。而需求端，整体现货市场交投随着价格下探成交阶段性转好，主要以消耗社会库存为主。短期旺季翘尾更并没有超预期表现。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，赶工需求翘尾或提振整体消费。总之，沥青现阶段旺季并无超预期表现。短期需要关注冬储情况，炼厂是否会进一步调整价格刺激拿货，或许是 BU01 的估值锚定点。由于成本端原油仍存地缘扰动，因此沥青短期维持震荡看待。

## 橡胶&20 号胶：原料仍坚挺，关注产区天气与下游开工

### 【行业动态】

- 1、宏观方面，美国总统签署临时拨款法案，美国政府将迎来停摆结束。
- 2、据国家统计局数据，10 月份，我国规模以上工业增加值同比实际增长 4.9%，比上月增长 0.17%。1—10 月份，规模以上工业增加值累计同比增长 6.1%。70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比和同比均下降。2025 年 1—10 月份，全国固定资产投资(不含农户)408914 亿元，同比下降 1.7%。其中，民间固定资产投资同比下降 4.5%。
- 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、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。据卓创资讯监测本周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：隆众资讯）

### 【核心观点】

天气扰动和供应上量预期减弱，汽车轮胎下游开工持稳共同带来一定支撑，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，固定资产投资和房地产投资持续下滑，内需增长承压且出口阻碍仍存；海内外天气扰动不大的情况下，天胶供应上量的弱预期带来压力，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，合成胶震荡企稳。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，结合各现货价差看，全乳估值或有望进一步修复，但多空分歧加大，橡胶系上升过程持续承压。

## 玻璃纯碱烧碱：现实偏弱，盘面低头

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1226，1.05%

### 【基本面信息】

本周纯碱库存 170.73 万吨，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】

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 1032，-2.27%

【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 2327，-0.43%

【基本面信息】

国内液碱市场均价下降。今日国内液碱市场价格整体以稳为主，氯碱企业多维持正常生产，市场供应充足，北方地区氧化铝企业对液碱采购需求波动不大，非铝下游按需采购，厂家多平稳出货为主；西北及华东地区市场需求一般，成交较为谨慎，碱厂多积极出货，价格方面暂稳。其他地区市场供需关系亦无明显变化，交易情况稳定。

【南华观点】

现货改善有限，下游整体补库不及预期；烧碱产量高位波动，供应压力持续；估值上，液氯价格中上偏强，氯碱利润维持中高位置，削弱了成本支撑，碱厂也没有主动减产的动机。近端交易逻辑在于原料端整体偏强，但现实供需偏弱，下游补库一直不及预期；氧化铝承压，供应局部开始调整，开工下滑，影响烧碱需求预期；氯碱整体维持中高利润，液氯相对偏强，产量高位，供应压力持续。远期上高利润限制价格高度，中长期投产压力继续，供需格局偏弱。

## 纸浆&胶版纸：期价延续宽幅震荡，中枢略偏下移

【盘面回顾】：上周五纸浆期货价格白天大幅下行，后有所回升，日内低点为 5428 元/吨；胶版纸期货整体震荡下行。

【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 14 日，港口库存 211 万吨（+10.2）。

【月差结构】：纸浆：12-01 反套观望

【南华观点】：纸浆现货价格上周五普遍下跌 10-50 元/吨不等，再度由涨转跌，引领期价下行。美国政府史上最长“停摆”结束，但经济领域受较大负面影响，同样从宏观角度利空期价走势。此外，港口库存再度上涨 10.2 万吨，回升至相对高位，同样带来一定利空因素。但因部分浆厂停产，从供应角度带来一定利好，故期价跌至相对低位后有所回升。对于胶版纸来说，现货价格继续保持相对稳定。期价延续下行趋势，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。延续此前判断，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。

## 原木:做时间的玫瑰?

【盘面】lg2601 收盘于 788.5 (+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 811 元/立方米（长三角），814 元/立方米（山东）。

【库存】截止 11.7 日，全国库存量 293 万方（+5）。

【核心矛盾】

截止 11 月 7 日原木港口库存 293 万方（+5），日均出库量为 6.63 万方/日（+0.35），持续保持韧性。现货端，太仓 4 米中，6 米中 A 规格本周下调 10 元。岚山地区 5.9 米大 A 价格下调。PFP 报价从 118 下调至 116USD。消息层面，美国原木进口放开对于期货市场的影响相对较小。盘面上，lg2601 合约周度上涨 1.28%，本周保持低波震荡状态。lg2603 合约上涨 0.38%，持仓仅 4000 手。空 01-03 的价差的机会，可长期关注（中长期策略，目前距离兑现还尚早）。逻辑是，临近交割月，开始深贴水的基本面并没有改变，可以参考 11 合约 10 月底的走势，以及 11-01 的价差走势。03 合约“理论上”还有金三银四的传统旺季支撑。该价差可逢高布空。

