

金融期货早评

宏观：美国失业率意外上升

【市场资讯】1) 中国商务部长王文涛会见美国驻华大使庞德伟，就美国单边关税、出口管制、双向投资限制、签证审查、美与第三方经贸协议限制性条款等表达关切，就双方经贸磋商成果落实与美方进行交流。2) 中国 LPR 连续六个月维持不变：11 月 5 年期以上 LPR 为 3.5%，1 年期 LPR 为 3%。3) 美国 9 月非农新增就业人口 11.9 万大超预期，前两月就业人口被大幅下修 3.3 万，失业率意外升至 4.4%创四年新高；“新美联储通讯社”：9 月就业报告无助化解联储内部分歧；美国上周首次申请失业救济人数超预期回落至 22 万，续请人数四年来最高。4) 美联储明年票委哈玛克：降息可能让高通胀持续更久，目前金融环境“相当宽松”，现在降息可能扭曲市场定价；今年票委古尔斯比：短期内降息过多，对继续降息感到不安，不排除 12 月投反对票；理事巴尔警告通胀仍处 3%，呼吁谨慎推进降息。

【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。美国 9 月非农新增就业人口录得 11.9 万，大幅超出市场预期，前两月就业数据被下修 3.3 万，失业率意外升至 4.4%（创四年新高）。面对矛盾的就业数据，市场或更聚焦于失业率超预期上升。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：美国失业率意外上升

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1167，较上一交易日下跌 71 个基点，夜盘收报 7.1141。人民币对美元中间价报 7.0905，调贬 33 个基点。

【重要资讯】1) 中国 LPR 连续六个月维持不变：11 月 5 年期以上 LPR 为 3.5%，1 年期 LPR 为 3%。2) 美国 9 月非农新增就业人口 11.9 万大超预期，前两月就业人口被大幅下修 3.3 万，失业率意外升至 4.4%创四年新高；“新美联储通讯社”：9 月就业报告无助化解联储内部分歧；美国上周首次申请失业救济人数超预期回落至 22 万，续请人数四年来最高。3) 美联储明年票委哈玛克：降息可能让高通胀持续更久，目前金融环境“相当宽松”，现在降息可能扭曲市场定价；今年票委古尔斯比：短期内降息过多，对继续降息感到不安，不排除 12 月投反对票；理事巴尔警告通胀仍处 3%，呼吁谨慎推进降息。

【核心逻辑】美国 9 月非农新增就业人口录得 11.9 万，大幅超出市场预期，前两月就业数据被下修 3.3 万，失业率意外升至 4.4%（创四年新高）。面对矛盾的就业数据，市场更聚焦于失业率超预期上升，美元指数盘中下行。国内 LPR 连续六个月保持不变，对美元兑人民币汇率呈中性影响。后续需重点关注美国 11 月经济数据，以此评估美国就业市场的潜在风险，同时留意下任美联储主席的人选动态。此外，国内企业的结汇意愿也值得持续跟踪，随着后续季节性效应逐步显现，人民币对美元汇率有望获得一定的升值支撑。

【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：非农难化解 12 月分歧，股指预计延续调整

【市场回顾】

上个交易日股指高开低走，大盘股指相对抗跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.51%。

从资金面来看，两市成交额减少 177.20 亿元。期指方面，IM 缩量下跌，其余品种均放量下跌。

【重要资讯】

1. 美国 9 月非农新增就业人口 11.9 万大超预期，前两月就业人口被大幅下修 3.3 万，失业率意外升至 4.4%创四年新高；“新美联储通讯社”：9 月就业报告无助化解联储内部分歧；美国上周首次申请失业救济人数超预期回落至 22 万，续请人数四年来最高。

【核心逻辑】

美国 9 月非农就业报告数据分化，新增就业人口超预期，而失业率升至四年新高，难以化解美联储内部分歧，美债收益率在数据公布后下行，美元指数则前涨后跌，在市场提前交易 12 月不降息的情况下预计整体影响不大。由于目前资金止盈意愿较强加上中日紧张关系尚未缓和，叠加英伟达业绩利好昙花一现，美股盘中跳水，或影响 A 股，预计股指将继续调整，大盘股指将持续占优。

【南华观点】短期预计延续调整，大盘股指保持优势

国债：房地产政策传言难改基本面

【市场回顾】周四期债早盘冲高回落，午后有所回升，但 TL 回升乏力。T、TF 收涨，TL 收跌，TS 接近平盘。资金面恢复宽松，DR001 回落至 1.36%附近。

【重要资讯】1.美国 9 月非农新增就业人口 11.9 万大超预期，前两月就业人口被大幅下修 3.3 万，失业率意外升至 4.4%创四年新高。2.消息称住建部等多部门正在衡量一系列选项，包括首次在全国范围内对新增个人住房贷款提供贴息。其他正在酝酿的措施还包括提高房贷借款人的个人所得税专项扣除，以及进一步降低住房交易契税等。

