

金融期货早评

宏观：国内工业企业利润边际回落

【市场资讯】1) 国家发改委价格司组织召开价格无序竞争成本认定工作座谈会。发改委：要注意防范重复度高的人形机器人产品“扎堆”上市，建立健全具身智能行业准入和退出机制，鼓励多种新型储能和氢能技术路线有序发展。2) 国新办发布白皮书：外空、网络、人工智能等新兴领域是人类发展的新高地、战略安全的新焦点、全球治理的新疆域。3) 中国10月规模以上工业企业利润同比降5.5%，制造业、电力前10个月增长较快。

【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，工业企业利润受工作日天数、基数扰动，出现边际回落。目前，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：短期市场对弱美元定价较为充分

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币兑美元16:30收盘报7.0806，较上一交易日下跌4点。人民币兑美元中间价较上日调升17点至7.0779，中间价升值至2024年10月14日以来最高。

【重要资讯】1) 国家统计局：1—10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额59502.9亿元，同比增长1.9%。10月份，规模以上工业企业利润同比下降5.5%。2) 墨西哥央行下调2025年国家经济增长预期至0.3%。3) 欧洲央行发布10月会议纪要，详解其在该次会议上按兵不动的依据，进一步强化了市场对本轮降息周期终结的预期。欧洲央行管委卡扎克斯最新表示，鉴于欧元区通胀仍可能高于预期，目前讨论再次降息为时尚早。

【核心观点及逻辑】展望后市，我们依旧维持年内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”运行特征的判断。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。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，当下推动美元走强的动能或显著弱于上一轮周期。上一轮美元兑人民币即期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。而本轮汇率的波动率处于相对低位，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，我们预计人民币短期升值节奏可能适度放缓，但年内不改对人民币相对美元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

股指：缩量调整，等待新的变量

【市场回顾】

上个交易日股指冲高后回落，涨跌不一，以沪深 300 指数为例，收盘下跌 0.05%。从资金面来看，两市成交额回落 735.53 亿元。期指方面，IM 放量下跌，其余品种均放量下跌。

【重要资讯】

1. 国新办发布白皮书：外空、网络、人工智能等新兴领域是人类发展的新高地、战略安全的新焦点、全球治理的新疆域。

【核心逻辑】

昨日股指冲高回落，涨跌不一，两市成交额小幅缩量。由于前期美国政府停摆，最新 PCE 物价指数难产，降息预期没有太多变化。国内 10 月份规模以上工业企业利润同比下降 5.5%，基本面偏弱状态延续。没有新的利好情况下股指维持震荡，但期指基差除 IF 小幅贴水收敛外其余均贴水加深，红利指数再度领涨，可见市场情绪有所降温，再度趋于谨慎，当前上方压力下方支撑都有所减弱，短期预计窄幅震荡为主。

【南华观点】短期预计窄幅震荡为主

国债：关注市场能否企稳

【市场回顾】周四期债震荡，TS 收涨，TF、T 收跌，TL 平盘。资金面宽松，DR001 在 1.31% 附近。

【重要资讯】1. 改委委会同有关部门及相关行业协会召开会议，研究制定价格无序竞争成本认定标准等相关工作。2. 中国 10 月规模以上工业企业利润同比降 5.5%，制造业、电力前 10 个月增长较快。

【核心观点】昨日国债表现为大跌后的弱势震荡，各品种主力合约成交明显缩量。数据方面，10 月工业企业利润同比下降，1-10 月利润累计增速放缓。内需疲弱，企业盈利下降，经济基本面趋弱决定了利率在一定时间内仍需保持低位，维持中期观点，唯需等待政策信号。

【策略建议】中期多单继续持有，新多可逢低分批布局，向下拉开价格档位。

集运欧线：地缘缓和预期压制市场，现货疲软

【行情回顾】

昨日（11 月 27 日），集运指数（欧线）期货市场窄幅震荡。主力合约 EC2512 收盘于 16120 点，较前一交易日微跌 0.6%。远月合约波动不一，EC2602 合约收盘于 1387.7 点，EC2604 合约收盘于 1054.6 点。关注焦点集中于地缘政治局势的最新进展。

