

金融期货早评

宏观：美国经济数据显示降息可能性增加

【市场资讯】1) 美国经济数据显示降息可能性增加：9月PPI环比增0.3%，能源成本推动通胀抬头，核心PPI环比增速0.1%低于预期；ADP周报：过去四周私营部门就业岗位周均减少1.35万、流失加剧；9月零售销售环比增0.2%远低于预期，汽车销售成主要拖累。2) 美财长贝森特：可能圣诞节前宣布美联储主席人选，美联储应回归幕后角色；特朗普首席经济顾问哈塞特据称被视作美联储主席人选的领跑者；特朗普“钦点”美联储理事米兰：需要大幅降息，当前货币政策阻碍经济发展，并将失业率逐步推高。3) 报道称乌克兰同意美所提计划核心条款，原油盘中跌近3%；特朗普称仅剩少数分歧，已指派美官员与俄乌双方就和平计划展开磋商；乌方称泽连斯基拟27日与特朗普会面。4) AI竞争格局生变，英伟达盘中重挫7%，谷歌再创新高；英伟达大跌后罕见安抚市场：我司GPU比谷歌AI芯片领先一代；“大空头”开启“AI泡沫”论战，称“英伟达就是当年的思科”。

【核心逻辑】海外方面，美国就业数据呈现显著分化态势：9月非农新增就业人数超市场预期，但前值遭下修，失业率同步攀升至四年新高；ADP数据显示，过去四周私营部门就业岗位周均减少1.35万，就业流失态势持续加剧，后续需关注11月就业数据进一步验证劳动力市场真实状况。部分美联储官员近期表态强化12月降息预期，后续市场核心关注点将聚焦于11月就业数据表现及美联储主席人选落地进程。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：在岸、离岸人民币升破7.09

【行情回顾】前一交易日，在岸、离岸人民币对美元汇率双双升破7.09元关口，触及逾一年盘中新高。在岸人民币对美元16:30收盘报7.0938，较上一交易日上涨118个基点，夜盘收报7.0845。人民币对美元中间价报7.0826，较上一交易日调升21个基点。

【重要资讯】1) 据央视新闻报道，贝森特周二表示，美国总统特朗普“极有可能”在今年年底的传统节日前，提名美联储主席鲍威尔的继任者。考虑到现在已经是11月底，所以贝森特预期中的那个时刻，满打满算都已经不足一个月了。2) 美国财政部表示，受近期联邦政府“停摆”影响，10月份联邦政府预算赤字高达2840亿美元。3) 美国9月PPI环比上涨0.3%，核心PPI环比上涨0.1%，均较前值明显加速，显示美国通胀在9月重新升温。同时，美国9月零售销售环比增长0.2%，连续四个月正增长但显著放缓，且低于市场预期，汽车销售四个月来首次下滑。4) 自动数据处理公司(ADP)报告显示，美国劳动力市场正显现进一步疲软迹象。数据显示，过去四周私营企业每周平均减少13500个工作岗位，较一周前公布的每周减少2500个岗位呈现加速恶化趋势。

【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：降息预期进一步强化，或支撑股指估值修复

【市场回顾】

上个交易日股指偏强运行，以沪深 300 指数为例，收盘上涨 0.95%。从资金面来看，两市成交额回升 843.74 亿元。期指方面，IC 放量上涨，其余品种均缩量上涨。

【重要资讯】

1. 美国 9 月 PPI 环比增 0.3%，能源成本上升推动通胀抬头，核心 PPI 环比增速低于预期。
2. ADP 周报显示过去四周美国私营部门就业岗位周均减少 1.35 万、流失加剧。

【核心逻辑】

美国 PPI 数据进一步强化降息预期，市场押注美联储 12 月降息概率超过 80%，对股指估值修复形成支撑。不过中日风波尚未缓和，昨日两市成交额小幅放量但仍低于 2 万亿元，且股指期货集体贴水加深，表明市场情绪较谨慎。短期预计股指在流动性预期宽松的驱动下偏强运行，逐渐回补此前跳空缺口，后续走势需继续关注外围变化，若中日关系缓和且美国 PCE 物价指数符合或低于市场预期，股指或将持续走强，否则在阶段性反弹后预计延续震荡。

