

宏观金融类

股指

【行情资讯】

重要消息：1、报告预测，未来 10 年，全球算力将达到当前 70 倍以上；太空数据中心有望形成多场景支撑新型产业链；2、随着人工智能基础设施建设的需求激增，全球存储芯片短缺的情况正在加剧。机构预测，到 2026 年第二季度之前，存储芯片价格预计将在当前基础上再上涨约 50%；3、工信部组织召开动力和储能电池行业制造业企业座谈会，加快推出针对性政策举措，依法依规治理动力和储能电池产业非理性竞争；4、现货白银突破 55 美元刷新记录新高 受到多重利好因素支撑。

经济与企业盈利：1、国家统计局：10 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.9%，社会消费品零售总额同比增长 2.9%，全国固定资产投资同比下降 1.7%；2、10 月官方制造业 PMI 为 49.0，前值 49.8，剔除国庆假期因素，也低于预期，供需端皆有所回落，供给端回落更大；3、2025 年 10 月份 M1 增速 6.2%，前值 7.2%。M2 增速 8.2%，前值 8.4%，主要受基数及财政转移支付减少的影响。10 月份社融增量 8161 亿元，同比少增 5959 亿元，政府债发行前置及居民贷款减少是主因；4、2025 年 9 月份美元计价出口同比增长-1.1%，前值 8.3%，预期 3.0%；5、国家统计局：10 月份各线城市商品住宅销售价格环比下降。

利率与信用环境：本周 10Y 国债利率及信用债利率均有所反弹，信用利差小幅扩大，流动性维持宽松状态。

【策略观点】

小结：经过前期持续上涨后，叠加海外美股调整影响，市场风险偏好有所降低，短期指数面临一定的不确定性。但从大方向看，政策支持资本市场的态度未变，中长期仍是逢低做多的思路为主。

国债

【行情资讯】

经济及政策：11 月 PMI 数据显示，供需两端均有所回暖，但制造业 PMI 仍处于荣枯线下，服务业下滑明显，表明内需仍有待提振。新型政策性金融工具未能完全对冲地产下行的冲击，当前需求恢复的动力不足，经济内生修复态势仍待巩固。出口方面，10 月出口数据低于预期，对美出口回落而非美地区出口增速维持韧性。四中全会强调坚决实现全年经济社会发展目标，考虑到今年前三季度经济增速较高，因此今年实现目标的压力不大，政策面可能更多关注与明年的衔接性政策，四季度加码的必要性不强。海外方面，11 月美元流动性偏紧，后续观察通胀以及就业数据对 12 月降息的指示。

1、国家统计局公布数据显示，1—10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 59502.9 亿元，同比增

长 1.9%。

2、国家发展改革委新闻发言人李超 27 日表示，关于“两重”建设，去年和今年分别安排 7000 亿元、8000 亿元超长期特别国债支持 1465 个、1459 个“硬投资”项目建设，充分体现战略性、前瞻性、全局性；同步推进规划编制、政策制定和体制机制创新，出台实施一系列“软建设”务实举措。总的来看，“两重”建设充分衔接“十四五”和“十五五”时期的重大任务，充分彰显了集中力量办大事的制度优势。

3、消息人士称，日本央行通过调整沟通方式，为最快在 12 月加息的可能做准备；日本央行在 12 月加息还是推迟到明年 1 月再加息的决定仍悬而未决。

4、11 月 25 日，外交部回应中美元首通话的成果：此次通话是由美方发起的。通话的氛围是积极的、友好的、建设性的，两国元首就共同关心的问题进行沟通，对于中美关系稳定发展十分重要。

5、央行公告称，为保持银行体系流动性充裕，2025 年 11 月 25 日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 10000 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

6、日本财政部宣布修订债券发行计划。日本将在 2025 财年增加 3000 亿日元的两年期债券发行。日本将在 2025 财年增加 3000 亿日元的 5 年期债券发行。日本将 2025 财年国债发行规模提高 6.3 万亿日元。

8、现房销售制度，是构建房地产发展新模式的关键举措。全国多地正在研究谋划现房销售支持政策，有力有序推进现房销售试点，力争进一步提高现房销售占比。

流动性：本周央行进行 15118 亿元逆回购、10000 亿元 MLF 操作，有 18297 亿元逆回购、9000 亿元 MLF 到期，本周净回笼 2179 亿元，DR007 利率收于 1.47%。

利率：1、最新 10Y 国债收益率收于 1.84%，周环比+2.28BP；30Y 国债收益率收于 2.18%，周环比+2.45BP；2、最新 10Y 美债收益率 4.02%，周环比-4.00BP。

【策略观点】

基本面看，11 月 PMI 数据显示制造业景气度总体改善，供需两端均有所好转，但服务业景气偏弱，需求端动能仍有待加强，后续关注新型政策性金融工具以及债务结存限额增量对于四季度增速的带动作用。社融增速 10 月份下行，在四季度高基数、地产承压及政府债增速下行的影响下，年底社融增速可能偏弱状态仍将延续。资金情况而言，央行加量续作买断式逆回购，资金呵护态度维持。总体四季度债市供需格局或有所改善，短期信用事件以及基金费率新规预期导致债市触发部分赎回，但总体风险可控，当前市场在内需弱修复而通胀预期转好的多空交织背景下总体维持震荡，节奏上关注股债联动以及流动性的影响。

贵金属

【行情资讯】

在上周，外媒报道称现任白宫经济委员会主任哈塞特已经成为下一任美联储主席最为热门的人选。哈塞特是特朗普的“忠实盟友”，他的主席任命将会使得特朗普的意图被完整带入美联储，极大地冲击其货币政策独立性。他在本月曾表示，“若自己当前即是美联储主席，现在就会进行降息操作”。此外，特朗普政策团队成员美国财政部长贝森特和现任联储理事米兰都表达了需要让美联储在购买美国国债的同

时进行“自然缩表”，意在全面削弱美联储对于经济的影响力。若哈塞特在下个月正式被提名为新任美联储主席，则市场会进一步交易美联储独立性和影响力减弱对于美元信用的冲击。在哈塞特人选传闻出现后，市场对于12月议息会议降息25个基点的概率预期上升至80%以上。

白银本身所具备的价格运行特征及持仓和库存水平显示，当前白银已经进入加速冲顶阶段：回顾2019年、2020年以及2024年白银价格的大幅上涨行情，我们可以看到，联储货币政策驱动下的银价上涨往往呈现“两段”走势，即COMEX白银主力合约价格在2019年7月15日至2019年8月7日的第一轮上涨、于2019年8月23日至9月4日的第二轮上涨；2020年7月20日至7月27日的第一轮上涨、于2020年8月4日至8月7日的第二轮上涨；2024年3月28日至4月15日的第一轮上涨、于5月6日至5月21日的第二轮上涨。而在本轮白银上涨周期中，我们可定义8月22日至10月6日为第一轮上涨，11月7日至今为第二轮上涨。而在每轮上涨周期的第二段中，国际银价往往呈现加速上涨格局，即单日阳线涨幅在5%以上。当前白银的技术走势明显符合以往二段上涨的特征。此外，COMEX白银12合约持仓截至上周五收盘为9866手，折1534吨。COMEX白银总库存当前为14207吨，在上半年特朗普关税政策预期的影响下处于近五年同期的高位，即使部分持仓被ETF锁定，当前海外持仓和库存水平仍难言“交割困难”。

【策略观点】

当前白银价格已经进入加速上涨阶段，预计本周价格仍能出现当日大幅上涨的情况，以旗形等高计算重点关注上方14500元/千克压力位。价格若在日内出现走弱则需及时止盈离场，在这一阶段新开多单或是逢高做空均具备较大的风险。沪金仍处于三角收敛末端的突破形态，策略上建议逢低布局多单。沪银主力合约参考运行区间12366-14500元/千克，沪金主力合约参考运行区间927-982元/克。

铂族金属

【行情资讯】

铂族金属价格随金银价格上涨而表现强势，关注短期冲高回落风险：受到美联储新任主席人选消息与现任票鸽派表态的影响，上周贵金属价格表现强势，白银价格再创历史新高，驱动铂族金属价格表现强势。外媒报道称现任白宫经济委员会主任哈塞特已经成为下一任美联储主席最为热门的人选。哈塞特是特朗普的“忠实盟友”，他的主席任命将会使得特朗普的意图被完整带入美联储，极大地冲击其货币政策独立性，驱动贵金属和铂族金属价格表现强势。上周NYMEX铂金主力合约价格上涨10.94%至1683.7美元/盎司，NYMEX钯金主力合约价格上涨8%至1499美元/盎司。当前铂族金属自身所具备的上涨驱动偏弱，更多受到金银价格、尤其是白银价格的影响。但国际银价当前已进入加速上涨阶段，本周铂金与钯金价格仍存在短期加速上涨的空间，但需警惕其价格在触及压力位后的冲高回落风险。从基本面来看，当前铂族金属租赁利率仍处于相对高位，铂金现货一月期隐含租赁利率为13.03%，钯金一月期隐含租赁利率为7.91%，均处于近五年同期的最高水平，但短期已出现明显走弱迹象。

