

## 金融期货早评

### 宏观：美联储官员再度助长 12 月降息预期

【市场资讯】1) 中国国家主席同美国总统特朗普通电话，指出中美“合则两利、斗则俱伤”是经过实践反复验证的常识，强调台湾回归中国是战后国际秩序重要组成部分，两国元首还谈及乌克兰危机。2) 日本将在与中国台湾邻近的西南诸岛部署进攻性武器，中国外交部回应：这一动向极其危险，需要引起高度警惕，中方绝不允许外部势力染指中国台湾地区，有决心有能力捍卫国家领土主权。3) 中国将开展太空探源科学卫星计划，探寻宇宙生命起源。4) 美联储主席热门人选、联储理事沃勒：主要担心劳动力市场，主张 12 月降息；以往紧跟鲍威尔的旧金山联储主席戴利：担心劳动力市场突然恶化，支持 12 月降息。5) 特朗普签署行政令，启动人工智能“创世纪计划”。6) 特朗普谈俄乌和谈：可能有好事发生；乌克兰称美乌敲定新版和平草案，28 点变 19 点，新方案和前版几无相似之处，敏感部分待美俄总统决定；俄方称欧洲所提方案不具建设性，美国提案原则上可作为和平协议基础。

【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。美联储官员表态再度助长 12 月降息预期，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：情绪处于分歧之中

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.1056，较上一交易日上涨 47 个基点，夜盘收报 7.1045。人民币对美元中间价报 7.0847，较上一交易日调升 28 个基点。

【重要资讯】美国经济分析局宣布取消第三季度美国国内生产总值(GDP)预估值值的发布计划。该数据原定于 10 月 30 日发布，但由于联邦政府停摆而被推迟。美联储看重的通胀指标 PCE 价格指数，以及收入和支出报告将于华盛顿当地时间 12 月 5 日上午 10 点发布。

【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：外围扰动多空交织

【市场回顾】

上个交易日股指涨跌不一，大盘股指收跌，中小盘股指收涨。从资金面来看，两市成交额回落 2378.87 亿元。期指方面，IF、IH 缩量下跌，IC、IM 放量上涨。

### 【重要资讯】

1. 中国国家主席同美国总统特朗普通电话，指出中美“合则两利、斗则俱伤”是经过实践反复验证的常识，强调台湾回归中国是战后国际秩序重要组成部分，两国元首还谈及乌克兰危机。
2. 美联储主席热门人选、联储理事沃勒：主要担心劳动力市场，主张 12 月降息；以往紧跟鲍威尔的旧金山联储主席戴利：担心劳动力市场突然恶化，支持 12 月降息。
3. 日本将在与中国台湾邻近的西南诸岛部署进攻性武器，中国外交部回应：这一动向极其危险，需要引起高度警惕。

### 【核心逻辑】

周末美联储三把手放鸽，强调就业下行风险，提振市场降息预期，昨日股指集体高开。不过由于当前中日紧张关系尚未缓和，叠加资金止盈意愿增强，股指高开后随即回落转跌。午后开盘集体拉升，中小盘股指翻红，表现较强，中日风波影响下军工板块领涨，两市成交额再度缩量至 1.7 万亿元左右。我们认为昨日中小盘收涨更多是对上周超调的修复，昨晚美联储重要官员再度放鸽，提升降息预期，对股指估值修复形成支撑，但中日风波持续发酵，市场风险偏好难以快速修复，预计股指震荡为主。

【南华观点】短期预计震荡为主

## 国债：维持中期观点

【市场回顾】周一期债早盘走高，午后震荡，品种全线收涨。资金面宽松，周五 DR001 回落至 1.32%附近。

【重要资讯】1. 国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，强调台湾回归中国是战后国际秩序重要组成部分。特朗普表示，中国当年为二战胜利发挥了重要作用，美方理解台湾问题对于中国的重要性。2. 美联储主席热门人选、联储理事沃勒：主要担心劳动力市场，主张 12 月降息；以往紧跟鲍威尔的旧金山联储主席戴利：担心劳动力市场突然恶化，支持 12 月降息。

