



宏观金融类

股指

【行情资讯】

重要消息：1、外交部：如日方拒不撤回涉台错误言论 一切后果由日方承担；2、高盛合伙人：美股出现多头缴械迹象 企稳前抛售将继续；3、纽约联储行长威廉姆斯表示，随着劳动力市场走软，美联储近期内仍有再次降息的空间；4、美国政府据称正考虑允许英伟达对华出售 H200 芯片。

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走势有所劈叉，信用利差收敛，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：10 月经济数据显示，供需两端均有所回落，受外需走弱、“反内卷”政策影响生产结构调整，以及工作日减少的共同作用，10 月工业增加值增速下滑。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 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、11 月 LPR 报价持稳：1 年期 LPR 报 3%，上次为 3%；5 年期以上品种报 3.5%，上次为 3.5%。

2、住房城乡建设部建筑节能与科技司副司长张雁表示，要把城市更新摆在更加突出的位置，系统推进好房子、好小区、好社区、好城区“四好”建设，为人民群众高品质生活、新业态新产业发展提供空间载

体，为城市高质量发展提供有力支撑。

3、日本 10 年期国债收益率周三盘中攀升 2 个基点至 1.765%，创 2008 年 6 月全球金融危机以来的最高水平。因投资者押注日本高市早苗政府将推出远超预期的财政支出计划，进一步激发了市场上抛售日债的“高市交易”。

4、财政部披露，1-10 月，全国一般公共预算收入 186490 亿元，同比增长 0.8%。其中，全国税收收入 153364 亿元，同比增长 1.7%；非税收入 33126 亿元，同比下降 3.1%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入 81856 亿元，同比下降 0.8%；地方一般公共预算本级收入 104634 亿元，同比增长 2.1%。

5、美国 11 月标普全球制造业 PMI 初值为 51.9，创 4 个月新低，预期 52，前值 52.5。美国 11 月标普全球服务业 PMI 初值为 55，创 4 个月新高，预期 54.6，前值 54.8。美国 11 月标普全球综合 PMI 初值为 54.8，创 4 个月新高，预期 54.5，前值 54.6。

6、欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 49.7，预期 50.2，10 月终值 50；服务业 PMI 初值为 53.1，预期 52.8，10 月终值 53；综合 PMI 初值为 52.4，预期 52.5，10 月终值 52.5。

7、美国劳工统计局（BLS）发布声明称，由于拨款中断，BLS 无法收集 10 月的调查数据，因此将不会发布 10 月份的 CPI 报告，11 月 CPI 报告将于 12 月 18 日发布，且不会包括那些缺失了 10 月数据项目的环比百分比变化。

流动性：上周央行进行 16760 亿元逆回购操作、8000 亿元买断式逆回购操作，有 11220 亿元逆回购到期，上周净投放 13540 亿元，DR007 利率收于 1.44%。

利率：1、最新 10Y 国债收益率收于 1.82%，周环比+0.81BP；30Y 国债收益率收于 2.16%，周环比+1.20BP；2、最新 10Y 美债收益率 4.06%，周环比-8.00BP。

【策略观点】

基本面看，10 月经济数据供需两端偏弱，整体较三季度有所回落，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，后续缴税期将近且同业存单到期量大，但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，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，节奏上需关注股债跷跷板作用以及配置力量逐渐增加的影响，债市有望震荡修复。

贵金属

【行情资讯】

上周贵金属价格呈现震荡偏弱走势，截至上周五日盘收盘，沪金跌 2.75%，报 926.94 元/克，沪银跌 5.43%，报 11680.00 元/千克；COMEX 金跌 0.53%，报 4062.80 美元/盎司，COMEX 银跌 1.47%，报 49.66 美元/盎司；10 年期美债收益率报 4.06 %；美元指数涨 0.87%，报 100.15 ；

在美股表现疲软的背景下，上周五多位联储票委“鸽派救市”，这令贵金属价格短期得到较为强力的支撑：上周五凌晨（美国当地时间周四交易日），美国股市出现大幅冲高回落的情况，标普 500 指数在高

开情况下回落，收跌 1.56%。周五晚间，纽约联储主席威廉姆斯表示美联储近期仍存在降息空间，他认为劳动力市场已正在降温，同时通胀的进展有所停滞。威廉姆斯是美联储决策层的核心人物，其管理的纽约联储负责进行美联储公开市场操作，他的表态部分代表着鲍威尔对于后续货币政策路径的态度。威廉姆斯发表讲话后，市场对于联储 12 月议息会议降息 25 个基点的概率定价大幅上升至 70%。

内外盘白银库存持续去化，沪银期限结构改变：截至 11 月 21 日，上期所白银库存较 17 日下降 50.08 吨至 519.3 吨，COMEX 白银库存同期下降 274.73 吨至 14329.5 吨，当前沪银 2512 合约已升水 2602 合约，显示国内四季度白银需求端依旧具备韧性。COMEX 白银库存持续去化，但当前海外现货尚未构成主要驱动，白银一月期现货隐含租赁利率当前下降至 3.93%。

【策略观点】

美联储宽松货币政策预期在上周五联储关键票委讲话后显著回升，海外降息周期仍将持续。但进一步的驱动将在 12 月集中释放，当地时间 12 月 10 日美联储将会进行本年度最后一次议息会议并公布经济展望报告（包含点阵图），而在十二月下旬特朗普将大概率完成新任联储主席的选拔。当前贵金属策略上建议保留底仓，暂时观望为主。沪金主力合约参考运行区间 896-940 元/克，沪银主力合约参考运行区间 11367-12639 元/千克。

铂族金属

【行情资讯】

铂族金属价格将随金银价格在短期得到支撑，同时租赁利率显示铂族金属基本面仍偏强势：上周铂族金属随贵金属价格下跌，周五受到鸽派讲话的影响有所回升，NYMEX 铂金主力合约价格上周下跌 2.25%至 1523.4 美元/盎司，NYMEX 钯金主力合约价格上周下跌 2.16%至 1384.5 美元/盎司。上周五晚间，纽约联储主席威廉姆斯表示美联储近期仍存在降息空间，他认为劳动力市场已正在降温，同时通胀的进展有所停滞。威廉姆斯是美联储决策层的核心人物，其管理的纽约联储负责进行美联储公开市场操作，他的表态部分代表着鲍威尔对于后续货币政策路径的态度。威廉姆斯发表讲话后，市场对于联储 12 月议息会议降息 25 个基点的概率定价大幅上升至 70%。当日，铂金价格在 1480 美元/盎司一线得到支撑。目前海外租赁利率依旧处于高位，截至 11 月 21 日，铂金一月期隐含租赁利率为 14.72%，钯金一月期隐含租赁利率为 10.73%，均处于近五年同期的最高水平。当前，美国对于铂族金属关税的征收仍具备不确定性，且铂金和钯金本身即是关键矿产。CME 铂金库存截至 11 月 21 日为 19.12 吨，钯金库存为 5.39 吨，均处于近年同期的相对高位。

