

## 金融期货早评

### 宏观：11 月制造业 PMI 小幅回升

【市场资讯】1) 中国 11 月官方制造业 PMI 环比回升至 49.2，高技术制造业 PMI 连续 10 个月位于临界点 50 以上，受高基数影响非制造业 PMI 小幅回落。2) 特朗普：将永久暂停来自“第三世界国家”的移民。特朗普证实与委内瑞拉总统马杜罗通过电话，称关闭委领空言论不意味着即将空袭，媒体称特朗普要求马杜罗直接下台。3) 美国“黑五”销售额同比增 4.1%，AI 流量暴增 600%，通胀和“K 型经济”仍是主题。4) 白宫经济顾问哈塞特：市场对今年底前选定美联储主席的消息反应积极，有关他是热门人选的报道是谣言；特朗普拒绝确认让哈塞特出任，自称知道要选谁。5) 美乌周日在美谈判，美国务卿称“富有成效”、必须与俄方磋商，俄在协议中发挥核心作用；特朗普称谈判进展顺利，俄乌和平协议“很有可能”达成，乌方面临“一些棘手的小问题”；俄总统新闻秘书：俄乌问题解决进程正在加快。周五乌克兰失去首席谈判代表，泽连斯基解除卷入腐败案的乌总统办公室主任职务。

【核心逻辑】国内方面，10 月份受上年同期基数抬高、财务费用增长较快等因素影响，规模以上工业企业利润同比下降 5.5%。当前工业企业利润增速受“量价双弱”格局拖累，边际回落特征显著，以价换量的经营模式仍在持续，营收利润率偏弱的态势未得到明显改善。展望短期，预计年内规模以上工业企业利润增速将持续面临较大压力，大概率维持弱势震荡格局。中长期来看，随着宏观托底政策逐步落地见效，叠加“反内卷”相关政策推动行业竞争格局优化，企业经营环境将逐步改善，2025 年工业企业盈利有望进入逐步修复通道。中国 11 月官方制造业 PMI 环比回升至 49.2，整体呈现边际改善趋势，但弱于季节性表现。海外方面，本周美元指数也是市场关注的重点，11 月以来，美元指数两度站上 100 点。回顾两轮突破 100 点的过程，我们认为其强势背后并非源于美国自身经济表现强劲或就业风险彻底消退，更多是受非美货币走弱、数据真空期就业担忧暂缓等外部因素驱动。展望后续走势，我们认为美元指数进一步上行空间相对有限，受到部分核心因素制约。因而，短期来看，美元指数或将维持高位震荡，而 11 月非农数据的公布及美联储主席候选人的确定，将进一步考验其韧性。

### 人民币汇率：警惕波动

【行情回顾】前一交易日，在岸人民币对美元 16:30 收盘报 7.0794，较上一交易日上涨 12 个基点，夜盘收报 7.0740。人民币对美元中间价报 7.0789，较上一交易日调贬 10 个基点。

【重要资讯】1) 日本内阁批准了 18.3 万亿日元（合 1170 亿美元）的额外预算，为自放松疫情限制以来规模最大的一轮刺激计划提供资金。日本财务省称，其中 11.7 万亿日元将由新债填补。为了反映这一变化，政府修改了本财年的债券发行计划。日本两年期和五年期国债发行分别增加了 3000 亿日元，国库券发行增加了 6.3 万亿日元。2) 国家外汇局公布，10 月，我国国际收支货物和服务贸易出口 3416 亿美元，进口 2625 亿美元，顺差 792 亿美元。6 月末，我国对外证券投资资产（不含储备资产）16942 亿美元，其中，股权类投资 10763 亿美元，债券类投资 6179 亿美元。

【核心观点及逻辑】展望后市，美元兑人民币即期汇率在年内将呈现贬值趋势（人民币相对于美元升值）与波动风险并存的复杂格局。一方面，支撑前期人民币强势升值的诸多因素，如美联储降息预期、中国经济基本面稳固、以及季节性结汇需求等，在短期内仍将持续发挥作用，为人民币汇率提供上行动力。市场普遍认为，人民币已进入一个“双向波动中的渐进升值通道”，在美联储降息预期和四季度传统结汇高峰的支撑下，年内美元兑人民币即期汇率有望向 7 的关口继续靠拢。然而，需要警惕的是，市场中充斥着各种未经证实的

消息，这些信息可能在短期内引发不必要的市场波动。例如，近期网传“鲍威尔将在 12 月 1 号紧急辞职”的消息就是一个典型案例：该消息仅来源于推特平台，没有任何主流媒体报道支持，实际上鲍威尔原定于一周在 Hoover Institution 上的发言是一场主题为“关于乔治·舒尔茨及其经济政策贡献的简短发言与讨论”的常规活动。值得注意的是，鲍威尔本人曾多次明确表示不会提前辞职。这类每月反复出现的鲍威尔辞职谣言，恰恰反映了市场对美联储政策动向的高度敏感。这类虚假信息虽无实质影响，但提醒我们一个重要事实：美联储的政策路径并非一成不变，市场情绪极易受到各种消息的干扰。虽然“鲍威尔辞职”这类极端情况发生的概率极低，但如果真的发生，将导致市场不确定性急剧上升。这种反应背后的逻辑在于：相对于降息与否的具体结果，市场更担忧货币政策和通胀前景的不确定性。此外，全球经济环境依然复杂多变，地缘政治风险、贸易摩擦等因素都可能对市场情绪造成冲击。从技术面来看，人民币短期内的快速升值也积累了一定的回调压力。因此，在判断汇率走势时，投资者需要具备辨别信息真伪的能力，避免被社交媒体上的虚假消息误导。综上，短期内人民币大概率将延续稳健偏强的运行态势，但升值速度可能会有所放缓，双向波动的特征将更加明显。中长期来看，随着中国经济的持续发展和人民币国际化的推进，人民币有望开启一个温和的升值通道，但过程不会一帆风顺。

【风险提示】海外政策超、全球经济环境、中美关系

## 股指：交投氛围低迷，预计延续震荡

【市场回顾】

上个交易日股指除上证 50 收跌外其余均收涨，中小盘股指相对偏强。从资金面来看，两市成交额回落 1239.97 亿元。期指方面，IH 缩量下跌，其余品种均缩量上涨。

【重要资讯】

1. 中国 11 月制造业 PMI 环比 10 月回升 0.2 个百分点，11 月非制造业商务活动指数为 49.5%，环比下 0.6 个百分点。
2. 特朗普：将永久暂停来自“第三世界国家”的移民。

【核心逻辑】

上周五股指开盘后先跌后涨，走出“V”型反转，后维持窄幅震荡至收盘，中小盘股指相对较强，两市成交额缩量至 1.5 万亿元左右。周末国内公布 11 月 PMI，制造业 PMI 环比小幅上升，非制造业 PMI 环比下降，两者均低于 50，基本面延续偏弱态势。目前市场仍在资金止盈压力与政策利好预期期间博弈，但由于消息面较平淡，缺乏新信号，上方压力与下方支撑都有所减弱，市场交投情绪降温，短期预计维持震荡，中长期由流动性宽松驱动估值修复的逻辑不变，因此操作上建议持仓观望为主。

