

# 广发早知道-汇总版

广发期货研究所

电话: 020-88818009

E-Mail: zhangxaozhen@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: zhangxaozhen@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：TMT结构性回暖，股指缩量企稳

#### 【市场情况】

周三，早盘A股大多低开，盘面全日震荡，波幅收窄。上证指数收跌0.15%，报3864.18点。深成指涨1.02%，创业板指涨2.14%，沪深300涨0.61%、上证50涨0.12%，中证500涨0.15%、中证1000跌0.02%。个股跌多涨少，当日1692只上涨（76涨停），3593只下跌（6跌停），149持平。其中，粤万年青、凯淳股份、三维天地涨幅居前，分别上涨20.02%、20.01%、20.01%；而久之洋、江龙船艇、晨曦航空跌幅居前，各下挫12.83%、12.43%、11.35%。

分行业板块看，TMT火热居前，上涨板块中，通信设备、电子元器件、工程机械分别上涨2.57%、2.30%、2.24%，光模块概念活跃。化工类行业回调，下跌板块中，航天军工、林木、精细化工分别下跌2.35%、2.32%、1.27%，军工主题下挫。

期指方面，四大期指主力合约随指数涨跌不一：IF2512、IH2512分别收涨0.42%、0.14%；IC2512、IM2512分别收跌0.0%、0.09%。四大期指主力合约基差贴水有所修复：IF2512贴水24.63点，IH2512贴水7.2点，IC2512贴水55.65点，IM2512贴水72.25点。

#### 【消息面】

国内要闻方面，工信部等六部门印发《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》提出，加快布局新领域新赛道。聚焦智能网联新能源汽车、智能家居、消费电子、现代纺织、食品、绿色建材等重点行业，开展双百典型创新应用专项活动，打造百个标志性产品、百家创新企业和一批可体验可推广的新产品首用场景样板。围绕高性能纤维、绿色印染、造纸、家电、电池、日化、生物医药、生物制造等消费品工业领域，建设一批中试验证平台。

海外方面，日本首相高市早苗称，经济刺激方案并非鲁莽支出，日本若不强化经济，就无法改善财政状况；本财年日本国债发行规模，包括预计的补充预算发行规模，将低于去年；最重要的是确保日本的财政可持续性；将密切关注利率走势，努力降低日本的债务与国内生产总值（GDP）之比；不会对汇率问题发表评论。

#### 【资金面】

11月26日，A股市场交易环比基本维持稳定，合计成交额1.78万亿。北向资金当日成交额2007.07亿元。央行以固定利率、数量招标方式开展了2133亿元7天期逆回购操作，操作利率1.40%，当日3105亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼972亿元。

#### 【操作建议】

国内股指韧性较强，整体上继续降波等待企稳。四季度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，科技主线结构性回暖，股指初步企稳，但市场持续缩量，推荐观望为主，可尝试轻仓卖出支撑位看跌期权。

## [国债期货]

### ◆国债期货：多重利空因素引致期债大幅下跌，短期情绪偏弱

#### 【市场表现】

国债期货全线大幅收跌，30年期主力合约跌0.86%，10年期主力合约跌0.36%，5年期主力合约跌0.22%，2年期主力合约跌0.05%。银行间主要利率债收益率纷纷上行，长券表现更弱。截至17:00，10年期国开债“25国开15”收益率上行1.90bp报1.9020%，10年期国债“25附息国债16”收益率上行1.55bp报1.8350%，30年期国债“25超长特别国债06”收益率上行1.60bp报2.1935%。

#### 【资金面】

央行公告称11月26日以固定利率、数量招标方式开展了2133亿元7天期逆回购操作，操作利率1.40%，投标量2133亿元，中标量2133亿元。Wind数据显示，当日3105亿元逆回购到期，据此计算，单日净回

笼972亿元。央行在公开市场连续净回笼，但银行间市场资金面依旧宽松，存款类机构隔夜回购利率小降并徘徊于1.31%附近；匿名点击(X-repo)系统上，隔夜报价最低探至1.28%，供给近2000亿。非银机构以信用债为抵押融入隔夜资金，报价在1.4%附近。目前来看跨月资金或波动可控。

### 【操作建议】

昨日债市赎回新规的影响发酵，叠加风险偏好回升、交易盘止盈和配置盘偏谨慎等机构行为助推，多重因素共同带动债市回调。经过昨日调整，国债期货各品种2603合约已经接近10月27日宣布重启国债买卖后的一轮上行行情的起点，也就是当前价格未定价这一因素，如果11月末公布的央行买债规模超预期，不排除会带动期债出现反弹。不过目前还处于左侧，短期偏弱的市场情绪可能延续，建议暂时观望。未来可能打破震荡的驱动因素或包括，债基赎回费新规落地、月底公布央行买债规模、11月经济数据公布等。单边策略上建议暂时观望。期现策略，适当关注2603合约正套策略。

