

## 金融期货早评

### 宏观：美国上周首次申请失业救济人数意外不增反降

【市场资讯】1) 中国工信部等六部门：有序发展直播电商、即时零售等新业态，推动人工智能在消费品全行业全领域全过程应用。2) 中国商务部：敦促荷兰政府尽快提出建设性的安世半导体解决方案，为企业开展内部协商创造有利条件。3) 万科历史首次探讨债券展期，公告称拟召开 2022 年度第四期中期票据持有人会议。4) 美国上周首次申请失业救济人数意外不增反降、回落至 21.6 万，创七个月新低；美国 9 月耐用品订单初值环比增长 0.5% 符合预期，核心资本品订单增速超预期加快至 0.9%。8) 美联储褐皮书：覆盖政府关门期的一个多月内，经济活动变化不大，关税压力挤压企业利润，AI 抑制部分招聘需求，零售商透露政府关门对消费有负面影响。9) 英国财相公布 260 亿英镑增税计划，伦敦证交所新股豁免三年印花税；官方预算监管机构意外提前泄露预算案：财政缓冲翻倍至 220 亿英镑，大幅下调 2026 年 GDP 增速至 1.4%。10) 特朗普称促俄和谈取得巨大进展但“没有最后期限”；俄总统助理：美国特使威特科夫将于下周访问莫斯科；俄总统新闻秘书：与美接触时间未定，谈俄乌冲突结束“为时尚早”。

【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。美联储官员近期表态持续强化 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：利好消息集聚

【行情回顾】前一交易日，人民币对美元汇率连续两个交易日走强，在岸、离岸人民币对美元盘中双双突破 7.08 关口，续创逾一年新高。在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.0802，上涨 136 个基点，夜盘收报 7.0754。当日人民币对美元中间价报 7.0796，调升 30 个基点。

【重要资讯】1) 工业和信息化部等六部门印发《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》。方案指出，到 2027 年，消费品供给结构明显优化，形成 3 个万亿级消费领域和 10 个千亿级消费热点，打造一批富有文化内涵、享誉全球的高品质消费品。到 2030 年，供给与消费良性互动、相互促进的高质量发展格局基本形成，消费对经济增长的贡献率稳步提升。2) 新西兰联储将基准利率下调 25 个基点至 2.25%，并暗示有可能进一步放松货币政策以支持经济复苏。

【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

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。需要关注的是，近期利好人民币的因素持续涌现并集中释放，在此背景下，人民币短期升值节奏可能适度放缓，但年内我们不改变对人民币相对美元的升值大方向的整体判断。

【风险提示】海外经济数据超预期、特朗普政策超预期

## 国债：多单逢低布局

【市场回顾】周三期债各品种全线走弱，午后跌势加剧，TL 跌幅最大。资金面宽松，DR001 在 1.31%附近。

【重要资讯】1.六部门印发增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案。2.美联储褐皮书：覆盖政府关门期的最近一个多月内经济活动变化不大，关税压力挤压企业利润，AI 抑制部分招聘需求，零售商透露政府关门对消费有负面影响。

【核心观点】昨日 A 股早盘反弹对债市有一定压制，但午后走弱并未令债市受益。消息方面，传言公募费率新规即将落地，甚至传言有基金遭遇大额赎回，是导致债市午后跌幅加剧的原因。近期市场频频受到公募费率新规消息的影响，如果新规落地导致市场抛压增大，大概率将有政策对冲，届时将利空出尽，因此不必过于恐慌。市场大跌本质上还是交易情绪疲弱的表现。期货盘后现券收益率明显回落，表明收益率上升到一定幅度即有买盘。当前 T 已回补下方缺口，基本回到央行恢复买债前的水平，多单可逢低布局。

【策略建议】中期多单继续持有，新多可逢低分批布局。

## 集运欧线：复航预期与现货下行压力交织，期价下行

【行情回顾】

昨日（11 月 26 日），主力合约 EC2602 收盘于 1387.4，下跌 7%。ec2512 收盘于 1622.4，下跌 1.7%，ec2604 收盘于 1072，下跌 6%。ec 全部合约集体收跌。下行主要诱因是红海的复航预期，以及近端的现货见顶，挺价不及预期。