【核心观点】昨日 A 股缩量反弹，债市几乎不受影响。消息面上，昨日白天地缘政治紧张局面似乎加剧，但晚间传来中美领导人通话的消息，紧张局面可能缓解，目前地缘整治不是主要影响因素。今日公开市场将开展 1 万亿 MLF，超额续作 1000 亿，中长期流动性投放较为稳定，政策意义有限。短期市场仍然难改震荡态势，维持中期仍有上涨空间的观点。

【策略建议】中期多单继续持有。

## 集运欧线：SCFIS 周一报 1639.37 点，涨幅 20%

### 【行情回顾】

昨日（11 月 24 日），集运指数（欧线）期货市场小幅收跌。主力合约 EC2602 开盘于 1562.0 点，收盘于 1568.6 点，较前一交易日下跌 0.54%。其他合约方面，EC2512 合约收盘于 1779.7 点；EC2604 合约收盘于 1142.1 点。市场成交相对清淡，资金观望情绪浓厚。

### 【信息整理】

当前市场多空因素交织，核心矛盾在于船司挺价意愿与实际货量承接能力的匹配程度。

利多因素：

- 1) 船司挺价意图明确：马士基、地中海航运、达飞轮船等主要班轮公司均已发布 12 月涨价函，宣涨目标在 3100-3200 美元/FEU 区间，为市场提供底部心理支撑。
- 2) 部分时段舱位缩减：数据显示第 50-52 周（12 月中下旬）已确定的周度舱位规模分别为 24.8 万、28.3 万和 27 万 TEU，相对于旺季而言不算特别高，对 EC2512 合约形成一定筑底效应。
- 3) 复

航进程仍存变数：尽管赫伯罗特 CEO 表态已为重返苏伊士运河制定计划，但加沙地区冲突持续，船司对复航仍持谨慎态度，短期内全面复航可能性较低。

利空因素：

1) 宣涨落地大幅打折：目前主流船司对 12 月上半月的实际开舱报价已普遍回落至 2400-2600 美元/FEU，远低于宣涨时的 3200-3300 美元/FEU，马士基 12 月首周报价仅为 2500 美元/FEU，显著削弱市场信心。2) 运力供给整体充裕：12 月份月度周均运力预计为 30.39 万 TEU，环比 11 月有所增加，且船司已为春节前发运潮备足运力，未来存在降价揽货可能。3) 远期供需格局宽松：2025 年仍是集装箱船舶交付大年，手持订单量超过 1000 万 TEU，明年运力增速预计仍将高于需求增速。

#### 【交易研判】

集运欧线期货短期预计延续震荡偏弱格局，核心驱动在于 12 月涨价的实际落地成色。

操作策略：

趋势交易者建议暂时观望，密切关注 12 月上半月最终结算运价与船司 1 月涨价函动向。

套利交易者关注 EC2602 与 EC2604 合约的正套机会。

#### 【风险提示】

1) 警惕 12 月货量表现不及预期导致现货价格进一步松动。2) 关注红海复航进程是否超预期推进，任何实质性复航消息都将对远月合约形成压力。3) 注意明年春节时间较晚，船司为年度长协谈判的挺价策略在时间线上存在不确定性。

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 月降息预期骤升 贵金属走高

【行情回顾】周一贵金属价格拉涨，美股回升，10Y 美债收益率回落，主要因 12 月降息预期升温至八成以上。美联储官员释放鸽派信号，美联储主席热门人选、联储理事沃勒称，主要担心劳动力市场，主张 12 月降息；以往尽管为 27 年票委，但紧跟鲍威尔的旧金山联储主席戴利表示，担心劳动力市场突然恶化，支持 12 月降息。最终 COMEX 黄金 2512 合约收 4133.8 美元/盎司，+1.33%；美白银 2512 合约收报于 51.155 美元/盎司，+2.49%。SHFE 黄金 2602 主力合约收 930.32 元/克，-0.52%；SHFE 白银 2602 合约收 11808 元/千克，-1.14%。