【策略观点】

当前铂族金属策略上建议持有在手多单，关注短期价格冲高回落风险，若小级别层面技术形态出现显著走弱迹象则进行止盈操作，新开多单或逢高抛空均存在较大风险。

有色金属类

铜

【行情资讯】

上周铜价震荡上行，沪铜主力合约周涨 2.07%（截至周五收盘），伦铜周涨 3.69%至 11175 美元/吨。三大交易所库存环比增加 0.9 万吨，其中上期所库存减少 1.3 至 9.8 万吨，LME 库存增加 0.4 至 15.9 万吨，COMEX 库存增加 1.7 至 37.9 万吨。上海保税区库存减少 0.6 万吨。国内电解铜现货进口亏损扩大，洋山铜溢价下滑。现货方面，周五国内上海地区现货升水现货 110 元/吨，LME 市场 Cash/3M 升水走强，周五报升水 44.7 美元/吨。需求端，上周精铜杆开工率下滑、再生铜杆开工率维持偏低水平，线缆企业开工率抬升，需求维持偏强。精废铜价差扩大至 3540 元/吨，废铜替代优势提高。

【策略观点】

地缘层面仍有一定逆风因素，不过市场关注点更多转向美联储议息会议，降息概率提高使得情绪面维持偏暖。产业上看铜原料供应维持紧张格局，铜精矿 TC 年度长单基准价格下调的预期下，冶炼减产预期推动铜价再次冲击历史高位，加之下游开工率稳中偏强，铜价有望延续走强。本周沪铜主力运行区间参考：87000-90500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：10800-11500 美元/吨。

铝

【行情资讯】

上周铝价先抑后扬，沪铝周涨 1.4%至 21610 元/吨（截至周五下午收盘）；伦铝周涨 2.2%至 2808 美元/吨。库存方面，铝锭社会库存周环比减少 2.3 万吨，保税区库存继续减少，铝棒库存周环比减少 0.8 万吨，铝棒加工费持平。外盘 LME 铝库存减少 0.7 至 53.9 万吨，注销仓单比例下滑。现货方面，国内华东地区现货基差下滑，下游采购情绪减弱。LME 市场 Cash/3M 贴水小幅缩窄。需求方面，上周国内铝下游加工龙头企业开工率抬升至 62.3%，下游开工偏稳改善。

【策略观点】

美联储降息预期升温推动宏观情绪温和向好，叠加海外供应扰动预期，铝价震荡回升，外盘走势强于国内。当前国内及 LME 铝锭库存均延续去化态势，且库存绝对水平处于相对低位，叠加供应扰动、下游开工率偏稳，以及铜价上涨，铝价运行重心有望进一步抬升。本周沪铝主力合约运行区间参考 21400-22400 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考 2780-2950 美元/吨。

锌

【行情资讯】

价格回顾：上周五沪锌指数收涨 0.04%至 22436 元/吨，单边交易总持仓 18.89 万手。截至上周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期跌 9 至 3037 美元/吨，总持仓 22.24 万手。SMM0#锌锭均价 22370 元/吨，上海基差 50 元/吨，天津基差-10 元/吨，广东基差-15 元/吨，沪粤价差 65 元/吨。

国内结构：据上海有色数据，国内社会库存小幅去库至 15.10 万吨。上期所锌锭期货库存录得 6.76 万吨，内盘上海地区基差 50 元/吨，连续合约-连一合约价差-40 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 5.08 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 0.55 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 165.44 美元/吨，3-15 价差 30 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.046，锌锭进口盈亏为-4631.06 元/吨。

产业数据：锌精矿国产 TC2050 元/金属吨，进口 TC 指数 61 美元/干吨。锌精矿港口库存 27.9 万实物吨，锌精矿工厂库存 64.4 万实物吨。镀锌结构件周度开工率录得 56.54%，原料库存 1.5 万吨，成品库存 36.6 万吨。压铸锌合金周度开工率录得 51.30%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 1.0 万吨。氧化锌周度开工率录得 57.37%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.6 万吨。

【策略观点】

锌矿显性库存抬升，但锌精矿 TC 延续下行，锌冶利润承压。下游开工率边际下滑，虽然国内锌锭社会库存小幅下滑，但综合计算在途库存及工厂库存后国内锌锭总库存小幅抬升，近端锌锭延续偏过剩现状。当前锌产业偏弱现状与宏观情绪偏强的预期并不共振，这使得锌品种对于投机资金吸引力大大下降，沪锌加权总持仓创下 2025 年 3 月以来新低，预计短期锌价呈现宽幅震荡。

铅

【行情资讯】

价格回顾：上周五沪铅指数收涨 0.77%至 17087 元/吨，单边交易总持仓 7.35 万手。截至上周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期涨 13 至 1990 美元/吨，总持仓 16.62 万手。SMM1#铅锭均价 16975 元/吨，再生精铅均价 16975 元/吨，精废价差平水，废电动车电池均价 9900 元/吨。

国内结构：据钢联数据，国内社会库存小幅去库至 3.53 万吨。上期所铅锭期货库存录得 2.63 万吨，内盘原生基差-65 元/吨，连续合约-连一合约价差-35 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 26.42 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 14.04 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-38.94 美元/吨，3-15 价差-82.8 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.215，铅锭进口盈亏为 143.13 元/吨。

产业数据：原生端，铅精矿港口库存 3.2 万吨，工厂库存 47.4 万吨，折 30.7 天。铅精矿进口 TC-135 美元/干吨，铅精矿国产 TC300 元/金属吨。原生开工率录得 65.32%，原生锭厂库 0.9 万吨。再生端，铅废库存 10.2 万吨，再生铅锭周产 4.6 万吨，再生锭厂库 0.7 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 73.39%。

【策略观点】

产业数据来看，铅矿显性库存抬升，但原生冶炼开工率下滑。再生冶炼开工率延续抬升。下游蓄企周度开工率边际抬升，国内铅锭显性库存边际去库。资金层面看，铅价连续两周下跌后重回 1.7 万元的震荡中枢。从持仓数据来看，10 月 23 日入场的做多资金全部离场，沪铅加权总持仓自高点的 13 万手退至仅有 7.5 万手，沪铅无较大主要矛盾。美联储降息周期中有色金属行业情绪相对积极，预计短期铅价偏强运行。

镍

【行情资讯】

上周镍价反弹修复，沪镍主力合约周五收报 117080 元/吨，较上周上涨 2.66%，伦镍周五报价 14820 美元/吨，较上周上涨 1.37%。现货市场，升贴水偏强运行，俄镍现货均价对近月合约升贴水为 400 元/吨，

较上周下跌 100 元/吨，金川镍现货升水均价报 4750 元/吨，较上周上涨 550 元/吨。成本端，周内镍矿市场整体交投氛围尚可，镍矿价格稳中偏弱，1.6%品位印尼内贸红土镍矿到厂价报 52.02 美元/湿吨，价格较上周持平，1.2%品位印尼内贸红土镍矿到厂价报 23 美金/湿吨，价格较上周持平，菲律宾产 1.5%品位镍矿 CIF 报 52.7 美元/湿吨，价格较上周持平。镍铁方面，价格继续下跌，但跌幅有所收敛，周五国内高镍生铁出厂价报 883.5 元/镍点，均价较上周下跌 8 元/镍点。

【策略观点】

目前镍过剩压力依旧较大，但随着镍铁价格止跌企稳以及宏观氛围转暖，短期镍价或转为震荡运行。后市应重点关注镍铁及矿价走势。操作方面，短期建议观望，等待镍铁价格企稳后再做判断。短期沪镍价格运行区间参考 11.3-11.8 万元/吨，伦镍 3M 合约运行区间参考 1.351.55 万美元/吨。

锡

【行情资讯】

上周锡价在矿端供应扰动的背景下持续走强，创下年内高点。2025 年 11 月 28 日，沪锡主力合约收盘价 304060 元/吨，较上周上涨 4.58%。供给方面，10 月国内进口锡精矿增量明显，原料端供应紧缺略有缓解。但短期刚果（金）冲突恶化，对锡矿运输造成扰动，市场担忧情绪有所升温。云南地区冶炼企业原材料紧张现象仍存，短期开工率持稳，但进一步上行动力不足。江西地区则因废料显著减少，粗锡供应不足，精锡产量延续偏低水平。需求方面，消费电子、马口铁等传统领域消费表现略显疲软，但新能源汽车及 AI 服务器等新兴领域带来的长期需求预期为锡价提供支撑。上周锡价涨超 30 万元/吨后，市场畏高情绪明显，现货成交冷清，仅有个别刚需采买。库存方面，截至 2025 年 11 月 28 日全国主要市场锡锭社会库存 7970 吨，较上周五减少 275 吨。

【策略观点】

短期虽然当前锡市需求疲软，但下游库存低位情形下，议价能力有限，供应端的扰动为短期价格的决定因素，因此短期锡价偏强震荡概率较大。操作方面，建议观望为主。国内主力合约参考运行区间：290000-320000 元/吨，海外伦锡参考运行区间：38000 美元-41000 美元/吨。

碳酸锂

【行情资讯】

11 月 28 日，五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 93369 元，周内+1.26%。MMLC 电池级碳酸锂报价 92900-94300 元，工业级碳酸锂报价 91900-92400 元，均价较前日-0.65%。LC2601 合约收盘价 96420 元，周内+4.85%，贸易市场电池级碳酸锂升贴水均价为-450 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 1185-1250 美元/吨，周内+4.06%。

11 月 27 日，SMM 国内碳酸锂周度产量报 21865 吨，环比减 1.2%。据乘联分会，11 月 1-23 日，全国乘用车新能源市场零售 84.9 万辆，同比去年 11 月同期增长 3%，较上月同期增长 8%，今年以来累计零售 1099.8 万辆，同比去年 11 月同期增长 20%。第三方调研样本数据显示，12 月锂电正极排产环比近持平，电解液环比增约 1.5%。11 月 27 日，国内碳酸锂周度库存报 115968 吨，环比-2452 吨（-1.7%）。碳酸锂库存天数约 26.3 天。11 月 28 日，月底仓单集中注销后余 5441 吨。