【信息整理】

当前市场多空因素交织，短期聚焦成本端与宏观面变化：

利多因素：

1) 地缘风险未完全消除：尽管马士基表态考虑 12 月恢复红海航行，但加沙冲突持续且胡塞武装立场反复，全面复航仍存变数。2) 长协谈判窗口临近：年底船公司为年度长协合同谈判仍存挺价动机。

利空因素：

1) 挺价落实大幅打折：主流船司 12 月上半月实际开舱报价普遍回落至 2400-2600 美元/FEU，较宣涨目标 3200-3300 美元/FEU 折扣明显，马士基报价仅 2500 美元/FEU。2) 运力供给充裕：12 月周均运力预计达 30.39 万 TEU，环比增加，且船司为春节前备足运力。3) 红海复航预期强化：乌克兰同意和平计划核心条款，马士基与苏伊士运河管理局商讨复航，若推进将释放隐性运力。4) 宏观需求疲软：美国零售销售增速放缓、就业数据恶化，欧洲经济前景承压。

【交易研判】

ec2512 合约不宜追空，目前估值不高。ec2604 合约反弹空。

#### 【风险提示】:

1) 警惕地缘政治局势反复对航运通道的突发性影响。2) 关注欧美经济数据放缓对实物贸易需求的潜在拖累。3) 注意原油等成本端价格波动对船公司经营策略的传导。

以上评论由分析师徐晨曦 (Z0001908)、宋霁鹏 (Z0016598)、潘响 (Z0021448)、周骥 (Z0017101) 提供。

## 大宗商品早评

### 有色早评

#### 贵金属：白银大涨关注交割压力 铂钯上市促进绿色经济发展

【行情回顾】周三贵金属价格有所走高，美联储 12 月降息预期与 COMEX 金银 12 月进入交割月的交割压力，仍引发贵金属易涨难跌。周四凌晨公布的美联储褐皮书显示，覆盖政府关门期的一个多月内，经济活动变化不大，关税压力挤压企业利润，AI 抑制部分招聘需求，零售商透露政府关门对消费有负面影响。数据方面，美国上周首次申请失业救济人数意外不增反降、回落至 21.6 万，创七个月新低；美国 9 月耐用品订单初值环比增长 0.5% 符合预期。其他方面，亚特兰大联储 GDPNow 模型预计美国第三季度 GDP 增速为 3.9%，此前预计为 4.0%。另外广期所铂钯期货将于今天上市，期权周五上市，其中 PT2606，PT2608，PT2610 合约挂牌基准价 405 元/克；PD2606，PD2608，PD2610 合同约定盘基准价 365 元/克；涨跌停 14%。最终 COMEX 黄金 2602 合约收 4160.6 美元/盎司，+0.5%；美白银 2603 合约收报于 53.05 美元/盎司，+4.09%。SHFE 黄金 2602 主力合约收 946.72 元/克，+0.55%；SHFE 白银 2602 合约收 12227 元/千克，+1.79%。NYMEX 铂 2601 合约收 1598.8 美元/盎司，+2.16%；NYMEX 钯 2603 合约收 1464.5 美元/盎司，+4.20%。

【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 6.7%，累计降息 25 个基点的概率为 44.7%，累计降息 50 个基点的概率 39.7%，累计降息 75 个基点的概率 8.8%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓增加 4.57 吨至 1045.43 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 15511.81 吨；全球铂 ETF 减 0.0003 吨至 96.271 吨；全球钯 ETF 减 0.079 吨至 32.2961 吨，-0.24%。库存方面，SHFE 黄金库存维持在 9.04 吨，SHFE 银库存日减 9.1 吨至 531.2 吨；截止 11 月 21 日当周的 SGX 白银库存周减 58.8 吨至 715.9 吨。NYMEX 铂钯库存不变，铂维持 19.1893 吨，钯维持 5.3879 吨。

【本周关注】事件方面，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 54.5，支撑 50。铂钯价格目前主要跟随金银，以投资属性主导。