【策略观点】

在宏观和基本面均具备支撑的情况下，铂族金属价格预计将维持高位震荡走势，需观察 12 月份美联储是否会形成新的货币政策驱动。

有色金属类

铜

【行情资讯】

上周铜价震荡下滑，沪铜主力合约周跌 1.43%（截至周五收盘），伦铜周跌 0.63%至 10778 美元/吨。三大交易所库存环比增加 3.8 万吨，其中上期所库存增加 0.1 至 11.1 万吨，LME 库存增加 1.9 至 15.5 万吨，COMEX 库存增加 1.7 至 36.2 万吨。上海保税区库存增加 0.5 万吨。国内电解铜现货进口亏损缩窄，洋山铜溢价反弹。现货方面，周五国内上海地区现货升水现货 90 元/吨，LME 市场 Cash/3M 升贴水先抑后扬，周五报升水 1.1 美元/吨。需求端，上周精铜杆开工率继续抬升、再生铜杆开工率下滑，线缆企业开工率改善，需求延续回暖。精废铜价差缩窄至 2670 元/吨，废铜替代优势降低。

【策略观点】

美股走弱压力下美联储官员表态有所转鸽，12 月降息概率回升，而地缘层面对风险偏好有所压制。产业上看铜原料供应维持紧张，国内冶炼检修边际减少，不过下游开工率维持偏强，国内累库压力暂时不大，铜价下方支撑较强，短期价格预计偏震荡。本周沪铜主力运行区间参考：84800-87500 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：10550-11000 美元/吨。

铝

【行情资讯】

上周铝价走弱，沪铝周跌 2.3%至 21340 元/吨（截至周五下午收盘）；伦铝周跌 1.7%至 2808 美元/吨。库存方面，铝锭社会库存周环比减少 0.1 万吨，保税区库存继续减少，铝棒库存周环比增加 0.2 万吨，铝棒加工费上行。外盘 LME 铝库存减少 0.4 至 54.8 万吨，注销仓单比例下滑。现货方面，国内华东地区现货基差先抑后扬，下游采购情绪随着价格下跌回暖。LME 市场 Cash/3M 贴水扩大至 30.9 美元/吨。需求方面，上周国内铝下游加工龙头企业开工率持稳于 62.0%，下游淡季特征逐渐显现。

【策略观点】

全球权益市场回调叠加地缘局势偏紧张，市场情绪较为谨慎，沪铝多空明显减仓，铝价回落。当前加总的全球铝锭显性库存维持相对低位，加之供应干扰预期，铝价支撑仍强。虽然下游逐渐转向淡季，但伴随价格回调，预计国内累库压力不大，铝价震荡调整后仍可能进一步走强。沪铝主力合约运行区间参考：21200-21800 元/吨；伦铝 3M 运行区间参考：2750-2850 美元/吨。

锌

【行情资讯】

价格回顾：上周五沪锌指数收涨 0.03%至 22395 元/吨，单边交易总持仓 19.52 万手。截至上周五下午 15:00，伦锌 3S 较前日同期跌 0.5 至 2989.5 美元/吨，总持仓 22.08 万手。SMM0#锌锭均价 22440 元/吨，上海基差 25 元/吨，天津基差-15 元/吨，广东基差-35 元/吨，沪粤价差 60 元/吨。

国内结构：据上海有色数据，国内社会库存小幅去库至 15.27 万吨。上期所锌锭期货库存录得 7.29 万吨，内盘上海地区基差 25 元/吨，连续合约-连一合约价差 5 元/吨。海外结构：LME 锌锭库存录得 4.61 万吨，LME 锌锭注销仓单录得 0.36 万吨。外盘 cash-3S 合约基差 134.75 美元/吨，3-15 价差 26 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.055，锌锭进口盈亏为-4164.59 元/吨。

产业数据：锌精矿国产 TC2350 元/金属吨，进口 TC 指数 73 美元/干吨。锌精矿港口库存 25.1 万实物吨，锌精矿工厂库存 63.2 万实物吨。镀锌结构件周度开工率录得 57.17%，原料库存 1.5 万吨，成品库存 36.7 万吨。压铸锌合金周度开工率录得 51.02%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 1.1 万吨。氧化锌周度开工率录得 57.25%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.6 万吨。

【策略观点】

10 月锌矿进口大幅下滑，过去一周锌矿显库延续去库，TC 进一步下行，锌矿端因冶炼厂冬季备库采买需求表现偏紧，但备库结束后预计锌矿仍将边际转松。冶炼利润下滑后近期国内锌锭产量减少，锌锭社库小幅下滑，但长周期来看锌产业仍在过剩周期内，中期产业过剩观点维持不变。资金层面，伦锌库存抬升，月差下滑，结构性风险退潮。沪锌前期主力净多均大幅减仓。近期全球主要金融资产表现偏弱，预计锌价短期弱势运行。

铅

【行情资讯】

价格回顾：上周五沪铅指数收跌 0.31%至 17165 元/吨，单边交易总持仓 7.53 万手。截至上周五下午 15:00，伦铅 3S 较前日同期跌 17.5 至 1997.5 美元/吨，总持仓 15.96 万手。SMM1#铅锭均价 17075 元/吨，再生精铅均价 17050 元/吨，精废价差 25 元/吨，废电动车电池均价 9975 元/吨。

国内结构：据钢联数据，国内社会库存小幅去库至 3.64 万吨。上期所铅锭期货库存录得 3 万吨，内盘原生基差-90 元/吨，连续合约-连一合约价差-5 元/吨。海外结构：LME 铅锭库存录得 26.47 万吨，LME 铅锭注销仓单录得 8.57 万吨。外盘 cash-3S 合约基差-28.91 美元/吨，3-15 价差-85.3 美元/吨。跨市结构：剔汇后盘面沪伦比价录得 1.21，铅锭进口盈亏为 10.51 元/吨。

产业数据：原生端，铅精矿港口库存 4.0 万吨，工厂库存 45.0 万吨，折 30.2 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 67.70%，原生锭厂库 0.6 万吨。再生端，铅废库存 10.3 万吨，再生铅锭周产 4.5 万吨，再生锭厂库 0.6 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 70.56%。

【策略观点】

原生铅开工率维持相对高位，再生铅冶炼原料库存与开工均有抬升，铅锭供应端持续放量。国内蓄企开工率维持平稳，铅酸蓄电池出口延续下滑。国内铅锭库存自低位企稳回升，海外铅锭库存连续交仓，LME 铅月差下滑。总体来看铅锭供应相对宽松，前期主力多头离场后，铅价仍在宽幅区间内震荡。近期全球主要金融资产表现偏弱，预计铅价短期弱势运行。

镍

【行情资讯】

上周镍价持续下跌，沪镍主力合约周五收报 114130 元/吨，跌幅达 2.70%，伦镍周五报价 14620 美元/吨，周跌幅 1.75%。现货市场，各品牌升贴水持稳运行，俄镍现货均价对近月合约升贴水为 500 元/吨，较前