## 【贵金属】

### ◆贵金属：褐皮书显示美国经济就业前景不乐观 降息预期进一步升温带动贵金属走高

#### 【市场回顾】

美联储褐皮书公布显示报告的十二个地方联储中经济活动自上次报告以来变化不大，不过有两个地区指出出现了温和的下滑，有一个地区报告了温和的增长。消费者总体支出进一步下降，但高端零售支出仍保持韧性。一些零售商指出，政府停摆对消费者购买产生了负面影响。在联邦税收抵免到期后，汽车经销商报告电动汽车(EV)销量下降。贷款需求和房屋销售活动分化各地呈现分化。值得注意的是，报告期内就业人数略有下降，约一半的地区表示劳动力需求疲软，少数企业指出，AI取代了入门级职位，生产率提高抑制新招聘需求。美国9月耐用品订单环比初值增长0.5%，与市场预期持平，但较8月的2.9%明显放缓，在高利率、高关税环境下大宗订单动能趋弱。扣除运输项目后的耐用品订单环比初值上升0.6%，显著高于市场预期的0.2%，也优于修正前前值0.3%的表现。核心指标显示美国制造业需求展现出较市场预期更强的韧性。截至11月22日当周，美国首次申请失业救济人数减少6千人至21.6万人，创4月中旬以来新低。而11月15日当周续请失业救济人数小幅上升至196万人反映失业者再就业难度持续增加。

欧洲央行在周三发布的半年度《金融稳定评估报告》中指出该地区的金融稳定面临“高”风险，因为资产估值过高、容易出现剧烈调整，而一些国家面临的财政挑战可能会考验投资者的信心。报告表示：“市场情绪可能因例如增长前景恶化或人工智能(AI)采用方面令人失望的消息而突然转变。”

据报道，日本首相高市早苗政府计划发行至少11.5万亿日元(约合735亿美元)的新债券，为上周公布的经济刺激方案提供资金。该补充预算案预计将于本周五在日本内阁会议上获得批准。

隔夜，美联储公布最新经济褐皮书显示近期美国各地区经济活动基本没有变化但一些地区消费就业出现疲软，政府停摆和关税等影响持续发酵，市场降息预期不断升温，美股等风险资产持续回升，贵金属进一步走高。国际金价早段拉升后维持高位震荡期间突破阶段阻力最高至4173美元，收盘报4162.35美元/盎司，涨幅0.79%；国际银价受到流动库存偏紧影响走势相对黄金更强持续震荡上行至53美元上方，收盘报53.31美元/盎司，涨幅3.6%。

#### 【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。金价突破前期阻力有望进一步涨至4200美元以上。

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。白银跟随黄金波动且受到库存紧张影响相对强势，短期若波动上升多单可继续持有。

#### 【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。

## [有色金属]

### ◆铜：降息预期走强，社会库存去化

【现货】截至11月26日，SMM电解铜均价86655元/吨，SMM广东电解铜均价86705元/吨，分别较上一工作日+45.00元/吨、+205.00元/吨；SMM电解铜升贴水均价80元/吨，SMM广东电解铜升贴水均价120元/吨，分别较上一工作日0.00元/吨、0.00元/吨。据SMM，铜价企稳86000元/吨附近，下游回到刚需采购阶段。

【宏观】①美国多家媒体25日援引相关官员表态报道，乌克兰已原则同意美国提出的和平协议，但仍一些关键、更具争议的内容将留待美乌两国总统决定。②随着金融市场因流动性紧张而抛压加剧，包括“三把手”纽约联储威廉姆斯等更有话语权的官员发声支持降息并安抚市场，使12月降息25个BP的概率重新回到80%。

【供应】铜矿方面，铜精矿现货TC低位运行，截至11月26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24日，LME铜库存15.66万吨，日环比+0.08万吨；截至11月25日，COMEX铜库存41.59万吨，日环比+0.65万吨；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】12月降息概率走高，社库持续去化，昨日铜价震荡偏强。(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，随着金融市场因流动性紧张而抛压加剧，美联储官员持续发声支持降息并安抚市场，12月降息概率再度走高，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85500-87500

【短期观点】震荡

### ◆氧化铝：行业利润持续收缩，盘面即将考验2700关口

【现货】：11月26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25日氧化铝仓单总注册量25.79万吨,环比前一周+0.21万吨。

**【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:减仓速度放缓,预计铝价短期维持震荡

**【现货】**: 11月26日,SMM A00铝现货均价21400元/吨,环比-40元/吨,SMM A00铝升贴水均价-20元/吨,环比-10元/吨,市场活跃度和实际成交一般。

**【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26日,LME铝库存54.2万吨,环比前一日-0.2万吨。

**【逻辑】**: 昨日电解铝市场呈现减仓震荡,但减仓速度较近期放缓,短期下跌动能有所减弱。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,同时美联储降息预期再度提升稳固了金融属性支撑。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21300-21800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21300-21800,盘面若继续减仓,短期仍有下行空间

