

广发早知道-汇总版

广发期货研究所

电 话：020-88818009

E-Mail: zhangxiaozhen@gf.com.cn

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

组长联系信息：

张晓珍（投资咨询资格：Z0003135）

电话：020- 88818009

邮箱：zhangxiaozhen@gf.com.cn

周敏波（投资咨询资格：Z0010559）

电话：020-81868743

邮箱：zhoumingbo@gf.com.cn

朱迪（投资咨询资格：Z0015979）

电话：020-88818008

邮箱：zhudi@gf.com.cn

陈尚宇（投资咨询资格：Z0022532）

电话：020- 88818018

邮箱：chenshangyu@gf.com.cn

目录：

金融衍生品：

金融期货：

股指期货、国债期货

贵金属：

黄金、白银

集运欧线

商品期货：

有色金属：

铜、氧化铝、铝、铝合金、锌、锡、镍、不锈钢、碳酸锂、工业硅、多晶硅

黑色金属：

钢材、铁矿石、焦煤、焦炭

农产品：

油脂、粕类、玉米、生猪、白糖、棉花、鸡蛋、红枣、苹果

能源化工：

PTA、乙二醇、苯乙烯、纯苯、短纤、瓶片、烧碱、PVC、LLDPE、PP、

甲醇、合成橡胶、橡胶、玻璃纯碱

[股指期货]

◆股指期货：A 股底部反弹，TMT 集体回暖

【市场情况】

周一，A 股市场早盘全部高开，日内一度转跌，午后蓄势上行。上证指数收涨 0.05%，报 3836.77 点。深成指涨 0.37%，创业板指涨 0.31%，沪深 300 跌 0.12%、上证 50 跌 0.18%，中证 500 涨 0.76%、中证 1000 涨 1.26%。个股涨多跌少，当日 4228 只上涨（79 涨停），1104 只下跌（34 跌停），108 持平。其中，金橙子、光云科技、久之洋涨幅居前，分别上涨 20.01%、20.0%、20.00%；而 N 大鹏、清水源、ST 合纵跌幅居前，各下挫 30.0%、18.42%、16.84%。

分行业板块看，TMT 板块回暖，上涨板块中，航天军工、互联网、文化传媒分别上涨 4.89%、4.76%、3.57%，人工智能概念活跃。高股息回调，下跌板块中，林木、石油天然气、燃气分别下跌 2.94%、2.01%、1.46%，锂矿主题下挫。

期指方面，四大期指主力合约随指数涨跌不一：IF2512、IH2512 分别收跌 0.13%、0.20%；IC2512、IM2512 分别收涨 0.55%、0.84%。四大期指主力合约基差贴水有所修复：IF2512 贴水 12.85 点，IH2512 贴水 6.16 点，IC2512 贴水 41.37 点，IM2512 贴水 61.21 点。

【消息面】

国内要闻方面，国家发改委发布《关于印发乡村振兴（和美乡村建设方向）中央预算内投资专项管理办法的通知》。本专项中央预算内投资采取定额补助方式。对于农村常住人口 30 万人及以上的县，安排中央预算内投资 8000 万元；农村常住人口 10-30 万人的县，安排中央预算内投资 6000 万元；农村常住人口 10 万人以下的县，安排中央预算内投资 4000 万元。其中，每个县安排乡村产业配套设施中央预算内投资不超过 3000 万元，每个行政村安排村庄基础设施中央预算内投资不超过 300 万元。

海外方面，美国与乌克兰代表在瑞士日内瓦就美方提出的“结束俄乌冲突 28 点计划”举行会谈，双方未就关键要素达成一致意见。乌克兰总统泽连斯基和法国、德国等欧洲国家领导人正寻求改写“28 点”新计划中大部分内容。法国总统马克龙和意大利总理梅洛尼可能会在本周前往美国华盛顿与美国总统特朗普会谈。

【资金面】

11 月 24 日，A 股市场交易环比缩量，合计成交额 1.73 万亿。北向资金当日成交额 2363.08 亿元。央行以固定利率、数量招标方式开展了 3387 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，当日 2830 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 557 亿元。

【操作建议】

国内股指韧性较强，整体上继续降波等待企稳。三季报发布后，A 股整体处于再定价调整中，短期常见阶段性回调及反弹，下方风险有限，市场持续缩量，整体弱势，推荐观望为主。

[国债期货]

◆国债期货：资金面继续转松，期债延续窄幅震荡

【市场表现】

国债期货收盘全线上涨，30 年期主力合约涨 0.15% 报 115.760 元，10 年期主力合约涨 0.06% 报 108.505 元，5 年期主力合约涨 0.03% 报 105.890 元，2 年期主力合约涨 0.01% 报 102.418 元。银行间主要利率债收益率涨跌不一，变动幅度均微弱。截至发稿，10 年期国开债“25 国开 15”收益率持平于 1.8740%，10 年期国债“25 附息国债 16”收益率持平于 1.8125%，30 年期国债“25 超长特别国债 06”收益率上行 0.05bp 报 2.1590%。5 年期国债“25 附息国债 20”收益率上行 0.3bp。

【资金面】

央行公告称，11 月 24 日以固定利率、数量招标方式开展了 3387 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，投标量 3387 亿元，中标量 3387 亿元。Wind 数据显示，当日 2830 亿元逆回购到期，据此计算，单

日净投放 557 亿元。银行间市场周一资金面宽松无虞，主要期限回购利率低位盘整，存款类机构隔夜回购利率小降并徘徊于 1.32% 附近。匿名点击 (X-repo) 系统上，隔夜报价亦仍在 1.3%，供给规模在千亿元左右；非银机构质押信用债融入隔夜资金，报价在 1.47%-1.48% 附近。资金面情绪暂时无忧，不过本周进入跨月周，资金面或仍有波动，关注央行周二 MLF 续做规模及后续逆回购投放力度。

【操作建议】

10 月以来由于央行重启国债买卖、基本面偏弱等因素带动期债出现了一波反弹。但是及至 11 月中旬，即便股市进入震荡调整期，债市也并未继续明显走强，背后原因或主要为市场对进一步宽松预期不强，难以形成做多主线逻辑，缺乏进一步驱动，同时当前债市赎回新规落地预期持续压制 30 年国债，导致这一段期限利差超预期走陡。短期债市处于箱体震荡阶段，10 年期国债活跃券 250016.IB 的波动区间可能仍在 1.8%-1.82%、30 年活跃券利率波动区间可能在 2.14%-2.17% 窄幅波动，T2512 波动区间或在 108.3-108.6。未来可能打破震荡的驱动因素或包括，赎回费新规落地、月底公布央行买债规模、11 月经济数据公布等。单边策略上建议区间操作。移仓策略，上周移仓加快，跨期价差加速下行符合预期，本周临近月末建议空头投资者可以适当加快移仓步伐。

[贵金属]

◆ 贵金属：美联储内部支持降息声音增加 贵金属应声走强

【市场回顾】

周一，美联储理事沃勒在福克斯商业频道表示：“我的担忧主要是劳动力市场，这关系到我们的双重使命。因此我主张在下次会议上降息。到了 1 月，你可能会看到更多采取逐次会议决定的方式。”“关税通胀影响没那么大，会是一次性的。”旧金山联储主席戴利在接受媒体采访时表示支持美联储在下月会议上降息，她警告称美国劳动力市场目前已足够脆弱，面临非线性变化的风险，相比之下，通胀大幅反弹的风险较低，因为关税推动的成本上涨已比今年早些时候预期的更为温和。

据美国经济分析局 (BEA)，受美国政府停摆影响，美国三季度 GDP 初值报告被取消，9 月 PCE 报告发布时间改至 12 月 5 日。

当地时间 11 月 24 日，欧盟理事会正式通过了欧盟 2026 年年度预算。欧盟理事会当天发布的公告称，该预算是与欧洲议会谈判达成的结果。公告表示，预算承诺总额为 1928 亿欧元。此次预算在当前欧盟多年期财政框架承诺的支出上限下，预留了 7.157 亿欧元作为缓冲资金，以应对不可预见的情况。

美国白宫发布联合声明称，美国与乌克兰代表团当天在瑞士日内瓦就美方提出的结束俄乌冲突“28 点”新计划举行会谈。声明形容双方磋商“建设性、聚焦且相互尊重”。声明称，此轮会谈“成效显著”，双方在对齐立场、明确下一步路径方面取得“有意义的进展”，并据此共同起草了一份更新后的和平框架文本。据新华社报道，俄罗斯总统助理乌沙科夫 24 日表示，俄方已了解欧洲就结束乌克兰危机所提出的和平方案，但该方案对俄方不具建设性，也不符合俄方利益。乌沙科夫表示，目前关于和平方案有很多猜测，俄罗斯只相信直接从美国方面获得的信息。他说，俄美领导人在美国阿拉斯加州会晤时讨论的和平方案，许多条款是俄方可以接受的。美方不久将同俄方联络，讨论和平方案的细节，但具体安排尚未确定。

隔夜，部分美联储官员在临近静默期之前仍发声，尽管缺乏经济数据的支持，但出于对就业市场的担忧和金融市场持续下跌的安抚，官员中支持降息声音的增加。目前 CME 预测 12 月降息 25 个 BP 的概率上升至 80%，金融市场包括风险资产和贵金属等应声走强。国际金价开盘整体围绕开盘价后早盘小幅回落至 4040 美元后拐头回升且美盘时段涨幅进一步扩大超过 1.5% 回到 4100 美元上方，收盘报 4134.63 美元/盎司，涨幅 1.72% 创“二连阳”；国际银价走势与黄金同步但由于 iShare ETF 增持超 250 吨叠加中美市场库存偏低驱动价格涨幅更大，收盘报 51.344 美元/盎司，涨幅 2.68%。

【后市展望】

关税和 AI 行业火热等影响使美国经济运行和就业市场持续结构性分化，美联储 12 月降息预期在官员缺少数据支持的情况下更加反复，同时流动性紧张也可能加剧金融市场波动。地缘政治、债券市场“爆雷”等风险事件频发，更多央行增持黄金，投资者重塑资产定价体系对金融属性强的商品货币的配置比例仍将上升，中长期驱动贵金属的牛市行情延续。未来，一方面在金银供应趋紧的情况下买盘力量仍存，另一方

面美联储官员态度分歧、美国经济数据的公布叠加流动性趋紧可能加剧市场短线波动。金价维持在 4000-4150 美元区间震荡，若突破阻力价格或进一步涨至 4200 美元上方。

白银方面，美国宏观经济和货币等政策预期对价格影响较为反复，工业制造业上白银实际需求则相对偏弱，但目前国内库存偏低对银价形成一定支撑。白银跟随黄金波动但振幅更大总体在 49 美元形成支撑，上方阻力位在 52.5 美元，短期若波动上升可轻仓试多。

【资金面】

近期贵金属行情呈现窄幅震荡整理并持续消化前期波动，黄金 ETF 变化不大但白银 ETF 单日大量流入超过 250 吨，可能加剧库存紧张问题。

[集运指数]

◆集运指数（欧线）：EC 主力震荡

【集运指数】

截至 11 月 24 日，SCFIS 欧线指数报 1639.37 点，环比上涨 20.7%；美西航线报 1107.85 点，环比下跌 10.5%。截至 11 月 21 日，SCFI 综合指数报 1393.56 点，环比下跌 4%；上海-欧洲运价下跌 3.5%至 1367 美元/TEU；上海-美西运价 1645 美元/FEU，下跌 10%；上海-美东运价 2384 美元/FEU，较上周涨 1%。

【基本面】

截至 11 月 20 号，全球集装箱总运力超过 3342 万 TEU，较上年同期增长 7.17%。需求方面，欧元区 10 月综合 PMI 为 52.2；美国 10 月制造业 PMI 指数 48.7，处于 50 枯荣线以下。10 月 OECD 领先指数 G7 集团录得 100.51。

【逻辑】

昨日期货盘面震荡，主力 02 合约收 1568.6 点，下跌 0.5%。由于现货端依旧较为偏冷，今日 EC02 合约震荡，但是盘后 SCFIS 欧线指数大幅上升，预计明日或存在一定上行可能性。

【操作建议】

短期震荡上行

[有色金属]

◆铜：降息预期摇摆，铜价窄幅震荡

【现货】截至 11 月 24 日，SMM 电解铜平均价 86235 元/吨，SMM 广东电解铜平均价 86270 元/吨，分别较上一工作日+420.00 元/吨、+415.00 元/吨；SMM 电解铜升贴水均价 85 元/吨，SMM 广东电解铜升贴水均价 125 元/吨，分别较上一工作日-5.00 元/吨、+30.00 元/吨。据 SMM，铜价重心下移刺激下游补货，下游逢低采购情绪抬升。

【宏观】①美国政府长时间的停摆可能导致不会发布 10 月失业率和消费者价格指数(CPI)报告，数据的缺失使得美联储在 12 月降息的决策上更加“畏手畏脚”，保持谨慎。②美联储内部对于 12 月是否降息仍存分歧，鹰派票委波士顿联储主席柯林斯直言进一步降息“门槛较高”，堪萨斯城联储主席杰夫·施密德表示，进一步降息带来的风险，可能会使高通胀更加根深蒂固，而不是有效支撑劳动力市场。