【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 5903 (+13)，PL2603 盘面收于 5917 (-1)；PP-PL01 价差 571 (-19)，PP01-PL03 价差 557 (-5)；PL01-03 月差-14 (+14)

【现货反馈】山东均价 5805 (+25)，华东均价 5875 (+25)

【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，本周在上衣检修及下游复产情况下，整体工减需增，现货市场小幅涨价。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）、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：近月压力依旧偏大

【期货动态】LH2601 收于 11775 日环比-0.72%

【现货报价】全国生猪均价 11.56 (-0.1) 元/公斤，其中河南 11.65 (-0.2) 元/公斤、四川 11.25 (-0.00) 元/公斤、湖南 11.33 (-0.00)、辽宁 11.5 (-0.11) 元/公斤、广东 12.35 (-0.15) 元/公斤。

【现货情况】

北方周末虽说部分渠道降温后消费有所增量,可白条走货未见明显好转,拖累宰量大幅增加预期;反观市场出栏积极性较强,且缺失二有进场支撑,所以周末行情偏弱运行。

南方周末多数区域价格稳定运行,首先来自于市场对于低价的抵触心态;其次是受益于周末部分群体出栏量受损;短期来看,市场缺失明显多空扰动,外围亦无持续走弱预期。

【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。近期二育补栏减弱,近月出栏压力依旧持续,远月受预期影响,走势偏强。建议观望为主,适当反套参与。

### 油料：USDA 报告发布利多兑现不及预期

【盘面回顾】本次 11 月 USDA 报告数据于周末公布,属于美国政府自停摆以来首份官方平衡表数据。市场原预期本次将调减美豆单产至 53 蒲/英亩以下,伴随中方采购消息对应美豆出口调整至 18 亿蒲,最终期末库存对应 1 至 2 亿蒲水平,但实际报告数据虽调整方向大致相同,但利多幅度偏小,美豆周末收跌,对应内盘周一开盘预期低开 40-50 点左右。

【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 950 万吨,12 月 750 万吨,1 月 600 万吨左右,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】后续来看,外盘美豆交易重点仍在于供应端 53 蒲/英亩单产是否存在继续调减趋势,需求端美方宣称的 1200 万吨中方采购,对应美豆出口能否兑现在年度平衡表内。若最终维持 3 亿蒲附近库存水平,则美豆年度价格仍将维持成本线附近区间震荡走势;对应内盘豆粕在此平衡表下仍缺乏有效单边驱动,回归基本面来看,近月将开始计价季节性

去库逻辑而表现偏强，而远月受制于巴西供应压力将继续表现弱势，近强远弱的正套逻辑延续。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：USDA 不及预期，油脂预计随之走弱

【盘面回顾】USDA 报告不及市场预期，美豆下跌，国内油脂预计开盘后小幅走弱，但幅度或有限。

【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 报告后马来端利空基本出尽，11 月进入减产季后棕油性性价比仍存。印尼政府宣布明年棕榈油种植园将开始扩种，不过另一方面来看印尼 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：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。USDA 公布 11 月数据，下调美豆单产，但下调幅度有限，低于市场预期，美豆端小幅走弱，豆油成本支撑稍有减弱。

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较多，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，关注远月 05 合约的上行机会。

## 豆一：盘面延续强势

【期货动态】豆一价格周度继续走高，期价创数月高点，周度上涨 2.36%或 97 元/吨，收于 4215 元，成交量有所减少，持仓量明显增加，注册仓单增加至 12032 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、中央储备粮拜泉直属库、北安直属库收购新季国产大豆，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。

【拍卖】11 月 18 日油脂公司举办国产大豆竞价销售专场，拍卖数量 35692 吨；

【市场分析】周度国产大豆偏强运行，东北地区豆价稳中偏强，价格整体僵持，得益于国储托市与农户挺价，不过贸易商收购日趋谨慎，优质货源在期货上涨带动下有所提价动作；南方产区因优质豆源紧俏，价格局部走强，市场收购平淡，贸易商存惜售情绪，导致整体购销节奏偏慢。销区刚需采购为主，备货需求逐步满足，高位采购有所谨慎；整体看国产大豆本身供大于需的基本面暂未变，但供应结构变化，优质大豆货源继续受市场青睐，而中低蛋白大豆的消耗进度或对价格运行节奏产生较大影响；目前情况看，国产大豆价格底部反转特征进一步明显，尤其体现在期货价格，新季大豆供应季带来的价格冲击或结束，后期或以确认底部及震荡偏强运行特征为主；

