

## 金融期货早评

### 宏观：关注美国就业数据公布

【市场资讯】1) 李强会见俄罗斯总统普京。2) 美国 10 月 18 日当周首次申请失业救济人数 23.2 万，政府关门致官方报告持续缺席以来首次公布。“小非农”ADP 周度就业数据：截至 11 月 1 日的四周，美国私营部门就业人数平均每周减少 2500 人。3) 沙特王储七年来首次访美给特朗普派“大礼”，确认对美国投资增至 1 万亿美元；美国务卿称将发放沙特芯片出口许可；特朗普会晤前称将批准向沙特出售 F-35 战机。4) 特朗普自称已选定美联储主席人选，美财长称人选缩减至五个，包括现任联储理事沃勒和鲍曼、前理事沃什、白宫经济顾问哈塞特、贝莱德高管里德。5) 白宫审查新规：拟对美国公民海外加密资产征税。6) 美财政部报告：9 月海外投资者持有美债规模 9.25 万亿美元、逼近最高纪录，日本美债持仓连增九个月创逾三年新高，英国持仓九个月来首降。

【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：关注美国就业数据公布

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1125，较上一交易日下跌 77 个基点，夜盘收报 7.1074。人民币对美元中间价报 7.0856，调贬 40 个基点。

【重要资讯】1) 美国 10 月 18 日当周首次申请失业救济人数 23.2 万，政府关门致官方报告持续缺席以来首次公布。“小非农”ADP 周度就业数据：截至 11 月 1 日的四周，美国私营部门就业人数平均每周减少 2500 人。2) 特朗普自称已选定美联储主席人选，美财长称人选缩减至五个，包括现任联储理事沃勒和鲍曼、前理事沃什、白宫经济顾问哈塞特、贝莱德高管里德。

【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，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，人民币对美元汇率表现偏强。受美国疲软的就业数据拖累，美元指数盘中下跌。后续需重点关注美国非农就业数据的发布情况。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：延续走弱，但情绪并未完全转悲

#### 【市场回顾】

上个交易日股指集体收跌，大盘股指相对抗跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.65%。从资金面来看，两市成交额回升 152.77 亿元。期指方面，IH 缩量下跌，其余品种均放量下跌。

### 【重要资讯】

1. 美国 10 月 18 日当周首次申请失业救济人数 23.2 万，政府关门致官方报告持续缺席以来首次公布。“小非农”ADP 周度就业数据：截至 11 月 1 日的四周，美国私营部门就业人数平均每周减少 2500 人。

### 【核心逻辑】

昨日股指延续调整，中小盘股指跌幅相对较大，目前市场以政策利好预期与资金止盈意愿增强间博弈为主，短期消息面较平淡，利好政策信号减弱，指数回调压力加大，叠加亚太市场普跌，加大 A 股下行压力，前期表现较优的化工、电池板块回调，AI 板块则走强，呈现出高低切的状态。期指基差表现分化，IF 除下季合约基差回落外其余合约均贴水收敛，IH 合约基差回落，IC、IM 合约基差大幅回升，脱离 10% 以下历史分位，连续两日跌幅较大股指其期指基差均明显走强，加上尾盘指数有所回升，表明下方存在支撑，市场情绪并未完全悲观。总的来看，短期预计延续调整，但利好政策预期托底下方支撑稳固，股指下行空间有限。指数风格方面，外围变数较大的情况下，防御性指数上证 50 预计延续优势。

【南华观点】短期预计延续震荡

## 国债：中期多单持有

【市场回顾】周二期债延续震荡格局，品种全线收涨。资金面持续偏紧，DR001 在 1.53% 附近。

【重要资讯】1. 英伟达重磅财报前美股再跌，三大美股指再创一个月新低。2. 贝森特：特朗普将在圣诞节前决定美联储新主席人选。

【核心观点】昨日 A 股继续走弱，且调整幅度较大，但债市受益有限。受税期影响，资金面仍旧偏紧。消息面清淡，市场依然缺乏有力驱动。在货币政策缺乏信号的情况下，预计短期市场维持震荡，中期在基本面支持下仍有上涨空间。

【策略建议】中期多单继续持有，短线低位多单可逢高了结。

## 集运欧线：现货指数回调，期价震荡偏弱

现货市场调整带来压力，供需博弈加剧期价波动。

### 【行情回顾】

昨日（11 月 18 日），集运指数（欧线）期货市场承压下行。主力合约 EC2602 收盘于 1678.1 点，较前一交易日下跌 2.5%。远月合约亦表现疲软，EC2604 合约收盘于 1179.6 点。市场情绪受到盘前公布的上海出口集装箱结算运价指数（SCFIS 欧线）打压，该指数报 1357.67 点，较上期回调 9.8%，反映出自 11 月 10 日至 16 日期间离港航次的实际运价出现调整。