【降息预期与基金持仓】12 月降息概率上升至 8 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 19%，降息 25 个基点的概率为 81%；美联储 1 月 29 日维持利率不变概率 14.1%，累计降息 25 个基点的概率为 65.2%，累计降息 50 个基点的概率

20.6%；美联储3月19日维持利率不变概率8.5%，累计降息25个基点的概率为44.8%，累计降息50个基点的概率38.5%，累计降息75个基点的概率8.3%。长线基金看，SPDR黄金ETF持仓增加0.29吨至1040.86吨；iShares白银ETF持仓增加253.89吨至15511.81吨。库存方面，SHFE银库存日增13吨至532.3吨；截止11月21日当周的SGX白银库存周减58.8吨至715.9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、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，短期事件上关注12月美联储降息预期变化，在数据缺失下美联储官员讲话成唯一信号灯，技术上关注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：缺乏驱动，盘面维持震荡

【盘面回顾】隔夜Comex铜收于5.08美元/磅，涨0.59%；LME铜收于10781.5美元/吨，涨0.04%；沪铜主力收于86040元/吨，维持不变；国际铜收于76610元/吨，跌0.05%。主力收盘后基差为160元/吨，较上一交易日涨20元/吨，基差率为0.19%。

沪伦比24日为7.99，21日8.02，跨境比值回落。

【产业信息】1、24日，上期所铜期货注册仓单43816吨，较前一日减少5974吨；21日，上期所铜库存110603吨，较前一日增加1196吨；24日，LME铜库存155750吨，较前一日增加725吨；LME铜注册仓单150225吨，较前一日增加1825吨，注销仓单5525吨。24日，COMEX铜库存402876吨，较21日增加4363吨。

2、11月24日国内市场电解铜现货库存17.69万吨，较17日降1.76万吨，较20日降1.52万吨；上海库存11.78万吨，较17日降0.50万吨，较20日降0.75万吨；广东库存1.47万吨，较17日降0.36万吨，较20日降0.26万吨；江苏库存4.02万吨，较17日降0.84万吨，较20日降0.55万吨。国内电解铜库存去库表现，其中各市场均表现不同程度降幅；近期铜价重心回落，下游企业采购需求提升，加之周末市场到货入库较少，库存因此去库节奏有所加快。

3、瑞银指出，美联储下月会议时间安排面临前一个“尴尬”的处境：其12月的FOMC会议将在两份关键就业报告发布之前召开，而这两份报告恰恰是决定是否降息的核心数据。这促使市场开始讨论一种可能性：美联储是否会将原定12月10日的会议推迟一周，以便在决策前掌握关键的就业数据。

【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。盘面去看铜价上冲86500~86600有一定压力，同时86000左右是目前市场比较接受的价格。

【南华策略】1、12月合约继续关注86000附近支撑，上看86500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，逢低买入期货进行保值。

风险点在于：美联储利率决议不及预期

## 铝产业链：美联储放鸽，降息概率骤升

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于21380元/吨，环比-0.40%，成交量为19万手，

持仓 29 万手，伦铝收于 2813 美元/吨，环比+0.18%；氧化铝收于 2736 元/吨，环比+0.11%，成交量为 25 万手，持仓 39 万手；铸造铝合金收于 20635 元/吨，环比-0.27%，成交量为 4666 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：美联储周一放鸽 12 月降息预期骤升至 80%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，电解铝基本面矛盾暂时不大，短期宏观利好铝价，重点关注降息概率。

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 22390 元/吨。其中成交量为 10.45 万手，持仓 96310 手。现货端，0#锌锭均价为 22380 元/吨，1#锌锭均价为 22310 元/吨。

【产业表现】今日暂无

【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，开始累库。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：日内有所回调