【南华观点】短期预计反弹逐渐回补跳空缺口

国债：短期交易情绪疲弱

【市场回顾】周二期债除 TS 外全线收跌，日线上 T、TF、TS 维持震荡态势，TL 延续跌势。资金面宽松，DR001 在 1.32% 附近。

【重要资讯】1. 美国 9 月 PPI 同比增长 2.6%，预期增长 2.7%。2. 特朗普：俄罗斯和乌克兰的和平谈判在取得进展。

【核心观点】昨日 A 股大幅反弹，债市受到一定影响。公开市场开展 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。短期市场缺乏驱动因素，交易情绪疲弱，TL 已回补下方缺口，不排除 T 亦有回补缺口的可能。中期在基本面偏弱态势下维持乐观看法。

【策略建议】中期多单继续持有。若 T 向下回补缺口，多单可逢低布局。

集运欧线：即期运价大幅下调，12 月挺价落地存疑

地缘政治局势缓和带来利空压力，12 月现货报价下调，市场情绪谨慎

【行情回顾】

昨日（11 月 25 日）ec2512 合约收盘于 1650 点，跌幅 7.3%。盘中最低触及 1611.5 点，减仓 408 手。ec2602 合约收盘于 1453.5 点，跌幅 7.8%，盘中增仓 4946 手。远月合约 ec2604 表现相对平淡，收盘于 1126.4 点，跌幅 1.3%。今日集运合约大幅下跌，主要原因还是对于 12 月挺价预期的质疑。今日 CMA 对于 kw49 的线上报价下调，40GP 价格从 3545USD 下调至 2645USD，20GP 从 2085USD 下调至 1535USD。其他船司包括 HPL 报价同样下调至该范围附近。此举说明，目前的货物揽收情况并不理想。对于后续 12 月中下旬是否能够顺利挺价存疑。

【信息整理】

当前多空因素交织，但地缘风险缓和主导短期情绪：

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) 港口运营效率问题仍存，鹿特丹港此前罢工的后续拥堵尚未完全消除，部分船期延误支撑即期运价。

利空因素：1) 红海复航预期显著增强，乌克兰与美国已就和平计划核心条款达成一致，若俄乌冲突缓和推动红海航线快速恢复，市场隐性运力将加速释放；2) 宏观需求疲软，美国 9 月零售销售增速放缓、ADP 就业数据连续恶化，欧洲经济前景承压抑制货量增长；3) 供需宽松格局未改，四季度运力供给同比增速仍高于需求端修复水平。

【交易研判】

周一的 scfi 欧线报为 1639.37 点，体现的是 11 月 17 日-11 月 23 日的实际运价成交情况。

按照今日的线上报价下调幅度来看，周度整体运价水平可能会锚定到本周一的附近水平。

对应着盘面的价格大致相当。但 12 月中下旬的船司挺价预期仍在。从交易上的盈亏比来说，ec2512 合约逢低做多，具有一定优势。（并不包含 12 月份红海复航预期）

【风险提示】

1) 密切关注俄乌和平协议最终签署进度，若红海复航早于预期，运价回调压力将加剧；2) 警惕 12 月船公司提价执行情况不及预期，现货货量数据若持续疲软将削弱挺价基础；3) 宏观风险如美联储政策转向节奏、中美贸易关系变化可能放大波动。

以上评论由分析师廖臣锐（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：震荡整理

【行情回顾】周二贵金属整体窄幅震荡整理，数据与美联储官员讲话并未动摇 12 月降息预期。数据方面，美国 9 月核心 PPI 年率 2.6%，预期 2.7%，前值 2.80%；美国 9 月 PPI 年率 2.7%，预期 2.7%，前值 2.60%。美国 9 月零售销售月率 0.2%，预期 0.4%，前值 0.60%。美国 11 月谘商会消费者信心指数 88.7，预期 93.4，前值 94.6。美联储理事米兰则表示，有意将美联储资产负债表更多地转向美国国债。最终 COMEX 黄金 2512 合约收 4126.5 美元/盎司，-0.18%；美白银 2512 合约收报于 51.025 美元/盎司，-0.25%。SHFE 黄金 2602 主力合约收 946.5 元/克，+1.48%；SHFE 白银 2602 合约收 12127 元/千克，+2.75%。

