冷修初起，云未成雨

——2026 年 11 月市场展望

2026 年 11 月报

2026 年 11 月 8 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776 号

柴清华分析师

F03118234/Z0022755

初审：

夏雨辰F3031745/Z0014542

复审：

曹晓军F3008012/Z0010934

终审：

闫丰F0251054/Z0001643

电话：0551-62832897

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

市场展望：

11月玻璃市场大概率呈现"底部抬升、区间震荡、重心缓降"的格局。与9—10月相比，最大的不同是供给端出现了真实的减量，这让价格的底部更加坚实；但需求端的季节性回落与高库存的压制，使反弹难以形成趋势。

行情核心关注两点：一是冷修能否接续。11—12月是新一轮冷修窗口的观察期，如果日熔量能持续、实质性地降至13.5万吨以下并稳住，供给收缩就从"预期"变成了"现实"，"有效冷修"的标准将正式达成；反之，若出现新的点火复产对冲，这轮反弹的根基就会被抽掉。二是库存能否在淡季守住去化。若冷修减量能够对冲需求回落、库存维持每周100万重量箱以上的净去化，那么12月至明年一季度的供需平衡表将出现实质性改善；若累库重启，则盘面将重新测试成本区间下沿。

价格区间判断：上方压力位920—950元/吨（对应高库存+淡季需求回落+卖出套保动机），极端情绪下可上探950—1000；下方支撑位820—850元/吨（对应煤制气产线现金流成本与冷修预期）。

目录

一、行情回顾与复盘 1
二、估值端：玻璃库存周期中仍处“高库存”阶段 2
1. 库存总量与结构：双重淤堵未解，去库依赖"以价换量" 2
2. 利润与"囚徒困境"：亏损深度收敛，均衡反而更稳固 3
3. 成本支撑：从"托底"升级为"托底抬升" 4
4. 月差结构视角：11-01 价差由负转正，近端支撑的镜像 4
三、关键驱动的检验 5
1. 放水：从"零星"走向"集中"，胜负手首次出现实质兑现 5
2. 政策端：湖北"渐进式"改造与"节能降碳"的远期约束 6
3.房屋新开工：房价不是讯号，新开工才是 7
4. 库存去化：检验一切驱动成色的"试金石" 8
四、展望：供应新低，磨底延续 8
免责声明 10

一、行情回顾与复盘

在《玻璃 9 月报：水穷云未起》中，我们给出"高库存压制未解、旺季仅为季节性小驱动、反弹至上沿应逢高试空"的判断。9-10 月走势基本符合预判，但供给端的收缩节奏比我们预期的更积极，这样的 "判断偏差"是对于价格和行业来说确实是好事。

期货端：先破位，后七连阳。 9 月 11 日至 10 月 22 日，玻璃期货 2701 合约收盘价从 973 元/吨大幅下跌到 828 元/吨，累计下跌 15%，创该合约上市以来新低。10 月 27 日起，盘面走出七连阳，截止到 11 月 6 日夜间收盘，本轮上涨自最低点 828 元/吨反弹至 915 元/吨，区间累计反弹 87 元、涨幅近 10.5%。

月差：由正向市场转向反向市场。 10 月中旬起，11-01 价差由负转正，10 月末一度扩大至+45 元/吨附近；临近交割月前，近月合约临近交割、持稳运行，远月连续走高，价差收敛至 10 月 30 日的+8 元/吨。整个 10 月的下跌过程中，近月合约的跌幅始终小于主力合约，现货端挺价与预期端疲软，导致月差走强，最高至 45 元/吨；而临近交割月，远月估值修复，但现货端上涨乏力，01 价格继续上行而 11 持稳导致价差收敛（价差走弱）。

复盘结论有三：

第一，10 月的下跌是"基本面定价"，不是资金错杀。 9 月 11 日至 10 月 26 日的 15%跌幅，对应的是"旺季不旺、淡季更弱"的现实确认，绝对库存较 9 月下旬的低位反而回升 1.7%，去库与价格企稳双双落空。期货与现货是同步走弱、相互强化的关系，而非单一市场走出独立行情。

第二，本轮反弹的性质是"低估值修复+冷修预期"，不是基本面反转。 触发因素有三：一是 10 月末至 11 月初产线密集放水停料，冷修预期快速发酵；二是采暖季天然气涨价预期升温，成本抬升倒逼冷修、同时强化挺价；三是空头资金在历史低位获利离场。三者均属供给端与成本端的脉冲，需求端没有出现任何趋势性改善。