【核心观点】昨日 A 股高开低走，债市几乎未受影响。日内影响债市的主要是有关房地产政策的传言，导致早盘债市回落，超长债受影响更为明显。三季度以来房地产市场再度转弱，我们认为传言并非空穴来风，预计提振政策正在酝酿之中，未来将择机推出。对市场的影响主要在于短期情绪，即便政策未来推出也难以扭转房地产市场的基本面，对债市利空有限，利率中长期仍需保持低位。

【策略建议】中期多单继续持有。

集运欧线：期市震荡，市场静待 12 月提涨落地情况

现货市场疲软继续压制期货价格，但 12 月传统旺季的提涨预期为市场提供一定支撑，多空博弈加剧。

【行情回顾】

昨日（11 月 20 日），集运指数（欧线）期货市场表现偏弱。主力合约 EC2602 收盘于 1631.0 点，较前一交易日下跌 2.8%。盘中情绪一度悲观，合约最低触及 1567 点，跌幅超 4%。远月合约走势分化，EC2512（12 月合约）小幅收涨至 1775.7 点，涨幅 0.57%；EC2604 合约则小幅震荡。市场信心受挫主要源于现货指数的疲软，最新一期上海出口集装箱结算运价指数（SCFIS）欧线报 1357.67 点，环比大幅回落 9.8%。

【信息整理】

当前市场核心矛盾在于疲软的现货现状与 12 月旺季提涨预期之间的博弈。

利多因素：

1) 12 月提涨窗口开启：船公司已开始公布 12 月上半月开舱价，其中 ONE 线下报价提涨至 3000 美元/FEU，CMA、EMC 等对 12 月初的报价也均在 3000 美元以上，为市场注入乐

观情绪。2) 货量边际改善：11 月下旬欧线货量有所改善，部分船司装载率提升，甚至出现个别航次爆舱情况，需求端出现积极迹象。3) 运力管控持续：数据显示，12 月计划周均运力较 11 月有所下降，船公司通过停航等方式调控运力以支撑运价。

利空因素：

1) 现货指数显著走弱：SCFIS 欧线指数大幅回落，反映出近期实际订舱价格承压，压制期货近月合约。2) 龙头船司报价谨慎：马士基（MSK）公布的 12 月首周报价为 2500 美元/FEU，地中海航运（MSC）开舱价也为 2465 美元/FEU，均低于此前市场的宣涨水平，显示航司实际提涨乏力。3) 供需宽松格局未变：尽管有运力管控，但整体供给仍较为宽松，市场对于提涨能否完全落地存在分歧。

【交易研判】

操作策略：

趋势交易者建议暂时观望。

套利交易者关注 12 合约与 02 合约之间的价差反套机会。

【风险提示】

1) 重点关注 12 月上旬各航司涨价的实际落地情况和长协谈判节奏，若落地不及预期，期价将承压。2) 警惕地缘政治局势（如红海航线）出现超预期变化对运力供给的扰动。3) 注意全球宏观经济数据对终端运输需求的影响。

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：12 月降息预期分歧大 贵金属延续震荡整理

【行情回顾】周四贵金属价格延续震荡整理。12 月降息预期依然分歧严重，数据方面好坏不一。美国 9 月非农新增就业 11.9 万人，虽高出市场预期，但 7、8 两月合计下修 3.3 万；失业率意外抬升至 4.4%，创 2021 年以来新高。“新美联储通讯社”称，该报告难以弥合联储内部政策分歧。与此同时，上周首申失业救济降至 22 万，仍高于预期，续请人数则升至四年高位。最终 COMEX 黄金 2512 合约收 4076.7 美元/盎司，-0.15%；美白银 2512 合约收报于 50.355 美元/盎司，-0.98%。SHFE 黄金 2512 主力合约收 932.56 元/克，+0.22%；SHFE 白银 2512 合约收 12050 元/千克，+0.75%。

【降息预期与基金持仓】12 月降息概率略微回升但仍不足 4 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 60.4%，降息 25 个基点的概率为 39.6%；美联储 1 月 29 日维持利率不变概率 29.7%，累计降息 25 个基点的概率为 50.2%，累计降息 50

个基点的概率 20.2%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓减少 4.29 吨至 1039.43 吨；iShares 白银 ETF 持仓增加 19.75 吨至 15246.63 吨。库存方面，SHFE 银库存日减 12.6 吨至 535.1 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。事件方面，周五 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 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，波动区间可能进一步缩窄，建议关注 60 日均线回踩情况，但回调仍视为逢低布局多机会。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：降息预期不确定性增强，强美元利空铜价

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 4.95 美元/磅，跌 1.3%；LME 铜收于 10686 美元/吨，跌 0.62%；沪铜主力收于 85920 元/吨，跌 0.53%；国际铜收于 76480 元/吨，跌 0.56%。主力收盘后基差为 295 元/吨，较上一交易日涨 245 元/吨，基差率为 0.34%。