日持平，金川镍现货升水均价报 4100 元/吨，较前日上涨 50 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，价格较前日持平，1.2%品位印尼内贸红土镍矿到厂价报 23 美金/湿吨，价格较前日持平，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，国内高镍生铁出厂价报 892 元/镍点，均价较前日下跌 3 元/镍点。

【策略观点】

目前镍基本面短期压力明显，价格或继续承压运行。供给方面，镍铁价格加速下跌，转产高冰镍预期增强，同时硫酸镍需求逐步转淡，加之印尼 MHP 项目投产预期，精炼镍原料供应得到进一步补充。需求方面，市场需求未见增量，国内外库存持续累积。从成本来看，镍矿价格出现小幅松动，若后市价格难以持稳，或出现负反馈带动下游价格进一步下跌。操作方面，不建议追空或抄底，等待镍铁价格企稳后再做进一步观察。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 1.35-1.55 万美元/吨。

锡

【行情资讯】

2025 年 11 月 21 日，沪锡主力合约收盘价 290740 元/吨，较前一周下跌 0.24%。供给方面，上周云南及江西两地的锡锭冶炼厂生产情况整体高位企稳，云南地区生产恢复明显，而江西地区则略显疲软，原料供应紧张是两地产能释放的共同制约因素。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。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。需求方面，虽然消费电子、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，锡焊料企业的开工率呈现小幅回暖的态势，10 月国内集成电路产量为 41.8 亿块，同比增速 17.7%。库存方面，上周统计全国主要锡锭社会库存为 8245 吨，较前一周增加 311 吨。消息层面，周末外交部发文称，刚果（金）安全形势复杂严峻，驻留刚果（金）东部地区中国公民应立即撤离。目前看当前反政府武装仅限于袭击，并未形成攻势，Bisie 锡矿停产风险暂时可控。

【策略观点】

短期锡供需处于紧平衡状态，但考虑到高价对于锡消费的抑制效应以及矿端紧缺边际缓解，预计锡价震荡运行为主。操作方面，建议观望为主。国内主力合约参考运行区间：280000-300000 元/吨，海外伦锡参考运行区间：36000 美元-38000 美元/吨。

碳酸锂

【行情资讯】

11 月 21 日，五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 92211 元，周内+6.55%。MMLC 电池级碳酸锂报价 91700-93200 元，工业级碳酸锂报价 90700-91200 元。LC2601 合约收盘价 91020 元，周内+4.19%，贸易市场电池级碳酸锂升贴水均价为-250 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 1130-1210 美元/吨，周内+10.90%。

11月20日，SMM国内碳酸锂周度产量报22130吨，环比增2.7%。2025年10月中国进口碳酸锂23881吨，环比+21.9%，同比增加3%。1-10月中国碳酸锂进口总量约为19.7万吨，同比增加4.9%。据乘联会，11月1-16日，全国乘用车新能源市场零售55.4万辆，同比去年11月同期增长2%，较上月同期增长7%，今年以来累计零售1070.3万辆，同比增长21%；11月1-16日，全国乘用车厂商新能源批发61.8万辆，同比去年11月同期增长1%，较上月同期增长17%，今年以来累计批发1267.5万辆，同比增长28%。上周库存去化环比收窄，11月20日，国内碳酸锂周度库存报118420吨，环比-2052吨（-1.7%）。碳酸锂库存天数约26.8天。11月21日，广期所碳酸锂注册仓单26848吨，周内-1.2%。

【策略观点】

消费高景气度带动锂电行业乐观情绪，做多资金主导上周行情走向。周五市场氛围降温，锂电板块重挫，锂价大幅回调。短期需求超预期、去库延续已较为充分地定价。当前锂价位于年内高位，需关注供给释放及需求增速减缓等潜在扰动。建议后续关注持仓结构变化、权益市场氛围、锂电材料及电芯排产。本周广期所碳酸锂主力合约参考运行区间85600-94600元/吨。

氧化铝

期货价格：截至11月21日下午3时，氧化铝指数上周下跌3.76%至2737元/吨，持仓增加0.1万手至57.3万手。上周美联储放鹰驱动商品整体情绪偏弱，叠加氧化铝供应过剩格局仍未反转，共同导致氧化铝期价进一步下探。基差方面，山东现货价格报2775元/吨，升水12合约71元/吨。月差方面，连1-连3月差收盘录得-107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15元/吨、下跌25元/吨、下跌5元/吨、下跌5元/吨、下跌5元/吨、上涨5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4.3万吨至488.3万吨，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3.2万吨、去库2万吨、累库3.7万吨、去库0.6万吨。上涨氧化铝上期所仓单合计去库0.27万吨至25.09万吨；交割库库存录得25.58万吨，较前周增加0.21万吨。流通现货转松，周内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21日，氧化铝周度产量录得184.5万吨，较前周小幅增加0.2万吨。

进出口：截至11月21日，上周澳洲FOB价格下跌1美元/吨至319美金/吨，进口盈亏录得-41元/吨，海外氧化铝价格近期在315-320美元区间震荡，国内现货价格持续下行，进口盈亏回落。

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%。

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 21 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-2.20%；废不锈钢均价报 8500 元/吨，环比-1.17%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12290 元/吨，环比-0.73%。

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 107.17 万吨，环比+0.11%；期货仓单上周库存 7.04 万吨，环比-15889 吨。上周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 18.82/65.88/22.48 万吨，其中 300 系库存环比-0.17%；上周不锈钢海漂量 8.24 万吨，环比+10.13%，卸货量 7.79 万吨，环比+4.97%。

成本：上周山东 7%-10% 镍铁出厂价 885 元/镍，环比-20 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 134 元/镍。

观点：上周不锈钢市场供应过剩局面依然持续，市场信心偏弱，贸易商及终端多按需采购，缺乏主动囤货意愿，整体成交表现清淡。需求方面，受房地产市场持续低迷影响，建筑装饰、家居厨具等相关不锈钢消费领域受到明显拖累，社会库存去化缓慢，整体水平仍高于往年同期，反映出终端消化能力不足。

成本端，由于自印尼等地进口的原料供应充裕，镍铁价格继续走弱，铁厂利润空间受到挤压，不锈钢成本支撑进一步减弱。综合来看，在供给高位、需求疲软、成本下移的共同作用下，不锈钢价格预计仍将延续弱势下行趋势。

铸造铝合金

【行情资讯】

铝合金价格走弱，主力 AD2512 合约周跌 2.37% 至 20595 元/吨（截止周五下午 3 点），加权合约持仓 2.43 万手，环比下滑，仓单增加 0.22 至 6.09 万吨。AL2601 合约与 AD2601 合约价差 745 元/吨，环比持平。

国内主流地区 ADC12 价格下跌，下游刚需采购为主，进口 ADC12 价格下调。国内主要市场铝合金锭库存增加 0.31 至 7.52 万吨，铝合金锭厂内库存减少 0.11 至 5.79 万吨。海关数据显示，我国 10 月进口未锻轧铝合金数量约 7.6 万吨，环比减 0.6 万吨，较去年同期少 3.9 万吨。

