

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+1.17%，创业板指+2.00%，上证 50+0.05%，沪深 300+0.79%，中证 500+3.01%，中证 1000+3.92%。两市日均成交额 18632 亿，较前一周+2164 亿/天。

企业盈利和宏观经济：9 月中国企业经营状况指数（BCI 指数）46.02，数值较 8 月份的 48.56 回落。9 月 PMI 49.8，较前值上升 0.7，低于荣枯线；9 月 M1 增速-7.4%较上月下降。

利率：中债十年期国债利率+4BP，美债十年期国债利率+17BP，中美 10 年期利差-12BP 至-209BP。

流动性和风险偏好：①主要指数 ETF 份额减少 247 亿份；②DR007 边际回升至中等水平；③上周重要股东二级市场净减持 32 亿；④证监会新发 2 家 IPO，边际不变；⑤上周融资余额+477 亿；⑥上周偏股型基金新成立份额 4 亿。总的来说，ETF 份额增量边际减少（-），重要股东小幅净减持（平），融资额增加（+），IPO 日均数量不变（平），偏股型基金发行量偏少（-），DR007 中等水平（平）。资金面中性。

宏观消息面：

1、10 月底是上市公司三季报密集披露期，考虑到国内三季度的经济环境，整体上市公司的业绩大概率维持偏弱态势，但随着四季度各项经济政策陆续出台，三季报有望成为业绩低点；2、赵乐际主持召开十四届全国人大常委会第三十二次委员长会议，决定十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日至 8 日在京举行；3、10 月 5 年期和 1 年期 LPR 利率均下调 25 个基点，下调幅度达到了潘行长预告的上限，超出市场预期；4、多地银行下调新增房贷利率，部分地区新增首套房贷利率已降至“2 字头”，多家银行存量房贷利率批量下调 10 月 25 日落地；5、近期一线城市二手房日度成交量屡创新高，房地产市场回暖将提振经济预期；6、央行：开展证券、基金、保险公司互换便利首次操作，操作金额 500 亿元；7、美国上周首次申领失业救济人数为 22.7 万人，预估为 24.2 万人，美国 10 月标普全球制造业 PMI 初值为 47.8，预期 47.5，经济数据整体超预期，预期美联储年内降息幅度下降。

市盈率：沪深 300:12.86，中证 500:24.87，中证 1000:38.17，上证 50:10.94。

市净率：沪深 300:1.38，中证 500:1.78，中证 1000:2.05，上证 50:1.21。

股息率：沪深 300:2.90%，中证 500:1.84%，中证 1000:1.46%，上证 50:3.67%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.05%/+0.04%/+0.14%/-0.26%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.06%/-0.22%/-0.86%/-2.04%；IM 当月/下月/当季/隔季：+0.35%/+0.08%/-1.07%/-2.71%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.11%/+0.34%/+0.58%/+0.36%。

交易逻辑：海外方面，近期美国公布的经济数据转强，美债利率回升。国内方面，9 月 PMI 反弹，但仍处于荣枯线下方，9 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。9 月政治局会议召开时间不同寻常，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，尤其是央行设立两大货币工具用于购买股票，财政部会议释放积极信号。当前各指数估值分位均处于历史中位数以下，股债收益比显示股市投资价值较高，建议 IF 多单持有。

期指交易策略：单边建议 IF 多单持有，套利暂无推荐。

国债

经济及政策：9月份国内消费、工业数据表现好于预期，预计在货币、财政、地产及资本市场政策发力的背景下，四季度主要经济数据有望企稳。海外方面，美国经济数据近期的通胀、非农及服务业 PMI 数据表现超预期，加之美国大选的走势带动美债收益率反弹。

