

## 金融期货早评

### 宏观：国内政策定力偏强

【市场资讯】1) 中方就高市错误言行致函古特雷斯，向联合国全体会员国阐明立场。王毅：中方敦促日方早日反思改错，不要执迷不悟。2) 美联储“三把手”放鸽，称“近期”仍存在降息空间，市场预期 12 月降息概率盘中突破 70%。3) 美联储副主席：AI 热潮非“互联网泡沫 2.0”，但需警惕债务风险；理事米兰：9 月非农影响“明显偏向鸽派”；明年票委：预计不久后重新扩张资产负债表，12 月降息难，资产估值偏高。4) 历史首次，美国劳工统计局取消 10 月 CPI 发布，11 月 CPI 12 月 18 日发，不含环比涨幅。5) 美国 11 月标普全球综合 PMI 初值为 54.8，四个月来最高，服务业 PMI 增长加快，制造业 PMI 增长放缓。欧元区 11 月服务业 PMI 初值 53.1 创一年半新高，但制造业 PMI 初值 49.7，意外重回荣枯线下方，德法制造业双双恶化。6) 特朗普下“最后通牒”：27 日是乌接受美和平 28 点计划最后期限；乌克兰领导层对美方努力“毫无感激之情”；普京：已收到美提出的计划，俄方愿谈判；乌美就美方计划在日内瓦举行首轮会谈，会谈结束后乌方称“取得显著进展”，泽连斯基称收到美方积极信号；美方和平方案有望纳入乌核心利益关切；美国务卿称会谈“富有成效”；欧洲领导人就美方案制定反提案。7) G20 南非峰会强调多边合作与共同发展，中方呼吁重回团结协作，峰会《领导人宣言》提出人工智能、数据治理和创新促进可持续发展、确认推进“关键矿产框架”；加拿大印度同意启动全面经济伙伴关系协定谈判。8) COP30 峰会周六闭幕，“巨大分歧”下艰难通过气候协议，未提及“化石燃料削减”。9) 日本批准 21.3 万亿日元经济刺激计划，为疫情以来最大规模。日本政府顾问：无需等到 160 关口，高市政府将更积极干预日元。

【核心逻辑】海外方面，美国就业数据呈现显著分化特征，9 月非农新增超预期但前值下修、失业率创四年新高，后续需 11 月就业数据进一步验证；而英伟达 AI 业务业绩超预期修复市场风险偏好，带动科技板块阶段性上涨；美联储 10 月会议纪要暴露严重分歧，叠加 10 月非农报告改期导致 12 月议息缺乏关键数据指引，后续关注 11 月就业数据与美联储主席人选落地。国内方面，经济基本面边际降温，但政策端保持较强定力，市场对政策加码预期升温；政策定力背后既源于对前期政策效果的观察，也与中长期增速目标规划相衔接，后续需重点跟踪基本面变化、存量政策落地及决策层表述，以判断复苏动能与政策窗口。

### 人民币汇率：全球集体调整，美元走势反复

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1103，较上一交易日上涨 64 个基点。人民币对美元中间价报 7.0875，较上一交易日调升 30 个基点。

【重要资讯】1) 多位美联储官员释放降息信号。美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯称，随着劳动力市场降温，美联储在近期仍有进一步降息的空间。美联储理事米兰也表示，如果他的投票在下一议息中具有决定性作用，他将支持降息 25 个基点。波士顿联储主席柯林斯同样表示，预计未来还会进一步降息。不过，达拉斯联储主席洛根认为，12 月会议上很可能有必要按兵不动，因为资产估值偏高。上述官员讲话后，市场押注美联储 12 月降息概率突破 50%。2) 泰国央行行长：货币政策并非经济增长的阻碍，如有必要，准备放松货币政策；泰铢可能会贬值，希望泰铢汇率与经济状况相适应。

【核心观点及逻辑】展望后市，我们认为美元兑人民币即期汇率或继续呈现“震荡筑底、中枢缓慢下行”的运行特征。一方面，国内稳增长政策在年末逐步进入实质性落地阶段，叠加季节性结汇需求的阶段性上升，人民币相对于美元的内在升值动力正持续积累。这一趋势可通过近期市场的盘面特征得到印证。另一方面，前期汇率在低波动环境下的温和下行，

主要由交易型资金的短期流动驱动，缺乏宏观经济基本面的趋势性支撑，因此短期内人民币难以形成单边快速升值的行情。从美元反弹空间来看，当前推动美元走强的动能或显著弱于上一轮周期。我们认为，上一轮汇率快速反转的核心逻辑是市场此前对中美关系缓和的预期过度定价，自营盘积累了高度集中的人民币多头头寸，在相关预期落地后，多头集中平仓引发汇率反向波动。而本轮人民币升值始于汇率波动率长期处于低位的真空期，投资者仓位普遍呈现中性甚至偏空状态，人民币多头筹码相对稀疏，缺乏大规模止盈卖压形成的对冲力量。因此，即便美元后续出现反弹，其反弹力度也将明显弱于前一轮周期。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

## 股指：美联储官员放鸽，降息预期升温或为股指提供支撑

【市场回顾】

上个交易日股指放量下跌，大盘股指相对抗跌，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 2.44%。从资金面来看，两市成交额回升 2574.72 亿元。期指方面，IF、IH 缩量下跌，IC、IM 放量下跌。

【重要资讯】

1. 美联储“三把手”放鸽，称“近期”仍存在降息空间，市场预期 12 月降息概率盘中突破 70%。
2. 中方就高市错误言行致函古特雷斯，向联合国全体会员国阐明立场。王毅：中方敦促日方早日反思改错，不要执迷不悟。

【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，不过之后美国官员讲话放鸽，提振市场降息预期。短期内降息预期升温，流动性宽松预期下为股指提供支撑，但由于中日风波尚未缓和，且国内政策面消息较平淡，政策利好信号减弱，预计股指震荡为主，关注本周将公布的美国 PCE 物价指数，或将再度引发降息预期波动。

【南华观点】短期预计震荡为主

## 国债：中期多单持有

【市场回顾】上周 T、TF、TS 整体窄幅震荡，唯有 TL 下跌明显。资金面前紧后松，周五 DR001 回落至 1.32%附近。

【重要资讯】1. 美联储 12 名今年拥有投票权的官员中，已有 5 人表示倾向下月维持利率不变。

【核心观点】上周无论是中日关系紧张，还是 A 股大跌，均未给债市带来明显助力。周四有消息称住建部等多部门正在衡量对新增个人住房贷款提供贴息等政策选项，债市因此走弱。三季度以来房地产市场持续走弱，消息可能并非空穴来风，对于房地产的提振政策未来或择机推出。但对债市的影响主要在于短期情绪，即便政策推出也难以快速扭转房地产市场的基本面，因此实质性的利空有限。从市场走势来看，仅 TL 下跌明显，显示交易情绪较弱。短期市场仍缺乏驱动，本周关注 MLF 续作、PMI 数据。

【策略建议】中期多单继续持有。

## 集运欧线：现货压力延续，期价震荡走低

现货指数再度转弱，船司挺价成效不彰，盘面缺乏明确方向。

【行情回顾】

上周五（11 月 21 日），集运指数（欧线）期货市场承压收跌。主力合约 EC2602 开盘于

1599.2 点，收盘于 1556.1 点，较前一交易日下跌 3.20%。盘中期价最低下探至 1550.0 点，显示下方支撑经受考验。其余合约亦普遍走弱，EC2512 合约开盘于 1770.0 点，EC2604 合约开盘于 1165.0 点。市场情绪受到现货指数表现不佳的拖累，最新一期 SCFIS 欧线指数报 1357.67 点，环比再度转跌 9.8%，削弱了市场信心。