【策略观点】

铸造铝合金成本端价格支撑仍强，而需求端表现相对一般，预计短期价格转震荡。

黑色建材类

钢材

【行情资讯】

供应端:

上周螺纹总产量 208 万吨, 环比+3.98%, 同比-11.11%, 累计产量 9967.17 万吨, 同比-2.44%。长流程产量 181 万吨, 环比+5.39%, 同比-11.81%; 短流程产量 27 万吨, 环比-4.63%, 同比-6.07%。

上周铁水日均产量为 236.28 万吨, 铁水小幅回落。螺纹产量小幅上升, 供应端压力较低。利润方面, 华东地区螺纹高炉利润维持-31 元/吨附近, 高炉利润与上周基本持平; 谷电利润为-9 元/吨, 电炉利润有所恢复。

上周热轧板卷产量 316 万吨, 环比+2.3 万吨, 同比+2.4%, 累计同比+1.9%。

需求端:

上周螺纹表需 231 万吨, 前值 216 万吨, 环比+6.9%, 同比-1.3%, 累计需求 9815 万吨, 同比-5.3%。需求小幅回升, 整体表现中性偏弱。

上周热轧板卷消费 324 万吨, 环比+10.8 万吨, 同比+2.2%, 累计同比+1.4%。

进出口:

钢坯 10 月进口 3.0 万吨。

库存:

上周螺纹社会库存 400 万吨, 前值 416 万吨, 环比-3.8%, 同比+35.1%; 厂库 153 万吨, 前值 160 万吨, 环比-4.4%, 同比+2.6%。

合计库存 553 万吨, 前值 576 万吨, 环比-4.0%, 同比+24.2%。螺纹库存持续去化, 整体库存结构较为健康。

上周热卷库存为 402.11 万吨, 库存水平偏高, 压力仍大。

利润:

铁水成本 2672 元/吨, 高炉利润-31 元/吨; 独立电弧炉钢厂平均利润-114 元/吨。

【策略观点】

小结:

上周商品市场整体维持调整格局, 成材价格在底部区域震荡运行。海外方面, 美国近期频繁释放“鹰派”信号, 市场对 12 月降息的预期明显降温, 盘面风险偏好随之回落。国内来看, 经济总体平稳运行的态势未变, 当前处于政策空窗期, 缺乏显性刺激, 仍需等待 12 月初政治局会议定调。基本面方面, 螺纹钢供需双增、库存延续去化, 整体表现偏中性; 热轧卷板终端需求持续回升, 尽管产量小幅回落, 但库存仍处于高位, 基本面压力依旧存在。展望后市, 短期在降息预期弱化的影响下, 商品市场情绪偏冷, 价格或延续底部弱势震荡。但随着美联储宽松预期逐步兑现, 以及中美会晤释放积极信号, 市场情绪与资金环境有望改善。若制造业修复趋势延续, 钢材消费或将逐步企稳回升。中期来看, 随着稳增长相关政策落地、宏观环境边际改善, 钢材需求有望迎来拐点, 实现温和回升。

锰硅硅铁

【行情资讯】

上周，锰硅盘面价格在周初反弹后迅速走低，周度跌幅 138 元/吨或-2.4%。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，连收四连阴，向下跌破 9 月份以来平台且临界 5600 元/吨（针对加权指数，下同）附近支撑，下跌过程伴随持仓明显上升，走势表现弱势。后续关注 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，上周盘面价格在周初大幅冲高尝试摆脱下跌趋势无果后迅速走低，周度跌幅 56 元/吨或-1.02%。日线级别，硅铁盘面仍处在 5400 元/吨至 5800 元/吨（针对加权指数，近期区间上沿收窄至 5650 元/吨）的震荡区间之内，周中价格短暂跌破 5400 元/吨后明显回升，获得一定支撑。当前价格趋势偏空（摆脱下跌趋势前），继续关注下方 5400 元/吨附近支撑情况。

【策略观点】

在过去的一周中，市场风险偏好全面转弱。一方面，海外市场对于美联储 12 月份继续降息的预期走弱，叠加对于 AI 叙事的担忧，美股连同贵金属、有色等出现明显回落，同时带动国内股市、大宗商品情绪走弱；另一方面，焦煤价格受“烂仓单”、“保供”、蒙煤四季度冲量等诸多不可证伪的预期冲击下继续下行。情绪弱化、成本端煤炭承压以及仍旧处于宏观政策的空窗期，铁合金价格出现明显下行，甚至一度要向下破位。但随着美股不断走弱，美联储票委开始不断放鸽，市场对于 12 月降息的预期回升至 50% 以上，存在一定“救市”意图。此外，周五夜盘焦煤价格再度大幅增仓下砸后出现明显减仓并伴随价格回升，几乎抹平当日跌幅，焦煤端价格继续下挫或告一段落。不可否认，当下大类资产价格的弱势仍未得到改变且市场风险也仍未解除，即价格继续下行的压力还在。但我们认为仍没有必要太过悲观，我们依旧期待未来 12 月份一系列宏观事件对于市场情绪的积极影响。因此，我们仍旧建议关注市场情绪的拐点以及于此对应的价格可能的拐点，但提示注意海外情绪波动。

对于黑色板块的后市，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，继续提示注意锰矿端情况。若后续商品情绪回暖且黑色板块在上述逻辑下走强，则需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。若没有，则预计锰硅仍将作为黑色板块行情的跟随。回到硅铁层面，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 3278.4 万吨，环比减少 238.0 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2637.4 万吨，环比减少 271.3 万吨。澳洲发运量 1839.6 万吨，环比减少 210.9 万吨，其中澳洲发往中国的量

1553.6 万吨，环比减少 319.4 万吨。巴西发运量 797.8 万吨，环比减少 60.4 万吨。中国 47 港到港总量 2939.5 万吨，环比增加 569.6 万吨；中国 45 港到港总量 2817.1 万吨，环比增加 548.2 万吨。日均铁水产量 236.28 万吨，环比上周减少 0.60 万吨。库存端全国 47 个港口进口铁矿库存总量 15734.85 万吨，环比下降 77.99 万吨。

【策略观点】

供给方面，最新一期海外铁矿石发运量环比下降。发运端，澳洲、巴西发运量均有减量。主流矿山方面，四大矿山均不同程度环比下行。非主流国家发运量增加至年内高位，近端到港量环比上行。需求方面，最新一期钢联口径日均铁水产量 236.28 万吨，环比下降 0.6 万吨。检修高炉多于复产高炉数，主要系下游需求走弱以及利润不佳所致。钢厂盈利率延续降势。库存端，港口库存小幅下降，钢厂库存有所消耗。终端方面库存有所下降。从基本面看，铁矿石总体库存仍偏高，但由于部分资源受限，存在结构性矛盾，现货有一定支撑。短期铁水产量暂稳，需求走平。宏观方面，进入十一月后暂无影响较大的宏观事项。整体看，宏观真空期内盘面走势易偏向现实逻辑，铁矿石供需需稳，部分资源紧张，预计震荡区间内运行。