【信息整理】

当前市场多空因素交织，但利空压力边际增强：

利多因素：

1) 宏观经济显现韧性：1-10 月份全国规模以上工业企业利润总额同比增长 1.9%，累计增速连续三个月保持增长，基础原材料行业利润改善，或对后续贸易需求形成一定支撑。2) 贸易合作氛围缓和：中国贸促会将于 12 月初组织企业家代表团访问美国，涉及跨境贸易、物流运输等领域，释放积极信号。

利空因素：

1) 红海复航预期显著升温：俄罗斯总统普京确认美方代表团将于下周到访莫斯科，并就乌克兰问题谈判，地缘政治局势呈现缓和迹象，市场对船舶结束绕行、释放有效运力的预期增强。2) 供需宽松格局未变：尽管有微观挺价动作，但航线整体供过于求的基本面尚未见到根本性转变。3) 现货跟涨动力不足：最新现货指数涨幅能否持续仍需观察实际货量支撑。

【交易研判】

集运欧线期货短期预计震荡偏弱，地缘政治预期主导市场情绪。

操作策略：

12 合约观望，02,04 合约反弹逢高空

【风险提示】：

1) 警惕红海复航谈判进程超预期对运价的冲击。2) 关注 12 月初船公司实际运价执行情况及现货货量数据。3) 注意宏观经济数据对贸易需求的远期影响。

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

大宗商品早评

有色早评

贵金属：铂钯冲高回落 金银维持震荡

【行情回顾】周四贵金属整体震荡，铂钯在广期所首个上市日高开并冲高回落后最终仍录得一定涨幅。消息面，周四晚间，普京证实美代表团将访莫斯科，俄乌和谈曙光推升市场风险偏好。最终 COMEX 黄金 2602 合约收 4189.6 美元/盎司，-0.3%；美白银 2603 合约收于 53.825 美元/盎司，+0.41%。SHFE 黄金 2602 主力合约收 947.16 元/克，+0.14%；SHFE 白银 2602 合约收 12525 元/千克，+3.35%。最终广期所 PT 铂 2606、2608、2610 合约分别收于 430.3 元/克、430.55 元/克、431.95 元/克，相较于广期所 405 元/克挂牌价涨幅分别为 +6.25%、+6.31%、+6.65%。广期所 PD 钯 2606、2608、2610 合约分别收于 370.60 元/克、368.60 元/克、370.15 元/克，相较于广期所 365 元/克的挂牌价涨幅分别为 +1.53%、+0.99%、+1.41%。NYMEX 铂 2601 合约收 1627.0 美元/盎司，+2.57%；NYMEX 钯 2603 合约收 1476.5 美元/盎司，+0.79%。

【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 13.1%，降息 25 个基点的概率为 86.9%；美联储 1 月 29 日维持利率不变概率 9.6%，累计降息 25 个基点的概率为 67.3%，累计降息 50 个基点的概率 23.1%；美联储 3 月 19 日维持利率不变概率 6.4%，累计降息 25 个基点的概率为 48%，累计降息 50 个基点的概率 37.9%，累计降息 75 个基点的概率 7.7%。长线基金看，SPDR 黄金 ETF 持仓维持在 1045.43 吨；iShares 白银 ETF 持仓维持在 15583.3 吨；全球铂 ETF 增 0.0052 吨至 96.5686 吨；全球钯 ETF 减 0.0001 吨至 32.9165 吨。库存方面，SHFE 黄金库存维持在 9.04 吨，SHFE 银库存日增 15.8 吨至 547 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。周四周五为美国感恩节假期，预计成交缩量价格维持震荡。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，操作上建议逢低布多铂金。

铜：关注 INE 铜价大涨

【盘面回顾】 隔夜 Comex 铜收于 5.16 美元/磅，涨 0.08%；LME 铜收于 10930 美元/吨，跌 0.21%；沪铜主力收于 87000 元/吨，涨 0.02%；国际铜收于 78930 元/吨，涨 1.52%。主力收盘后基差为 70 元/吨，较上一交易日跌 30 元/吨，基差率为 0.08%。