沪伦比 20 日为 7.97，19 日 8.05，跨境比值回落。

【产业信息】1、20 日，上期所铜期货注册仓单 54983 吨，较前一日减少 3369 吨；14 日，上期所铜库存 109407 吨，较前一日减少 5628 吨；20 日，LME 铜库存 157925 吨，较前一日增加 50 吨；LME 铜注册仓单 148450 吨，较前一日增加 300 吨，注销仓单 9475 吨。19 日，COMEX 铜库存 391678 吨，较 18 日增加 2390 吨。

2、美国劳工统计局称，7 月份非农新增就业人数从增加 7.9 万人下修 7000 人至增加 7.2 万人；8 月份非农新增就业人数从增加 2.2 万人下修 2.6 万至减少 0.4 万人。修正后，7 月和 8 月新增就业人数合计较修正前低 3.3 万人。

3、美国 9 月失业率为 4.4%，预估 4.3%，前值为 4.3%。

【南华观点】当日日内采销情绪继续抬升，现货价格上涨，升水走弱。盘面去看铜价在 86500~86600 有一定压力，补发的 9 月份失业率等数据对 12 月降息预期没有太强烈，美元指数继续位于 100 上方，铜价大概率位于 86000 上下波动。

【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：9 月非农超预期

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 2153 元/吨，环比-0.05%，成交量为 17 万手，持仓 34 万手，伦铝收于 2806.5 美元/吨，环比-0.28%；氧化铝收于 2732 元/吨，环比-1.26%，成交量为 27 万手，持仓 41 万手；铸造铝合金收于 20780 元/吨，环比-0.17%，成交量为 4864 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。周四美国 9 月非农新增就业 11.9 万人大超预期，降息概率进一步下调。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，当前氧化铝价格已打到现金成本线左右，短期或将弱势震荡。

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：窄幅震荡

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 22380 元/吨。其中成交量为 54719 手，持仓 61797 手。现货端，0#锌锭均价为 22430 元/吨，1#锌锭均价为 22360 元/吨。

【产业表现】据悉，截至 10 月底，猪拱塘铅锌矿采选工程 2025 年已完成投资 5.55 亿元，基建进展顺利。中国十五冶猪拱塘项目部经理汪惠明称，厂房钢结构安装接近尾声，即将进入围护系统施工阶段；11 月 2 日开始，主要设备陆续进场，球磨机和半自磨机底座已安装完毕，预计 12 月底能完成厂房和设备安装。公司综合部部长张喜都表示：确保一采区 12 月完成地表设备安装，加快 6000 吨/日浮选厂及尾矿库建设，12 月底顺利完成选矿厂流程试车、尾矿库建成试运行，2026 年 6 月实现井下设备联动试车。

【核心逻辑】上一交易日，窄幅震荡。夜盘受伦锌带动高开。宏观上，万斯发言非农数据将使市场疯狂。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。需求维稳的情况下，叠加出口和减产，国内库存去库。LME 库存受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：基本面各方压力共振，关注印尼方面刺激

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 115380 元/吨，上涨 0.12%。不锈钢主力合约日盘收于 12285 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 120200 元/吨，升水为 4100 元/吨。SMM 电解镍为 118200 元/吨。进口镍均价调整至 116600 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28170 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 9495.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为 1.8%。8-12%高镍生铁出厂价为 894.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.67%。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 940000 吨。国内主要地区镍生铁库存为 30225 吨。

【市场分析】

沪镍不锈钢日内走势持续偏弱运行，成本松动下下行空间打开，不锈钢持续底部磨底状态，单边机会当前位置相对收缩，警惕印尼政策刺激镍价。镍矿方面印尼新一年配额量级仍存在争议，目前有消息称或低于预期但是市场反应有限，当前下行趋势中还需等待更加明确信号。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，目前价格位置纯镍生产硫酸镍利润空间打开，后续纯镍需求空间或有所扩张。镍铁近期跌势不改，跌破 900 关口后仍在下行，主要受到下游需求疲软影响，镍铁作为成本大幅坍塌局面下镍不锈钢下方空间大于上方空间。不锈钢方面日内跌破 12300 一线，现货方面出货压力较大，部分中小型钢厂面临出货以及回帐等压力，贸易商调价难以出货，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，关注印尼方面政策提振预期。

锡：窄幅震荡

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 29.2 万元每吨；成交 67334 手；持仓 2.45 万手。现货方面，SMM 1#锡价 291500 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