## 铜：利多预期来袭，铜价偏强

【盘面回顾】隔夜 Comex 铜收于 5.20 美元/磅，涨 0.04%；LME 铜收于 10953 美元/吨，涨 1.25%；沪铜主力收于 87090 元/吨，涨 0.46%；国际铜收于 77730 元/吨，涨 0.63%。主力收盘后基差为 100 元/吨，较上一交易日涨 80 元/吨，基差率为 0.12%。

沪伦比 26 日为 7.99，25 日 8.03，跨境比值回落。

【产业信息】1、26 日，上期所铜期货注册仓单 39825 吨，较前一日减少 1140 吨；21 日，上期所铜库存 110603 吨，较前一日增加 1196 吨；26 日，LME 铜库存 156500 吨，较前一日减少 75 吨；LME 铜注册仓单 150450 吨，较前一日减少 500 吨，注销仓单 6050 吨。25 日，COMEX 铜库存 415880 吨，较 24 日增加 6495 吨。

2、2025 年世界铜业大会（亚洲）上，CRU 分析师预测 2026 年铜精矿长协 benchmark 的价格将继续下降，将接近\$0/0¢。

3、美国至 11 月 22 日当周初请失业金人数 21.6 万人，为 2025 年 4 月 12 日当周以来新低，预期 22.5 万人，前值由 22 万人修正为 22.2 万人。美国至 11 月 15 日当周续请失业金人数 196 万人，预期 196.9 万人，前值由 197.4 万人修正为 195.3 万人。

【南华观点】当日现货市场成交依然表现出压价心理，升水幅度受限。但期货盘面仍存上涨预期，期价波动重心从 86000 上下移至 86500 上下。技术面看，期价若再次突破 87000 一线，阻力变小，上冲动能增强。

【南华策略】1、1 月合约关注 86500 附近支撑，上看 87000 附近压力。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：几内亚大选出现扰动

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21455 元/吨，环比+0.02%，成交量为 17 万手，持仓 26 万手，伦铝收于 2865 美元/吨，环比+2.25%；氧化铝收于 2720 元/吨，环比-0.37%，成交量为 18 万手，持仓 38 万手；铸造铝合金收于 20695 元/吨，环比-0.10%，成交量为 5503 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，夜盘伦铝快速上行或将带动沪铝上涨，沪铝预计震荡偏强，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。11 月 26 日，几内亚比绍局势突然急转直下，关注几内亚大选局势对铝土矿扰动。

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：美元走软，夜盘受伦锌带动高开

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 22355 元/吨。其中成交量为 96212 手，持仓 10.07 万手。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。宏观上，12 月美联储降息分歧较大，目前主流认为降息概率较大，且美元走软。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，逐步累库。目前虽然宏观回暖，但基本面僵持，短期较难出现突破，偏强震荡。

【南华观点】震荡

## 镍，不锈钢：市场有一定回暖，当前位置观望为主

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 117260 元/吨，上涨 0.92%。不锈钢主力合约日盘收于 12455 元/吨，上涨 0.42%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 122050 元/吨，升水为 4650 元/吨。SMM 电解镍为 119850 元/吨。进口镍均价调整至 117800 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27910 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6831.82 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.5%。8-12%高镍生铁出厂价为 885 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-8.43%。纯镍上期所库存为 39795 吨，LME 镍库存为 254520 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小幅收涨，现阶段市场观望情绪较浓，空头可注意平仓止盈，中美关系有一定缓和信号。镍矿方面整体价格较稳，菲律宾方面出货有波动但是影响有限。新能源方面目前跟随镍价同样有一定下调，流通量不多但是影响有限，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。镍铁近期连续下行，目前部分铁厂利润受限情况下有减产倾向，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。不锈钢方面日内有一定回暖，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：日内震荡，夜盘多头资金推动

【市场回顾】沪锡主力上一交易日报收在 29.58 万元每吨；成交 96629 手；持仓 4.47 万手。现货方面，SMM 1#锡价 295200 元每吨。

【相关资讯】今日暂无

【核心逻辑】上一交易日，锡价高位震荡，夜盘多头资金入场，持仓增加四千余张，快速拉升价格。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：淡季不淡，供需双强