【策略观点】

基本面改善持续提振做多情绪，价格回调承接较强。未来需求预期分歧较大，旺季尾部消费持续性担忧仍存，明年储能需求兑现依赖于系统成本和政策支持。网传柘下窝矿证变更已受理，按正常流程获取采矿证尚需时日，短期利多现货，但长期供给释放形成利空。碳酸锂持仓矛盾加深，价格大幅波动，建议观望或使用期权工具，后续可关注一季度电芯排产及权益市场氛围。本周广期所碳酸锂主力合约运行区间参考 92800-103500 元/吨。

氧化铝**【行情资讯】**

期货价格：截至 11 月 28 日下午 3 时，氧化铝指数上周上涨 0.07% 至 2739 元/吨，持仓增加 3.5 万手至 60.8 万手。上周氧化铝期价位于低位横盘震荡。基差方面，山东现货价格报 2770 元/吨，升水 12 合约 148 元/吨。月差方面，连 1-连 3 月差收盘录得 -112 元/吨，现货弱势导致近月合约相对偏弱。

现货价格：上周各地区氧化铝现货价格跌幅有所收窄，广西、贵州、河南、山东、山西和新疆地区现货价格分别下跌 5 元/吨、下跌 15 元/吨、下跌 0 元/吨、下跌 5 元/吨、下跌 0 元/吨、下跌 15 元/吨。累库趋势持续，多数地区现货价格仍然承压。

库存：上周氧化铝社会总库存累库 5.9 万吨至 494.2 万吨，其中电解铝厂内库存、氧化铝厂内库存、在途库存、港口库存分别累库 5.9 万吨、累库 5.2 万吨、去库 2 万吨、累库 2.6 万吨、累库 0.1 万吨。上周氧化铝上期所仓单合计累库 0.75 万吨至 25.84 万吨；交割库库存录得 26.09 万吨，较前周增加 0.51 万吨。流通现货宽松，上周仓单注册量进一步回升。

矿端：国内铝土矿近期受北方环保监管和南方雨季影响，出矿量较前期有所下滑，国产矿价仍维持坚挺，但因利润收缩，氧化铝厂近期压价意愿增加。进口矿方面，发运量持稳，港口库存走高，雨季过后矿石价格进一步承压。

供应端：周度产量方面，截至 2025 年 11 月 28 日，氧化铝周度产量录得 185.8 万吨，较前周小幅增加 1.3 万吨。

进出口：截至 11 月 28 日，上周澳洲 FOB 价格下跌 7 美元/吨至 312 美金/吨，进口盈亏录得 26 元/吨，海外氧化铝价格进一步下探，进口窗口小幅打开。

需求端：运行产能方面，2025 年 10 月电解铝运行产能 4456 万吨，较上月持平。开工率方面，10 月电解铝开工率维持 97.47%。

【策略观点】

总结：雨季后发运逐步恢复，矿价预计将震荡下行；氧化铝冶炼端产能过剩格局短期难改，累库趋势持续。但当前价格临近多数厂家成本线，后续减产预期加强，且整体有色板块走势较强，追空性价比不高，建议短期观望为主。国内主力合约 A02601 参考运行区间：2600-2900 元/吨，需重点关注供应端政策、几内亚矿石政策、美联储货币政策。

不锈钢

【行情资讯】

期现市场：据 MYSTEEL，11 月 28 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 12700 元/吨，环比+0.00%；山东 7%-10% 镍铁出厂价为 890 元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报 8500 元/吨，环比-1.18%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12365 元/吨，环比+0.61%。

供给：据 MYSTEEL，11 月国内冷轧不锈钢排产 141.26 万吨。10 月粗钢产量为 306.45 万吨，环比-0.16 万吨，1-10 月累计同比 6.48%。据 MYSTEEL 样本统计，10 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 144.97 万吨，环比-2.27%；10 月 300 系冷轧产量 70.04 万吨，环比-4.16%。

需求：据 WIND 数据，国内 2024 年 1-10 月，商品房累计销售面积 71982.00 万 m²，同比-6.80%；10 月单月，商品房销售面积为 6147.21 万 m²，同比-19.60%。10 月冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 -3/-6/-13.5/-2%；10 月燃料加工业累计同比+21.2%。

库存：上周不锈钢社会总库存为 108.61 万吨，环比+1.34%；期货仓单上周库存 6.31 万吨，环比-11076 吨。上周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 18.98/66.92/22.71 万吨，其中 300 系库存环比+1.58%；上周不锈钢海漂量 6.00 万吨，环比-27.19%，卸货量 8.58 万吨，环比+10.14%。

成本：上周山东 7%-10% 镍铁出厂价 885 元/镍，环比+0 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 144 元/镍。

【策略观点】

观点：上周不锈钢价格迎来反弹，提振了市场信心。供应端，钢厂排产持续高位，现货到货量稳步增加。需求端则呈现边际改善，下游企业的低价补库行为与贸易商的囤货操作共同推升了市场活跃度。然而，成本端镍铁价格稳居 880 元/镍点，持续挤压企业利润，抑制了生产积极性。尽管需求回暖，但高供应带来的库存压力依然显著，加之期货订单交付周期的影响，库存去化速度缓慢。此外，下半年以来不锈钢净出口量持续收缩，进一步加剧了库存压力。综合判断，市场缺乏明确的上涨动力，预计短期不锈钢价格将维持宽幅震荡格局。

铸造铝合金

【行情资讯】

上周铝合金价格企稳反弹，主力 AD2512 合约周涨 1.0% 至 20800 元/吨（截止周五下午 3 点），加权合约持仓 2.55 万手，环比增加，仓单增加 0.32 至 6.41 万吨。AL2601 合约与 AD2601 合约价差 810 元/吨，环比扩大。国内主流地区 ADC12 价格持平，下游仍以刚需采购为主，进口 ADC12 价格小幅上调。国内主要市场铝合金锭库存减少 0.06 至 7.46 万吨，铝合金锭厂内库存减少 0.13 至 5.92 万吨。

【策略观点】

铸造铝合金成本端价格较为坚挺，叠加政策对供应端扰动持续，价格下方支撑较强，而需求端表现相对一般，预计短期价格继续跟随铝价走势。

黑色建材类

钢材

【行情资讯】

供应端：

上周螺纹总产量 206 万吨，环比-0.90%，同比-11.86%，累计产量 10173.25 万吨，同比-2.60%。长流程产量 177 万吨，环比-2.45%，同比-13.67%；短流程产量 29 万吨，环比+9.52%，同比+0.86%。上周铁水日均产量为 234.68 万吨，铁水回落幅度略超预期。螺纹产量小幅下降，供应端压力较低。利润方面，华东地区螺纹高炉利润维持 43 元/吨附近，高炉利润上升明显；谷电利润为-19 元/吨，电炉利润水平偏低。上周热轧板卷产量 319 万吨，较上周环比+3.0 万吨，较上年同比+2.3%，累计同比+2.0%。热卷产量偏高，供应端压力较大。

需求端：

上周螺纹表需 228 万吨，前值 231 万吨，环比-1.3%，同比+1.3%，累计需求 10043 万吨，同比-5.1%。需求小幅回落，表现中性偏弱。上周热轧板卷消费 320 万吨，较上周环比-4.2 万吨，较上年同比+0.4%，累计同比+1.4%。受基建及制造业需求偏弱影响，板材需求整体偏弱。

进出口：

钢坯 10 月进口 3.0 万吨。

库存：

上周螺纹社会库存 385 万吨，前值 400 万吨，环比-3.8%，同比+29.8%；厂库 147 万吨，前值 153 万吨，环比-4.3%，同比-1.3%。合计库存 531 万吨，前值 553 万吨，环比-4.0%，同比+19.4%。螺纹库存持续去化，走势相对健康。上周热卷库存为 400.9 万吨，库存水平偏高，库存压力较大。

利润：

铁水成本 2691 元/吨，高炉利润-19 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-63 元/吨。

【策略观点】

小结：

上周商品市场整体维持调整，成材价格在底部区间震荡运行。从基本面看，螺纹钢供需双双回落，库存持续去化，整体表现偏中性；热轧卷板产量有所上升，表观需求小幅回落，库存仅小幅下降。出口方面，韩国企划财政部于 2025 年 11 月 24 日正式发布第 1145 号部令，对原产于中国的碳钢及其他合金钢热轧厚板征收 27.91%—34.10%反倾销税。韩国作为我国第二大钢材出口目的地，此次措施或将对我国钢材出口形成一定压力。总体来看，钢材需求已进入季节性淡季，热卷库存压力仍存，后续需重点关注减产节奏的实际执行情况。宏观层面，十二月初的美联储议息会议及中央政治局会议将相继召开，需跟踪会议定调及潜在影响。

锰硅硅铁

【行情资讯】

上周，锰硅盘面价格在区间下沿支撑处维持窄幅波动，周度涨幅 2 元/吨或+0.04%。日线级别，锰硅盘面价格在临近右侧关键趋势线时选择向下，且在持续下跌至下方区间下沿支撑后持续维持窄幅波动，走势

仍旧表现弱势。后续继续关注 5600 元/吨一线是否能够获得支撑，若无法支撑，则下方至 5400 元/吨空间或被打开。硅铁方面，上周盘面价格持续向下慢滑，周度跌幅 74 元/吨或-1.36%。日线级别，硅铁盘面价延今年 7 月份以来的下跌通道震荡下行，当前走势偏弱，考验下方关键支撑 5328 元/吨（针对加权指数），关注价格在该位置的表现情况。