碳酸锂：警惕追高风险，多单逐步止盈

碳酸锂：警惕追高风险，多单逐步止盈

【行情回顾】周四碳酸锂期货主力合约收于 98980 元/吨，日环比-0.32%。成交量 159.56 万手，日环比-9.72%；持仓量 47.96 万手，日环比-2.35 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 contango 结构，日环比+20 元/吨。仓单数量总计 26916 手，日环比+150 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 1117 美元/吨，日环比+2.85%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 91300 元/吨；电池级氢氧化锂报价 80580 元/吨，贸易商基差报价小幅走弱。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动+1.52%，三元材料报价变动+0.48%；六氟磷酸铁锂报价变动+2.69%，电解液报价变动+0%。

【南华观点】今日碳酸锂产量库存呈现“增产去库”特征，但去库进程已明显放缓。价格处于高位背景下，下游企业补库意愿偏弱，对价格进一步上行形成压制。技术层面，期货价格面临 10 万关键压力位，短期突破动力不足，上涨空间受限，此时追高面临的回调风险显著上升。综合供需格局与技术面信号，短期碳酸锂价格上行空间存疑。操作上不建议盲目追高，建议等待市场进入震荡回调阶段后，再择机逢低布局远月多单。

工业硅&多晶硅：宽幅震荡，等待驱动

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约收于 9075 元/吨，日环比变动-3.35%。成交量约 57.43 万手（日环比变动-24%），持仓量约 27.39 万手（日环比变动-3.26 万手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动+5 元/吨。仓单数量 43297 手，日环比变动-115 手。多晶硅期货主力合约收于 52450 元/吨，日环比变动-3.98%。成交量 30.48 万手（日环比变动-15.68%），持仓量 13.42 万手（日环比变动-25 手），PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动-50 元/吨；仓单数量 7500 手，日环比变动-20 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 9000 元/吨，日环比+1.69%；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 13100 元/吨，日环比+0%；铝合金报价 21650 元/吨，日环比+0%。

光伏产业现货市场表现平稳。N 型多晶硅复投料 52.3 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 0.295 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.667 元/瓦，日环+0.15%，分布式 N 型 182 组件报价 0.667 元/瓦，日环比+0%。

【南华观点】综合供需格局与技术面分析，工业硅价格下方支撑力度较强，下行空间相对有限，建议投资者把握逢低布局机会，重点关注远月多单配置价值。

多晶硅方面，政策面阶段性刺激，基本面呈现偏弱态势，需求端支撑不足导致价格上行弹性受限，上方空间较为明确。交易策略上更适合依托区间震荡逻辑。

铅：下方有支撑

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17220 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17125 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，铅价下探空间。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。目前核心矛盾仍是原料偏紧，短期较难回调至 17000 下方。

【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）、余维函（F03144703）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，铁矿港口库存在累库状态下，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驱抬价格重心，热卷近期转 C 结构

【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，期限结构上，热卷近月合约由 B 转 C 结构。

【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：上下游矛盾略缓解

【盘面信息】铁矿石价格先跌后涨再跌，整体偏弱运行。

【信息整理】1. 根据彭博社，为应对持续四年的房地产低迷对金融稳定构成的威胁，中国当局正考虑出台新一轮刺激方案。该方案由住建部等部门牵头讨论，核心措施可能包括首次在全国范围内为购房者提供抵押贷款利息补贴，同时也在研究提高房贷利息的个人所得税退税额度以及降低交易成本。报道指出，尽管此前已有政策支持，但房地产市场自 2023 年第二季度以来再度恶化，销售下滑、房价跌幅扩大，消费者倾向于减少负债。与此同时，银行业面临巨大压力，不良贷款总额已升至创纪录的 3.5 万亿元人民币，净息差收窄也限制了银行降低贷款利率的空间。此次新方案的目的是通过直接减轻购房者的信贷成本来提振市场信心。然而，分析认为，在居民收入预期疲软和部分抵押贷款已陷入“负资产”的背景下，这些措施能否有效扭转房地产市场“自由落体”式的下行趋势，仍面临巨大挑战。2. 根据钢联，本期五大材产量供需皆增，需求上升多于产量上升，库存下降，基本面边际好转。

【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，钢材需求边际上升，产业链矛盾边际略好转。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，短期矛盾不强，价格震荡运行。

焦煤焦炭：观测下方支撑是否有效

【盘面回顾】触底反弹

【信息整理】

1. 11 月贷款市场报价利率（LPR）报价出炉：5 年期以上 LPR 为 3.5%；1 年期 LPR 为 3%。5 年期和 1 年期利率连续 6 个月维持不变。
2. 本周，Mysteel 统计 523 家炼焦煤矿山样本核定产能利用率为 86.9%，环比增 0.7%。原煤日均产量 193.4 万吨，环比增 1.5 万吨；精煤日均产量 75.8 万吨，环比增 0.1 万吨。
3. 本周 Mysteel 煤焦事业部调研全国 30 家独立焦化厂吨焦盈利情况，全国平均吨焦盈利 19 元/吨；山西准一级焦平均盈利 20 元/吨，山东准一级焦平均盈利 80 元/吨，内蒙二级焦平均盈利 -19 元/吨，河北准一级焦平均盈利 77 元/吨。
4. 11 月 20 日乌海市场炼焦煤价格下调 15 元/吨，高灰低硫肥煤 A15、S0.8、V32、G85、Y20、CSR65 出厂价现金含税 1125 元/吨。