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 115530 元/吨，上涨 0.75%。不锈钢主力合约日盘收于 12335 元/吨，上涨 0.37%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 119850 元/吨，升水为 4350 元/吨。SMM 电解镍为 117750 元/吨。进口镍均价调整至 116000 元/吨。电池级硫酸镍均价为 28000 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 1.5%。8-12%高镍生铁出厂价为 889.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.58%。纯镍上期所库存为 40572 吨，LME 镍库存为 253482 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】

沪镍不锈钢日内有一定回调，不锈钢冲高回落，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。新能源方面目前跟随镍价同样有一定下调，流通量仍然有限但是影响有限，目前价格位置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大于上方空间。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，跟随代理调价借势出货仍为主流节奏，不锈钢是否有重回高位力度还需关注中长期出口预期是否有机会发酵。目前淡季需求较差，关注印尼方面政策提振预期。

## 锡：消息面扰动致震荡

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 29.28 万元每吨；成交 69596 手；持仓 1.83 万手。现货方面，SMM 1#锡价 293600 元每吨。

【相关资讯】刚果金东部战乱升级，Bisie 矿山受一定扰动。

【核心逻辑】上一交易日，锡价受刚果金撤侨消息扰动，尾盘空头打压。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。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

## 铅：空头力量仍存，但下方空间较小

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17135 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。基本面上，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）提供。

## 黑色早评

### 螺纹&热卷：区间震荡，底部支撑

【盘面回顾】昨日成材价格小幅反弹

【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：偏强运行

【盘面信息】铁矿石价格偏强运行，掉期价格回到 105 美元。

【信息整理】1. 近期市场传闻：“预计明年起对港口的堆存费用及规则进行调整：港口免堆期统一为 30 天，每增加一个月上调 25% 的堆存费，超过 180 天将会调整为 1 元/天；例外情况为，国企钢厂减免 30%，国企贸易商减免 20%，中矿可能有更大比例的优惠条件”。2. 2025 年 11 月 17 日-11 月 23 日中国 47 港到港总量 2939.5 万吨，环比增加 569.6 万吨；中国 45 港到港总量 2817.1 万吨，环比增加 548.2 万吨；北方六港到港总量 1438.3 万吨，环比增加 397.0 万吨。3. 2025 年 11 月 17 日-11 月 23 日 Mysteel 全球铁矿石发运总量 3278.4 万吨，环比减少 238.0 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2637.4 万吨，环比减少 271.3 万吨。澳洲发运量 1839.6 万吨，环比减少 210.9 万吨，其中澳洲发往中国的量 1553.6 万吨，环比减少 319.4 万吨。巴西发运量 797.8 万吨，环比减少 60.4 万吨。澳洲巴西 19 港铁矿发运总量 2597.5 万吨，环比减少 236.0 万吨。澳洲发运量 1804.4 万吨，环比减少 181.3 万吨，其中澳洲发往中国的量 1527.0 万吨，环比减少 285.1 万吨。巴西发运量 793.1 万吨，环比减少 54.8 万吨。

【南华观点】近期铁矿石价格宽幅震荡，短期走势受焦煤主导。随着国内保供稳价政策推进及蒙古煤发运恢复，焦煤价格走弱，反而通过修复钢厂利润为铁矿石价格带来支撑。铁矿自身基本面短期平衡，发运高位波动而铁水产量维持，叠加中品矿资源结构性短缺导致可交割资源紧张，现货强势、基差走阔。宏观上，美国强劲就业数据与美联储鹰派表态令 12 月降息预期降温，压制风险资产价格。操作上，建议保持耐心，当前高基差下做空易面临双重风险，可等待基差修复、盘面反弹后再考虑逢高做空。