【南华观点】短期预计震荡为主

## 国债：中期不悲观

【市场回顾】上周周中期债大幅下跌，T、TL 回补央行恢复购债带来的缺口，此后弱势反弹。月末资金面宽松，周五 DR001 在 1.30%附近。

【重要资讯】1. 中国 11 月官方制造业 PMI 升至 49.2，经济景气水平总体平稳。

【核心观点】上周下跌的主要原因是公募费率新规即将落地等传言。近期央行释放的政策信号有限，市场对年末政策宽松的预期不高，加上公募费率新规消息频传，导致市场交易情绪极度疲弱。合理预期如果新规落地导致市场抛压过大，大概率将有政策对冲，因此不必过于恐慌。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；11 月制造业 PMI 虽有所回升，但创下近年同期低点。经济基本面趋弱决定了利率在一定时间内仍需保持低位，中期不悲观，等待货币政策信号。

【策略建议】中期多单继续持有，上周低位建立的多单等待机会高抛，若市场继续下行则多单逢低拉开档位布局。

## 集运欧线：预期小幅修复，价格超跌反弹

现货市场承压于红海复航预期升温，但短期供需格局仍存支撑。

### 【行情回顾】

昨日（11月28日），集运指数（欧线）期货市场窄幅整理。主力合约 EC2512 收盘于 1631.1 点，较前一交易日微涨 1.1%。远月合约 EC2602 合约收盘于 1471.9 点，上涨 5.1%，EC2604 合约收盘于 1072 点。昨日反弹是红海复航预期，以及现货涨价不及预期的超跌修复。

### 【信息整理】

当前多空因素加速博弈，需关注边际变化：

利多因素：

1. 中国经济韧性显现：11月制造业 PMI 回升至 49.2%，新出口订单分项改善，暗示欧线货量需求短期有支撑。
2. 港口运营干扰持续：鹿特丹港罢工虽未在最新消息中提及，但欧洲供应链瓶颈问题尚未根本解决。
3. 成本端支撑增强：白银、铜等工业金属价格创历史新高，可能推高集装箱制造成本，间接支撑运价。

利空因素：

1. 红海复航预期强化：特朗普称俄乌和平协议“很有可能”达成，地缘政治缓和趋势降低船舶绕行概率，市场担忧隐性运力释放。
2. 供需宽松格局未变：OPEC+ 维持减产协议暗示全球需求疲软，欧线四季度运力过剩压力依然存在。
3. 现货提价可持续性存疑：船公司计划 11 月初推涨运价，但实际执行可能因货量不足而打折。

### 【交易研判】

集运欧线期货短期预计维持震荡偏弱格局，地缘政治动向成关键变量。

操作策略：

区间操作为主，目前 12 月船司宣涨落地情况不明朗，红海复航预期反复。存在高度不确定性。

### 【风险提示】

1. 警惕红海复航进程超预期加速导致运力过剩加剧。
2. 关注 12 月美联储议息会议对全球大宗商品需求预期的影响。
3. 现货货量验证不及预期或引发船公司新一轮运价竞争。

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：临近交割月 白银创新高

【盘面回顾】上周贵金属价格整体强势上涨，其中白银再创新高，一方面 12 月降息预期已经几乎板上钉钉，另一方面，白银现货市场强劲需求与低库存现实增加白银价格向上弹性。10 月份印度排灯节白银进口需求创年内月度新高达 1500 吨，仅次于 2023 年（2020 年至今）；iShares 白银 ETF 需求持续增加；11 月 7 日，美国将白银纳入关键矿产清单，在进口关税担忧下美国白银需求或提前释放；库存方面，中国和 COMEX 白银库存自 10 月中旬以来持续下降，以缓解 LBMA 市场白银现货挤兑，近期国内白银期货市场甚至出现罕见 BACK 结构，或反映现货市场的紧缺状态；此外，COMEX 白银 2512 月主力合约即将进入交割月，截至 11 月最后一个交易日，COMEX 白银 12 合约持仓量 9866 手，2412 合约在去年同期的持仓量为 8087 手，而去年 12 月时白银市场陷入一定期货交割引发的挤兑压力，因此加剧今年 12 月白银交割引发现货再度紧缺担忧。其他消息面，周五北京时间 10：40 左右，CME 因 CyrusOne 数据中心冷却故障导致交易暂停。

【资金与库存】长线基金持仓看，上周 SPDR 黄金 ETF 持仓周增 4.86 吨至 1045.4 吨；iShares 白银 ETF 持仓周增 352.63 吨至 15610.54 吨。随着美政府停摆结束，截至 10 月 14 日当周的 CFTC 报告补发结果显示，黄金非商业净多头寸减少 28040 张，主要因多头减持 22393 张；白银非商业净多头寸减少 3036 张，主要因空头增加 2409 张，多头亦减少 627 张。库存方面，COMEX 黄金库存周减 18 吨至 1130.8 吨，COMEX 白银库存周减 160 吨至 14207.2 吨；SHFE 黄金库存增加 0.45 吨至 90.87 吨，SHFE 白银库存周增 39.6 吨至 558.9 吨；上海金交所白银库存（截至 11 月 21 日当周）周减 58.83 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 ADP“小非农”，ISM 制造业与服务业 PMI，以及 PCE 数据等。事件方面，周二 09：00，美联储主席鲍威尔在一场纪念活动中发表讲话；23：00，美联储理事鲍曼在众议院委员会做证词陈述。周五 01：00，美联储理事鲍曼在众议院委员会做证词陈述。

【南华观点】从中长期维度看，央行购金以及投资需求增长前景（货币宽松前景、阶段性避险交易、以及对 AI 避险的配置需求）仍将助推贵金属价格重心继续上抬。短期看，低库存现实，以及需求短期释放可能性增加价格向上弹性，周内白银已经续刷新高，伦敦银在突破 55 关口后，目标位已进一步上抬至 65，第一阻力 60 整数关口；伦敦金阻力 4250，强阻力 4400，支撑 4000。

#### 铜：向上阻力变小，沪铜迎来突破

【盘面回顾】上周沪铜加权指数交易量环比回落 4.4%，沪铜加权指数持仓量环比回升 6.18%，市场投机度低位波动。1 月合约前 20 期货公司净多持仓量持续为负，周内环比降幅扩大，与上周不同的是，多空双方持仓均大幅增加，且空头增仓占优。

具体看，2601 合约位于 86734 附近上下波动，波动区间在【85670~87550】，周五收于 87430 元/吨，周内仓差 25865 手，周内涨 1.62%，振幅 2.19%。

上周外盘铜价强劲上涨，其中 LME 铜价突破，创新高；COMEX 铜价格也呈现阶段性突破。按涨跌幅强弱排序：COMEX 铜>LME 铜；按振幅排序：COMEX 铜>LME 铜。