【行情回顾】周三碳酸锂期货主力合约收于 96340 元/吨，日环比+0.99%。成交量 81.02 万手，日环比+58.47%；持仓量 47.80 万手，日环比+13.48 万手。碳酸锂 LC2601-LC2605 月差为 contango 结构，日环比-100 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强，澳洲 6%锂精矿 CIF 报价为 1113 美元/吨，日环比+4.31%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 92800 元/吨；电池级氢氧化锂报价 81330 元/吨，贸易商基差报价小幅走弱。下游正极材料报价走强，磷酸铁锂报价变动+0.48%，三元材料报价变动+0.07%；六氟磷酸铁锂报价变动+1.56%，电解液报价变动+2.59%。

【南华观点】从基本面来看，12 月锂矿到港量预计环比增加，矿端紧张格局或有望边际缓解，而锂盐厂整体维持高开工率，枞下窝宁德复产进度需重点关注；需求端呈现“淡季不淡”特征，12 月动力、储能等终端预排产规模仍处高位，将带动下游材料厂持续保持旺盛采购需求，供需双强格局延续，为价格提供底部支撑。技术面，当前价格在 10 万元/吨关口面临短期压力，该价位附近多头获利了结动力较强，需警惕近期市场交投活跃背景下，资金分歧加大引发的多头获利回吐行情。综合来看，短期需谨慎规避 10 万元/吨关口的追高风险，价格或出现阶段性回调，建议把握回调后的逢低布局机会

## 工业硅&多晶硅:关注多晶硅仓单和持仓量情况

【行情回顾】周三工业硅期货主力合约收于 9020 元/吨，日环比变动+0.67%。成交量约 36.92 万手（日环比变动+48.77%），持仓量约 26.05 万手（日环比变动-0.33 万手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动-10 元/吨。仓单数量 40425 手，日环比变动-289 手。多晶硅期货主力合约收于 55895 元/吨，日环比变动+2.13%。成交量 33.03 万手（日环比变动+40.20%），持仓量 14.30 万手（日环比变动+1.39 万手），PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动-1020 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一般。新疆 553#工业硅报价 8900 元/吨，日环比+0%；99#硅粉报价 10000 元/吨，日环比-0.99%；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一般。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 0.288 元/瓦，日环比+0%；集中式 N 型 182 组件报价 0.67 元/瓦，日环比+0.3%，分布式 N 型 182 组件报价 0.667 元/瓦，日环比+0%。

【南华观点】工业硅当前仍处于供需双弱格局，上下游均存在减停产预期，基本面缺乏实质性改善动力，叠加冬季产区环保可能带来的供给端扰动，短期行业基本面难有起色。技术面看，期货价格持续运行于布林震荡带内，短期将紧密跟随多晶硅、焦煤等关联品种价格波动，大概率维持震荡整理态势，而中长期维度下价格下方空间有限，具备逢低建仓配置价值。

多晶硅市场短期交易主线正逐步切换至“11 月仓单集中注销后的仓单库存与持仓量”盘面博弈，近月合约持续走强推动市场短期波动幅度扩大，注意持仓风险。

## 铅：供需两弱，持续承压

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17065 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，铅价日内窄幅震荡，夜盘铅价有大单下压价格，尚未发现原因。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。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。目前供应有一定宽松预期，累库压制价格，观察下方空间，预计 16800-17100 附近震荡，在 16500 附近形成强支撑。

【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】昨日成材价格小幅下跌回落，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：钢厂增产

【盘面信息】铁矿石价格高位震荡，价格继续攀升。

【信息整理】1. 《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》旨在通过供给侧结构性改革释放消费潜力。方案提出以新技术应用引领产业升级，重点发展智能家居、绿色建材等消费领域，推广柔性制造与人工智能融合。同时，扩大绿色、健康、适老、婴童等特色产品供给，推动农村消费提质和国潮名品出海。通过培育首发经济、平台消费等新场景，并强化财政金融与标准体系建设，力争到 2027 年形成 3 个万亿级消费领域，到 2030 年实现供需良性互动的高质量发展格局。2. 11 月 26 日富宝资讯调研的全国 104 家电炉产能利用率为 36.4%（环比增 0.6 个百分点），废钢日耗 23.29 万吨，较上周增 0.67 万