## 焦煤焦炭：焦煤 1-5 反套走强

【盘面回顾】低位震荡

【信息整理】

1. 11 月 24 日晚，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话。习近平指出，釜山会晤以来，中美关系总体稳定向好，受到两国和国际社会普遍欢迎，事实再次说明，中美“合则两利、斗则俱伤”是经过实践反复验证的常识，中美“相互成就、共同繁荣”是看得见、摸得着的实景。双方要保持住这个势头，坚持正确方向，秉持平等、尊重、互惠态度，拉长合作清单、压缩问题清单，争取更多积极进展，为中美关系打开新的合作空间，更好造福两国人民和世界人民。
2. 财政部发布关于明确资源税有关政策执行口径的公告，其中提到，纳税人开采的未经加工处理或经过破碎、选矸（矸石直径 50mm 以上）后的煤炭，以及经过筛选分类后的筛选

煤、低热值煤等，按照煤原矿征收资源税。纳税人将开采的煤炭通过洗选、干选、风选等物理化学工艺去灰去矸后生产的精煤、中煤、煤泥等，按照煤选矿产品征收资源税。

3. Mysteel 煤焦：临汾古县 2 座煤矿于 11 月 20-21 日先后停产，目前复产时间待定。2 座煤矿核定产能共 240 万吨，主产主焦煤，停产前原煤日产合计 1 万吨。

4. Mysteel 煤焦：甘其毛都口岸自 24 日凌晨开始持续降雪，受恶劣天气影响 24 日下午 14 时左右国内方向外调停止，截止本快讯发布前进口通车正常进行，但今日通关车数预计降到 1000 车以下。

【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】昨日铁合金早盘跟随黑色板块上涨，午后开始回落。在铁合金高库存和下游弱需求的情况下，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洙（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

## 能化早评

原油：降息预期升温，油价反弹

【盘面动态】WTI 主力原油期货收涨 0.78 美元，涨幅 1.34%，报 58.84 美元/桶；布伦特主力原油期货收涨 0.78 美元，涨幅 1.26%，报 62.72 美元/桶；INE 原油期货收涨 0.94%，报 449.8 元。

【市场动态】1. 泽连斯基：结束俄乌冲突步骤清单趋近可行 将与特朗普商讨敏感议题。乌克兰总统泽连斯基表示：“今天我们的代表团在与美国及欧洲伙伴进行谈判后从日内瓦返回，现在结束冲突的必要步骤清单有望具备可行性。目前经过日内瓦会谈，条款数量已从原先的 28 项有所减少，且该框架已充分吸纳了大量合理诉求。我们仍需共同完成后续工作以拟定最终文件，这非常艰难，所有环节都必须妥善处理。昨天一整天都是密集会议。我方团队今日汇报了新修订的行动方案草案，这确实是正确的方向——对于敏感议题，我将与特朗普总统直接商讨。”。2. 俄罗斯总统助理乌沙科夫 24 日表示，俄方已了解欧洲就结束乌克兰危机所提出的和平方案，但该方案对俄方不具建设性，也不符合俄方利益。乌沙科夫接受俄罗斯媒体采访时作出这一回应。西方媒体将这一“欧洲方案”视作欧洲对美国所提 28 点新计划的“反建议”。

【南华观点】当前原油市场呈“弱势修复、利空主导”格局。连续三日下跌后，隔夜虽缩量反弹完成技术性修复，但日线仍在均线系统下方，短线基调弱势，63 附近阻力有效性需重点观察，且前期支撑弱化致盘面二次下破、重心下移。驱动逻辑上，短中长期均偏利空。中长期基本面宽松，美国对俄制裁、炼厂季节性回升等因素对供需大势影响有限；短期宏观端避险情绪暂降但潜在风险未消，地缘端俄乌局势成关键变量——若局势降温或停火，反弹后恐回踩破前低，推动重心下移；若谈判不顺、冲突持续，或巩固 60-65 区间震荡。后续需紧盯三大变量：OPEC+剩余增产能否兑现、冬季取暖油需求能否改善供需，以及俄乌局势是否明朗化（若风险解除、制裁松绑，将暴露供应过剩风险）。整体看，当前下方空间远大于上方空间，需重点防范下行风险，若宏观、地缘确认利空，市场或面临全线转空压力。