【策略观点】

在过去的一周中，随着美联储多位官员发声偏鸽，市场对于 12 月份降息概率持续回升至 80%以上水平，美股向上明显修复，包括黄金、白银、铜在内的大宗商品止跌反弹，其中白银、铜更是创下新高，包括股市、商品在内的氛围出现好转，大类资产所面临的市场风险阶段性解除。国内方面，文华商品指数收五连阳，持续小幅反弹，情绪有所缓和。但商品板块间仍有明显分化，黑色板块走势偏弱，其中钢矿较为坚挺，而焦煤延续弱势，一度连收九连阴。受焦煤弱势情绪压制，铁合金表现同样延续弱势。后续来看，我们认为没有必要太过悲观，未来 12 月份一系列宏观事件对于市场情绪的积极影响依旧值得期待。因此，我们继续建议关注市场情绪的拐点以及与此对应的价格可能的拐点动。

对于黑色板块整体的后市，我们依旧维持前期观点，相较于继续往下去做空，寻找位置去做反弹的性价比可能更高。原因在于，我们认为当下宏观是更为重要的影响因素，而非已经计入价格的弱势基本面（需求的不理想显而易见，也是价格表现疲弱的原因，边际影响在递减）。客观层面上我们看到在经历了近四年的漫长回调之后，黑色板块的下跌动能已经显著衰竭（体现为价格能够新低的幅度以及时间明显缩窄）。后续海外面对的将是财政、货币双宽的确定性局面，同时，国内财政空间依旧充足，需求刺激政策仍旧可期。

回到锰硅层面，其基本面仍不理想且缺乏主要矛盾，但我们认为仅是锰硅自身基本面的情况难以再将价格向下继续砸出太大的跌幅，除非：1. 宏观出现风险事件（“黑天鹅”），带动整体市场情绪继续走弱；2. 煤炭端价格再现今年上半年的崩盘。对此，我们认为短期并不存在明显风险。此外，我们继续提示注意锰矿端情况，提示密切注意锰矿端是否存在突发的扰动，其可能发展成为锰硅发动自身行情的驱动。硅铁层面，其供需基本面没有明显的矛盾与驱动，操作性价比较低。

铁矿石

【行情资讯】

供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3323.2 万吨，环比增加 44.7 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2765.8 万吨，环比增加 128.4 万吨。澳洲发运量 1820.5 万吨，环比减少 19.1 万吨，其中澳洲发往中国的量 1591.1 万吨，环比增加 37.5 万吨。巴西发运量 945.3 万吨，环比增加 147.5 万吨。中国 47 港到港总量 2784.0 万吨，环比减少 155.5 万吨；中国 45 港到港总量 2699.3 万吨，环比减少 117.8 万吨。日均铁水产量 234.68 万吨，环比上周减少 1.60 万吨。库存端全国 47 个港口进口铁矿库存总量 15901.22 万吨，环比增加 166.37 万吨。

【策略观点】

供给方面，最新一期海外铁矿石发运量环比持稳。发运端，澳洲发运小幅减量，主要系力拓及 FMG 发运下滑所致。巴西发运量环比增长较明显。非主流国家发运量小幅下滑，近端到港量环比有所减量。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量 234.68 万吨，环比下降 1.6 万吨。受到需求走弱及利润下滑共同影响，检修高炉数明显增多，且短时间内可复产高炉数量低。钢厂盈利率已跌至近三年同期低位，盈利钢厂占比三成半。库存端，港口库存环比增长，钢厂库存小幅消耗。终端方面，铁水减产后平衡表改善，负反馈矛盾相对有限。从基本面的看，铁矿石总体库存仍偏高，但由于部分资源受限，结构性矛盾仍存，现货有一定支撑。宏观方面，进入十二月后，宏观定价影响将逐步增强。整体看，铁矿石价格预计震荡区间内运行，注意商品整体环境变化对价格造成波动。

玻璃纯碱

玻璃：

【行情资讯】

价格：截至 2025/11/28，浮法玻璃现货市场报价 1090 元/吨，环比+10 元/吨；玻璃主力合约收盘报 1041 元/吨，环比+52 元/吨；基差 29 元/吨，环比上周-72 元/吨。

成本利润：截至 2025/11/28，以天然气为燃料生产浮法玻璃的周均利润为-227.27 元/吨，环比-20.43 元/吨；河南 LNG 市场低端价 4250 元/吨，环比-100 元/吨。以煤炭为燃料生产浮法玻璃的周均利润为 4.5 元/吨，环比-21.29 元/吨；以石油焦为燃料生产浮法玻璃的周均利润为-31.48 元/吨，环比-40 元/吨。

供给：截至 2025/11/28，全国浮法玻璃周度产量为 110.39 万吨，环比-0.63 万吨，开工产线 220 条，环比-1 条，开工率为 74.51%。

需求：截至 2025/11/28，浮法玻璃下游深加工订单为 9.9 元/吨，环比-0.90 日；Low-e 玻璃开工率 46.50%，环比持平。据 WIND 数据，国内 2024 年 1-10 月，商品房累计销售面积 71982.00 万 m²，同比-6.80%；10 月单月，商品房销售面积为 6147.21 万 m²，同比-19.60%。据中汽协数据，10 月汽车产销数据分别为 335.87/332.21 万辆，同比+12.09%/+8.82%；1-10 月汽车产销累计完成 2769.20/2768.70 万辆。

库存：截至 2025/11/28，全国浮法玻璃厂内库存 6236.2 万重箱，环比-94.10 万重箱；沙河地区厂内库存 424.64 万重箱，环比-38.96 万重箱。

【策略观点】

观点：上周多家企业产线实施停产冷修，供给端有所收缩，市场情绪短暂回暖，局部地区产销小幅回升。然而，现货市场整体交投氛围仍显清淡，下游采购多以刚需为主，厂家出货压力依然较大。受高库存与弱需求基本面制约，多数企业仍维持稳价或采取让利促销策略，整体库存小幅下降。随着供需矛盾略有缓和，盘面出现空头止盈平仓迹象，持仓量大幅减少，推动期货价格反弹。综合来看，当前行业仍处于探底阶段，供需矛盾尚未得到有效缓解，预计短期市场将延续宽幅震荡走势。后续需重点关注下游订单的实际恢复情况以及冷修产线的实际落地进度，操作上建议可考虑逢高试空。

纯碱：

【行情资讯】

价格：截至 2025/11/28，沙河重碱现货市场报价 1146 元/吨，环比+6 元/吨；纯碱主力合约收盘报 1176 元/吨，环比+18 元/吨；基差-30 元/吨，环比上周持平。

成本利润：截至 2025/11/28，氨碱法的周均利润为-118.5 元/吨，环比持平；联碱法的周均利润为-220 元/吨，环比+1.5 元/吨。截至 2025/11/28，秦皇岛到港动力煤 822 元/吨，环比-8 元/吨；河南 LNG 市场低端价 4250 元/吨，环比-100 元/吨。西北地区原盐价格为 215 元/吨，环比持平；山东合成氨价格为 2446 元/吨，环比+68 元/吨。

供给：截至 2025/11/28，纯碱周度产量为 69.82 元/吨，环比-2.27 元/吨，产能利用率 80.08%。重碱产量为 38.31 元/吨，环比-1.31 元/吨；轻碱产量为 31.51 元/吨，环比-0.96 元/吨。

需求：截至 2025/11/28，全国浮法玻璃周度产量为 110.39 元/吨，环比-0.63 元/吨，开工产线 220 条，环比-1 条，开工率为 74.51%。纯碱 10 月表观消费量达 313 万吨。

库存：截至 2025/11/28，纯碱厂内库存 158.74 万吨，环比-5.70 万吨；库存可用天数为 13.16 日，环比-0.47 日。重碱厂内库存为 84.68 元/吨，环比-4.05 元/吨；轻碱厂内库存为 74.06 元/吨，环比-1.65 元/吨。

【策略观点】

观点：上周前期检修装置陆续复产，行业开工负荷小幅提升。纯碱主流市场货源维持按需走量，周内库存小幅下降，轻碱供应局部偏紧，需求表现相对平稳；重碱则受下游玻璃行业开工下滑拖累，整体需求偏弱。综合来看，当前纯碱市场在成本支撑与待发订单的带动下，报价保持坚挺，整体交投氛围温和。短期预计纯碱价格将维持稳定态势，但在需求端未出现明显改善前，建议依旧以偏空看待。

工业硅&多晶硅

【行情资讯】

工业硅：截至上周五，华东地区 553#（不通氧）工业硅现货报价 9350 元/吨，环比变化 0 元/吨；421#工业硅现货报价 9800 元/吨，折盘面价 9000 元/吨，环比变化 0 元/吨。期货主力（SI2601 合约）收盘报 9130 元/吨。553#（不通氧）升水期货主力合约 220 元/吨；421#升水主力合约-130 元/吨。据百川盈孚数据，上周调研工业硅主产区成本中，新疆平均成本报 8504.17 元/吨（在产企业综合成本，下同）；云南地区报 9766.67 元/吨；四川地区报 9720 元/吨；内蒙地区报 9000 元/吨；百川口径工业硅周度产量为 8.90 万吨，环比-0.02 万吨，1-10 月累计产量 333.93 万吨，同比-63.79 万吨或-16.04%。百川盈孚统计口径工业硅库存 48.14 万吨，环比-17.87 万吨，主要系仓单集中注销影响。