LME 铜价主要位于【10743, 11210.5】区间波动，最后收于 11175.5 美元/吨，周内仓差 5525 手，环比上涨 3.65%，振幅 4.34%；COMEX 铜价主要位于【504.65, 530.95】区间波动，最后收于 527.8 美分/磅，周内仓差 29665 手，环比上涨 3.72%，振幅 5.17%。

【产业信息】1、截至 11 月 28 日，上期所铜注册仓单 35244 吨，环比回落 629 吨，上海铜库存 97930 吨，环比回落 12673 吨；LME 铜注册仓单 152850 吨，环比回升 1750 吨，LME 铜库存 159425 吨，环比回升 2250 吨；COMEX 铜库存 418727 吨，环比回升 1061 吨。2、中国政府近日宣布暂停总计约 200 万吨的新建精炼铜冶炼产能项目，引发全球金属市场高度关注。多位分析师与交易员在上海世界铜大会期间表示，此举对短期铜市场的影响有限，除非后续出台更严格的强制减产或总量控制措施，否则难以撼动当前紧张的全球铜精矿供需格局。业内普遍认为，此次暂停新冶炼厂项目，更多是向市场释放信号，表明政策层正在重视冶炼产能过度扩张的问题。

3、11 月中国电解铜产量环比增加 1.15 万吨，高于预期，主要是部分冶炼厂检修影响量低于预期，粗铜供应相对宽裕。11 月检修影响量实际值为 4.22 万吨，较预期值 4.8 万吨少 0.58 万吨。1-11 月累计产量同比增加 128.94 万吨，增幅为 11.76%。用铜精矿冶炼厂的开工率为 86.2%，环比上升 0.8 个百分点；使用废铜或者阳极铜为主的冶炼厂的开工率为 63.3%，环比无变化。

【南华观点】总体来讲，年末利多预期占据上风，价格有望继续突破。本周情绪上的影响可能来自于 PMI 数据和美国 ADP 就业人数变动，建议注意观察市场情绪。

【南华策略】1、1 月合约关注 87000 一线支撑，89000 一线压力。2、对于需要备货的下游企业，可以逢低买入期货套保。

风险点在于：美联储利率决议不及预期

## 铝产业链：宏观情绪回暖

【盘面回顾】上一交易日，沪铝主力收于 21610 元/吨，环比+0.32%，成交量为 13 万手，持仓 26 万手，伦铝收于 2865 美元/吨，环比+1.18%；氧化铝收于 2707 元/吨，环比-0.29%，成交量为 19 万手，持仓 36 万手；铸造铝合金收于 20800 元/吨，环比+0.1%，成交量为 3663 手，持仓 1 万手。

【核心观点】铝：本周沪铝震荡偏强主因宏观情绪改善和铜银带动。本周美联储放鸽，市场宏观情绪回暖，降息概率大幅上升至 80%以上，铝价震荡上涨。基本面方面，上周铝水比例小幅下降，同时随着铝价回调，下游采购积极性明显提升，高价压制去库不畅的格局有所缓解，社库去库，短期基本面矛盾不大。本周有色板块供应问题频发，白银库存见底，出现逼仓行情，铜矿长单报价连续超预期，行业传出减产意愿，二者的强势上涨带动沪铝在内整体有色板块上涨。总的来说，短期沪铝短期震荡偏强，重点关注降息预期。

氧化铝：氧化铝目前仍走在过剩逻辑的道路上。目前氧化铝国内产能维持高位，过剩明显，同时进口窗口打开，前期进口氧化铝于陆续到港，新疆地区库容基本满额，后续大量仓单将到期，大量仓单将加剧供需不平衡的状态，目前国内外现货价格无论是网价还是成交价均持续下跌，想要改善这种情况，需要检修企业达到一定量级。上周氧化铝在盘面价格已打到 2730 现金成本线后获得一定支撑，弱势震荡，但在仍无大批检修出现后，周五夜盘价格将突破现金成本继续下跌，后续或将维持弱势运行。

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：震荡偏强；氧化铝：偏弱运行；铸造铝合金：震荡偏强

## 锌：现实支撑，持续筑底

【盘面回顾】上一交易日，沪锌主力合约收盘价 22425 元/吨。其中成交量为 94156 手，持仓 10.15 万手。现货端，0#锌锭均价为 22370 元/吨，1#锌锭均价为 22300 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。宏观情绪有一定回暖，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 TC 再次大幅下降。基于这两个原因，冶炼端减产意愿上升，供给收缩。需求端逐渐步入淡季，北方季节性需求下降。出口和减产导致国内库存去库对沪铅形成支撑。LME 库存受中国出口和仓交影响，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：周内部分回调，基本面压力不改

【盘面回顾】

沪镍主力合约日盘收于 117080 元/吨，上涨 0.15%。不锈钢主力合约日盘收于 12365 元/吨，下跌 0.32%。

【行业表现】

现货市场方面，金川镍现货价格调整为 121900 元/吨，升水为 4750 元/吨。SMM 电解镍为 119500 元/吨。进口镍均价调整至 117550 元/吨。电池级硫酸镍均价为 277300 元/吨，硫酸镍较镍豆溢价为 6445.45 元/镍吨，镍豆生产硫酸镍利润为-0.8%。8-12%高镍生铁出厂价为 883 元/镍点，304 不锈钢冷轧卷利润率为-7.89%。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】

沪镍不锈钢周内维持宽幅震荡走势，周中集中补空有所回调，基本面无明显改善，整体节奏还是震荡偏弱为主。镍矿方面整体价格较稳，菲律宾矿整体按照订单发运，无明显波动；印尼前期有消息称新一年配额数量将明确缩减，但是暂无明确量级体现影响有限。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，纯镍较镍盐溢价为 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：下游对价格接受程度较差

【市场回顾】沪锡加权上一交易日报收在 30.51 万元每吨；成交 21.56 万手；持仓 9.96 万手。现货方面，SMM 1#锡价 300000 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，夜盘再次高开但上方有一定压力，并且部分多头止盈回吐。基本面上，短期内供给端原料问题解决难度较大且供给端扰动频繁，沪锡维持高位震荡。刚果金扰动短期暂未影响到 Bisie 矿，但可以预见的是物流成本加大。短期强支撑在 29.2 万元附近，弱支撑 29.5 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：博弈区间，等待驱动



【行情回顾】上周碳酸锂期货价格整体呈现宽幅态势。碳酸锂加权指数合约周五收盘价 95820 元/吨，周环比+4.75%；成交量约 84.14 万手，周环比-60.05%；持仓量约 107.07 万手，周环比+7.25 万手。仓单数量 26781 手，周环比-135 手。

【产业表现】锂矿：锂矿贸易商出货价格紧贴盘面，其中 SMM 澳矿 6%CIF 报价 1217.5 美元/吨，周环比+4.06%，非洲矿报价 1139 美元/吨，周环比+6.15%。供给端，碳酸锂报价周度变动+1.57%，氢氧化锂报价周度变动+0.98%；贸易商环节基差报价走弱。

需求：上周下游材料厂报价整体上涨，其中磷酸铁锂系报价变动+0.9%，三元材料系报价变动+0.28%，六氟磷酸锂报价变动+6.69%，电解液报价变动+9.12%。终端：电芯市场报价+0.85%。