沪伦比 27 日为 7.94，26 日 7.99，跨境比值继续回落。

【产业信息】 1、27 日，上期所铜期货注册仓单 35873 吨，较前一日减少 3952 吨；21 日，上期所铜库存 110603 吨，较前一日增加 1196 吨；27 日，LME 铜库存 157175 吨，较前一日增加 675 吨；LME 铜注册仓单 151100 吨，较前一日增加 650 吨，注销仓单 6075 吨。26 日，COMEX 铜库存 417666 吨，较 25 日增加 1786 吨。

2、11 月 27 日国内市场电解铜现货库存 17.16 万吨，较 20 日降 2.05 万吨，较 24 日降 0.53 万吨；上海库存 11.38 万吨，较 20 日降 1.15 万吨，较 24 日降 0.40 万吨；广东库存 1.36 万吨，较 20 日降 0.37 万吨，较 24 日降 0.11 万吨；江苏库存 4.07 万吨，较 20 日降 0.50 万吨，较 24 日增 0.05 万吨。

3、国际铜研究小组 (ICSG) 秘书长 Paul White 11 月 27 日在 2025 年亚洲世界铜业大会上称，全球铜市 2026 年将转为供应短缺 15 万吨。他同时表示，全球铜矿产量预计在 2026 年增长 2.3%，而全球表观精炼铜使用量预计在未来一年增长 2.1%。White 称，预计 2026 年铜产量增速将放缓至 0.9%，而 2025 年增速预期为 3.4%。上述数据均与该行业组织 10 月声明中的前期预测相符。

【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：震荡整理

【盘面回顾】 上一交易日，沪铝主力收于 21500 元/吨，环比+0.26%，成交量为 15 万手，持仓 26 万手，伦铝收于 2831.5 美元/吨，环比-1.13%；氧化铝收于 2724 元/吨，环比+0.15%，成交量为 22 万手，持仓 36 万手；铸造铝合金收于 20680 元/吨，环比+0%，成交量为 4744 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，沪铝预计高位震荡，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：基本面支撑不足

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 22415 元/吨。其中成交量为 11.46 万手，持仓 10.17 万手。现货端，0# 锌锭均价为 22450 元/吨，1# 锌锭均价为 22380 元/吨。

【产业表现】今日暂无

【核心逻辑】上一交易日，锌价夜盘受伦锌带动高开，后因伦锌累库回落。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。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：宽幅震荡延续，基本面改善有限

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 116900 元/吨，下跌 0.53%。不锈钢主力合约日盘收于 12410 元/吨，下跌 0.28%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 121300 元/吨，升水为 4650 元/吨。SMM 电解镍为 119000 元/吨。进口镍均价调整至 117050 元/吨。电池级硫酸镍均价为 27820 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 7354.55 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.1%。8-12% 高镍生铁出厂价为 884 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】

沪镍不锈钢日内维持宽幅震荡走势，基本面无明显改善，前期补空动作有所放缓。镍矿方面整体价格较稳，整体按照订单发运，无明显波动。新能源方面目前跟随镍价有一定下调，目前价格位置纯镍生产硫酸镍利润空间打开，纯镍溢价在 7000-10000 区间可覆盖加工费且有利润，部分企业有一定转产趋势。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。不锈钢方面日内震荡，欧盟再填熔铸地新规影响出口预期，不锈钢是否有重回高位力度还需关注中长期出口渠道是否稳定且增长。目前淡季需求较差，关注印尼方面政策提振预期。

锡：日内偏强运行，夜盘部分多头止盈

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 30.22 万元每吨；成交 23.13 万手；持仓 9.56 万手。现货方面，SMM 1# 锡价 301800 元每吨。

【相关资讯】今日暂无

【核心逻辑】上一交易日，锡价偏强运行，加权合约增加 13000 余张，大幅拉高价格。夜盘持仓减少两千余张，部分多头止盈回吐下压价格。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。刚果金短期暂未影响到 Bisie 矿，但可以预见的是物流成本加大。短期强支撑在 28.8 万元附近，弱支撑 29.2 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:去库放缓，注意回调风险