### 【信息整理】

当前市场多空因素交织，短期波动加剧：

利多因素：

1) 春节前出货预期支撑：由于 2026 年春节偏晚（2 月 9 日），12 月下半月及 1 月存在春节前的抢运预期，对 EC2602 合约估值形成一定支撑。2) 部分航司宣涨 12 月运价：马士基等主要航司已发布 12 月初的书面涨价函，宣涨目标在 3000 美元/大柜以上，关注本周其开舱价格的实际指引。3) 地缘风险未完全消散：尽管巴以停火谈判进行中，但胡塞武装表态若加沙停火破裂将恢复行动，红海复航仍存不确定性。

利空因素：

1) 现货指数显著回调：最新 SCFIS 欧线指数环比下跌 9.8%，对应约 2000 美元/大柜的实际运价，表明 11 月第二周船司挺价效果不佳。2) 运力供给增加压力显现：数据显示 11 月下半月及 12 月周均计划运力投放持续回升，12 月周均计划运力预计在 30.2 万 TEU 左右，环比增长 13%，供给压力增大。3) 航司挺价一致性出现分化：马士基近期开舱报价大幅调降至 1900-2100 美元/大柜，PA 联盟跟降至均价 2000 美元，而 OA 联盟报价偏高，船司间策略分化削弱了整体挺价效果。4) 红海复航预期升温：达飞旗下已有回程船尝试通行苏伊士运河，尽管属个例，但加剧了市场对远期复航的担忧，压制远月合约。

#### 【交易研判】

集运欧线期货短期预计震荡偏弱，近月合约受现货疲软拖累，远月合约受复航预期与供给压力制约。操作策略上，趋势交易者建议暂时观望，密切关注马士基 12 月开舱价指引；套利交易者同样观望，12-02 价差空间已经有限。

#### 【风险提示】：

1) 警惕 12 月船司宣涨后实际开舱价格不及预期，导致挺价再次落空。2) 关注红海地区地缘政治动向及复航进程超预期的可能性。3) 注意春节前货量表现对运价的实际支撑力度。

以上评论由分析师廖臣悦（Z0022951）、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：多空再平衡 贵金属震荡整理

【行情回顾】周二贵金属价格震荡整理，美就业数据不佳略微改善降息前景，但美股财报特别是英伟达作为 AI 代表在财报落地前，仍约束市场情绪，近期美 VIX 和美林 MOVE 指数双双走高，反映股债市场的波动恐慌加剧。数据方面，ADP 周度就业报告显示，截至 2025 年 11 月 1 日的四周里，私人部门雇主平均每周减少 2500 个就业岗位。11 月 18 日，据美国劳工部网站显示的历史申请数据，在截至 10 月 18 日当周，首次申请失业救济人数总计 23.2 万人。本周四将公布美 9 月非农就业报告。最终 COMEX 黄金 2512 合约收 4067.4 美元/盎司，-0.17%；美白银 2512 合约收报于 50.54 美元/盎司，-0.34%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 918.52 元/克，-1.33%；SHFE 白银 2512 合约收 11699 元/千克，-2.54%。

【降息预期与基金持仓】降息预期略有回暖，但 12 月降息概率仍不足五成。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 51.1%，降息 25 个基点的概率为 48.9%；美联储 1 月 29 日维持利率不变概率 31.9%，累计降息 25 个基点的概率为 49.7%，累计降息 50 个基点的概率 18.4%；美联储 3 月 19 日维持利率不变概率 16.9%，累计降息 25 个基点的概率为 41.3%，累计降息 50 个基点的概率 33.1%，累计降息 75 个基点的概率 8.7%。

长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓维持在 1041.4 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 15218.4 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 5.7 至吨至 563.7 吨；截止 11 月 14 日当周的 SGX 白银库存周减 47.7 吨至 774.7 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，特别是周四晚间美国 9 月非农就业报告。事件方面，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、费城联储主席保尔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、阶段性避险交易、对 AI 市场防御式配置需求等）仍将助推贵金属价格重心继续上抬，但短期看宏观上 12 月降息前景不明，近期震荡调整或将延续，建议关注 60 日均线回踩情况。伦敦金阻力 4250，支撑 4000，强支撑 3900 区域；白银阻力 52，支撑 49.3，强支撑 47。

## 铜：降息概念品种全线调整，铜价陷入跌后修复阶段

**【盘面回顾】**隔夜 Comex 铜收于 4.97 美元/磅，跌 0.06%；LME 铜收于 10698 美元/吨，跌 0.75%；沪铜主力收于 85900 元/吨，跌 0.03%；国际铜收于 76430 元/吨，跌 0.16%。主力收盘后基差为 350 元/吨，较上一交易日涨 310 元/吨，基差率为 0.41%。  
沪伦比 18 日为 7.96，17 日 7.97，跨境比值窄幅波动。

