

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+1.21%，创业板指+0.09%，上证50+1.24%，沪深300+1.32%，中证500+1.07%，中证1000+1.14%。两市日均成交额5604亿，较前一周+431亿/天。

企业盈利和宏观经济：8月中国企业经营状况指数（BCI指数）48.56，数值较7月份的49.84回落。8月PMI 49.1，较前值下降0.3，低于荣枯线；8月M1增速-7.3%较上月下降。

利率：中债十年期国债利率-3BP，美债十年期国债利率+7BP，中美10年期利差-10BP至-169BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额增加119亿份；②DR007变动不大；③上周重要股东二级市场净增持1亿；④证监会新发1家IPO，日均数量偏低；⑤上周融资余额+7亿；⑥上周偏股型基金新成立份额37亿。总的来说，ETF份额增量边际小幅增加（+），重要股东小幅净增持（平），融资额增加较少（平），IPO日均数量不变（平），偏股型基金发行量较少（-），DR007边际变化不大（平）。资金面中性。

宏观消息面：

1、美联储大幅降息50个基点，下调2024年GDP和核心PCE预期，上调失业率预期，点阵图下调年末利率预估；2、中国9月1年期、5年期LPR均维持不变；3、发改委：加强政策预研储备，适时推出一批操作性强、效果好、让群众和企业可感可及的增量政策举措；4、北京：适时取消普通住宅和非普通住宅标准；5、中美金融工作组举行第五次会议，此次工作组宣布就加强中美金融稳定合作取得两项成果；6、英国央行如期暂停降息，强调“循序渐进”，宣布千亿英镑缩表计划。

市盈率：沪深300:10.94，中证500:19.58，中证1000:29.09，上证50:9.66。

市净率：沪深300:1.17，中证500:1.40，中证1000:1.56，上证50:1.06。

股息率：沪深300:3.40%，中证500:2.26%，中证1000:1.86%，上证50:4.17%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.50%/-0.23%/-0.60%/-0.90%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.32%/-0.52%/-1.43%/-2.49%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.35%/-0.91%/-2.60%/-4.78%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.53%/-0.24%/-0.22%/-0.21%。

交易逻辑：海外方面，近期美国公布的经济数据整体低于预期，美债利率回落，有利于提升国内的利率弹性。国内方面，8月PMI继续维持在荣枯线下方，8月M1增速回落，社融结构偏弱，经济压力仍在，但随着各项经济政策陆续出台，有望扭转经济预期。7月政治局会议释放了大量积极信号，各部委已经开始逐步落实重要会议的政策。上市公司半年报披露结束，整体经营情况延续下滑态势，但剔除地产行业后净利率增速回升。当前各指数估值均处于历史最低分位值附近，股债收益比不断走高，建议IF多单持有。

期指交易策略：单边建议IF多单持有，套利择机多IH空IM。

国债

经济及政策：国内多数经济数据仍在走弱，复苏仍需时间。海外方面，美国经济数据分化较大，但总体趋势以走弱为主，本周美联储预防式降息 50BP。

1. 国家发改委：加强政策预研储备 适时推出一批操作性强、效果好、让群众和企业可感可及的增量政策举措；
2. 李强：要坚持按“自愿、弹性”原则执行好延迟退休政策 抓紧制定完善配套政策举措；
3. 8月末，广义货币(M2)余额 305.05 万亿元，同比增长 6.3%。狭义货币(M1)余额 63.02 万亿元，同比下降 7.3%。流通中货币(M0)余额 11.95 万亿元，同比增长 12.2%。前八个月净投放现金 6028 亿元；
4. 8月社融新增 3.03 万亿，存量同比新增 8.1%；
5. 北京市：优化房地产政策 适时取消普通住宅和非普通住宅标准；
6. 国家统计局：8月份社会消费品零售总额 38726 亿元 同比增长 2.1%；
7. 国家统计局：1—8月份全国城镇固定资产投资 329385 亿元 同比增长 3.4%；
8. 国家统计局：8月份规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%；
9. 国家能源局：8月份全社会用电量 9649 亿千瓦时 同比增长 8.9%；
10. 财政部通报八起地方政府隐性债务问责典型案例：对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为，做到“发现一起，查处一起，问责一起”；
11. 日本央行将短期利率维持在 0.25%不变，符合市场预期；
12. 美联储将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点，至 4.75%-5.00%；
13. 美国 8 月营建许可总数为 147.5 万户，预期 141 万户，前值由 139.6 万户修正为 139.6 万户。

流动性：上周央行逆回购投放 16637 亿，到期 8845 亿，净投放 7792 亿，最新 DR007 利率收于 1.96%。

利率：1、上周 10Y 国债收益率收于 2.04%，周环比回落 3.44BP；30Y 国债收益率收于 2.15%，周环比回落 7.0BP；2、上周 10Y 美债收益率 3.73%，周环比反弹 7BP；3、9 月 LPR 报价出炉：1 年期和 5 年期利率均维持不变。

小结：当下国内多数经济数据仍在走弱，预计宽货币政策仍将延续，长期看仍以逢低做多思路为主。在价格持续上涨后，需关注获利盘的回吐及央行对债市的态度。

贵金属

行情总结：截至上周五日盘收盘，沪金涨 2.52%，报 590.62 元/克，沪银涨 5.17%，报 7548.00 元/千克；COMEX 金涨 1.57%，报 2647.10 美元/盎司，COMEX 银涨 1.38%，报 31.50 美元/盎司；10 年期美债收益率涨 1.91%，报 3.73 %；美元指数跌 0.37%，报 100.73 ；

美联储货币政策：美联储将联邦基金利率目标区间下调至 4.75%-5.00%，符合议息会议前利率期货显示的预期。在货币政策声明中，内容增加了“致力于支持就业最大化”的表态，体现了鲍威尔前期对于劳动力市场的重视程度。他更是在随后的讲话中表示，若七月议息会议时得知后续公布的就业数据，则会

在当时就进行降息。这样的货币政策表态下，后续决定美联储降息幅度以及频率的关键经济数据将会是在每月初公布的非农就业人口变动数以及失业率数据。在经济展望报告同样显示了鸽派的货币政策预期，联储将 2024 年核心 PCE 通胀率预期由 6 月份的 2.8% 下调至 2.6%，失业率由 4% 上调至 4.4%，点阵图显示的联邦基金目标利率预期由 5.1% 下调至 4.4%，这意味着年内仍将会存在 50 个基点的降息空间。美联储官员表态：美联储重要人物、理事沃勒上周五再出鸽派表态，沃勒表示通胀数据促使他支持降息 50 个基点，预计 8 月份的个人消费支出将非常低，核心个人消费支出指标运行在联储的目标之下，美国通胀的回落速度远超预期。在本次议息会议中唯一投出反对票的美联储理事鲍曼则表示尊重其它票委采取更大幅度降息的意见，但鲍曼认为美国经济依然具备韧性，劳动力市场仍接近充分就业。

贵金属成交与持仓情况：截止至 9 月 17 日最新报告期，管理基金再度增加金银净多持仓，COMEX 黄金管理基金净多持仓增加 2.59 万手至 21.64 万手，达到近一年来的最高水平，COMEX 白银管理基金净多持仓增加 1.38 万手至 3.96 万手，净多持仓水平达到今年二季度大涨时的相对高位。盘面上来看，金银加速上涨，但量价并未跟随配合，显示短期回调风险仍在。截至最新报告期，COMEX 黄金成交量五日均值小幅下降至 17.2 万手，持仓总量则维持在 51 万手。沪金成交量五日均值下跌至 25.5 万手，持仓量上涨 7.68% 至 40 万手。沪银成交量五日均值下降 10% 至 149.8 万手，持仓量维持在约 77 万手。

行情总结：当前美联储已进入实质性的降息周期，据点阵图预测年内仍存在 50 个基点的降息幅度，而市场对于降息的定价则更为激进，据 CME 利率观测器数据显示，市场预期联储 11 月 7 日议息会议降息 25 个基点的概率为 48.6%，而降息 50 个基点的概率则为 51.4%，略微偏高；12 月 18 日议息会议累计降息至 4.00-4.25% 利率区间的概率为 98.31%，即市场预测年内仍存在 75 个基点的降息幅度。当前宏观驱动成为贵金属价格运行的主要矛盾，降息周期下金银具备强势表现的条件，策略上建议维持多头思路，沪金主力合约参考运行区间 582-600 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7336-7760 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价震荡冲高，伦铜收涨 2.47% 至 9486 美元/吨，沪铜主力合约收至 75480 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 2.8 万吨，其中上期所库存减少 2.1 至 16.5 万吨，LME 库存减少 0.8 至 30.3 万吨，COMEX 库存增加 0.1 至 3.7 万吨。上海保税区库存环比减少 0.3 万吨。当周内现货进口盈利先缩后扩，洋山铜溢价小幅下滑，进口清关需求尚可。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水 130.1 美元/吨，国内基差抬升，周五上海地区现货升水期货 90 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 2270 元/吨，当周废铜制杆企业开工率反弹。需求方面，根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率下滑，且由于铜价走高下滑幅度略大于预期。消息面，智利铜业委员会预计，2024 年该国铜产量将增长 3% 至 541 万吨，低于之前预测的 550 万吨。