【行情回顾】周四碳酸锂期货主力合约收于 95820 元/吨，日环比-0.54%。成交量 74.14 万手，日环比-8.49%；持仓量 50.78 万手，日环比+2.98 万手。碳酸锂 LC2603-LC2605 月差为 contango 结构，日环比+160 元/吨。仓单数量总计 26781 手，日环比-269 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 1126 美元/吨，日环比+1.17%。锂盐市场报价走强，电池级碳酸锂报价 93300 元/吨；电池级氢氧化锂报价 81730 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+0.30%，三元材料报价变动+0.24%；六氟磷酸铁锂报价变动+1.53%，电解液报价变动+2.52%。

【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，视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，但中长期供需紧平衡格局未发生根本性改变，建议把握回调后的逢低布局机会，中长期投资者可在 8.3-8.5 万元/吨区间逐步建仓，设置合理止损以博弈价格修复行情。

工业硅&多晶硅:注意回调风险

【行情回顾】周四工业硅期货主力合约收于 9115 元/吨，日环比变动+1.05%。成交量约 32.35 万手（日环比变动-12.38%），持仓量约 23.76 万手（日环比变动-2.28 万手）。SI2601-SI2605 月差为 back 结构，日环比变动-5 元/吨。仓单数量 39555 手，日环比变动-870 手。多晶硅期货主力合约收于 55235 元/吨，日环比变动-1.18%。成交量 32.40 万手（日环比变动-1.89%），持仓量 14.15 万手（日环比变动-0.14 万手），PS2601-PS2605 月差为 back 结构，日环比变动-470 元/吨；仓单数量 7290 手，日环比变动+20 手。

【产业表现】工业硅产业链现货市场情绪一般。新疆 553#工业硅报价 8900 元/吨，日环比+0%；99#硅粉报价 10000 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一般。N 型多晶硅复投料 52.3 元/kg，日环比+0.10%；N 型硅片价格指数 1.19 元/片，日环比-1.00%；Topcon-183 电池片报价 0.285 元/瓦，日环比-1.04%；集中式 N 型 182 组件报价 0.67 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】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 16955 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16900 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，铅价日内偏弱震荡，夜盘多平 3000 手砸盘，但对价格影响较小。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】昨日成材价格震荡

【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。铁水上周环比下滑，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。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，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：铁水下降

【盘面信息】铁矿石价格偏强震荡，日盘收十字星。

【信息整理】1. 根据钢联，本期五大材产量上升，库存和需求下降；2. 本期铁水产量环比-1.6 万吨至 234.68 万吨；钢厂盈利率环比下降 2.6% 至 35%；3. 加拿大削减钢铁进口配额 对部分钢铁衍生品征收 25% 关税。11 月 27 日讯，加拿大总理卡尼在当地时间周三表示，加方将提供更多支持，帮助钢铁和木材行业应对美国关税，并创造国内市场。卡尼表示，加拿大将把从与加拿大没有自由贸易协定的国家进口钢铁的配额从 2024 年水平的 50% 削减至 20%。与加拿大有自由贸易协定的国家的配额将从 2024 年水平的 100% 降至 75%。这不包括受美加墨自由贸易协定约束的美国和墨西哥。加拿大还将对目标进口钢铁衍生品征收 25% 的全球关税，并采取边境措施打击钢铁倾销。从 2026 年初开始，加拿大将与铁路公司合作，将加拿大钢铁和木材在省际间转移的运费降低 50%。

【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：焦炭增产累库，等待提降开启

【盘面回顾】破三月来新低

【信息整理】

1. 11 月 24 日，国家发改委价格司组织召开价格无序竞争成本认定工作座谈会。国家发展改革委将会同有关部门持续推进相关工作，治理企业价格无序竞争，维护良好市场价格秩序，助力高质量发展。
2. 本周，五大钢材品种供应 855.71 吨，周环比增加 5.8 万吨，增幅 0.7%；总库存 1400.81 万吨，周环比降 32.29 万吨，降幅 2.25%；周消费量为 888 万吨，降 0.7%；其中建材消费环比降 0.3%，板材消费环比增 2.3%。
3. 国家发改委政策研究室副主任、新闻发言人李超 11 月 27 日在新闻发布会上表示，今年供暖季能源供需总体是平衡的，资源供应有保障。截至 11 月 26 日，全国统调电厂存煤超过 2.3 亿吨，可用天数约 35 天。
4. 摩根大通预计，美联储将于 2025 年 12 月降息 25 个基点（此前预测为不降息）。