玻璃纯碱

玻璃：

【行情资讯】

价格：截至 2025/11/21，浮法玻璃现货市场报价 1080 元/吨，环比-30 元/吨；玻璃主力合约收盘报 989 元/吨，环比-67 元/吨；基差 101 元/吨，环比上周+47 元/吨。

成本利润：截至 2025/11/21，以天然气为燃料生产浮法玻璃的周均利润为-206.84 元/吨，环比-19.14 元/吨；河南 LNG 市场低端价 4350 元/吨，环比+50 元/吨。以煤炭为燃料生产浮法玻璃的周均利润为 25.79 元/吨，环比-25.47 元/吨；以石油焦为燃料生产浮法玻璃的周均利润为 8.52 元/吨，环比-24 元/吨。

供给：截至 2025/11/21，全国浮法玻璃周度产量为 111.02 万吨，环比-0.375 万吨，开工产线 222 条，环比持平，开工率为 74.85%。

需求：截至 2025/11/21，浮法玻璃下游深加工订单为 9.9 万吨，环比-0.90 万吨；Low-e 玻璃开工率 46.50%，环比+1.70%。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 2025/11/21，全国浮法玻璃厂内库存 6330.3 万重箱，环比+5.60 万重箱；沙河地区厂内库存 463.6 万重箱，环比+22.56 万重箱。

【策略观点】

观点：上周企业面临较大的出货压力，普遍采取以价换量策略以促进销售，实际成交仍集中于低价资源，市场情绪整体偏空。供应端，12 月玻璃产线冷修预期增强，供应端有望出现一定收缩。需求端下游加工订单不足，企业多按需采购，导致价格缺乏有力支撑。成本端，随着纯碱价格回落，市场对玻璃价格的预期进一步转弱。综合来看，当前玻璃估值已处于相对低位，预计玻璃价格将在底部区间延续震荡走势，进一步下跌的空间较为有限。

纯碱:

【行情资讯】

价格: 截至 2025/11/21, 沙河重碱现货市场报价 1128 元/吨, 环比-48 元/吨; 纯碱主力合约收盘报 1158 元/吨, 环比-81 元/吨; 基差-30 元/吨, 环比上周+15 元/吨。

成本利润: 截至 2025/11/21, 氨碱法的周均利润为-118.5 元/吨, 环比-15.00 元/吨; 联碱法的周均利润为-221.5 元/吨, 环比+10.5 元/吨。截至 2025/11/21, 秦皇岛到港动力煤 830 元/吨, 环比持平; 河南 LNG 市场低端价 4350 元/吨, 环比+50 元/吨。

供给: 截至 2025/11/21, 纯碱周度产量为 72.09 万吨, 环比-1.83 万吨, 产能利用率 82.68%。重碱产量为 39.62 万吨, 环比-1.47 万吨; 轻碱产量为 32.47 万吨, 环比-0.36 万吨。

需求: 截至 2025/11/21, 全国浮法玻璃周度产量为 111.02 万吨, 环比-0.375 万吨, 开工产线 222 条, 环比持平, 开工率为 74.85%。纯碱 09 月表观消费量达 308 万吨。

库存: 截至 2025/11/21, 纯碱厂内库存 164.44 万吨, 环比-6.29 万吨; 库存可用天数为 13.63 日, 环比-0.53 日。重碱厂内库存为 88.73 万吨, 环比-1.98 万吨; 轻碱厂内库存为 75.71 万吨, 环比-4.31 万吨。

【策略观点】

观点: 上周部分装置检修, 带动行业开工率小幅回落, 但未能扭转市场供过于求的格局。需求端呈现分化, 轻碱需求稳健, 局部货源偏紧推动报价探涨; 重碱需求则持续疲软, 沙河地区玻厂订单不足, 周内价格多次承压下调。虽然成本端煤炭价格上涨对纯碱有一定支撑, 但高库存与弱需求始终构成主要负向驱动, 在玻璃需求未见实质好转前, 预计纯碱将维持弱势运行。

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+50 元/吨。期货主力 (SI2601 合约) 收盘报 8960 元/吨。553# (不通氧) 升水期货主力合约 390 元/吨; 421#升水主力合约 40 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 8495.83 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 8.92 万吨, 环比-0.13 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 66.01 万吨, 环比-1.86 万吨。

【策略观点】

上周工业硅价格周中快涨快跌, 波动明显加大。站在盘面走势角度, 短期资金快进快出, 走势不稳定, 注意风险。

基本面端, 工业硅周产量延续下行趋势, 供应端继续收缩。需求侧, 多晶硅周产量下行, 部分企业基地检修平稳进行, 符合此前排产下降预期; 有机硅在召开行业联合挺价会议后, 现货价格调涨, 但产量上

看并未达到计划的减产幅度预期，因此短期对工业硅需求的支撑没有明显减弱，后续开工率再作观察。出口端十月净出口大幅减少。下方支撑来看，成本端枯水期西南电价抬升，以及煤焦价格为工业硅盘面提供托底作用。整体看工业硅现实状况没有显著的边际改变，上周中在新能源板块资金情绪以及西北重污染天气影响下快速拉升，部分硅厂出货积极，随后盘面由于驱动不足以及情绪转换而快速回落并吞没涨幅。短期看工业硅价格仍震荡运行，注意阶段性情绪扰动。

【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 53360 元/吨。主力合约基差-1060 元/吨，基差率-2.03%。百川盈孚统计多晶硅生产成本 41714.32 元/吨；多晶硅毛利润 8390.95 元/吨，利润相对可观。百川盈孚口径下多晶硅周度产量为 2.75 万吨，环比继续下降。SMM 口径下 10 月多晶硅产量 13.4 万吨，环比+0.4 万吨；1-10 月多晶硅累计产量 107.51 万吨，同比-30.30%。百川盈孚口径下多晶硅工厂库存 27.92 万吨；SMM 口径下多晶硅库存 27.1 万吨。

【策略观点】

多晶硅仍在现实与预期之间反复拉扯。基本面端，11 月排产下降，周产量数据已逐步下滑，减产预期兑现。下游硅片产量较 10 月预期环比下降。往后看供给较大幅度减量下多晶硅供需格局或将边际有所好转，但短期的去库幅度预计有限。上周硅片、电池片价格均出现松动，部分厂商报价下调，需求偏弱情况下价格压力仍存，上游硅料报价相对坚挺，面临下游的价格反馈压力。现实端偏弱背景下，收储及平台公司成立预期持续拉扯盘面，消息扰动下盘面价格易快速下挫或拉升，在无实际确定性信息披露的情况下，价格于区间内宽幅震荡。往后关注点依旧是平台公司进展以及产业链价格反馈情况。同时对行业相关传闻注意辨别真实性，运用仓位控制风险。

能源化工类

橡胶

【行情资讯】

RU 胶价震荡反弹。

泰国有台风和降雨量变大的供应利多。RU 仓单即将出库，到时候偏低的交易所库存可能引发多头的关注。

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) 轮胎出口增速维持高增。

25 年 9 月，中国橡胶轮胎出口总量为 79 万吨，同比增长 4.4%。环比 8 月减 8 万吨。出口金额约为 189

亿元，同比增长 0.9%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量，为 76 万吨，同比增长 4.5%；出口金额约为 182.33 亿元，同比增长 1.1%。