吨，增幅 2.9%。目前 104 家电炉厂中，79 家在产（-1），停产 25 家（较上周+1 家）。本周电炉废钢日耗小幅回升的原因：由于利润快速反弹，华南，华北、华东等地区部分电炉小幅延长了生产时长。

【南华观点】近期铁矿石价格偏强运行，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，美国降息预期重新修复，12 月降息预期大增，股市反弹、市场风险偏好修复。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：焦炭提降缓慢，利空仍未落地

【盘面回顾】底部宽幅震荡

【信息整理】

1. 六部门联合发布《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》，从拓展增量、深挖存量、场景赋能等 5 方面部署 19 项重点任务，目标是到 2027 年，消费品供给结构明显优化，形成 3 个万亿级消费领域和 10 个千亿级消费热点。

2. 11 月 26 日，国内市场炼焦煤延续偏弱运行，线上竞拍流拍率达 58.1%，多数资源成交价格下调约 50 元/吨。延安黄陵市场炼焦煤价格下调 50 元/吨，气精煤 A8、S0.5、V33、G65 车板价现金含税报 940 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】昨日铁合金震荡下跌

【核心逻辑】钢厂盈利率继续下滑，跌破 40%，铁水产量受到钢厂盈利率的下跌和季节性规律，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

### LPG：偏强震荡

【盘面动态】LPG2512 盘面收于 4383 (+83)，LPG2601 盘面收于 4288 (+58)；FEI M1 收于 517 美元/吨 (+12)，CP M1 收于 495 美元/吨 (+0)，MB M1 收于 345 美元/吨 (+8)

【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，受到基本面、宏观及地缘的多重影响，外盘丙烷整体偏震荡，内盘 pg 相对保持强势。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，国内供应端或随炼厂复产低位回升。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。目前汽油裂解价差高位回落，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 上方可考虑逢高布局空单或卖出看涨期权。

### PP：现货表现持续偏弱

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6365 (-52)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6180 元/吨，华东现货价格为 6320 元/吨，华南现货价格为 6400 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】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 当前尚未看到上行的强驱动，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 6707 (-55)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6700 元/吨，华东现货价格为 6870 元/吨，华南现货价格为 6950 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：大厂检修消息带动盘面上行

【盘面回顾】BZ2603 收于 5463 (+52)，EB2601 收于 6533 (+87)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5315 (+15)，主力基差-148 (-37)。下午华东苯乙烯现货 6585 (+80)，主力基差 52 (+7)

【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。昨日市场传闻某大厂一季度存检修计划，盘面偏强运行。

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，关注港口现货流动性。短期关注美韩纯苯实际成交情况以及国内大厂检修计划。

## 燃料油：裂解企稳

【盘面回顾】截止昨日收盘，FU01 收于 2467 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：关注高低硫价差做阔

【盘面回顾】截止昨日收盘，LU01 收于 3023 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 3043 元/吨

【现货表现】11 月 26 日，国内沥青市场均价为 3333 元/吨，较上一日下跌 3 元/吨，跌幅 0.09%。华北地区高价资源出货一般，今日贸易商下调出货价；西北地区镇海炼化昨日下午下调火运价格，带动区内主流重心下移；华南以及华东市场需求释放缓慢，中下游用户采购相对观望，消耗前期库存为主，炼厂以及社会库报价均维持稳定。

【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。

## 橡胶&20 号胶：天气扰动加大，胶价反弹但仍承压

1、国内宏观方面，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。Wind 资讯数据显示，11 月份有 9000 亿元 MLF 到期。因此央行在此次开展 10000 亿元 MLF 后，将实现净投放 1000 亿元，