1. 赵乐际主持召开十四届全国人大常委会第三十二次委员长会议，决定十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日至 8 日在京举行；
2. 财政部副部长廖岷：除货币政策外 中国还将加大财政政策逆周期调节力度 中国有信心实现全年 5% 左右的经济增长目标；
3. 中共中央、国务院：提高产业工人经济收入 探索对大国工匠、高技能人才实行年薪制、协议工资制和股权激励等；
4. 深圳：到 2026 年更好发挥政府投资基金作用 力争形成万亿级政府投资基金群；
5. 多地银行下调新增房贷利率 部分地区新增首套房贷利率已降至“2 字头”；
6. 截至 10 月 22 日，本月深圳全市一手住宅累计认购量达到 8405 套，达到深圳交易量的繁荣线水平，平均每天认购 382 套。按此趋势发展月底累计认购量有望超 10000 套；
7. 央行：开展 7000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率 2.00%；
8. 央行：开展证券、基金、保险公司互换便利首次操作 操作金额 500 亿元；
9. 10 月 LPR 报价出炉：5 年期和 1 年期利率均下调 25 个基点；
10. 多家银行存量房贷利率批量下调 10 月 25 日落地；
11. 摩根大通美国国债客户多头占比创六周以来的最高水平；
12. 美国上周首次申领失业救济人数为 22.7 万人，预估为 24.2 万人，前值为 24.1 万人；
13. 美国 9 月新屋销售总数年化 73.8 万，前值 70.9 万，预期 72 万；
14. 美国 10 月标普全球制造业 PMI 初值为 47.8，预期 47.5；10 月标普全球服务业 PMI 初值为 55.3，预期 55；
15. 欧元区 10 月制造业 PMI 初值为 45.9，预期 45.3；10 月服务业 PMI 初值为 51.2，预期 51.5；
16. 加拿大央行降息 50 个基点，将基准利率从 4.25% 降至 3.75%，符合市场预期，为连续第四次降息。

流动性：1、上周央行逆回购投放 22515 亿，到期 9944 亿，净投放 12571 亿，月末 DR007 利率收于 1.64%；
2、10 月份 MLF 余额 67890 亿，当月 MLF 净投放 -890 亿元。

利率：1、上周 10Y 国债收益率收于 2.16%，周环比反弹落 4.4BP；30Y 国债收益率收于 2.35%，周环比回落 4.95BP；2、上周 10Y 美债收益率 4.21%，周环比反弹 13BP。

小结：随着货币、财政、地产及资本市场利好政策的逐步落实，国内经济有望在四季度企稳，但经济的改善力度及持续性仍有待观察，后期将重点关注基本面的改善情况，国债短期观望为主。

贵金属

行情总结：截止至上周五日盘收盘，沪金涨 0.91%，报 624.72 元/克，沪银涨 3.09%，报 8140.00 元/千克；COMEX 金涨 0.89%，报 2760.80 美元/盎司，COMEX 银跌 0.13%，报 33.88 美元/盎司；10 年期美债收益率涨 4.17%，报 4.25 %；美元指数涨 0.83%，报 104.32 ；

海外衰退预期回落：美国大选之前其经济数据小幅超预期。房地产数据方面，美国九月新屋销售年化数为 73.8 万户，高于预期的 72 万户以及前值的 70.9 万户。美国 10 月密歇根大学消费者信心指数终值为 70.5，高于预期的 69 以及前值的 68.9。劳动力市场数据方面，美国至 10 月 19 日当周初请失业金人数为 22.7 万人，高于预期和前值的 24.2 万人。在大选之前的 11 月 1 日周五将会公布美国 10 月非农就业人口变动数，市场预期为 12.5 万人，低于前值的 25.4 万人。美联储理事沃勒本月 14 号已对非农做出表态，沃勒警告说：“短期来看，最近的飓风和波音公司罢工可能令 10 月新增就业人数可能减少 10 万人。”综合联储官员表态以及当周首次申请失业金人数情况，我们预计美国 10 月新增非农就业人口数约为 15 万人，小幅好于预期。联储官员对于降息的表态偏谨慎，堪萨斯联储主席施密德(2025FOMC 票委)表态偏鹰派，他认为利率将远高于十年前的水平，同时他明确表示偏好激进的缩表策略，个人倾向于避免大幅降息。金银比价下跌，银价表现偏强：金银比通常在诸如 2008 年次贷危机、2020 年新冠疫情等海外衰退预期上升的情况下出现上涨，而金银比价的下跌则显示海外衰退预期的弱化。十月份以来美国经济数据具有韧性，“衰退交易”减弱令金银比价显著回落，外盘金银比价由 10 月 17 日的 84.9 回落至 10 月 25 日的 81.6，在国际金价出现大幅上涨的情况下，令白银出现较强的“补涨”行情。