**【观点】**: 宽幅震荡

#### ◆铝合金:废铝供应偏紧,需求维持韧性

**【现货】**: 11月26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26日铸造铝合金仓单总注册量6.30万吨，环比前一周增加0.21万吨。

**【逻辑】**：近期铸造铝合金市场呈现高位回调后的企稳态势，当前SMM华东ADC12价格持稳于21350元/吨，市场交投氛围趋于平稳。成本端支撑依然显著，尽管废铝价格随铝价有所回调，但华东地区多种型号废铝供应持续偏紧，贸易商惜售情绪仍存，导致再生铝厂采购承压。供应端受原料短缺制约，产能释放持续受限，而需求端在年底冲量及政策订单前置效应支撑下展现韧性，部分低库存企业逢低补库，但高价仍抑制整体采购意愿。进口市场方面，海外ADC12报价维持在2600-2630美元/吨，进口即时亏损扩大至500元/吨附近，窗口持续关闭，进口补充有限。综合来看，ADC12价格在成本支撑与需求韧性下预计维持震荡格局，主力合约参考区间20500-21000元/吨，后续需重点关注废铝供应改善情况及下游采购节奏变化。

**【操作建议】**：主力参考20500-21000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，下游观望情绪浓厚

**【现货】**11月26日，SMM0#锌锭平均价22400元/吨，环比0元/吨；SMM0#锌锭广东平均价22340元/吨，环比-10元/吨。据SMM，市场出货量不多，贸易商继续挺价，现货升水转为走高，盘面维持震荡，但下游观望情绪浓厚。

**【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26日，上海锌锭现货升贴水55元/吨，环比+15元/吨，广东现货升贴水-20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26日，LME锌库存4.99万吨，环比+0.19万吨。

**【逻辑】**降息预期改善，昨日锌价震荡偏强运行。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，强基本面下锡价偏强震荡

【现货】11月26日，SMM 1# 锡 295200 元/吨，环比不变；现货升水 250 元/吨，环比下跌 350 元/吨。沪锡日内小幅拉涨，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，多反馈价格回升，下游询价挂单意愿较淡，多持观望情绪，市场整体交投表现较为冷清。

【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，尤其在与新能源汽车、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26日，LME库存3125吨，环比增加40吨；上期所仓单6185吨，环比增加92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，尤其在与新能源汽车、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，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】前期多单继续持有，回调低多思路

【近期观点】宽幅震荡

#### ◆镍：盘面维持小幅修复，上游部分减产和低估值驱动

【现货】截至11月26日，SMM1#电解镍均价119850元/吨，日环比上涨1300元/吨。进口镍均价报117800元/吨，日环比上涨1100元/吨；进口现货升贴水400元/吨，日环比下跌100元/吨。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，企业逢低采买，“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26日，LME镍库存254520吨，周环比减少1326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】**昨日沪镍盘面继续向上小幅修复，经历前期的震荡寻底估值位置比较偏低，叠加上游陆续出现减产信号，市场情绪有所好转。宏观方面，金融市场流动性紧张抛压，美联储12月加息25个bp的预期再度提升，目前市场情绪暂稳。产业层面，金川资源市场现货偏紧，现货升水继续上涨，其余各品牌精炼镍现货升贴水稳中有跌，部分贸易商开始更换报价合约至沪镍2601。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，利润挤压之下部分铁厂已有减产止损的心理操作。不锈钢需求仍偏淡，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：盘面窄幅震荡为主，原料持续承压需求不足

**【现货】**据Mysteel，截至11月26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12700元/吨，日环比持平；基差415元/吨，日环比下跌50元/吨。

**【原料】**矿端消持稳为主，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26日不锈钢期货库存63765吨，周环比减少4545吨。

**【逻辑】**昨日不锈钢盘面窄幅震荡，目前价格仍处于近期相对低位，现货市场下游后市信心不足，采购谨慎多小单试探，交投氛围逐步回落。宏观方面暂稳，金融市场流动性紧张抛压，美联储12月加息预期再度提升；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，最新成交价880元/镍（到厂含税）。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。短期低估值之下盘面有一定修复但是驱动仍有限，预计震荡为主，主力运行区间参考12300-12700，后续关注钢厂减产情况和镍铁价格。

【操作建议】主力参考12300-12700

【短期观点】震荡调整

#### ◆碳酸锂：盘面日内波动明显放大，资金分歧可能加剧

【现货】截至11月26日，SMM电池级碳酸锂现货均价9.28万元/吨，工业级碳酸锂均价9.04万元/吨，日环比均上涨750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，日环比均上涨150元/吨。昨日锂盐现货报价上涨，贸易成交前几日短暂恢复后转冷，目前下游观望心态居多。