【供应】铜矿方面，铜精矿现货 TC 低位运行，截至 11 月 24 日，铜精矿现货 TC 报-42.35 美元/干吨，周环比 0.00 美元/干吨。精铜方面，10 月 SMM 中国电解铜产量环比下降 2.94 万吨，环比降幅 2.62%，同比增幅 9.63%，累计增幅为 11.96%，环比下降主要系 10 月有 8 家冶炼厂进行检修。此外，由于铜价大涨，精废价差走扩，部分炼厂表示阳极铜和废铜供应增加令产量增加。SMM 预计 11 月电解铜环比或下降 0.4 万吨，降幅 0.37%，同比增幅 8.21%。关注后续硫酸价格走势，若后市硫酸价格持续回落，冶炼厂或难以维持现金流利润，后续铜冶炼厂开工率或出现恶化。

【需求】加工方面，截至 11 月 20 日电解铜制杆周度开工率 70.07%，周环比+3.19 个百分点；11 月 20

日再生铜制杆周度开工率 21.74%，周环比-5.83 个百分点。相较于 2024 年铜价站上 80000 元后下游表现，本轮下游终端的负反馈程度相对温和，铜下游需求存在较强韧性：第一，铜价回调后，现货转为升水，这表明随着供应的逐步紧缺得到共识，下游对铜价的心理价位上限逐步上移；第二，随着铜价底部重心上移，下游虽有畏高情绪，但价格回落后仍有较多采购订单释放，加工端电解铜杆开工率环比连续 2 周上行。

【库存】LME 铜累库，国内社会库存去库，COMEX 铜累库：截至 11 月 21 日，LME 铜库存 15.58 万吨，日环比+0.07 万吨；截至 11 月 21 日，COMEX 铜库存 40.29 万吨，日环比+0.44 万吨；截至 11 月 21 日，上期所库存 11.06 万吨，周环比+0.12 万吨；截至 11 月 24 日，SMM 全国主流地区铜库存 18.06 万吨，周环比-1.32 万吨；截至 11 月 24 日，保税区库存 8.62 万吨，周环比+0.05 万吨。

【逻辑】降息预期摇摆，昨日铜价震荡运行。（1）宏观方面，短期交易驱动关注 12 月降息预期以及国内政治局会议，本周降息预期走弱后大类资产普遍下行，铜价表现亦偏弱，目前因美国政府关门导致的经济创伤及数据空缺使得后续降息预期暂不明朗，美联储内部关于 12 月降息的决策亦存在分歧，后续降息预期或仍将扰动铜价。（2）基本面方面，铜价回调后，下游采购表现转暖，现货转为升水结构且维持、加工端开工率连续 2 周环比上行，印证我们此前对于下游需求表现的观点：随着供应的逐步紧缺得到共识，下游对铜价的心理价位上限逐步上移。自由港公司预计 Grasberg Block Cave 地下矿将于 2026 年 Q2 陆续复产，短期铜矿供应紧缺格局不变，关注年末长单 TC 谈判及副产品价格走势，0 及以下的长单 TC 以及副产品价格走弱或引发市场对未来减产的担忧。展望后市，中长期的供需矛盾支撑铜价底部重心逐步上移，关注海外降息预期等宏观驱动。

【操作建议】主力参考 85500-86800

【短期观点】震荡

◆氧化铝：盘面低位震荡，全市场口径累库速率放缓

【现货】：11 月 24 日，SMM 山东氧化铝现货均价 2770 元/吨，环比持平；SMM 河南氧化铝现货均价 2860 元/吨，环比持平；SMM 山西氧化铝现货均价 2835 元/吨，环比持平；SMM 广西氧化铝现货均价 2910 元/吨，环比持平；SMM 贵州氧化铝现货均价 2935 元/吨，环比持平。短期供应格局逐步宽松，电解铝生产需求相对持稳，累库趋势维持，现货价格松动，南北价差有收缩趋势。

【供应】：据 SMM 统计，2025 年 10 月中国冶金级氧化铝产量环比增长 2.39%，同比增加 6.79%。截至 10 月底，中国冶金级氧化铝的建成产能为 11032 万吨左右，实际运行产能环比下跌 0.92%，开工率为 83.09%。虽然价格走低击穿大部分中小企业完全成本，但基于月均价核算企业仍保持盈利，故未出现规模性减产。展望 11 月，氧化铝市场预计延续供应过剩格局，现货价格将进一步向现金成本线靠拢，高成本企业或将通过减产检修缓解经营压力。在供应端有望收缩的背景下，当前过剩局面或将有所缓解。

【库存】：据 SMM 统计，11 月 20 日氧化铝港口库存 12.5 万吨，环比上周-1.5 万吨；氧化铝厂内库存 107 万吨，环比上月-4.3 万吨；电解铝厂内库存 330.92 万吨，环比上周+2.79 万吨；11 月 24 日氧化铝仓单总注册量 25.09 万吨，环比前一周-0.27 万吨。

【逻辑】：昨日氧化铝市场呈现低位震荡走势，近期期货主力合约在 2700-2850 元/吨的区间内运行，考验下方 2700 的支撑。供应端出现收缩迹象，行业亏损压力正迫使更多企业做出调整，部分高成本生产企业因持续亏损，运行承压已久，已有减产意愿，行业周度开工率下滑 0.78%至 80.4%。库存方面出现积极信号，周度全市场累库速率放缓，虽然国内总库存水平仍在不断创同期新高，但累库放缓叠加开工回落，表明市场最糟糕的过剩压力可能正在接近尾声。综合来看，当前市场价格已接近晋豫地区高成本产能的现金成本线，下方成本支撑显著增强，短期下行空间有限，预计后续将维持底部震荡走势，主力合约参考运行区间为 2700-2850 元/吨。市场能否走出反弹行情仍需观察现有企业的实际减产规模以及库存拐点。若高成本企业进一步加大减产力度，市场供需将得到更快修复。

【操作建议】：主力运行区间 2700-2850

【观点】：震荡偏弱

◆铝：强预期与弱现实对峙，铝价减仓回调

【现货】：11 月 24 日，SMM A00 铝现货均价 21360 元/吨，环比-20 元/吨，SMM A00 铝升贴水均价

0 元/吨，环比持平，价格高位回落后市场活跃度和实际成交明显增加。

【供应】：据 SMM 统计，2025 年 10 月，国内电解铝产量同比小幅增长 1.13%，环比增加 3.52%。传统旺季延续，电解铝企业铝水比例继续回升，当月铝水比例环比提升 1.4 个百分点至 77.7%。产能方面，国内电解铝建成产能和运行产能环比持平。展望 11 月，冬季环保限制或对部分企业开工产生影响，预计铝锭日均产量可能小幅回落。

【需求】：铝价高价制约下加工品周度开工分化，11 月 20 日当周，铝型材开工率 52.1%，周环比-0.5%；铝板带 66.4%，周环比+0.4%；铝箔开工率 70.4%，周环比-0.7%；铝线缆开工率 62.4%，周环比+0.4%。

【库存】：据 SMM 统计，11 月 24 日国内主流消费地电解铝锭库存 61.3 万吨，环比上周-3.3 万吨；11 月 20 日上海和广东保税区电解铝库存分别为 4.11、2.1 万吨，总计库存 6.21 万吨，环比上周-0.14 万吨。11 月 24 日，LME 铝库存 54.6 万吨，环比前一日-0.2 万吨。

【逻辑】：近期电解铝市场呈现高位减仓回调态势，宏观面与基本面多空交织。宏观面，国内内需稳步复苏、中美经贸关系持续缓和营造了利好氛围，且海外冰岛、莫桑比克等地因电力成本高企引发供应风险，但美联储降息预期降温削弱了金融属性支撑。国内基本面负反馈效应显著，铝水比例呈现下滑趋势，型材企业开工率周度降至 52.6%，反映高价对下游加工的抑制作用持续加剧，社会库存去化不畅。当前市场呈现强预期与弱现实格局，海外供应风险与国内需求疲软形成对峙，预计短期铝价将维持高位震荡，沪铝主力合约参考运行区间 21,100-21,700 元/吨，需重点关注海外货币政策动向及国内库存去化节奏。

【操作建议】：主力运行区间 21100-21700，盘面若继续减仓，短期仍有下行空间

【观点】：宽幅震荡

◆铝合金：盘面跟随铝价调整，废铝供应持续偏紧

【现货】：11 月 24 日，SMM 铝合金 ADC12 现货均价 21350 元/吨，环比持平；SMM 华东 ADC12 现货均价 21350 元/吨，环比持平；SMM 华南 ADC12 现货均价 21350 元/吨，环比持平。

【供应】：据 SMM 统计，10 月国内再生铝合金锭产量 64.5 万吨，环比减少 1.6 万吨，开工率环比减少 1.8 个百分点至 55.84%，从驱动因素看，由于贸易商大量订购套保，大品牌及交割品牌订单饱满开工率维持高位，但受生铝供应不足的影响，中小型铝厂面临原料采购困难被迫减停产应对。11 月废铝紧张环境预计难以缓解，预计再生铝合金行业开工率环比或维持小幅下降。

【需求】11 月仍处于传统汽车消费旺季，需求呈现温和修复，但终端领域的需求传导并不顺畅，尤其是占主导的汽车零配件领域表现偏弱，导致库存消化缓慢，一定程度上拖累了需求的实质性提升。另一方面，高企的铝价抑制了下游企业的采购意愿，导致大多企业均维持刚需备货。同时，部分需求在旺季前已被提前预支，也削弱了传统旺季的订单增量。

【库存】：据 SMM 统计，铝合金 11 月 20 日社会库存为 5.65 万吨，环比上周+0.1 万吨，宁波、江苏等地社库接近胀库。11 月 24 日铸造铝合金仓单总注册量 6.19 万吨，环比前一周增加 0.25 万吨。

【逻辑】：近期铸造铝合金市场整体呈现高位回调的态势，主力合约自 21300 元/吨的高位回落，下探至 20600 元/吨附近，现货价格随之走弱，周度下跌约 300 元/吨。成本端支撑依然显著，尽管废铝价格随整体铝价有所回落，但其供应持续偏紧的格局未变，华东地区多种型号的废铝原料出现缺货，部分贸易商捂货惜售，导致再生铝厂采购承压。供应端，行业整体受制于原料供应不足，产能释放受限。需求端，下游压铸企业对高价的接受度普遍不高，采购意愿受抑制，不过铝价回调也刺激了部分低库存企业进行逢低刚性补库。进口市场方面，本周进口即时亏损已扩大至接近 500 元/吨，进口窗口持续关闭，进口补充短期有限。综合来看，短期内 ADC12 价格预计将维持震荡格局，主力合约参考运行区间为 20300-20900 元/吨。后续需重点关注废铝供应的改善程度、下游采购节奏的变化以及库存去化的进程。

【操作建议】：主力参考 20300-20900 运行。可考虑在 650 以上的价差参与多 AD02 空 AL02 套利

【观点】：宽幅震荡

◆锌：供应减量预期给予支撑，锌价震荡运行

【现货】11 月 24 日，SMM 0#锌锭均价 22380 元/吨，环比-60 元/吨；SMM 0#锌锭广东均价 22320 元/吨，环比-60 元/吨。据 SMM，市场出货量增多，现货均价上浮继续下调，部分贸易商趁此有所收货，

下游继续逢低备货。

【供应】锌矿方面，截至 11 月 21 日，SMM 国产锌精矿周度加工费 2350 元/金属吨，周环比-250 元/金属吨；SMM 进口锌精矿周度加工费 73.05 美元/干吨，周环比-10.45 美元/干吨。锌产业链供应宽松逻辑基本兑现，TC 由升转降，精炼锌供应压力缓释。2025 年 1-3 季度，锌矿端逐步传导至精炼锌端：2025 年 1-8 月全球锌矿产量同比+7.71%，国内进口矿增长明显，1-10 月累计锌精矿进口量累计同比增加 36.59%，有效弥补了国内产量缺口；1-10 月中国精炼锌产量 568.63 万吨，累计同比增长 10.09%。但 9 月以来，冶炼厂对国产锌矿抢购持续，国产 TC 持续下行，并带动进口矿 TC 走跌，预计 11 月锌矿加工费或继续走低。TC 下行背景下，虽然硫酸和小金属价格维持高位，但冶炼厂利润空间压缩，生产压力加大，且 11 月冶炼厂检修增多，整体限制后续产量上行幅度，预计 11 月精炼锌产量环比或下降。目前精炼锌出口空间打开，供应端压力有限。

【需求】升贴水方面，截至 11 月 24 日，上海锌锭现货升贴水 30 元/吨，环比+5 元/吨，广东现货升贴水-35 元/吨，环比 0 元/吨。初级消费方面，截至 11 月 20 日，SMM 镀锌周度开工率 57.17%，周环比-0.42 个百分点；SMM 压铸合金周度开工率 51.02%，周环比+0.72 个百分点；SMM 氧化锌周度开工率 57.25%，周环比+0.94 个百分点。本周三大初级加工行业开工率基本稳定，锌价重心回落后，下游逢低备货，三大初级加工行业原料库存累库，成品库存开始出现小幅去库情况；终端需求未有超预期表现，1-8 月全球精炼锌消耗量同比增长仅 0.19%，国内需求强于海外，1-8 月中国精炼锌表观需求同比增长 6.26%。锌价外强内弱下，出口空间打开，精炼锌出口或对国内锌价有所提振。