【策略观点】

上周工业硅价格震荡反弹。站在盘面走势角度，短期持仓退却，成交缩量，走势逐渐钝化。

基本盘面，工业硅周产量延续下行趋势，边际降幅明显放缓。需求侧，12 月多晶硅排产环比 11 月继续下滑，对工业硅需求支撑不断走弱。有机硅在行业会议后，周产量小幅增长，尚未出现显著性减产，同时库存压力相对不显著，因此该部分需求短期持稳。硅铝合金开工率提升，出口端十月净出口大幅减少。下方成本支撑暂稳。整体看工业硅现实状况边际变化有限，供需双弱格局矛盾不突出。盘面价格容易受到新能源其他两个品种资金情绪影响，多为跟随或是补偿性波动。

【行情资讯】

多晶硅：截至上周五，SMM 统计多晶硅 N 型复投料平均价 52.3 元/千克，环比变化 0 元/千克；N 型致密料平均价 51 元/千克，环比变化 0 元/千克。期货主力（PS2601 合约）收盘报 56425 元/吨。主力合约基差-4125 元/吨，基差率-7.89%。百川盈孚统计多晶硅生产成本 41640.63 元/吨；多晶硅毛利润 8464.63 元/吨，利润相对可观。百川盈孚口径下多晶硅周度产量为 2.73 万吨，环比继续下降。SMM 口径下 11 月多晶硅产量 11.46 万吨，环比-1.94 万吨；1-11 月多晶硅累计产量 118.97 万吨，同比-28.07%。百川盈孚口径下多晶硅工厂库存 28.21 万吨；SMM 口径下多晶硅库存 28.1 万吨。

【策略观点】

多晶硅现实与预期、产业上下游撕扯明显。基本面端，12 月多晶硅产量预计继续下滑，但西北部分基地产能爬坡及开工预期使得降幅或有限。受终端需求影响，下游硅片减产幅度预计加大，因此年前多晶硅累库压力较难缓解，仅从供需及库存来看，现实情况依旧偏弱。价格方面，下游硅片、电池片价格继续走弱，上游硅企仍维持挺价，现货报价持稳。受 11 月仓单集中注销影响，短期内可交割货源有限，12 合约价格一度突破 6 万关口，主力合约升水及近远月价差持续走扩，交割博弈下近月合约不稳定风险较高。平台公司落地预期同样易推动情绪，注意若短暂预期落空可能造成的情绪阶段性转换，同时继续关注平台公司的最终落地情况。

能源化工类

橡胶

【行情资讯】

RU 胶价震荡回落。

上周我们连续在早评和周报里提示多单离场。因为泰国供应利多边际减少。

1) 重卡同比增加。

2025 年 10 月中国重卡市场批发销量约为 9.3 万辆，同比增长约 40%，环比下降约 12%，这是近八年同期第二高销量，仅次于 2020 年 10 月的 13.75 万辆。

2) 轮胎出口增速转弱。

2025 年 10 月，全国橡胶轮胎出口数量 75 万吨，金额 125.32 亿元，同比分别下降 6.6%和 9.5%；汽车轮胎出口 63.3 万吨，金额 102.23 亿元，同比降幅达 7.3%和 10.7%。

1-10 月，全国橡胶轮胎累计出口 803 万吨，金额 1402.23 亿元，同比增长 3.8%和 2.8%；汽车轮胎出口 684.83 万吨，金额 1157.54 亿元，同比增长 3.3%和 2.1%。

3) 全钢轮胎厂开工率预期偏多。

轮胎厂开工率偏疲软。截至 2025 年 11 月 27 日，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。轮胎厂库存小幅增加。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。新增订单放缓，轮胎厂库存增加。

4) 库存预期后期逐步累库。

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%。中国浅色胶社会总库存为 38.5 万吨，环比降 1.9%。青岛橡胶总库存 46.24 (+1.96) 万吨。

5) ANRPC 产量小幅增加。

2025 年 09 月，橡胶产量 1141.6 千吨，同比 4.30%，环比-1.98%，累计 8170 千吨，累计同比 4.33%。

2025 年 09 月，泰国产量 451.5 千吨，同比-4.00%，环比-5.45%，累计 3274 千吨，累计同比 2.61%。

2025 年 09 月，越南产量 151.8 千吨，同比-2.69%，环比-12.05%，累计 811 千吨，累计同比-7.57%。

【策略观点】

橡胶供应利多释放，边际变小。

建议暂时观望。或者等待时机，回调择机短线操作。多 RU2601 空 RU2609 可持仓。

原油

【行情资讯】

INE 主力原油期货收涨 8.80 元/桶，涨幅 1.98%，报 453.90 元/桶；相关成品油主力期货高硫燃料油收涨 48.00 元/吨，涨幅 1.96%，报 2501.00 元/吨；低硫燃料油收涨 20.00 元/吨，涨幅 0.66%，报 3038.00 元/吨。

政治层面地缘溢价大幅度减弱，乌克兰表示认同美方拟定的俄乌条约，欧洲方面英国宣布对俄罗斯卢克石油公司的制裁由 11 月 28 日延长至 2026 年 2 月 26 日，整体地缘局势偏向缓和，但拉美地缘局势仍不明朗。除此之外，我们观测到于 11 月 25 日，苏伊士型油轮取道红海捷径，以加快将 100 万桶沙特原油运送至叙利亚的巴尼亚斯港，此举意味红海地缘局势已经得到实质性缓解，我们认为此事件标志未来贸易流速的加快以及表外水上库存的加速去化。

宏观层面中美关系预期持续向好，美方将关税豁免延长至 2026 年 11 月，特朗普发文表示将于明年 4 月访华。美国 9 月 PPI 月率 0.3%，预期 0.3%，前值-0.10%。9 月零售销售月率 0.2%，预期 0.4%，前值 0.60%，整体宏观方面美联储 12 月降息预期仍在。

供给层面美国产量下滑至 13.81 百万桶/日；贝克休斯美国原油类钻机环比减少 12 台至 407 台；10 月 OPEC 三方产量数据出炉，较上月增产约 0.1 百万桶/日。

需求层面美国炼厂开工率环比提负至 92.30%。；中国主营炼厂开工率环比降负至 75.69%，独立炼厂开工

率环比提负至 54.26%；欧洲炼厂开工率降负至 80.74%。

库存层面美国原油商业库存环比累库至 426.93 百万桶，总成品油库存环比累库至 388.33 百万桶；中国原油港口库存累库至 207.78 百万桶，总成品油去库至 176.99 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存去库至 44.39 百万桶。

【策略观点】

1. 我们对 4 季度末油价维持弱势格局的判断不改，但当前估值已经出现超跌，因而短期具备止跌动能。
2. 我们观测到美国 PADD5 炼区一改往常贸易路线，开始向欧洲输送柴油，我们认为此举意味套利窗口已经打开，尽管 ICE 对欧洲炼厂的柴油交割划定严格新规，但我们认为柴油裂差仍可做摸顶空配。
3. 鉴于科威特炼厂即将复工，同时受 ICE 限制俄柴交割品的蝴蝶效应影响，我们观测到一周后，中国将开始大量出口燃料油套利，因而境内压力有所缓解，我们认为低高硫价差做阔操作应予以止盈。

甲醇

【行情资讯】

企业开工 89.09%，环比+0.37%，同比高位，短期仍有提升空间。最新到港 22.54 万吨，环比-8.4 万吨。港口烯烃开工 87.09%，环比+1.78%，负荷小幅提升。传统需求 MTBE 开工环比持平，其余均有所走高，下游需求有所好转。港口库存 136.35 万吨，环比-11.58 万吨，市场情绪好转叠加到港走低，库存加速去化。企业库存 37.37 万吨，环比+1.5 万吨，同比低位。企业订单待发 23.07 万吨，环比-1.56 万吨。

【策略观点】

前期伊朗停车的潜在利多开始兑现，市场止跌企稳，盘面减仓上涨，月间价差开始底部回升，整体市场预期已经发生转变，预计短期底部出现。从基本面来看，国内开工继续回升，企业利润回到季节性中性水平，到港回落，预计 12 月份进口供应依旧高位。需求端港口 MTO 开工小幅回升，传统需求开工多数走高，整体需求有所好转。在伊朗装置停车提振下，市场情绪有所好转，港口库存高位大幅去化。后续来看，供应预计仍将维持高位，限制甲醇进一步上行空间，预计市场在利多兑现后逐步转为震荡调整，单边观望为主，月间价差关注正套机会。

尿素

【行情资讯】

企业开工 83.71%，环比-0.2%，气制开工开始逐步回落。日产 20.34 万吨，同比高位。企业预收订单 6.65 日，环比-0.47 日，价格上涨后新单成交放缓。复合肥开工 37.06%，环比+2.45%，继续季节性走高。企业库存 143.72 万吨，环比-4.64 万吨，国内储备需求以及出口备货带动企业库存去化。港口库存 10 万吨，环比+1.8 万吨，后续预计集港将逐步增多。

【策略观点】

盘面维持震荡走高，现货底部回升，低估值下预计尿素下方空间已相对有限，价格预计将逐步走出底部区间。基本面来看，供应维持相对高位，企业利润持续小幅修复但绝对水平仍处低位，需求端农业储备需求以及复合肥开工持续季节性回升，整体需求有一定好转，企业库存去化速度有所加快。目前企业库存边际去化但同比依旧高位，尿素下方有出口政策以及成本支撑，下方空间有限，低估值下预计震荡筑