第三，反弹的力度与广度都不足。 现货端仅沙河、湖北部分厂家上调 1 元/重量箱左右，其他区域个别调整；期现商出货困难、中间商走货平稳。期货领涨、现货跟不上的组合，本身就说明这轮上涨缺乏真实需求承接——这是判断反弹可持续性的关键细节。

图表 1:玻璃 2026 年 7 月以来行情



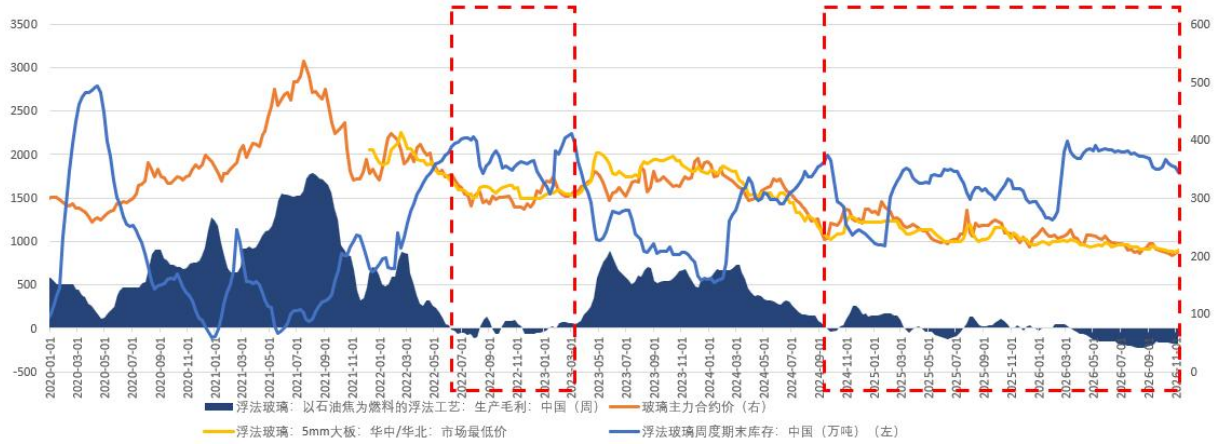
数据来源：同花顺iFinD；华安期货研究院

二、估值端：玻璃库存周期中仍处“高库存”阶段

玻璃作为地产终端强相关品种，终端真实需求难以直接量化，传统供需研判极易出现滞后与偏差，因此我们以库存周期替代传统估值判断。

我们研判，当前玻璃仍处"高库存"阶段，但周期的底部结构正在发生三点改善：供给开始实质收缩、成本曲线整体上移、亏损深度趋于收敛，最近的 11-01 的月差结构也表明了这一点，但是需要注意，当前仍处"高库存"阶段，只是边际获得改善，落实到价格上，仍是低位的区间震荡，但震荡幅度应有所放大。：

图表 2:浮法玻璃库存周期



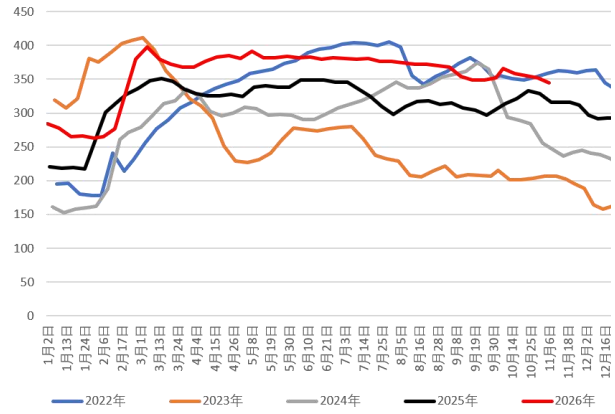
数据来源：同花顺iFinD；隆众化工；华安期货研究院

1. 库存总量与结构：双重淤堵未解，去库依赖"以价换量"