【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】昨日碳酸锂盘面宽幅震荡，早盘高开后一路上涨，临近中午盘面快速走弱，日内振幅较大，主力目前已经切换至05合约，日内主力增仓量较大，1-5价差扩大，截至收盘主力LC2605上涨1.45%至96340。消息面上，11月25日，西藏矿业表示，扎布耶二期项目已于9月底正式生产，且在冬季基本可实现不停产，扎布耶二期项目设计年产电池级碳酸锂9600吨、工业级碳酸锂2400吨。近期基本面变动不大维持供需两旺，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，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。从昨日盘面表现来看资金情绪仍比较强，近期盘面在9万附近表现出韧性，但目前实质新增驱动也有限，后续市场分歧可能加大，预计短期盘面宽幅震，日内波动放大。

【操作建议】观望为主

【短期观点】宽幅震荡

#### ◆多晶硅：多晶硅现货维稳，正向市场结构加深，建议谨慎交易

【现货价格】11月26日，据SMM统计多晶硅N型复投料报价为52.25元/千克，不变。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

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，硅片价格下跌，组件价格上涨，中游硅片及电池片环节较弱。多晶硅期货震荡上行，主力合约报收55895元/吨，上涨1165元/吨。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。仓单进一步减少后维稳，反向市场结构加深。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，反向市场结构仍将保持。考虑到目前期货市场已逐步升水现货，建议谨慎交易。期权端sell put可获利平仓，若有跨式可持有。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：工业硅现货企稳，期价震荡为主

**【现货价格】**11月26日，据SMM统计，华东地区通氧Si5530工业硅市场均价9500元/吨，不变；Si4210工业硅市场均价9750元/吨，不变；新疆99硅均价8900元/吨，不变。

**【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至40425手，折合20.21万吨，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】**工业硅现货企稳，期货价格震荡为主，上涨60元/吨至9020元/吨，收小阳线。华东Si4210工业硅升水增加，可关注套利窗口。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。目前现货累库但仓单持续下降。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：原料偏弱，钢价维持震荡走势

##### 【现货】

现货稍有走弱，基差走弱。唐山钢坯-10至3050元。上海螺纹-10至3070元/吨，1月合约基差-29元/吨；热卷维稳至3300元每吨，基差-4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。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+8万吨至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】**

夜盘双焦再次走弱，拖累钢矿。周三钢谷网数据钢厂减产去库，表需回落。原料偏弱走势，铁矿到了800元附，双焦尚未企稳，预计钢价维持震荡走势。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，但原料尚未企稳，预计钢价在区间内中枢回落走势，螺纹参考3000-3200区间，热卷波动参考3250-3400区间。

**◆铁矿石：发运下降，到港回升，港存微升，铁水微降，铁矿震荡运行。****【现货】**

截至11月26日收盘，主流矿粉现货价格：日照港PB粉+3元/吨至798元/吨，卡粉+1.0元至890元/吨。

**【期货】**

以收盘价统计，铁矿主力合约+3(+0.38%)，收于797元/吨，铁矿远月2605合约+4(+0.52%)收于773.5，1-5价差走弱至23.5，SGX铁矿掉期价格+0.85美元/吨(+0.80%)至105.75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811元/吨、846.9元/吨、862.1元/吨和845.6元/吨。01合约卡粉、PB粉、巴混和金布巴基差分别是14元/吨、49.9元/吨、65.1元/吨和48.6元/吨。

**【需求】**

截至11月26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26日，上周全球发运环比下降，到港量回升。全球发运3278.4万吨，周环比-238万吨。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26日，港口库存小幅累库，日均疏港量环比回升，钢厂进口矿库存环比下降。45港库存15101.54万吨，环比+46.9万吨；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】**

昨日铁矿期货偏强运行。供给端，上周铁矿石全球发运量环比下降，45港到港量大幅回升。需求端，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

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，港口库存小幅累库，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，震荡运行。单边观望。

◆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26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1.5 (-0.14%)至1084.5，焦煤远月2605合约下跌7.5 (-0.63%)至1176.5，1-5价差走强至-92.0。S1.3 G75山西主焦煤(介休)仓单1380元/吨，环比持平，基差+295.5元/吨；S1.3 G75主焦煤(蒙5)沙河驿仓单1200元/吨(对标)，环比-23元/吨，蒙5仓单基差+115.5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.%，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】

昨日焦煤期货呈震荡偏弱走势，现货转弱呈现共振下跌。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，动力煤市场高位略降，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。有传交易所约谈部分焦煤空头，但大跌主要原因还是多头对于仓单质量的担忧。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，套利推荐焦煤1-5反套。

◆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26日收盘，焦炭期货震荡下跌，夜盘延续偏弱走势，焦炭主力2601合约下跌24.0 (-1.46%)

至1619.0，远月2605合约下跌23.5（-1.31%）至1765.0，1-5价差走弱至-146.0。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+91.0；日照准一级冶金焦贸易价格报1460元/吨，环比-10元/吨，对应港口仓单1613元/吨（对标），基差+6.0。

#### 【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】

昨日焦炭期货震荡下跌走势，夜盘延续弱势，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，港口价格提前下跌。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，套利推荐焦炭1-5反套。