#### 【信息整理】

当前市场多空因素交织，短期波动可能加剧：

利多因素：

1) 部分船司宣涨 12 月运价：达飞（CMA）12 月下半月船期报价一度高达 3945-4045 美元/FEU，马士基 12 月第一周开舱报价为 2500 美元/FEU，表明船司仍有挺价意愿。2) 地缘局势不确定性持续：红海复航预期因巴以冲突处于微妙阶段而不断延后，绕航对运力的吸收效应仍在。3) 局部货量支撑：市场已出现月底爆仓消息，叠加 12 月初空班安排，可能对短期运价形成一定支撑。

利空因素：

1) 现货指数再度转跌：最新 SCFIS 欧线指数环比下跌 9.8%，显示现货基本面依然疲软。2) 船司挺价合力不足且落地存疑：马士基带头调降报价，MSC 的 12 月上旬报价仅微涨 100 美元，达飞线下报价亦维持在 2520 美元，其大幅涨价预计难以落地，整体宣涨成效不彰。3) 供需宽松格局未变：2025 年仍是集装箱船交付大年，整体运力供应充裕，11-12 月周均运力维持在 27-33 万 TEU 水平，基本面缺乏强劲上行驱动。4) 宏观经济压力：10 月中国新出口订单指数下滑，反映终端运输需求复苏基础不牢。

#### 【交易研判】

集运欧线期货短期预计维持低位震荡，缺乏趋势性上行驱动。操作上，趋势交易者建议保持观望，耐心等待方向明确，激进者可于当前价位区间下沿轻仓试多，但需严格设置止损。套利交易者关注 02-04 合约的正套机会，谨慎操作。

#### 【风险提示】

1) 密切关注 12 月船公司涨价实际执行情况与货量匹配程度。2) 警惕红海复航进程超预期以及地缘政治出现重大转折。3) 关注欧美经济数据波动对终端运输需求的潜在影响。

以上评论由分析师廖臣悦（Z0022951）、徐晨曦（Z0001908）、宋霁鹏（Z0016598）、潘响（Z0021448）、周骥（Z0017101）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

【盘面回顾】上周贵金属价格整体震荡整理，货币政策方面美联储 12 月降息预期依然摇摆不定且略低于五成令贵金属价格承压。周四前美联储官员释放偏鹰讲话，以及周四凌晨发

布的美联储货币政策会议纪要显示多人认为不适合 12 月降息，引发大类资产价格下行压力。周五美联储永久票委威廉姆斯释放偏鸽言论（短期内有降息空间）缓和 market 紧张情绪，12 月降息预期一度回升至 70%，令贵金属价格回升。另外美国劳工部公布将取消 10 月 CPI 发布，且延后 11 月 CPI 数据公布至 12 月 18 日；10 月非农取消下，11 月非农就业报告将延后至 12 月 16 日公布。这预示在 12 月 11 日美联储 FOMC 会议前已无重要数据公布，在数据缺失下，增加美联储 12 月 FOMC 会议的不确定性，美联储票委讲话将引发降息预期巨大波动。此外，上周公布的美国 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。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周减 3.43 吨至 1040.57 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 39.5 吨至 15258 吨。随着美政府停摆结束，截至 10 月 7 日当周的 CFTC 报告补发结果显示，黄金非商业净多头寸减少 20952 张，主要因多头坚持 18006 张；白银非商业净多头寸减少 3522 张主要因多头减少 2394 张，空头亦增加 1128 张。库存方面，COMEX 黄金库存周减 19.2 吨至 1143.5 吨，COMEX 白银库存周减 465.5 吨至 14329.5 吨；SHFE 黄金库存维持在 90.4 吨，SHFE 白银库存周减 57.6 吨至 519.3 吨；上海金交所白银库存（截至 11 月 14 日当周）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，周内还需关注美零售销售与 PPI 数据。事件方面，周四 03:00，美联储将公布经济状况褐皮书。本周四与周五为美国感恩节，周四 CME 贵金属期货合约交易提前于北京时间 28 日 03:30 结束，周五 CME 贵金属提前于北京时间 29 日 03:45 结束。

【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 12 月美联储降息预期不明朗下预计维持震荡整理，建议关注 60 日均线回踩情况，但回调仍视为中长期补多机会。伦敦金阻力 4250，支撑 4000，强支撑 3900 区域；白银阻力 52.5，支撑 49，强支撑 47。

## 铜：2026 年长单加工费成关注焦点，铜价窄幅波动

【盘面回顾】上周沪铜加权指数交易量环比回落 9.67%，沪铜加权指数持仓量环比继续减少 6.44%，市场投机度小幅回升。1 月合约前 20 期货公司净多持仓量持续为负，周内环比降幅扩大，体现出铜价处于目前价格水平，多头资金平仓为主。

具体看，2601 合约位于 86012 附近上下波动，波动区间在【85510~86860】，上周五收于 85600 元/吨，周内仓差 13858 手，周内跌 0.82%，振幅 1.56%。但期价重心下移时，企业点价需求增加，1 月合约持仓小幅增加。

LME 铜价主要位于【10607.5，10851】区间波动，最后收于 10778 美元/吨，周内仓差-2975 手，环比上涨 0.11%，振幅 2.26%；COMEX 铜价主要位于【494.55，510.35】区间波动，最后收于 507.7 美分/磅，环比上涨 1.75%，振幅 3.17%。

【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；21 日，LME 铜库存 155025 吨，较前一日减少 2900 吨；LME 铜注册仓单 148400 吨，较前一日减少 50 吨，注销仓单 6625 吨。21 日，COMEX 铜库存 402876 吨，较 20 日增加 4363 吨。

2、国际铜研究组织（ICSG）称在最新月度公报中指出，2025 年 9 月全球精炼铜市场供应出现 5.1 万吨缺口，此前 8 月供应仍有盈余 4.1 万吨。9 月全球精炼铜产量为 237 万吨，消费量为 242 万吨。经中国保税仓库库存变动调整后，9 月出现 5 万吨缺口，8 月为 4.7 万吨盈余。今年 1-9 月份全球精炼铜市场供应出现 9.4 万吨盈余，而去年同期盈余达 31 万吨。

3、2025 年 10 月中国精炼铜进口量环比减少 13.62%，同比下降 16.32%。主要原因在于 10

月期间人民币汇率波动及国内现货升水下行，沪伦比值持续偏低，进口窗口基本关闭，从而影响贸易商采购积极性。与此同时，据上海金属网数据显示，国内社会库存自9月下旬起持续累库，截至10月底达到17.55万吨，终端消费未见明显回暖，下游企业以刚需补库为主，对进口依赖度下降。此外，国内精炼铜产量维持增长，整体供应相对充裕，一定程度上弥补了进口减少带来的供应缺口。展望后市，需持续关注进口盈亏修复、下游需求复苏及全球铜矿供应扰动等对进口量的影响。

【南华观点】上周补发美政府停摆结束后的非农就业数据，喜忧参半，却增加了美联储12月份是否降息的不确定性，对铜价上涨驱动变弱。

基本上，延续上周行情，下游需求在铜价回落中有补库需求，但采购成交并未放量，仍以刚性需求点价为主。从洋山铜保税溢价低位、电解铜保税区库存增加、电解铜社会库存回落指标中也可以看出端倪，即下游企业补库需求偏弱，主动补充原料库存意愿不强。

当周，下游开工率将继续回升，但整体弱于往年同期。值得关注的宏观经济数据包括美国PPI同比、美国PCE物价指数等，以及2026年TC加工费谈判，注意观察市场情绪。预计铜价仍维持【86000，87000】波动区间波动。