**【产业信息】**1、18 日，上期所铜期货注册仓单 56965 吨，较前一日增加 7135 吨；14 日，上期所铜库存 109407 吨，较前一日减少 5628 吨；17 日，LME 铜库存 140500 吨，较前一日增加 4450 吨；LME 铜注册仓单 131575 吨，较前一日大幅增加 5000 吨，注销仓单 8925 吨。17 日，COMEX 铜库存 384517 吨，较 14 日增加 3221 吨。  
2、海关总署最新数据显示，2025 年 10 月中国未锻轧铜及铜材出口量为 134304 吨，同比增长 67.8%；1-10 月累计出口量为 1277140 吨，同比增长 15.0%。10 月中国未锻轧铜及铜材进口量为 44 万吨，同比下降 13.5%；1-10 月累计进口量为 446 万吨，同比下降 3.1%。  
3、美国政府官网显示，截至 10 月 18 日当周初请失业金人数为 23.2 万人；续请失业金人数为 195.7 万人，较此前一周的续请失业金人数 194.7 万人有所增长。同时，截至 9 月 20 日当周初请失业金人数从 21.8 万人上修至 21.9 万人，四周均值从 23.75 万人上修至 23.775 万人。截至 9 月 13 日当周的续请失业金人数从 192.6 万人下修至 191.6 万人。美国政府官网暂未公布截至 9 月 27 日、10 月 4 日、10 月 11 日、10 月 25 日、11 月 1 日、11 月 8 日当周的初请失业金数据，若政府未关门，6 组数据本应已公布。

**【南华观点】**当日除了现货价格下跌，升水幅度收窄，我们还注意到金银铜等降息概念商品均大幅下跌，说明市场担忧美政府开门后发布非农数据不利于降息，引发资金连续两日减仓。预计沪铜期价大跌后会有修复，但缺乏驱动，修复程度受限。

**【南华策略】**1、12 月合约继续关注 86000 附近支撑，上看 87000 附近压力。若下游需求走强，考虑 1 月合约逢低买入。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：力拓氧化铝精炼厂减产，但过剩格局未变

**【盘面回顾】**上一交易日，沪铝主力收于 21465 元/吨，环比 -1.22%，成交量为 26 万手，

持仓 36 万手，伦铝收于 2789.5 美元/吨，环比 -0.59%；氧化铝收于 2780 元/吨，环比 -0.71%，成交量为 26 万手，持仓 41 万手；铸造铝合金收于 20730 元/吨，环比 -1.17%，成交量为 5780 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。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。上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。但国内短期基本面偏弱难以支撑过高铝价，当前国内供应保持稳定，下游部分板块正从旺季转向淡季开工边际减弱，同时铝价冲高也使得部分加工企业开始减产，因此铝厂铝水比例下降，铸锭量提高，铝锭铝棒社库也出现累积。因此自上周五起，由于最近出现通胀持续的迹象，12 月降息预期明显下降后，多头资金逐渐止盈离场，铝价连续出现大幅回调。综上，我们认为沪铝中长期维持震荡偏强，短期基本面偏弱及 12 月降息概率回落使得前期资金止盈离场，后续或将震荡整理，但整体价格重心仍较前期有所抬升，重点关注资金动向。

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：承压运行

**【盘面回顾】**上一交易日，沪锌主力合约收盘价 22310 元/吨。其中成交量为 93469 手，持仓 82326 手。现货端，0# 锌锭均价为 22320 元/吨，1# 锌锭均价为 22250 元/吨。

**【产业表现】**今日暂无

**【核心逻辑】**上一交易日，窄幅震荡。宏观上，降息预期降温。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 库存收中国出口和交仓影响，去库放缓。目前多空分歧较大，观察出口与宏观，月底可观察底部空间。

**【南华观点】**震荡

## 镍，不锈钢：大盘偏弱，基本面压力较大

**【盘面回顾】**

沪镍主力合约日盘收于 114840 元/吨，下跌 0.52%。不锈钢主力合约日盘收于 12415 元/吨，上涨 0.12%。

**【行业表现】**

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 118850 元/吨，升水为 4050 元/吨。SMM 电解镍为 116950 元/吨。进口镍均价调整至 115300 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28330 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 8945.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 3.5%。8-12% 高镍生铁出厂价为 899.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为 -8.72%。纯镍上期所库存为 40572 吨，LME 镍库存为 257832 吨。SMM 不锈钢社会库存为 952200 吨。国内主要地区镍生铁库存为 29564 吨。