## 【农产品】

### ◆粕类：盘面窄幅震荡，市场等待新的交易题材

#### 【现货市场】

豆粕：11月26日，国内豆粕现货市场价格稳中上调，其中天津市场3060元/吨，涨10元/吨，山东市场3000元/吨，涨10元/吨，江苏市场2980元/吨，持稳，广东市场2970元/吨，持稳。成交方面，全国主要油厂豆粕成交12.03万吨，较前一交易日减2.23万吨，其中现货成交4.53万吨，较前一交易日减3.73万吨，远月基差成交7.50万吨，较前一交易日增1.50万吨。开机方面，今日全国动态全样本油厂开机率为62.35%，较前一日上升2.08%。

菜粕：11月26日全国主要油厂菜粕成交0吨。全国菜粕市场价格涨10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】

美国农业部作物进展周报：截至周日（11月23日），美国大豆收获进度为100%，一周前95%。

美国财政部长斯科特·贝森特：周二援引中国将在未来三年半内购买8750万吨美豆的协议表示，中国购买美国大豆“正按计划进行”。

巴西外贸秘书处（SECEX）：11月份前三周巴西大豆出口步伐显著高于去年同期水平。11月1日至21日，巴西大豆出口量为336.6万吨，去年11月份为255.3万吨。11月迄今日均出口量为240,452吨，同比增长78.9%，上周为增长71.3%。

巴西国家商品供应公司（CONAB）：截止2025年11月22日，巴西2025/26年度大豆播种进度为78.0%，  
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

高于一周前的 69.0%，高于五年同期均值 75.8%，但低于去年同期的 83.3%。

### 【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，美豆供需宽松格局未变，上方存压。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。南美新作大豆丰产预期强，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。继续国内采购美豆动向，豆粕维持震荡看法。

## ◆ 生猪：供应压力仍存，关注产能去化逻辑

### 【现货情况】

现货价格震荡偏弱运行。昨日全国均价 11.29 元/公斤，较前一日下跌 0.16 元/公斤。其中河南均价为 11.35 元/公斤，较前一日上涨 0.01 元/公斤；辽宁均价为 11.14 元/公斤，较前一日下跌 0.14 元/公斤；四川均价为 11.56 元/公斤，较前一日持平；广东均价为 12.01 元/公斤，较前一日下跌 0.35 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，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。近期西南腌腊已陆续开启，但市场需求支撑有限，大猪价格疲软，现货表现较差。近期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。农业部公布 10 月能繁母猪数量，存栏下滑至 3990 万头，盘面产能去化逻辑仍在交易，策略上月间反套可继续持有，当前各合约均有企稳反弹迹象，但现货短期压制仍在，关注其持续性。

## ◆ 玉米：现货区域分化，盘面短期偏强

### 【现货价格】

11 月 26 日，东北三省及内蒙主流报价 2000-2160 元/吨，较昨日稳定；华北黄淮主流报价 2190-2250 元/吨，较昨日稳定。港口玉米价格继续上涨，25 年 15% 水二等新季玉米收购价 2210-2225 元/吨，较昨日上涨 10-20 元/吨。其中锦州港 15% 水二等新玉米收购价 2210-2225 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 2210-2225 元/吨左右，汽运日集港 1 万吨左右。装船需求较好，现货报价偏强。15% 水一等新玉米装箱进港 2260-2280 元/吨，15% 水二等新玉米平仓价 2290-2310 元/吨，较昨日上涨 10-30 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%。

据 Mysteel 调研显示，截至 2025 年 11 月 21 日，广东港内贸玉米库存共计 28.4 万吨，较上周增加 1.10 万吨；外贸库存 31.5 万吨，较上周减少 4.00 万吨；进口高粱 28.1 万吨，较上周减少 5.30 万吨；进口大

麦53.4万吨，较上周减少9.00万吨。

#### 【行情展望】

东北地区港口价格偏强，看涨氛围浓厚，基层售粮积极性一般，叠加东北物流受限和收储支撑，价格偏强运行；华北地区因前期价格上涨，基层出货积极性增加，深加工到车辆保持高位，但受优质玉米少量和下游低库存补库需要，价格整体偏稳局部下滑，关注上量持续性。需求端，深加工库存补库积极性尚可；饲料企业库存偏低补库意愿增加，但以安全库存为主随用随采，长期建库积极性不佳。综上，短期供需错配及市场惜售下盘面保持坚挺，不过价格冲高后获利了结及市场约有8成粮待售，需警惕集中售粮带来的价格承压。关注玉米上量节奏及市场心态变化。

### ◆ 白糖：原糖价格维持偏空格局，国内底部震荡

#### 【行情分析】

洲际交易所(ICE)原糖期货收高，投资者关注巴西甘蔗产出数据。市场正等待巴西中南部地区11月上旬的糖产量数据，该数据预计将在未来几日内公布。S&P Global Commodity Insights对10名分析师进行的一项调查显示，巴西中南部地区11月上半月的糖产量预计将较上年同期增长18.9%，至107.5万吨。甘蔗压榨预计将增加14.9%，至1,885万吨。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，贸易终端观望情绪增加，按需采购为主。预计本周维持底部震荡偏弱格局。