【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】近期铁合金受到环保督查的影响小幅反弹，但高库存和煤炭保供的影响，铁合金维持震荡偏弱的观点

【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：美股大跌，原油随大宗商品回落

【盘面动态】WTI 主力原油期货收跌 0.25 美元，跌幅 0.42%，报 59 美元/桶；布伦特主力原油期货收跌 0.13 美元，跌幅 0.2%，报 63.38 美元/桶；INE 原油期货收跌 0.73%，报 451.7 元。

【市场动态】1. 当地时间 11 月 20 日，乌克兰总统办公室对外宣布，总统泽连斯基已正式接收美方递交的俄乌冲突和平计划草案。美方分析评估后认为，这一方案有望为陷入停滞许久的外交进程带来突破性进展。泽连斯基明确了关乎乌克兰民众核心利益的基本原则，乌美双方达成共识，将围绕计划相关条款进一步开展协作，力求达成能体面终结冲突的解决方案。乌克兰方面再度强调，自冲突爆发至今，始终把实现和平作为核心诉求，支持所有有助于促成真正和平的实质性建议。乌克兰愿意与美国、欧洲及全球伙伴开展建设性合作，携手推动和平进程向前发展。据悉，泽连斯基预计在近日与特朗普总统通电话，就现有外交可能性以及实现和平的核心要素进行详细磋商。2. 美国 9 月非农就业增长有所加快，但失业率升至 4.4%，且前月就业数据下修至负值，表明劳动力市场状况依然疲软。美国劳

统计局周四表示，非农就业岗位在 8 月下修至减少 4,000 个后，9 月增加了 11.9 万个。路透调查的经济学家此前预测，在 8 月初值增加 2.2 万个之后，9 月将增加 5 万个。经济学家估计，目前经济每月仅需创造 3 万至 5 万个就业岗位即可适龄工作人口的增长，远低于 2024 年约 15 万的所需水平。失业率则从 8 月的 4.3% 上升至 4.4%。人工智能的日益普及也在侵蚀劳动力需求，其中入门级职位受冲击最大，应届大学毕业生求职无门。

【南华观点】当前原油市场承压明显，盘面连续两日下跌并跌至均线下方，短线重回弱势，布油加权轻破 63 支撑位，二次下破寻底风险需警惕，中短期维持 60-65 区间震荡。驱动端利空集中，宏观与地缘双双转空。宏观上，恐慌指数抬升，美股续跌刷新阶段新低，美联储 12 月降息预期降温、AI 泡沫担忧未消，避险情绪升温，隔夜原油跌势受其直接冲击，还可能触发宏观与基本面共振下跌。地缘上，俄乌局势现缓和信号，泽连斯基同意推进美俄起草的和平计划，若冲突落幕、俄油制裁松绑，原油过剩风险将暴露。基本面暂无新变动，过剩问题虽被地缘掩盖但风险仍存，美国对俄新制裁生效在即，俄油发运正常但流向生变，中印进口均有减少。短期需重点跟踪宏观避险情绪与俄乌局势进展。

LPG：基本面变动不大

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4397 (+3)，LPG2601 盘面收于 4322 (-5)；FEI M1 收于 502 美元/吨 (-1)，CP M1 收于 495 美元/吨 (-0)，MB M1 收于 340 美元/吨 (0)

【现货反馈】华东均价 4325 (0)，山东均价 4370 (-10)，最便宜交割品价格 4330 (+30)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 75.69% (-2.62%)；独立炼厂开工率 54.26% (+1.01%)，不含大炼化利用率为 50.14% (+1.13%)，国内液化气外销量 50.59 万吨 (-0.46)，醚后碳四商品量 17.39 (-0.29)。需求端，PDH 本期开工率 69.64% (-2.1%)，上周检修延续导致。MTBE 端本期开工率 70.42% (-0.71%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 42.33 (+1.71%)。库存端，厂内库存 18.18 万吨 (+0.24)，港口库 299.18 万吨 (+17.67)，本周到港小幅增加。

【观点】近日原油整体波动比较大，波动区间目前在 62-66 左右，受美 12 月降息预期降温及地缘问题缓和影响，油价重心走低，内盘 pg 相对强势。从本期基本面来看，供应端到港小幅回升，整体供应环比继续小幅增加，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，目前没有更多的检修反馈，关注利润端带来的影响。目前从 pg/pp 比价、pg/sc 比价以及内外的价差来看，内盘估值整体偏高。