底为主。后续来看需求主要关注出口以及淡储需求，供应端则关注冬季气头停车以及成本支撑。策略方面，低价下关注逢低多配为主。

聚烯烃

【行情资讯】

政策端：美国大型科技公司财报好于预期，资本市场情绪转暖，国内能化品种回归各自基本面，涨跌各现。

估值：聚乙烯周度跌幅（期货>成本>现货），聚丙烯周度跌幅（期货>现货>成本）。

成本端：上周 WTI 原油下跌-1.33%，Brent 原油下跌-0.60%，煤价下跌-1.80%，甲醇上涨 4.49%，乙烯上涨 0.23%，丙烯上涨 2.27%，丙烷上涨 0.88%。成本端支撑尚存。

供应端：PE 产能利用率 84.12%，环比上涨 0.42%，同比去年上涨 3.44%，较 5 年同期下降-5.17%。PP 产能利用率 77.97%，环比上涨 0.33%，同比去年上涨 3.07%，较 5 年同期下降-11.65%。聚烯烃煤制利润转负，煤制生产厂家面临减产压力。2026 年上半年无新增投产计划，利多 LL2605 合约。

进出口：9 月国内 PE 进口为 101.12 万吨，环比下降-1.07%，同比去年下降-16.22%。8 月国内 PP 进口 16.92 万吨，环比下降-4.63%，同比去年下降-12.41%。进口利润下降，PE 北美地区货源减少，进口端压力减小。9 月 PE 出口 8.33 万吨，环比下降-16.04%，同比上涨 35.30%。9 月 PP 出口 20.64 万吨，环比下降-0.83%，同比上涨 19.83%。

需求端：PE 下游开工率 44.80%，环比上涨 0.25%，同比上涨 3.11%。PP 下游开工率 53.70%，环比上涨 0.24%，同比上涨 2.95%。季节性淡季到来，聚烯烃下游开工或将走低。

库存：PE 生产企业库存 45.4 万吨，环比去库-9.80%，较去年同期累库 9.77%；PE 贸易商库存 4.71 万吨，环比去库-6.60%；PP 生产企业库存 54.63 万吨，环比去库-8.00%，较去年同期累库 15.79%；PP 贸易商库存 20.05 万吨，环比去库-6.04%；PP 港口库存 6.53 万吨，环比去库-0.76%。聚烯烃整体库存压力较大，同期高位出现去化。

【策略观点】

美美国大型科技公司财报好于预期，资本市场情绪转暖，国内能化品种回归各自基本面，涨跌各现。聚烯烃甲醇制利润转正，总体供应端产量偏宽，LL2601 合约压力尚存，但 LL2605 合约无新增产能压力。

需求端进入季节性淡季，聚乙烯农膜订单数虽大幅好于预期，待需求端情绪减退，高产量压力背景下聚烯烃价格或将继续震荡下行。

本周预测：聚乙烯(LL2601)：参考震荡区间(6700-7000)；聚丙烯(PP2601)：参考震荡区间(6300-6600)。

推荐策略：做空 LL2601-LL2605（反套策略）。

风险提示：原油价格大幅上涨。

纯苯&苯乙烯

【行情资讯】

政策端：美国大型科技公司财报好于预期，资本市场情绪回暖，大宗商品涨跌各现。

估值：苯乙烯周度跌幅（成本>现货>期货），基差走弱，BZN 价差上涨，EB 非一体化装置利润上涨。

成本端：上周华东纯苯现货价格下跌-2.29%，纯苯期货活跃合约价格下跌-2.22%，纯苯基差下跌 1 元/吨，纯苯开工率高位震荡。

供应端：EB 产能利用率 68.95%，环比下降-0.43%，同比去年上涨 6.73%，较 5 年同期下降-4.37%。苯乙烯非一体化利润修复，开工率随之上升。

进出口：9 月国内纯苯进口量为 496.77 万吨，环比上涨 14.18%，同比去年上涨 14.50%，主要为中东地区货源。9 月 EB 进口量 33.12 万吨，环比上涨 34.31%，同比上涨 58.24%。纯苯港口库存累库，江苏港口 EB 库存高位去化。

需求端：下游三 S 加权开工率 41.00 %，环比上涨 0.51%；PS 开工率 55.40 %，环比上涨 3.55%，同比下降-8.66%；EPS 开工率 51.63 %，环比下降-4.30%，同比下降-2.56%；ABS 开工率 71.80 %，环比上涨 0.28%，同比下降-2.05%。季节性淡季，下游需求走弱。

库存：EB 厂内库存 18.75 万吨，环比去库-0.31%，较去年同期累库 46.27%；EB 江苏港口库存 16.42 万吨，环比累库 10.72%，较去年同期累库 421.27%。纯苯港口库存持续累库，苯乙烯港口库存去化明显。

【策略观点】

美国大型科技公司财报好于预期，资本市场情绪回暖，大宗商品涨跌各现。纯苯-石脑油（BZN 价差）上涨，EB 非一体化装置利润上涨，整体估值中性。苯乙烯供应端压力较大，需求端进入季节性淡季，下游三 S 开工出现回落，港口库存去化明显。观察纯苯与苯乙烯港口库存，待纯苯去化，苯乙烯累库时可做空苯乙烯并且做多纯苯。

本周预测：纯苯（BZ2603）：参考震荡区间（5300-5600）；苯乙烯（EB2601）：参考震荡区间（6300-6600）。

推荐策略：做空苯乙烯并且做多纯苯。

风险提示：石脑油、纯苯价格大幅上涨，下游三 S 开工大幅上涨。

PVC

【行情资讯】

成本利润：乌海电石价格报 2475 元/吨，周同比上涨 50 元/吨；山东电石价格报 2830 元/吨，周同比上涨 25 元/吨；兰炭陕西中料 870 元/吨，周同比持平。利润方面，氯碱综合一体化利润持续下滑，乙烯制利润低位运行，目前估值中性偏低。

供应：PVC 产能利用率 80.2%，环比上升 1.4%；其中电石法 83.6%，环比上升 2.3%；乙烯法 72.4%，环比下降 0.7%。上周供应端负荷小幅上升，主因河南联创、陕西金泰负荷提升，下周预期负荷进一步回升。11 月整体负荷预期仍然在高位，且有多套装置试车投产，供应压力较大。

需求：出口方面印度 BIS 认证政策撤销，另外反倾销税率市场预期不落地，因此年末出口印度的压力预期减小；三大下游开工持稳，管材负荷 38.8%，环比下降 1.4%；薄膜负荷 73.9%，环比上升 2.9%；型材负荷 36.1%，环比下降 0.2%；整体下游负荷 49.6%，环比上升 0.4%，下游整体开工即将步入淡季。上周 PVC 预售量 67.6 万吨，环比下降 2.3 万吨。

库存：上周厂内库存 32.3 万吨，环比累库 0.7 万吨；社会库存 104.3 万吨，环比累库 1 万吨；整体库存 136.6 万吨，环比累库 1.7 万吨；仓单数量持续上升。目前仍然处于累库周期，在供强需弱的格局下，即使印度方面出口压力缓解，由于国内需求表现持续偏弱，难以消化持续上升的产量，累库预期将延续，但是累库的幅度或将有所改善。

【策略观点】

小结：基本上企业综合利润持续位于年内低位水平，估值压力短期较小，但供给端检修量偏少，产量位于历史高位，短期多套新装置将试车投产，下游方面内需即将步入淡季，需求端承压，出口方面印度 BIS 政策撤销并预期不实施反倾销税率，预计将维持对印度的高出口量，但目前仍然难以消化过剩的产能。成本端电石走强，烧碱下跌。中期方面，新装置投产落地后供需格局偏差，房地产需求持续下滑，需要依赖出口增长或老装置出清消化国内过剩产能。整体而言，国内供强需弱的现实下，国内需求偏差，难以扭转供给过剩的格局，基本面较差，但短期估值下滑至低位，成本上涨，叠加商品氛围回暖带动反弹，中期在行业实质性减产前仍然以逢高空配的思路为主。

乙二醇

【行情资讯】

价格表现：上周震荡偏强，01 合约单周上涨 77 元，报 3885 元。现货端华东价格上涨 15 元，报 3900 元。基差下跌 28 元，截至 11 月 28 日为 4 元。1-5 价差持平，截至 11 月 28 日为 -93 元。

供应端：上周 EG 负荷 73.1%，环比上升 2.3%，其中合成气制 72%，环比上升 5.6%；乙烯制负荷 73.8%，环比上升 0.4%。合成气制装置方面，兖矿恢复，红四方重启中，美锦负荷提升；油化工方面，海南炼化负荷下降，镇海、远东联负荷提升，盛虹重启，中化泉州检修；海外方面，美国南亚意外停车，伊朗 Morvarid、中国台湾东联和中纤装置检修。整体上，近期意外检修较多，后续负荷将较前期的高位有所改善。到港方面，上周到港预报 9.5 万吨，环比下降 1.6 万吨，10 月进口 65 万吨，环比上升 3 万吨。

需求端：上周聚酯负荷 91.5%，环比上升 0.2%，其中长丝负荷 94.4%，环比上升 0.9%；短纤负荷 97.5%，环比持平；瓶片负荷 72.2%，环比下降 0.7%。装置方面，整体变动不大，部分装置负荷恢复。涤纶方面，利润修复，短期库存压力较低，终端逐渐转入淡季但目前负荷仍然偏高，聚酯化纤预期短期负荷维持高位；瓶片受制于库存压力和下游淡季，负荷短期持稳为主。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷 87%，环比持平；织机负荷 72%，环比下降 1%；涤纱负荷 66%，环比持平。纺服零售 10 月国内零售同比+6.3%，出口同比-13.5%。