【南华策略】1、12月合约关注86000一线支撑，87000一线压力。2、对于需要备货的下游企业，可以逢低买入期货套保。

风险点在于：美联储利率决议不及预期

## 铝产业链：沪铝等待指引

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于21340元/吨，环比-1.09%，成交量为27万手，持仓30万手，伦铝收于2808美元/吨，环比+0.05%；氧化铝收于2713元/吨，环比-0.70%，成交量为22万手，持仓41万手；铸造铝合金收于20595元/吨，环比-1.15%，成交量为5656手，持仓1万手。

【核心观点】铝：前期美联储鹰派发言使得市场将息概率大幅下降，沪铝多头止盈离场，铝价大幅回调，当前美联储内部对12月是否降息仍存在分歧，但美国就业数据和通胀数据疲软，市场情绪有所缓和，预期将息概率重回60%以上。基本面方面，上周铝水比例小幅下降，同时随着铝价回调，下游采购积极性提升，短期基本面矛盾不大。总的来说，短期沪铝或将震荡整理，但整体价格重心仍较前期有所抬升，市场正在寻找新的指引，重点关注降息预期。

氧化铝：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，考虑到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22395元/吨。其中成交量为74639手，持仓52299手。现货端，0#锌锭均价为22440元/吨，1#锌锭均价为22370元/吨。

【产业表现】瑞典环境与土地法院已批准Boliden在当地的Garpenberg铅锌矿山扩大其现有环保许可的申请。该决定即刻生效（尽管仍可上诉），允许矿山将年采矿量从此前的350万吨/年提升至450万吨/年。目前矿山正在推进膏体充填（paste backfill）能力建设，以满

足更高的采矿需求。为达到新的许可产能水平，仍需进行多项追加投资，但此次批准为 Garpenberg 的未来扩建与灵活运营奠定了基础。

【核心逻辑】上一交易日，锌价震荡，夜盘受伦锌带动高开，后日内回落。宏观上，9 月非农数据好于预期，但威廉姆斯发表鹰派观点，降息不确定性加强。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：单边下行区间警惕回调，关注期权机会

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 114050 元/吨，下跌 1.22%。不锈钢主力合约日盘收于 12290 元/吨，下跌 0.49%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 118700 元/吨，升水为 4200 元/吨。SMM 电解镍为 116700 元/吨。进口镍均价调整至 115000 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28080 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 10686.45 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 891 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.61%。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】

沪镍不锈钢周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，可关注卖看涨等机会走势。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。新能源方面目前跟随镍价同样有一定下调，流通量仍然较低但是影响有限，目前价格纯镍生产硫酸镍利润空间打开，若当前位置持续震荡部分企业或采购纯镍进行生产，库存或有一定消耗。镍铁近期连续下行，青山最新招标价破历史新低，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打开。不锈钢方面压力仍然较大，目前三大钢厂继前期 200 系减产后宣布 400 系减产，关注实际供给方面是否有显著收缩，现货方面出货压力较大，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 29.07 万元每吨；成交 56118 手；持仓 2.58 万手。现货方面，SMM 1#锡价 291300 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。短期强支撑在 27.6 万元附近弱支撑 28.5 万元左右。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:回落风险仍存，近月承压

【行情回顾】上周碳酸锂期货价格整体呈现震荡走强态势，并于周五大幅回落，持仓规模和价格有所回落。碳酸锂加权指数合约周五收盘价 91474 元/吨，周环比+4.51%；成交量约 210.60 万手，周环比+124.18%；持仓量约 99.82 万手，周环比-2.71 万手。仓单数量 26916 手，周环比-592 手。

【产业表现】由于价格持续高位，上周锂电产业现货市场表现冷清。锂矿：锂矿贸易商出货价格紧贴盘面，其中 SMM 澳矿 6% CIF 报价 1170 美元/吨，周环比+10.90%，非洲矿报价 1073 美元/吨，周环比+10.73%。供给：锂盐市场成交较少，仅在周五大幅增加，其中碳酸锂报价周度变动+8.40%，氢氧化锂报价周度变动+6.28%；贸易商环节基差报价走弱。

需求：上周下游材料厂报价整体上涨，其中磷酸铁锂系报价变动+4.60%，三元材料系报价变动+1.11%，六氟磷酸锂报价变动+15.44%，电解液报价变动+4.59%。终端：电芯市场报价+0.28%。

【南华观点】供给端看，锂矿到港数量将有所增加，矿端紧张程度有所缓解。需求端，从历史经验来看，临近 12 月时，下游动力电芯排产会出现季节性环比减少情况，当前市场核心焦点同时聚焦于储能电芯排产能否弥补动力电芯排产的下滑，具体需根据排产情况判断。假设，若整体下游排产环比减量有限，则仍符合市场预期；但若减量超预期，则可能引发市场波动，削弱市场对短期需求的信心，进而导致碳酸锂价格震荡承压。故综合基本面等因素分析，预计后续碳酸锂价格的波动幅度将进一步加大，不排除有进一步走弱的态势。预计未来两周碳酸锂期货价格将在 83000-93000 元/吨区间内呈现“宽幅震荡偏弱”的运行特征。

## 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 8948 元/吨，周环比-0.71%；成交量 43.97 万手，周环比+20.88%，持仓量 42.76 万手，周环比+2.40 万手；工业硅 SI2601-SI2605 月差为 back 结构，周环比-20 元/吨；仓单数量 42378 手，周环比-2967 手。

上周多晶硅加权指数合约收于 52705 元/吨，周环比-2.27%；成交量 40.17 万手，周环比+18.5%，持仓量 23.83 万手，周环比+0.12 万手；多晶硅 PS2601-PS2605 月差为 back 结构，周环比+1715 元/吨；仓单数量 7500 手，周环比-1630 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+1.69%，硅粉市场报价周度涨跌幅+0%。需求：三氯氢硅报价周环比+0%，有机硅市场报价周环比+6.94%；铝合金市场报价周环比-1.93%。

产量：工业硅产量环比变动-1.42%，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+0%；有机硅产量环比变动+1.18%。库存：本周工业硅库存环比变动 0.2 万吨，原生铝合金库存环比变动+1.44%，再生铝合金库存环比变动-1.44%。

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+0%，N 型多晶硅复投料报价周环比+0%。需求：N 型硅片报价周环比-2.33%；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+0.30%，分布式 N 型 182 组件报价周环比-0.15%。终端周度中标均价 0.72 元/瓦，周环比-1.37%。

产量：多晶硅产量环比变动+1.12%，硅片产量环比变动-2.59%。库存：多晶硅总库存环比变动-0.17%，硅片库存环比变动+1.63%，电池片库存环比变动+75.73%，组件库存环比变动-0.98%。

【南华观点】综合来看，工业硅期货价格短期将紧密跟随多晶硅、焦煤关联品种的价格波动，大概率维持震荡偏弱格局。当前多晶硅市场短期交易主线将逐步切换至“11 月仓单集中注销后的仓单库存与持仓量”盘面博弈，后续若基本面出现明确边际变化，交易逻辑有望进一步向供需基本面深度切换。

## 铅：下方有支撑

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17165 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17075 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。基本上，国内冶炼端增减不一，原生铅原料问题暂未解决，TC 继续走弱。再生铅河北区域性偏紧，且再生铅冶炼利润再次走弱，开工意愿下降，目前再生铅成品库存处历史低位。受 LME 累库影响，目前铅价内强外弱，铅进口窗口打开，后续粗铅和铅精矿进口量扩大，冶炼端原料问题有望解决，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，且受再生铅成本支撑短期较难回调至 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：区间震荡，底部支撑