【降息预期与基金持仓】降息预期整体稳定。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 15.1%，降息 25 个基点的概率为 84.9%；美联储 1 月 29 日维持利

率不变概率 11.1%，累计降息 25 个基点的概率为 66.4%，累计降息 50 个基点的概率 22.6%；美联储 3 月 19 日维持利率不变概率 6.5%，累计降息 25 个基点的概率为 43.6%，累计降息 50 个基点的概率 40.6%，累计降息 75 个基点的概率 9.3%。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 8.3 吨至 540.6 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：美国 PPI 同比符合预期，铜计价降息利多溢价

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.10 美元/磅，涨 0.24%；LME 铜收于 10832.5 美元/吨，涨 0.55%；沪铜主力收于 86350 元/吨，跌 0.08%；国际铜收于 76990 元/吨，跌 0.01%。主力收盘后基差为 20 元/吨，较上一交易日跌 140 元/吨，基差率为 0.02%。

沪伦比 25 日为 8.03，24 日 7.99，跨境比值回升。

【产业信息】1、25 日，上期所铜期货注册仓单 40965 吨，较前一日减少 2851 吨；21 日，上期所铜库存 110603 吨，较前一日增加 1196 吨；25 日，LME 铜库存 156575 吨，较前一日增加 825 吨；LME 铜注册仓单 150590 吨，较前一日增加 725 吨，注销仓单 5625 吨。24 日，COMEX 铜库存 409385 吨，较 21 日增加 6509 吨。

2、周一公布的一项调查显示，美国 2025 年铜产量料将大致保持稳定，为 107.7 万吨，和去年相比小幅增长 1.7%。美国铜业的中期前景仍然乐观，因有数个新项目计划从 2026 年起开始运营。Florence 和 Copperwood 项目预计 2026 年投产，合计每年新增近 7 万吨铜产能。Mineral Park 重启项目正在推进其开发，预计将在 2025 年底开始试产，预计将在 2026 年有更大的产量贡献，该项目的铜预计年产能约为 1.12 万吨。此外，Mesaba（2029 年）和 Ann Mason（2030 年）等大型项目的启动预计将大幅增加美国铜产量，到 2030 年美国将成为全球五大铜生产国之一。总体而言，预计 2025-35 年期间，该国铜产量将以 7.2% 的年复合增长率（CAGR）增长，到 2035 年达到 215.8 万吨。这一长期增长将得到几个项目的支持，包括 CK Gold Project、Antler Mine、Tamarack 和 MacArthur，这些项目将共同有助于增强该国供应韧性，以满足不断增长的国内和全球铜需求。

3、在 2026 年铜精矿长协谈判启动之际，中国铜冶炼厂或因原料供应紧张与自身产能持续扩张，被迫接受历史最低水平的年度处理与精炼费用（TC/RCS）。据路透对 15 位行业人士的调查显示，明年基准费用预测集中在零美元/吨附近，远低于 2025 年 Antofagasta 与江西铜业达成的 21.25 美元/吨。当前现货 TC 费用已深跌至 -42.32 美元/吨（截至 11 月 21 日），并已持续近一年处于负值区间，主因 Ivanhoe Mines、Freeport-McMoRan 等主要矿山意外供应中断。CRU 集团预计今年铜精矿供应将收缩 0.8%，持续的负利润压力已促使中国行业协会推动产能上限以遏制新增产能，预计 2026 年全球冶炼产能增速将大幅放缓至 2.3%。

4、美国 9 月 PPI 同比增长 2.7%，预估增长 2.7%，前值为增长 2.6%；美国 9 月 PPI 环比增长 0.3%，预估增长 0.3%，前值为下降 0.1%；9 月核心 PPI 同比增长 2.6%，预期增长 2.7%，前值增长 2.8%。