贵金属成交和持仓情况：截止至最新报告期的 10 月 22 日，COMEX 金银管理基金净多头持仓均出现上升，COMEX 黄金管理基金净多持仓上升 5739 手至 20.52 万手，COMEX 白银管理基金净多持仓大幅上升至一年以来最高水平，增加 10934 手至 45635 手。外盘金银交投活跃，COMEX 黄金成交量五日均值上升 16.7% 至 18.05 万手，持仓量上升 6% 至 57.38 万手。沪金成交量五日均值上升 11% 至 36.28 万手，持仓量小幅回落至 39.6 万手。COMEX 白银持仓量上升 11% 至 15.73 万手，沪银成交量五日均值上升 12% 至 207 万手，持仓量回落至 77.21 万手。

行情总结：受到美国财政以及通胀预期的驱动，国际金价近期表现强势，美联储货币政策预期对贵金属价格影响边际转弱，同时海外经济数据具备韧性令针对海外的衰退交易有所减弱，驱动金银比价出现明显的回落。当前美国总统大选已经进入最后阶段，民调显示共和党总统候选人特朗普占据优势，若特朗普当选兑现宽财政预期，金银价格将会延续强势表现，若哈里斯当选则会形成较强的利空因素。在特朗普民调占优的背景下，当前金银策略上建议逢低做多，沪金主力合约参考运行区间 611-640 元/克。沪银主力合约参考运行区间 7923-8733 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价延续震荡下滑，伦铜收跌 0.61% 至 9563 美元/吨，沪铜主力合约收至 76700 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 0.6 万吨，其中上期所库存减少 0.5 至 16.3 万吨，LME 库存减少 0.7 至 27.7 万吨，COMEX 库存增加 0.7 至 7.8 万吨。上海保税区环比微增 0.02 万吨。当周现货进口维持盈利，远月进口窗口维持关闭，洋山铜溢价继续下滑。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水扩大至 133.1 美元/吨，国内上海地区现货贴水扩大，周五报贴水 70 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差收窄至 870 元/吨，废铜替代优势降低，当周废铜制杆企业开工率有所下滑。需求方面，根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比下滑 2.4 个百分点，需求环走弱但略微好于预期。

价格层面，美国大选临近，市场情绪预计相对谨慎；国内增量政策还需等待，不过政策方向依然偏积极。产业上看国内需求对价格变动较为敏感，价格回调后需求有所改善、再生铜替代减少，而价格反弹后需求边际转弱，海外现货维持偏宽松。综合来看，在美国大选结果和国内人大常委会结果落地前，铜价或震荡巩固下方支撑为主。本周沪铜主力运行区间参考：75500-78000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9400-9800 美元/吨。

铝

供应端：据 SMM 统计数据显示，2023 年 9 月份（31 天）国内电解铝产量 357.4 万吨，同比增长 1.4%。1-9 月份国内电解铝累计产量达 3222 万吨，同比增长 4.5%。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2024-10-24：铝锭去库 0.9 万吨至 61.8 万吨，铝棒去库 0.6 万吨至 12.5 万吨。

进出口：据海关总署数据显示，2024 年 9 月份国内原铝进口量约为 13.7 万吨，环比减少 16%，同比减少 31.7%。1-9 月份国内原铝累计进口总量约 164.9 万吨，同比增长 72.5%。

需求端：2024 年 1-9 月光伏累积新增装机容量为 160.88GW，环比上涨 14.92%，同比上涨 24.77%。2024 年 9 月光伏新增装机容量为 20.89GW，环比 8 月上升 26.91%，同比 2023 年 9 月上涨 32.88%。10 月 24 日，乘联会发布预测 10 月狭义乘用车零售市场约为 220.0 万辆左右，同比去年增长 8.2%，环比上月增长 4.3%，新能源零售预计可达 115.0 万，环比增长 2.4%，渗透率约 52.3%。