【盘面回顾】上周末受到环保督察消息的影响，周一开盘黑色板块都有不同幅度的反弹，在反弹上涨的过程中持仓量逐渐下降，这和 10 月底唐山限产引发的反弹行情走势，属于减仓上涨，反弹的持续性不强。上周一铁矿发运量数据公布，环比大幅的增加，对铁矿价格上行造成压力，以及煤炭保供的影响都对成材价格进一步的上涨形成压力，成材价格在上一周上涨后随后回落。

【核心逻辑】本周钢材供需双增，库存维持缓慢去库的趋势，供需平衡是在边际改善的。热卷开始缓慢去库，但库存依然处于近 5 年同期较高的水平，库存超季节性累库，卷板材端依然处于高库存和高产量的现状，去库可能需要依赖减产路径去实现。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。铁水本周环比下滑，预计后续按照季节性规律和利润下滑驱动维持缓慢减产的趋势。本周钢铁企业盈利率继续下跌，为 37.66%，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到港量环比下滑较多，港口库存累库速度放缓转为去库，但上周随着铁矿发运量恢复高位和铁水产量的下滑，预期铁矿港口库存可能重新转为累库趋势。但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。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，成材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。

【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：焦煤下跌对铁矿石价格形成支撑

【南华观点】近期铁矿石价格延续宽幅震荡，走势上冲高回落。短期价格偏强，主要受焦煤价格强势带动。焦煤此前因国内供给收缩（安全检查影响）及蒙古煤发运减少而走强，但近期政策导向已转向“保供稳价”。由于煤炭涉及发电、钢铁等多个基础行业，价格过快上涨对下游不利，目前国内煤矿正加速复产，安全检查力度有所缓和，同时蒙古煤发运也呈现放量趋势。因此，焦煤价格下跌对铁矿石价格的存在支撑。

铁矿石自身基本面目前处于短期供需平衡状态。本周到港量因发运节奏偏慢而较少，但钢厂铁水产量维持在 236 万吨，未出现大幅下降，库存也未快速累积。尽管港口整体库存偏高，但受中品矿资源（如 PB 粉）结构性短缺影响，可交割资源紧张，导致现货强势、基差走阔，整体呈现正套格局。因此，在当前高基差环境下做空远月合约并不划算，需等待基差修复后再考虑。

需求方面，本周钢材需求有所恢复，库存小幅去化，供需矛盾略有缓解。但若焦煤价格进一步下跌，钢厂利润修复可能再度引发增产压力，进而带来库存累积风险。

宏观层面，市场对美联储 12 月降息的预期发生明显转变。此前降息被视为“板上钉钉”，推动科技股、比特币及有色金属等利率敏感资产上涨。但近期美国就业数据强劲，叠加美联储官员释放鹰派信号，导致 12 月降息概率大幅回落（不降息概率目前约 64%），市场风险偏好降温，多数商品价格承压。12 月是否降息仍存变数，需持续关注。

交易策略上，建议对铁矿石 05 合约保持耐心，等待基差修复、市场情绪回暖，盘面反弹至 770 元以上后再考虑逢高做空，以提升安全边际。当前价格与基差水平下，做空易面临“亏基差+亏盘面”的双重风险，建议继续观察，谨慎操作。

## 焦煤焦炭：焦煤支撑松动，提降预期增强

【盘面回顾】近期焦煤主力合约跌至 1100 元附近，上周五一度击穿该支撑，焦炭主力合约同样跟随焦煤走弱。

### 【信息整理】

1. 多位美联储官员释放降息信号。美联储“三把手”、纽约联储主席威廉姆斯称，随着劳动力市场降温，美联储在近期仍有进一步降息的空间。美联储理事米兰表示，如果他的投票在下一议息中具有决定性作用，他将支持降息 25 个基点。波士顿联储主席柯林斯表示，预计未来还会进一步降息。

2. 11 月 22 日，沙钢废钢下调 30-60 元/吨，车运执行价重三 2390 元/吨。

【核心逻辑】近期焦煤主力合约持续探底，震荡区间下沿支撑面临考验，若失守则意味持续一季度的宽幅震荡格局或将终结。煤焦基本面呈现供需转弱态势，国内矿山开工平稳，钢联汾渭口径数据略有分化。但进口蒙煤通关高位运行且蒙 5 主焦占比提高，海运煤亦具价格优势，焦煤整体供应边际宽松。反观需求端，因现货价格偏高及焦炭提降预期增强，下游采购谨慎，导致上游矿山库存边际累积，短期内现货价格仍将承压。中周期来看，焦煤底部支撑相对明确，一方面冬储刚需仍存，价格回调后将激发补库需求。另一方面，“十五五”开局年的宏观政策预期与“抗通缩”方针，将为远月合约构筑底部支撑。综上，焦煤下行空间或较为有限，待其充分回调后，在黑色系中仍具多配价值。

【策略建议】操作上，焦煤 01 合约受交割仓单压制，下方 1100 一线支撑恐难稳固，短期内仍以承压运行为主，而远月 05 合约则受益于冬储补库需求及“十五五”规划预期支撑，具备中长期多配潜力，建议等待盘面出现明确企稳反弹信号后再考虑布局多单。焦炭方面，当前主力合约已计价 3-4 轮提降，估值趋于合理，继续追空空间有限，不建议盲目参与下行行情。

## 硅铁&硅锰：硅锰继续累库，震荡偏弱

【盘面回顾】上周铁合金受到环保督查的影响小幅反弹，反弹当日减仓上涨，资金的参与度是在下降的，随后跟随成材价格回落，价格回落过程中持仓量是在上升的。上周硅铁总持仓量环比+15.86%，硅铁主力价格环比-1.23%；硅锰总持仓量环比+4.04%，硅锰主力价格环比-2.47%。

【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季节性规律，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，硅锰企业本周库存继续累库，环比+2.9%，库存压力仍存；硅铁企业库存受到硅铁减产的影响，本周开始下降，环比-10.21%，库存压力边际好转。本周硅铁产量继续减产，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，但供应端维持减产的趋势，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滋（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

## 能化早评

### 原油：宏观地缘利空叠加

【盘面动态】周五（11 月 21 日），纽约商品交易所西得克萨斯轻质原油期货（WTI）主力合约结算价格为 58.06 美元/桶，周度下降 3.38%；洲际交易所布伦特原油期货（Brent）主力合约结算价格为 62.56 美元/桶，周度下降 2.84%。

【市场动态】1. 美乌代表称日内瓦会谈“取得进展”。美国和乌克兰代表 23 日表示，双方当天在瑞士日内瓦就美方所提结束俄乌冲突 28 点新计划进行的会谈“取得进展”。美国国务卿鲁比奥表示，美乌双方在既有工作基础上“取得良好进展”，正就相关建议进行修改和调整，力求在若干分歧上进一步缩小差距，使方案更接近双方都能接受的方向。鲁比奥说，要达成方案，当然还需要俄罗斯方面同意，“不过，在过去 9 个月，美方已对俄方真正关切的一些事有了相当实质性的了解”。乌克兰总统办公室主任叶尔马克表示，乌美当天首轮会谈“有成效”，正朝着“公正而持久的和平”迈进。未来几天乌美双方将继续“推进联合方案”，并将与欧洲伙伴展开磋商。