这也是央行连续第 9 个月加量续做 MLF。

2、海外宏观方面，美国初请失业金人数为 21.6 万人，前值为 22 万人。美国核心 PPI 同比为 2.6，低于预测值的 2.7，前期为 2.9。美国 11 月芝加哥 PMI 录得 36.3，为 2024 年 5 月以来新低，前值为 43.8。目前 CME12 月预计降息 25 基点的概率超 80%。

3、截至 2025 年 11 月 23 日，中国天然橡胶社会库存 108 万吨，环比增加 1.8 万吨，增幅 1.7%。中国深色胶社会总库存为 69.5 万吨，增 3.8%。其中青岛现货库存增 3.6%；云南增 5.5%；越南 10#增 1.2%；NR 库存小计增加 0.56%。中国浅色胶社会总库存为 38.5 万吨，环比降 1.9%。其中老全乳胶环比增 35%，3L 环比增 3.4%，RU 库存小计降 50%。（来源：隆众资讯）

4、据泰国消息，泰国橡胶管理局（RAOT）局长称席卷泰国湾、泰国南部和安达曼海的东北季风强度增强。泰国湾和安达曼海的强浪导致泰国南部多地出现强降雨，部分地区自 17 日起至今持续遭受特大暴雨袭击。这导致素叻他尼府、宋卡府、洛坤府、博他仑府、董里府、春蓬府和沙敦府七个府发生洪灾。根据初步调查，至少有 1300 万莱的橡胶种植园受到影响，橡胶产量损失超过 2 万吨。由于持续降雨导致农民无法割胶，割胶设备受损，预计这些因素可能导致橡胶短缺。该局此前对南部七个府的受灾情况进行了调查，发现素叻他尼府受灾最为严重，无论从面积还是产量来看都是如此，其次是宋卡府，然后是洛坤府。（来源：QinRex）

#### 【核心观点】

近期天然橡胶基本面呈现供给转紧而需求转弱态势，总体维持相对平衡。天然橡胶库存尤其是青岛保税区库存累库，轮胎产销和出口环比下降，下游库存压力增加，交投情绪较弱。长期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，泰国南部有大范围洪水，胶水价格持续攀升；云南降温使停割预期加强，整体供应预期收紧。RU 随 11 月仓单集中注销。大部分转为老全乳库存，新胶仓单余 3 万多吨且入库仍慢。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。此外，近期国际油价进一步走跌，能化成本端弱化，合成胶基本面悲观，对天胶带来拖拽。前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，多空分歧下橡胶系整体上行压力较大。后市预计维持宽幅震荡格局，其中浅色胶相对偏强看待。

### 玻璃纯碱烧碱：趋势不显

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1175，0.17%

#### 【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 1037，2.27%



### 【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), 关键是湖北现货预期。现实层面, 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 2229, -0.85%

### 【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, 但价格逐步触底下, 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。

## 原木: 无变化, 策略依旧

【盘面】lg2601 收盘于 765 (+0.5), 持仓 1.6 万手。lg2603 收盘于 776 (-1)。

【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：PP-PL 价差压缩

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5853 (-37), PL2603 盘面收于 5820 (-18); PP-PL01 价差 412 (-15), PP01-PL03 价差 445 (-34); PL01-03 月差 33 (-19)

【现货反馈】山东均价 6075 (+55), 华东均价 6000 (+40)

【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, 基本面、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, 整体供需平衡, 现货市场涨价。需求端, pp 跟 pl 价差走弱, 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, 关注部分企业停 PP 外放丙烯情况。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, 暂时没有更多的检修反馈。

以上评论由分析师凌川惠 (Z0019531)、边舒扬 (Z0012647)、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 11540 日环比+1.1%

【现货报价】全国生猪均价 11.29 (+0.16) 元/公斤, 其中河南 11.35 (+0.01) 元/公斤、四川 11.56 (+0.00) 元/公斤、湖南 11.1 (-0.25)、辽宁 11.14 (-0.14) 元/公斤、广东 12.01 (-0.35) 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】内外盘震荡整理，关注中美贸易关系。

【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：油脂弱势震荡

【盘面回顾】产地驱动有限维持整理，国内油脂维持弱势运行为主。

【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：国内油厂压榨开机率高位，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：现货购销转向平淡 盘面弱势盘整