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 20 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 60.57%，较上周继续走低 4.13 个百分点，较去年同期走低 2.01 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 72.77%，较上周走低 1.60 个百分点，较去年同期走低 6.01 个百分点。半钢轮胎出口订单放缓。

4) 库存预期后期逐步累库。

截至 2025 年 11 月 16 日，中国天然橡胶社会库存 106.2 万吨，环比增加 0.5 万吨，增幅 0.5%。中国深色胶社会总库存为 67 万吨，增 0.8%。中国浅色胶社会总库存为 39.2 万吨，环比降 0.01%。青岛橡胶总库存 43.28(+0.41)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】

季节性来看，胶价四季度易涨难跌，震荡企稳后，胶价仍有上涨空间。

建议设置止损，回调择机短多，多 RU2601 空 RU2609 可再次建仓。

原油

【行情资讯】

INE 主力原油期货收跌 7.60 元/桶，跌幅 1.67%，报 447.40 元/桶；相关成品油主力期货高硫燃料油收涨 10.00 元/吨，涨幅 0.40%，报 2502.00 元/吨；低硫燃料油收跌 77.00 元/吨，跌幅 2.44%，报 3078.00 元/吨。

政治层面地缘溢价大幅度减弱，克里姆林宫表示：如有需要，我们可立即安排俄罗斯总统普京与美国总统特朗普通话。伊朗方面请求沙特说服美国重启陷入僵局的核谈判。

宏观层面美国财长贝森特表示，美国总统特朗普可能在圣诞节前宣布下一任美联储主席；美国九月新增非农就业人数为 11.9 万人，超过预期的 5 万人和前值的 2.2 万人，表现偏强带来鹰派预期。随后联储官员表态均鹰，克利夫兰联储主席表示由于通胀，需保持货币政策一定程度的紧缩。芝加哥联储主席 “近鹰远鸽”：经济相当强劲，我觉得最终我们会回到‘利率可以大幅下降’的境地。但在近期，我对提前大幅降息并无太大指望。

供给层面美国产量下滑至 13.83 百万桶/日；贝克休斯美国原油类钻机环比增加 3 台至 417 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 90.00%。；中国主营炼厂开工率环比降负至 78.31%，独立炼厂开工率环比提负至 53.25%；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去库至 424.16 百万桶，总成品油库存环比累库至 384.83 百万桶；中国原油港口库存去库至 206.43 百万桶，总成品油去库至 182.57 百万桶；欧洲 ARA 总成品油库存去库至 45.26 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】

供应端企业开工 88.77%，环比+2.09%，同比高位，短期仍将进一步回升。最新到港 30.94 万吨，环比-14.24 万。需求端港口烯烃开工 85.31%，环比+1.66%，负荷小幅提升。传统需求氯化物、MTBE 开工回落，其余均有所回落，整体逐步走淡。库存方面，港口库存 47.93 万吨，环比-6.43 万吨，高位去化。企业库存 35.87 万吨，环比-1.06 万吨，同比低位。

【策略观点】

甲醇盘面延续弱势下跌，目前港口高库存压力仍未见明显缓解，且在 01 合约之前仍难有效去化，高库存压力持续压制价格以及月间结构。目前从基本面来看，国内产量进一步提升，企业利润持续走低，到港有所回落，供应依旧维持在相对高位。需求方面，传统需求开工涨跌互现，港口烯烃装置负荷小幅提升，整体需求变化不大。港口库存高位有所去化，但压力依旧较大，企业库存边际去化，同比低位。总体来看，盘面当前交易弱现实逻辑，绝对价格以及 1-5 价差持续走低，短期难有明显好转，警惕价格进一步回落。

尿素

【行情资讯】

供应端企业开工 83.91%，环比-0.17%，同比回到高位。日产 20.15 万吨，短期预期高位窄幅波动为主。需求方面企业预收订单 7.12 日，环比-0.59 日。复合肥开工 34.61%，环比+4.29%，后续仍以季节性回升为主。库存方面，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】

尿素价格底部震荡回升，表现相对抗跌，供应端企业利润低位，开工小幅回落但同比高位，需求端农业储备需求以及出口采购，复合肥开工持续季节性回升，整体需求有一定好转。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，向上短期无更多利好驱动，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，资本市场止跌后大幅反弹，大宗商品市场跟涨。

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

成本端：上周 WTI 原油上涨 1.62%，Brent 原油上涨 1.28%，煤价无变动 0.00%，甲醇下跌-4.52%，乙烯下跌-0.47%，丙烯上涨 2.94%，丙烷上涨 2.52%。成本端支撑尚存。

供应端：PE 产能利用率 83.77%，环比上涨 0.06%，同比去年上涨 2.17%，较 5 年同期下降-7.82%。PP 产能利用率 77.71%，环比下降-3.85%，同比去年上涨 3.96%，较 5 年同期下降-11.22%。聚烯烃煤制利润转负，煤制生产厂家面临减产压力。

进出口：9 月国内 PE 进口为 102.22 万吨，环比上涨 7.58%，同比去年下降-10.04%。8 月国内 PP 进口 17.74 万吨，环比上涨 11.15%，同比去年下降-6.18%。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 9.92 万吨，环比下降-14.48%，同比上涨 63.54%。9 月 PP 出口 20.82 万吨，环比下降-16.82%，同比上涨 21.14%。圣诞节备库开始，PP 出口或将同比保持高位。

需求端：PE 下游开工率 44.20%，环比下降-0.65%，同比上涨 1.12%。PP 下游开工率 53.28%，环比上涨 0.26%，同比上涨 1.22%。季节性旺季，聚烯烃下游需求不及往年同期水平。

库存：PE 生产企业库存 50.33 万吨，环比去库-4.89%，较去年同期累库 22.43%；PE 贸易商库存 5.05 万吨，环比累库 1.04%；PP 生产企业库存 59.38 万吨，环比去库-4.23%，较去年同期累库 18.12%；PP 贸易商库存 21.34 万吨，环比去库-1.79%；PP 港口库存 6.58 万吨，环比去库-1.64%。聚烯烃整体库存压力较大。

【策略观点】

美国大型科技公司财报好于预期，资本市场止跌后大幅反弹，大宗商品市场跟涨。聚烯烃甲醇制利润转正，总体供应端产量偏宽。季节性旺季，聚乙烯农膜订单数大幅好于预期，待季节性旺季结束，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：建议观望。

风险提示：原油价格大幅下跌。

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，资本市场及大宗商品止跌反弹。

估值：苯乙烯周度涨幅（现货>期货>成本），基差走强，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上涨 0.28%，纯苯期货活跃合约价格下跌-0.11%，纯苯基差上涨 21 元/吨，纯苯开工高位震荡。