【南华观点】当前原油盘面呈低位震荡态势，上周短暂反弹后连续回落并二次下破 63 支撑位，逐步向 60-65 区间下沿靠拢；虽连续三天下跌后存在日线技术性调整可能，但调整力度受限，后续仍需警惕回踩前低风险。驱动逻辑上，短中长期均偏利空。中长期看，美国对俄制裁、炼厂季节性回升及取暖油冬季需求小高峰，对供需大势影响有限；短期则受宏观避险情绪升温、恐慌指数抬升、美股低位，以及俄乌局势降温等因素拖累，前期支撑位导致盘面重心下移。供需端，OPEC+暂停增产但除沙特外多国未完成目标，10 月 8 国增

产完成率不足 80%，剩余 56 万桶/日补产情况待跟踪，且美国对俄石油制裁影响暂有限；需求端短期依赖炼厂开工回升，但成品油需求弱势，中长期年度需求增量乏力。未来中短期仍以 60-65 区间震荡为主，需重点关注宏观与地缘利空变化，若二者同步转空，或引发全线逻辑转空，进一步施压盘面。

## LPG：估值修复

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4332 (-65)，LPG2601 盘面收于 5846 (-38)，周五夜盘进一步下挫；FEI M1 收于 497 美元/吨 (-5)，CP M1 收于 485 美元/吨 (-0)，MB M1 收于 335 美元/吨 (-5)

【现货反馈】华东均价 4305 (-10)，山东均价 4340 (-20)，最便宜交割品价格 4330 (0)

【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%)，国内液化气外卖量 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，受宏观及地缘问题降温影响，油价重心走低，周五夜盘内盘 PG 高位回落，估值小幅修复。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。另外关注俄乌问题的推进。

## PTA-PX：调油炒作渐弱，考虑回调布多

【基本面情况】PX 供应端上海石化 70w 本周重启，负荷升至 89.5% (+2.7%)，PX 供应四季度预期高位维持。供需平衡上，PTA 近期停车装置较多，目前重启时间暂未明确，若后续保持当前的运行状态，PX11-12 月预期小幅累库；当前 PTA 装置停车较多，后续关注相关回归计划，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 月维持紧平衡，整体格局仍然偏紧张。效益方面，汽油裂解利润高位回落，调油经济性下滑；成本端近期石脑油与 MX 均走弱，PXN 走扩至 260 (+5)，PX-MX 走扩至 99.5 (+1)。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，供应端虹港石化 250w 停车，逸盛宁波 220w 停车（停车时间计划从 2 周延长至 5 周），TA 负荷降至 72.1% (-3.6%)；后续前期多套停车装置均无明确回归计划，关注相关动态。库存方面，持货意愿维持不佳，社会库存小幅去化至 228 万吨 (-3)。效益方面，PTA 供需边际好转难改过剩格局，TA 作为中间环节效益受挤压，TA 现金流加工费本周修复至 159 (+7)，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，本周部分装置重启，聚酯负荷回升至 91.3% (+0.8%)；除此以外，近期随效益与预期改善，共有三套聚酯装置投产，涉及长丝与短纤，聚酯需求基数提升。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。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，短期降负压力不大；后续终端开工与订单虽然季节性下滑，但走弱速度相对可

控，外需方面 11 月初 BIS 放开之后印度客商大量采购 FDY，长丝出口接单增量明显。瓶片方面近期加工费持续修复至 450+ 的年内高位并维持，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起叠加日方政治因素干扰，多重题材的炒作推动 PX 价格宽幅震荡。调油方面，汽油裂解价差高位，韩国歧化利润持续低位压缩，出现降负信号，对 PX 支撑偏强。目前汽油裂差高位回落，芳烃调油逻辑弱化，虽然多有传闻亚洲向美国芳烃供应物流量兑现，但尚未形成实际可信驱动。PTA 此前停车检修量较多，目前回归预期大多尚未明确，下游聚酯需求 11 月预计高位维持，12 月开工预期上调，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 价格宽幅震荡，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，另一方面关注调油实际动态，若无进一步事实支撑，则 PX-TA 随前期调油炒作资金离场可能将有所回落；供需上 PTA 停车装置继续维持难度较大，加工费修复空间较为有限，PX-TA 的结构性矛盾仍将压制 PTA 加工费修复空间，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：抄底为时尚早，关注反弹卖权机会

【库存】华东港口库至 73.2 万吨，环比上期增加 7.1 万吨。

【装置】中化学 30w、兖矿一线 20w 近期重启，正达凯 60w 近期停车。

【基本面情况】

基本面方面，供应端本周整体以预期兑现为主，负荷油煤双降，总负荷降至 70.67% (-1.92%)；其中，乙烯制方面，中化泉州 50w 降负；煤制方面，中化学 30w、内蒙古兖矿一线 20w 恢复中，正达凯 60w 停车，煤制负荷降至 65.83% (-3.51%)；后续新装置巴斯夫 83w、畅亿 20w 计划投料试车，盛虹炼化 90w 月底计划重启，关注兑现情况。效益方面，原料端油价与乙烯价格小幅走弱，动力煤价格持稳，EG 现货价格持续走弱，各路线利润均进一步压缩，煤制边际利润大幅压缩至 -784 (-134)；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 价格持续下行，与乙烯链相关产品比价不佳，EO 相对 EG 经济性继续走强，但减水剂价格低迷，EO 需求淡季，影响预计有限；HDPE 相对 EG 经济性进一步走强，相关装置若切换运行具备经济性，关注后续动态。库存方面，本周到港中性，周内港口发货不佳，下周一港口显性库存预计小幅累库 2-3 万吨左右。

需求端，本周部分装置重启，聚酯负荷回升至 91.3% (+0.8%)；除此以外，近期随效益与预期改善，共有三套聚酯装置投产，涉及长丝与短纤，聚酯需求基数提升。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。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，短期降负压力不大；后续终端开工与订单虽然季节性下滑，但走弱速度相对可控，外需方面 11 月初 BIS 放开之后印度客商大量采购 FDY，长丝出口接单增量明显。瓶片方面近期加工费持续修复至 450+ 的年内高位并维持，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，乙二醇需求端内需下滑但速度尚可，外需 BIS 放开后长丝出口接单增量明显，聚酯需求 11 月预计维持在 91% 偏上，12 月月均负荷预期从 90% 上调至 91% 偏下。近期供应端装置意外较多，后续累库斜率有所缓和，但成本端动力煤成交转弱，表现为成本端的

担忧减弱，价格继续破位下跌。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 3800 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 高度有限

【盘面动态】：周五甲醇 01 收于 2023

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-20

【库存】：上周甲醇港口库存去库，国产补充匮乏以及进口货倒流支撑下，华东社会库提货良好，整体下游刚需稳定。华南港口库存继续去库。广东地区周内少量进口及内贸船只补充，主流库区提货量依旧稳健，库存继续去库。福建地区仅有内贸船只抵港，下游刚需消耗下，库存亦有去库。

【南华观点】：上周甲醇维持 2000 上下震荡，基本面来看 01 高度有限。港口方面，伊朗本月发运再超预期，截止周日发运 102w 附近，月初预期为 80 附近，本月伊朗预期调整至 110 以上，非伊 60 左右，目前来看 12 月港口压力加大（大概率会以浮仓形式呈现）。上周得益于货船到港少与港口倒流开启，港口出现去库，但去库原因主要由于到港偏少导致，倒流受限于车队数量影响并不大。内地方面，宝丰与久泰维持外采，同样受限于车队有限，港口的弱并没有影响内地的强，内地延续去库。关于船运内地有两点问题需要解决，一是内地港口吃水，二是合作路径的搭建，目前来看都有难度，内地似乎只能等待自身转弱，本周观察久泰恢复后对内地的影响（不外采+外卖）。综上港口情况不容乐观，限制甲醇反弹高度，内地转弱后或共振下跌。综上，甲醇 01 反弹高度有限，建议前期卖看涨继续持有，建议 12-1 反套，建议 1-5 反套（月差需要摆开）。