【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，但中长期供需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:关注仓单与持仓量

【行情回顾】上周工业硅期货加权指数合约周五收盘价 9123 元/吨，周环比+1.95%；成交量 26.52 万手，周环比-39.69%，持仓量 38.14 万手，周环比-4.62 万手；工业硅 SI2601-SI2605 月差为 back 结构，周环比-5 元/吨；仓单数量 6596 手，周环比-3.57 万手。

上周多晶硅加权指数合约收于 55755 元/吨，周环比+5.79%；成交量 24.08 万手，周环比-47.43%，持仓量 26.08 万手，周环比+2.87 万手；多晶硅 PS2601-PS2605 月差为 back 结构，周环比-365 元/吨；仓单数量 1330 手，周环比-6170 手。

【产业表现】上周产业链现货市场表现一般。供给：工业硅市场报价周环比变动-1.00%，硅粉市场报价周度涨跌幅+0%。需求：三氯氢硅报价周环比+0%，有机硅市场报价周环比+0.76%；铝合金市场报价周环比+0%。

产量：工业硅产量环比变动+0.26%，原生铝合金开工率环比变动+0.67%，再生铝合金开工率环比变动+1.49%；有机硅产量环比变动+1.74%。库存：本周工业硅库存环比变动 0.2 万吨，原生铝合金库存环比变动-1.59%，再生铝合金库存环比变动-1.46%。

上周光伏产业现货市场表现一般。供给：本周原料端硅粉价格周环比变动+0%，N 型多晶硅复投料报价周环比+0%。需求：N 型硅片报价周环比-9%；Topcon-183 电池片报价周环比-3.39%；集中式 N 型 182 组件报价周环比+0.45%，分布式 N 型 182 组件报价周环比-0.15%。终端周度中标均价 0.74 元/瓦，周环比+2.78%。

产量：多晶硅产量环比变动-0.76%，硅片产量环比变动-5.95%。库存：多晶硅总库存环比变动+1.87%，硅片库存环比变动+4.17%，电池片库存环比变动+18.02%，组件库存环比变动-0.33%。

【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：下方有支撑

【盘面回顾】上一交易日，沪铅主力合约收于 17090 元/吨。现货端，1#铅锭均价为 16975 元/吨。

【产业表现】今日暂无。

【核心逻辑】上一交易日，铅价日内反弹。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。且冶炼端自铅价跌破 17000 后惜价出售，其成本对铅价有一定支撑。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。观察下方空间，预计 16900-17300 附近震荡，在 16700 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：利润改善，震荡偏强

【盘面回顾】上周钢材价格震荡偏强，一方面海外宏观情绪逐渐回暖，降息概率回升；另一方面国内 12 月份有一系列重要会议，市场预期可能会在稳地产、财政方面做出针对性部署，市场可能在提前炒作，提振了钢材的多头情绪。

【核心逻辑】上周五大材产量环比小幅增加，消费量环比小幅下降，但变化不大库存维持缓慢去库的趋势，供需平衡是在边际改善的，但目前高炉和电炉的利润是在边际好转，盘面利润也在边际改善，钢材减产的力度可能会逐渐减弱。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。上周钢铁企业盈利率继续下跌，为 35.06%，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。成本端铁矿近期较强，但随着上周到港量的增加，铁矿港口库存重新转为累库趋势，铁矿目前的估值相对较高，上涨的空间有限。前期螺纹利空因素正逐步兑现出清，高炉和电炉的利润是在边际好转，盘面利润也在边际改善，钢材底部支撑较强，基本面偏中性，但进入 12 月份，市场可能提前交易政策预期，钢材价格可能逐步震荡抬高价格重心。

【南华观点】综合来看整体成材下方受到原料成本的支撑，利润逐渐改善，市场可能提前交易市场预期，钢材价格震荡偏强。螺纹的运行区间可能在 3000-3300 之间，热卷的运行区间在 3200-3500 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：估值修复，维持高位震荡

【南华观点】短期铁矿石库存并未继续超季节性累库，基本面有所好转，焦煤连续跌价对铁矿石价格有支撑，叠加宏观风险偏好边际修复，铁矿石估值修复。目前铁矿石估值和基本面矛盾不大，价格或高位震荡。

需求端，铁水产量环比继续下降。铁水下降的主要原因在于高炉检修季节性增多。但目前焦煤价格跌幅较大，对钢厂利润有支撑作用，近期高炉利润显著回升，因此铁水产量难以大幅下降。此外钢厂铁矿石库存维持在季节性较低位置，冬储补库节点临近，钢厂疏港量维持在高位，铁矿石现货买盘有支撑。

钢材需求端，近期钢材基本面有所好转。螺纹钢产量偏低，需求尚可，库存走低。螺纹钢利润近期好转明显，因此钢厂有增产的空间。热卷供需双旺，产量边际上升，但库存走平，说明需求强劲。钢材出口有支撑。

估值端，焦煤-铁矿石价差继续缩小。焦煤价格连续下跌对铁矿石价格有显著抬升作用。近期内煤外煤都有供应增加的现实和预期，库存走高，因此短期价格或难以快速反转。关注焦煤止跌后对铁矿石价格的抑制作用。此外，铁矿石基差短期有所修复，估值修复。

宏观端，美联储两位理事鸽派发言，根据 polymarket12 月降息概率上升至 80%以上，市场风险偏好修复，股市反弹。

短期铁矿石库存并未继续超季节性累库，基本面有所好转，焦煤连续跌价对铁矿石价格有支撑，叠加宏观风险偏好边际修复，铁矿石估值修复。目前铁矿石估值和基本面矛盾不大，价格或高位震荡。操作上，多单考虑逢高止盈。

## 焦煤焦炭：首轮提降开始，利空逐步落地

【核心逻辑】供应方面，本周汾渭口径焦煤产量微增，钢联口径则小幅下降，查超产和环保检查的影响持续，预计 12 月国内矿山开工总体平稳，焦煤矿山大幅增产的可能性不大。进口端，甘其毛都口岸除 21 日与 26 日闭关外，通关车数维持在 1100-1400 车/日，且蒙 5 主焦煤占比已恢复常态。近期山西地区焦煤现货价格快速下跌，海煤价格优势减弱，进口利润收窄，预计后续海煤到港量将有所回落。整体来看，焦煤供应边际变化有限，但终端钢厂利润承压，铁水持续减产，焦煤供需转为小幅过剩。叠加焦企受提降预期影响，主动控制原料采购节奏，上游矿山库存压力渐显，短期煤价仍将承压。焦炭方面，因入炉煤成本下行，即期焦化利润修复，后续焦炭供应预计回升。随着焦企开工逐步恢复，焦炭或面临累库压力，后续需重点关注主流钢厂提降节奏，考虑到盘面已提前计价 4-5 轮提降，焦炭现货或面临 2 轮以上提降压力。