小结：本周铝价高位震荡。供应端方面电解铝产量维持稳定，国内产量小幅增长，云南进入枯水期后生产维持稳定；需求端方面，10 月消费旺季，汽车家电 3C 消费较去年维持同比增长态势，房地产出台大量政策，但现阶段房地产竣工数据仍处于相对低位。库存方面，铝锭铝棒库存本周持续去化，海外 LME 库存去化持续。在供应端维持稳定，需求端分化，库存节后未出现超预期上涨的情况下，后续预计铝价将呈现震荡走势，关注国内后续财政政策支持力度。国内主力合约参考运行区间：20400 元-21300 元。

海外参考运行区间：2550 美元-2700 美元。

锌

价格回顾：上周锌价冲高回落，截至周五沪锌指数收至 24981 元/吨，单边交易总持仓 25.87 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 收至 3092.5 美元/吨，总持仓 25.68 万手。

高频数据：内盘基差 30 元/吨，价差 105 元/吨。外盘基差 25.14 美元/吨，价差 86.24 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.129，锌锭进口盈亏为-1374.45 元/吨。SMM0#锌锭均价 25290 元/吨，上海基差 30 元/吨，天津基差 90 元/吨，广东基差 45 元/吨，沪粤价差-15 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 2.67 万吨，LME 锌锭库存录得 24.24 万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录平至 12.59 万吨。

产业数据：本周锌精矿国产 TC1500 元/金属吨，进口 TC-40 美元/干吨。精矿港口库存 15.5 万吨，工厂库存天数 16.5 天。本周镀锌结构件开工率录得 55.45%，原料库存 1.2 万吨，成品库存 38.0 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 55.20%，原料库存 1.0 万吨，成品库存 1.1 万吨。本周氧化锌开工率录得 59.59%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.7 万吨。

总体来看：锌矿加工费有一定松动，SMM 均价 TC 出现上调，锌精矿紧缺程度大幅好转，冶炼企业进行备库。初段需求开工率小幅上行，环比回暖但同比消费仍然较差。本周海外结构快速扩大，盘面强势运行。临近年底场单谈判，市场信息扰动较大，预计高位震荡为主。当前海外交仓利润较高，警惕大量交仓导致的结构垮塌。

铅

价格回顾：上周铅价低位震荡，截至周五沪铅指数收至 16766 元/吨，单边交易总持仓 7.78 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 收至 2060.5 美元/吨，总持仓 13.96 万手。

高频数据：内盘基差-280 元/吨，价差-60 元/吨。外盘基差-33.06 美元/吨，价差-112.93 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.144，铅锭进口盈亏为-1527.55 元/吨。SMM1#铅锭均价 16500 元/吨，再生精铅均价 16450 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 9850 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 4.4 万吨，LME 铅锭库存录得 19.05 万吨。根据钢联数据，国内社会库存录减至 6.55 万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 4.5 万吨，工厂库存 21.3 天，铅精矿进口 TC-25 美元/干吨，铅精矿国产 TC600 元/金属吨，原生开工率录得 64.65%，原生锭厂库 0.9 万吨。再生端，铅废库存 9.4 万吨，再生铅锭周产 3.0 万吨，再生锭厂库 2.3 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 73.46%。

总体来看：产业基本面供需双弱，铅蓄电池企业原料库存去库较慢，补库积极性不高，铅锭维持微微过剩格局，社会库存持续累库，预计低位震荡为主。临近冬季，往年环保等扰动较多，仍需警惕突发事件扰动带来的价格影响。

镍

上周沪镍主力合约收盘价 125870 元，周内-2.24%。LME 镍三月 15 时收盘价 16210 美元，周内-4.34%。

资源端：短期看，供给端紧缺边际缓解，镍矿价格矛盾转移至需求侧，需求的淡季容易引发产业链整体的负反馈，带动镍矿价格的回落。中长期看，印尼政府正致力于通过管理镍矿石的供应和需求来支撑镍