【南华观点】日内采购情绪较昨日持平，销售情绪略有抬升，期货仓单仍在持续去化，但盘面走高至 86500 元/吨以上时，下游采购接受新订单节奏放缓。盘面去看美元指数受降低预期影响回落，而国内外铜价也冲高回落，反映出当下来自于自身供需面的影响占主导，比如 2026 年 TC/RC 谈判等，时刻牵动市场情绪。技术面看，铜价在 86500~86600 有一定压力，大概率继续位于 86000 上下波动。

【南华策略】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：等待指引

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21465 元/吨，环比+0.40%，成交量为 16 万手，持仓 27 万手，伦铝收于 2801 美元/吨，环比-0.43%；氧化铝收于 2727 元/吨，环比-01.5%，成交量为 17 万手，持仓 39 万手；铸造铝合金收于 20705 元/吨，环比+0.27%，成交量为 3472 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，沪铝或将高位震荡，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 22360 元/吨。其中成交量为 84904 手，持仓 99591 手。现货端，0# 锌锭均价为 22400 元/吨，1# 锌锭均价为 22330 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，12 月美联储降息分歧较大。基本上，目前冶炼端抢矿现象严重，海外矿价格无优势且国内矿增量较少，造成 11 月 TC 再次大幅下降。基于这两个原因，冶炼端 11 月减停产意愿上升。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，逐步累库。目前多空分歧较大，短期缺少足够的驱动，持续盘整。

【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 116160 元/吨，上涨 1.01%。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 120650 元/吨，升水为 4450 元/吨。SMM 电解镍为 118550 元/吨。进口镍均价调整至 116700 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27910 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 8213.45 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 887.5 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.58%。纯镍上期所库存为 39795 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】

沪镍不锈钢日内持续回调，日内大盘偏强，关注印尼政策刺激镍价以及成本端支撑。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。不锈钢方面日内飘红，贸易商纷纷借势出货，印度 BIS 豁免再度延期带来出口利好，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：高位震荡

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 29.45 万元每吨；成交 52465 手；持仓 4.52 万手。现货方面，SMM 1#锡价 295200 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，锡价高位震荡。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且有刚果金战乱扰动，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:注意持仓风险

【行情回顾】周二碳酸锂期货主力合约收于 95400 元/吨，日环比+5.44%。成交量 51.12 万手，日环比+12.46%；持仓量 34.31 万手，日环比-2.18 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 contango 结构，日环比-380 元/吨。仓单数量总计 26615 手，日环比+105 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弱，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 1067 美元/吨，日环比-0.37%。锂盐市场报价走弱，电池级碳酸锂报价 92050 元/吨；电池级氢氧化锂报价 81180 元/吨，贸易商基差报价小幅走弱。下游正极材料报价走弱，磷酸铁锂报价变动-0.05%，三元材料报价变动+0%；六氟磷酸铁锂报价变动+1.58%，电解液报价变动+1.75%。

【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，预计本周将出 12 月排产情况，当前市场核心焦点同时聚焦于电芯排产能否环比维持，具体需根据排产情况判断。故综合基本面等因素分析，预计未来碳酸锂期货价格将在大幅波动，整体投机情绪较旺，投资者注意持仓风险。

工业硅&多晶硅:宽幅震荡

【行情回顾】周二工业硅期货主力合约收于 8960 元/吨，日环比变动+0.11%。成交量约 24.81 万手，持仓量约 26.39 万手（日环比变动-2.18 万手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动+0 元/吨。仓单数量 40714 手，日环比变动-810 手。

多晶硅期货主力合约收于 54730 元/吨，日环比变动+2.65%。成交量 23.56 万手（日环比变动+25.40%），持仓量 12.90 万手（日环比变动+650 手），PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动+325 元/吨；仓单数量 7270 手，日环比变动+0 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场情绪走弱。新疆 553#工业硅报价 8900 元/吨，日环比+0%；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 13200 元/吨，日环比+0%；铝合金报价 21350 元/吨，日环比+0%。