价格层面，美联储降息幅度超市场预期，在美国经济数据未明显走差的情况下，预防性降息的意味更浓，对市场情绪偏积极；国内经济现实延续偏弱，短期政策预期有所落空，情绪面较差。产业上看在传统旺季和供应收缩担忧下，国内库存去化较快，但铜价上涨后需求有所走弱，海外库存去化预期相对中性。短期关注国内政策能否落地，若政策继续不及预期，则铜价上涨阻力将加大。本周沪铜主力运行区间参考：73500-76800 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9200-9700 美元/吨。

铝

◆供应端：据 SMM 统计数据显示，2023 年 8 月份（31 天）国内电解铝产量 362.3 万吨，同比增长 3.9%。8 月份国内电解铝日均产量环比增长 1785 吨至 11.69 万吨左右。1-8 月份国内电解铝累计产量达 2729.9 万吨，同比增长 2.8%。8 月份国内电解铝日均产量环比增长 1785 吨至 11.69 万吨左右。1-8 月份国内电解铝累计产量达 2729.9 万吨，同比增长 2.8%。8 月份北方、中原等地区铝厂铝液比例有所增长，但西南地区部分铝厂铝液比例小幅下降，8 月份国内铝水比例变动较小，环比小幅增长 0.2 个百分点至 72.8% 左右，同比增长 4.8%。

◆库存：库存方面，根据钢联数据统计，2024-9-18：铝锭去库 1.2 万吨至 71.6 万吨，铝棒累库 0.85 万吨至 13.55 万吨。

◆进出口：据海关总署最新数据显示，据海关总署数据，1-8 月中国累计出口未锻轧铝及铝材 435.2 万吨，同比增加 15%。其中 8 月未锻轧铝及铝材出口量为 59.4 万吨，环比增加 1.19%，同比增加 21.2%。据海关总署最新数据显示，2024 年 8 月份国内原铝进口总量 16.32 万吨，同比增长 6.49% 环比增长 25.66%，8 月份国内原铝出口总量 1.49 万吨，同比减少 41.54%，环比减少 21.36%，8 月份原铝净进口总量 14.83 万吨同比增长 16.09%，环比增加 33.69%。

◆需求端：9 月 1-15 日，乘用车市场零售 82.8 万辆，同比去年 9 月同期增长 18%，较上月同期增长 12%，今年以来累计零售 1,429.3 万辆，同比增长 3%。乘用车新能源市场零售 44.5 万辆，同比去年 9 月同期增长 63%，较上月同期增长 12%，今年以来累计零售 645.4 万辆，同比增长 37%。据奥维数据，24W37（9.9-9.15），全国线下家电各品类销额同比爆发式增长，大家电中空调、冰箱、洗衣机、干衣机、彩电周度同比+74.9%、+104.8%、+84.4%、+117.8%、+84.2%；厨卫电器中油烟机、燃气灶、集成灶、燃热分别周度同比+133.7%、+121.6%、+88.1%、+93.1%，以旧换新政策对零售拉力弹性已经凸显。

◆小结：供应端方面电解铝产量维持稳定，贵州地区有 13 万吨产能复产，整体产量小幅增长，高温天气并未对电解铝产能造成影响；需求端方面，9 月进入消费旺季，汽车家电消费较去年维持同比增长态势，地产数据维持低位。库存方面，进入九月后铝锭库存去化迅速。海外随着美联储降息消息的宣布，有色普遍大涨。在供应端稳中有升，需求端整体良好，库存去化迅速的情况下，后续预计铝价将呈现震荡偏强走势。国内主力合约参考运行区间：19600 元-20500 元。海外参考运行区间：2450 美元-2600 美元。

锌

价格回顾：上周锌价冲高回落，截至周五夜盘收盘，沪锌指数收至 23680 元/吨，单边交易总持仓 21.55 万手。伦锌 3S 收至 2867 美元/吨，总持仓 23.96 万手。

高频数据：内盘基差 120 元/吨，价差 160 元/吨。外盘基差-31.35 美元/吨，价差-10.51 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.149，锌锭进口盈亏为-339.49 元/吨。SMM0#锌锭均价 24320 元/吨，上海基差 120 元/吨，天津基差 120 元/吨，广东基差 220 元/吨，沪粤价差-100 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 3.48 万吨，LME 锌锭库存录得 25.62 万吨。根据上海有色数据，最新锌锭社会库存录得 11.45 万吨，小幅累库。

产业数据：本周锌精矿国产 TC1450 元/金属吨，进口 TC-40 美元/干吨。精矿港口库存 10.6 万吨，工厂库存天数 15.5 天。本周镀锌结构件开工率录得 57.74%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 43.2 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 57.76%，原料库存 1.3 万吨，成品库存 1.2 万吨。本周氧化锌开工率录得 59.26%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.7 万吨。

总体来看：央行降息周结束后，美联储如期降息 50BP，贵金属及基本金属走势扰动较大。产业方面，冶炼厂减产不及预期，下游开工维持弱势，采买以逢低补库为主，国内库存去库放缓。虽然 OZ 锌矿开产后未来元素供应期松，但 Odda 炼厂扩产推迟，近端供应仍然偏紧，国内社会库存低位，月间结构仍然偏强运行，进口窗口临近开启。预期单边上行空间有限，价格偏弱运行为主。

铅

价格回顾：上周铅价上探下行，截至周五夜盘收盘，沪铅指数收至 16375 元/吨，单边交易总持仓 9.1 万手。伦铅 3S 收至 2042 美元/吨，总持仓 14.44 万手。

高频数据：内盘基差-185 元/吨，价差-15 元/吨。外盘基差-36.72 美元/吨，价差-93.62 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.128，铅锭进口盈亏为-1612.76 元/吨。SMM1#铅锭均价 16450 元/吨，再生精铅均价 16375 元/吨，精废价差 75 元/吨，废电动车电池均价 9725 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 5.45 万吨，LME 铅锭库存录得 20.4 万吨。根据钢联数据，最新铅锭社会库存录得 6.60 万吨，持续累库。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 2.5 万吨，工厂库存 20.9 天，铅精矿进口 TC-15 美元/干吨，铅精矿国产 TC600 元/金属吨，原生开工率录得 60.30%，原生锭厂库 0.9 万吨。再生端，铅废库存 8.6 万吨，再生铅锭周产 3.4 万吨，再生锭厂库 2.7 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 62.24%。

消息方面：8 月 14 日，海合会对启动用铅酸蓄电池发起反倾销调查，根据 GTF 数据，我国 2023 年向海合会出口涉案产品占同类产品出口额的 11.4%。8 月 30 日，5 部门推出《推动电动自行车以旧换新实施方案》提出适当加大废旧锂电池替换铅酸蓄电池补贴力度。9 月 19 日，电动自行车新国标公开征求意见，提高电瓶车安全性要求，对铅蓄电池两轮车有一定倾斜。

总体来看：央行降息周结束后，美联储如期降息 50BP，贵金属及基本金属走势扰动较大。产业方面，近期冶炼减产不及预期，原再开工均维持高位，下游临近过节开工下行适度补库，进口货源大量流入，国内社会库存持续上行，外盘亦有大量交仓，内外盘结构均弱势运行。近期国内政策对两轮车用铅酸蓄电池有所倾斜，未来消费情绪有所好转，价格下方支撑转强，预计低位震荡为主。

镍

资源端：本周镍矿价格有所下跌，市场整体情绪走弱。印尼当地铁厂利润受镍铁价格影响有所收窄，对原料采购出现压价心态。国内镍矿港上周1美元/湿吨。中间品方面，随着镍矿价格小幅下跌，本周中间品系数价格有所松动，当前MHP系数对LME镍81，高冰镍系数对LME镍84.5。预计短期内中间品系数价格仍较持稳运行，中长期随着印尼湿法中间品项目的投产，预计原料系数价格将有所下移。