【期货动态】周三，豆一盘面延续调整，主力 2601 跌破 4100 元关口，收于 4094 元/吨，成交与持仓量双减，注册仓单 14778 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】近期大豆现货市场变化有限, 产区农户余粮有限, 主动卖压较小, 惜售心态较为普遍, 叠加中储粮托市收购, 价格下跌动力不足。贸易环节整体走货节奏平缓, 多数粮商已完成前期还粮计划, 库存较足, 购销活跃度不高, 价格上涨乏力, 整体僵持。南方产区优质货源价格坚挺, 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, 等待新变化驱动。期货盘面高位盘整, 失去现货驱动及资金照拂后, 价格有所转弱;

【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, 期价向下调整迹象有所明显;

## 玉米&淀粉: 盘面冲高回落 港口价格延续强势

【期货动态】周三, 玉米盘面冲高回落, 主力合约收低于 2235 元/吨, 盘中高点 2257 元, 持仓量下降, 重回百万手下方, 成交量放大, 夜盘震荡收于 2234 元, 注册仓单减少至 65515 手;

淀粉盘面同样冲高回落, 主力 01 合约收于 2551 元, 持仓量下降, 成交量创挂牌来新高, 夜盘收于 2556 元;

【现货报价】玉米: 锦州港: 2220 元/吨, +10 元/吨; 蛇口港: 2510 元/吨, +30 元/吨(新粮); 哈尔滨报价 2050 元/吨, +0 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】周三, 全国玉米价格延续涨势, 但幅度较小, 各地区有所分化, 港口继续上涨, 东北产区稳中小涨, 山东到货量维持高位, 涨势受到抑制, 但企业顺势收购为主, 压价不明显, 现货成交较好, 价格维持强势, 期货端经过连续拉升后形成整理, 多头出现了解迹象, 但期价突破动作明显, 本轮变奏上涨得到基本面配合, 预计维持偏强节奏运行, 回调幅度会有先, 重点关注卖压释放力度, 整体看, 基本面积积极因素有效体现在市场价格中, 短期反复不改中期走强态势, 中下游接调整做好采购管理;

【南华观点】期价突破, 趋势进一步转多, 短期或有整理动作, 现货四季度粮源供应有保证, 玉米价格单边上行难度较大;

## 棉花: 关注套保压力区间

【期货动态】洲际交易所(ICE)期棉上涨超 0.5%, 原油走强, 关注美棉出口情况。隔夜郑棉小幅收涨。

【外棉信息】据美国农业部, 截至 2025 年 10 月 9 日, 美国累计净签约出口 2025/26 年度棉花 106.5 万吨, 达到年度预期出口量的 40.11%, 其中, 中国累计签约进口 2025/26 年度美棉 2.8 万吨, 占美棉已签约量的 2.65%。

【郑棉信息】截至 2025 年 11 月 25 日, 全国新年度棉花公证检验量累计 386.89 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：原糖触及 15 美分

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周三延续自周一开始的涨势，投资者关注巴西产出前景。

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 5400-5560 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 3225，日环比+0.72%

【现货报价】主产区鸡蛋均价为 2.85（-0.00）元/斤；主销区鸡蛋均价为 2.91（+0.00）元/斤。

【现货情况】

当前需求面仍显弱势，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】昨日苹果期货上涨，整体强势格局难改。

【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。

## 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 6.30-7.30 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 家样本点物理库存在 10330 吨，周环比增加 490 吨，同比增加 101.76%。

【南华观点】新季红枣处于集中下树阶段，新季产量仍为市场博弈的核心点，当前来看，南疆产区确有减产，但幅度尚难确定，受水分及单枣克重等因素影响，农户对产量的估计也易存在偏差。短期在资金博弈下，红枣价格波动较大，但在减产之下，预计下方空间或暂有限，关注后续新枣商品率及收购情况。

以上评论由分析师边舒扬（Z0012647）、戴鸿绪（Z0021819）、靳晚冬（Z0022725）、陈嘉宁（Z0020097）、陈晨（Z0022868）及助理分析师康全贵（F03148699）提供。



## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。