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 盘面加工费维持 200-290 区间操作。

MEG-瓶片：考虑空单止盈转为卖看涨表达

【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 3850 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】：周四甲醇 01 收于 2016

【现货反馈】：周四远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-20

【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，建议前期看涨继续持有，建议 12-1 反套，建议 1-5 反套。

PP：底部震荡持续

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6400（-34）。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6260 元/吨，华东现货价格为 6390 元/吨，华南现货价格为 6520 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】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。但中长期来看，PP 供需仍存压力，预计上行空间比较有限。

PE：基本面驱动不足

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6835 (+2)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6780 元/吨，华东现货价格为 6930 元/吨，华南现货价格为 7000 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】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：韩国歧化装置降负+出口商谈，芳烃偏强运行

【盘面回顾】BZ2603 收于 5596 (+63)，EB2512 收于 6573 (+14)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5425 (+30)，主力基差 -174 (-33)。下午华东苯乙烯现货 6615 (+5)，主力基差 42 (-9)

【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，截至 19 日美韩窗口已经打开，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。近期市场传闻韩国混芳出口商谈+歧化装置降负，芳烃市场继续偏强运行。

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。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 2517 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：成本坍塌，大幅回调，关注高低硫价差

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU01 收于 3139 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+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。短期关注多 LU 空 FU 头寸。

沥青：底部空间不大，关注冬储意愿

【盘面回顾】BU01 收于 3058 元/吨

【现货表现】11 月 20 日，国内沥青市场均价为 3363 元/吨，较上一日下跌 5 元/吨，跌幅 0.15%。北方东北市场低硫资源竞争激烈，个别主力炼厂让利销售，加之对标市场价格下跌，带动区内沥青价格下跌。山东以及华北市场沥青流通资源不多，不过成本面牵制，今日沥青价格谨慎走稳。华南以及华东市场主力炼厂开工低位，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：全乳仓单集中注销

【相关资讯】

- 1、中国央行贷款市场报价利率 1 年期和 5 年期（LPR）分别维持在 3%和 3.5%，连续 6 个月不变。
- 2、美国 9 月季调后非农就业岗位增加 11.9 万个，9 月失业率为 4.4%，预期为 4.3%，8 月为 4.3%。
- 3、截至 2025 年 11 月 16 日，中国天然橡胶社会库存 106.2 万吨，环比增加 0.5 万吨，增幅 0.5%。中国深色胶社会总库存为 67 万吨，增 0.8%。其中青岛现货库存增 0.7%；云南增 0.7%；越南 10#降 2.8%；NR 库存小计增加 3%。中国浅色胶社会总库存为 39.2 万吨，环比降 0.01%。其中老全乳胶环比增 1.5%，3L 环比增 3%，RU 库存小计降 2.5%。
- 4、美国 EIA 原油库存变化-342.6 万桶，高于预期。

【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。RU 随 11 月仓单集中注销，昨日集中注销超 7 万吨，老全乳库存转累而新胶入库仍少，基本面预期受国内产区临近停割而泰国南部、越南产区天气扰动等供应端因素影响。相比而言 NR 目前锚定低价仓单，随着 NR 重心上移升水印标，后市近端或受到一定拖累。近期宏观和板块情绪偏暖，橡胶系在震荡中缓慢抬升，全乳估值修复，多空分歧加大，胶价上移同时承压增大，后市预计维持宽幅震荡格局。

玻璃纯碱烧碱：低位挣扎

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1158，-2.03%

【基本面信息】

本周纯碱库存 164.44 万吨，环比周一-0.73 万吨，环比上周四-6.29 万吨；其中，轻碱库存 75.71 万吨，环比周一-1.28 万吨，环比上周四-4.31 万吨，重碱库存 88.73 万吨，环比周一+0.55 万吨，环比上周四-1.98 万吨。

【南华观点】

纯碱以成本定价为主，虽然成本端预期坚实，但没有趋势性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。10 月纯碱出口超过 21 万吨，维持高位，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。

玻璃：

【盘面动态】玻璃 2601 合约昨日收于 989，-1.98%

【基本面信息】

截止到 20251120，全国浮法玻璃样本企业总库存 6330.3 万重箱，环比+5.6 万重箱，环比+0.09%，同比+30.72%。折库存天数 27.7 天，较上期+0.2 天。

【南华观点】

现实偏弱，叠加中游高库存，现货压力不容小觑，盘面跌至湖北低价现货平水。低价下，冷修预期有所抬头，保持观察。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。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2261，-0.18%

【基本面信息】

国内液碱市场维稳运行。国内氯碱企业整体负荷高位，今日统计氯碱企业整体开工负荷维持在 89%，液碱供应货源较为充足，需求端氧化铝因盈利情况不佳，有企业负荷依旧不满，对液碱采购积极性表现不佳，非铝下游按需采购为主，当前企业多平稳出货，液碱价格低位整理。