硫酸镍方面，上周SMM电池级硫酸镍指数价格为27860元/吨，较上下跌24元/吨，电池级硫酸镍价格为27750-28070元/吨，均价较上周周下跌25元/吨。

从需求端来看，多数前驱体企业已于八月底完成刚性采购，其中包含了中秋至国庆期间的备货，因此在镍价低位振荡的情况下对高价镍盐的接受度较低，在刚结束中秋假期后，市场询价及成交活跃度较低，主流成交折扣仍维持在96折左右，且部分下游因预期十月需求减量而有一定压价情绪。供应端，经历了7月至8月的去库存过程后，多数镍盐厂目前成品库存水位较低。然而，随着预期产量的提升和需求的偏弱运行，盐厂的挺价情绪相较上周有所减弱，多数盐厂本周报价仍在97折左右，并且在镍价低位振荡的情况下，近期mhp仍有一定成本支撑。

精炼镍方面，镍价估值继续修复，基本面短期未有明显改变。随着镍价回升，下游观望情绪升温，下游刚需近期多已释放，现货成交偏冷。出口方面依旧处于高位，但继续增量相对困难，两市价差有所走阔，关注海外情况。目前精炼镍维持过剩格局，中长期价格偏悲观。预计下周镍价维持震荡走势，主力合约价格运行区间参考120000-130000元/吨。

锡

◆供给端：供给方面，据SMM调研数据显示，8月份国内精炼锡产量达到15468吨，较上月减少2.87%，与去年同期相比增长45.64%。9月受云锡检修影响，产量预计环比大幅下降。

◆进出口：2024年8月份锡矿进口8825吨，环比下降41.43%，同比下滑67.41%。锡锭方面，8月份进口锡锭1795吨，环比上涨113.69%，同比下降23.94%；8月份锡锭出口1098吨，环比下滑36.82%，同比增长32.13%。印尼8月精炼锡出口量为6,436.27吨，环比增长88.8%，同比增长29.1%。

◆需求端：9月1-15日，乘用车新能源市场零售44.5万辆，同比去年9月同期增长63%，较上月同期增长12%，今年以来累计零售645.4万辆，同比增长37%；9月1-15日，全国乘用车厂商新能源批发44.1万辆，同比去年9月同期增长49%，较上月同期增长29%，今年以来累计批发712万辆，同比增长32%。据奥维数据，24W37（9.9-9.15），全国线下家电各品类销额同比爆发式增长，大家电中空调、冰箱、洗衣机、干衣机、彩电周度同比+74.9%、+104.8%、+84.4%、+117.8%、+84.2%；厨卫电器中油烟机、燃气灶、集成灶、燃热分别周度同比+133.7%、+121.6%、+88.1%、+93.1%，以旧换新政策对零售拉力弹性已经凸显。

◆小结：供应端锡矿供应整体偏紧，云锡发布检修公告，国内9月锡锭供应预计环比走弱。需求端白色家电排产维持增长，汽车消费反弹。库存方面，国内库存去化良好，LME库存高位震荡，小幅累库，印尼出口增加对海外库存形成压力。沪锡后续预计将逐步企稳，短期呈现高位震荡走势。国内主力合约参考运行区间：240000元-280000元。海外伦锡参考运行区间：30000美元-35000美元。

碳酸锂

期现市场：周五五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 74237 元，周内-0.67%。MMLC 电池级碳酸锂报价 74000-76000 元，工业级碳酸锂报价 72000-74000 元。LC2411 合约收盘价 75300 元，周内跌 4.02%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 300 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 730-810 美元/吨，与上周五持平。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 12957 吨，较上周减 5.1%。8 月中国碳酸锂进口数量为 1.77 万吨，环比降 26.8%，同比增加 63.1%。9 月预计国内进口约 1.6 万吨。9 月 1-15 日，乘用车新能源市场零售 44.5 万辆，同比去年 9 月同期增长 63%。欧洲德英法意西瑞挪七国 8 月总销量同比减 39.5%，前 8 月累计同比减 6.8%。国内碳酸锂周度库存报 126690 吨，环比上周-1614 吨（-1.3%），其中上游-3415 吨，下游和其他环节+1802 吨。旺季供弱需强，乐观预期下 9-10 总计去库将超一万吨。截止 9 月 20 日，注册仓单 41762 手，周内减 1.0%。

观点：矿端停产影响基本消退，美联储降息对锂价提振有限，中秋节后碳酸锂合约偏弱运行。短期旺季背景下，供弱需强格局预计将持续数周，社会库存可能连续下降。当前碳酸锂价格处上市低位，消息面扰动可能较频繁，多空资金较为谨慎。考虑国庆节前下游备货需求，近期上游出货较强势，贸易市场基差贴水好转，但现货市场整体仍宽松，去库强度有限，仅少数品牌较紧缺为升水报价。展望中长期，资源端出清缓慢，过剩格局预计延续。供给弹性和套保需求可能压制锂价反弹空间，产业结合自身经营可考虑把握远月套保机会。关注近期下游备货情况，大品牌现货松紧程度，以及大型矿山和盐厂生产调整。本周广期所碳酸锂 2411 合约参考运行区间 70000-80000 元/吨。

氧化铝

截止 9 月 20 日下午 3 时，氧化铝指数本周上涨 1.69%至 4025 元/吨，持仓增加 1.1 万手至 25.9 万手。本周美联储降息 50bp 后市场乐观情绪回归，有色板块市场整体反弹，叠加氧化铝现货价格持续保持强势，氧化铝期价进一步走高。

现货方面。本周各地区氧化铝现货价格稳步上涨，流通现货仍紧缺，本周上游氧化铝厂检修减产复产并行，整体开工维稳，下游电解铝厂长假前补库需求增加，提货速度加快，社库明显去库，推动现货价格持续走高。

进出口方面，截止 9 月 20 日，西澳氧化铝 FOB 价格报 545 美元/吨，维持高位，进口盈亏报-662 元/吨，海外氧化铝供应持续紧缺，本周印度 Lanjigarh 氧化铝厂赤泥库因恶劣天气出现外溢，Lanjigarh 氧化铝厂原计划于三季度投产 150 万吨产能，但此次事故后，现运行产能有减停产的风险，扩建计划恐将推迟。

本周氧化铝社会总库存去库 4.5 万吨至 396.3 万吨，部分氧化铝厂突发减产检修，叠加下游铝厂提货速度加快，氧化铝厂基本无现货库存堆积。且由于近期长单执行不顺畅，下游电解铝厂不得不消耗原料库存维持生产。本周氧化铝上期所仓单维持平稳，整体小幅去库 0.3 万吨至 9.6 万吨；交割库存去库 0.7 万吨至 9 万吨。

原料端，国产矿方面，短期国内铝土矿复产未见进一步进展；进口矿方面，8 月进口矿数量再创新高，

但8月底以来受雨季影响到港数据走弱，预计9月进口量将下滑；整体来看，矿石紧缺局面短期仍将延续。展望四季度，随着几内亚铝土矿新项目的持续进展，雨季后几内亚发运量预计将会有大幅度上行；此外，印尼铝土矿四季度或有望放开出口。

供应端，本周国内氧化铝产量163.8万吨，较上周持平，一方面，北方部分氧化铝厂突发设备检修，预计影响周期10-15天，涉及产能约100万吨/年左右。另一方面，随着进口矿石供应的增加以及前期设备检修陆续恢复，高利润刺激氧化铝厂积极复产涉及产能约180万吨/年。

需求端，2024年8月电解铝运行产能4348.33万吨，较上月增加12万吨。进入9月，国内贵州某铝业公司13.3万吨产能预计9月少量复产，后期剩余四川12.5万吨、新疆20万吨产能复产，贵州技改项目10万吨投产、青海地区技改项目10万吨投产，据目前的调研情况预估，Mysteel预计9月中国电解铝运行产能环比变动微小。

总体来看，原料端，短期国内铝土矿复产短期未见进一步进展，进口矿到港量较前期同样有所下滑，短期矿石仍偏紧，但远期矿石供应预期转宽；供给端，本周增产和减产检修并行，整体产能仍维持稳定，预计供给边际将稳步转松；需求端，运行绝对量稳定对氧化铝需求形成稳定支撑，高利润仍将驱动电解铝冶炼厂逐步复产，后续仍有增量但变动有限，同时需关注四季度枯水季对云南产能的影响。策略方面，本周氧化铝近远月合约同步上行，但远月矿石转松和投产复产预期或将压制远月合约上行空间，建议关注逢高空A02501合约机会；此外，基于当前强现实弱预期格局，叠加随着近远月价差持续回落，建议关注11-01正套机会。