## PP：下行空间受限

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6357 (-43)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6240 元/吨，华东现货价格为 6360 元/吨，华南现货价格为 6480 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PP 开工率为 78.28% (-1.27%)。由于中化泉州、广东石化等装置于下周末进入检修，本周装置检修量有所增加。叠加当前 PDH 利润情况较差，包括河北海伟、巨证源在内的 PDH 装置出现停车检修的情况。当前 PP 装置检修量仍处在高位，供应压力略有缓解。需求：端，本期下游平均开工率为 53.57% (+0.29%)。其中，BOPP 开工率为 62.6% (+0%)，CPP 开工率为 60.77% (-1.28%)，无纺布开工率为 42.25% (+0.92%)，塑编开工率为 44.24% (+0%)。“双十一”消费潮过后，PP 下游需求增长放缓，其中 CPP 订单和开工率均出现了较明显的回落。库存方面，PP 总库存环比下降 3.45%。上游库存中，两油库存环比下降 4.18%，煤化工库存下降 8.27%，地方炼厂库存下降 1.22%，PDH 库存下降 3.07%。中游库存中，贸易商库存环比下降 1.79%，港口库存下降 1.64%。

【观点】上周因受到成本端和宏观情绪影响，PP 再度震荡下行，2601 合约跌破 6400。从基本面来看：在供应端，目前 PP 装置投产已暂告一段落，后续的装置投产预计将在 2026 年下半年。因此 PP 将以消耗存量供应为主。同时，由于 PDH 利润再度压缩至年内低位，巨正源以及河北海伟均出现了临时停车检修的情况，带动 PP 装置检修量维持在高位，供应压力得到边际缓解。而在需求端，前期在原材料价格低位和“双十一”消费的带动下，PP 需求有所好转，成交放量。但在消费潮褪去后，当前下游原材料库存已处于偏高水位，后续

补库意愿预计较为有限，对于 PP 的支撑不足。综合来看，短期 PP 成本支撑有所增强，不宜继续追空，但是当前 PP 基本面尚未出现根本性好转，上行驱动不足，预计低位震荡的格局仍将维持。

## PE：低位震荡格局预计持续

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6770 (-65)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6750 元/吨，华东现货价格为 6900 元/吨，华南现货价格为 6960 元/吨。

【基本面】供应端，本期 PE 开工率为 82.71% (-0.42%)。本周由于部分装置短停检修，装置检修损失量暂时性回升，预计下周检修量将有所回落。投产方面，继上周广西石化两套装置投产之后，浙江石化 LDPE/EVA 装置预计下周开车，该装置将先产 HDPE，后续看情况转产 EVA。目前看来，PE 供应压力依然偏大。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 49.96% (+0.2%)。其中，农膜开工率为 49.91% (-0.05%)，包装膜开工率为 50.93% (+0.52%)，管材开工率为 32% (+0.33%)，注塑开工率为 50.25% (-0.1%)，中空开工率为 40.15% (+0.3%)，拉丝开工率为 34.12% (-1%)。本周 PE 综合开工率小幅上升，其中包装膜、管材和中空开工率有所增长，但农膜开工率开始出现由升转降的趋势。目前农膜旺季已接近尾声，后续 PE 的刚性需求将有所减弱，导致其供强需弱的格局进一步加剧。库存方面，本期 PE 总库存环比下降 3.9%，上游石化库存环比上升 6%，煤化工库存下降 1%；中游社会库存下降 3%。

【观点】从基本面来看，当前 PE 供需格局变化有限，供强需弱态势预计仍将延续，对其形成持续压制：供应方面，四季度 PE 装置检修量总体偏低，加之仍有多套新装置计划于四季度投产，供应端持续宽松。而需求方面，农膜产销旺季已逐步进入尾声，本周农膜开工率出现小幅回落，后续需求端能够提供的支撑将比较有限。进出口方面，在海外供需持续宽松的背景下，10 月 LLDPE 已呈现进口增加、出口回落的态势，与前期预判一致，进一步加剧国内 PE 市场的供应压力。综合来看，随着农膜旺季支撑减弱，叠加净进口增量，PE 呈现供增需减的趋势，供需不平衡的情况或将加剧。因此，PE 上行空间预计仍受到限制，操作上可考虑卖权策略。

## 纯苯苯乙烯：芳烃商谈活跃，市场情绪显著提振

【盘面回顾】BZ2603 收于 5508 (-88)，EB2512 收于 6487 (-86)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5365 (-60)，主力基差-143 (+28)。下午华东苯乙烯现货 6550 (-65)，主力基差 63 (+21)

【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 20 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 18.81 万吨，较上一周期减少 0.13 万吨，环比减少 0.70%。

【南华观点】

本周市场目光仍聚焦于海外市场，美国芳烃调油需求走强，美韩混芳出口商谈，国内也有多条甲苯、苯乙烯出口消息传出，从价差上看美韩纯苯最新价差已超 160 美元/吨，窗口基本打开，出口条件已经具备，亚洲纯苯过剩局面有望改善，市场情绪得到明显提振。在油价承压的情况下纯苯苯乙烯表现得十分抗跌，一度与上游原油价格走势产生明显背离。短期大量的芳烃出口商谈传闻加上韩国自身歧化装置降负，多重利好消息叠加，盘面偏强运行。但我们需要注意的是首先出口商谈消息真假参半；其次，国内纯苯基本面偏弱的格局并未改变，四季度供应维持高位而需求端难有支撑(己内酰胺行业联合减产下，需求或有减量)，

平衡表看国内纯苯维持过剩格局。

苯乙烯方面，本周基本面无太大变动，盘面更多跟随纯苯波动。港口继续去库，后续关注港口现货流动性。短期市场炒作芳烃调油，盘面偏强运行，中长期看若美韩纯苯成交没有持续性，盘面还是要回落，操作上注意勿高位追多。

## 燃料油：裂解企稳回升

【盘面回顾】截止到夜盘，FU01 报 2487 升水新加坡 01 月纸货 1.5 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 11 月份，俄罗斯高硫出口+27 万吨，伊朗高硫出口+8 万吨，伊拉克-26 万吨，墨西哥出口+3 万吨，委内瑞拉-23 万吨，11 月份供应有所增加；需求端，在船加注市场，11 月份新加坡进口有所下滑，但仍处于高位，加注市场供应充裕；在进料加工方面，11 月份中国+48 万吨，印度+2.5 万吨，美国+46 万吨，进料需求改善，在发电需求方面，因发电旺季已过，11 月份其中沙特出口 22 万吨，埃及进口 8 万吨，阿联酋进口 51 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回升，中东浮仓高位库存盘整

【核心逻辑】虽然俄乌冲突加剧，但俄罗斯因炼厂恢复，高硫燃料油出口开始增量，但发电需求走弱，用料需求有所提振，船用油需求提振有限，过剩的货物涌向新加坡和中国，短期高硫裂解大幅下跌后，有所回升，但受基本面驱动，未来裂解依然看跌

【策略观点】观望

## 低硫燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘，LU01 报 3038 元/吨，升水新加坡 1 月纸货 5 美元/吨

【产业表现】供给端：进入 11 月份，科威特因发生火灾，到目前为止未见明显增量，丹格特 RFCC 预计 12-1 月份检修，马来西亚 rapid 炼厂预计 12 月初检修恢复。在出口方面，巴西低硫燃料油出口量-36 万吨，西北欧-18 万吨，科威特-51 万吨，11 月份低硫出口整体缩量；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，11 月份中国进口-9 万吨，日韩进口+1 万吨，新加坡+23 万吨，香港+5 万吨；库存端，新加坡库存-143 万桶；ARA+1.1 万吨，舟山-10 万吨