价，矿价易涨难跌。本周印尼内贸红土镍矿 CIF 价格小幅回落后暂稳，1.6%品位印尼内贸红土镍矿价格报 50.6 美金/湿吨，价格较上周持平，菲律宾产 1.5%品位镍矿 CIF 报价 52 美元/湿吨，价格环比上周持平。

中间品：目前中间品流通现货尚未趋宽，上游仍维持挺价，系数价格持稳运行，当前 MHP 系数对 LME 镍 81，高冰镍系数对 LME 镍 84.5，随着印尼湿法中间品项目的投产以及上游镍矿供给紧缺得到缓解，预计原料系数价格将有所下移。截至 10 月 25 日，MHP 价格报 12988 美元/金属吨，高冰镍报 13550 美元/金属吨。

硫酸镍：本周硫酸镍价格降幅明显。目前硫酸镍维持成本定价逻辑，中间品价格跟随镍价下跌后，对硫酸镍成本支撑松动。后市来看，9、10 月前驱体产量环比小幅下降，进入年终淡季预计需求继续下滑，或带动中间品折扣系数回落，引发硫酸镍价格进一步下跌。周五国内硫酸镍现货价格报 27230-27820 元/吨，均价较上周-670 元/吨。

精炼镍：本周镍价大幅回落，精炼镍升贴水多数微调。周五国内精炼镍现货价报 125800-128200 元/吨，均价较上周-2450 元；俄镍现货均价对近月合约升贴水为-200 元/吨，较上周 0 元/吨，金川镍现货升水报 1500-1600 元/吨，均价较上周-150 元/吨。当前镍价矛盾转移至需求侧，在需求未看到增量、累库趋势性延续背景下，容易引发产业链整体的负反馈，带动镍矿及镍价的进一步回落，参考去年 10 月至 1 月的下跌行情。但应注意，在长期矿端偏紧及下游环节利润微薄的背景下，镍价向下的空间并不大，主力合约价格运行区间参考 120000-125000 元/吨。操作方面，建议仍以逢高沽空为主。

锡

供给端：供给方面，安泰科对国内 20 家精锡冶炼厂产量统计结果显示，2024 年 9 月上述企业精锡总产量为 12336 吨，环比下滑 28.9%（上月产量修正为 17351 吨），同比下滑 17.8%。截止前三季度，国内上述样本企业精锡总产量达到 14.6 万吨，同比增长 10.0%。

进出口：2024 年 9 月我国共进口锡精矿实物量 7823 吨，折金属量 3676.8 吨，环比下滑 9.1%，同比上涨 56.4%。锡锭进口 1967 吨，环比增长 9.6%，同比下滑 32.7%。锡锭出口 989 吨，环比下滑 10.0%，同比增长 36.2%。

需求端：2024 年 1-9 月光伏累积新增装机容量为 160.88GW，环比上涨 14.92%，同比上涨 24.77%。2024 年 9 月光伏新增装机容量为 20.89GW，环比 8 月上升 26.91%，同比 2023 年 9 月上涨 32.88%。10 月 24 日，乘联会发布预测 10 月狭义乘用车零售市场约为 220.0 万辆左右，同比去年增长 8.2%，环比上月增长 4.3%，新能源零售预计可达 115.0 万，环比增长 2.4%，渗透率约 52.3%。