【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：偏强运行

【盘面动态】LPG2601 盘面收于 4259 (-29)；CP M1 收于 495 美元/吨 (+0)。

【现货反馈】华东均价 4310 (+0)，山东均价 4450 (-10)，最便宜交割品价格 4330 (0)

【基本面】供应端，主营炼厂开工率 74.74% (-0.95%)；独立炼厂开工率 54.99% (+0.73%)，不含大炼化利用率为 50.95% (+0.81%)，国内液化气外卖量 51.54 万吨 (+0.95)，醚后碳四商品量 16.92 (-0.47)。需求端，PDH 本期开工率 69.82% (+0.18%)，检修延续导致。MTBE 端本期开工率 70.61% (+0.19%)，外销量依然处于高位。烷基化端开工率下降至 39.09 (-3.24%)。库存端，厂内库存 15.85 万吨 (-2.32)，港口库 295.38 万吨 (-3.8)，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、宏观及地缘的的多重影响，外盘丙烷整体偏震荡，近几日受到原油反弹影响走强，内盘 pg 相对保持强势。从本期基本面来看，供应端本期整体小幅增加，炼厂外放量因复产及部分企业外放增加而小幅抬升，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。需求端整体变动不大，PDH 端维持亏损状态，本期在海伟、巨正源继续检修背景下开工基本与上周齐平，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 盘面加工费维持 200-290 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 6395 (+30)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6200 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 当前尚未看到明确的上行驱动，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 6699 (-8)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6680 元/吨，华东现货价格为 6840 元/吨，华南现货价格为 6930 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：震荡整理

【盘面回顾】BZ2603 收于 5437 (-26)，EB2601 收于 6520 (-13)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5315 (-)，主力基差-122 (+26)。下午华东苯乙烯现货 6575 (-10)，主力基差 55 (+3)

【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（已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。市场传闻某大厂一季度存检修计划，供需

格局存改善预期。

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 2471 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，关注冬储政策

【盘面回顾】BU01 收于 3007 元/吨

【现货表现】11 月 27 日，国内沥青市场均价为 3328 元/吨，较上一日下跌 5 元/吨，跌幅 0.15%。山东华北地区需求逐渐减少，加之个别地炼试探性释放冬储资源，市场采购观望，今日贸易商下调出货价；华南市场赶工需求不明显，且市场低价资源较多，个别中石油船运价格预计下调；华东市场主力炼厂船运发货一般，库存水平略有攀升，不过社会库低价资源减少，炼厂以及社会库报价均持稳。

【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，同时冬储政策出台后，可关注 BU2603 多配机会。

橡胶&20号胶：震荡走强，关注压力位

【相关资讯】

- 1、国家统计局发布最新数据显示，10月份规模以上工业企业利润同比下降5.5%，1—10月份，全国规模以上工业企业实现利润总额59502.9亿元，同比增长1.9%。前10个月累计营收同比增长1.8%，相比前9个月累计增速2.9%出现了下滑。此外，上中下游制造业企业利润同比环比均回落，工业企业库存有所回升。
- 2、商务部：推进汽车流通消费改革试点，全链条扩大汽车消费。主要包括扩大二手车流通，拓展汽车改装、租赁、赛事、房车露营等汽车后市场，全链条扩大汽车消费。
- 3、据卓创资讯监测，本周山东轮胎企业全钢胎开工负荷为63.91%，较上周走高3.34个百分点，较去年同期走高3.98个百分点。本周国内轮胎企业半钢胎开工负荷为72.37%，较上周走低0.40个百分点，较去年同期走低6.33个百分点。
- 4、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）