### 【市场分析】

沪镍不锈钢日内走势持续偏弱震荡，恐慌情绪较浓，金属普跌引领沪镍进一步下行，持续底部磨底状态，但是当前位置进一步深跌空间有限，等待明确信号。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。镍铁近期连续下行，跌破900关口，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12400以内，现货方面出货压力较大，下游有一定恐慌情绪，贸易商调价难以出货，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。目前淡季需求较差，镍不锈钢均有一定程度累库。

## 锡：窄幅震荡

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在28.89万元每吨；成交67408手；持仓2.79万手。现货方面，SMM1#锡价289400元每吨。

### 【相关资讯】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，锡价窄幅震荡。基本面上，云南有一定复产，但受制于佤邦复产不及预期，精矿进口锐减，供给较需求更弱。短期内供给端原料问题解决难度较大，沪锡维持高位震荡，预测支撑在27.6万元附近。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

## 铅：交割如期累库，承压运行

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于17230元/吨。现货端，1#铅锭均价为17150元/吨。

### 【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，库存累库压制价格。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。

### 【南华观点】震荡

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）提供。

## 黑色早评

### 螺纹&热卷：热卷转C结构

【盘面回顾】近期受到环保督察的影响，成材小幅反弹，属于减仓上涨，反弹的持续性可能不是很大。铁矿本周发运量环比大幅增加，铁矿港口库存呈累库状态下，铁矿上方仍有

压力，从而影响成材价格的上涨空间。螺纹在低估值区间，环保督察使得市场预期未来供应的收缩，从而推动价格的上涨。螺纹供需平衡边际改善，前期螺纹利空因素正逐步兑现出清，但下游需求并没有看到明显的增量，高炉利润亏损，在钢材缓慢去库的过程中并没有看到利润明显的扩张，螺纹钢短期内可能还难以走出趋势性行情，可能更多的是反弹后区间震荡逐步抬高价格重心。热卷昨日转 C 结构，利于卷螺差的走缩。

**【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，热卷近月合约由 B 转 C 结构，制约卷螺差走缩的阻力减轻。

**【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和需求压制，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：煤弱矿强

**【盘面信息】**铁矿石价格低开高走，继续拉涨，留下较长的下影线，买盘较强。焦煤价格大跌，对铁矿石价格形成了支撑。

**【信息整理】**1. Mysteel 统计中国 47 港进口铁矿石港口库存总量 15799.45 万吨，较上周一下降 20.04 万吨；45 港库存总量 15114.45 万吨，环比降 13.74 万吨。2. 日本央行行长暗示加息路径未变。日本央行行长植田和男在与首相高市早苗举行首次双边会晤后表示，央行仍在逐步调整货币宽松力度，表明加息意图坚定。植田在会后向媒体表示：“通胀与工资同步增长的机制正在恢复。因此，我向首相说明，我们正逐步调整货币宽松的幅度。”此次会晤正值投资者关注高市在货币政策上的立场，并等待本周公布经济刺激方案细节之际。植田说：“我们讨论了外汇问题。央行将密切关注其对经济的影响，同时与政府紧密合作。”他还强调，日本央行将根据经济数据做出适当政策决定。

**【南华观点】**焦煤大跌对铁矿石价格形成跷跷板效应，对铁矿石价格有支撑。铁矿石基本面呈现供强需弱的格局，总库存持续累库，但可交割品种结构性短缺，价格缺乏强趋势驱动。供应上，短期铁矿石发运重新偏多，非主流矿维持高位。需求端，铁水产量短期回升但预计仍将承压，钢材出口支撑减弱，热卷仍需进一步减产以缓解高库存压力。当前港口库存超季节性累积，然而可交割品牌粗粉库存走低，支撑基差走强，使得近月合约做空面临风险。估值方面，焦煤价格下跌对矿价形成跷跷板支撑，但后续焦煤估值若回升可能挤压铁矿。宏观层面处于政策真空期。综合来看，等待铁矿石基差修复后，关注逢高做空的机会。

## 焦煤焦炭：低位震荡

**【盘面回顾】**低位震荡

**【信息整理】**

- 1.中国煤炭工业协会：2025年1-10月，排名前10家企业原煤产量合计为19.8亿吨，同比增加0.20亿吨，占规模以上企业原煤产量的49.8%。
- 2.海关总署数据显示，10月中国出口钢铁板材597万吨，同比下降22.6%；1-10月累计出口6045万吨，同比下降3.5%。10月中国出口钢铁棒材162万吨，同比增长28.1%；1-10月累计出口1555万吨，同比增长45.9%。
- 3.随着我国北方陆续供暖，冬季煤炭运输进入高峰期。截至11月17日，大秦铁路11月煤炭运量达2116.6万吨，日均发送煤炭124.5万吨，环比增加23.9万吨。
- 4.《中国冶金报》发表社论，文章指出，所有钢铁企业都应把“以销定产、以效定产、以现定销”原则刻进经营骨髓里，不把现金变成库存，不搞无序低价竞争，不做透支未来的短视决策，真正践行“讲信用、重自律、守规矩”的准则。