#### 【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(NFCSF)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)棉花期货攀升至逾一周高位，在周四美国感恩节假期前交易活动放缓。美国农业部周二公布的出口销售报告显示，10月9日止当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增15.76万包，较之前一周减少21%，较四周均值增加1%。当周，美国下一市场年度棉花出口销售净增0包。当周，美国棉花出口装船为13.93万包，较之前一周减少12%，较四周均值增加4%。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 26 日，郑棉注册仓单 2317 张，较上一交易日减少 2 张；有效预报 1672 张，仓单及预报总量 3989 张，折合棉花 15.96 万吨。

11 月 26 日，全国 3128 皮棉到厂均价 14806 元/吨，跌 20.00 元/吨；全国 32s 纯棉纱环锭纺价格 21352 元/吨，平；纺纱利润为 -934.6 元/吨，涨 22.00 元/吨；原料棉花价格微跌，纺企纺纱即期利润增加。

## ◆ 鸡蛋：蛋价有稳有涨，整体压力仍大

### 【现货市场】

11 月 26 日，全国鸡蛋价格多数稳定，个别稍弱，主产区鸡蛋均价为 2.93 元/斤，较昨日价格持平。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，根据 Mysteel 鸡蛋团队对全国 10 个地区、31 个产区市场的最新调查数据显示，2025 年 11 月 26 日，全国生产环节库存为 1.06 天，较昨日持平。流通环节库存为 1.32 天，较昨日持平。

### 【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：小幅反弹，关注后市回调风险

连豆油先跌后涨，1 月合约在夜盘最低下跌至 8080 元，已经接近了日线下轨 8060 元，下方支撑加强。今日国际油脂均反弹（国际原油、BMD 棕榈油与 CBOT 豆油），提振了连豆油今日上涨。1 月合约报收在 8150 元，与昨日收盘价相比上涨 6 元。现货略涨，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 8430 元/吨，较昨日上涨 10 元/吨，江苏地区工厂豆油 11 月现货基差最低报 2601+280。广东广州港地区 24 度棕榈油现货价格 8420 元/吨，较前一日上涨 90 元/吨，广东地区工厂 10 月基差最低报 2601-20。

### 【基本面消息】

马来西亚棕榈油协会（MPOA）称，2025 年 11 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 3.24%，其中马来西亚半岛的产量环比增加 3.30%，沙巴的产量环比增加 2.65%；沙捞越的产量环比增加 4.49%；东马来西亚的产量环比增加 3.17%。

马来西亚南部棕榈果厂商公会（SPPOMA）数据显示，11 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比增加 5.49%，其中鲜果串（FFB）单产环比增加 3.34%，出油率（OER）环比增加 0.41%。

船运调查机构 ITS 公布数据显示，马来西亚 11 月 1-25 日棕榈油出口量为 1041935 吨，较 10 月 1-25 日出口的 1283814 吨减少 18.8%。其中对中国出口 11.2 万吨，较上月同期减少 0.45 万吨。

监测数据显示 11 月 26 日，马来西亚 24 度报 1020 涨 7.5 美元，理论进口成本在 8918-9002 元之间，进口成本上涨 28 元。和港口现货对比来看，理论亏损幅度较缩小了 53-62 元不等。其中天津亏损幅度在 452 元，广州亏损幅度在 498 元。

### 【行情展望】

棕榈油方面，受基本面上产量维持增长以及出口持续放缓的担忧和影响，预期月末库存仍有增长的空间，或将抑制马棕的反弹空间和持续时间。在短暂反弹或弱势震荡后仍有继续趋弱下探的风险。国内方面，大连棕榈油期货市场低开高走展开低位反弹走势，短线经过短暂或弱势反弹后，仍有跟随马棕走势重新趋弱下跌的压力。不排除后市在马棕下探3900令吉的拖累和带动下，连棕油有承压下探8000元大关的可能和风险。豆油方面，美国的生物柴油政策不明朗，美国大豆出口前景不确定，短线关联油脂影响CBOT豆油走势，CBOT豆油短线仍有一定上涨空间，不过涨幅有限，上方关注52美分压力。国内方面，工厂豆油供应充足，上周末工厂豆油库存周环比增加3万吨，工厂大豆库存增加15万吨至780万吨，仍处于2021年来同期的最高水平。船期预报显示，11月大豆进口量在1000万吨附近，12月在900万吨附近。工厂开机率将继续维持高位，在春节备货启动之前，工厂豆油库存仍有增加可能。不过，油厂挺价心理依旧较为强劲，现货基差报价波动空间不大。