【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，泰国南部遇严重洪涝灾害，原料供给或受阻，部分胶林和加工厂受灾，带来减产风险。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，新胶仓单目前余4万余吨且入库仍慢，浅色特别是全乳总库存去库但未给出短缺预期。上期所修定20号交割品标准，将引入其他替代交割品（如非洲、越南等），增大品种交割品的供应宽松预期。此外，近期国际油价偏弱，丁二烯供应偏宽松，使合成胶基本面承压，对天胶带来拖拽。前期全球风险资产明显回撤后有所企稳，美国降息预期超80%，宏观氛围有所回暖，叠加供应端担忧，胶价反弹触短期压力位。后市多空分歧下，橡胶系进一步上行压力仍大，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：供应扰动不断

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1176, 0.09%

【基本面信息】

截止到 2025 年 11 月 27 日, 本周国内纯碱厂家总库存 158.74 万吨, 较周一下降 2.83 万吨, 跌幅 1.75%。其中, 轻质纯碱 74.06 万吨, 环比下降 0.02 万吨, 重质纯碱 84.68 万吨, 环比下降 2.81 万吨。较上周四下降 5.70 万吨, 跌幅 3.47%。其中, 轻质纯碱 74.06 万吨, 环比减少 1.65 万吨; 重质纯碱 84.68 万吨, 环比减少 4.05 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 1041, 0.39%

【基本面信息】

截止到 20251127, 全国浮法玻璃样本企业总库存 6236.2 万重箱, 环比-94.1 万重箱, 环比-1.49%, 同比+27.23%。折库存天数 27.5 天, 较上期-0.2 天。

【南华观点】

预期外冷修开始增加, 供应传闻不断, 或影响市场预期。现货开始提涨, 关注产销持续性。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, 现货压力尚存。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 2238, 0.4%

【基本面信息】

华北山东地区液碱市场下行趋势不改, 今日山东淄博、东营、济宁地区液碱价格均有下行, 下调幅度在 10-20 元/吨, 其他地区液碱市场价格维持稳定, 但交易氛围依旧较弱, 且积极促进成交为主。河北地区液碱市场价格暂稳整理, 当前省内液碱供应情况稳定, 需求情况偏弱, 市场暂稳观望外围山东液碱市场价格变动。

【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: 高库存与弱需求对纸浆期价的压制仍在

【盘面回顾】: 昨日纸浆期货价格与胶版纸期货日盘价格如预期偏弱震荡。

【现货市场】:

纸浆市场主流价: 山东银星报价 5420-5430 元/吨 (-30/-50), 山东狮牌报价 5800 元/吨 (0), 华南银星报价 5420-50 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 28 日, 港口库存 217.2 万吨 (-0.1)。

【月差结构】: 纸浆: 12-01 反套可继续持有

【南华观点】 总体延续此前走势，近期浆企继续普降针叶浆价格，降幅为 20 至 100 元/吨，期价估值持续拉低。最新一周港口库存止升回落，减少 1 千吨，压力稍缓，但整体仍处于高位，对期价上限压制持续。下游纸企发布涨价函主要来源于成本端支撑，需求端好转有限，反而削弱短期纸浆需求。

对于胶版纸来说，现货价格相对维稳，但纸企再度集中调涨现货报价，给期价带来一定利好。但纸企调价主要是来源于成本端的压力，供需端仍相对偏弱，上方同样存在限制。纸浆与胶版纸短期预计维持震荡或震荡偏弱走势。

原木：市场交投清淡，震荡偏弱。

【盘面】 Ig2601 收盘于 765 (+0)，持仓 1.7 万手。Ig2603 收盘于 774.5 (-1.5)。

【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 Ig2601-P-725 的头寸，价格反弹，则可关注 Ig2601-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 Ig2601-C-800 头寸 4) 逢低卖出 Ig2601-P-725 头寸。

丙烯：受 pp 弱势压制

【盘面动态】 PL2601 盘面收于 5871 (+18), PL2603 盘面收于 5798 (-22); PP-PL01 价差 424 (+12), PP01-PL03 价差 497 (+52); PL01-03 月差 73 (+40)

【现货反馈】 山东均价 6050 (-25)，华东均价 5995 (-5)