黑色建材类

钢材

成本端：月间价差基本平水，暂未观察到套利逻辑的驱动。钢厂利润在低产量下获得一定的支撑，或能在近期维持盈利；但中长期来看依然认为钢厂是难以获得利润的。

供应端：本周热轧板卷产量301万吨，较上周环比变化-0.9万吨，较上年单周同比约-2.5%，累计同比约+1.8%。本周日均铁水产量223.8万吨/日，较上周环比上升0.45万吨/日。考虑中秋假期结束后国庆长假临近，以及进入10月后钢铁需求或将随年末淡季到来持续回落等两项因素，判断高炉复产的窗口期或许已经临近结束。即使近期钢厂利润仍在持续回升，仍然预期铁水供应难以在当前基础上出现大规模增量（这也是支撑钢厂利润回暖的重要因素之一）。本周热轧卷板产量环比略降，但整体矛盾并不突出，更近似于10月长假前的季节性反应。

需求端：本周热轧板卷消费311万吨，较上周环比变化-5.2万吨，较上年单周同比约-0.1%，累计同比约+1.7%。热轧卷板消费环比下滑，绝对值处于历史5年均值附近，与历史同期并没有显著的区别。本周美联储超预期降息50BP或许会为我国打开更大的宽松空间，但从钢材消费的角度我们判断仍然是难以产生立竿见影的效果的。而人民币在7月后随中美短周期利差走强快速升值，或许会对我国钢材直接出口造成困扰。整体而言，我们并不看好今年10月旺季能够兑现，因此判断行情或许会持续交易弱现实。

库存：本周板材库存继续去化，预期板材的季节性高点或许已经确认，此后库存将持续下降。主要矛盾或将转向对去库速率以及年终库存的博弈。

小结：技术分析层面，目前钢材价格在正处于今年5月以来形成的下跌趋势线附近震荡，面临方向选择。随炉料与钢材均将陆续进入主力合约交割月，预期盘面的交易逻辑转向现实。当前黑色系现实环境整体偏弱的情况，铁水供应维持低位导致钢材估值缺乏有效的支撑。在螺纹钢消费难以复苏（预计2024年房屋施工或持续维持低位）以及热卷需求或边际走弱的场景下，判断9-10月中盘面交易弱现实兑现行情的概率较高。因此，对于9月行情的判断为反弹叠加弱震荡，交易建议为反弹高点择机抛空。整体而言，对于本轮行情的低点预估为螺纹钢加权合约2850元/吨左右。

上行风险：铁水产量超预期复苏、钢材旺季需求兑现、投资风偏转向等。

锰硅硅铁

锰硅：

本周，锰硅盘面价格探底回升，价格在下探我们提到的5750-5850元/吨（针对加权指数）支撑区间附近后出现较显著反弹，但整体交投情绪仍相对一般，持仓小幅去化，价格的反弹更多由空头回补造成。日线级别，价格略微摆脱下行趋势线，但摆脱后走势相对弱化，或进入震荡整理阶段，观察价格对于上方6200-6250元/吨处压力位表现情况。

基本面角度，我们看到锰硅企业本周继续减产，但降幅仍在收窄，当前供给缩减幅度仍旧不足，依然未缩减至我们所测算的需求对应水平。需求端，螺纹产量继续回升，铁水环比小幅回升（可忽略不计），需求虽然边际有所回升，但十分有限，仍处于同期十分疲弱的水平。我们维持“锰硅基本面的好转，仍需要看到：1）供给继续收缩至供求平衡点之下；2）带动库存开始显著去化；3）需求端企稳甚至回升”的观点。对于三四季度的需求，我们仍偏悲观。对于后续锰硅行情，我们维持前期展望：见到供给加大收缩力度至供求平衡点之下以助力价格找到企稳支撑，而待见到下游包括螺纹、铁水在内锰硅需求环比持续改善才能为价格的反弹创造条件与驱动（我们认为需求端的回暖将需要更长的周期）。同时，我们也需要看到宏观及整体商品氛围的回暖，这是隐含的重要背景因素。

当前来看，商品整体的氛围仍是行情的主导因素，没有明显起色的宏观情绪以及疲弱的基本面之下，锰硅难以走出独立行情。同时，黑色板块旺季验证时间所剩无几，当时间跨入到国庆节后，若需求仍迟迟无法兑现，旺季造成的价格抵抗弱化，届时整体黑色价格或继续产生向下压力，同样将给锰硅价格带来压力。

硅铁：

本周硅铁盘面价格维持宽幅震荡，价格继续沿反弹的小趋势线上行，周四盘中一度逼近下方6000元/吨附近支撑区间，随后快速回抽，整体走势仍旧松散，整体下行趋势仍未被破坏，且在关键位置（趋势线收敛末端）放大阴线，价格偏弱。观察当前小趋势线的支撑情况以及下方6000元/吨处支撑情况，价若向下突破，不排除继续下探一段的风险。

硅铁自身基本上仍没有突出的矛盾可讲，整体呈现供求两弱的情况，缺乏趋势性的价格驱动。近期，随着亏损幅度的不断加大，产区方面减产检修消息不断，但市场环境弱化，且需求侧同样表现乏力，当下供求两侧依旧相对平衡，价格难以表现出向上的力度。硅铁当前并非资金参与的主要品种，自身矛盾也有限。因此，我们更注重整体板块的情况，以及对于硅铁价格的带动影响。黑色板块旺季验证时间所剩无几，当时间跨入到国庆节后，若需求仍迟迟无法兑现，旺季造成的价格抵抗弱化，届时整体黑色价格或继续产生向下压力，同样将给硅铁价格带来向下的压力。

铁矿石

上周，铁矿石主力合约价格收至 680.0 元/吨，较 9 月 18 日开盘价变化-16 元/吨，涨跌幅-2.30%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3273.9 万吨，环比增加 37.2 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2785.9 万吨，环比减少 116.6 万吨。澳洲发运量 1941.9 万吨，环比减少 121.7 万吨，其中澳洲发往中国的量 1613.6 万吨，环比减少 202.0 万吨。巴西发运量 844.0 万吨，环比增加 5.1 万吨。中国 47 港到港总量 2523.1 万吨，环比增加 327.6 万吨；中国 45 港到港总量 2341.9 万吨，环比增加 186.5 万吨。需求端，日均铁水产量 223.83 万吨，环比增加 0.45 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存为 16039.85，环比降 48.69 万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量环比继续增加，澳洲发运有所回落，海外矿山发运暂未受到矿价下跌的消极影响。台风影响结束后，本期到港量环比明显增加，预计港口库存之后将有所增加。需求方面，钢联口径日均铁水产量环比回升 0.45 万吨至 223.83 万吨，低于中秋节前的回升预期，河北及内蒙地区部分钢厂检修。铁水复产缓慢，与我们此前的节奏预测相符合，市场对需求预期高度有限，钢厂复产相对谨慎。钢厂盈利率延续边际好转趋势，亏损面下降至约九成。终端方面，螺纹热卷库存继续去化，成材基本面继续改善，后续带动钢厂利润回升，对原料端有一定积极作用，但最终的高度还依赖于终端需求能有多大程度的实质性改善，基于当前终端需求和钢厂高炉检修情况，我们依旧认为九月铁水复产高度可能有限。往后看，终端基本面边际改善，铁水也在缓慢复产，但黑色大环境尚不言乐观。宏观方面，留意近期市场消息对商品情绪存在一定扰动。

工业硅

工业硅盘面本周弱势震荡，价格表现弱化，走势仍相对松散。日线级别，价格向下跌漏 8 月中旬以来反弹的小趋势线，逐步形成下跌中继形态，继续关注下方 10100-10200 元/吨（针对价格指数）附近区间的支撑情况，若价格下破，后续下方 9710 元/吨（针对加权指数）的支撑将尤为关键，若价格进一步下破并创下新低，或将继续向下探出一段跌幅。

基本面角度，我们看到工业硅产量近期整体维持收缩（本周继续有小幅回升），但幅度相对有限且我们认为偏慢，供给存在进一步收缩的诉求。而需求方面，多晶硅背后依旧是光伏行业的持续低迷（行业有待出清，时间周期将偏长），以及当前的持续亏损与高库存，后期对于工业硅边际需求的支持力度相对有限。前期持续处于产量高位的有机硅继续提供增量的空间有限。即我们看到的仍是弱化的需求，未看到边际转势的迹象。供需之间收缩的力度仍显不足，这一点从居高不下的库存中可以明显看出。高库存