**【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】**昨日铁合金跟随焦煤下跌

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

## 能化早评

### 原油：柴油暴涨支撑油价

**【盘面动态】**WTI 主力原油期货收涨 0.81 美元，涨幅 1.35%，报 60.67 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 0.69 美元，涨幅 1.07%，报 64.89 美元/桶；INE 原油期货收涨 0.74%，报 465.7 元。

**【市场动态】**1.美国至 11 月 14 日当周 API 原油库存+444.8 万桶，前值+130 万桶。库欣原油库存-79 万桶，前值-4.3 万桶。汽油库存+154.6 万桶，前值-138.5 万桶。精炼油库存+57.7 万桶，前值+94.4 万桶。2. 消息人士称，由于乌克兰无人机周五发动袭击，俄罗斯新罗西斯克港口的原油装运比原定计划晚了 2 到 3 天。3. 【美国财政部宣称对俄制裁取得成功 市场需求暴跌】金十数据 11 月 19 日讯，据外媒报道，美国财政部在一份不同寻常的声明中声称，其最近旨在削弱俄罗斯的努力取得了成功，该声明展示了针对石油巨头俄罗斯石油公司和卢克石油公司的措施所产生的市场影响。财政部负责监督美国制裁的办公室表示：“在美国制裁措施效力的推动下，对俄罗斯石油的需求正在暴跌。”该新闻稿称，各种等级的俄罗斯石油“交易价格远低于所有其他国际价格”，其中有几种处于多年来的低点。该声明——一份来自财政部外国资产控制办公室（OFAC）制裁经济分析部门的 11 月 17 日备忘录称，近十几个主要的印度买家表示，他们打算暂停购买俄罗斯 12 月份交付的石油。财政部发言人在一封电子邮件中表示，如有必要，财政部准备采取进一步行动以结束冲突。

**【南华观点】**隔夜原油市场延续短线反弹，隔夜放量走高并站上 40 日均线，但仍困于 63-65 区间窄幅震荡，中短期维持 60-65 年内低位震荡基调，多空情绪切换频繁，未形成明确趋势。此次反弹主要由成品端带动，欧美汽柴油走势分化，柴油暴涨刷新阶段新高，或与俄罗斯制裁日期临近相关，但更多是情绪溢价，后续欧美开工负荷季节性提升将缓解供应压力。市场隐忧不容忽视：宏观利空暂被忽略，隔夜恐慌指数上涨、欧美股市下跌，原油未计价该风险，后续利好消退后或迎修复性行情；俄乌、南美、非洲等地缘风险虽提供潜在利多，但盘面反应疲态，需实际事件落地才具拉动效应。后续需重点关注汽柴油分化持续性及宏观资金避险情绪对原油的影响。

## LPG：维持偏强格局

**【盘面动态】**LPG2512 盘面收于 4351 (-59)，LPG2601 盘面收于 4290 (-31)；FEI M1 收于 510 美元/吨 (+6)，CP M1 收于 493 美元/吨 (+6)，MB M1 收于 347 美元/吨 (+6)

**【现货反馈】**华东均价 4335 (-29)，山东均价 4380 (-60)，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，隔夜原油受柴油暴涨影响收涨，外盘丙烷同样整体反弹，内盘 pg 依然保持强势。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-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，单边 01 合约 4450 下方支撑较强，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 73.2 万吨，环比上期增加 7.1 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，供应端近期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 与乙烯链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，本周到港中性，周内港口发货预期平平，下周一港口显性库存预计维持紧平衡。

需求端，近期部分装置停车检修，聚酯负荷降至 90.5% (-0.8%)，但后续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。

## 甲醇：01 维持偏弱

【盘面动态】：周二甲醇 01 收于 2026

【现货反馈】：周二远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-30

【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】：甲醇延续跌势，主要原因在于 01 基本面暂时给不出支撑，周中产业抗议低价，盘面给出一定反弹，但从利润角度来看，内地甲醇企业仍有利润。尤其是随着伊朗发运的增加，01 港口压力难解。虽然近期动力煤价格偏强，但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 69w，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，建议 1-5 反套。

## PP：成本支撑增强

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6467 (-75)。

**【现货反馈】**PP 拉丝华北现货价格为 6270 元/吨，华东现货价格为 6390 元/吨，华南现货价格为 6530 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】**昨日受到焦煤价格下跌的影响，聚烯烃在上午尾盘出现较快速的下跌。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。因此短期来看，当前已不宜继续追空，可考虑逢低试多。中长期来看，PP 供需仍存压力，预计上行空间比较有限。