光伏产业现货市场表现走弱。N 型多晶硅复投料 52.25 元/kg，日环比+0%；N 型硅片价格指数 1.2 元/片，日环比+0%；Topcon-183 电池片报价 0.293 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.668 元/瓦，日环+0%，分布式 N 型 182 组件报价 0.667 元/瓦，日环比+0%。

【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，中长期看下方空间有限。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：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 17045 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 17000 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，铅价继续下探空间。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，短期观察铅价是否能回到 17000 下方，预计可能在 17000 附近开始震荡。

【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】昨日成材价格继续小幅上涨，依旧呈现一个减仓上涨，近期铁矿中品矿资源短缺造成可交割资源紧张，铁矿较为强势，带动成材价格的上涨，但铁矿上方受到铁水下滑和铁矿港口高库存的压制，可能会影响成材价格的上涨。

【核心逻辑】上周周钢材供需双增，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。近期铁矿中品矿资源短缺造成可交割资源紧张，铁矿较为强势，但上方受到铁水减产和铁矿港口高库存的压制，下方受到冬储补库的预期支撑，铁矿价格区间震荡。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，但在钢材缓慢去库的过程中利润正在明显的改善，钢材下方底部支撑较强。

【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：降息概率大增

【盘面信息】铁矿石价格继续偏强运行，前高处有压力回落。

【信息整理】1. Mysteel 统计中国 47 港进口铁矿石港口库存总量 15758.54 万吨，较上周一下降 40.91 万吨；45 港库存总量 15101.54 万吨，环比降 12.91 万吨。2. 根据 Mysteel 卫星数据显示，2025 年 11 月 17 日-11 月 23 日期间，澳大利亚、巴西七个主要港口铁矿石库存总量 1131.7 万吨，环比下降 153.6 万吨，大幅去库，当前库存水平处于年初以来的最低值。3. 美联储两位理事鸽派发言，根据 polymarket 降息概率上升至 80%以上，股市反弹。

【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：山西地区焦煤现货加速下调

【盘面回顾】破位下行

【信息整理】

1. 美联储理事米兰发表最新讲话称，当前货币政策阻碍了经济发展，美国经济需要大幅降息。米兰认为，失业率上升是货币政策过于紧缩的结果。
2. 近日，《陕西省 60 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》印发，其中提及，加快 60 万吨/年以下煤矿分类处置，引导资源枯竭、不具备安全生产条件的煤矿关闭退出。
3. 11 月 25 日临汾安泽市场炼焦煤价格下跌 80 元/吨，低硫主焦精煤 A9、S0.5、V20、G85 出厂价现金含税 1580 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 3-5 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：震荡偏弱

【盘面回顾】昨日铁合金震荡

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

能化早评

LPG：震荡

【盘面动态】 LPG2512 盘面收于 4300 (+22)，LPG2601 盘面收于 4230 (+25)；FEI M1 收于 505 美元/吨 (+5)，CP M1 收于 495 美元/吨 (+10)，MB M1 收于 337 美元/吨 (+0)

【现货反馈】 华东均价 4310 (+5)，山东均价 4430 (+30)，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，受到美联储加息及地缘问题的多重影响。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，但从中东及美国发中国的情况看到港短期预期维持偏低位。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。

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：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】：周二甲醇 01 收于 2075

【现货反馈】：周二远期部分单边出货利买盘为主，基差 01-10

【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：现货表现持续偏弱

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6372 (-55)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6220 元/吨，华东现货价格为 6340 元/吨，华南现货价格为 6450 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、巨正源在内的 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，但是 PP 现货价格持续偏弱，对盘面形成一定拖累，因此 PP 当前上行驱动依然不足，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 6762 (-31)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6740 元/吨，华东现货价格为 6880 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 5411 (-24)，EB2601 收于 6446 (+10)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5300 (-5)，主力基差-111 (+19)。下午华东苯乙烯现货 6505 (-5)，主力基差 59 (-15)

【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，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 2491 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 3015 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 BU2603 多配机会