供应端：EB 产能利用率 69.25%，环比上涨 3.45%，同比去年上涨 4.92%，较 5 年同期下降-3.69%。根据投产计划观察，四季度供需格局或将转变，供应端压力或将小幅缓解。

进出口：9月国内纯苯进口量为435.07万吨，环比下降-1.39%，同比去年上涨2.88%，主要为中东地区货源。9月EB进口量24.66万吨，环比下降-8.39%，同比上涨2.42%。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%。季节性旺季尾声，下游需求走弱。

库存：EB厂内库存19.02万吨，环比累库0.42%，较去年同期累库43.26%；EB江苏港口库存14.83万吨，环比去库-15.16%，较去年同期累库248.94%。纯苯港口库存高位出现边际去化。

【策略观点】

美国大型科技公司财报好于预期，宏观情绪转强，资本市场及大宗商品止跌反弹。纯苯-石脑油（BZN价差）上涨，EB非一体化装置利润上涨，整体估值中性偏低。苯乙烯供应端压力较大，需求端进入季节性旺季尾声，下游三S开工出现回落，港口库存高位震荡。短期地缘导致原油价格中枢上移，成本端原油或将驱动苯乙烯价格震荡上行。但中长期供需双弱背景下，苯乙烯价格或将保持下降趋势。美国汽油裂解价差高位盘整，纯苯美-韩价差强势上行，创同期新高。

本周预测：纯苯（BZ2603）：参考震荡区间（5400-5700）；苯乙烯（EB2601）：参考震荡区间（6400-6700）。

推荐策略：建议观望。

风险提示：石脑油、纯苯价格大幅下跌，下游三S开工大幅下降。

PVC

【行情资讯】

成本利润：乌海电石价格报2425元/吨，周同比上涨25元/吨；山东电石价格报2805元/吨，周同比下跌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78.8%，环比上升0.3%；其中电石法81.3%，环比上升0.5%；乙烯法73.1%，环比下降0.1%。上周供应端负荷小幅上升，主因信发等检修结束，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，供应压力持续较大。

需求：出口方面印度BIS认证政策撤销，但对目前出口基本面影响不大，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40.2%，环比下降0.4%；薄膜负荷71.1%，环比持平；型材负荷36.3%，环比下降0.7%；整体下游负荷49.2%，环比下降0.3%，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31.5万吨，环比去库0.7万吨；社会库存103.3万吨，环比累库0.5万吨；整体库存134.8万吨，环比去库0.2万吨；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。成本端电石偏弱势，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，短期估值下滑至低位，但仍然难以支撑目前的供需现状，中期关注逢高空配的机会。

乙二醇

【行情资讯】

价格表现：上周震荡偏弱，01 合约单周下跌 114 元，报 3808 元。现货端华东价格下跌 56 元，报 3885 元。基差下跌 21 元，截至 11 月 21 日为 32 元。1-5 价差下跌 2 元，截至 11 月 21 日为-93 元。

供应端：上周 EG 负荷 70.8%，环比下降 0.7%，其中合成气制 66.5%，环比下降 1.5%；乙烯制负荷 73.4%，环比下降 0.2%。合成气制装置方面，正达凯检修，中化学重启，亿畅新装置投料开车中，兖矿恢复中，广汇、建元负荷提升；油化工方面，中科炼化负荷下降，巴斯夫新装置试车中。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 11.1 万吨，环比下降 7 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 91.3%，环比上升 0.8%，其中长丝负荷 93.5%，环比上升 0.3%；短纤负荷 97.5%，环比持平；瓶片负荷 72.9%，环比上升 2%。装置方面，华润 60 万吨瓶片、金桥 20 万吨切片重启，新疆宇欣 30 万吨长丝、安徽佑顺 30 万吨长丝投产。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%，环比下降 1%；织机负荷 73%，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 17 日，港口库存 73.2 万吨，环比累库 7.1 万吨；下游工厂库存天数 13.2 天，环比下降 0.3 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：石脑油制利润下降 85 元至-898 元/吨，国内乙烯制利润下降 34 元至-689 元/吨，煤制利润上升 191 元至 150 元/吨。成本端乙烯 730 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 650 元/吨，成本煤炭、乙烯下跌，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：上周走势震荡，01 合约单周下跌 34 元，报 4666 元。现货端华东价格上涨 65 元，报 4630 元。现货基差上涨 12 元，截至 11 月 21 日为-63 元。1-5 价差上涨 18 元，截至 11 月 21 日为-44 元。

供应端：PTA 负荷 71%，环比下降 4.7%，装置方面，逸盛宁波、虹港检修。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 91.3%，环比上升 0.8%，其中长丝负荷 93.5%，环比上升 0.3%；短纤负荷 97.5%，环比持平；瓶片负荷 72.9%，环比上升 2%。装置方面，华润 60 万吨瓶片、金桥 20 万吨切片重启，新疆宇欣 30 万吨长丝、安徽佑顺 30 万吨长丝投产。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%，环比下降 1%；织机负荷 73%，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 7 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单） 222.7 万吨，环比累库 2 万吨，库存小幅上升。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 20 日为 164 元/吨；盘面加工费持平，截至 11 月 20 日为 216 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，并且跟随 PX 在芳烃调油预期的背景下强于原油。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 存在回调估值的风险。

对二甲苯**【行情资讯】**

价格表现：上周走势震荡，01 合约单周下跌 56 元，报 6750 元。现货端 CFR 中国上涨 7 美元，报 833 美元。现货折算基差下跌 5 元，截至 11 月 21 日为-19 元。1-3 价差上涨 8 元，截至 11 月 21 日为-14 元。

供应端：上周中国负荷 89.5%，环比上升 2.7%；亚洲负荷 79.7%，环比上升 1.2%。装置方面，上海石化、中化泉州重启。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 71%，环比下降 4.7%，装置方面，逸盛宁波、虹港检修。PTA 十一月意外检修量上升，或进入阶段性的去库阶段。

库存：9 月底社会库存 402.6 万吨，环比累库 10.8 万吨，根据平衡表 10 月小幅去库，11 月因 PTA 检修量大幅上升，预期小幅累库。

估值成本端：上周 PXN 截至 11 月 20 日为 260 美元，同比上升 3 美元；石脑油裂差上涨 3 美元，截至 11 月 20 日为 110 美元，原油震荡下跌。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，芳烃调油预期减弱。

【策略观点】

小结：上周 PXN 小幅走扩，主因在美国汽油表现持续偏强的情况下，芳烃调油预期不断增强，PXN 走强，走势强于原油。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 新装置投产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：上周国内猪价小涨后小落，周初受降温影响，下游加大收购量，养殖端亦有缩量挺价动作，但涨价后出栏积极性提升，猪价小幅反弹后再度回落，周内屠宰量环比增加，体重继续小幅上升，肥标价差小幅回落；具体看，河南均价周落 0.02 元至 11.7 元/公斤，周内最低 11.6 元/公斤，四川均价周涨 0.14 元至 11.3 元/公斤，周内最低 11.2 元/公斤，广东均价周持平于 12.36 元/公斤；北方出栏进度正常，但南方市场计划完成度偏慢，加量出猪下可能利空行情，反观需求端因气温偏高，表现始终不温不火，仅局部有零星腌腊出现，预计本周猪价仍以缓慢阴跌为主。