【策略建议】操作上，焦煤 01 合约因受交割仓单压制且已跌破关键支撑，短期空头趋势明确，前期高位空单可继续持有。而远月 05 合约则有望受益于未来的冬储补库及“十五五”规划预期，具备中长期多配价值，建议等待明确的企稳信号后再行布局。焦炭方面，当前主力合约价格已计入 4-5 轮提降，估值趋于合理，继续追空的风险收益比较低，不建议盲目参与下行行情。

## 硅铁&硅锰：震荡偏弱

【盘面回顾】上周铁合金继续震荡偏弱，硅铁主力合约环比-1.5%，硅铁总持仓量环比+10.26%；硅锰主力合约环比+0.11%，硅锰总持仓量环比-1.33%。

【核心逻辑】钢厂盈利率继续下滑，上周下跌到 35%，铁水产量受到钢厂盈利率的下跌和季节性规律，上周继续减产，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，硅锰企业上周库存继续累库，环比+1.3%，库存压力仍存；硅铁企业库存受到硅铁减产的影响，上周继续下降，环比-1.6%，库存压力边际好转。上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泫（Z0022723）、陈敏涛（Z0022731）、周甫翰（Z0020173）提供。

## 能化早评

### 原油：OPEC+明年 Q1 暂停增产

【盘面动态】ICE 布伦特原油期货主力合约结算价 62.38 美元/桶，周度+0.69%；NYMEX WTI 原油期货主力合约结算价 58.48 美元/桶，周度+0.86%。

【市场动态】1. 委内瑞拉向欧佩克抗议美方企图以武力控制其石油。当地时间 11 月 30 日，委内瑞拉副总统罗德里格斯在其社交媒体上表示，委内瑞拉向石油输出国组织秘书长及欧佩克、“欧佩克+”全体成员递交总统马杜罗签署的官方函件，指控美国试图以武力干预的方式控制委内瑞拉拥有的全球最大石油储量。2. 欧佩克+同意明年全集团保持产量稳定，八个主要产油国重申明年 Q1 暂停增产。11 月 30 日讯，欧佩克+在一份声明中表示，欧佩克+国家在周日的会议上同意维持 2026 年全集团范围内的石油产量配额不变，并同意建立一个评估成员国最大石油生产能力的机制。占世界石油产量一半的欧佩克+会议召开之际，美国正在努力促成俄乌和平协议，如果美国放松对俄罗斯的制裁，可能会令石油供应增加。根据另一份声明，此前于 2023 年 4 月和 11 月宣布额外自愿调整产量的八个欧佩克+国家，即沙特、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼，于今天举行了线上会议，评估全球市场状况和前景。这八个国家重申了他们在 2025 年 11 月 2 日的决定，即由于季节性原因，将暂停 2026 年 1 月、2 月和 3 月的增产。

【南华观点】上周原油盘面小幅波动，延续前期的震荡格局。一方面，市场关注持续围绕俄乌和平谈判进展展开，普京明确表示乌军撤出争议领土前战争不会停止，而泽连斯基团队遭遇办公厅主任辞职的人事变动，和平协议推进陷入僵局，叠加美国此前对俄能源企业的严格制裁给油价带来底部支撑；但另一方面，特朗普推动结束战争引发的制裁减免预期，让市场担忧俄罗斯原油出口可能增加，对油价形成潜在压制。此外，对于长期供应过剩担忧持续压制油价，全球经济不利因素与美国关税扰动令需求复苏乏力。近期亚洲贸易商预期沙特阿美将下调其运往亚洲的阿拉伯轻质原油官方售价的价差，进一步弱化对原油的支撑。整体来看，短期多空因素相互制衡，但中长期供应过剩压力未改，油价仍呈震荡下行趋势，后续需重点关注 OPEC + 政策落地及俄乌和谈实质性进展。

### LPG：成本抬升

【盘面动态】LPG2601 盘面收于 4412 (+153)；FEI M1 收于 537 美元/吨 (+20)，CP M1

收于 503 美元/吨 (+2)，MB M1 收于 356 美元/吨 (+11)

【现货反馈】华东均价 4323 (+13)，山东均价 4470 (+20)，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、宏观及地缘的多重影响，上周整体低位反弹，周末地缘问题再起。外盘丙烷上周同步反弹，12 月 CP 较 11 月上涨 20 美金至 49.5 美元/吨，整体符合预期。内盘 pg 相对一直保持强势。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。短期内盘 pg 估值偏高，但供需情况及外盘提供相对支撑。

### PTA-PX：调油炒作降温，考虑回调布多

【基本面情况】PX 供应端中化泉州 80w 本周停车，负荷降至 88.3% (-1.2%)，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；成本端近期石脑油走强，MX 走弱，PXN 走缩至 260 (-1.5)，PX-MX 走扩至 105.5 (+6)。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 重启，TA 负荷升至 73.7% (+1.6%)；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，持货意愿小幅回暖，社会库存小幅去化至 222 万吨 (-6)。效益方面，PTA 大量停车后静态平衡表 11-12 月转为去库，TA 现金流加工费本周修复至 184 (+25)，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，存量供应压制下加工费修复空间有限。

需求端，本周部分装置负荷波动，聚酯负荷上调至 91.5% (+0.2%)；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，目前逐渐高位回落，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，但预计持续性较短。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，目前预计提负概率不高。

【观点】近期芳烃调油炒作快速降温，MX 快速走弱再次扩张 PX 短流程效益。调油方面，汽油裂解价差高位小幅回落，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 静态供需 11-12 月保持良好，加工费得到阶段性修复。但 PTA 存量供应仍然较多，随加工费修复回归可能性将提升，加工费修复空间较为有限。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 盘面加工费维持 200-290 区间操作。

## MEG-瓶片：向下驱动减弱，逢高卖 call

【库存】华东港口库至 73.2 万吨，环比上期持平。

【装置】盛虹炼化一线 90w、红四方 30w 近期重启，中化泉州 50w 近期停车。

【基本面情况】

基本面方面，供应端本周整体以预期兑现为主，负荷油煤双升，总负荷升至 73.13% (+2.46%)；其中，乙烯制方面，盛虹炼化 90w 重启，中化泉州 50w 停车；煤制方面，红四方 30w 重启，煤制负荷升至 72.03% (+6.2%)；后续新装置巴斯夫 83w、畅亿 20w 计划投料试车，正达凯 60w 计划重启，盛虹炼化 100w 计划停车，关注兑现情况。效益方面，原料端油价走强，乙烯价格持稳，动力煤价格走弱，EG 现货价格低位反弹，各路线利润小幅修复，煤制边际利润修复至 -692 (+92)；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 价格小幅反弹，与乙烯链相关产品比价维持不佳，EO 相对 EG 经济性高位小幅回落，但减水剂价格低迷，EO 需求淡季，近期部分联产装置上调 EG 负荷；HDPE 相对 EG 经济性继续走强，相关装置若切换运行具备经济性，关注后续动态。库存方面，本周到港较少，周内港口发货不佳，下周一港口显性库存预计小幅去库 2 万吨左右。

需求端，本周部分装置负荷波动，聚酯负荷上调至 91.5% (+0.2%)；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，目前逐渐高位回落，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，但预计持续性较短。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，目前预计提负概率不高。