【盘面回顾】BU01 收于 3068 元/吨

【现货表现】11 月 25 日，国内沥青市场均价为 3336 元/吨，较上一日下跌 1 元/吨，跌幅 0.03%。华南地区低价资源偏多，今日中石油沥青价格下调 50 元/吨，带动华南区内均价下跌。华北市场个别地炼限量发货，利好区内价格走高。华东市场供应量增加，不过区内低价资源减少，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”。短期看委内瑞拉发运有缩量趋势，可关注 BU2603 多配机会。

玻璃纯碱烧碱：低位震荡

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1173，-0.85%

【基本面信息】

本周纯碱库存 164.44 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1014，0.1%

【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2248，0.31%

【基本面信息】

国内液碱市场价格局部下降。华北地区液碱市场价格成交情况表现稳定，液碱价格下调后，虽下游需求未见较明显好转，但价格逐步触底，企业暂稳出货。东北地区有企业因外围山东液碱价格下滑影响，当地企业出货价格亦有下调。华东江苏地区有个别企业因出货压力，适度下调价格。但浙江地区有企业受供应利好支撑价格有所上涨。华南地区液碱市场价格暂稳整理。

【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。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：纸企再度集中挺价，纸浆价格仍偏下行

【盘面回顾】：昨日纸浆期货价格日盘先上行后回落，胶版纸期货价格宽幅震荡。

【现货市场】：

纸浆市场主流价：山东银星报价5450-5480元/吨(-30/-20)，山东狮牌报价5800元/吨(0)，华南银星报价5450元/吨(-50)。

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，降幅为20-50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，且纸企普遍再度上调纸价，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，且纸企集中宣涨给类纸种报价，带涨期价估值。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。但当前基本面仍相对偏弱，上方仍存一定制约。

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：01 合约的估值相比 11 合约，整体下移。目前，向上无叙事条件

【盘面】lg2601 收盘于 764.5 (-3.5)，持仓 1.6 万手。lg2603 收盘于 777 (-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

【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：维持偏弱格局

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5890 (-27), PL2603 盘面收于 5838 (-43); PP-PL01 价差 427 (-28), PP01-PL03 价差 479 (-12); PL01-03 月差 52 (+16)

【现货反馈】山东均价 5960 (+35)，华东均价 6020 (+95)

【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，宏观及地缘反复影响盘面，低位波动加剧。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 盘面连创新低，pp-pl 价差压缩，pp 的弱势压制 pl 盘面，导致期现劈叉。另外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，整体按需采购。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）、张博（Z0021070）、寿佳露（Z0020569）、宋霁鹏（Z0016598）、戴一帆（Z0015428）、胡紫阳（Z0018822）提供。

农产品早评

生猪：近月压力依旧偏大

【期货动态】LH2601 收于 11415 日环比+0.13%

【现货报价】全国生猪均价 11.45 (-0.12) 元/公斤，其中河南 11.34 (-0.15) 元/公斤、四川 11.56 (+0.00) 元/公斤、湖南 11.35 (-0.11)、辽宁 11.28 (-0.08) 元/公斤、广东 12.36 (-0.03) 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有带强动作，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】油脂回落带动整体回落，国内粕类资金驱动换月走强。

【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，四季度菜粕仍将保持供需双弱状态，当前菜籽库存与压榨已经榨尽，菜粕库存同样加速下行，但菜粕盘面却由于后续澳大利亚菜籽即将在 11 月后到港，供应存在恢复预期而表现弱势。且目前处于水产消费淡季，需求增量有限，故菜粕库存后续存在回升预期。叠加中加不断谈判影响盘面供应预期，11 月后做多时机需关注后续仓单变化情况。

【后市展望】外盘美豆交易重点仍在供应端 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，短期跟随美盘震荡，中期关注中国采购美豆船期决定后续国内供应情况。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：油脂偏弱运行

【盘面回顾】国际国内均缺乏利多驱动，油脂维持弱势

【供需分析】棕榈油：产地高频数据显示 11 月产量增加而出口下滑，产地压力持续；特朗普政府考虑将进口原料与进口生柴限制延期实施，加上美国重组能源局，撤销可再生能源相关部门，美国生物燃料政策提振有限；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，豆油库存继续增加，短期库存压力仍大。中方暂时没有购买美豆的具体动作，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：现货驱动转弱 盘面弱势盘整