【核心逻辑】10 月份，国内低硫出口配额转成品油，导致国内进口增加，Dar Blend 供应下降，提振部分低硫燃料油裂解，但前期加工量增加，马来西亚低硫供应近期开始兑现实况，对盘面的压制仍在，11 月份科威特 Al-Zour 炼厂发生火灾低硫供应有缩量风险，短期因新加坡集中到货影响，低硫裂解上周有所回落，但低硫裂解整体驱动依然向上；

【策略观点】观望

## 沥青：底部空间不大，关注冬储政策

【盘面回顾】BU01 收于 3009 元/吨

【现货表现】11 月 21 日，国内沥青市场均价为 3363 元/吨，较上一日持稳。华北以及山东市场沥青现货流通资源不多，市场供应低位，利好沥青价格持稳。华南以及华东市场主营炼厂消耗库存为主，对沥青价格存在支撑，不过社会库市场低价资源仍偏多，有待消耗，市场观望情绪仍存，华东船运价格仍存下调预期。

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率-6.2%至 29.2%，华东开工率-9.4%至 27.2%，中国沥青总的开工率-4.2%至 24.8%。需求端，中国沥青出货量+3.3 万吨至 24.5 万吨，山东出货+3.15 万吨至 10.6 万吨；库存端，山东社会库存-1.5 万吨至 9.3 万吨和山东炼厂库存-1.1 万吨为 15.7 万吨，中国社会库存-2.4 万吨至 29.9 万吨，中国企业库存-1.7 万吨至 42 万

吨。

【南华观点】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。补充一些关于冬储的看法，其他观点并无大的变化，如下所述：本周炼厂开工因部分炼厂转产渣油，沥青总体供应下降明显。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。因供给缩量库存结构上有所改善，厂库去化，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。关于冬储，由于原油中期仍处于弱势格局，或不支持冬储成规模放量。同时炼厂整体利润也难以给出让利空间，降价保底或难以见到，抑制期现入场积极性，冬储将面临“量能不足的问题”。

## 橡胶&20 号胶：触及区间上沿后回落

### 【相关资讯】

- 1、上期所发布 20 号胶期货合约与交割细则的修订版，将新增符合技术指标的替代交割品，后续需持续关注是否有具体品种与升贴水细则。
- 2、EUDR 确定延期，大企业延期至 2026 年 12 月 31 日，中小企业延期至 2027 年 6 月 30 日。审查条款显示，未来再次修改或再推迟变成了“法规内的可选项”，因此 2027 年之后有继续延期或进入修订程序的可能。
- 3、据卓创资讯数据，本周国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 72.77%，较上周走低 1.60 个百分点，较去年同期走低 6.01 个百分点。
- 4、美国劳工统计局表示，其将不会发布 10 月非农就业报告，而是把相关的就业数据纳入 11 月报告并将于 12 月 16 日发布。
- 5、海关总署数据显示，2025 年 10 月出口新的充气橡胶轮胎 5173 万条，同比下降 8.2%；2025 年 1-10 月出口新的充气橡胶轮胎 58664 万条，同比增长 4.0%。

### 【核心观点】

天胶库存累库，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，部分地区有洪涝灾害，天胶供应上量预期有所减弱。RU 随 11 月仓单集中注销，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。上期所修订 20 号交割品标准，将引入其他替代交割品（非洲、越南等），这将增大品种交割品的供应宽松预期。叠加近期宏观和板块情绪消退，全球风险资产均明显回撤使市场氛围转冷，橡胶系震荡回落，探短线支撑位，后市预计维持宽幅震荡格局。

## 尿素：01 维持震荡

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1654

【现货反馈】：周末国内尿素行情盘整运行，局部个别窄幅调整 10-20 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1510-1630 元/吨。受待发支撑个别尿素工厂价格仍有调涨，但市场氛围已有偏弱。周末暂无期货指引，多数价格稳定观望。短线国内尿素行情僵持整理，关注市场心态变化。

【库存】：2025 年 11 月 19 日，中国尿素生产企业产量:143.72 万吨，较上周减少 4.64 万吨，环比减少 3.13%。中国尿素港口样本库存量：10 万吨，环比增加 1.8 万吨，环比涨幅

21.95%。

【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：关注供应预期

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1170，1.04%

【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，光伏玻璃低位开启累库，日熔相对稳定，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 987，-0.2%

【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】

12 月玻璃产线冷修预期再起，落地情况待定，肯定影响远月定价和预期，不过近月 01 仍将跟随现实（交割逻辑），关键是湖北是否仍有降价预期。现实层面，玻璃现货偏弱，湖北沙河持续降价，且沙河湖北期现+贸易商库存维持高位，淡季来临，现货压力较大，且易引起负反馈。目前玻璃 01 合约持仓高位，博弈或持续至临近交割。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2236，-1.11%

【基本面信息】

国内液碱市场价格局部下降。今日国内液碱市场价格多维持稳定，液碱货源供应较为充裕，下游接货情绪表现一般，企业多积极促进成交，各地液碱价格低位整理。但后期市场仍无利好消息释放，企业出货心态不佳，预计后期液碱市场仍有下行出货可能。

【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。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，供应局部调整，开工下滑，影响烧碱需求预期；产量高位，供应压力持续。

## 纸浆&胶版纸：纸浆现价进一步普跌

【盘面回顾】：上周五纸浆期货价格与胶版纸期货价格均继续偏下行。

【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】：上周五浆企再度普降针叶浆价格，且降幅再度扩大 20 至 150 元/吨，再度拉低期价估值。上周，港口库存再度上行，压力增大。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：现实端偏弱，期市震荡下行

【盘面】lg2601 收盘于 768.5（-3.5），持仓 1.7 万手。lg2603 收盘于 777（-10）。

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

【估值】仓单成本约 800 元/立方米（长三角，-11），803 元（-11）/立方米（山东）。

【库存】截止 11.14 日，全国库存量 295 万方（+2）。

【核心矛盾】

上周现货整体下行，根据木联数据显示，除去日照 3.9 米中 A，5.9 米大 A 价格未变化之外。其余多种规格的现货普遍下行 10-20 元/方，估值端同样整体下移。长三角地区的仓单成本下移到 800 元/方，岚山地区的仓单成本维持在 803 元/方。推测买方接货意愿在 760 元/方。盘面上，周度跌幅 20 元/方，-2.54%。01-03 的月差波动范围在-4.5 ~ -18 之间。预计月差绝对值有进一步拉大的空间。逻辑未变，01 合约现实端偏弱，接货意愿低也未曾改变。03 合约还可能存在一个微薄的旺季预期。

基本面数据上看，新西兰发运量上依然维持高位。港口库存量打破了之前长期维持的历史低位水平，目前高于过去 2 年。虽然出库量上依然维持着高位震荡，但从二手房市场的成交面积来看，十一之后的成交数据明显下滑，不及去年同期。这或许意味着之前价格相对坚挺的大 A 材，后续价格也较难会有起色。

策略上，目前 01 合约的绝对价格并不高，反弹逢高可关注空头头寸建立的时机，若盘中价格非理性下跌，则可关注卖出 lg2601-P-725 的头寸，价格反弹，则可关注 lg2601-C-800 头寸。01-03 可关注反套机会。