下是对现货的显著压力。同时，盘面当前仍存在的 30 万吨仓单（将在 11 月底前集中注销，且大部分无法重新注册为仓单）也是对于近月合约价格的明显制约。因此，我们对于短期价格做震荡弱化的观点，趋势的逆转尚未看到，需要继续看到供给的进一步收缩以及需求的回暖迹象。此外，基于整体市场氛围以及盘面价格客观的表达，我们提示价格或存在进一步走低的风险。

能源化工类

橡胶

橡胶 240920 夜盘较大幅度下跌。

橡胶因为前期因为台风影响和抛储落地而大涨。

橡胶整体涨幅比较大。回调也正常。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 16100（0）元。

标胶混合现货 2005（0）美元。华北顺丁 16000（0）元。江浙丁二烯 13450（0）元。

操作建议：

我们前期并不看好橡胶的上涨。因为做多的胜率或者赔率，正在显著变差。目前有所验证。

我们仍然认为，橡胶上涨幅度较大。价格回调风险比较大。

建议偏短线操作。设置止损。

另外，我们推荐买 3L 胶和 20 号胶现货空 RU2505，我们认为 RU 升水过大，大概率回归。

丁二烯橡胶虽然震荡整理，仍然预期后期下行风险大。可考虑买看跌期权，对冲大幅回落的风险。

1) 商用车数据小幅波动。

2024 年 8 月份，我国重卡市场销售约 5.8 万辆左右（批发口径，包含出口和新能源），环比 7 月份基本持平，比上年同期的 7.12 万辆下滑 18%，减少了约 1.3 万辆。

2) 轮胎出口后期可能转降。

2024 年 1 至 7 月，中国橡胶轮胎累计出口量达 534 万吨，同比增长 4.9%，出口金额约 941.41 亿元，同比增长 5.5%，延续增长势头。

2024 年 6 月中国橡胶轮胎外胎产量为 9340 万条，同比增加 8.8%。1-6 月橡胶轮胎外胎产量较上年同期

增 10.5%至 5.2592 亿条。

6 月份全国出口橡胶轮胎 88 万吨，同比增长 8.6%，1-6 月累计出口 451 万吨，同比增长 5.3%。按条数计算，6 月份出口新的充气橡胶轮胎 6,508 万条，同比增长 15.0%；上半年共计出口新的充气橡胶轮胎 33,090 万条，同比 2023 年增长 10.5%，增幅更加明显。主要是半钢轮胎出口亮眼。但由于海运费上升，出口有放缓迹象。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

需求方面，截至 2024 年 9 月 19 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 57.39%，较上周走低 2.25 个百分点，较去年同期走低 6.86 个百分点。半钢胎轮胎开工负荷为 76.75%，较上周走低 2.08 个百分点，较去年同期走高 4.31 个百分点。全钢轮胎替换需求不高，社会库存偏高。半钢轮胎开工维持较高水平，传统消费旺季，出口订单增加。

4) 库存去库尾声后期或转向增库。

库存方面，截至 2024 年 9 月 15 日，中国天然橡胶社会库存 117.7 万吨，较上期减少 1.48 万吨，降幅 1.25%。中国深色胶社会总库存为 68.9 万吨，较上期下降 1.8%。中国浅色胶社会总库存为 48.8 万吨，较上期下降 0.5%。预计去库尾声将进入补库阶段。

5) ANRPC 产量累计持平。

2024 年 07 月，橡胶产量 1045.3 千吨，同比 0.24%，环比 8.65%，累计 5653 千吨，累计同比-0.63%。

2024 年 07 月，橡胶出口 872.7 千吨，同比 9.66%，环比 5.76%，累计 5395 千吨，累计同比-3.20%。

2024 年 07 月，橡胶消费 974.8 千吨，同比 3.21%，环比 0.93%，累计 6685 千吨，累计同比 2.58%。

2024 年 07 月，中国消费量 610 千吨，同比 3.94%，环比-1.71%，累计 4177 千吨，累计同比 7.00%。

甲醇

从基本面来看，国内开工快速回升，企业利润在原料走强以及内地甲醇下跌背景下出现持续回落，当前企业利润同比中性，港后续随着检修装置的回归国内开工仍将进一步走高，供应相对较为充分。进口端到港受天气影响有所回落，国际开工高位回落。需求端港口 MTO 装置提负，开工持续走高，总体回升到高位水平，内地有烯烃装置检修，整体国内烯烃开工小幅回落，传统需求开工整体有所回升，需求小幅好转。库存方面，港口库存受天气影响卸货缓慢，库存拐点已至，高位大幅去化，内地企业库存相对较为健康。总体来看，短期情绪有所回暖，建议观望或逢低多配为主。

尿素

尿素基本面未发生明显变化，现货仍在持续下跌，盘面受整体商品影响有所企稳，基差走弱明显。供应端日产突破 19.6 万吨，企业利润受现货下跌影响而持续走低，固定床利润理论上已陷入亏损，水煤浆也到达成本线附近，供应仍在持续走高，预计将通过压缩高成本工艺利润倒逼企业减产来达到供需平衡。需求端复合肥开工快速回落，秋季肥走货不温不火，企业成品库存环比小幅去化，但同比处于同期高位，

整体压力较大。三聚氰胺开工回升，利润受原料走弱影响被动抬升。库存方面，受供应快速回升以及下游需求偏弱影响企业库存仍在大幅走高，港口库存仍维持窄幅波动。当前市场供需增需弱，现实偏弱格局不改，由于部分工艺已陷入亏损，因此盘面大幅下跌之后不建议继续追空，观望为主，等待反弹之后再择机空配。

聚烯烃

政策端：美国8月消费数据好于预期，美联储超预期降息50bp，原油价格大幅反弹。

估值：周度涨幅（成本>期货>现货）；成本端反弹对盘面形成有效支撑，各工艺利润大幅下滑。

成本端：本周WTI原油上涨4.32%，Brent原油上涨4.04%，煤价上涨1.17%，甲醇上涨0.51%，乙烯上涨0.56%，丙烯下跌-1.27%，丙烷上涨1.09%。成本端支撑强势，盘面交易逻辑受供需关系影响减弱。

供应端：PE产能利用率81.07%，环比上涨0.26%，同比去年下降-2.07%，较5年同期下降-5.50%。PP产能利用率77.51%，环比下降-0.51%，同比去年下降-1.81%，较5年同期下降-17.80%。根据投产计划观察，四季度聚烯烃供给端压力整体偏高PE410万吨产能、PP565.5万吨产能待投放。

进出口：7月国内PE进口为129.90万吨，环比6月上涨29.17%，同比去年上涨25.46%，主要为中东地区货源。7月国内PP进口20.30万吨，环比6月上涨11.30%，同比去年下降-3.26%。人民币升值推高进口利润，PE北美地区货源增多，进口端或存一定压力。7月PE出口5.76万吨，环比6月下降-11.49%，同比下降-1.10%。7月PP出口14.25万吨，环比6月下降-5.25%，同比上涨71.65%。出口季节性淡季或将来临，叠加人民币升值，预计8月PP出口量或将下滑。

需求端：PE下游开工率43.60%，环比上涨1.35%，同比下降-9.28%。PP下游开工率50.41%，环比下降-0.16%，同比下降-6.63%。下游工厂新订单虽有好转，但不及预期。面对高价原料采购积极性不强，多按需随用随采，PP塑编订单量季节性上涨。

库存：聚烯烃整体库存处历史同期高位，基于后期产能投放计划及下游需求订单不及同期，市场信心不足，PP中游贸易商主动去库，表现更弱。PE生产企业库存49.46万吨，环比累库3.28%，较去年同期累库21.11%；PE贸易商库存5.53万吨，较上周累库7.43%；PP生产企业库存57.11万吨，本周环比累库4.96%，较去年同期累库13.63%；PP贸易商库存12.54万吨，较上周累库3.21%；PP港口库存6.63万吨，较上周去库-2.07%。

小结：美国8月消费数据好于预期，美联储超预期降息50bp，原油价格大幅反弹。短期基本面主要矛盾集中在现实需求端迎来季节性旺季，下游订单虽不及往年同期，但开工率环比提升，对盘面形成一定支撑。中长期预期端上，来自于政策端的博弈空间已较此前明显收窄，远月01合约价格受新产能上马可能性影响或已增强，新装置动态关注度提升明显。聚烯烃期现Backwardation结构可印证上述观点。所以预计9月底供应端投产预期转现实向下驱动释放，盘面或将震荡下行。