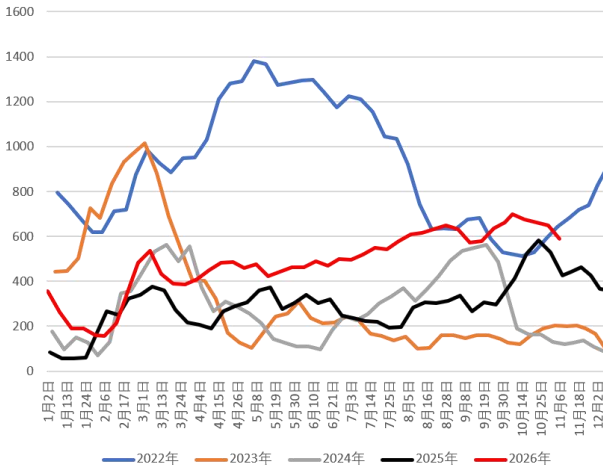
根据隆众数据显示,本周浮法玻璃厂家库存 344.81 万吨,环比小幅去库 2.21%,贸易商库存 588.8 万重量箱，环比小幅去库 9.16%，当前库存的绝对水位与库存天数，均处于近五年同期高位。更值得注意的是结构，厂家库存高位缓慢去化，沙

河贸易商库存持续去化，中游蓄水池同样是高位回落，库存是供需博弈的最终结果，去库对价格有所支撑，但是当前 35 天以上的库存天数意味着，即便需求凭空好转，也需要一个季度以上才能消化至合理水平。去库之路，漫长且脆弱。

图表 3:浮法玻璃：周度期末库存：中国（万吨）



图表 4:浮法玻璃：周度库存：贸易商：沙河（万重量箱）



数据来源：隆众化工；华安期货研究院

2. 利润与"囚徒困境"：亏损深度收敛，均衡反而更稳固

截至 10 月底，三条燃料路线全面亏损：天然气制周均利润-161.17 元/吨、煤制气-152.26 元/吨、石油焦-179.98 元/吨，全线大幅亏损，但三条路线的亏损差额已不足 25 元/吨，此前煤制气凭借成本优势享有的相对盈利缓冲被快速抹平。

这个变化有两面性，好的一面是，全路线无差别亏损，意味着成本优势不再是"不冷修的理由"，高成本、高窑龄产线的退出压力更加纯粹；不利的一面是，亏损深度的收敛削弱了"边际产能先出清"的传导效率，行业从"结构性亏损"转为"普遍性亏损"，反而更容易陷入集体硬扛的僵局。

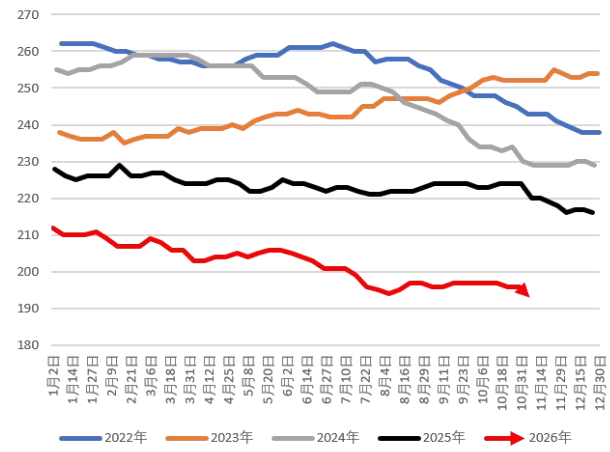
从历史规律看，行业出现大规模集中冷修，通常需要平均单吨亏损超 150 元/吨且持续 2 个月以上。当前亏损深度已在此阈值附近，且本轮亏损已持续两年以上，"失血不退出"的囚徒困境正在松动，11 月的集中冷修就是松动的第一个证据。但松动的速度，仍取决于企业对"谁先退出谁让出市场"这一博弈的判断。