【库存】国内社会库存去库，LME 库存累库：截至 11 月 24 日，SMM 七地锌锭周度库存 15.1 万吨，周环比-0.56 万吨；截至 11 月 24 日，LME 锌库存 4.74 万吨，环比+0.01 万吨。

【逻辑】基本面变化有限，昨日锌价震荡运行。供应宽松逻辑基本兑现，目前国产 TC 与进口矿 TC 均开始回落，冶炼利润被压缩，且 11 月冶炼厂检修增多，后续精炼锌产量上行幅度有限。目前精炼锌出口空间打开，供应端整体压力有限。需求端随着出口空间打开出现结构性改善，国内现货锌锭由贴水转为升水结构，社会库存持续去化，但下游终端需求基本维持稳定，未有显著超预期表现，三大初级加工行业开工率、原料及成品库存较为稳定。库存方面，LME 库存开始累库，挤仓风险略缓和，但 LME0-3 升贴水维持高位，需关注结构性风险。宏观方面，受美国政府停摆带来的经济创伤及数据缺失影响，美联储对 12 月降息的决策较为谨慎。展望后市，前期国内供应端的压力随着 TC 的下行以及出口空间的打开逐步缓和，短期下方空间有限，但基本面对沪锌持续上冲提供的弹性也有限，价格或仍以震荡为主。

【操作建议】主力参考 22200-22800

【短期观点】震荡

◆锡：供给侧延续紧张，强基本面下锡价高位震荡

【现货】11 月 24 日，SMM 1# 锡 293500 元/吨，环比上涨 2200 元/吨；现货升水 600 元/吨，环比不变。沪锡日内冲高回落，冶炼厂今日随盘调整出货价格，实际成交有限。贸易商方面入市报价意愿尚可，多反馈盘面拉涨，大部分下游接货意愿较低，仅少部分下游入市刚需接货，观望情绪较为浓厚，市场整体交投表现一般。

【供应】10 月份国内锡矿进口量为 1.16 万吨（折合约 5050 金属吨）环比 33.49%，同比-22.54%，较 9 月份上涨 1482 金属吨（9 月份折合 3568 金属吨）。1-10 月累计进口量为 10.3 万吨，累计同比-26.23%。根据海关总署数据，2025 年 10 月我国进口锡精矿实物量达 11632 吨，较上月小幅增长。自刚果（金）等国进口锡精矿量级有所回升，整体量级符合预期，仅为船期等运输因素影响。自缅甸进口锡矿量 10 月份小幅下滑，但随着采矿证审批通过，预计 11 月份会增长 2000 吨以上的量级。

10 月份锡锭进口量为 526 吨，整体进口量级仍处于低位，主因近几月内外盘价差较小，进口利润窗口暂时关闭，海外锡锭难以进口至国内，预计后续到港量级难以恢复至往期高峰。国内锡锭出口量保持：10 月锡锭出口量 1480 吨，环比-15.33，同比-4.58%。1-10 月累计出口量为 18098 吨，累计同比 31.23%，主要出口国仍为日本、韩国、荷兰等国。

【需求及库存】据 SMM 统计，10 月焊锡开工率 73.1%，月环比下降 1.7%，同比下降 2.5%，其中大型

焊料企业开工率 78.1%，环比下降 2.0%；中性焊料企业开工率 60.8%，月环比下降 1.2%；小型焊料厂开工率 64.2%，月环比不变。国内锡焊料企业开工率呈现小幅下滑态势，开工率回落主要受国庆长假的季节性因素影响，由于十月上旬假期导致工厂放假、生产时间缩短，直接制约了当月开工水平的提升。尽管部分企业在节后有一定补库行为，但整体生产节奏仍受到明显抑制。华南地区锡焊料企业表现出一定的韧性。传统旺季背景下部分下游电子消费及新能源相关订单支撑了开工率，使得该地区整体交投氛围优于华东。华南地区焊料企业虽也受到假期影响，但订单回落幅度相对有限，尤其在新能源汽车、光伏焊带相关的细分领域，需求保持稳定。华东地区，锡焊料企业开工率受到更明显的抑制，华东地区企业更多面向消费电子、白色家电等传统领域，而这些领域需求复苏依然缓慢，订单“旺季不旺”特征突出

截至 11 月 24 日，LME 库存 3085 吨，环比不变；上期所仓单 5884 吨，环比减少 22 吨，社会库存 7654 吨，环比增加 211 吨。

【逻辑】供应方面，现实锡矿供应维持紧张，冶炼厂加工费延续低位，1-10 月累计进口量为 10.3 万吨，累计同比-26.23%，缅甸地区 10 月进口量环比减少，考虑到缅甸征税方式改为实物税，预计年内锡矿供应改善幅度有限，供给侧维持强势。需求方面，华南地区锡焊料企业表现出一定的韧性，传统旺季背景下部分下游电子消费及新能源相关订单支撑了开工率，使得该地区整体交投氛围优于华东，尤其在新能源汽车、光伏焊带相关的细分领域，需求保持稳定。华东地区，锡焊料企业开工率受到更明显的抑制，华东地区企业更多面向消费电子、白色家电等传统领域，而这些领域需求复苏依然缓慢，订单“旺季不旺”特征突出。综上所述，短期宏观波动较大，但考虑基本面偏强，对锡价保持偏多思路，前期多单继续持有，后续关注宏观端变化以及缅甸供应恢复情况。

【操作建议】回调低多思路

【近期观点】宽幅震荡

◆镍：盘面低位向上修复，上游部分减产和低估值驱动

【现货】截至 11 月 24 日，SMM1#电解镍均价 117750 元/吨，日环比上涨 1050 元/吨。进口镍均价报 116000 元/吨，日环比上涨 1000 元/吨；进口现货升贴水 500 元/吨，日环比持平。受厂家减产影响，中伟、格林美都品牌精炼镍现货供应逐渐减少，华友镍板国内交仓增加，但近期镍价低迷之下市场难寻贴水现货。

【供应】产能扩张周期，精炼镍产量环比预计减少，但是产量整体仍处高位。10 月中国精炼镍产量 33345 吨，环比减少 9.38%。

【需求】电镀下游整体需求较为稳定，后期难有增长；合金需求仍占多数，军工和轮船等合金需求较好，企业逢低采购，“两会”强调国防支出中长期利好。不锈钢需求一般，社会库存降低较慢，钢厂利润改善供应压力或有增加，现货成交仍偏谨慎，目前不锈钢利润亏损持续，预计将对镍铁形成压制。硫酸镍方面，下游三元询单转好，旺季价格有支撑，但中期有新增产能投产，且需求端可持续性不高。

【库存】海内外库存持续高位，保税区库存持稳。截止 11 月 21 日，LME 镍库存 253950 吨，周环比增加 1860 吨；SMM 国内六地社会库存 52259 吨，周环比减少 855；保税区库存 2400 吨，周环比持平。

【逻辑】昨日沪镍盘面价格震荡上行，经历前期的震荡寻底估值位置比较偏低，上游陆续出现减产信号，市场情绪有所修复。宏观方面，市场普遍预期美联储本轮加息已结束，美元上行压力减缓，目前宏观情绪暂稳。产业层面，下游企业按需采购为主。各品牌精炼镍现货升贴水持稳为主。受厂家减产影响，中伟、格林美等品牌精炼镍现货供应逐渐减少，华友镍板国内交仓增加。镍矿市场暂稳，菲律宾北部矿山出货尚不稳定，近期矿山招标价稍有下跌；印尼 11 月（二期）内贸基准价走跌 0.12-0.2 美元/湿吨，主流内贸升水维持+26。镍铁价格持续承压，近期钢厂停止采购镍铁刺激镍铁价格进一步回落。不锈钢需求仍偏弱，钢厂在原料采购上多持谨慎态度，终端需求较为疲软；硫酸镍需求扩张叠加成本抬升，带动散单市场价格持续走高。海内外库存持续高位，保税区库存持稳。总体上，宏观暂稳基本面维持弱势，但上游减产以及估值低位之下盘面可能震荡修复，中期供给宽松仍制约价格上方空间。预计盘面震荡修复为主，主力参考 116000-120000，关注宏观预期变化和印尼产业政策消息。

【操作建议】主力参考 116000-120000

【短期观点】震荡修复

◆不锈钢：盘面持续偏弱震荡，原料持续承压需求不足

【现货】据 Mysteel，截至 11 月 24 日，无锡宏旺 304 冷轧价格 12700 元/吨，日环比持平；佛山宏旺 304 冷轧价格 12600 元/吨，日环比下跌 50 元/吨；基差 535 元/吨，日环比下跌 45 元/吨。

【原料】矿端维持稳为主，招标落地市场相对平静。菲律宾方面，北部 Eramen1.4%镍矿招标落地至 42 美元/湿吨、Benguet1.25%镍矿招标尚未有成交落地；印尼方面，11 月（二期）内贸基准价走跌 0.12-0.2 美元/湿吨，内贸升水方面，当前主流升水维持+26。镍铁价格区间继续下移，下游主流钢厂镍铁招标新低价下跌至 880 元/镍（舱底含税），铁厂生产积极性不高，对原料镍矿采购多观望心理。不锈钢低迷氛围间接影响铬铁市场走弱，铬铁供应压力加大，叠加铬矿价格走跌，原料成本支撑下滑。

【供应】据 Mysteel 统计 10 月国内 43 家不锈钢厂粗钢产量 351.38 万吨，月环比增加 8.71 万吨，增幅 2.54%，同比增加 6.8%；300 系 180 万吨，月环比增加 3.73 万吨，增幅 2.1%，同比增加 6.6%。11 月排产 45.51 万吨，月环比减少 1.67%，同比增加 4.1%；其中 300 系 178.7 万吨，月环比减少 0.7%，同比持平。受到四季度需求偏弱预期影响，近期几家钢厂联合减产保价，但多集中在 200 系钢厂，300 系产量仍维持高位，供应压力始终处于偏高水平。

【库存】社社会库存去化不畅，仓单维持趋势性回落。截至 11 月 21 日，无锡和佛山 300 系社会库存 49.29 万吨，周环比减少 0.44 万吨。11 月 24 日不锈钢期货库存 64382 吨，周环比减少 4907 吨。

【逻辑】昨日不锈钢盘面延续偏弱走势，现货市场库存消化速度仍有待提升，商家观望情绪逐渐升温。宏观方面暂稳，市场普遍预期美联储本轮加息已结束，美元上行压力减缓；国内中央财政增发 1 万亿元国债，并提前下达部分新增地方政府债务限额，提振明年春季基建投资力度预期。镍矿市场偏稳，菲律宾北部矿山出货尚不稳定，近期矿山招标价稍有下跌；印尼 11 月（二期）内贸基准价走跌 0.12-0.2 美元/湿吨，主流内贸升水维持+26。镍铁新增产线逐步达产叠加部分项目产量提升，市场过剩压力凸显，供方议价能力转弱，价格持续承压，成交价跌破 900 元/镍（到厂含税）。铬铁市场弱稳运行，不锈钢低迷氛围间接影响铬铁市场，铬铁供应压力加大，叠加铬矿价格走跌，原料成本支撑下滑。供应端仍有压力，钢厂联合减产保价但多集中在 200 系钢厂，300 系产量仍维持高位。需求淡季，下游采购普遍按需采购，大批量囤货意愿极低，社会库存去化不畅。总体上，政策驱动短期难有直接传导，成本支撑走弱，基本面结构未有明显好转，供应端钢厂排产和社库压力仍存，淡季需求疲软。短期盘面预计仍偏弱运行为主，主力运行区间参考 12200-12600，后续关注钢厂减产情况和镍铁价格。

【操作建议】主力参考 12200-12600

【短期观点】偏弱震荡

◆碳酸锂：盘面情绪降温，短期波动放大

【现货】截至 11 月 24 日，SMM 电池级碳酸锂现货均价 9.22 万元/吨，工业级碳酸锂均价 8.98 万元/吨，日环比均下跌 150 元/吨；电碳和工碳价差 2400 元/吨。SMM 电池级氢氧化锂均价 8.13 万元/吨，工业级氢氧化锂均价 7.58 万元/吨，日环比均持平。伴随期货盘面降温，昨日锂盐现货报价小幅下跌，贸易成交在周五后有改善但成交仍偏一般，下游观望心态居多。

【供应】根据 SMM，10 月产量 92260 吨，环比继续增加 5000 吨，同比增长 55%；其中，电池级碳酸锂产量 68360 吨，较上月增加 1120 吨，同比增加 67%；工业级碳酸锂产量 23900 吨，较上月增加 3880 吨，同比增加 27%。截至 11 月 20 日，SMM 碳酸锂周度产量 22130 吨，周环比增加 585 吨。近期供应端宁德复产预期逐步明确，上周产量数据增加，主要由锂辉石提锂增量带动，云母产量高位变化不大，盐湖项目陆续推进供给数据有一定增加，回收端整体持稳为主。