## PE：跟随成本端走弱

**【盘面动态】**塑料 2601 盘面收于 6392 (-75)。

**【现货反馈】**LLDPE 华北现货价格为 6770 元/吨，华东现货价格为 6920 元/吨，华南现货价格为 7020 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】**昨日受到焦煤价格下跌的影响，聚烯烃在上午尾盘出现较快速的下跌。但是从 PE 的基本面情况来看，近期变化不大：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，且当前偏低的原材料价格叠加较好的订单情况增强了下游补库的意愿，本周在盘面下跌的行情中，PE 基差被动走强，当前华北线性基差升至 -10 元/吨。但是中长期看，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，因此 PE 当前继续下跌的空间预计有限，但与此同时上方压力依然存在。

## 纯苯苯乙烯：震荡整理

**【盘面回顾】**BZ2603 收于 5468 (-79), EB2512 收于 6465 (-31)

**【现货反馈】**下午华东纯苯现货 5350 (-75), 主力基差-118 (+4)。下午华东苯乙烯现货 6520 (-15), 主力基差 55 (+16)

**【库存情况】**截至 11 月 17 日, 江苏纯苯港口库存 14.7 万吨, 较上期环比增长 30.09%。截至 2025 年 11 月 17 日, 江苏苯乙烯港口库存 14.83 万吨, 较上周期下降 2.65 万吨, 幅度-15.16%; 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减需增, 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。纯苯进口船货集中到港, 周一港口明显累库。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, 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。虽然短期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】**截止昨日收盘, FU01 收于 2558 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】**截止昨日收盘, LU01 收于 3247 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3032元/吨

【现货表现】11月18日，国内沥青市场均价为3367元/吨，较上一日上涨2元/吨，涨幅0.06%。北方山东市场现货资源紧张，加之部分项目赶工，今日贸易商小幅上调出货价。华北市场需求疲软下，沥青延续弱势，今日贸易商继续下调出货价。华南以及华东市场社会库低价资源仍偏多，有待消耗，不过主力炼厂开工水平低位，对沥青价格存在支撑。

【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：天气扰动加大但需求转弱，震荡维持

【行业动态】

1、据国家统计局数据显示，2025年10月中国橡胶轮胎外胎产量为9795.1万条，同比下降2.5%。1-10月橡胶轮胎外胎产量较上年同期增1%至9.96421亿条。

2、据统计局数据，2025年10月中国合成橡胶产量为78.2万吨，同比增加12.5%。1-10月合成橡胶累计产量为738.7万吨，同比增加10.9%。

3、据中国海关总署数据显示，10月中国橡胶轮胎出口总量为75万吨，同比下降6.6%。环比9月份也减少了4万吨，呈现环比、同比双降的态势。出口金额约为125.32亿元，同比下降9.5%。2025年前10个月中国橡胶轮胎出口量803万吨，同比增长3.8%；出口金额为1402亿元，同比增长2.8%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达774万吨，同比增长3.6%；出口金额为1348亿元，同比增长2.6%。按条数计算，出口量达58,664万条，同比增长4%。1-10月汽车轮胎出口量为685万吨，同比增长3.3%；出口金额为1158亿元，同比增长

2.1%。

4、据隆众资讯统计，截至 2025 年 11 月 16 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 45.26 万吨，环比上期增加 0.31 万吨，增幅 0.70%。保税区库存 6.66 万吨，降幅 1.76%；一般贸易库存 38.6 万吨，增幅 1.13%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率减少 0.05 个百分点，出库率减少 1.53 个百分点；一般贸易仓库入库率减少 1.37 个百分点，出库率减少 1.71 个百分点。

#### 【核心观点】

天胶库存小幅累库，轮胎产销和出口环比下降，下游库存压力增加，交投情绪一般。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，长期需求预期偏弱；产区天气扰动此消彼长，近期泰国南部、越南雨势较大，部分地区有洪涝风险，天胶供应上量预期小幅减弱。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，且上游利润偏低而原料价格坚挺，近期宏观情绪偏暖，橡胶系在震荡中缓慢抬升，但合成胶供应压力仍较大。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，全乳估值或有望进一步修复，但多空分歧加大，胶价上移同时承压增大。

## 尿素：出口配额增加

【盘面动态】：周二尿素 01 收盘 1652

【现货反馈】：周二国内尿素行情偏强反弹，涨幅 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1490-1600 元/吨。储备需求入场，市场心态转变，期货持续偏强，近日尿素价格反弹后，工厂成交普遍尚可。