供应端：9 月官方母猪存栏为 4035 万头，环比小落 0.1%，仍比正常母猪保有量多 3.5%，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，钢联10月母猪环比+0.11%，涌益-0.8%，产能去化开始但进度偏慢。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：上周国内蛋价缓慢回落，周内供应仍显充足，需求端因缺乏节日提振略显平淡，随着蛋价走跌和亏损扩大，淘鸡出栏积极性提升，淘鸡价和鸡龄继续下滑；具体看，黑山大码蛋价周跌0.1元至2.7元/斤，周内最高2.8元/斤，馆陶周跌0.11元至2.58元/斤，周内最低2.58元/斤，销区回龙观周跌0.13元至2.87元/斤，东莞周跌0.16元至2.83元/斤；供应端压力依旧，但降温后存储时间延长，库存压力减缓，蛋价跌至低位后下游补货意愿提升，预计本周蛋价或有小涨，但受供应限制幅度或不大。

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491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】

前期市场交易存栏拐头以及降温后的需求支撑，盘面提前现货走出反弹，远月走势偏强，但现货跟涨不及预期导致升水扩大，情绪影响下盘面出现反复；这里短期焦点是需求的支撑力度，预计现货兑现季节性涨价前盘面仍以震荡为主，近月博弈升贴水、远月反映去产能的预期，近弱远强下月差以反套为主，中线而言随着备货期结束，市场重心重回供应，仍关注上方压力等待反弹后抛空。

豆菜粕

【行情资讯】

上周美豆触及 1170 美分/蒲成本位置后开始回调，受制于全球大豆供应下调幅度有限，全球大豆库销比仍处高位。巴西升贴水报价上周持续小幅下调，国内大豆到港成本下跌。截至 11 月 21 日，美豆 1 月合约报 1126.5 美分/蒲，巴西 1 月升贴水报价为 145 美分/蒲。11 月 USDA 月报再度调低全球大豆新作产量约 400 万吨，主要是印度、乌克兰、美国的大豆产量被下调。经过 11 月的下调后，USDA 预估 25/26 年度全球大豆产量与消费量已几乎持平，同时，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。

上周国内豆粕现货震荡，基差震荡，期货盘面跟随成本波动，油厂盘面压榨利润有所下滑。国内豆粕成交尚可，提货处于偏高水平。饲料企业库存天数 7.98 天略低于去年同期，环比下降 0.25 天。买船方面，截至 11 月 18 日机构统计 8 月买船 920 万吨，9 月 876 万吨，10 月 773 万吨，11 月 651 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】

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】

上周三大油脂走势较弱，棕榈油仍然被外资空配，其他油脂多单持仓也下降。棕榈油产地高频数据一般，SPPOMA 数据显示，11 月 1 日至 15 日，马来西亚棕榈油单产月环比增加 1.82%，出油率增加 0.43%，产量增长 4.09%，产量在去库季节仍在增长，高频出口则显示前 20 日下降 14.1%-20.5%，意味着下游需求一般。菜油方面因沿海油厂多数缺籽停机，菜油库存持续去化，走势相对较强，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。不过今年马来西亚、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，因此当前油脂的行情走势较为纠结，等待市场给出较为明确的库存趋势信号。

上周油脂现货基差稳定。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。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，建议震荡看待，若出现产量下降信号则转向多头思路。

白糖

【行情资讯】

外盘方面，上周原糖价格震荡，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 14.77 美分/磅，较之前一周下跌 0.08 美分/磅，跌幅 0.54%；价差方面，原糖 3-5 月差震荡，报 0.49 美分/磅，较之前一周上涨 0.01 美分/磅；伦敦白糖 3-5 月差震荡，报 5.6 美元/吨，较之前一周上涨 0.9 美元/吨；3 月合约原白价差震荡，报 98 美元/吨，较之前一周上涨 3 美元/吨。国内方面，上周郑糖价格下跌，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5353 元/吨，较之前一周下跌 117 元/吨，跌幅 2.14%。广西现货报 5480 元/吨，较之前一周下跌 180 元/吨；基差走弱，报 127 元/吨，之前一周下跌 63 元/吨；1-5 价差震荡，报 51 元/吨，较之前一周下跌 15 元/吨；配额外现货进口利润小幅下跌，报 457 元/吨，较之前一周下跌 244 元/吨。

国际糖业组织最新预测，2025/26 榨季全球食糖将出现 163 万吨的过剩，而 2024/25 榨季则是存在 292 万吨的缺口。预计 2025/26 榨季全球糖产量将增长 3.15%，达到 1.8177 亿吨，而消费量仅增长 0.6%，为 1.8014 亿吨。据海关总署公布的数据显示，2025 年 10 月，我国进口食糖 75 万吨，同比增加 21.32 万吨。2025 年 1-10 月，我国进口食糖 390.54 万吨，同比增加 47.37 万吨，增幅 13.8%。印度全国合作糖厂联合会(NFCSF)发布的首份双周报告显示，目前已有 325 家糖厂启动生产，去年同期增加 181 家；甘蔗压榨量达 1280 万吨，较去年同期的增加 370 万吨；食糖产量达 105 万吨，较去年同期增加 34 万吨；平均出糖率为 8.2%，较去年同期提高 0.4 个百分点。

【策略观点】

目前市场预期 2025/26 新榨季北半球主产国增产，原糖向上空间有限。并且由于 10 月开始糖浆、预拌粉进口管控加强，导致进口利润创近五年新高。近期随着盘面下跌，进口利润有所下滑，但大方向维持看空，建议等待反弹继续做空。

棉花

【行情资讯】

外盘方面，上周美棉花期货价格震荡，截至周五美棉花期货 3 月合约收盘价报 63.93 美分/磅，较之前一

周下跌 0.21 美分/磅，跌幅 0.33%。价差方面，美棉 3-5 月差震荡，报 -1.26 美分/磅，较之前一周下跌 0.08 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 13460 元/吨，较之前一周上涨 10 元/吨，涨幅 0.07%。中国棉花价格指数(CCIIndex)3128B 报 14371 元/吨，较之前一周下跌 435 元/吨。基差走弱，报 917 元/吨，较之前一周下跌 425 元/吨。郑棉 1-5 月差震荡，报 15 元/吨，较之前一周上涨 35 元/吨。

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。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 Mysteel 最新公布的数据显示，截至 11 月 21 日当周，纺纱厂开机率为 65.5%，环比上周减少 0.1 个百分点，较去年同期减少 2.9 个百分点，较近五年均值 72.6%，同比减少 7.1 个百分点；全国棉花商业库存 380 万吨，同比增加 37 万吨。

【策略观点】

从基本面来看，旺季结束后需求并没有太差，下游开机率维持在中等偏弱水平，并且此前盘面下跌也消化了丰产的利空，目前行情暂时没有太强的驱动，预计短期棉价延续震荡。

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	