【观点】

总体来看，乙二醇需求端内需下滑但速度尚可，长丝效益与库存水平均表现健康，部分投产计划集中兑现，11 月目前已投 3 套装置共计 80 万吨产能，后续仍有 2 套长丝一套瓶片共计 90 万吨投产计划；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%附近。近期供应端装置意外较多，后续累库斜率有所缓和，本周初对进口和乙烯裂解降负的担忧炒作下，空头集中减仓带动价格低位反弹。目前来看，乙二醇向下驱动力度减弱，12 月累库预期修正至紧平衡，破位下跌难度加大；但中长期来看，一方面成本端动力煤趋势转弱，成本支撑预计将逐步减弱；另一方面，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，短期向下驱动减弱，做空思路可通过卖出看涨期权的形式来表达。

## 尿素：需求带动去库

【盘面动态】：周五尿素 01 收盘 1677

【现货反馈】：周末国内尿素行情坚挺上涨，涨幅 10-40 元/吨，主流区域中小颗粒价格参考 1540-1670 元/吨。储备需求、复合肥工厂及贸易商采购持续，国内尿素价格连续反弹，山东、河南、河北企业出厂价格普遍涨至 1600 元/吨以上，目前市场跟进有所放缓。短线行情坚挺，局部或有继续上探。

【库存】：2025 年 11 月 26 日，中国尿素生产企业产量 136.39 万吨，较上周减少 7.33 万吨，环比减少 5.10%。中国尿素港口样本库存量：10 万吨，环比持平。

【南华观点】：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。由于目前东北地区已经连续补库两周，复合肥工厂及贸易商追高意愿逐步减弱，但尿素显性库存连续去库，基本面对价格形成支撑。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。

## PP：成本端支撑偏强

【盘面动态】聚丙烯 2601 盘面收于 6409 (+114)。

【现货反馈】PP 拉丝华北现货价格为 6250 元/吨，华东现货价格为 6350 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 78.15% (-0.14%)。本周开工率变化不大，但下周巨正源、天津渤化等装置预计重启，PP 供应将有所回升。但是目前 PDH 装置利润仍处于年内低位，叠加丙烷价格近期走势偏强，后续不排除意外检修情况增多的可能。因此，对供应端整体仍保持谨慎乐观。需求端，本期下游平均开工率为 53.57% (+0.26%)。其中，BOPP 开工率为 62.6% (+0%)，CPP 开工率为 60.77% (-0.77%)，无纺布开工率为 42.25% (+0.58%)，塑编开工率为 44.24% (-0.14%)，改性 PP 开工率为 68.25 (+0.62%)。本周 PP 综合开工率有所回升，其中膜类和塑编开工率在“双十一”过后逐步走弱，而无纺布、管材和改性 PP 近期市场表现尚可，对 PP 需求形成一定支持。库存方面，PP 总库存环比下降 6.98%。上游库存中，两油库存环比下降 7.88%，煤化工库存下降 5.85%，地方炼厂库存下降 11.62%，PDH 库存下降 2.92%。中游库存中，贸易商库存环比下降 6.04%，港口库存下降 0.76%。

【观点】上周五聚烯烃盘面底部回升。一是在先前 PP 价格的不断下跌中，PDH 装置生产利润已经压至 -500 元/吨以下的年内低位，市场对装置停车的预期逐渐增强。二是粉料装置在利润快速下滑的环境中已出现较明显的负反馈，使得 PP 在极端的低估值之下，终呈现出反弹趋势。结合到当前 PP 的总体供需格局来看：供应端，目前 PP 的新装置投产已暂告一段落，加之对边际装置停车的预期增加，PP 供应预计减量；需求端，当前 PP 下游表现较为分化，膜类和塑编类产品需求有所回落，但管材、无纺布和改性 PP 需求尚可，对总体需求形成一定支撑。所以综合来说，PP 基本面存在边际改善的预期，带动盘面底部回升。但是从基差角度来看，目前现货市场情绪仍偏悲观，在周五盘面大幅回升的情况下，

现货价格跟涨乏力，基差明显走弱，这或将对 PP 盘面的回升形成一定拖累。因此，后续一方面需要关注 PDH 装置的开工状态，另一方面需持续关注 PP 基差变化。

## PE：自身驱动不足限制回升空间

【盘面动态】塑料 2601 盘面收于 6789 (+90)。

【现货反馈】LLDPE 华北现货价格为 6730 元/吨，华东现货价格为 6880 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 84.51% (+1.79%)。本周中英石化、镇海炼化等装置重启，开工率有所回升。由于年底的计划检修相对有限，开工率预计将进一步回升。需求端，本期 PE 下游平均开工率为 44.3% (-0.39%)。其中，农膜开工率为 49.09% (-0.87%)，包装膜开工率为 50.7% (-0.23%)，管材开工率为 31.83% (-0.17%)，注塑开工率为 50.05% (-0.2%)，中空开工率为 39.12% (-1.03%)，拉丝开工率为 34.12% (0%)。本周 PE 综合开工率下滑，农膜旺季已接近尾声，开工率由升转降，后续 PE 需求的增长空间将比较有限，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%，上游石化库存环比下降 9%，煤化工库存下降 12%；中游社会库存下降 3%。

【观点】当前 PE 的供需矛盾相对有限，其自身基本面驱动不强。首先在供应方面，PE 后续装置检修量预计将比较有限，叠加前期检修的装置陆续重启，开工率或将进一步回升，使得 PE 供应持续宽松。同时，在需求端，下游需求旺季目前已进入尾声，农膜开工率呈现由升转降的趋势，预计后续需求增量的空间比较有限。从库存角度来看，当前 LLDPE 社会库存虽维持去化趋势，但绝对水平依然偏高。在当前 PE 供增需减的格局之下，后续去库预期不强，LLDPE 供需压力依然偏大。上周五聚烯烃呈现触底反弹走势。但对比 PE 和 PP 来看，PE 在供增需减的格局之下，基本面所带来的支撑比较有限，导致其上涨动力并不充足。另外，从现货反应来看，虽然盘面大幅回升，但在市场弱预期之下，现货跟涨乏力，基差明显走弱。因此，预计本轮反弹过后，PE 仍将延续震荡。后续需重点关注现货端情况以及基差变化。

## 纯苯苯乙烯：装置检修扰动增加

【盘面回顾】BZ2603 收于 5479 (+42)，EB2601 收于 6566 (+46)

【现货反馈】下午华东纯苯现货 5355 (+40)，主力基差 -124 (-2)。下午华东苯乙烯现货 6600 (+25)，主力基差 34 (-21)

【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 27 日，中国苯乙烯工厂样本库存量为 19.04 万吨，较上一周期增加 0.23 万吨，环比增加 1.24%。