下周预测：聚乙烯(LL2501)：参考震荡区间(7800-8100)；聚丙烯(PP2501)：参考震荡区间(7200-7500)。

推荐策略：逢低做多LL-PP价差。

风险提示：原油大幅下跌，PE进口大幅回升。

苯乙烯

截止2024年9月18日，苯乙烯华东港口库存3.27万吨，环比+0.2万吨，纯苯港口库存5万吨，环比

+1 万吨。截止 2024 年 9 月 19 日，苯乙烯负荷 68.69%，环比-0.71%，石油苯负荷 78.43%，环比+2.57%，前期歧化装置检修复产，带动纯苯负荷回升。进口方面，国内远期纯苯依旧顺挂，有一定进口压力，10 月、11 月进口有增量预期。国内纯苯下游，酚酮、苯胺均如期复产，己内酰胺新装置预计近期投产，需求向好。近期纯苯下游利润伴随复产小幅走弱。浙石化检修落地，10 月合约取消，10 下补空积极。基本盘面看，9 月库存预计维持低位，大装置检修同时带动远期供需转强，远月苯乙烯-纯苯价差大幅走阔。而纯苯到港船货依旧偏多，港口重回累库，远月价格承压。估值来看，海外芳烃偏弱，纯苯有进口增量预期，盘面估值承压。近月消化大装置减产利多，面临假期，近月持货意愿转弱，基差大幅回落，上方空间有限，建议苯乙烯对纯苯价差暂时观望，逢低月间正套，单边建议逢高空远月。

PVC

上周 PVC 综合开工 79.32%，环比增加 0.78%，其中电石法开工 78.49%，环比增加 0.19%，乙烯法开工 81.66%，环比增加 2.45%。库存方面，厂库 32.27 万吨，环比累库 2.03 万吨，社库 49.2 万吨，环比去库 0.63 万吨。成本端，电石开工 68.97%，环比提升 0.09%，电石库存小幅去化，乌海、宁夏电石近期提涨 50 元/吨，山东送到价格同步上涨 50，叠加烧碱降价，带动氯碱成本提升至 5550 元/吨，成本支撑转强。出口方面，FOB 天津电石法报 675 美元/吨，出口接单有所回落。基本盘面看，近期开工回升，后续检修偏少，供应高位运行。出口接单走弱后，工厂小幅累库，关注下周台塑 10 月报价。高供应，供需转弱后，产业库存再次累积，预计盘面震荡偏弱，01 合约作为淡季合约，依旧以逢高空配为主，月间逢高 1-5 反套。关注产业利润走弱后，开工能否维持高位

乙二醇

价格表现：EG 本周震荡偏弱，01 合约单周下跌 33 元，报 4396 元。现货端华东价格下跌 20 元，报 4446 元。基差走强 11 元，截至 9 月 20 日为 29 元。1-5 价差走弱 25 元，截至 9 月 20 日为 -48 元。

供应端：本周 EG 负荷 68.33%，环比上升 4.77%，其中合成气制负荷 65.32%，环比上升 7.17%；乙烯制负荷 70%，环比上升 3.44%。煤化工方面，榆林化学负荷提升，永城重启，通辽金煤和中昆检修，后续多套装置陆续重启，月底中化学新装置投产；油化工方面，浙石化重启，辽宁北方化学重启延期，镇海 11 月重启，吉林石化检修中，后续中石化武汉计划检修。海外方面，沙特 jupc2#、yanpet1 停车，加拿大 40 万吨装置停车至 9 月底。整体上，EG 装置检修季即将结束，负荷将大幅上升，到达 5 年期高位水平。到港方面，本周到港预报 13.4 万吨，环比上升 2.2 万吨，8 月进口 58 万吨，9 月预期环比下降，Q3 月均进口中枢 55 万吨左右。

需求端：本周聚酯负荷 88.1%，环比下降 0.5%，其中长丝负荷 91.5%，上升 1.8%；短纤负荷 78.3%，下降 3.9%；瓶片负荷 69.8%，环比下降 2.4%。装置方面，江阴三房巷 285 万吨装置因台风停车，目前恢复中，荣盛 50 万吨聚酯长丝装置重启。目前瓶片库存边际缓解，利润较好，负荷低位回升，但终端转淡季，且后续有装置投产，后续负荷存在压力。涤纶方面，因终端旺季即将到来，在下游旺季预期落空前，预计负荷持续高位。终端方面，坯布库存持续上累，订单边际上升，开工本周变动不大，加弹负荷 92%，环比持平；织机负荷 76%，环比持平；涤纱负荷 66%，环比持平。纺服零售 8 月国内零售同比 -1.9%，出口同比 +2.4%。

库存：截至 9 月 18 日，港口库存 59.7 万吨，环比去库 2.5 万吨；下游工厂库存天数 12.9 天，环比上升

0.1 天，港口库存去库，下游库存低位上升。短期看，台风延期到港下，导致港口延续去库，但国庆前后集中到港，港口存在累库压力，9 月整体小幅去库。

估值成本端：本周外盘石脑油制利润下降 18 美元至为-157 美元/吨，国内乙烯制利润上升 12 元至-785 元/吨，煤制利润下降 153 元至 156 元/吨。成本端乙烯 860 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 800 元/吨，国内乙烯制和煤制利润随着 EG 大幅下跌高位回落，但乙烯价格处于下降趋势，低估值支撑逻辑较弱，而煤制利润仍然较好，将持续支撑煤制开工率。

小结：国内负荷将逐渐走出检修季，在利润和库存同比良好的情况下，负荷预期将来到近 5 年高位水平，海外沙特受限于乙烷紧缺开工下滑，但美国及马来西亚装置恢复，进口压力边际上升。短期国庆节前后集中到港，存在累库压力。中期看，海外负荷相比年初矛盾较小，进口压力较大，国内负荷逐渐上升，下游终端表现今年较为一般，难以产生超预期的需求增量，Q4 平衡偏累，港口库存难以延续上半年的去化行情。而在估值方面，煤化工利润偏高，乙烯制成本支撑较弱。关注逢高空配机会。

PTA

价格表现：本周走势震荡，01 合约单周上涨 34 元，报 4866 元。现货端华东价格下跌 5 元，报 4795 元。现货基差上升 20 元，截至 9 月 20 日为-66 元。1-5 价差走强 2 元，截至 9 月 20 日为-52 元。

供应端：PTA 负荷 78.1%，环比下降 1.3%，本周短期内台风影响部分装置停车，三房巷、汉邦短停后重启，逸盛大化 375 万吨装置 18 日附近降负荷至 5 成维持一周，此外四川能投短停一周，后续 10 月恒力惠州计划检修。短期内负荷随着短停装置重启，将重新提升，中期来看，其开工率在较低加工费和逐渐上升的库存背景下存在压力。

需求端：本周聚酯负荷 88.1%，环比下降 0.5%，其中长丝负荷 91.5%，上升 1.8%；短纤负荷 78.3%，下降 3.9%；瓶片负荷 69.8%，环比下降 2.4%。装置方面，江阴三房巷 285 万吨装置因台风停车，目前恢复中，荣盛 50 万吨聚酯长丝装置重启。目前瓶片库存边际缓解，利润较好，负荷低位回升，但终端转淡季，且后续有装置投产，后续负荷存在压力。涤纶方面，因终端旺季即将到来，在下游旺季预期落空前，预计负荷持续高位。终端方面，坯布库存持续上累，订单边际上升，开工本周变动不大，加弹负荷 92%，环比持平；织机负荷 76%，环比持平；涤纱负荷 66%，环比持平。纺服零售 8 月国内零售同比-1.9%，出口同比+2.4%。

库存：截至 9 月 13 日，PTA 整体社会库存 266.1 万吨，相比 8 月 30 日累库 5.8 万吨，其中在库在港库存为 56.38 万吨，累库 6.76 万吨。9 月下游步入旺季，累库速度将放缓。

利润端：本周现货加工费上升 14 元，截至 9 月 20 日为 308 元/吨；盘面加工费跌 2 元，截至 9 月 20 日为 328 元/吨。

小结：PTA 负荷随着 9 月检修增多而下降，下游不管是库存还是利润边际上都有所改善，整体开工维持旺季负荷，因此 9 月 PTA 供需好转，累库节奏放缓。但从中长期视角看，今年纺服内需表现较为一般，连续三个月纺服消费内需同比为负，仅出口表现较好，后续对聚酯开工率有挑战，难以对 PTA 的负荷有进一步的支撑，加工费进一步走扩动力不足。而原油在宏观压力下趋势性向下，成本端 PX 因调油溢价回吐大幅下跌，石脑油裂差高位存在走缩压力，关注跟随 PX 逢高空配的机会。