小结：供应端云锡检修结束，冶炼厂开工维持正常状态。需求端 10 月消费旺季，汽车家电 3C 消费较去年维持同比增长态势。库存方面，国内库存小幅增加，LME 库存高位震荡。整体而言，现阶段锡处于供需两旺态势，但库存走高对价格形成了压制。沪锡后续预计将呈现震荡偏弱走势。国内主力合约参考运行区间：240000 元-270000 元。海外伦锡参考运行区间：30000 美元-34000 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 71737 元，与上周五持平。MMLC 电池级碳酸锂报价 71000-74000 元，工业级碳酸锂报价 69000-72000 元。LC2501 合约收盘价 74700 元，周内涨 0.74%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 2200 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 730-770 美元/吨，周内-1.32%。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 13423 吨，较上周增 0.5%。9 月中国碳酸锂进口数量为 1.63 万吨，环比降 8.0%，同比增加 19.1%，前九月进口累计同比增 48.7%。10 月预计国内进口在 2 万吨附近。前九月国内新能源汽车销量累计 832 万辆，同比 32.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 38.6%。欧洲德英法意西瑞挪七国 9 月总销量回暖，3 月以来首次同比增长，前 9 月累计同比减 4.9%。美国 9 月新能源汽车销量同比减 7.3%，前九月累积同比增 8.6%。10 月第三方调研国内磷酸铁锂产量环比增加约 4%，需求维持较强表现。10 月 24 日，国内碳酸锂周度库存报 116536 吨，环比上周-2165 吨（-1.8%），其中上游-4611 吨，下游和其他环节+2446 吨。周五广期所注册仓单报 43416 手。

观点：上周权益市场新能源板块受资金青睐，锂价触底反弹偏强运行。产业旺季末端锂价预期偏弱，但上游有挺价意愿，底部支撑较强。短期上下游排产数据仍表现为供弱需强，上周国内碳酸锂产量近企稳，预计去库还将延续 2-3 周。资源端出清缓慢，价格反弹将释放上游套保需求，空头主力增仓意愿高，中长期锂价上方空间可能有限。近期海外锂矿企业将陆续公布三季报，关注大型矿山锂价低位未来生产规划。本周广期所碳酸锂 2501 合约参考运行区间 71800-78400 元/吨。

氧化铝

截止 10 月 25 日下午 3 时，氧化铝指数本周上涨 4.13%至 4865 元/吨，持仓增加 6 万手至 38.9 万手。本周氧化铝盘面多空博弈激烈，期货价格震荡上行，基本面矛盾短期仍难化解。月差方面，连 1-连 3 月差报 245 元/吨，月差维持高位。基差方面，本周期货与现货价格同步上涨，由于主力合约换月，山东地区现货较主力合约基差缩窄至-9 元/吨。

现货方面，本周各地区氧化铝现货价格维持加速上涨趋势，流通现货紧张局面持续，采暖季部分北方氧化铝冶炼厂因污染天气预警被迫停产，叠加检修扰动持续，产能短期难以上行，下游铝厂原料库存低位，存补库刚需，推动氧化铝现货报价持续走高。

进出口方面，截止 10 月 26 日，西澳氧化铝 FOB 价格维持 693 美元/吨，本周西澳暂无新报价，进口盈亏报-1097 元/吨。但据阿拉丁海外消息，10 月 25 日，印尼最新成交 3 万吨现货氧化铝，离岸成交价 730 美元/吨。海外氧化铝紧缺局面仍未化解，报价持续刷新历史新高，出口窗口维持打开，预计将刺激国内氧化铝现货价格进一步上行。

库存方面，本周氧化铝社会总库存去库 5.5 万吨至 386.3 万吨，去库趋势持续，目前下游铝厂原料库存紧张，但是提货困难，部分长单执行不顺畅，导致原料库存进一步下降。氧化铝厂场内几乎无现货库存，门口甚至有车队排队提货的现象。另外，部分站台铁路车皮紧张，站台和在途积压少量库存。期货库存方面，本周氧化铝上期所仓单去库 0.51 万吨至 6.42 万吨；交割库库存去库 0.54 万吨至 8.9 万吨，过期仓单库存预计将逐步出库。

原料端，国产矿方面，晋豫地区仍未见规模复产；进口矿方面，受前期雨季影响，到港量维持低位，但环比有所回暖，几内亚 GAC 出口受限暂无新进展，后续将持续跟踪。整体来看，近期铝土矿港口库存维