图表 5:不同燃料浮法玻璃成本与利润估计（周）

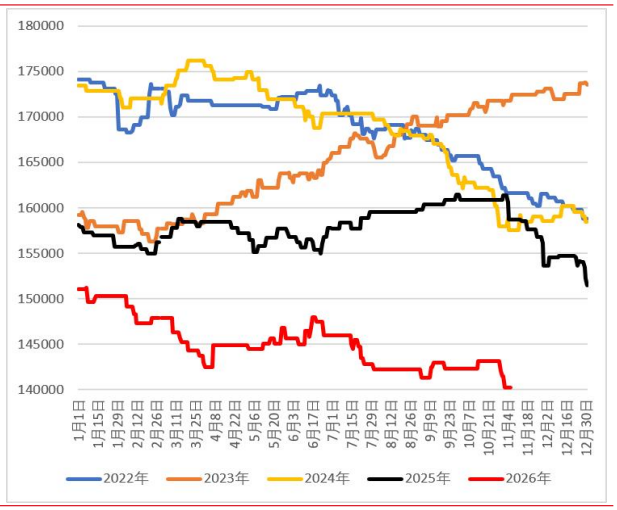
数据更新时间	2026年11月6日								
	以石油焦为燃料的浮法玻璃成本利润估算			以煤制气为燃料的浮法玻璃成本利润估算			以天然气为燃料的浮法玻璃成本利润估算		
	本-石油焦	利估-石油焦	石油焦售价	本-煤	利估-煤	煤制气售价	本-天然气	利估-天然气	天然气售价
2026/11/6	1170	-179.98	990.02	1063	-152.26	910.74	1313	-161.17	1151.83
上周同期	1169	-179.12	989.88	1071	-161.56	909.44	1313	-155.45	1157.55
上月同期	1159	-169.12	989.88	1073	-148.2	924.8	1313	-151.88	1161.12
上年同期	1102	32.52	1134.52	1045	51.26	1096.26	1396	-187.7	1208.3
上周环比	0.09%	0.48%	0.01%	-0.75%	-5.76%	0.14%	0.00%	3.68%	-0.49%
上月环比	0.95%	6.42%	0.01%	-0.93%	2.74%	-1.52%	0.00%	6.12%	-0.80%
上年环比	6.17%	-653.44%	-12.74%	1.72%	-397.03%	-16.92%	-5.95%	-14.13%	-4.67%

数据来源：隆众化工；华安期货研究院

图表 6:浮法玻璃：产线开工条数：中国（周）



图表 7:浮法玻璃日熔量（吨）



数据来源：隆众化工；华安期货研究院

3. 成本支撑：从"托底"升级为"托底抬升"

能源与纯碱成本合计占玻璃成本超 60%。采暖季非居民用气价格上调，使天然气产线的成本曲线整体上移；同时"节能降碳"政策下的产能置换、能效标杆要求，也在抬升行业的折旧与改造摊销成本。8 月纯碱跌破 900 元/吨带来的"成本支撑下移"已被修复，11 月初沙河重碱价格回升至 950 元/吨以上。

但要注意，成本端的角色依然应定义为"托底力量"而非"上行驱动"。在高库存、低需求状态下，成本上涨无法向下游传导，其结果不是玻璃涨价，而是亏损加深，这应理解为"加速供给出清"的催化剂，而非"玻璃价格上涨"的直接驱动。只不过这一轮，托底的"地板"本身被抬高了。

4. 月差结构视角：11-01 价差由负转正，近端支撑的镜像

跨期月差是估值维度又一个重要表现。10 月中旬起，玻璃 11-01 价差由负转正：此前远月升水、正向市场（Contango）结构反映的是近端现货偏弱；至 10 月末，11-01 价差一度扩大至+45 元/吨附近，完成由正向市场向反向市场（Back）的切换。临近 11 月，近月合约临近交割、持稳运行，01 合约连续走高，价差自+45 收敛至 10 月 30 日的+8 元/吨。

需要注意的是，这次价差收敛，不是靠近月下跌完成的，而是靠远月补涨完成的。若近月塌陷、远月不动，那是需求证伪，仍是交易现实偏弱；而近月挺住、远月向上收敛，表现为下方的支撑变强。

月差转 Back 的含义有三层。其一，近端现货表现为支撑，10 月下旬近月 2611 合约在 850 元/吨附近获得现货挺价支撑，跌幅明显小于主力 01 合约（同期 01 合约最低探至 823 元/吨），交割逻辑开始压倒纯粹的预期逻辑。其二，正向套利空

间消失、空头交货成本上升：Back 结构下买近抛远的正套无利可图，空头若要交割则须承担更高的现货采购成本，这构成盘面的结构性强支撑。其三，它是"供给收缩在近端被确认"的表现，月差转正与冷修放量、库存去化在时点上吻合，三者互为印证。