库存：截至 11 月 24 日，港口库存 73.2 万吨，环比持平；下游工厂库存天数 15 天，环比上升 2.2 天。短期看，到港量上周下降，出港量中性偏低，港口库存预期累库速度放缓。国内装置意外检修增多，海外到港 12 月预期下降，乙二醇平衡表的预期有所改善。

估值成本端：石脑油制利润上升 70 元至 -828 元/吨，国内乙烯制利润上升 21 元至 -668 元/吨，煤制利润

下降 224 元至-74 元/吨。成本端乙烯 730 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 680 元/吨，成本煤炭反弹、乙烯持稳，目前整体估值中性偏低。

【策略观点】

小结：产业基本面上，国内装置负荷因意外检修量较大，较预期偏低，国内供给量 12 月预期下降，进口量小幅下降，港口累库幅度或将放缓，中期随着检修结束预期国内产量仍然偏高，叠加新装置逐渐投产，供需格局的预期仍然偏弱。估值目前同比中性偏低，但需要进一步压缩负荷来减缓累库的进度，中期建议逢高空配。

PTA

【行情资讯】

价格表现：上周震荡偏强，01 合约单周上涨 34 元，报 4700 元。现货端华东价格下跌 20 元，报 4610 元。现货基差上涨 25 元，截至 11 月 28 日为-38 元。1-5 价差下跌 8 元，截至 11 月 28 日为-52 元。

供应端：PTA 负荷 73.7%，环比上升 2.7%，装置方面，虹港重启，中泰负荷提升。PTA 十一月意外检修量上升，或进入阶段性的去库阶段。

需求端：上周聚酯负荷 91.5%，环比上升 0.2%，其中长丝负荷 94.4%，环比上升 0.9%；短纤负荷 97.5%，环比持平；瓶片负荷 72.2%，环比下降 0.7%。装置方面，整体变动不大，部分装置负荷恢复。涤纶方面，利润修复，短期库存压力较低，终端逐渐转入淡季但目前负荷仍然偏高，聚酯化纤预期短期负荷维持高位；瓶片受制于库存压力和下游淡季，负荷短期持稳为主。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷 87%，环比持平；织机负荷 72%，环比下降 1%；涤纱负荷 66%，环比持平。纺服零售 10 月国内零售同比+6.3%，出口同比-13.5%。

库存：截至 11 月 21 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单） 223 万吨，环比去库 3.3 万吨。下游负荷维持高位，并且 PTA 十一月检修量预期提升，预期转入阶段性去库阶段。

利润端：上周现货加工费上升 25 元，截至 11 月 27 日为 190 元/吨；盘面加工费上涨 9 元，截至 11 月 27 日为 225 元/吨。

【策略观点】

小结：上周 PTA 加工费以小幅修复为主，主要因为意外检修不断导致平衡表预期有所修复。后续来看，供给端因为加工费逐渐企稳修复，预计意外检修将逐渐减少。需求端聚酯化纤库存和利润压力较低，负荷短期有望维持高位，但由于库存压力和下游淡季瓶片负荷难以上升。估值方面，PTA 加工费在没有进一步刺激下方空间有限，短期 PX 因芳烃调油数据逐渐走弱，PX 在小幅过剩的情况下缺乏提升估值的驱动，PXN 存在小幅回调估值的风险。

对二甲苯

【行情资讯】

价格表现：上周震荡偏强，01 合约单周上涨 80 元，报 6830 元。现货端 CFR 中国下跌 7 美元，报 826 美元。现货折算基差上涨 10 元，截至 11 月 29 日为-9 元。1-3 价差下跌 14 元，截至 11 月 28 日为-14 元。

供应端：上周中国负荷 88.3%，环比下降 1.2%；亚洲负荷 78.7%，环比下降 1%。装置方面，中化泉州检修；海外韩国 GS55 万吨装置降负荷。进口方面，11 月中上旬韩国 PX 出口中国 27.5 万吨，同比上升 1.9 万吨。整体上，虽然近期存在部分装置意外，但对供给的减量贡献较小，后续国内检修量仍然偏少，负荷持续偏高。

需求端：PTA 负荷 73.7%，环比上升 2.7%，装置方面，虹港重启，中泰负荷提升。PTA 十一月意外检修量上升，或进入阶段性的去库阶段。

库存：10 月底社会库存 407.4 万吨，环比累库 4.8 万吨，根据平衡表 11-12 月预期小幅累库，主因 PTA 检修量大幅上升。

估值成本端：上周 PXN 截至 11 月 27 日为 260 美元，同比上升 1 美元；石脑油裂差下跌 5 美元，截至 11 月 27 日为 105 美元，原油走势震荡。芳烃调油方面，上周美亚汽油裂解价差回落，美国汽油库存累库，美亚芳烃价差下降，调油相对价值回落。

【策略观点】

小结：上周 PXN 冲高回落，在美湾 MX 大幅下跌后估值有所下降，但明年的强预期支撑其止跌反弹。目前 PX 负荷维持高位，下游 PTA 检修较多，整体负荷中枢较低，PTA 投产较多叠加下游即将转淡季预期下压制 PTA 加工费，而 PTA 低开工导致 PX 库存难以持续去化，预期十一月份 PX 小幅累库。目前估值中性水平，短期因芳烃调油数据逐渐走弱，PX 在小幅过剩的情况下缺乏提升估值的驱动，存在小幅回调估值的风险。

农产品类

生猪

【行情资讯】

现货端：上周国内猪价震荡回落，后期跌幅扩大，周内养殖端出栏积极，气温偏高不足以支撑大规模腌腊进行，后半周出栏节奏加快，周内交易均重继续小幅回升，散户出栏占比扩大，肥标差明显下滑；具体看，河南均价周落 0.34 元至 11.36 元/公斤，周内最低 11.36 元/公斤，四川均价周持平于 11.3 元/公斤，周内最高 11.5 元/公斤，广东均价周持平于 11.36 元/公斤；南方规模场出栏进度仍慢，整体供应充沛，不过月底月初存在缩量可能，或短时支撑猪价，需求端处缓慢爬坡期，但短时增量仍较难对冲供应增幅，预计本周猪价整体偏弱为主，阶段性不乏反弹可能。

供应端：10 月官方母猪存栏为 3990 万头，环比回落 1.1%，仍比正常母猪保有量多 2.3%，去年以来母猪产能的持续增加，或导致今年及明年上半年供应基调维持偏空；不过，当前政策端强制去产能的预期较强，或在今年亏损有限的背景下改善明年供应，未来几个月需重点关注政策去产能的兑现情况，从已公布的数据看，前期产能去化进度偏慢，近期有加速迹象。从仔猪端数据看，当前至明年 4 月基础供应整体呈逐月增加的趋势，叠加本轮冻品入库及二育活体导致的向后累库，以及为应对节后淡季而前置的供应，预计今年春节前生猪市场面临的依旧是高屠宰+大体重的熊市配置；从近端数据看，国庆后屠宰量维持偏高，冻品库存持续回升，生猪交易均重同比偏大、环比回升，短期市场依旧是个供应偏大和过剩的格局。

需求端：国庆后需求端环比有所发力，一方面低价刺激消费、冻品和二育入场，另外降温后基础消费增多，但 10-11 月份整体温度下降空间有限，且离春节尚有时日，消费的大幅增加需要等进入 12 月份以后。

【策略观点】

理论出栏量依旧偏大，规模场出栏计划完成度一般，屠宰放量背景下体重同比仍高、环比续增，肥标差高位滞涨、散户二育栏位以缓慢释放为主，供应端压力依旧，且未来仍有增量；反观需求因气温偏高，表现始终不温不火，仅局部有零星腌腊出现，对现货带动有限；整体看考虑盘面估值不低，且现货对其驱动向下，维持高空近月或反套的思路。

鸡蛋

【行情资讯】

现货端：上周国内蛋价主流平稳，后半程小幅上涨，周内供应依然充足，需求无明显好转，蛋价上涨幅度较有限，周内老鸡淘汰继续加快，鸡龄回落至 489 天；具体看，黑山大码蛋价周涨 0.1 元至 2.8 元/斤，周内最低 2.7 元/斤，馆陶周涨 0.11 元至 2.69 元/斤，周内最低 2.56 元/斤，销区回龙观周涨 0.18 元至 3.05 元/斤，东莞周持平于 2.83 元/斤；展望本周，在产存栏维持偏高，小蛋占比缓慢回落，气温不高，轮库方式下库存压力不大，需求端支撑有限，但随着蛋价阶段低位的到来，短暂补库或支撑蛋价小涨。

补栏和淘汰:受蛋价弱势以及养殖亏损的影响,市场补栏情绪延续低迷,10月份补栏量进一步下降至7830万只,环比-0.1%,同比-12.7%;蛋价反弹无力,养殖亏损扩大,市场淘鸡情绪延续积极,老鸡价同比创多年新低,淘鸡-白鸡价差进一步回落,鸡龄下降至489天,不过离超量淘汰仍有距离。

存栏及趋势:截止10月底,在产蛋鸡存栏量为13.59亿只,低于前值并显著低于此前预期,主因为淘鸡量出栏意外不降反增,不过从绝对数量看依旧偏大,环比9月下降0.09亿只,同比去年的12.87亿只增加5.6%;按前期补栏推算,考虑正常淘鸡的情况下,预计未来存栏逐步见顶回落,11月持平,至明年3月进一步下降至13.19亿只,跌幅空间2.9%,相对供应逐步下降,绝对供应仍属偏高。