【基本面数据】 供应端，丙烯产量 122.53 万吨 (+0.99)，开工率 74.12% (+0.6%)。主营炼厂开工率 74.74% (-0.95%); 独立炼厂开工率 54.99% (+0.73%)，不含大炼化利用率为 50.95% (+0.81%); 蒸汽裂解开工率 81.76% (-0.32%)，镇海复产导致; PDH 开工率 69.82% (+0.18%)，上周检修延续导致。MTO 开工率 89.93% (+0.28%)。需求端本周整体变动不大，PP 端，PP 粒料开工率 78.15% (-0.14%)，粉料开工 46.63% (+3.02%) ; 其他下游，辛醇端因蓝帆提负导致开工上行至 81%，但辛醇端目前利润状态仍不太好。

【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。基本面看，国内丙烯端整体依然维持宽松局面不变，本周供应端因镇海复产而小幅增加，需求端需求整体小幅下滑，因部分装置复产延迟现货市场维持小幅涨价。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）、俞俊臣（Z0021065）、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

油料：关注中国采购

【盘面回顾】外盘震荡整理，内盘资金驱动走强，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：油脂陷入宽幅震荡

【盘面回顾】美盘感恩节休市，马棕反弹上 4100，国内油脂进入宽幅震荡运行。

【供需分析】棕榈油：9 月棕榈油出口和产量均下滑，B50 计划缺乏进一步信息。高频数据显示马棕 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。

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，关注后续进展。

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】短期油脂延续震荡整理走势。

豆一：盘面止跌

【期货动态】周四，豆一盘面止跌，主力2601收复4100元关口，收于4106元/吨，成交与持仓量变化不大，注册仓单15645手；夜盘小幅走高，收于4115元/吨；

【现货报价】哈尔滨（一等，蛋白39%净粮上车价）：2.05元/斤，+0元/斤；绥化（蛋白39%毛粮主流价格）：1.9元/斤，+0元/斤；内蒙古阿荣旗（蛋白39%毛粮主流价格）：1.92-1.93元/斤，+0元/斤；

【国储收购】中储粮(呼伦贝尔)塔温敖宝分公司、中储粮(呼伦贝尔)红彦分公司、中储粮(呼伦贝尔)储备有限公司、中央储备粮拜泉直属库、北安直属库收购新季国产大豆，符合国标三等(含三等)以上标准国产大豆，净粮收购入库价格为1.85元/斤。蛋白含量(干基)≥39%的粮源，净粮收购入库价格为2.025元/斤；中央储备粮敦化直属库有限公司，符合国标三等(含三等)以上标准国产大豆，净粮收购入库价格为1.875元/斤。蛋白含量(干基)≥39%的粮源，净粮收购入库价格为2.025元/斤。

【市场分析】大豆现货价格维持高位偏僵持状态，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，市场略显僵持。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。期货盘面延续高位盘整，失去现货驱动及资金照拂后，成交水平下降，行情有所转淡；

【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；

棉花：关注压力区间

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉因感恩节假期休市一天。隔夜郑棉上涨超0.5%。

【外棉信息】10月孟加拉棉花进口约11.0万吨，环比减少27.5%，同比减少26.0%，是自2023年10月以来最小月度进口量。

【郑棉信息】截至2025年11月26日，全国新年度棉花公证检验量累计395.94万吨，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：重新回到5400

【期货动态】国际方面，ICE原糖期货周四因感恩节休市，伦敦白糖期货上涨0.6%。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5400-5510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 3282，日环比 +1.777%

【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#—二级主流参考价 3.5-4 元/斤，栖霞 80#—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 26 日，全国主产区苹果冷库库存量为 766.75 万吨，环比增加 6.41 万吨。山东产区库容比为 54.11%。陕西产区库容比为 58.44%。甘肃产区库容比为 63.18%。卓创数据显示，全国苹果库存 729.35 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 4.80-5.30 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 6.20-7.20 元/公斤，价格稳中趋弱。

【销区动态】昨日广东如意坊市场到货 4 车，早市成交一般；河北崔尔庄市场到货少量，参考新季特级 9.30-10.00 元/公斤，一级 8.30-9.20 元/公斤，价格小幅松动。

【库存动态】11 月 24 日郑商所红枣期货有效预报录得 952 张，尚未有新季仓单。据钢联统计，截至 11 月 27 日，36 家样本点物理库存 10848 吨，周环比增加 518 吨，同比增加 90.32%。

【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。