【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 4) 逢低卖出 lg2601-P-725 头寸

## 丙烯：维持偏弱震荡

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5846（-38），PL2603 盘面收于 5807（-64）；PP-PL01 价差 511（-5），PP01-PL03 价差 550（+21）；PL01-03 月差+39（+26）

【现货反馈】山东均价 5940（0），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】原油端近期波动较大，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 11350 日环比-0.79%

【现货报价】全国生猪均价 11.61 (-0.01) 元/公斤，其中河南 11.63 (+0.01) 元/公斤、四川 11.54 (+0.18) 元/公斤、湖南 11.46 (-0.2)、辽宁 11.29 (-0.09) 元/公斤、广东 12.57 (-0.00) 元/公斤。

【现货情况】

北方市场主体呈现差异化表现，社会猪场方面偏弱状态相对明显，成交价有趋低调整；集团猪场卡稳定思路，主动调整机会不多，个别区域头部企业出栏量调整后带强动作，暂时情绪性外扩迹象仍不明显

南方部分市场猪价涨跌互现，华中部分地区因猪价偏高，周末两天下调整理，川渝地区因腌腊有所启动，拉动宰量有上升，猪价同步上行，多数市场维稳，需求端暂无利好支撑，后期南方市场或陆续开启腌腊，届时需重点关注腌腊对猪价带来的影响。

【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】外盘表现高位震荡，夜盘情绪有所修复。内盘下破整数点位支撑，进月压力回归计价。

【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，美豆进口关税调整至 13%，只能通过储备买船进口，而榨利亏损下商业买船继续以采购近远月巴西船期为主，整体买船情绪有所降低。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维持高位，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，供应存在恢复预期。而后续需求增量有限，故库存后续存在回升预期。考虑交割问题可关注 11 月底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，目前中方对于美豆采购能否兑现在年度平衡表内。若最终仍维持 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。

## 豆一：盘面减仓下行 现货延续僵持

【期货动态】豆一周度调整下行，主力 2601 合约周度下跌 2.51%，期价短期在 4100 元关口形成反复，周度成交有所放大，持仓量大幅减少，盘面呈现减仓下行；

【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】国产大豆市场周度保持平稳运行，价格略显僵持，整体变化有限，成交节奏进一步放缓。东北地区在国储托底之下，价格底部支撑明确，终端企经过补库，库存水平高于往年，高位采购积极性下降，导致价格上下驱动有限。南方产区优质豆源流通偏紧与农户惜售情绪共同支撑价格，尽管下游接受度不高，但贸易环节挺价意愿较强，购销进度在供需博弈下推进缓慢。需求端表现平稳，旺季特征有所体现，但终端补库动作完成，进入常规采购为主，刚性需求仍有支撑，但贸易商过度挺价压制采购意愿；

整体来看，国产大豆增产下结构分化带来的价格变化表现明显，区分蛋白标准下的定价分化明显，未来优质优价现象将延续，对中低蛋白大豆带来侧面支撑，大豆市场继续消化反季节性上涨带来压力，价格呈现高位僵持，回落十分有限，现货价格底部或已在逆势上涨中探明；期货盘面多方大幅减仓导致期价回撤，主力合约关注 4100 元关口争夺情况，建议观望；

【南华观点】多头趋势未明显转变，但现货涨价发力，价格僵持，盘面挺价意愿减弱，主力合约关注 4100 元支撑表现；

## 玉米&淀粉：涨势趋缓

【期货动态】玉米盘面周度探底回升收高，主力合约连续三周收阳，周度持仓及成交变化不大，收盘于 2195 元/吨，周五夜盘收于 2201 元，站上 2200 元关口，注册仓单 68764 手。；

淀粉盘面周度同步玉米盘面调整后走强，周五涨势较大，主力 01 合约收于 2512 元，持仓

量小幅下降，成交量增加；；

【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 2770 元/吨，+30 元/吨。

【市场分析】玉米供应处于存量消耗阶段，集中卖压高峰度过，卖压转向分散或阶段性表现，华北降水导致的供应结构问题有所凸显，下游需求表现坚挺，供需结构继续向平衡甚至偏紧转移，价格延续偏强运行，在增产压力表现温和，进口压力明显趋弱及需求稳定预期下，供需结构从长期看有偏紧预期； 期货盘面收高，北港价格坚挺，山东现货继续提价支撑看涨情绪，盘面延续偏强震荡走涨；

【南华观点】底部区间偏强震荡 涨势有所趋缓 单边上行难度较大。

## 棉花：震荡波动

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，震荡波动，关注美联储降息预期变化。上周五夜盘郑棉小幅上涨。

【外棉信息】根据巴基斯坦轧花厂协会的统计，截至 2025 年 11 月 15 日，巴基斯坦 25/26 年度新棉上市量累计达到 75.3 万吨，同比下滑 1%，其中纺织厂采购 61.9 万吨，同比下滑 4%，未售出新棉 7.1 万吨，同比增长 40%。

【郑棉信息】截至 2025 年 11 月 20 日，全国新年度棉花公证检验量累计 342.29 万吨，本周疆棉平均日度公检量在 8 万吨左右，随着新棉不断加工，短期供应压力逐渐增加，盘面套保压力仍存，但现货基差相对坚挺。当前下游整体需求表现一般，纱布厂负荷略有下调，但工厂库存压力不大，纱厂利润良好。

【南华观点】当前国内棉花供给压力逐渐加大，套保压力仍存，但下游需求存在韧性，短期郑棉或维持震荡运行，关注后续订单变化。

## 白糖：再创新低

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五小幅收高，延续震荡走势。昨夜夜盘，郑糖继续下跌，再创新低。

【现货报价】柳州中间商站台 5670-5680 元/吨。昆明中间商报价 5590-5630 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 10 月进口糖 75 万吨，同比增加 21 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 3184，日环比-1.67%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.85 (-0.01) 元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.91 (+0.02) 元/斤。

【现货情况】

当前需求面仍显弱势，终端走货不快，各环节出货迟缓，多维持轻仓操作。但蛋价长期在成本之下，养殖端抗价惜售，蛋价再陷涨跌两难，产区蛋价稳定为主，局部窄幅调整。销区北京，上海市场到车正常，走货一般，价格暂稳观望。广东市场到车正常，走货尚可，价格试探性上调。

【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】周五苹果期货维持震荡，整体走势偏强。

【现货价格】栖霞 80#一二级主流参考价 3.5-4 元/斤，栖霞 80#一二级半主流参考价 3.0-3.5 元/斤，统货价格 2.0-3.0 元/斤，以质论价。陕西洛川产区晚富士 70#以上半商品 3.8-4.5 元/斤。甘肃静宁产区 70#以上冷库零星出货商品 5.2-6.5 元/斤，庆阳 3.6-4 元/斤。

【现货动态】新季晚富士地面交易陆续收尾，交易集中在山东产区及山西产区，入库工作进入后期。地面交易方面，山东栖霞、招远产区尚未完成全部下树，客商数量较多，条纹货源上量交易，果农多顺价销售。入库进度方面，甘肃冷库开始出货，陕西入库进入尾声，山东产区栖霞西部乡镇果农货源仍有入库，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】目前新枣陆续下树收购，收购进度在 4-5 成左右，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，当前阿克苏地区通货主流价格参考 5.00-6.00 元/公斤，阿拉尔地区通货主流价格参考 5.00-6.30 元/公斤，喀什兵团及地方收购价格参考 6.50-7.30 元/公斤。

【销区动态】上周五广东如意坊市场到货 7 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 9.50-10.50 元/公斤，一级 8.50-9.50 元/公斤，价格小幅下调，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，新疆产区确有减产，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）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。