需求端:随着降温进行,鸡蛋保存条件转好,至春节前消费端或经历先累库再去库的过程转化。

【策略观点】

持续亏损导致淘鸡情绪较浓,远月表现偏强,近月在维持盘面升水、反映消费备货与产能去化之间反复;这里短期反映现货季节性累库与产能去化之间的共振,盘面近远月在升水背景下偏强暂无法证伪,中期随着远月给出合理养殖利润后产能去化放缓,以及季节性备货的结束,关注上方压力,短多长空思路。

豆菜粕

【行情资讯】

上周美豆震荡为主,中国持续购买及其国内库销比偏低提供支撑,但全球大豆库销比较高施压上方空间。上周巴西升贴水调涨15美分/蒲左右,大豆到港成本上涨。巴西主要种植区11月同比偏干,不过12月初预计降雨恢复,然而东南部产区预计降雨量持续较少,产区还未达到一帆风顺。USDA预测全球大豆供需格局由供需双增转换成供减需增,全球大豆预测年度库销比从2024年10月的33%落回到目前的28.94%,这为全球大豆提供了底部支撑,但因为同比仍较高,尚不足以产生CBOT大豆盘面种植利润丰厚的行情,预计在南美天气没有出现显著问题背景下大豆到港成本仍然震荡为主。上周国内豆粕现货震荡,基差震荡,期货盘面跟随成本窄幅波动,油厂买船利润小幅亏损。国内豆粕成交一般,提货处于偏高水平。国内大豆、豆粕库存同比较高,去库进度缓慢。买船方面,截至11月25日机构统计9月876万吨,10月773万吨,11月652万吨,12月465万吨。目前买船进度预示国内大豆及豆粕库存将持续下降,叠加当前国内豆粕大量提货,国内豆系基差具有一定支撑。

【策略观点】

观点:进口成本方面,全球大豆新作产量一直被边际下调,总产量已持平于总需求,全球大豆供应相比24/25年度有所下降,这意味着进口成本的底部或已显现,但向上空间或需要更大的减产力度。当前国内大豆库存处历年最高水平,豆粕库存偏大,榨利承压,不过逐步进入去库季节,存在一定支撑。豆粕在成本有支撑,榨利承压的情况下预计震荡运行。

油脂

【行情资讯】

上周三大油脂止跌反弹，外资三大油脂总持仓减仓加多，其中棕榈油减仓，菜油减多。基本面上，GAPKI 发布数据显示印尼 9 月出口了 220 万吨棕榈油，9 月出口量低于去年同期的 226 万吨，亦低于今年 8 月所出口的 348 万吨，棕榈油及棕榈仁油产量则为 430 万吨，环比下降 124 万吨。菜油方面因沿海油厂多数缺籽停机，菜油库存持续去化，不过俄罗斯菜油及澳洲菜籽填补一定空缺，上方空间也承压。豆油则跟随震荡为主。按往年正常水平产量及国际需求来看，来年一季度棕榈油将会进入快速去库节奏。今年马来西亚、印尼产量均同比偏大，一季度是油脂需求淡季，若此时东南亚棕榈油产量仍维持高位，则预期中的去库可能会反转。不过当前印尼 9 月产量同环比下滑的数据提振了市场，虽然较为滞后，但去库预期得到稍许强化。

上周油脂现货基差小幅上涨。国内油脂总库存持续去化，油脂供应较充足。随着大豆压榨量因到港量下滑而逐步下行，豆油产量下降，菜油库存则因进口较少持续去化，棕榈油库存因进口量低维持稳定，国内油脂总库存维持下行趋势。

【策略观点】

马来、印尼棕榈油产量超预期压制棕榈油行情表现，且高频出口数据有所下滑。棕榈油短期因供应偏大累库的现实可能会在四季度及明年一季度迎来反转，如果印尼当前的高产量不能持续去库时间点可能会更快到来。但若印尼一直维持近期的高产记录，棕榈油则会继续弱势。策略上，印尼 9 月数据显示产量大幅下滑，建议尝试回调做多思路。

白糖

【行情资讯】

外盘方面，上周原糖价格反弹，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 15.12 美分/磅，较之前一周上涨 0.35 美分/磅，涨幅 2.37%；价差方面，原糖 3-5 月差震荡，报 0.47 美分/磅，较之前一周下跌 0.02 美分/磅；伦敦白糖 3-5 月差震荡，报 3.8 美元/吨，较之前一周下跌 1.8 美元/吨；3 月合约原白价差震荡，报 100 美元/吨，较之前一周上涨 2 美元/吨。国内方面，上周郑糖价格小幅反弹，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5400 元/吨，较之前一周上涨 47 元/吨，涨幅 0.88%。广西现货报 5450 元/吨，较之前一周下跌 30 元/吨；基差走弱，报 50 元/吨，较之前一周下跌 77 元/吨；1-5 价差震荡，报 73 元/吨，较之前一周上涨 22 元/吨；配额外现货进口利润报 573 元/吨，较之前一周下跌 63 元/吨。

据沐甜科技报道，截至 11 月 27 日 2025/26 榨季广西已开榨糖厂 21 家，同比减少 36 家，日榨甘蔗产能 15 万吨，同比减少 31.6 万吨。据咨询机构 StoneX 最新发布的 2025/26 榨季全球食糖供需平衡表预测，全球供应将过剩 370 万吨，为 2017/18 年度以来最大过剩量。据标普全球大宗商品洞察公司预测巴西中南部地区 2025 年 11 月上半月的食糖产量预计同比上升 18.9%，达到 108 万吨。

【策略观点】

目前预估新榨季主要产糖国产量增加，全球供需关系从短缺转为过剩，直到明年一季度，国际糖价可能难有太大的起色。叠加目前国内配额外进口利润窗口也是持续打开，大方向还是维持看空。但国内糖价已经处于相对低位，多空博弈的难度加大，趋势性行情出现的概率也变小，策略上建议逢高抛空，价格下跌后择机平仓。

棉花

【行情资讯】

外盘方面，上周美棉花期货价格小幅反弹，截至周五美棉花期货 3 月合约收盘价报 64.73 美分/磅，较之前一周上涨 0.8 美分/磅，涨幅 1.25%。价差方面，美棉 3-5 月差震荡，报 -1.24 美分/磅，较之前一周下跌 0.02 美分/磅。国内方面，上周郑棉价格延续震荡，截至周五郑棉 1 月合约收盘价报 13725 元/吨，较之前一周上涨 265 元/吨，涨幅 1.97%。中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B 报 14896 元/吨，较之前一周上涨 105 元/吨。基差走弱，报 1189 元/吨，较之前一周下跌 132 元/吨。郑棉 1-5 月差震荡，报 40 元/吨，较之前一周上涨 25 元/吨。

据 Mysteel 最新公布的数据显示，截至 11 月 28 日当周，纺纱厂开机率为 65.5%，环比上周持平，较去年同期减少 1.6 个百分点，较近五年均值 72.1%，同比减少 6.6 个百分点；全国棉花商业库存 418 万吨，同比增加 27 万吨。据海关总署公布的数据显示，2025 年 10 月，我国进口棉花 9 万吨，同比减少 2 万吨。2025 年 1-10 月，我国进口棉花 78 万吨，同比减少 161 万吨，减幅 67.36%。据 USDA 最新月度供需报告数据显示，2025/26 年度全球棉花产量较 9 月预估上调 52 万吨至 2614 万吨。其中美国产量上调 19 万吨至 307 万吨；巴西产量上调 11 万吨至 408 万吨；印度产量维持 523 万吨的预估；中国产量上调 22 万吨至 729 万吨。

【策略观点】

从基本面来看，前期旺季不旺，但旺季结束后需求并没有太差，下游开机率维持在中等水平，并且此前盘面价格下跌也消化了国内丰产的利空。随着商品反弹，短线有资金入场推高棉价，但暂时看不到太强的驱动，叠加套保盘压力，郑棉走出单边趋势行情的概率不高。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

研究中心团队

【五矿期货分析师团队】			
姓名	职务	组别	研究方向
孟远	总经理		主持研究中心工作
吴坤金	分析师、组长	有色金属组6人	铜、铝
曾宇轲	分析师		碳酸锂
张世骄	分析师		铅、锌
王梓铎	分析师		氧化铝、烧碱
刘显杰	分析师		镍、锡
陈逸	分析师		不锈钢
蒋文斌	高级投资经理、组长	宏观金融组3人	宏观
钟俊轩	分析师		贵金属、海外宏观
程靖茹	分析师		国债、国内宏观
陈张滢	分析师、组长	黑色建材组4人	煤炭、铁合金
朗志杰	分析师		玻璃、纯碱
万林新	分析师		铁矿、多晶硅、工业硅
赵航	分析师		钢材
刘洁文	分析师、组长	能源化工组5人	甲醇、尿素
张正华	分析师		橡胶、20号胶、BR橡胶
徐绍祖	分析师		塑料、PP、苯乙烯
马桂炎	分析师		PX、PTA、MEG、PVC
严梓桑	分析师		原油、燃油、低硫燃料油、沥青
王俊	分析师、组长	农产品组3人	生猪、鸡蛋
杨泽元	分析师		白糖、棉花
斯小伟	分析师		豆粕、油脂
郑丽	研究助理		研究支持、研究服务和合规管理