【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：纸浆持续偏弱震荡

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格日盘先震荡上行，后显著回落；胶版纸期货价格盘整且偏下行。

【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：本白现货价格在 4300-4400 元/吨，高白在 4500-4600 元/吨。

【港口库存】：纸浆：截止 11 月 21 日，港口库存 217.3 万吨（+6.3）。

【月差结构】：纸浆：12-01 反套观望

【南华观点】：昨日浆企再度普降针叶浆价格 20 至 100 元/吨，再度拉低期价估值。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。而部分浆厂存在逐渐复工复产的可能性，供应压力逐渐加大。此外，下游招标情况也带来一定利空影响。故近期期价持续偏弱。

对于胶版纸来说，根据卓创数据来看，受阔叶浆价格小幅抬升影响，成本端支持期价至低位略有回升。但下游招标情况仍限制纸价上限。

短期来看，当前期价存在一定资金博弈情况，纸浆与胶版纸短期预计维持偏震荡走势。

原木：策略延续，关注逢高空，以及 01-03 的反套机会

【盘面】lg2601 收盘于 772.5（-3.5），持仓 1.7 万手。lg2603 收盘于 787（-4）。01-03 月差绝对值扩大。

【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】

现货下跌，带动盘面走弱。

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 5884（+2），PL2603 盘面收于 5871（+31）；PP-PL01 价差 516（-36），PP01-PL03 价差 529（-65）；PL01-03 月差+13（-29）

【现货反馈】山东均价 5940（-10），华东均价 5925（+0）

【基本面数据】供应端，丙烯产量 121.54 万吨（-1.07），开工率 73.52%（-0.65%）。主营炼厂开工率 75.69%（-2.62%）；独立炼厂开工率 54.26%（+1.01%），不含大炼化利用率为 50.14%（+1.13%）；蒸汽裂解开工率 81.76%（-0.32%）；PDH 开工率 69.64%（-2.1%），上周检修延续导致。MTO 开工率 89.65%（+0.39%）。需求端本周开停工并行，PP 端粒料开工下降粉料开工抬升，PP 粒料开工率 78.28%（-1.27%），粉料开工 46.63%（+3.02%）；正丁醇开工下滑 2.08%至 81.56%；丙烯酸开工下滑 2.18%至 73.03%。

【观点】原油端近期整体在 62-66 震荡，宏观及地缘走弱背景下，价格重心下移。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。需求端，pp 跟 pl 价差高位走弱，但 pp 端依然维持高供应，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，预期维持偏弱震荡格局。

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 11440 日环比-1.04%

【现货报价】全国生猪均价 11.65 (+0.06) 元/公斤，其中河南 11.69 (0.07) 元/公斤、四川 11.36 (+0.04) 元/公斤、湖南 11.66 (+0.22)、辽宁 11.44 (+0.00) 元/公斤、广东 12.57 (+0.22) 元/公斤。

【现货情况】

北方标柴养阉价差调整幅度小，300 斤基本高于标猪 0.2 元/斤左右，350 斤普遍高于标猪 0.4-0.5 元/斤，部分市场 400 斤以上价格与相近体重段报价缩紧，有大猪出栏增多影响。西南区域价差稳定，300 斤高于标猪 0.6-0.7,350 斤高标猪将近 1.0 元/斤。部分区域供应收紧，屠企采购存在难度，计划有放缓现象；西南腌腊消费腌腊价格有一定支撑，但供应反馈仍有偏松情况。

【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。

油料：关注中国采购

【盘面回顾】缺乏更多利多驱动，外盘继续调整，内盘跟随走弱，进月不断传出大豆采购消息，进月盘面走弱，关键整数点位支撑。

【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。中加会谈增加额外和谈预期，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：利好不足维持弱势震荡

【盘面回顾】宏观情绪偏弱，外盘整理为主，国内油脂随之震荡运行。

【供需分析】棕榈油：船运调查机构 ITS：马来西亚 11 月 1 日至 20 日棕榈油出口量为 831005 吨，环比上月同期下降 20.5%。美国生柴政策有传言规定更多掺混量，市场预期较乐观。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】当前植物油市场缺乏明确上行驱动，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】短期油脂延续震荡走势，相对来说远月 05 合约更为强势。

豆一：现货市场僵持 盘面继续回落

【期货动态】周四，豆一期价延续调整，主力 2601 合约收于 4107 元，跌幅超 1%，成交量小幅增加，持仓量大幅减少，注册仓单 12832 手；夜盘震荡，01 合约收于 4108 元；

【现货报价】哈尔滨（一等，蛋白 39%净粮上车价）：2.05 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。