### ◆ 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3-4成左右，产区价格弱稳运行。阿克苏地区通货主流价格参考4.80-5.30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6.20-7.20元/公斤，目前成交少量，货源转移进度较慢，若羌、和田以及末地区收购结束，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26日，河北崔尔庄市场停车区到货少量，交易以新货为主，新季采收后逐步回厂加工，参考新货特级价格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，下游客商按需采购。广东如意坊市场到货7车，价格暂稳运行，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，一般货市场接受度较差，下游客商按需拿货，早市成交一般。

#### 【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，且受期货下滑影响产区通货价格随之偏弱，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，盘面保持低位偏弱震荡，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26日，亚洲PX价格上涨，原料端回吐风险溢价下行。不过日内市场传闻华东某PX大厂前道CDU有检修，下游产品变动尚不明确，但一定程度支撑市场氛围。现货方面，1/2现货维持在C结构，月差小幅走扩至-3。市场商谈成交气氛一般，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827/833商谈，2月在830/833商谈。一单一月亚洲现货在828成交。(摩科瑞卖给BP)。(单位：美元/吨)

#### 【利润方面】

11月26日，亚洲PX上涨3美元/吨至829美元/吨，折合人民币现货价格6765元/吨；PXN至269美元/吨附近。

#### 【供需方面】

供应：截止11月21日，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】

近期部分歧化装置有变动，不过部分工厂依靠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，叠加油价整体支撑偏弱且PX自身短期供需偏弱，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26日，PTA期货小幅收涨，现货市场商谈氛围尚可，现货基差偏强。个别主流供应商出货，本周下周在01贴水30~35附近商谈成交，价格商们谈区间在4600~4660附近。12月中旬及下旬在01贴水25~30附近成交，个别略低。主流现货基差在01-31。

#### 【利润方面】

11月26日，PTA现货加工费至204元/吨附近，TA2601盘面加工费247元/吨，TA2603盘面加工费252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26日，涤丝价格重心继续局部调整，有涨有跌，产销有所回落。当前涤丝工厂权益库存和在库库存压力都不大，但月末仍有一定的出货需求，工厂或维持小幅优惠让利出货操作为主。终端新订单氛围偏弱下，后市加弹、织造开机率有下行风险，涤丝的刚需预期趋弱；但因印度BIS放开，涤丝出口订单会有所跟进，整体需求仍有一定支撑。不过供给上因新产能投放且负荷偏高，整体供需趋弱的格局基本成形。

#### 【行情展望】

近期PTA供应减量较预期增加，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基差阶段性修复为主。平衡表来看，12月PTA供需预期偏紧；不过1季度PTA供需预期整体偏宽松。绝对价格来看，短期供需偏紧格局下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26日，短纤现货方面工厂报价维稳，期现及贸易商多维稳走货，半光1.4D主流商谈在6200~6400区间，贸易商及期现商成交依旧较少，工厂销售回落，截止下午3:00附近，平均产销44%。

**【利润方面】**

11月26日，短纤现货加工费至1041元/吨附近，PF2601盘面加工费至984元/吨，PF2602盘面加工费至946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】**

短纤供需整体延续偏弱格局。尽管近期短纤现货加工费有所压缩，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。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26日，内盘方面，上游原料期货小幅收涨，聚酯瓶片工厂报价多稳，局部下调20-30元附近。日内聚酯瓶片市场成交气氛偏淡，品牌不同价格高低差距较大。11-1月订单多成交在5680-5780元/吨出厂不等，少量略低5600-5670元/吨出厂附近，少量略高5800元/吨出厂附近。出口方面，聚酯瓶片工厂出口报价维持稳定。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26日，瓶片现货加工费431元/吨附近，PR2601盘面加工费373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26日，乙二醇价格重心震荡调整，市场商谈偏弱。上午乙二醇盘面区间震荡，基差表现偏弱，现货商谈成交至01合约升水18-27元/吨附近；午后盘面延续震荡，场内买盘偏少，基差继续走弱，本周现货基差低位成交至01合约升水10-12元/吨附近。美金方面，日内乙二醇外盘重心震荡回升，上午近期船货商谈在458-460美元/吨附近，午后商谈重心走高至464-465美元/吨附近，日内近期船货在463美元/吨附近成交。

**【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，且中化泉州检修，后续仍有富德能源执行检修，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，纯苯反弹承压

#### 【现货方面】

11月26日，今天纯苯市场价格重心略涨，日内原油价格止跌同时，浙江石化重整计划检修以及歧化装置减产力度加大等利好提振，纯苯商谈重心上涨，但尾盘受原油及石脑油下跌影响，略有回落，整体价格指数环比仍表现上涨，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%)。本周期无棣鑫岳重整、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：供需预期好转且意外检修增加，但反弹受限

#### 【现货方面】

11月26日，华东市场苯乙烯市场冲高震荡，港口库存走高，浙江石化上游装置检修带动芳烃类价格走高，随着月底纸货交割，带动补空成交，整体交投气氛好转，下游高价采购跟进乏力，苯乙烯行业利润修复，整体货源供应充足。据PEC统计，至收盘现货6550~6590(12合约+70~80)，12月下6580~6640(12合约+115)，1月下6610~6660(01合约+115)，单位：元/吨。