【需求】需求整体偏乐观，铁锂和三元排产预计继续环增。旺季新能源终端和重卡订单增量有所带动，储能订单火爆，多数材料企业维持高开工，部分铁锂企业新产能投产。目前材料排产预期仍比较乐观环比预计继续提升，关注 11 月后下游订单边际变化。根据 SMM，10 月碳酸锂需求量 126961 吨，较上月增加 10160 吨，同比增加 44.3%。9 月碳酸锂月度出口量 150.82 吨，较上月减少 218.09 吨。

【库存】根据 SMM，截至 11 月 20 日，样本周度库存总计 118420 吨，周内去库 2052 吨；冶炼厂库存 26104 吨，下游库存 44436 吨，其他环节库存 47880 吨。SMM 样 10 月总库存为 84234 吨，其中样本冶

炼厂库存为 30943 吨，样本下游库存为 53291 吨。上周全环节维持去库，降库量较上周减少，上游冶炼厂和下游环节库存持续减少，其他环节库存近期有所累积。

【逻辑】昨日碳酸锂盘面继续回落，日内基本维持偏弱午后跌幅有所放大，截至收盘主力合约 LC2601 下跌 2.88% 至 90480。消息面上，龙蟠科技公告与楚能新能源签署补充协议二，约定自 2025 年至 2030 年期间，卖方合计向买方销售 130 万吨磷酸铁锂正极材料产品。海南矿业在互动平台表示，公司 2 万吨电池级氢氧化锂项目正在进行碳化产线技改。近期基本面维持供需两旺，上周产量数据维持增加，主要由锂辉石提锂增量带动，云母产量变化不大，盐湖项目陆续推进供给数据有一定增加。下游需求持续乐观，材料环节普遍反馈订单饱满，社会库存维持去化，但也须关注 11 月后需求改善的持续性。周度社会库存数据维持去化，但去库幅度低于市场预期，近期贸易商隐性库存偏高也可能存在一定压力，仓单消化偏慢持稳为主。由于前期盘面对基本面定价相对充分，资金交易层面对中期的叙事仍有待逐步检验，目前新增驱动有限，资金炒作情绪明显弱化市场降温，预计短期盘面可能维持偏弱震荡调整，主力参考 8.6-9 万区间。

【操作建议】观望为主

【短期观点】偏弱震荡调整

◆多晶硅：多晶硅现货维稳，期价震荡为主

【现货价格】11 月 24 日，据 SMM 统计多晶硅 N 型复投料报价为 52.25 元/千克，小幅下跌 50 元/吨。N 型颗粒硅 50.5 元/千克，不变。据安泰科统计，本周多晶硅 n 型复投料成交价格区间为 4.9-5.5 万元/吨，成交均价为 5.32 万元/吨，环比持平。n 型颗粒硅成交价格区间为 5.0-5.1 万元/吨，成交均价为 5.05 万元/吨，环比持平。

【供应】据 SMM 统计 11 月西南地区大幅减产的背景下，预计国内多晶硅月度产量将回落至 12 万吨左右。据硅业分会，11 月国内多晶硅产量将降至 12 万吨以内。据传，新特准东 5 万吨多晶硅计划逐步复产，12 月或将释放 0.2-0.4 万吨，则 12 月产量有望在 12.3 万吨左右。

【需求】从需求角度来看，保持此前预期，下游需求环比下滑，各环节仍有累库预期。终端装机需求表现平平，电池片排产下降。硅片环节产量减少库存增加反应需求不佳，硅片周产量为 12.78GW，下降 0.34GW，库存为 18.72GW，环比增加 0.3GW。电池片虽然减产但价格依然承压下跌。

【库存】多晶硅库存上涨 0.4 万吨至 27.1 万吨。随着 11 月底集中注销临近，仓单持续下降，仓单减少 620 手至 7500 手，约 2.25 万吨。

【逻辑】多晶硅现货价格企稳，SMM 报价小幅下跌 50 元/吨，硅片价格下跌，但组件价格小幅上涨。多晶硅期货震荡为主，主力合约报收 53315 元/吨，下跌 45 元/吨。因需求不佳，下游硅片产品价格下跌及产量下降使得多晶硅期价在升水时承压。价差结构呈现近高远低的反向市场结构，或因随着 11 月集中交割临近，仓单逐步减少，9 月下旬后新增仓单较少。仓单进一步减少 230 手至 7270 手。目前依旧维持供需双降，各环节仍有累库预期，但现货支撑力度较强，维持价格高位区间震荡的预期，正向市场结构仍将保持。交易策略方面，期货端，50000 左右可试多；期权端 sell put 持有/获利平仓，若波动率降低可考虑买入跨式。一方面关注平台公司成立以及产量控制情况，另一方面关注需求端是否有订单增加支持。此外，关注 11 月合约集中注销后仓单的消化情况。

【操作建议】高位震荡，区间 50000-58000 元/吨

◆工业硅：工业硅现货下跌，期价震荡为主

【现货价格】11 月 24 日，据 SMM 统计，华东地区通氧 Si5530 工业硅市场均价 9500 元/吨，环比下跌 50 元/吨；Si4210 工业硅市场均价 9750 元/吨，环比下跌 50 元/吨；新疆 99 硅均价 8900 元/吨，环比下跌 100 元/吨。

【供应】11 月随着西南地区减产，工业硅产量有望回落至 40 万吨左右，降幅约 10%。四地区总产量为 5.64 万吨，产量环比下降 50 吨，同比下降 4500 吨。新疆产量趋稳，主要降幅来自四川地区的减产。

【需求】从需求角度来看，需求端仍不容乐观，多晶硅、有机硅产量均有下降预期，铝合金需求较好，10 月出口从 7 万吨大幅下降至 4.5 万吨。多晶硅方面，11 月产量预计降至 12 万吨左右甚至以下，降幅超 8%。有机硅企业 12 月有望联合减产，但 30% 是上限，减产幅度不及此前预期。但伴随有机硅联合

减产挺价的消息，DMC 及下游产品价格大幅上涨。铝合金开工较好，但价格下跌，预计对多晶硅需求有一定支撑。

【库存】工业硅期货仓单回落，但厂库库存、社会库存均小幅回升。工业硅期货仓单下降 2967 手至 42378 手，折合 21.19 万吨，社会库存共计 54.8 万吨，上涨 0.2 万吨，厂库库存上涨 0.52 万吨至 17.78 万吨。

【逻辑】工业硅现货下跌 50-100 元/吨，期货价格震荡为主，下跌 20 元/吨至 8940 元/吨，收十字星。供应端环比产量趋稳，新疆产量趋稳，主要降幅来自四川地区的减产。11 月随着西南地区减产，工业硅产量有望回落至 40 万吨左右。需求端仍不容乐观，多晶硅、有机硅产量均有下降预期，铝合金需求较好，10 月出口从 7 万吨大幅下降至 4.5 万吨。多晶硅方面，11 月产量预计降至 12 万吨左右甚至以下，降幅超 8%。有机硅企业 12 月有望联合减产，但 30% 是上限，减产幅度不及此前预期。依旧维持前期工业硅价格低位震荡的预期，11 月工业硅市场供需双降，供应降幅较大，但一是供应基数较大，二是仓单注销可补充现货市场供应，预计依旧有累库压力。预计主要价格波动区间或将在 8500-9500 元/吨。

【操作建议】价格震荡，区间 8500-9500 元/吨

[黑色金属]

◆钢材：表需修复，钢价有企稳预期

【现货】

盘面走强，现货跟涨，螺纹基差走弱，热卷基差走强。唐山钢坯+30 至 3050 元。上海螺纹+30 至 3060 元/吨，1 月合约基差-29 元/吨；热卷+20 至 3290 元/吨，基差 5 元/吨。

【成本和利润】

成本端，双焦回落较多，铁矿相对坚挺。但铁矿持续累库，焦煤库存偏低。中期看铁元素供应比碳元素供应宽松，经过前期下跌，目前焦煤贴水仓单，估值回落，成本继续下跌空间不大。钢厂利润低位有所修复，考虑淡季预计利润维持低位运行。目前利润从高到低依次是冷卷>钢坯>热轧>螺纹。

【供应】

1-10 月铁元素产量同比增幅 4.5%。近期铁水高位下滑趋势，但本期环比回升，铁水环比-0.6 万吨至 236.3 万吨。淡季和钢材高库存影响钢厂季节性减产，五大材产量跟随上周铁水回升而增产。环比+15.5 万吨至 850 万吨（表需 894 万吨）。其中螺纹产量+8 万吨 208 万吨，低于表需（230 万吨）。热卷产量环比+2.4 万吨至 316 万吨（表需 324 万吨）。本周产量增幅不如表需，去库较多。11 月产量整体低于 10 月，考虑今年过年晚，预计 12 月产量与 11 月持平预期。

【需求】

需求分结构看，内需预期依然偏弱；出口维持高位，价格低位对钢材出口有支撑。11 月（874 万吨）需求环比 10 月（866 万吨）回升。整体同比弱于去年（24 年 11 月 881 万吨）。本期表需低位回升，环比+33.6 万吨至 894 万吨。螺纹和热卷表需回升。其中螺纹表需+14.4 万吨至 230.8 万吨；热卷表需+10.8 万吨至 324.4 万吨。

【库存】

本周去库再次加速，五大材库存-44 万吨至 1433 万吨；其中螺纹-22.8 万吨至 553 万吨；热卷-8.4 万吨至 402 万吨；本周表需回升较多，产量低于表需，后期去库还将维持。

【观点】

昨日盘面走强，前期偏弱的双焦也有企稳迹象。周一钢银数据，螺纹和热卷维持较好去库。钢联样本上周表需回升较多，螺纹和热卷表需都回升至产量上方，去库较好。11 月份五大材表需平均落在 874 水平，同比虽有下降，但降幅不大。以当前表需和产量水平，去库可维持。但也需要关注本期表需是否是脉冲。铁水-0.6 至 236.3 万吨，产量易跌难涨。基于表需上修，11 月 874 万吨周表需下，库存压力不大，铁元素负反馈的必要性不大，预计钢价维持区间震荡走势，螺纹参考 3000-3200 区间，热卷波动参考 3250-3400 区间。

◆铁矿石：发运回升，到港回升，港存下降，铁水微降，铁矿震荡偏多运行。

【现货】

截至 11 月 24 日收盘，主流矿粉现货价格：日照港 PB 粉+3 元/吨至 793 元/吨，卡粉+3.0 元至 886.0 元/吨。

【期货】

以收盘价统计，铁矿主力合约+5.0 (+0.64%)，收于 790.5 元/吨，铁矿远月 2605 合约+7.5(+0.99%) 收于 763.5，1-5 价差走弱至 27，SGX 铁矿掉期价格+0.75 美元/吨 (+0.72%) 至 105 美元/吨。

【基差】

最优交割品为卡粉。卡粉、PB 粉、巴混粉和金布巴仓单成本分别为 806.6 元/吨、841.4 元/吨、857.8 元/吨和 840.3 元/吨。01 合约卡粉、PB 粉、巴混和金布巴基差分别是 16.1 元/吨、50.9 元/吨、67.3 元/吨和 49.8 元/吨。

【需求】

截至 11 月 24 日，日均铁水产量 236.3 万吨/日，环比-0.6 万吨/日；高炉开工率 82.19%，环比-0.62%；高炉炼铁产能利用率 88.58%，环比-0.22%；钢厂盈利率 37.66%，环比-1.30%；进口矿日耗 291.68 万吨/日，环比-0.95 万吨/日。

【供给】

截至 11 月 24 日，上周全球发运环比上升，到港量下降。全球发运 3516.4 万吨，周环比+477.4 万吨。45 港口到港量 2817.1 万吨，周环比+548.2 万吨。全国 10 月进口量 11130.9 万吨，月环比-500.6 万吨。

【库存】

截至 11 月 24 日，港口库存小幅去库，日均疏港量环比回升，钢厂进口矿库存环比下降。45 港库存 15054.65 万吨，环比-59.8 万吨；45 港日均疏港量 329.9 万吨/日，环比+2.9 万吨/日；钢厂进口矿库存 9001 万吨，环比-75 万吨。

【观点】

昨日铁矿期货高位偏强运行。供给端，上周铁矿石全球发运量环比回升，45 港到港量大幅回升。需求端，钢厂利润率小幅下滑，铁水量微降，钢厂补库需求有所提升。从五大材数据可以看到产量回升、库存继续季节性下降。表需大幅回升。库存方面，港口库存小幅下降，疏港量增加，钢厂权益矿库存下降。展望后市，本周铁水微降，钢厂库存矛盾有明显改善，以目前钢厂的利润率以及累库水平不足以引发负反馈。在没有新的宏观驱动情况下，预计铁矿石很难走出独立单边行情。盘面贴水下震荡偏多。

◆焦煤：产地煤价降价范围扩大，蒙煤价格回落，钢厂减产利空补库需求。

【期现】

截至 11 月 24 日收盘，焦煤期货震荡偏弱走势，夜盘低位震荡，以收盘价统计，焦煤主力 2601 合约下跌 6.5 (-0.59%) 至 1096.5，焦煤远月 2605 合约下跌 9.0 (-0.76%) 至 1179.5，1-5 价差走强至-83.0。S1.3 G75 山西主焦煤（介休）仓单 1380 元/吨，环比-40，基差+283.5 元/吨；S1.3 G75 主焦煤（蒙 5）沙河驿仓单 1223 元/吨（对标），环比持平，蒙 5 仓单基差+126.5 元/吨。焦煤期货大幅下跌，山西煤焦价格高位回落，蒙煤现货报价持续回落。