## LPG：震荡

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4278 (-54)，LPG2601 盘面收于 4201 (-67)；FEI M1 收于 500 美元/吨 (+3)，CP M1 收于 485 美元/吨 (0)，MB M1 收于 337 美元/吨 (+2)

【现货反馈】华东均价 4305 (0)，山东均价 4400 (+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，隔夜原油受美联储降息升温影响低位反弹。内盘 pg 在上周五夜盘下挫修复部分估值后转为震荡。从本期基本面来看，整体变动不大，环比小幅走弱。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 近期重启，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 现金流加工费近期修复至 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，近期部分装置重启，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。目前汽油裂解高位回落，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 4600 下方支撑较强，加工费方面，TA01 盘面加工费 200-300 区间操作。

## MEG-瓶片：关注反弹卖权机会

【库存】华东港口库至 73.2 万吨，环比上期持平。

【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，供应端近期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，近期到港较少，近期港口发货不佳，下周一港口显性库存预计小幅去库到紧平衡。

需求端，近期部分装置重启，聚酯负荷回升至 91.3% (+0.8%)；除此以外，随效益与预期改善，近期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 3900 上方可考虑布局空单或卖出看涨期权。

### 甲醇：01 高度有限

【盘面动态】：周一甲醇 01 收于 2083

【现货反馈】：周五远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-12

【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 6372 (+17)。

【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 6793 (+23)。

【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：偏弱震荡

【盘面回顾】BZ2603 收于 5435 (-73)，EB2601 收于 6436 (-124)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5305 (-60)，主力基差-130 (+13)。下午华东苯乙烯现货 6510 (-40)，主力基差 73 (+84)

【库存情况】截至 11 月 24 日，江苏纯苯港口库存 16.4 万吨，较上期环比增长 11.56%。截至 2025 年 11 月 24 日，江苏苯乙烯港口库存 16.42 万吨，较上周期上涨 1.59 万吨，幅度+10.72%；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】

短期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，基本面无太大变动，盘面更多跟随纯苯波动。周一港口累库，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】截止昨日收盘，FU01 收于 2512 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。

## 低硫燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU01 收于 3041 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，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。

## 沥青：底部空间不大，关注冬储政策

【盘面回顾】BU01 收于 3060 元/吨

【现货表现】11 月 24 日，国内沥青市场均价为 3351 元/吨，较上一日持平。华北以及山东市场需求稳定，加之供应水平偏低，沥青价格维持稳定。华东市场供应量增加明显，加之船运实施托底政策，市场观望心态浓厚，今日船运价格存下调预期。华南市场主力炼厂消耗库存，沥青价格维持稳定。

【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 万吨至 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”。短期看委内瑞拉拉发运有缩量趋势，可关注 BU2603 多配机会。

## 橡胶&20 号胶：天气扰动加强但库存与需求压力较大

【相关资讯】

- 1、宏观方面，2025 年 11 月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》首次提出“加快建设金融强国”，明确未来五年金融发展的战略部署。
- 2、据央行消息，为保持银行体系流动性充裕，2025 年 11 月 25 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 10000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。
- 3、据隆众资讯统计，截至 2025 年 11 月 23 日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量 46.89 万吨，环比上期增加 1.63 万吨，增幅 3.60%。保税区库存 7.19 万吨，增幅 7.97%；一般贸易库存 39.7 万吨，增幅 2.84%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加 8.20 个百分点，出库率减少 0.20 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 1.03 个百分点，出库率减少 0.63 个百分点。
- 4、QinRex 最新数据显示，2025 年前 8 个月美国进口轮胎累计 19395 万条，同比增加 7.7%。其中，乘用车胎进口同比增 4.7%至 11615 万条；卡客车胎进口同比增 11%至 4253 万条；航空器用胎同比降 11%至 18 万条；摩托车用胎同比增 19%至 259 万条；自行车用胎同比增