【期货动态】周二，豆一盘面回落运行，主力 2601 收于 4108 元/吨，成交与持仓量双减，注册仓单 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% 净粮主流价格）：1.9 元/斤，+0 元/斤；内蒙古阿荣旗（蛋白 39% 净粮主流价格）：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】国产大豆现货市场维持平稳，近期价格僵持运行，变化有限，东北产区新季大豆卖压分散明显，优质大豆惜售，价格坚挺，贸易商建库水平较足，博弈后期价格上涨为主，高价继续收购及售粮意愿均有限，市场进入平稳状态，南方产区同样有所僵持，优质货源价格坚挺，持粮主体均有挺价惜售心态，下游高价采购意愿不足，货源流通缓慢，下游需求表现稳定，涨价抑制采购意愿，维持刚性采购为主，整体来看，大豆期现市场继续消化反季节性上涨后的调整压力，现货价格僵持，期货盘面高位震荡，关注 01 合约 4100 元支撑情况；

【南华观点】多头趋势趋弱，在现货涨价乏力，价格僵持、购销活动转淡下盘面压力增加，短期或维持高位震荡，在资金持续离场情况下，期价向下调整概率增加；

玉米&淀粉：强势上行

【期货动态】周二，玉米盘面延续升势，主力合约收涨于 2242 元/吨，持仓量突破百万手，成交量维持较高水平，夜盘继续收高于 2254 元，注册仓单减少至 66365 手；

淀粉盘面跟随上涨，主力 01 合约收于 2556 元，持仓量增加，成交量保持放量水平，夜盘

收高于 2571 元；

【现货报价】玉米：锦州港：2210 元/吨，+10 元/吨；蛇口港：2480 元/吨，+30 元/吨（新粮）；哈尔滨报价 2050 元/吨，+10 元/吨。淀粉：黑龙江绥化报价 2560 元/吨，+0 元/吨；山东潍坊报价 2770 元/吨，+0 元/吨。

【市场分析】周二，全国玉米价格继续走强，期货端涨势明显，港口价格连续提涨，区域有所分化，黑龙江价格走强，山东地区因到货增加，企业有所压价，整体现货偏强，下游企业库存水平未有明显上升，走货积极刺激港口提价收购意愿增加，提振市场看涨情绪，期货盘面体现明显，主力 01 合约收复 9 月份跌幅并突破年线压力后继续向上拓展空间，在还有三个交易日情况下，月涨幅已超 5%，近月拉涨明显，远月相对弱势，01 合约持仓量突破百万手，目前基本面除供应宽松外利空因素较少，而进口持续减少带来的累计变化、华北玉米质量受损、下游库存增加有限导致的需求端保持活跃的各项因素对价格形成正面支撑，价格上涨潜力呈现逆势释放特征，关注持粮主体售粮意愿变化；

【南华观点】期价突破，趋势进一步转多，四季度粮源供应充足，注意售粮情绪转变，单边上行难度较大；

棉花：关注套保压力区间

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，美元走弱，对棉价形成支撑。隔夜郑棉小幅收跌。

【外棉信息】巴基斯坦各棉区采收工作目前已全面结束，近期新棉交售进度有所放缓，当地私人机构对新棉总产预期小幅上调至 104.6-112.3 万吨。

【郑棉信息】截至 2025 年 11 月 24 日，全国新年度棉花公证检验量累计 377.99 万吨，近日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，家纺需求较好。

【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：弱势难改

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周二收高，延续周一涨势。

昨日夜盘，郑糖横盘震荡，整体变化不大。

【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.市场预计巴西中南部 11 月上半月甘蔗压榨量增加 14.9% 至 1885 万吨，产糖同比增长 18.9% 至 107.5 万吨。

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3202，日环比-0.25%

【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。

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，关注后续定产情况。当前阿克苏地区通货主流价格参考4.80-5.50元/公斤，阿拉尔地区通货主流价格参考5.00-6.00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2车，早市成交一般；河北崔尔庄市场到货少量，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536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。