【供给】

截至 11 月 20 日，汾渭统计 88 家样本煤矿产能利用率 84.3%，环比-0.23%，原煤产量 851.45 万吨/周，周环比-2.36 万吨/周，原煤库存 155.81 万吨，周环比+13.6 万吨，精煤产量 433.84 万吨/周，周环比-1.82 万吨/周，精煤库存 97.99 万吨，周环比+10.41 万吨。

截至 11 月 19 日，钢联统计 523 矿样本煤矿产能利用率 86.9%，周环比+0.0%，原煤日产 193.4 万吨/日，周环比+1.5 万吨/日，原煤库存 434.5 万吨，周环比-0.1 万吨，精煤日产 75.8 万吨/日，周环比+0.1 万吨/日，精煤库存 185.9 万吨，周环比+20.9 万吨。

【需求】

截至 11 月 20 日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量 62.7 万吨/日，周环比-0.3 万吨/日，247 家钢厂

焦炭日均产量 46.2 万吨/日，周环比+0.0 万吨/日，总产量为 108.9 万吨/日，周环比-0.3 万吨/日。

截至 11 月 20 日，日均铁水产量 236.28 万吨/日，环比-0.60 万吨/日；高炉开工率 82.19%，环比-0.62%；高炉炼铁产能利用率 88.58%，环比-0.23%；钢厂盈利率 37.66%，环比-1.30%。

【库存】

截至 11 月 20 日，焦煤总库存（矿山+洗煤厂+焦化厂+钢厂+16 港+口岸）周环比-25.7 至 3715.7 万吨。其中，523 家矿山库存环比+20.7 至 405.4 万吨，314 家洗煤厂环比-0.7 至 487.0 万吨，全样本焦化厂环比-30.8 至 1038.0 万吨，247 家钢厂环比+6.9 至 797.1 万吨；沿海 16 港库存环比-26.3 至 603.4 万吨；三大口岸库存+4.5 至 384.8 万吨。

【观点】

昨日焦煤期货呈弱势震荡走势，现货转弱呈期现共振下跌。现货方面，山西现货竞拍价格高位回落，蒙煤报价持续下跌，近日流拍率有所提升，贸易商谨慎观望，动力煤市场高位持稳，煤炭现货市场出现松动迹象。供应端，临汾古县 2 座煤矿于 11 月 20-21 日先后停产，2 座煤矿核定产能共 240 万吨，预计后期短期整改后将恢复；进口煤方面，11 月开始蒙煤通关大幅回升，口岸库存持续回升，蒙煤报价见顶回落，市场已经有恐高情绪，同时加大套保比例，关注年底天气是否影响通关下滑。需求端，钢厂亏损检修加大，铁水产量回落，焦化开工小幅下滑，补库需求有所走弱。库存端，洗煤厂、港口、焦企去库，煤矿、口岸、钢厂累库，整体库存中位略降。政策方面，11 月 20 日，发改委下发 2026 年电煤中长期合同签订和履约监管工作的通知，保障电厂长协煤炭供应仍然是主基调。策略方面，煤焦现货价格开始下跌，盘面套保压力增大，导致期货大跌，单边震荡偏空看待，区间参考 1050-1150，套利推荐多焦炭空焦煤。

◆焦炭：焦炭四轮提涨后有提降预期，港口贸易价格回落。

【期现】

截至 11 月 24 日收盘，焦炭期货震荡反弹，夜盘震荡偏强走势，焦炭主力 2601 合约上涨 18.0 (+1.11%) 至 1632.5，远月 2605 合约上涨 4.0 (+0.22%) 至 1782.0，1-5 价差走强至-150.0。11 月 15 日零时主流钢厂执行焦炭第四轮提涨，目前暂稳。吕梁准一级湿熄冶金焦出厂价格报 1440 元/吨（第 4 轮提涨价格），日环比持平，对应厂库仓单 1710 元/吨，基差+77.5；日照准一级冶金焦贸易价格报 1470 元/吨，环比-20 元/吨，对应港口仓单 1624 元/吨（对标），基差-8.5。

【利润】

全国 30 家独立焦化厂全国平均吨焦盈利 19 元/吨；山西准一级焦平均盈利 20 元/吨，山东准一级焦平均盈利 80 元/吨，内蒙二级焦平均盈利-19 元/吨，河北准一级焦平均盈利 77 元/吨。

【供给】

截至 11 月 20 日，全样本独立焦化厂焦炭日均产量 62.7 万吨/日，周环比-0.3 万吨/日，247 家钢厂焦炭日均产量 46.2 万吨/日，周环比+0.0 万吨/日，总产量为 108.9 万吨/日，周环比-0.3 万吨/日。

【需求】

截至 11 月 20 日，日均铁水产量 236.28 万吨/日，环比-0.60 万吨/日；高炉开工率 82.19%，环比-0.62%；高炉炼铁产能利用率 88.58%，环比-0.23%；钢厂盈利率 37.66%，环比-1.30%。

【库存】

截至 11 月 20 日，焦炭总库存 941.0 万吨，周环比+1.0 万吨，其中，全样本独立焦企焦炭库存 65.3 万吨，周环比+7.1 万吨，247 家钢厂焦炭库存 622.3 万吨，周环比-0.1 万吨，港口库存 253.4 万吨，周环比-6.1 万吨。

【观点】

昨日焦炭期货震荡反弹走势，夜盘震荡偏强，港口贸易报价回落，主流焦企提涨第四轮全面落地后出现提降预期。现货端，11 月 15 日零时焦炭第 4 轮提涨开始执行，短期持稳，预计月底主流钢厂将提降，港口价格已经预期 2 轮提降。供应端，山西市场焦煤价格降价范围扩大，各煤种竞拍价格开始回落，焦化利润有所修复，焦炭调价滞后于焦煤，焦企提涨后部分企业仍面临亏损，开工有所下降。需求端，钢厂亏损加大检修，铁水产量回落，钢价震荡偏弱，钢厂利润走低，对于焦炭价格有一定压制。库存端，焦化厂、

港口、钢厂均小幅去库，整体库存中位略降，焦炭供需有所转弱，主要在于下游补库放缓。焦煤期货大跌，拖累焦炭期货走弱。策略方面，单边震荡偏空看待，区间参考 1550-1700，套利推荐多焦炭空焦煤。

[农产品]

◆粕类：国内豆粕供应宽松，成本端缺乏实质利好

【现货市场】

豆粕：11 月 24 日，国内豆粕现货市场价格涨跌互现，其中天津市场 3050 元/吨，涨 10 元/吨，山东市场 2990 元/吨，跌 10 元/吨，江苏市场 2980 元/吨，涨 10 元/吨，广东市场 2970 元/吨，持稳。成交方面，全国主要油厂豆粕成交 9.54 万吨，较前一交易日增 2.07 万吨，其中现货成交 6.44 万吨，较前一交易日增 0.09 万吨，远月基差成交 3.10 万吨，较前一交易日增 1.98 万吨。开机方面，今日全国动态全样本油厂开机率为 61.51%，较前一日上升 0.58%。

菜粕：11 月 24 日全国主要油厂菜粕成交 0 吨。全国菜粕市场价格跌 10-20 元/吨，基差报价调整。开机方面，全国 19 家菜籽压榨厂开机率为 0%。

【基本面消息】

国际谷物理事会（IGC）月报：将 2025/26 年度全球大豆产量调低 160 万吨至 4.264 亿吨，比上年减少 0.6%，但是仍远高于近年平均水平。

美国农业部单日出口销售报告：周四（11 月 20 日），中国购买了 46.2 万吨美国大豆，这是该机构连续第三天公布的大豆销售数据。本周迄今为止，美国农业部已确认对华大豆销售总量超过 150 万吨。

布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）：截至 11 月 19 日，阿根廷 2025/26 年度大豆进度达到 24.6%，高于一周前的 12.9%，但是同比落后 11%，比五年均值落后 3.3%。播种延迟的主要原因是布宜诺斯艾利斯省中北部和西部地区的田间土地过于泥泞，缺乏足够的作业条件，导致无法正常开展播种工作。

欧盟委员会：2025/26 年度欧盟油籽以及植物油进口量总体低于去年，反映国内油籽产量以及压榨预期增长。截至 11 月 16 日，2024/25 年度（始于 7 月 1 日）欧盟 27 国的大豆进口量约为 440 万吨，较 2024/25 年度同期减少 16%，一周前减少 17%。豆粕进口量约为 674 万吨，同比减少 9%，一周前减少 4%。

【行情展望】

市场已相对充分交易了中国采购预期，出口能否达到前期预期仍旧存疑，美豆震荡为主。目前中国对美豆征收 13% 关税，仍不利于美豆商业出口，也一定程度影响市场情绪。南美新作大豆种植进度好于 5 年均值，供应压力持续释放。

国内大豆库存高企，同时近期开机一直维持高位，豆粕宽松格局延续。当前盘面继续往下空间有限，但仅靠成本和榨利逻辑也难以支撑价格走强。继续关注国储大豆动向，豆粕维持宽幅震荡看法。

◆生猪：供应压力仍存，猪价预计偏弱走势

【现货情况】

现货价格震荡运行。昨日全国均价 11.57 元/公斤，较前一日下跌 0.04 元/公斤。其中河南均价为 11.49 元/公斤，较前一日下跌 0.14 元/公斤；辽宁均价为 11.36 元/公斤，较前一日上涨 0.07 元/公斤；四川均价为 11.56 元/公斤，较前一日上涨 0.02 元/公斤；广东均价为 12.39 元/公斤，较前一日上涨 0.18 元/公斤。

【市场数据】

涌益监测数据显示，截至 11 月 20 日当周，

本周自繁自养模式母猪 50 头以下规模出栏肥猪利润为 -78.57 元/头，较上周降低 24.61 元/头；5000-10000 头规模出栏利润为 -96.61 元/头，较上周降低 24.66 元/头。本周外购仔猪育肥出栏利润为 -273.08 元/头，较上周增加 1.87 元/头。

本周生猪出栏均重 128.81 公斤，较上周增加 0.33 公斤，周环比增幅 0.26%，较上月增加 0.91 公斤，月环比增幅 0.71%，较去年同期增加 2.08 公斤，年同比增幅 1.64%。本周集团出栏均重 124.46 公斤，较

上周增加 0.28 公斤，增幅 0.23%，散户出栏均重 144.34 公斤，较上周增加 0.55 公斤，增幅 0.38%。

【行情展望】

市场供应持续恢复，出栏顺畅。受西南腌腊开启影响，局部地区需求有支撑，但整体供应维持充裕，后续出栏压力将继续释放，现货难言乐观。近期东北局部地区有疫情散发，但市场在效率及成本的极致内卷下，且行业亏损刚刚开始，预计防疫措施仍较为可靠，大面积爆发空间有限。猪价预计维持震荡偏弱结构，关注年底压力释放节奏。产能去化逻辑仍在交易，策略上 3-7 反套可继续持有。

◆ 玉米：现货保持坚挺，盘面短期偏强

【现货价格】

11 月 24 日，东北三省及内蒙主流报价 1990-2160 元/吨，较上周五涨 10-20 元/吨；华北黄淮主流报价 2190-2250 元/吨，局部较上周五涨 10 元/吨。东北港口玉米价格上涨，25 年 15% 水二等新季玉米收购价 2180-2205 元/吨，较上周五上涨 20-30 元/吨。其中锦州港 15% 水二等新玉米收购价 2180-2205 元/吨左右，汽运日集港约 4.1 万吨。鲅鱼圈 15% 水二等新玉米收购价 2180-2200 元/吨左右，汽运日集港 1 万吨左右。装船需求较好，提振贸易商报价。15% 水一等新玉米装箱进港 2230-2240 元/吨，15% 水二等新玉米平仓价 2240-2260 元/吨，较上周五上涨 30 元/吨。

【基本面消息】

中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2025 年第 47 周末，广州港口谷物库存量为 141.00 万吨，较上周的 159.70 万吨减少 18.7 万吨，环比下降 11.71%，较去年同期的 179.40 万吨减少 38.4 万吨，同比下降 21.40%。其中：玉米库存量为 60.90 万吨，较上周的 65.20 万吨减少 4.3 万吨，环比下降 6.60%，较去年同期的 49.20 万吨增加 11.7 万吨，同比增加 23.78%；高粱库存量为 27.70 万吨，较上周的 32.80 万吨减少 5.1 万吨，环比下降 15.55%，较去年同期的 63.40 万吨减少 35.7 万吨，同比下降 56.31%；大麦库存量为 52.40 万吨，较上周的 61.70 万吨减少 9.3 万吨，环比下降 15.07%，较去年同期的 66.80 万吨减少 14.4 万吨，同比下降 21.56%。

【行情展望】

东北产区惜售情绪明显，叠加东北物流受限和收储支撑，价格偏强运行；华北地区因周末价格上涨，基层出货积极性增加，深加工到车辆超 1000 台，局部企业价格窄幅下调，但受下游低库存补库需要，价格下调受限，关注上量持续性。需求端，深加工库存因玉米上量不佳而略有下滑，但补库积极性尚可；饲料企业库存偏低补库意愿增加，但仍以安全库存为主随用随采，长期建库积极性不佳。综上，玉米价格随上量节奏变化，短期供需错配及现货坚挺下盘面有所偏强，但后续卖压下涨幅将受阻。关注玉米上量节奏及收储情况。