【南华观点】资金做多意愿较强，多头趋势延续；

## 玉米&淀粉：主动卖压收缩 价格顺势走高

【期货动态】玉米盘面周度继续走强，主力 01 合约周涨幅 1.68%，收于 2185 元/吨，持仓量减少，成交量小幅增加，注册仓位增加至 69337 手；

淀粉市场周度同步玉米盘面走强，涨幅基本持平于玉米，主力 01 合约上涨 1.75%，收于 2505 元，持仓量与成交量小幅增加；

【现货报价】玉米：锦州港：2160 元/吨，+10 元/吨；蛇口港：2530 元/吨（无货），+0 元/吨；哈尔滨报价 2030 元/吨，+10 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2490 元/吨，+30 元/吨；山东潍坊报价 2740 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】周度期现货价格共振上涨为主，东北产区黑龙江地区周末期间上涨较多，其他地区涨势略强，锦州港收购价格持续走高，南港价格跟涨为主，港口库存增长速度缓和；华北黄淮产区现货涨势明显，基层小麦种植受到降雨影响出现延迟，影响玉米售卖进度，尤其山东地区受到现货上量较少影响，下游企业持续大范围提价收购，涨势最为明显；整体来看，玉米价格在现货供应宽松周期内出现转强表现，供应收敛是主要驱动因素，下游刚需提价收购支撑涨价，玉米市场从供应季的供强需弱状态中有所脱离，后期关注随着价格走高，是否刺激现货卖压涌出现象，尤其是种植主体年底前售粮变现、归还贷款导致的售粮小高峰仍将检验价格韧性，价格或在稳中有强运行基础上间歇性承压，短期避免追高行为，但仍可关注逢价格回调后的采购机会；

周度玉米淀粉市场偏强运行。原料价格上行带来支撑，淀粉签单走货尚可，局部供应偏紧，成本增强叠加供应利好支撑淀粉价格略有上涨。

【南华观点】底部区间偏强震荡 单边上行难度较大。

## 棉花：美棉产量上调

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉下跌超 0.5%，USDA 预期美棉产量达 307.3 万吨，较九月上调 19.4 万吨。上周五郑棉小幅下跌。

【外棉信息】据巴西国家商品供应公司，巴西 24/25 年度（对应 USDA25/26 年度）棉花总产预期维持在 407.7 万吨，预期 25/26 年度（对应 USDA26/27 年度）巴西全国植棉面积为 213.7 万公顷，同比增加 2.4%，全国单产为 125.7 公斤/亩，同比减少 3.5%，总产预期为 402.8 万吨，同比减少 1.2%。

【郑棉信息】目前全疆棉花采收工作已基本完成，截至 2025 年 11 月 13 日，全国新年度棉花公证检验量累计 283.12 万吨，新棉加快上市，近期日度公检量增加至 10 万吨上下，国内棉花库存明显回升，短期供应压力逐渐增加，盘面套保压力仍存。当前下游纱布厂负荷基本持稳，补库力度偏弱，但国内需求表现出一定韧性，据国家统计局数据，10 月份，中国服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额为 1471 亿元，环比增长 19.54%，同比增长 9.21%，当前纱布厂库存压力不大，对原料仍存在刚性补库需求。

【南华观点】当前国内棉花供给压力逐渐加大，13600-13800 附近套保压力仍存，且需求端表现暂显一般，棉价进一步上行动力尚显欠缺，短期棉价或震荡偏弱，但下游仍具韧性，等待宏观回暖，关注反套机会。

## 白糖：内外价差有所回缩

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五大涨，因巴西和印度供应预期下降。

周五夜盘，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。昆明中间商报价 5540-5730 元/吨。

【市场信息】1.BGE 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。

5.10 月下半月巴西中南部压榨甘蔗 3110.8 万吨，同比增长 41.3%，产糖 206.8 万吨，增长 16.4%，制糖比 46.02%。

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 JD2601 收于 3235，日环比-0.92%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.97（-0.01）元/斤；主销区鸡蛋均价为 3.04（-0.00）元/斤。

【现货情况】

当前为消费淡季，市场暂无节日等利多支撑，各环节拿货情绪谨慎，积极清库存为主，各市场走货不一，产区蛋价稳定为主，吉林，河北，云南局部小幅下滑。销区各市场到车正常，走货一般，价格持稳观望。

【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：强势上涨

【期货动态】昨日苹果期货价格继续上涨，短期价格继续走强。

【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有入库，下周山东货也将逐步出库，近期小果售卖较好。

【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：收购进度缓慢

【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】上周五广东如意坊市场到货 6 车；河北崔尔庄市场到货 8 车，参考新季到货特级 10.30-11.00 元/公斤，一级 9.30-10.00 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 13 日，36 家样本点物理库存在 9840 吨，周环比增加 299 吨，同比增加 141.47%。

【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。