【市场分析】大豆市场近期变化有限，价格波动更多体现在期货盘面，现货价格整体稳定，东北产区价格滞涨，但在国储收购支撑及卖压有限下，价格回落难度较大，价格有所僵持，注意年底阶段性卖压影响；南方产区优质豆源流通不足，价格差异较大，优质大豆高价影响市场购销活力，价格大稳小动，基本稳定；销区表现平稳，刚需采购，维持库存为主。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，继续消化反季节性上涨带来的压力，粮源存量博弈，等待新因素驱动；期货盘面高位连续回撤，期价进一步回吐本月 5 日涨势，现货收购气氛下降叠加美豆进口恢复，资金挺价意愿退温，建议观望；

【南华观点】多头趋势未明显转变，现货驱动不足，挺价意愿减弱，期价高位回调；

玉米&淀粉：短期供需平稳 盘面价格窄幅整理

【期货动态】周四，玉米盘面震荡收低，主力 01 合约收于 2168 元/吨，持仓量与成交量小幅减少，注册仓单持平于 69337 手；

淀粉盘面小幅反弹，主力 01 合约收低于 2473 元，持仓量小幅增加，成交量减少；

【现货报价】玉米：锦州港：2170 元/吨，+0 元/吨；蛇口港：2450 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】玉米价格整体大稳小动，港口持稳，东北产区农户售粮积极性一般，价格稳定，中储粮收购持续稳定价格，华北地区玉米价格涨跌互现，主流价格维持稳定。山东地区到货量减少，深加工提价收购为主，从供应来看，玉米存量粮源继续消耗，供应压力逐步缓解，但四季度供应能力充足，观察基层售粮情绪；从需求来看，深加工维持按需采购，维持库存节奏。饲料企业多同时采购本地和东北粮源，库存水平有所上升。期货盘面延续震荡整理，现货因素驱动有限，价格暂形成窄幅区间震荡，整体看，目前持粮主体心态较稳，下游收购刚需，短期供需结构有所平衡，重点关注年底卖压情况，或对价格造成阶段性压力。

【南华观点】底部区间偏强震荡 单边上行难度较大。

棉花：美棉出口环比增加

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅下跌，受外围市场拖累，据 USDA，9.26-10.2 日一周美国 25/26 年度陆地棉净签约 45132 吨，较前一周增加 28%，对棉价形成支撑。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】2025 年 8 月美国纺织服装进口量 97.9 亿平方米，同比增长 0.7%，服装进口量 23.8 亿平方米，同比减少 5%。

【郑棉信息】目前新疆棉花采收工作已基本完成，截至 2025 年 11 月 19 日，全国新年度棉花公证检验量累计 334.9 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。海关统计数据，2025 年 10 月棉制品出口量 60.80 万吨，同比减少 1.36%，环比增加 0.98%，但出口单价环比再度下跌 7.13%至 7.69 美元/千克。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：弱势徘徊

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周四平收，但距离五年低点不远，因全球供应过剩。昨日夜盘，郑糖横盘震荡，不过日间已再创新低。

【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.印度 NFCSF 敦促政府将国内糖最低销售价格上调至每公斤 41 卢比，调整乙醇价格，并批准更多甘蔗用于生产乙醇。

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。

7.截至 11 月 19 日，印度马邦已有 147 家糖厂开榨，压榨甘蔗 1127.7 万吨，生产 868.1 公担食糖，平均糖回收率 7.4%。去年同期仅为 91 家，135 万吨甘蔗，以及糖回收率 4.2%。

【南华观点】郑糖整体走势疲软，预期持续弱势。

鸡蛋：现实压力犹存

【期货动态】主力合约 JD2601 收于 3238，日环比+1.82%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.86（-0.00）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.91（-0.00）元/斤。

【现货情况】

当前需求仍显弱势，各环节交投较为谨慎，随着蛋价连续下跌，局部低价区惜售情绪较浓，高价区走货仍显慢，产区蛋价有稳有跌。销区北京市场到车正常，走货不快，价格继续下调。上海需求偏弱，价格下跌。广东市场到车偏多，走货正常，价格随产区下跌。

【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：维持强势

【期货动态】昨日苹果期货价格反弹，整体走势强劲。

【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 19 日，全国主产区苹果冷库库存量为 773.16 万吨，环比增加 8.92 万吨。山东产区库容比为 54.29%。陕西产区库容比为 59.1%。甘肃产区库容比为 64.24%。卓创数据显示，全国苹果库存 733.44 万吨。

【南华观点】苹果持续保持强劲格局。

红枣：稳中趋弱

【产区动态】目前红枣陆续下树收购，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。近日随着期货价格走弱，农户挺价情绪弱化，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 4 车，早市成交一般；河北崔尔庄市场到货 7 车，

参考新季到货特级 9.80-10.50 元/公斤，一级 8.80-9.50 元/公斤，价格稳中趋弱，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 20 日，36 家样本点物理库存存在 10330 吨，周环比增加 490 吨，同比增加 101.76%。

【南华观点】新季红枣处于集中下树阶段，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，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。