◆ 白糖：原糖价格维持偏空格局，国内震动偏弱

【行情分析】

洲际交易所（ICE）原糖期货小幅收涨，基本面相对平静。NFCFSF 预估显示，无论新榨季是否推迟开始，印度新糖总产量将为 3500 万吨，预计将有 350 万吨糖用于乙醇生产，巴西进入收榨尾声，供应宽松格局成定局，整体来看，近期基本面相对平静，前期利空交易相对比较充分，预计原糖价格在 14 美分/磅附近将震荡整理一段时间。广西新糖上市，市场主流价格基本以之前糖厂预售的基差糖源，价格大幅贴水陈糖，引导期货价格走弱，期货价格维持弱势，基差糖源价格下跌，市场形成弱势情绪，贸易终端观望情绪增加，按需采购为主。预计本周维持震荡偏弱格局。

【基本面消息】

国际方面：

UNICA: 10 月下半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 3110.8 万吨，较去年同期的 2720.6 万吨增加 390.2 万吨，同比增幅 14.34%；甘蔗 ATR 为 151.56kg/吨，较去年同期的 149.25kg/吨增加 2.31kg/吨；制糖比为 46.02%，较去年同期的 45.91% 增加 0.11%。累计制糖比为 51.97%，较去年同期的 48.59% 增加 3.38%。累计产糖量为 3808.5 万吨，较去年同期的 3747.4 万吨增加 61.1 万吨，同比增幅达 1.63%。

印度的甘蔗压榨季正在进行中，全国制糖企业联合会（NFCFSF）的首份双周报显示，目前共有 325 家糖厂

开始压榨作业，而去年同期为 144 家。甘蔗压榨量已达到 1,280 万吨，高于去年同期的 910 万吨。新糖产量为 105 万吨（去年同期为 71 万吨），而平均糖回收率为 8.2%（去年同期为 7.8%）。

国内方面：

海关总署公布的数据显示，中国 10 月食糖进口量为 75 万吨，同比增长 39%。中国 1-10 月食糖进口量为 390 万吨，同比增加 14%。

据海关总署数据，2025 年 10 月我国进口糖浆和白砂糖预混粉(含税则号 1702.90、2106.906) 合计 11.56 万吨，同比减少 11.03 万吨。2025 年 1-10 月，我国进口糖浆和白砂糖预混粉(含税则号 1702.90、2106.906) 合计 100 万吨，同比减少 96.36 万吨。

【操作建议】维持底部震荡偏弱思路

【评级】震荡偏弱

◆ 棉花：美棉底部震荡，国内价格维持区间震荡

【行情分析】

洲际交易所(ICE)棉花期货小幅上涨，对美联储可能降息的预期升温带来支撑。国际方面，11 月报告已大幅上调美棉及全球棉花产量，其中美棉产量调增 19.4 万吨。虽目前美棉收割率 71%，略慢于去年同期及五年均值，且 11 月下旬美国中南、西南主要棉区预计降水较多，不利于收割进程，但这一因素对产量的实际影响有限，难以扭转全球供应宽松的大格局。国内方面，供应端 2025/26 年度新疆棉产量较高，郑棉逢高面临套保压力，不过现货基差坚挺存韧性，下游需求虽不强但也存韧性，对棉价支撑仍暂强。综上，短期棉价或区间震荡。

【基本面消息】

USDA：根据美国农业部的统计，截至 2025 年 11 月 21 日当周，美陆地棉+皮马棉累计检验量为 150.66 万吨，占年美棉产量预估值值的 49.1%，同比慢 15%（2025/26 年度美棉产量预估值为 307 万吨）。美陆地棉检验量 147.82 万吨，检验进度达 49.43%，同比降 15%；皮马棉检验量 2.84 万吨，检验进度达 34.3%，同比降 38%。

美棉出口：截止 10 月 2 日当周，2025/26 美陆地棉周度签约 4.51 万吨，环比增 28%，较四周平均水平增 43%，同比增 108%，其中越南签约 2.37 万吨，巴基斯坦签约 0.64 万吨，中国 0.6 万吨；2026/27 年度美陆地棉周度签约 0 万吨；2025/26 美陆地棉周度装运 3.58 万吨，环比增 34%，较四周平均水平增 25%，同比增 47%，其中越南装运 1.01 万吨，印度 0.75 万吨。

国内方面：

截至 11 月 24 日，郑棉注册仓单 2240 张，较上一交易日减少 4 张；有效预报 1294 张，仓单及预报总量 3534 张，折合棉花 14.14 万吨。

11 月 24 日，全国 3128 皮棉到厂均价 14766 元/吨，涨 127.00 元/吨；全国 32s 纯棉纱环锭纺价格 21418 元/吨，涨 22.00 元/吨；纺纱利润为-824.6 元/吨，跌 117.70 元/吨；原料棉花价格上涨，纺企纺纱即期利润增加。

◆ 鸡蛋：蛋价大稳小降，整体压力仍大

【现货市场】

11 月 24 日，全国鸡蛋价格有稳有涨，主产区鸡蛋均价为 2.88 元/斤，较昨日价格维持上涨。货源供应正常，市场消化稳定。

【供应方面】

当前蛋鸡养殖亏损持续扩大，叠加老母鸡价格下行，加剧市场对后市的悲观预期，养殖端出栏意愿明显增强；从前期鸡苗销量推断，新开产蛋鸡数量维持低位，致使中小码蛋供应呈现偏紧格局；综合来看，在产蛋鸡存栏量预计延续缓降态势，但部分养殖户惜售心理，导致当前库存水平仍处于相对高位。

【需求方面】

当前商超及电商平台普遍采取低价补货策略，采购积极性有限，同时，随着气温持续下降，餐饮行业进入冬季传统淡季，需求支撑减弱，食品加工企业则因自身产品销售情况，采购趋于谨慎，多以逢低补

库为主，在缺乏利好因素提振的情况下，预计本周市场需求面难以摆脱弱势格局

【价格展望】

目前蛋价已经降至饲料成本线以下，养殖企业低价惜售，加之低温天气利于存储，预计蛋价下滑空间有限。随着蛋价降至阶段性低位，下游陆续补货，需求或缓慢回温，本周下半周鸡蛋价格有小幅反弹可能。预计期价低位震荡，关注前低附近支撑力度。

◆ 油脂：马棕震荡，连棕持续趋弱

连豆油低开震荡，1月合约运行在8150-8200元附近，受到国际关联品种窄幅震荡调整的影响。现阶段国内豆油供应充足，需求清淡的格局不变，不过大豆进口成本依旧偏高，导致连豆油受到支撑。1月合约报收在8168元，与21日收盘价相比下跌22元。现货小幅下跌，基差报价以稳为主。江苏张家港地区贸易商一级豆油现货价8440元/吨，较昨日下午下跌20元/吨，江苏地区工厂豆油11月现货基差最低报2601+270。广东广州港地区24度棕榈油现货价格8490元/吨，较前一日下跌140元/吨，广东地区工厂10月基差最低报2601-50。

【基本面消息】

马来西亚南部棕果厂商公会（SPPOMA）数据显示，11月1-20日马来西亚棕榈油产量环比增加10.32%，其中鲜果串（FFB）单产环比增加7.96%，出油率（OER）环比增加0.45%。

船运调查机构SGS公布数据显示，马来西亚11月1-20日棕榈油出口量为471222吨，较10月1-20日出口的793571吨减少40.6%。其中对中国出口3.7万吨，较上月同期8.4万吨减少4.7万吨。

监测数据显示，截止到2025年第47周末，国内棕榈油库存总量为60.7万吨，较上周的57.4万吨增加3.3万吨；合同量为4.5万吨，较上周的4.3万吨增加0.2万吨。

监测数据显示24日，马来西亚24度报1027.5涨2.5美元，理论进口成本在9008-9093元之间，进口成本下降97元。和港口现货对比来看，理论进口亏损幅度缩小了32-53元不等。其中天津亏损幅度在507元，广州亏损幅度在572元。

【行情展望】

棕榈油方面，受基本上整体呈现利空影响的担忧和影响，毛棕油期货短暂震荡或弱势反弹后，仍有进一步承压下跌的压力和风险。后市存在着跌破4000令吉的可能和风险。密切地关注基本上产量和出口数据对盘面的指引，特别是月末或下月初市场对库存增长的担忧影响，可能会引发马棕出现新一轮的抛售风险。国内方面，大连棕榈油期货市场维持震荡趋弱调整走势，经过短暂的反弹或震荡整理后，随着马棕重新趋弱下跌的拖累，连棕油后市仍有继续趋弱下跌的风险。豆油方面，上周美国生物柴油方面的消息多空并存，目前影响力在下降，CBOT豆油处于超跌反弹的走势。国内方面，国内工厂豆油供应充足，需求清淡的格局不变，不过大豆进口成本依旧偏高，导致连豆油受到支撑。连豆油更容易受到国际关联品种的影响，短期CBOT大豆、豆油、BMD棕油与国际原油均呈现窄幅震荡调整的走势。

◆ 红枣：产区价格松动，盘面低位震荡

【现货市场】

目前新疆产区灰枣收购进度在5成左右，货权转移量在总产量的3成左右，产区价格小幅下降0.20-0.30元/公斤，其中，阿克苏地区通货主流价格参考4.80-5.50元/公斤，收购进度在8成左右，阿拉尔地区通货主流价格参考5.00-6.00元/公斤，收购进度在6-7成左右，阿克苏及阿拉尔地区收购进度较快，已签订货源陆续装箱发运，喀什兵团及地方收购价格参考6.50-7.30元/公斤，目前成交少量，若羌、和田及且末地区收购基本结束，产区原料收购以质论价，维持优质优价原则，企业收购积极性一般。

11月24日，河北崔尔庄市场停车区到货4车，停车区到货少量以等外品为主，下游客商按需采购。参考新货特级9.50-10.50元/公斤，新货一级8.50-9.50元/公斤，受成本及产地质量不同新货价差较大。广东如意坊市场到货7车，供应充足价格小幅松动，参考到货特级10.80-11.30元/公斤，一级9.60-10.20元/公斤，市场到货质量参差不齐价差扩大，持货商让利出货，市场成交3车左右。

【行情展望】

河北销区市场现货价格弱稳，下游客商按需采购拿货积极性一般，预计短期内现货价格弱稳运行。新

季灰枣集中上市叠加旧季高库存承压，整体供应压力明显，而需求表现一般，不过红枣价格已处于历史相对低位，叠加成本支撑，盘面继续下跌幅度受限，但又缺乏明显利多驱动，盘面保持低位震荡，关注后续旺季消费能否带来提振。

◆ 苹果：库存果需求一般

【现货市场】

栖霞产区晚富士冷库交易陆续开收，目前客商按需少量拿货，走货速度一般，价格基本稳定。库存纸袋富士 80#一二级 3.50-4.50 元/斤，库存 80#以上三级价格 2.50-3.00 元/斤，库存富士 75#一二级价格 3.00 元/斤左右。沂源产区冷库交易相对平淡，客商少量采购中等货源，走货速度不快，价格变动不大。库存纸袋晚富士好统货 75#以上价格 2.70-2.80 元/斤，一般统货 75#以上价格 2.50-2.60 元/斤。

洛川产区库存富士交易稍显沉闷，部分客商按需补货，走货速度不快，成交以质论价。目前库存纸袋晚富士 70#以上半商品成交价格 4.10-4.30 元/斤左右，库存 70#以上统货价格 3.60-3.80 元/斤。渭南产区库存苹果走货速度不快，客商询价积极性不高，行情略显沉闷。当前库存纸袋富士 75#起步好统货价格 3.00 元/斤左右。

【行情展望】

目前苹果地面交易基本结束，苹果交易转向库内货源，市场客商拿货积极性一般，多试探性少量拿货，走货速度一般，行情略显沉闷，价格变动不大。

[能源化工]

◆PX：调油需求炒作有所降温，PX 短期驱动有限

【现货方面】

11 月 24 日，亚洲 PX 价格涨后回调，小幅收涨，原料端价格上午震荡上行，成本支撑 PX 商谈水平小幅上移。午后随着 PTA 期货走强，PX 商谈价格继续抬升。不过随着油价下午转跌回吐日内涨幅，PX 跟随回调。市场消息面相对清淡，中化泉州官方宣布 25 号开始全厂检修，计划至 1 月 25 日。现货方面，1/2 现货维持在 C 结构，月差维持在 -2。市场商谈成交气氛清淡，1 月现货浮动预估维持在 -3 左右，2 月市场预估在 -2/-1 左右。尾盘实货 1 月在 824/826 商谈，2 月在 824/830 商谈。均无成交。（单位：美元/吨）

【利润方面】

11 月 24 日，亚洲 PX 上涨 2 美元/吨至 826 美元/吨，折合人民币现货价格 6745 元/吨；PXN 至 266 美元/吨附近。

【供需方面】

供应：截止 11 月 21 日，国内 PX 装置负荷回升，重回近六年高点，国内 PX 负荷至 89.5% (+2.7%)，亚洲 PX 负荷至 79.7% (+1.2%)。