注意，这不是常规的"缺货型"反向市场（例如美伊以战争期间原油系品种）。35 天以上的库存天数、近五年同期高位的绝对库存，都不支持现货紧张的判断。这轮 Back 的本质是"成本支撑型+交割博弈型"，近月在 850 元/吨附近有现货挺价与冷修减量的双重托底，而远月此前因淡季预期被打得过低，于是价差向上修复。缺货型 Back 意味着趋势增强，成本支撑型 Back 只意味着下方有底，两者不可混同。月差转正说明近端现实确有改善，但幅度有限，不构成估值状态的切换，但，我们预期未来这种价差结构是常态，不利于买近卖远的正套操作。

图表 8:玻璃 2611-玻璃 2701 价差



数据来源：极星9.5

三、关键驱动的检验

基于"库存周期替代传统估值"的投研框架，行情研判的核心在于甄别驱动的本质，哪些变量能实质性扭转当前"高库存"周期的运行状态，哪些仅为短期情绪性扰动。

1. 放水：从"零星"走向"集中"，胜负手首次出现实质兑现

在需求端无明确增量的前提下，供给端的大幅、持续收缩，是唯一能改变库存运行方向、打破"高库存"稳态的决定性变量，这是当前行情的"胜负手"。检验的不是"会不会有冷修"，而是"什么样的冷修才有效"。我们的量化标准是：单季度净减少在产日熔量达到 5000 吨/日以上，注意是净减少。

10 月末至 11 月初的集中放水，是本轮周期第一次接近这一标准：武汉长利五线 1100 吨/日、山东金晶淄博一线 600 吨/日、沙河安全八线 800 吨/日，叠加 10 月下旬湖北长利、淄博金晶的冷修落地，以及沙河个别产线的停料停产，单周减量即达 3000 吨/日，月度维度已接近 5000 吨/日的门槛。

但必须保持三点清醒：

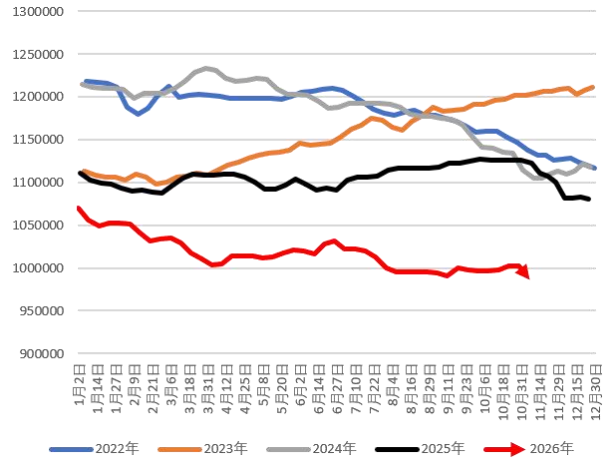
其一，11—12 月才是冷修窗口的真正观察期。当前放水的产线，一部分是前期已排定的计划检修，另一部分是天然气涨价后的被动停料。前者是"兑现"，后者是"试探"，后者能否延续，取决于气价上涨的幅度与企业现金流的耐受度。

其二，复产的对冲随时可能发生。9 月以来部分前期点火产线陆续引板，10 月仍有新增产出，按已排定的计划，10 月下旬起日熔量甚至一度回升至 14.5 万吨。本轮减量能否守住，要看有没有新的点火计划对冲。

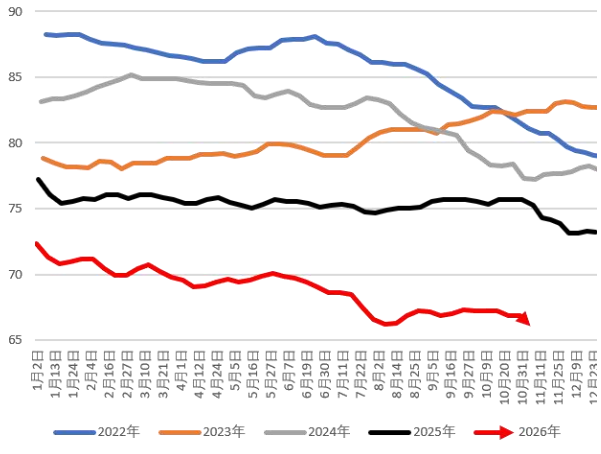
其三，冷修是"供给平移"不是"产能退出"。放水冷修的产线，在 4—6 个月后仍将重新点火，届时的供给回归会构成新的压力。这一点，与湖北油改气"改造完成后复产"的逻辑完全一致，供给端的收缩，天然带着期限，需要持续关注。