4%至450万条。1-8月，美国自中国进口轮胎数量累计1565万条，同比降10%。其中，乘用车胎同比降38%至67万条；卡客车胎同比降14%至95万条。1-8月，美国自泰国进口轮胎数量累计4981万条，同比增15%。其中，乘用车胎为3029万条，同比增11%；卡客车胎为1111万条，同比增3.3%。

5、产区天气方面，泰国南部大范围持续强降雨，宋卡等多府出现洪涝灾害，短期供应或受阻。今年第27号台风已经生成并将于25日夜间接入南海南部海域，强度缓慢加强，最强可达强热带风暴级，于月末逐渐趋向越南南部沿海。越南东南产区将受风雨影响，对海南陆地无明显影响。

#### 【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。上期所修定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】：周一尿素01收盘1650

【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：供应扰动增加

纯碱：

【盘面动态】纯碱2601合约昨日收于1183，1.11%

【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 1013，2.63%

【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】

预期外冷修开始增加，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 2241，0.22%

【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：下游情况相对企稳，前期空单可择期部分平仓

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格与胶版纸期货价格延续低位震荡走势。

【现货市场】：

纸浆市场主流价：山东银星报价 5480-5500 元/吨（0），山东狮牌报价 5800 元/吨（0），华南银星报价 5500 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】：总体延续此前走势，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，港口库存也再度上行，增加 6.3 万吨，压力增大。但从现货市场反馈来看，下游招投标情况有所好转，给期价底部带来一定支撑。

对于胶版纸来说，现货价格相对维稳。且从招投标情况来看，市场稍有回暖，相应价格也有所回升，给期价带来一定的底部支撑。。

延续此前判断，纸浆与胶版纸短期预计维持偏震荡走势，关注短期低位反弹可能。

## 原木：地缘影响，日本柳杉进口受限，但影响相对有限

【盘面】lg2601 收盘于 768.（+0.5），持仓 1.7 万手。lg2603 收盘于 779（+2）。

【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 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 5917（+71），PL2603 盘面收于 5881（+74）；PP-PL01 价差 455（-56），PP01-PL03 价差 491（-59）；PL01-03 月差+36（-3）

【现货反馈】山东均价 5925 (-15)，华东均价 5945 (+20)

【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，隔夜原油在美联储降息升温影响下低位反弹。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 11400 日环比+0.44%

【现货报价】全国生猪均价 11.57 (-0.04) 元/公斤，其中河南 11.49 (-0.14) 元/公斤、四川 11.56 (+0.02) 元/公斤、湖南 11.46 (-0.00)、辽宁 11.36 (+0.07) 元/公斤、广东 12.39 (-0.18) 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】外盘再传中方采购信息，中美通话表达良好预期，夜盘情绪有所修复，内盘跟随震荡。

【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。

## 油脂：缺乏上行驱动，棕油维持板块中最弱势

【盘面回顾】高频产量数据继续利空，油脂维持弱势

【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%。SPPOMA：马棕 11 月 1-20 日产量环比大幅增长。UOB：马棕 11 月 1 至 20 日产量环比增长 5%至 9%。特朗普政府考虑将进口原料与进口生柴限制延期实施。美国重组能源局，撤销可再生能源相关部门。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 印尼棕榈油出口将下降 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，豆油库存继续增加，短期库存压力仍大。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，国内库存持续下降。11-12 月澳菜籽到港后菜籽供应增加，关注中加关系进展。

【后市展望】当前植物油市场缺乏反弹驱动，美国生物燃料政策恐生变故，UOB 产量数据预测持续为市场注入利空驱动，11 月马棕累库压力较大；中长期关注美国生柴政策，中加关系进展与采购美豆进度。

【南华观点】短期油脂延续震荡走势，预计棕榈油走势仍为最弱。

## 豆一：盘面止跌 现货市场变化有限

【期货动态】周一，豆一盘面止跌回升，主力 2601 合约收高超 1%，收于 4150 元/吨，成交有所放大，持仓量小幅减少，盘面呈现减仓下行，注册仓单小幅增加至 13493 手；