【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。

## 玻璃纯碱烧碱：现实和情绪低迷

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1214，1.38%

【基本面信息】

截止到 2025 年 11 月 17 日，国内纯碱厂家总库存 165.17 万吨，较上周四下降 5.56 万吨，下降 3.26%。其中，轻质纯碱 76.99 万吨，环比降 3.03 万吨，重质纯碱 88.18 万吨，环比下降 2.53 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 1017, -1.17%

### 【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】

近期产销偏弱，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 2286, -0.22%

### 【基本面信息】

国内液碱市场价格均价下降。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：纸浆现价再度下行

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格与胶版纸期货价格整体篇明显下行。

### 【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】：针叶浆现货价格延续上周五的下行趋势，部分下调 10-50 元/吨。当前，宏

观情绪利空和港口库存再度上涨 10.2 万吨带来的利空影响仍然存在。此外，部分浆厂存在逐渐复工复产的可能性，供应压力逐渐加大，故昨日期价出现相对明显回调。  
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，主要还是因为当前基本面支撑相对偏弱，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。  
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：现货下调，关注高空，以及 01-03 的反套机会

【盘面】lg2601 收盘于 785 (-4)，持仓 1.4 万手。

【现货】根据原木通数据显示，岚山地区 3.9 米中 A 主流价 750 (-10)，5.9 米中 A 主流价 770 (-10)。

【估值】仓单成本约 811 元 / 立方米（长三角），803 元 (-11) / 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) 逢高空 2) 中长期策略，关注 01-03 反套机会。3) 逢高卖出 lg2601-C-800 头寸

## 丙烯：偏弱震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5826 (-64) ,PL2603 盘面收于 5816 (-97)；PP-PL01 价差 566 (-11)，PP01-PL03 价差 576 (+22) ;PL01-03 月差 +10 (+33)

【现货反馈】山东均价 5890 (+45)，华东均价 5915 (+15)

【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，内盘煤端的走弱带动盘面下行，期现走势劈叉。基本面上看，国内丙烯端整体依然维持宽松局面不变，本周在上游检修及下游复产情况下，整体供减需增，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，其他下游除了环氧丙烷外利润水平都较差，对高价丙烯接受度低；现货价格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：近月压力依旧偏大

【期货动态】LH2601 收于 11535 日环比 -1.37%

【现货报价】全国生猪均价 11.52 (+0.04) 元/公斤，其中河南 11.62 (+0.09) 元/公斤、四川 11.27 (+0.02) 元/公斤、湖南 11.33 (-0.00)、辽宁 11.37 (-0.00) 元/公斤、广东 12.35 (-0.00) 元/公斤。

【现货情况】

猪价北涨南跌，现虽北方降雪，本该对需求有所支撑，但因供应始终不减，且前期北方大猪目前有少量出栏，因此市场大供应格局尚未改变。不过短时降温大猪需求上涨，预期明日猪价稳中偏强，短期内还需关注集团厂出栏情况。

【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：关注中国采购

【盘面回顾】夜盘继续传中国开启美豆采购而反弹，进月盘面传供应压力缓解而走反套逻辑。

【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。中加会面增加额外和谈预期，且考虑替代品澳大利亚菜籽即将在 11 月后到港，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，中国采购美豆船期决定后续国内供应情况，短期跟随美盘震荡。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：外盘带动内盘反弹

**【盘面回顾】**外盘美豆油大涨，马棕油随之反弹，夜盘国内油脂随外盘向上反弹。

**【供需分析】**棕榈油：高频数据预估马棕上半月出口较同期下降 40%以上，且马棕有增产迹象，产地来看库存压力缓解缓慢。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】**短期油脂宽幅震荡中的反弹走势为主。

## 豆一：现货持稳 期货盘面波动较大

**【期货动态】**周二，豆一期价冲高后连续回落，收盘普跌，主力 2601 合约收于 4149 元，成交量有所放大，持仓量减少，注册仓单增加至 12832 手；夜盘弱势整理为主；

**【现货报价】**哈尔滨（一等，蛋白 39%净粮上车价）：2.05 元/斤，+0.01 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) $\geqslant$ 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) $\geqslant$ 39%的粮源，净粮收购入库价格为 2.025 元/斤。

**【拍卖结果】**11 月 18 日国产大豆竞价拍卖 35692 吨，全部成交；

**【市场分析】**东北大豆现货市场持稳运行，价格继续僵持，使得现货市场成交出现萎缩，主动卖压在前期充分释放，市场观望情绪较浓，下游贸易商库存水平充足，高价收购谨慎，同时国储收购托市，导致价格上下驱动均有不足，南方产区大豆市场表现依旧分化，优质豆源流通有限与农户的惜售心态为价格提供了支撑；但偏高的价格也抑制了下游接受度，令粮企收购谨慎，进度慢于往年；销区表现平稳，当前囤货积极性不高，采购谨慎。整体看，国产大豆价格底部反转特征明显，短期价格进入相持阶段，关注贸易商动态，建库水平高于往年，销售策略将对价格形成较大影响；期货盘面高位波动较为剧烈，昨日我国采购美豆消息压制盘面高位回落收低；