需求：截止 11 月 21 日，PTA 负荷下调至 71% (-4.7%)。

【行情展望】

部分国内 PX 装置短停后重启，且部分工厂依靠 MX 补充 PX 开工，PX 供应依旧维持在偏高水平；需求端来看，近期 PTA 装置检修集中，且产业链终端需求逐步转弱中，需求端支撑偏弱。另外，随着美国汽油裂差走弱，调油套利炒作有所降温，叠加油价整体支撑有限且 PX 自身供需偏弱，短期 PX 驱动有限；不过中期来看 PX 供需预期仍偏紧，预计 PX 下方支撑仍偏强。策略上，PX 短期高位震荡对待。

◆PTA：供需格局近强远弱，PTA 反弹空间受限

【现货方面】

11 月 24 日，PTA 期货涨后回落，现货市场商谈氛围一般，现货基差走强，个别聚酯工厂递盘。个别主流供应商出远期货源。本周下周在 01 贴水 45~53 商谈成交，价格商谈区间在 4590~4665 附近。12 月下在 01-40 附近成交。1 月在 01-28~34 附近有成交。本周仓单在 01-42 附近有成交。主流现货基差在 01-49。

【利润方面】

11 月 24 日, PTA 现货加工费至 212 元/吨附近, TA2601 盘面加工费 244 元/吨, TA2603 盘面加工费 253 元/吨。

【供需方面】

供应: 截止 11 月 21 日, PTA 负荷下调至 71% (-4.7%)。

需求: 截至 11 月 21 日, 聚酯负荷有所提升至 91.3%附近 (+1%)。11 月 24 日, 涤丝价格重心局部上调, 产销整体偏弱。印度 BIS 认证限制逐步撤销, 印度客户询价增加, FDY 细旦丝外销放量, 价格上涨。目前工厂库存较低但下游销量有所下滑, 涤丝价格以稳定为主。后期继续关注下游销量和印度 BIS 认证情况。

【行情展望】

随着华东 2 套 PTA 装置检修落地, 且聚酯开工在内需支撑下降负预期延后, 叠加印度 BIS 认证取消后, PTA 出口有望增加, PTA 供需预期明显修复, PTA 基差阶段性修复。平衡表来看, 11-12 月 PTA 供需预期偏紧; 不过 12 月至 1 季度 PTA 供需预期整体偏宽松。绝对价格来看, 近期受调油需求及印度取消 BIS 认证等支撑 PTA 绝对价格相对坚挺。不过油价整体支撑有限, PTA 反弹空间依然受限。策略上, TA 短期高位震荡; TA 月差可阶段性低位正套。

◆短纤: 供需预期偏弱, 短纤加工费压缩为主

【现货方面】

11 月 24 日, 短纤现货方面工厂报价维稳, 期现及贸易商优惠缩小, 半光 1.4D 主流商谈在 6200~6400 区间, 贸易商成交两极分化, 部分上周补货较多的处于观望状态, 部分因期货上涨仍有进一步补货动作。工厂销售一般, 截止下午 3:00 附近, 平均产销 68%。

【利润方面】

11 月 24 日, 短纤现货加工费至 1020 元/吨附近, PF2601 盘面加工费至 967 元/吨, PF2602 盘面加工费至 936 元/吨。

【供需方面】

供应: 11 月 21 日, 直纺涤短负荷持稳至 97.5%。

需求: 下游纯涤纱及涤棉纱报价维持, 内销一般, 库存维持。

【行情展望】

短纤周度供需持稳, 整体延续偏弱格局。尽管近期短纤现货加工费压缩明显, 不过目前尚有利润且短纤工厂库存压力不大, 短纤供应维持高位; 需求上, 11 月终端需求季节性转弱。另外, 印度 BIS 认证取消对 PTA 和长丝有一定利好, 但对短纤相对影响较小。因此, 短期供需偏弱预期以及成本端支撑有限下, 预计短纤绝对价格驱动有限, 加工费仍以压缩为主。策略上, 单边同 PTA; 盘面加工费逢高做缩为主。

◆瓶片: 11 月瓶片供需宽松格局不变, PR 加工费预期下滑

【现货方面】

11 月 24 日, 内盘方面, 上游原料期货午后震荡上涨, 午后聚酯瓶片工厂局部上调报价 30 元附近。日内聚酯瓶片市场成交气氛一般, 品牌不同价格高低差距较大。11-1 月订单多成交在 5660-5750 元/吨出厂不等, 少量略低 5600-5630 元/吨出厂附近, 少量略高 5770-5830 元/吨出厂附近。出口方面, 聚酯瓶片工厂出口报价局部上调 5 美元。华东主流瓶片工厂商谈区间至 755-775 美元/吨 FOB 上海港不等, 局部略高或略低, 品牌不同略有差异; 华南主流商谈区间至 750-760 美元/吨 FOB 主港不等, 局部略高或略低, 整体视量商谈优惠。

【成本方面】

11 月 24 日, 瓶片现货加工费 429 元/吨附近, PR2601 盘面加工费 355 元/吨。

【供需方面】

供应: 周度开工率(按最高产量计算)为 72.9%, 环比上期+2%。

库存: 上周国内瓶片厂内库存可用天数为 16.06 天, 环比上期-0.21 天。

需求：2025 年 1-10 月软饮料产量 12939 万吨，同比-5.7%；瓶片消费 765.5 万吨，同比+6.5%；中国瓶片出口量 533.2 万吨，同比增长 14.1%。

【行情展望】

华润江阴瓶片装置已重启，根据 CCF 消息，山东富海 30 万吨瓶片新装置预计 11 月底出料，国内供应逐步增加，而考虑到 11 月正处于需求淡季与春节备货空窗期，需求端对瓶片支撑不足，瓶片供需宽松格局不变。因此，瓶片社会库存大概率进入季节性累库通道，PR 跟随成本端波动为主，加工费预期下滑。策略上，PR 单边同 PTA；PR 主力盘面加工费预计在 300-450 元/吨区间波动，短期建议做缩加工费。

◆乙二醇：短期刚需支撑尚可，但供应端未有明显收缩，预计 MEG 低位震荡

【现货方面】

11 月 24 日，乙二醇价格重心坚挺上行，市场商谈尚可。上午乙二醇盘面震荡走高，现货商谈成交在 01 合约升水 35-37 元/吨附近，部分贸易商补货积极。午后乙二醇盘面高位坚挺，基差转弱，本周现货低位成交在 01 合约升水 27-28 元/吨附近。美金方面，乙二醇外盘重心上行，近期船货商谈成交在 455-457 美元/吨附近，远月船货小幅升水，临近尾盘 12 月底船货商谈在 462-463 美元/吨附近，场内交投僵持。

【供需方面】

供应：截至 11 月 20 日，MEG 综合开工率和煤制 MEG 开工率为 70.67% (-1.91%) 和 65.83% (-3.51%)。

库存：截止 11 月 24 日，华东主港地区 MEG 港口库存预估约在 73.2 万吨附近，环比上期 (11.17) 持平。

需求：同 PTA 需求。

【行情展望】

聚酯负荷高位运行，乙二醇刚需支撑尚可，近期煤制乙二醇装置检修较多，后续仍有中化泉州及富德能源执行检修，但北美与中东乙二醇开工负荷高位，进口量预期不低，港口库存下方空间有限，在供应端未有明显收缩的情况下，预计乙二醇低位震荡。策略上，EG1-5 逢高反套。

◆纯苯：供需预期偏弱且地缘扰动油价，纯苯反弹承压

【现货方面】

11 月 24 日，今天纯苯市场价格震荡下跌，原料端价格偏弱运行，同时江苏港口库存持续上升且月底前到货数量较大，市场现货供应充足，心态谨慎；中化泉州官方宣布 25 号开始全厂检修，计划至 1 月 25 日，基本维持最初检修计划。苯乙烯与纯苯价差继续扩大。

【供需方面】

纯苯供应：截至 11 月 20 日，石油苯产量 44.67 万吨 (-0.76 万吨)，开工率 76.67% (-1.31%)。本周无埭鑫岳重整、中化泉州重整等装置停车。

纯苯库存：截至 11 月 24 日，江苏纯苯港口样本商业库存总量：16.4 万吨，较上期增加 1.7 万吨。

纯苯下游：截至 11 月 20 日，下游整体开工率涨跌互现。其中，苯乙烯开工率至 68.95% (-0.3%)，苯酚开工率至 79.00% (+11.4%)，己内酰胺开工率至 88.24% (+2.2%)，苯胺开工率 75.68% (-4.5%)。

【行情展望】

纯苯近期有新增产能和装置重启，虽有装置降负，但供应整体维持宽松；下游刚需采购为主，但部分亏损品种减产保价，需求端总体支撑有限。近期港口库存上升明显且后续到货依旧偏多，供需预期整体偏宽松。美亚芳烃套利炒作有所降温，且受地缘扰动，成本端波动加剧，短期内纯苯价格或受油价拖累调整，关注俄乌和谈进展。策略上，短期 BZ2603 反弹偏空。

◆苯乙烯：供需预期好转但成本支撑偏弱，反弹空间受限制

【现货方面】

11 月 24 日，华东市场苯乙烯市场震荡走弱，港口库存走高，加之纯苯价格回落，承压市场交投情绪，然后船货货源供应有限，带动近月基差走高，下游高价采购观望，行业利润压缩，苯乙烯行业利润保持尚可。据 PEC 统计，至收盘现货 6480~6510 (12 合约+70~75)，12 月下 6510~6540 (12 合约+105)，1 月下 6540~6560

(01 合约+100~115), 单位: 元/吨。

【利润方面】

11 月 24 日, 非一体化苯乙烯装置利润至-15 元/吨附近。

【供需方面】

苯乙烯供应: 截至 11 月 20 日, 苯乙烯整体产量在 34.29 万吨(-0.15 万吨), 开工率至 68.95%(-0.3%)。

苯乙烯库存: 截至 11 月 24 日, 江苏苯乙烯港口样本库存总量: 16.42 万吨, 较上周期增加 1.59 万吨; 商品量库存在 9.42 万吨, 较上周期增加 0.69 万吨。

苯乙烯下游: 截至 11 月 20 日, EPS 产能利用率 56.27% (+4.64%); PS 产能利用率 55.90% (+0.5%); ABS 产能利用率 72.4% (+0.6%)。

【行情展望】

随着苯乙烯利润修复, 部分工厂负荷提升, 但同时有部分装置停车检修, 整体货源供应有限; 下游采购跟进好转, 但部分下游受成品高库存及利润压缩的压力, 预计需求支撑有限。海外调油需求影响有所降温, 港口库存由去转累。虽短期苯乙烯供需预期好转, 不过随着行业利润修复以及需求转弱预期, 叠加成本端支撑偏弱, 苯乙烯反弹空间受限。后续关注苯乙烯装置变动及实际出口成交情况。短期 EB01 震荡对待。

◆ LLDPE: 基差走弱, 成交中性

【现货方面】华北 6760 (+10) /01-30 (-10), 鲁清 6750-6760, 京津冀 01-30 华东 6900 (+0) /01+110 (-20) 华南 6960 (+0) /01+170 (-20) 现货价格变动不大, 日内盘面波动较大, 基差华北在 01-50~平水区间, 收盘基差在 01-30 附近。周一成交整体中性。

【供需库存数据】

供应: 产能利用率 81.77% (-1.06%)。

需求: PE 下游平均开工率 44.49% (-0.36%)。

库存: 截止 11 月 21 日, 本周上游累库 2wt, 两油 2.4wt, 煤化工-0.4wt;

【观点】PE 检修高峰已过, 供应端呈现持续回升态势; 下游需求方面, 开工负荷已达峰值, 后续叠加远端检修装置复产、近洋货到货增量及新装置投产等因素, 供应压力将进一步显现。当前整体库存处于中性区间, 标品库存虽延续去化节奏, 但存量仍处于偏高水平; 价格方面, 6800 元 / 吨以下区间下游接受度明显提升, 套保商库存逐渐降低, 基差走强, 后续仓单有消化动力。

【策略】空单 6800 附近减仓

◆ PP: 意外检修偏多, 往下空间不大

【现货方面】拉丝浙江 厂/库提 6360 (01 -10, -10) 拉丝江苏 库提 6300 (01- 70, -10) 华北一区 送到 6240 (01 - 130, -10) 华北临沂 送到 6270 (01 - 100, -20) 华南珠三角送到 6480 (01 + 110, -10)

【供需库存数据】

供应: 产能利用率 78.01% (+0.68%)。

需求: PP 下游平均开工率 53.28% (+0.14%)。

库存: 截止 11 月 21 日, 上游累 2.01 万吨, 贸易商去库 1.13 万吨

【观点】PP 方面呈现供需双增格局, 新增产能压力下库存小累积, 但近期意外检修增多, 后续库存压力略缓解, PDH 装置利润压缩较多, 若盈利无改善, 需关注其他装置是否因亏损降负减产, 需求中性偏好, 下游刚需接货且终端库存不高, 价格下跌, 产业链主动压缩库存。建议前期空单可在前低附近逐步止盈减仓, 当前市场仍处过剩格局, 预计反弹空间有限。