持去库趋势，矿石紧缺局面持续，转松拐点后续仍需观察几内亚雨季后发运情况和印尼铝土矿出口政策变化。

供应端，本周国内氧化铝产量 166.4 万吨，较上周减少 1.8 万吨，主因是山东、河南和河北地区冶炼厂受重污染天气预警影响，部分氧化铝厂被迫停炉压产，短期产量有所缩减，涉及产能约 150 万吨。另外，西南部分氧化铝厂焙烧炉进行检修，涉及产能约 80 万吨/年。

需求端，运行产能方面，2024 年 9 月电解铝运行产能 4348.83 万吨，较上月增加 0.5 万吨。据 Mysteel 统计，10 月份信发集团新疆准东电解铝置换项目启动预计带来增量 23 万吨左右，四季度贵州、四川、青海等地仍有投产，以及四季度电解铝产能增量为 54.5 万吨，带来氧化铝消费增量约 105 万吨。此外，南方电网透露今年枯水季云南电解铝企业不再限电，氧化铝需求支撑进一步加强。

总体来看，原料端，国内整体仍未见规模复产，进口矿供应扰动不断，短期矿石供应量难以大幅上行，但远期矿石供应预期转宽；供给端，采暖季北方氧化铝厂因环保被迫压产，检修扰动持续，尽管高利润刺激氧化铝厂积极复产投产，但短期供应增量有限，远期供应大幅转松拐点需跟踪投产进度；需求端，云南地区电解铝限电扰动解除，后续电解铝开工仍稳中有增，氧化铝需求支撑仍强。进出口方面，海外价格进一步拉升，出口窗口打开，国内氧化铝出口预期大幅增加。策略方面，当前氧化铝基本面矛盾持续加剧且短期较难解除，氧化铝现货价格易涨难跌，近月合约预计仍将保持强势走势，在期货持仓大幅下滑前仍可逢低做多近月合约；但远期氧化铝投产压力仍存，累库拐点或见于明年一季度，因此可待价格企稳后布局 03、05 空单。当前氧化铝盘面多空博弈激烈，短期价格波动剧烈，建议做好风险控制，谨慎参与。国内主力合约 A02501 参考运行区间：4600-5200 元/吨。

不锈钢

上周不锈钢盘面呈 V 形走势，触及 13500 元/吨附近重压区间后回调，主力合约 SS2412 收 13675 元/吨，周内收跌 1.37%。无锡不锈钢冷轧卷板均价报 14250 元/吨，周内-0.70%；8-12%高镍生铁出厂均价为 1018.5 元/镍，周内-1.36%；废不锈钢均价报 10000 元/吨，周内-0.99%。

基本面，SSM 预计 10 月不锈钢产量为 326 万吨，环比增加 4 万吨，1-10 月累计同比增 5.54%，其中 300 系不锈钢粗钢产量预计达 168 万吨，环比下滑 0.59%。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 28.9/56.5/13.8 万吨，其中 300 系库存环比增加 0.53%；期货仓单本周库存 10.37 万吨，较上周持平。9 月镍矿进口量为 456.62 万湿吨，环比下滑 7.24%，同比下滑 22.91%；本周镍矿报价 Ni:1.5%镍矿 51 美元/湿吨，港口库存 1504.18 万湿吨，环比增加 1.01%，市场开始为菲律宾雨季备货。

需求端家电、石化加工等下游行业边际转好，成本端镍铁厂联合挺价预期持续发酵，废料同样坚挺，后续成本端中枢或持续上移。不锈钢成本持续倒挂及大型钢厂减量接单使得市场悲观情绪已有好转，未来或有向上空间，预计短期不锈钢价格震荡偏强运行，主力合约价格运行区间参考 13500-14500 元/吨。

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 304 万吨，较上周环比变化-0.9 万吨，较上年单周同比约-1.6%，累计同比约+1.2%。本周日均铁水产量 235.7 万吨/日，较上周环比上升 1.33 万吨/日。铁水供应环比增幅开始下滑，预期产量在 Q4 可能会稳定在 235 万吨/日左右的水准。绝对值来看仍然处于历史低位区间。目前我们维持此前的看法，认为铁水供应难以在当前基础上出现大规模增量。预期此后 2-4 周间或将随历史季节性进入淡季减产周期。本周热轧卷板产量环比略降，变化不大。预期热卷周度产量或稳定在 300 万吨/周左右波动。