**【南华观点】**多头趋势延续，短期注意进口美豆消息落地对市场预期影响；

## 玉米&淀粉：现货涨势暂歇 盘面小幅回落

**【期货动态】**周二，玉米盘面弱势收低，主力 01 合约收于 2168 元/吨，持仓量小幅增加，成交量变化不大，注册仓位增加至 69337 手；

淀粉盘面跌势较大，主力 01 合约收低于 2467 元，跌幅近 1%，持仓量与成交量变化不大；

**【现货报价】**玉米：锦州港：2180 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2480 元/吨，+0 元/吨（新粮）；哈尔滨报价 2030 元/吨，+0 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2500 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2740 元/吨，+0 元/吨。

**【市场分析】**昨日现货市场偏稳运行为主，个别企业有提价动作，锦州港价格涨势暂歇，与近期普涨局面出现较大不同，经过近期玉米价格连续反弹，供应端惜售情绪有所缓和，山东地区到货量增加，同时下游经过连续提价，继续高价收购意愿下降，价格进入短暂平衡，重点关注卖压增加幅度，短期价格或形成反复。期货端出现小幅回调，市场担心卖压涌出压制市场；淀粉市场平稳为主，走货维持正常，价格平稳，期货市场跟随玉米走弱，且跌势大于玉米，现货偏稳情况下，对期货端支撑不足；

**【南华观点】**底部区间偏强震荡 单边上行难度较大。

## 棉花：震荡偏弱

**【期货动态】**洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，随原油小幅波动，缺乏自身驱动，关注美国政府重新开门后数据发布情况。隔夜郑棉小幅收跌。

**【外棉信息】**2025年10月，孟加拉服装出口额达30.2亿美元，同比下降8.39%，环比增加6.35%，其中机织服装出口额13.62亿美元，针织服装出口额达16.58亿美元。

**【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17日，全国新年度棉花公证检验量累计317.08万吨，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。据海关统计数据，2025年10月我国棉花进口量9万吨，环比减少1万吨，同比减少2万吨，同期我国棉纱进口量14万吨，同比增加约2万吨，环比增加约1万吨。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，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：关注前低

**【期货动态】**国际方面，ICE原糖期货周二收跌，因供应充足打压。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，不过日间下跌。

**【现货报价】**南宁中间商站台暂无报价。昆明中间商报价5540-5660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.巴西11月前两周出口食糖155.82万吨，日均出口15.58万吨，同比减少13%。

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月下旬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。

7.印度马邦已有170家糖厂开榨，但另有22家糖厂因未准守强制性规定，被拒发压榨许可证。

**【南华观点】**郑糖整体表现承压，关注前期低点。

## 鸡蛋：现实压力犹存

【期货动态】主力合约 JD2601 收于 3185，日环比 -1.36%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.88 (-0.07) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.98 (-0.02) 元/斤。

#### 【现货情况】

需求弱势仍为当下主旋律，下游拿货情绪不高，市场交投清淡，各环节观望情绪浓厚，顺势出货为主，红蛋产区全面下行，粉蛋市场有稳有跌。销区北京市场到车正常，走货不快，价格小幅下调。上海，广东市场需求一般，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：短期回撤

【期货动态】昨日苹果期货价格下跌，短期走势修复性回撤。

【现货价格】栖霞 80#—二级主流参考价 3.5-4 元/斤，栖霞 80#—二级半主流参考价 3.0-3.5 元/斤，统货价格 2.0-3.0 元/斤，以质论价。陕西洛川产区晚富士 70#以上半商品 3.8-4.5 元/斤。甘肃静宁产区 70#以上冷库零星出货商品 5.2-6.5 元/斤，庆阳 3.6-4 元/斤。

【现货动态】新季晚富士地面交易陆续收尾，交易集中在山东产区及山西产区，入库工作进入后期。地面交易方面，山东栖霞、招远产区尚未完成全部下树，客商数量较多，条纹货源上量交易，果农多顺价销售。入库进度方面，甘肃冷库开始出货，陕西入库进入尾声，山东产区栖霞西部乡镇果农货源仍有入库，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】短期回撤不改变苹果长期走势偏强格局。

## 红枣：收购积极性一般

【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，农户挺价情绪减弱，通货收购价格有所松动。

【销区动态】昨日广东如意坊市场到货 5 车，早市成交 2 车；河北崔尔庄市场到货 6 车，参考新季到货特级 10.00-10.50 元/公斤，一级 9.00-9.50 元/公斤，价格小幅下调，目前下游整体以刚需补库为主。

【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 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。