【南华观点】

本周纯苯供应小幅下滑，市场传闻 12 月山东一套歧化装置预计停车，华东某炼厂一套常减压计划一季度检修，由于该歧化装置目前已经是低负荷运行的状态，后续停车带来的实际供应减量较小，华东炼厂的检修带来的纯苯供应减量较为明显，然而这部分减量兑现时间较长，四季度供应仍将维持高位。需求端本周纯苯主力下游开工率涨跌互现，折算纯苯需求较上周基本持平。己内酰胺行业减产逐步兑现的同时新投产也在进行中，截止本周五，广西恒逸 60 万吨己内酰胺装置已投产，配套的 60 万吨 PA6 装置也已投产，综合来看行业联合减产兑现较慢。库存方面，近期纯苯到港船货较多，港口加速累库。纯苯总体呈现近弱远强格局。

苯乙烯方面，本周天津渤化计划外短停，供应略有减量。需求端 3S 折苯乙烯需求较上周基



本持平。苯乙烯出口商谈仍在进行中，关注出口端需求增量。12月三大白电排产数据更新，12月家用空调排产较上期数据继续下修，冰箱、洗衣机预期小幅改善，总体终端需求预期仍偏差。苯乙烯基本面与纯苯相反，呈现为近强远弱，加工差走扩。

## 燃料油：裂解疲软

【盘面回顾】截止到夜盘，FU01报2467升水新加坡01月纸货-0.6美元/吨

【产业表现】供给端：进入11月份，俄罗斯高硫出口+16万吨，伊朗高硫出口+41万吨，伊拉克-51万吨，墨西哥出口+5万吨，委内瑞拉-26万吨，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+51万吨，印度-35万吨，美国+25万吨，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3万吨，埃及进口13万吨，阿联酋进口12万吨，发电需求弱势。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】11月份俄罗斯因炼厂恢复，高硫燃料油出口开始增量，目前俄罗斯的出口流向开始向沙特和埃及倾斜，伊朗出口增加，主要流向阿联酋，目前供应紧张格局有所缓解，在需求方面，船用油需求中规中矩，但发电需求延续弱势，用料需求有所提振，过剩的货物最终涌向新加坡和中国，短期高硫裂解依然看跌。

## 低硫燃料油：裂解走弱

【盘面回顾】截止到夜盘，LU01报3018元/吨，升水新加坡1月纸货5美元/吨

【产业表现】供给端：进入11月份，科威特因发生火灾，到目前为止未见明显增量，丹格特RFCC预计12-1月份检修，马来西亚rapid炼厂预计12月初检修恢复。在出口方面，巴西低硫燃料油出口量-38万吨，西北欧-17万吨，科威特-51万吨，马来西亚出口+12万吨，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-3万吨，日韩进口+3万吨，新加坡+12万吨，香港+5万吨。

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，+19万桶；ARA-10万吨，舟山+6万吨

【核心逻辑】11月份受全球重质油贴水大跌的影响，Dar Blend原油贴水也大跌至-6.75美元/桶，11月份全球低硫的最大供应增量为马来西亚，11月份出口环比增加12万吨至55万吨，对盘面压制增大，Dar Blend贴水大降进一步压缩了低硫裂解，上周低硫裂解压制年内新低，11月份科威特Al-Zour炼厂发生火灾，11月无出口船期，尼日利亚出口小幅缩量，欧洲供应缩减，市场供应并不过剩，待Dar Blend贴水稳定，低硫裂解可能会出现触底反弹行情。

## 沥青：底部空间不大，关注冬储政策

【盘面回顾】BU01收于2996元/吨

【现货表现】11月28日，山东沥青市场均价为2990元/吨

【基本面情况】钢联口径供给端，山东开工率+4.1%至33.3%，华东开工率+7.7%至34.9%，中国沥青总的开工率+3%至27.8%。需求端，中国沥青出货量+1.65万吨至26.1万吨，山东出货-2.85万吨至7.75万吨；库存端，山东社会库存-1.6万吨至7.7万吨和山东炼厂库存-1.4万吨为14.3万吨，中国社会库存-2.4万吨至27.5万吨，中国企业库存-4.6万吨至37.4万吨。

【南华观点】上周现货端和盘面临近整数关口后有趋稳态势，但随着周四华东和华南部分

现货报价跌破 3000 元/吨，再次使得市场对冬储价格产生看跌预期，迫使周五山东报价下调。补充关于冬储的看法，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”。待冬储政策出台后，或许是 BU01 的估值锚点，由于近期沥青驱动并不强，故可用期权卖方进行策略表达。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复产，沥青总体供应增加。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。短期南方地区旺季翘尾更并没有超预期表现。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。由于成本端原油仍存地缘和谈扰动，因此沥青短期维持弱势震荡看待。

## 橡胶&20 号胶：偏强震荡

### 【相关资讯】

- 1、中国 11 月官方制造业 PMI 录得 49.2，前值 49；非制造业 PMI 转低为 49.5，拖累综合 PMI 下滑低于 50。
- 2、CME“美联储观察”数据显示：美联储 12 月降息 25 个基点的概率为 86.4%，维持利率不变的概率为 13.6%。美联储到明年 1 月累计降息 25 个基点的概率为 67.1%，维持利率不变的概率为 10%，累计降息 50 个基点的概率为 23%。
- 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，关注短线压力位。

## 玻纯&烧碱：关于供应预期变化

纯碱：

【盘面动态】纯碱 2601 合约昨日收于 1177，0.09%

【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。且玻璃冷修加速，纯碱刚需预期进一步走弱。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 1053，1.15%

【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】

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市场预期，不过近月 01 仍将跟随现实（交割逻辑），关键是湖北的现货预期，这取决于后续湖北产线的冷修程度。现实层面，随着近期冷修加速且日熔有进一步下滑预期，玻璃短期近端走强，现货提涨，但持续性有待观察。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，观察中游库存去化程度。

烧碱：

【盘面动态】烧碱 2601 合约昨日收于 2224，-0.63%

【基本面信息】

华北地区液碱市场价格局部有降，山东滨州地区液碱市场交易情况表现不佳，周边液碱价格低位，企业为保证出货，报价下调；山东其他地区液碱市场价格维持稳定。河北沧州地区受山东地区跌势影响，企业出货情况表现不佳，价格亦有下调。天津地区液碱市场表现稳定，厂家报价维稳整理。山西地区多关注下月氧化铝用碱价格，氧化铝企业开工积极性一般，对液碱多有压价心理。

【南华观点】

基本面支撑有限，需求端有进一步走弱预期；烧碱产量高位波动，供应压力持续；估值上，液氯价格中性，氯碱利润虽有下滑但处于中性位置。近端现货跌价中，补库刺激有限，虽然原料端整体偏强，但现实供需偏弱；氧化铝开工率虽然有所恢复，但整体价格承压，非铝需求同样有走弱预期。预计烧碱价格偏弱震荡。

## 纸浆-胶版纸：下跌趋势整体延续，注意短期期价反弹风险

【盘面回顾】：上周五纸浆期货价格与胶版纸期货日盘先偏弱震荡，午后大幅反弹。

【现货市场】：

纸浆市场主流价：山东银星报价 5400-5420 元/吨（-20/-10），山东狮牌报价 5800 元/吨



(0)，华南银星报价 5370-5400 元/吨（-50/-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 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 50 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：估值偏低，但难言修复