【策略】观望

◆ 甲醇: 港口维持稳, 成交活跃

【现货方面】11 月中成交: 1985-2015 (+10), 现货成交: 01-18 (+2)。。今日甲醇期货宽幅震荡, 现

货及月内按需补货，早间远期逢低接货积极，基差走强；午后随盘面上行，个别逢高出货，成交重心上移，基差略有走弱，各周期换货商谈集中，全天整体成交活跃。

【供需库存数据】

供应：全国开工 76.64% (+0.45%)，非一体化开工 68.74% (+0.61%)，国际开工 76.14% (+2.65%)

需求：MTO 开工率 86.8% (-1.02%)，阳煤检修，鲁西降负

库存：截止 11 月 19 日：内地去 1.06 万吨，港口去库 6.43 万吨，社库去 7.38 万吨

【观点】内地市场，久泰检修回归，后续内地产量持续增加，目前内地边际装置已出现亏损，后续关注边际装置开工情况；伊朗部分装置开始限气停车，市场情绪好转，空头减仓，盘面大幅走强，价格基差双走强；后续关注限气时间和强度，短期震荡偏强看待。

【策略】O5MTO 缩（等驱动：目前海外开工已降低）

◆烧碱：供需仍存压力，预计偏弱运行

今日国内液碱市场成交偏淡，多地价格持稳。山东地区下游接货积极性一般，氯碱企业出货淡稳，32%、50%液碱价格持稳。其他多数地区供需情况变动不多，成交平淡，价格持稳。今日山东 32%离子膜碱市场主流价格 750-835 元/吨，50%离子膜碱市场主流价格 1210-1240 元/吨。

开工：截至本周四，全国主要地区样本企业周度加权平均开工负荷率为 90.29%，较上周 89.79%提升 0.5 个百分点。本周部分氯碱装置虽检修增多，但部分前期减产企业恢复正常，开工负荷率略有提升。山东地区开工率 91.44%，环比+3.41%。

库存：11 月 19 日华东扩充后样本企业 32%液碱库存 246500 吨，较 11 月 12 日 204200 吨增加 20.71%。华东多数省份因下游采购积极性不高，或个别企业检修囤货，工厂库存增加。山东扩充后样本企业 32%液碱库存 114300 吨，较 11 月 12 日 100800 吨增加 13.39%。山东地区因氯碱装置开工负荷率较高，下游及贸易商接货积极性不高，且氧化铝企业卸货效率不高，工厂库存增加。

烧碱行业供需仍存一定压力，下周华东区域性供应下降，但下周涉及月度合同签订，弱盘面持续趋弱。预估下周华东现货报价还将下行。山东市场尚不明朗，还需跟踪主力下游卸车情况及液氯的走势。主力下游氧化铝继续累库，价格趋弱运行，对烧碱价格的传导依然偏弱。整体看需求端支撑较弱，长期看供需仍有压力。预计烧碱价格偏弱运行。

◆PVC：供大于求的矛盾观点未有改善，盘面趋弱震荡运行

【PVC 现货】

国内 PVC 粉市场价格下行，主流市场普遍下跌 20-60 元/吨。期货昨日夜盘下行，今日低位震荡，早间贸易商一口价报盘部分下调，基差报盘小幅走强，点价成交有价格优势，实单以低价成交为主。下游采购积极性一般，仍有部分下游意向观望，现货成交未见明显好转。5 型电石料，华东主流现汇自提 4370-4480 元/吨，华南主流现汇自提 4410-4480 元/吨，河北现汇送到 4210-4300 元/吨，山东现汇送到 4410-4460 元/吨。

【PVC 开工、库存】

开工：本周 PVC 粉整体开工负荷率为 77.48%，环比上周提升 0.77 个百分点；其中电石法 PVC 粉开工负荷率为 80.15%，环比上周提升 0.58 个百分点；乙烯法 PVC 粉开工负荷率为 71.31%，环比上周提升 1.18 个百分点。

库存：隆众数据统计显示，截至 11 月 20 日，中国 PVC 生产企业厂库库存可产天数在 5.3 天，环比减少 1.85%，上游货源发运及个别检修去库，在库下降。

【PVC 行情展望】

上周 PVC 现货市场延续弱势，本周供应端开工率会有提升。需求端维持低迷，关注 12 月亚洲合同价格公布。11 月-次年 1 月处于传统需求淡季，北方进入冬季室外施工逐渐减少，整体地产需求减量仍形成利空影响。出口方面，前期印度官方取消 2024 年发布的进口 PVC BIS 认证政策，有利于国内 PVC 进入印度市场，虽然印度取消 BIS 认证，但是反倾销税预期执行，预期外需难以提升。整体需求端对 PVC 支撑乏力，供需仍处过剩格局，价格难言乐观，虽然绝对价格偏低但难以形成向上驱动，预计延续底部趋弱格局。

◆ 纯碱：供需大格局趋弱，盘面大幅走弱

◆ 玻璃：湖北产线冷修带动盘面反弹，关注产销持续性

【玻璃和纯碱现货行情】

纯碱：重碱主流成交价 1110-1170 元/吨上下。

玻璃：沙河大板成交均价 1050 元/吨上下。

【供需】

玻璃：

截至 2025 年 11 月 13 日，全国浮法玻璃日产量为 15.91 万吨，与 6 日持平。本周（20251107-1113）全国浮法玻璃产量 111.39 万吨，环比-1.08%，同比+0.76%。

截止到 20251113，全国浮法玻璃样本企业总库存 6324.7 万重箱，环比+11.1 万重箱，环比+0.18%，同比+33.61%。折库存天数 27.5 天，较上期+0.4 天。

纯碱：

截本周国内纯碱产量 73.93 吨，环比下降 0.76 万吨，跌幅 1.01%。其中，轻质碱产量 32.84 万吨，环比下降 0.37 万吨。重质碱产量 41.09 万吨，环比下降 0.39 万吨。

截止到 2025 年 11 月 13 日，国内纯碱厂家总库存 170.73 万吨，较周一增加 0.11 万吨，涨幅 0.06%。其中，轻质纯碱 80.02 万吨，环比增加 0.25 万吨，重质纯碱 90.71 万吨，环比下降 0.14 万吨。

【分析】

纯碱：上周碱厂待发订单下降，叠加整体能化板块趋弱带动纯碱盘面大幅走弱，纯碱自身大格局过剩依旧凸显。基本面来看，本周部分装置降负荷带动周产下滑，纯碱厂阶段性去库。中期来看，下游产能无大幅增量预期，因此对于纯碱需求整体延续前期刚需格局，后市若无实际的产能退出或降负荷供需进一步承压。可跟踪宏观波动及碱厂调控负荷的情况。供需大格局依然偏空，操作先前盘面反弹我们建议等待反弹后逢高空的机会，本周逢高入场的空单可继续持有，未入场建议观望择机等待反弹后短空机会。

玻璃：昨日湖北地区部分产线停产信息引发市场情绪，带动盘面反弹，市场对于后市湖北地区进一步去产能有一定预期。盘面反弹带动现货走货转好，中下游采买，继续关注持续性表现。虽然近期有产线陆续冷修，但后续沙河地区还将有产线复产点火预期，涉及日产能约 3650 吨，届时或还将对供应端形成压力。11 月仍处于年底赶工旺季，短期仍有一定的刚需支撑。不过，中长期来看，旺季尾端，市场对于后市的需求持续性存有担忧，北方随着气温降低室外施工将陆续停止，12 月以后需求端收缩玻璃价格还将承压。地产仍处于底部周期，竣工缩量明显，因此过剩格局下最终玻璃行业仍需要产能出清来解决过剩困境。后期北方室外施工将逐步停止，进入淡季后 01 合约在临近交割月仍有压力，但当下冷修利好驱动下预计短线表现偏强，15 反套思路。

【操作建议】

纯碱：空单持有

玻璃：前期空单止盈离场

◆ 天然橡胶：短期驱动有限，胶价震荡为主

【原料及现货】截至 11 月 21 日，杯胶 52.91（-0.57）泰铢/千克，截至 11 月 24 日，胶乳 57.00（0）泰铢/千克，云南胶水收购价 14000（0）元/吨，海南民营胶水 15900（0）元/吨，青岛保税区泰标 1840（+5）美元/吨，泰混 14600（+50）元/吨。

【轮胎开工率及库存】截至 11 月 20 日，半钢胎样本企业产能利用率为 69.36%，环比-3.63 个百分点，同比-10.40 个百分点。企业订单表现不足，部分样本企业周期内安排检修，另有部分企业降负运行，拖拽样本企业产能利用率走低。中国全钢胎样本企业产能利用率为 62.04%，环比-2.25 个百分点，同比+1.56 个百分点。部分样本企业周期内存检修现象，拖拽样本企业产能利用率下行。

山东轮胎样本企业成品库存环比上涨。截止到 11 月 20 日，半钢胎样本企业平均库存周转天数在 45.86 天，环比+0.50 天，同比+7.69 天；全钢胎样本企业平均库存周转天数在 40.24 天，环比+0.69 天，同比-0.57 天。

【资讯】QinRex 据中国海关总署 11 月 18 日公布的数据显示，2025 年前 10 个月中国橡胶轮胎出口量达 803 万吨，同比增长 3.8%；出口金额为 1402 亿元，同比增长 2.8%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达 774 万吨，同比增长 3.6%；出口金额为 1348 亿元，同比增长 2.6%。按条数计算，出口量达 58,664 万条，同比增长 4%。1-10 月汽车轮胎出口量为 685 万吨，同比增长 3.3%；出口金额为 1158 亿元，同比增长 2.1%。

【逻辑】供应方面，国内产区逐渐进入减产停割季，海外泰南及越南降雨扰动持续，上游原料价格易涨难跌，成本端仍获得较强支撑。海外船货到港量呈现季节性增加趋势，天胶库存端累库不改，压制现货价格。需求方面，下周期正值本月下旬，部分品牌存一定月度任务压力，代理商仍有适度补货行为，但整体需求表现不佳，渠道及终端走货稀少，多数渠道商进货意愿不足，市场更多以消化渠道库存为主，整体需求表现难有提升空间。综上，天胶库存进入季节性累库周期，终端需求支撑不足，下游企业开工有进一步下滑预期，预计天然橡胶市场进入区间震荡整理，后续关注主产区旺产期原料产出情况及宏观方面变化，若原料上量顺利则胶价走弱预期，若原料上量不畅预计胶价在 15000-15500 区间运行。

【操作建议】观望

◆合成橡胶：供需提振有限，且成本端难以维持上行走势，预计 BR 上方承压

【原料及现货】

截至 11 月 24 日，丁二烯山东市场价 7175 (-125) 元/吨；丁二烯 CIF 中国价格 770 (+0) 美元/吨；顺丁橡胶 (BR9000) 山东齐鲁石化市场价 10500 (+50) 元/吨，顺丁橡胶-泰混价差 -3950 (+150) 元/吨，基差 80 (+185) 元/吨。

【产量与开工率】

10 月，我国丁二烯产量为 45.73 万吨，环比+3.9%；我国顺丁橡胶产量为 13.76 万吨，环比+5.5%；我国半钢胎产量 5168 万条，环比-14.2%，1-10 月同比+3.3%；我国全钢胎产量为 1242 万条，环比-5.5%，1-10 月同比+4.8%。

截至 11 月 20 日，顺丁橡胶产业上游、中游与下游开工率分化，其中，丁二烯行业开工率为 72.5%，环比+1.2%；高顺顺丁橡胶行业开工率为 72.6%，环比+3.9%；半钢胎样本厂家开工率为 69.3%，环比-5%；全钢胎样本厂家开工率 62%，环比-3.5%。

【库存】

截至 11 月 19 日，丁二烯港口库存 39800 吨，环比+10800 吨；顺丁橡胶厂内库存为 25850 吨，较上期+80 吨，环比+0.3%；贸易商库存为 4970 吨，较上期+1450 吨，环比+41.2%。

【资讯】

隆众资讯 11 月 24 日报道：中化泉州石化 12.7 万吨/年丁二烯装置计划 11 月 25 日停车检修，重启时间计划在 2026 年 1 月 25 日；茂名石化 2#丁二烯 10 万吨/年装置于 11 月 23 日停车检修，预计持续 55 天左右，下游顺丁橡胶装置同步检修。

【分析】

11 月 24 日，受天胶带动，BR 先跌后涨，合成橡胶主力合约 BR2601 尾盘报收 10395 元/吨，涨幅-0.81%（较前一日结算价）。成本端广西石化新装置投产，且丁二烯库存高位运行，进口量预期较高，市场供应充裕，需求面支撑有限，预计丁二烯持续上行动能不足。供应端振华顺丁装置重启运行，但茂名石化将逐步进入检修流程，短期供应变动有限。需求端受到整体订单不足、出货放缓影响，轮胎企业检修增加，需求端偏弱运行。总体来看，供需提振有限，且成本端难以维持上行走势，预计 BR 上方承压。

【操作建议】

BR2601 中期维持逢高空思路，关注 10800 附近压力；套利方面，多 RU2601 空 BR2601

【短期观点】

震荡

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620

数据来源：Wind、Mysteel、SMM、彭博、同花顺、广发期货研究所