#### 【利润方面】

11月26日，非一体化苯乙烯装置利润至69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；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，整体驱动有限。后续关注苯乙烯装置变动及实际出口成交情况。短期EB01震荡整理对待。

### ◆ LLDPE：整体成交偏弱，现货阴跌

【现货方面】华北6700(-40)/01-10(+10)华东6870(-10)/01+160(+40)华南6950(-10)/01+240(+40)线性华北仓单成交在青州01-10~-20，临沂01+20，基差库存基本清完；京津冀仓单01-10~-30成交一般。华东华南定价货为主，暂无低价货源，基差偏强。

#### 【供需库存数据】

供应：产能利用率 84.17% (+0.97%)。

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】** 观望

#### ◆ PP：意外检修偏多，往下空间不大

**【现货方面】** 拉丝浙江厂/库提 6320 (01+50, +20) 拉丝江苏 库提 6210 (01-50, +20) 华北一区送到 6180 (01 - 80, +20) 华北临沂 送到 6230 (01 - 70, +30) 华南珠三角送到 6400 (01 + 140, +10)

**【供需库存数据】**

供应：产能利用率 77.45% (-)。

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：港口走强，成交活跃

**【现货方面】** 现货成交：2080-2100 (+30)，现货成交 01-5 到 -8 (+7)。今日甲醇期货高位震荡。现货及月内按需采购，基差坚挺，远月纸货个别单边逢高出货，买盘期现套为主，午后买气好转，基差略有走强，各周期换货思路延续。全天整体成交活跃。

**【供需库存数据】**

供应：全国开工 76.25% (-0.29%)，非一体化开工 68.34% (-0.4%)，国际开工 77.43% (-0.08%)

需求：MTO 开工率 87.02% (+0.22%)，阳煤检修，鲁西降负

库存：截止 11 月 26 日：内地累 1.5 万吨，港口去库 11.58 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】** 05MTO 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

以山东地区为基准，11 月 24 日山东省内液碱市场走货不畅，多数企业暗降出货，主要下游卸车不畅，周末压价 10 至 710 采购后，省内各厂价格继续跟跌，低价甚至跟主要下游同价。

**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，或个别企业检修回货，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生产企业整体开工负荷预期环比小增，需求表现淡稳，外贸出口增量未能持续，行业供需基本面承压，库存压力仍居高位；产业底部成本支撑偏强，然行业宏观等预期表现欠佳，盘面预期维持弱势震荡，预期PVC现货市场华东地区电石法五型现汇库提价格在4400-4520元/吨区间波动。

#### 【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】

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，盘面偏弱运行

### ◆ 玻璃：湖北产线冷修带动盘面偏强，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：

截至本周国内纯碱产量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：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：近期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，月间15反套思路

#### ◆ 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26日，杯胶51.37(-0.43)泰铢/千克，胶乳57.00(0)泰铢/千克，云南胶水收购价14100(+100)元/吨，海南民营胶水16000(+100)元/吨，青岛保税区泰标1830(0)美元/吨，泰混14550(0)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据泰国11月25日消息，泰国橡胶管理局(RAOT)局长称，席卷泰国湾、泰国南部和安达曼海的东北季风强度增强。泰国湾和安达曼海的强浪导致泰国南部多地出现强降雨，部分地区自17日起至今持续遭受特大暴雨袭击。这导致素叻他尼府、宋卡府、洛坤府、博他仑府、董里府、春蓬府和沙敦府七个府发生洪灾。

根据初步调查，至少有1300万莱的橡胶种植园受到影响，橡胶产量损失超过2万吨。南部是泰国最大的橡胶种植和生产区，也是世界领先的橡胶出口地。由于持续降雨导致农民无法割胶，割胶设备受损，预计这些因素可能导致橡胶短缺。

【逻辑】供应方面，国内产区逐渐进入减产停割季，泰南及越南洪水消退尚需时间，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，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26日，丁二烯山东市场价7225(+75)元/吨；丁二烯CIF中国价格820(+0)美元/吨；顺丁橡胶(BR9000)山东齐鲁石化市场价10400(-100)元/吨，顺丁橡胶-泰混价差-4150(-100)元/吨，基差40(-190)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26日，丁二烯港口库存47300吨，环比+7500吨；顺丁橡胶厂内库存为26900吨，较上期+270吨，环比+1%；贸易商库存为5540吨，较上期+660吨，环比+13.5%。

#### 【资讯】

隆众资讯11月26日报道：据统计，丁二烯华东港口最新库存47300吨左右，较上周期继续增加7500吨。周期内进口船货正常到港，且部分贸易量在售，影响丁二烯库存处于增量趋势。

#### 【分析】

11月26日，BR跟随天胶波动，日内走强，合成橡胶主力合约BR2601尾盘报收10360元/吨，涨幅+0.44%（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