当前冷修已从"预期"进入"兑现"，但兑现的持续性尚未确认。11 月是观察窗口的第一个月，预期偏好，但量级还不够。

图表 9:浮法玻璃：产量：周度（吨）



图表 10:浮法玻璃：开工率：周度



数据来源：隆众化工；华安期货研究院

2. 政策端：湖北"渐进式"改造与"节能降碳"的远期约束

关于湖北油改气，直接引用笔者此前结论，其一，时间节点在 2026 年的年底，而非 8 月底（荆门市整改方案）；其二，具体的执行方案方面，短修技改方案与长修重开方案并存，也有某些厂已经完成双燃料系统改造（亿钧耀能浮法玻璃厂区三条线正在进行天然气燃烧系统改造，其中配气室已安装完成，等待调试中，

预计 2026 年 12 月底完成改造）；其三，产线改造性质在于"一次性的供给平移"而非"永久性产能退出"，以及“成本端支撑”，真正改变长期格局的，仍是产能出清与需求企稳的组合。

关于"节能降碳"政策下的产能置换、能效标杆要求，则限制了玻璃的远期供给增量，同时也抬升了折旧与改造摊销成本。这类政策的影响是慢变量，它不改变 2026 年四季度的供需，但会持续压缩 2027—2028 年的供给弹性。湖北改造是"成本抬升+渐进出清"的中长期逻辑，不是当期供给冲击；"节能降碳"是远期的产能约束，不是近期的价格驱动。二者均不构成 11 月的大驱动，但都是 2027 年值得跟踪的变量。

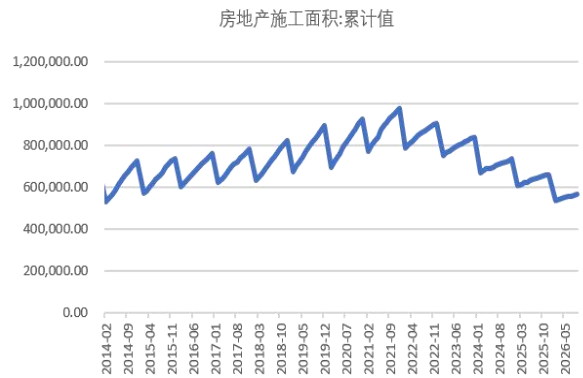
3.房屋新开工：房价不是讯号，新开工才是

需求是玻璃的"锚"，但这个锚正在持续下行。1—9 月房屋竣工面积同比下降 25.24%，新开工下降 25.04%，施工面积下降 12.85%。竣工端正在兑现 2023—2024 年新开工下行的滞后影响，而这个影响还将持续至少两年。

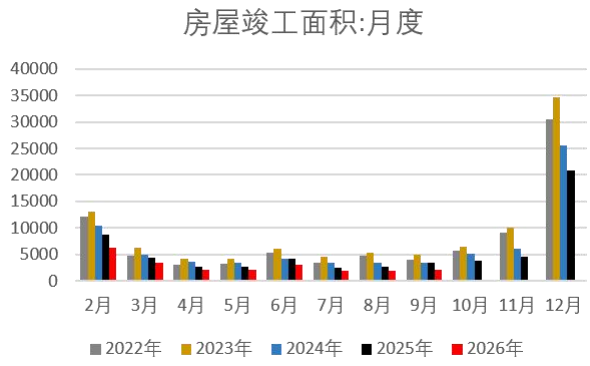
"房价不是讯号，新开工才是。" 房价的企稳甚至反弹，不改变竣工链条的下行趋势；只有新开工面积出现趋势性回升，玻璃的需求之锚才可能有所抬升。而当前新开工-24.9%的降幅，意味着 2027—2028 年的竣工端仍将承压。

至于"金九银十"，10 月的表现已经给出答案：旺季不旺，是高库存年份的常态，这也符合我们此前的研判。国庆后的一轮补库是"现货价格走低后的刚需补货"，产销率短暂冲高至 102.8%—110.62%后逐步回落，脉冲式补库的动能已经衰减。进入 11 月，北方工地停工、加工厂订单收缩是季节性常态，需求端不仅没有增量，还要面对减量。