【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】国产大豆现货市场延续平稳运行，价格略显僵持，产区新季优质大豆价格依旧坚挺，高蛋白大豆毛粮价格仍有走强走势，普通蛋白豆在高蛋白价格带动下也表现稳定，整体价格重心稳定，短期价格驱动因素互相掣肘，需求端表现平稳，旺季特征支撑采购持续，但以常规采购为主，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，大豆期现市场继续消化反季节性上涨带来压力，价格呈现高位僵持，期货盘面有所止跌，4100 关口暂时支撑有效；

【南华观点】多头趋势未明显转变，现货涨价乏力，价格僵持，盘面继续走高压力增加，短期或形成高位震荡；

## 玉米&淀粉：盘面向上突破 期现保持联动

【期货动态】周一，玉米盘面突破走升，主力合约突破 9 月高点，收涨于 2220 元/吨，持仓量增加，成交量维持较高水平，夜盘继续收高于 2231 元，注册仓单减少 1400 手，至 67364 手；

淀粉盘面同步走强，周五涨势较大，主力 01 合约收于 2535 元，持仓量小幅增加，成交量保持放量水平；

【现货报价】玉米：锦州港：2200 元/吨，+30 元/吨；蛇口港：2450 元/吨，+0 元/吨（新粮）；哈尔滨报价 2040 元/吨，+10 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2560 元/吨，+60 元/吨；山东潍坊报价 2770 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】周一全国玉米价格上涨，产区出现不同程度上涨，锦州港收购价上涨至 2200 元/吨，涨价传导至基层后吸引现货卖压，昨日山东地区到车量明显增多，压价现象不明显，顺势收购为主。销区市场价格普涨，到货紧张刺激涨价情绪，整体看，周末积累的涨价情绪在周一得到集中释放，尤其在期货盘面，主力 01 合约收复 9 月份以来跌幅，突破年线压力，卖压转向分散叠加需求活跃导致供需关系进一步转向，玉米期现价格联动走强，短期市场涨价情绪较高，预计短期延续强势，重点关注基层卖压是否借高价涌出；

【南华观点】期价突破均线压力，趋势有所转多，但四季度粮源供应充足，单边上行难度较大，预计震荡偏强运行为主，注意售粮情绪变化；

## 棉花：新棉加工处于高峰期

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，美联储降息预期升温。隔夜郑棉上涨近 0.5%。

【外棉信息】2025 年 8 月，美国棉制品进口量为 14.99 亿平方米，同比增加 4.93%，环比减少 3.68%，进口金额为 39.67 亿美元，同比增加 1.96%，环比减少 5.96%。

【郑棉信息】截至 2025 年 11 月 23 日，全国新年度棉花公证检验量累计 369.58 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，但下游需求存在韧性，关注 13600-13800 附近套保压力，关注后续订单变化。

## 白糖：修复反弹

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周一收盘小幅上涨，延续震荡走势。

昨日夜盘，郑糖小幅上涨，短期进行价格修复。

【现货报价】柳州中间商站台 5610-5620 元/吨。昆明中间商报价 5400-5600 元/吨。

【市场信息】1.ISO 在印度、泰国、巴基斯坦产量预期更高的背景下，将 25/26 年度全球预估过剩量调整至 162.5 万吨。

2.巴西 11 月前三周出口食糖 256.37 万吨，日均出口 18.31 万吨，同比增加 3%。

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】郑糖修复性反弹，但不足以改变弱势局面。

## 鸡蛋：现实压力犹存

【期货动态】主力合约 JD2601 收于 3210，日环比+0.82%

【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：上方承压

【期货动态】昨日苹果期货小幅下跌，受消费淡季影响。

【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】苹果持续保持偏强格局，短期走势受淡季影响，上方存在局限压力。

## 红枣：关注新枣收购

【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】昨日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 4 车，参考新季特级 9.50-10.50 元/公斤，一级 8.50-9.50 元/公斤，价格暂稳。

【库存动态】11 月 24 日郑商所红枣期货有效预报录得 428 张，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）、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。