对二甲苯

价格表现：本周走势震荡，01 合约单周上涨 38 元，报 6918 元。现货端 CFR 中国上涨 1 美元，报 840 美元。现货折算基差下降 7 元，截至 9 月 20 日为-78 元。1-5 价差上升 12 元，截至 9 月 20 日为-84 元。

供应端：本周中国负荷 84.9%，环比上升 5.2%；亚洲负荷 78.2%，环比上升 3.5%。国内装置方面，本周金陵石化提负、九江石化小幅降负，浙石化重启，后续威联石化检修装置将恢复；海外装置方面，越南 NSRP 重启。进口方面，9 月上旬韩国出口我国 11.5 万吨 PX，延续高位水平。整体上，经历短暂的降负检修后，亚洲供应将会重新回到高位水平，而韩国的芳烃因调油需求和经济性的回落，将有更多原料流入化工流程，供应压力较大。

需求端：PTA 负荷 78.1%，环比下降 1.3%，本周短期内台风影响部分装置停车，三房巷、汉邦短停后重启，逸盛大化 375 万吨装置 18 日附近降负荷至 5 成维持一周，此外四川能投短停一周，后续 10 月恒力惠州计划检修。短期内负荷随着短停装置重启，将重新提升，中期来看，其开工率在较低加工费和逐渐上升的库存背景下存在压力。

库存：7 月底社会库存 402 万吨，同比去库 5 万吨，8 月根据平衡表紧平衡，9 月因 PX 检修量上升，预计持续维持紧平衡。

估值成本端：本周 PXN 下降 16 美元，截至 9 月 19 日为 184 美元，表现持续偏弱；石脑油裂差上升 11 美元，截至 9 月 19 日为 117 美元，原油端大幅反弹。芳烃调油方面，汽油裂解价差低位，汽油调油需求下降，美亚芳烃价差套利窗口关闭，芳烃溢价回吐。

小结：供给端现阶段不管是国内还是亚洲整体，负荷压力都较大，国内检修装置将逐步恢复，海外短期内检修均已落地，亚洲 PX 供给压力将边际走强；需求端 PTA 负荷近期短停装置较多，导致 PX 基本面边际恶化。方向上一方面宏观压力下成本端原油有下行压力；另外一方面下游虽然逐渐走入旺季负荷，但终端表现较去年平淡，8 月纺服内需消费同比为负，终端坯布库存上升，后续下游开工预期难以持续高位，因此暂时无法支撑 PTA 负荷进一步上升；最后劳动节后美国汽油旺季结束，调油料向化工端转移，芳烃调油带来的估值溢价回吐，估值回到 2022 年前过剩阶段。整体上，PX 主要逻辑跟随宏观，后续空间主要跟随原油及石脑油裂差，关注逢高空配的机会。

农产品类

生猪

现货端：上周猪价延续回落但幅度放缓，屠宰端明显放量，栏舍利用率大幅回落，供应端压力持续释出，需求端在节后承接力度一般，出栏体重延续稳中小幅回落；具体看，河南均价周落 0.62 至 18.7 元/公斤，周内最高 19.32 元/公斤，四川均价周落 0.62 元至 19 元/公斤，广东均价周落 0.64 元至 19.1 元/公斤；短期供应压力依旧偏大，集团及育肥户入市计划较多，二次育肥零星参与，对猪源分流不明显，节后需求表现一般，但临近月底或跌至目标位后，不乏阶段性受支撑反弹可能。

供应端：8月官方母猪存栏4036万头，环比10.1%，预期不足，导致今年后期累库进度或偏慢，下半年至明年上半年猪价或较难深跌；考虑二育的情况，边进边出是今年的常态，当前栏舍利用率重新跌回5月底45%的水平，且大猪出栏导致的体重增幅偏小，表明库存积压有限；考虑短期的情况，9月份计划出栏量环比增幅在6%附近，剔除8月计划完成度97%的话，则实际增幅不大，按理论出栏量推，8、9、10三个月供应几乎持平。综合考虑，下半年供应增幅整体有限，价格节奏需要结合情绪、需求来综合判断。

需求端：整体消费环境偏弱，但下半年猪肉需求呈季节性回升态势，阶段性留意节日的脉冲影响。

小结：现货和盘面延续偏弱预期，供应端压力持续释放，远月被提前交易至成本线附近，考虑年内产能恢复和累库规模偏低，市场有预期不足的嫌疑，中期下方空间或相对受限，且潜在增重行为支撑阶段性反弹预期，仍关注下方支撑，近月轻仓回落买入思路。

鸡蛋

现货端：中秋假期蛋价回落，节后稳定为主，局部略偏弱，业者对后市信心不足，市场走货减慢，但供应偏紧以及基本需求仍支撑蛋价，养殖户惜售，周内淘鸡价格略有上涨；具体看，黑山报价周落0.3元至4.7元/斤，辛集周持平于4.51元/斤，周内最高4.89元/斤，销区回龙观周落0.11元至5.08元/斤，东莞周落0.1元至5.08元/斤；供应正常，北方产区产蛋率回升，节后需求回落，消耗货源为主，市场反映采购意向不高，临近月底或有补库动作，预计下周蛋价整体偏弱，月底不乏小幅回弹。

补栏和淘汰：成本下行，尽管蛋价表现不如往年同期，但盈利尚可，补栏量持续偏大，截止8月份的补栏量为8790万只，同比增加5.1%，环比增加5.4%，补栏量处同期5年新高；因盈利好于预期，尽管淘鸡出栏略有放量，淘鸡-白鸡价差回落，但延淘仍是主要操作，目前鸡龄持续升至531天左右。

存栏及趋势：截止8月底，全国在产蛋鸡存栏量为12.88亿只，环比7月增加了0.9%，同比去年的11.96亿只增加了7.7%，高于此前预期；按此推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏的高峰为明年1月的13.03亿只，环比仍有1.2%的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：中秋后需求回落，国庆节有一个小高峰，但大的需求不多，只是中间商节前风控尚可，警惕节后需求不弱的可能。

小结：前期市场过于风控，蛋价尽管回落但整体偏强，当前养殖盈利尚可，期货提前下跌，远月被交易至成本线附近，近月仍有可观贴水，在现货端未按预期走出恐慌情绪背景下，当前合约以向上回归收升水逻辑为主，偏强震荡或延续，观望或短多。

蛋白粕

国际大豆：本周美豆震荡为主。对于美豆，国庆节后USDA10月报或将小幅下调美豆单产，因最新两期优良率报告下调部分州优良率，但仍维持全球大豆及美豆丰产预期，大方向仍然较空。最新的预报预计巴

西中部降雨将恢复，美豆收割季节即将开启，盘面承压。上周末美国政府宣布对今年5月份推迟的对中国约180亿美元商品征收高额关税的议案自9月27日起实施，难免引起中国采取对等抗议，对美豆的购买可能也会受影响，此外美国大选也会决定贸易政策取向，形成美豆走弱预期。但当前巴西的卖压下降，美豆季节性销售较好，预计持续到1月美豆的销售将好于去年，美豆盘面也有所支撑。因此，美豆在目前价位处于多空交织状态。向上的弹性取决于巴西种植以及巴西四季度出口能力，向下的弹性则取决于贸易战与大供应预期。

国内豆粕：本周国内豆粕现货震荡明显，基差小幅上涨，现货心态稍稳，提货量较上周上升，表观消费预计较好。从9月初的买船来看，买船有所加速，截至9月13日机构预估9月买船626.4(-3.3)万吨，10月买船658.5(+127.7)万吨，11月买船173.7(+1.1)万吨。环比增加较多，不过9-10月到港预估环比下降，现货有去库机会，需关注表观消费能否持续，决定去库力度。

观点：市场面临全球大豆预期丰产供需宽松、美豆收割、巴西种植、10到1月美豆出口同比高于去年、美国大选以及国内豆粕去库(建立在表观消费正常基础之上)、国内大豆库存较高的基本面。巴西若降雨恢复，可能带动市场预期未来将有较大供应存在，美豆盘面重回下跌，但受到季节性销售较好支撑。考虑到11月5日美国大选，因特朗普宣称加60%关税，国内豆粕盘面或有贸易战担忧，01豆粕合约有贸易战预期的支撑。当然贸易战对经济的伤害较大，2018年也不乏豆粕大幅下跌的场景，预计01豆粕未来呈区间震荡走势。