图表 11:房地产施工面积：累计值：月度



图表 12:房屋竣工面积：周度



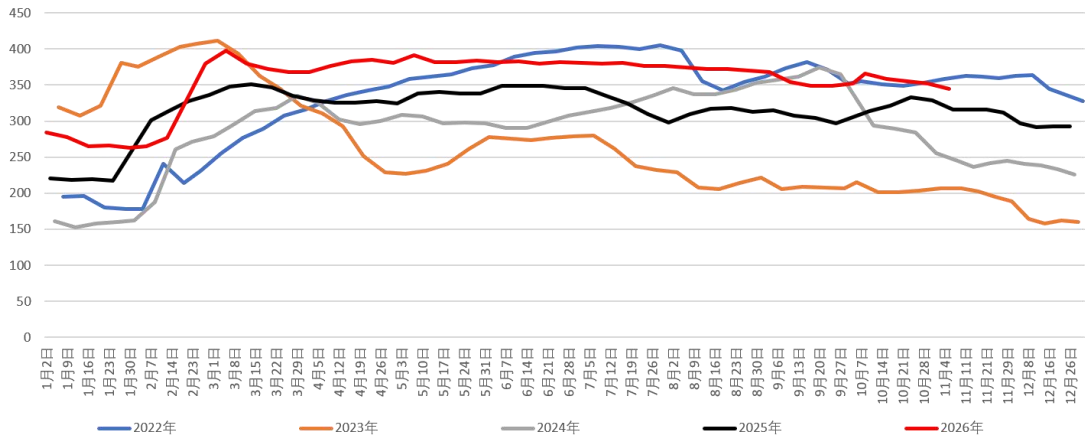
数据来源：国家统计局；华安期货研究院

4. 库存去化：检验一切驱动成色的"试金石"

所有驱动，包括冷修、成本、政策、情绪等等，最终都要落到库存上。我们设定的量化标准是：连续 3—4 周周度净去库 100 万重量箱（10 万吨）以上，且中游库存同步回落，才算库存进入实质性去化通道。

10 月以来的去库，成色不足：10 月 8 日当周库存 365.93 万吨，10 月 15 日降至 358.965 万吨（环比-1.90%），10 月 29 日 352.593 万吨（环比-0.72%），11 月 6 日 344.81 万吨（环比-2.20%）。单周去库幅度在 30—100 万吨之间波动，虽已接近"100 万重量箱"的量级，但连续性不足、且高度依赖厂家让利出货。库存去化是"被动去库"而非"主动去库"，成色不足。11 月的去库能否延续，是判断冷修成色的唯一硬指标。更关键的是季节性，11—12 月是玻璃的传统需求淡季，北方停工、加工厂放假，去库的难度将显著上升。

图表 13：浮法玻璃：周度期末库存：中国（万吨）



数据来源：隆众化工；华安期货研究院

四、展望：供应新低，磨底延续

11 月玻璃市场大概率呈现"底部抬升、区间震荡、重心缓降"的格局。与 9—10 月相比，最大的不同是供给端出现了真实的减量，这让价格的底部更加坚实；但需求端的季节性回落与高库存的压制，使反弹难以形成趋势。

行情核心关注两点：一是冷修能否接续。11—12 月是新一轮冷修窗口的观察期，如果日熔量能持续、实质性地降至 13.5 万吨以下并稳住，供给收缩就从"预期"变成了"现实"，"有效冷修"的标准将正式达成；反之，若出现新的点火复产对冲，这轮反弹的根基就会被抽掉。二是库存能否在淡季守住去化。若冷修减量能够对冲需求回落、库存维持每周 100 万重量箱以上的净去化，那么 12 月至明年一季度的供需平衡表将出现实质性改善；若累库重启，则盘面将重新测试成本区间

下沿。

价格区间判断：上方压力位 920—950 元/吨（对应高库存+淡季需求回落+卖出套保动机），极端情绪下可上探 950—1000；下方支撑位 820—850 元/吨（对应煤制气产线现金流成本与冷修预期）。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格。分析师声明：作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

本报告的信息来源于已公开信息，但我公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的信息、意见仅反映我公司于发布本报告当日的判断，我公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成投资、交易、法律、会计或税务的最终建议。我公司不以任何形式承诺交易收益或保证本金不受损失。任何主体因使用本报告内容所致的任何决策、损失与我公司、我公司员工或者关联机构无关。

联系我们

华安期货有限责任公司
安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层
电话：400-882-0628、62839752