【盘面】lg2601 收盘于 765（-0），持仓 1.7 万手。

【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 11.21 日，全国库存量 303 万方（+8）。

【核心矛盾】

上周现货端依然在小幅下行。根据木联数据显示，太仓港 4 米小，6 米小 A 价格下行 10 元/方。岚山 5.9 米大 A 价格下行 10 元/方，其他规格价格平稳。盘面上看，主力合约弱势震荡，价格周度变化-0.46%。01-03 月差收于-11，弱势震荡。估值上看，最低仓单成本在 800 元/方附近水平，跟前一周基本持平。推测买方接货意愿上看在 760 元/方附近，上周盘面上也有所短暂触及。地产端看，二手房的成交量以及成交面积开始同比走弱，价格下行趋势未变，市场信心不见底。对于家具市场的需求存在抑制，从而影响大 A 材的价格。基本面数据上看，截止 11 月 21 日全国库存 303 万方(+8)，累库持续。日均出库量 6.44 万方/天（-0.12），小幅下滑。供需数据上未见改善。

策略上，目前 01 合约的绝对价格偏低，已经贴近了推测的买方接货意愿价格。但是需要注意的是，01 合约的估值相比马上结束的 lg2511 合约下移了 20 元/方左右。11 合约当时因为买方接货意愿低的问题，在进入交割月前绝对价格曾经向下严重偏离估值，该情况是否在 01 合约上继续发生值得思考。

【策略建议】

- 1) 反弹逢高可关注空头头寸建立的时机。
- 2) 若盘中价格非理性下跌，则可关注卖出 lg2601-P-725 的头寸。
- 3) 价格反弹，则可关注卖出 lg2601-C-800 头寸。
- 4) 01-03 可关注反套机会。

## 丙烯：成本支撑反弹

【盘面动态】PL2601 盘面收于 5997（+126），PL2603 盘面收于 5940（+142）；PP-PL01 价差 412（-12），PP01-PL03 价差 469（-28）；PL01-03 月差 57（-16）

【现货反馈】山东均价 6025（-25），周末山东价格下滑，华东均价 6000（+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, 周末地缘问题再起。随着原油的反弹, 外盘丙烷同步走强, pdh 成本抬升明显, 亏损进一步加大, 但短期依然没有更多的检修出来, 开工预期维持在 70% 左右。基本面上看, 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。需求端, pp 跟 pl 价差走弱, 但 pp 端依然维持高供应, pp 端整体供需压力依然存在, 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。整体而言, 虽然在成本大涨背景下盘面迎来反弹, 但整体基本面依然偏弱, 上涨空间预期有限。

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：旺季或有提振

【期货动态】LH2601 收于 11465 日环比-1.04%

【现货报价】全国生猪均价 11.33 (+0.13) 元/公斤, 其中河南 11.49 (+0.17) 元/公斤、四川 11.39 (+0.05) 元/公斤、湖南 11.08 (+0.15)、辽宁 11.2 (+0.1) 元/公斤、广东 11.96 (+0.34) 元/公斤。

【现货情况】

北方区域猪价震荡偏强。月末阶段, 部分集团企业出栏量有所减少, 猪价接连走高。社会猪源部分有惜售情绪, 价格稳中走强, 涨幅较集团稍弱。屠企宰量变动有限, 订单增幅较小。关注 12 月份出栏及宰量变动。

南方市场价格多数上涨, 月末阶段集团企业有出栏放缓动作, 供应稍有收紧。腌腊陆续启动但部分区域反馈气温仍有限制, 需求暂时没有大幅提振, 后续需继续关注腌腊状态。

【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】外盘震荡走强, 内盘同样跟随走强, 关注中美大豆采购进度。

【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继续回落, 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。但目前开启采购美豆窗口以储备形式为主, 对远月供应与定价存在不确定性。

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，但菜粕盘面却交易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，后续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，即目前中方对于美豆采购能否兑现在中美年度平衡表内。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，抛储增量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，做多时机需关注后续仓单变化情况。

【策略观点】临近期权到期，M2601 前期 3300 卖看涨备兑可开始减仓，菜粕 2550 以上备兑可持有。

## 油脂：短期宽幅震荡运行，关注产地天气

【盘面回顾】印尼发洪水，叠加 9 月产量下滑，外盘预计小幅反弹，国内油脂延续宽幅震荡运行。

【供需分析】棕榈油：印尼 9 月棕榈油出口和产量均下滑，加上有洪水现象发生，产地报价预计较为坚挺。高频数据显示马棕 11 月产量增加而出口下滑，供应压力持续。美国生物燃料政策提振有限，关注进一步信息。

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趋势性利好驱动，11 月马棕累库压力依然较大，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，但受印尼洪水影响或小幅反弹。

## 棉花：现货报价坚挺

【期货动态】洲际交易所（ICE）期棉小幅上涨，美元走软。上周五夜盘郑棉上涨近 0.5%。

【外棉信息】根据最新统计数据显示，2025 年 10 月越南纺织服装出口额达 31.79 亿美元，环比减少 2.49%，同比减少 1.03%；纱线出口量为 16.83 万吨，环比增加 3.19%，同比减少 2.96%；纱线进口量为 11.14 万吨，环比增加 4.58%，同比增加 3.21%；面料进口额为 12.81 亿美元，环比减少 1.88%，同比减少 2.65%。

【郑棉信息】截至 2025 年 11 月 27 日，全国新年度棉花公证检验量累计 404.89 万吨，近日疆棉平均日度公检量在 8 万吨左右，新棉不断上市，盘面套保压力仍存，但现货基差保持坚挺。近期下游工厂负荷维持稳定，其中家纺板块需求较好，纱线整体库存压力较小，纱厂纺纱利润良好，但纱线端走货好于坯布端，布厂成品呈小幅累库。

【南华观点】当前新棉加速上市，但下游存在韧性，在新棉最终产量未有超预期上调下，棉价下方空间有限，关注 13600-13800 附近套保压力突破情况。

## 白糖：关注原糖反弹力度

【期货动态】国际方面，ICE 原糖期货周五小幅上涨，市场关注供需前景。

周五夜盘，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 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：淘鸡进行时

【期货动态】主力合约 JD2601 收于 3282，日环比+1.77%

【现货情况】

全国鸡蛋市场需求有所回暖，市场走货速度尚可，贸易商拿货积极性恢复，前期积累的库存基本清空，前期悲观的情绪有所缓解。市场整体走货加快，淘鸡继续加速，全国总存栏量处于缓慢下跌去产能，蛋价周内低位反弹。短期来看，冷库蛋以及前期小码蛋的集中出货，虽然短期令市场承压，但长期来看利好春节期间蛋价上涨

【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】新赛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】上周五广东如意坊市场到货 3 车，早市成交一般；河北崔尔庄市场参考新季特级 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 1334 张，尚未有新季仓单。据钢联统计，截至 11 月 27 日，36 家样本点物理库存在 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，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，关注后续新枣定产情况。

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）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。