油脂

马棕：本周棕榈油大幅上涨，上周市场预期棕榈油因9、10月供应增加，主要进口国进口量环比可能下降，引发累库预期下跌，但盘面本周迅速反弹，马棕9月高频数据显示9月前15日小幅减产，且9月前20日出口环比增加6.83%-10.08%，意味着9月马棕库存反季节性或去库，仍需关注后续数据。菜油因加拿大将于10月1日起对中国制造的电动汽车征收100%的惩罚性关税，当前具体关税反制措施及加拿大相关反应还未落地，盘面高位震荡等待进一步指引。豆油方面，大豆9-11月到港预估下滑，表观消费较好，预期豆油库存未来两个月有所下降，美豆端窄幅震荡，豆油跟涨。估值方面根据产量和库存以及原油价格，按生柴价差来看马棕估值较高，国内棕榈油价格受到进口利润偏低的支撑。

国际油脂：本周国际葵油及棕榈油报价大幅上涨，菜油下跌。上周USDA 9月报告维持大豆丰产预期，环比调低了130万吨新作菜籽产量，同比减产180万吨。另外葵籽环比调减新作产量200万吨(乌克兰100万吨，欧盟65万吨，其他为摩尔多瓦和哈萨克斯坦)，同比下降540万吨。需求端，24/25年度印尼B40政策预期将带来较大油脂需求增量，且由于葵油减产，印度等主要油脂进口国或将增加对其他油脂的购买，也直接反映在本周印度国内葵油暴涨。短期印度增加植物油进口关税，或影响刚需之外的进口量。

国内油脂：国内油脂现货成交环比上周小幅增加，棕榈油表观消费低、菜油、豆油表观消费偏正常，国内油脂总库存持平去年，油脂供应充足。其中豆油、菜油库存高于去年，棕榈油库存低于去年。棕榈油

进口量预计维持刚需，但消费也较弱，后续库存预计小幅累库，大豆压榨量预计环比下降，豆油预计小幅去库。菜油按到港压榨及消费来看也有累库趋势，但后续进口是否顺利仍需要观察中加关税政策。

观点小结：受 USDA 大幅调降全球葵籽产量影响，油脂运行中枢提升。01 合约目前主要关注 9、10 月棕榈油是否增产正常，叠加 9、10 月出口转弱担忧，容易形成季节性回落，但高频数据显示马棕 9 月前 15 日减产、出口增加，且近期美国、加拿大对华部分出口产品发起高额关税，引发供应担忧，油脂暂时偏强，中期 01 合约又将进入去库季节，油脂可能较难有大幅回落空间，预计震荡偏强。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格大幅上涨，创下自 2008 年以来最大单周涨幅。截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 22.72 美分/磅，较之前一周上涨 3.4 美分/磅，或 17.6%。甘蔗公司 CTC 周三公布的数据显示，截至 8 月底，巴西中南部地区 2024/25 年度甘蔗作物单产同比下降 7.4%，因天气干燥和火灾频发。新加坡商品贸易商丰益国际 (Wilmar) 周四将对巴西中南部糖产量的预估从 4200 万吨调降至 3880-4080 万吨。全球知名糖企 Tereos 表示，该公司在巴西的甘蔗田约有 3 万公顷被烧毁，除 2024/25 榨季的甘蔗收成外，下一榨季（2025/26 榨季）的甘蔗产量同样让人担忧。火灾影响了当前甘蔗的糖分，也导致可用于制糖的甘蔗数量减少。

国内市场回顾：上周郑糖价格反弹，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5843 元/吨，较之前一周上涨 155 元/吨，或 2.73%。海关总署公布的数据显示，2024 年 8 月份我国进口食糖 77 万吨，同比增加 40.40 万吨，增幅 110.41%。2024 年 1-8 月我国累计进口食糖 249.39 万吨，同比增加 91.95 万吨，增幅 58.41%。2023/24 榨季截至 8 月底，我国累计进口食糖 435.38 万吨，同比增加 100.82 万吨，增幅 30.13%。8 月份我国进口糖浆和预混粉合计 27.12 万吨，同比增加 8.62 万。2024 年 1-8 月我国进口糖浆及预混粉合计 145.11 万吨，同比增加 21.24 万吨。23/24 榨季截至 8 月底我国进口糖浆及预混粉合计 186.74 万吨，同比增加 44.02 万吨。

观点及策略：上周原糖期货大幅反弹，升至近五个月高点，因巴西中南部地区下一年度甘蔗作物的产出前景恶化，空头回补仓位。国内方面，虽然外盘大幅上涨，但国内受限于 8 月食糖、糖浆以及预拌粉进口大幅增加，限制郑糖上涨高度。短线原糖成为资金博弈市场，价格或宽幅震荡，但从中长期来看，全球糖市仍处于增产周期，中长期维持逢高做空思路。

棉花

国际市场回顾：上周美棉价格上涨，受美元走软以及更广泛的金融市场乐观人气提振，大宗商品市场在美联储大幅降息 50 个基点后走高。截至周五 ICE12 月棉花期货合约收盘价报 73.56 美分/磅，较之前一周上涨 3.7 美分/磅，或 5.3%。美国农业部 (USDA) 在每周作物生长报告中公布称，截至 2024 年 9 月 15 日当周，美国棉花优良率为 39%，前一周为 40%，上年同期为 29%。截至当周，美国棉花收割率为 10%。前一周为 8%，去年同期为 9%，五年均值为 8%；美国棉花盛铃率为 54%，上一周为 45%，上年同期为 52%，

五年均值为50%。截至9月12日当周，本年度美棉当周签约量2.6万吨，较上周下滑0.21万吨；美棉当周装运量为3.05万吨，较上周增加0.18万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格大幅反弹，截至周五郑棉1月合约收盘价报14075元/吨，较之前一周上涨530元/吨，或3.91%。上周下游开机率延续环比增加，纺纱厂开机率70.8%，环比上周增0.7%；织布厂开机率52.4%，环比上周增1.1%。但纺纱厂库存去库速度有所放缓，纺纱厂棉花库存32.2天，环比上周增加0.5天；纺纱厂棉纱库存26.4天，环比减少0.1天。另一方面，新疆开秤预计会推迟至9月底，目前市场对籽棉开秤价预期仍然维持在5.5-6公斤/元。

观点及策略：短线宏观市场回暖，叠加9月USDA月度供需报告下调全球产量和库存，上周美棉价格大幅反弹。国内郑棉跟随美棉反弹，短期主要关注旺季下游的消费以及9月底新疆新棉上市收购情况。目前来看下游开机率延续环比增加，但纺纱厂库存去库速度有所放缓。市场对籽棉开秤价预期仍然维持在5.5-6公斤/元，折算盘面价格约为13000-14200元/吨。今年以来整体消费形势较弱，叠加增产预期，等旺季过后棉价有回落风险，中长期维持逢高做空思路。

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。不经许可，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

【五矿期货研究中心团队】					
姓名	职务	组别	研究方向	从业资格号	交易咨询号
孟远	总经理	主持研究中心工作		F0244193	
吴坤金	高级分析师、组长	有色金属组	有色、铜	F3036210	Z0015924
王震宇	分析师		铝、锡	F3082524	Z0018567
曾宇轲	分析师		碳酸锂、镍	F03121027	
张世骄	分析师		铅、锌	F03120988	
王梓铎	分析师		氧化铝、烧碱	F03130785	
刘显杰	分析师		镍、不锈钢	F03130746	
蒋文斌	投研经理、组长		宏观金融组	宏观、国债	F3048844
夏佳栋	分析师	股指		F3023316	Z0014235
钟俊轩	分析师	贵金属		F03112694	
程靖茹	分析师	国内宏观		F03133937	
石头	首席分析师	黑色建材组	黑色	F03106597	Z0018273
郎志杰	分析师		玻璃、纯碱	F0284201	
李昂	分析师		热卷、螺纹钢	F3085542	Z0018818
陈张滢	分析师		铁合金、双焦	F03098415	Z0020771
谢璇	分析师		铁矿	F03097319	
万林新	分析师		铁矿、工业硅、铁合金	F03133967	
赵航	分析师		钢材	F03133652	
李晶	首席分析师、组长	能源化工组	能化	F0283948	Z0015498
张正华	高级分析师		橡胶、20号胶	F0270766	Z0003000
刘洁文	分析师		甲醇、尿素	F03097315	Z0020397
徐绍祖	分析师		塑料、PP	F03115061	
施洲扬	分析师		苯乙烯、PVC	F03096823	Z0020596
王俊	高级分析师、组长	农产品组	农产品、生猪、鸡蛋	F0273729	Z0002942
杨泽元	分析师		白糖、棉花	F03116327	Z0019233
斯小伟	分析师		豆粕、油脂	F03114441	
郑丽	研究助理	研究支持、研究服务和合规管理		F03087338	