需求端：本周热轧板卷消费 320 万吨，较上周环比变化+1.3 万吨，较上年单周同比约+0.5%，累计同比约+1.5%。热轧卷板消费环比回升，绝对值处于历史 5 年均值中间，与历史同期并没有显著的区别。美联储降息以及我国相应的宽松政策，使市场情绪在近期快速转暖，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。对于 1 月合约来讲，我们认为淡季逻辑依然是钢材需求端的主基调，而钢材供应过剩的问题同样难以在本年 Q4 得到解决。

库存：本周板材库存继续去化，预期在未来 1-2 周间库存将持续下降。主要矛盾或将转向对去库速率以及年终库存的博弈。

小结：参考盘面走势，在经过上周估值修复后，我们认为交易逻辑正在完成由近月淡季逻辑向远月预期逻辑的转向。一方面是因为淡季数据矛盾并不突出，继续博弈所带来的行情空间感不强；另一方面则是宏观、情绪等更加系统性因素的影响力正在上升。因此我们判断近月供需数据所提供的参考价值或许会逐步降低。不过市场对于“未来预期”亦存在较大分歧。我们认为矛盾主要集中于行业基本面继续衰退与宏观经济系统性回暖这两个相互背离的预期。暂时而言，市场的主线逻辑还不算明晰。因此判断行情或维持宽幅震荡，热轧卷板加权合约或在运行范围 3450-3650 元/吨水准做出箱体，其后再选择方向。

上行风险：政策支持加码、风偏上升、铁水产量维持高位；

下行风险：市场信心坍塌，风险资产价格大幅回落等。

锰硅硅铁

锰硅：

本周，锰硅盘面价格周初在我们所提示的 6100 元/吨（针对加权指数，下同）附近维持震荡（摆脱短期下行趋势）后于周五大幅反弹，从大结构上看，整体价格仍处于宽幅震荡之中，没有显著的趋势性，单边参与性价比仍低，谨慎参与。关注上方 6450-6500 元/吨附近压力情况。

我们继续延续前期观点，当下商品，尤其是黑色金属行情的主要矛盾仍然在于宏观政策，尤其财政政策发力的预期。随着前期市场预期减弱，黑色板块整体回落至 9 月 24 日至 9 月 26 日预期开始显著升温时附近价格水平，盘面已经消化这一预期降温。后续即将于 11 月 4 日至 8 日举行的全国人大常委会会议、12 月中上旬的中央经济工作会议将再度成为市场预期博弈的焦点，包括网传 10 月 28 日将要召开的高层

内部经济讨论会议。我们看到黑色盘面于周五已经开始这一博弈。此外，关于高层在宁夏、内蒙调研的消息再度引发市场关于“节能环保”的“肌肉记忆”，合金板块，尤其硅铁，周五出现显著反弹。对此，目前尚未有具体的政策流出，且经过几年的“环保”工作，落后产能相对有限，我们认为市场预期高于实际影响，更多是情绪的扰动。

基本面角度，随着钢材利润修复，铁水及螺纹产量继续回升，锰硅需求端继续回暖。但同时，我们也看到供给同步回升，供求偏宽松的格局没有太大的改变（库存的显著回落我们认为是仓单注销带来的显性转隐性的原因，工厂库存继续累积）。此外，随着淡季的到来以及政策刺激的有限性，后续螺纹及铁水产量将季节性走弱，且在下游继续维持低库存经营的背景下，原材料冬储预期我们认为一般，进一步制约需求强度。在这样的背景下，我们仍倾向于产业端难以给品种过多估值，甚至仍需继续压低估值以使整体供求结构改善，短期价格仍以宽幅震荡思路对待。

硅铁：

本周硅铁盘面价格在连续回调至我们所提及的 6300 元/吨（针对加权指数）重压较强支撑区域附近后于周五大幅拉升至上方重压区，短期仍以宽幅震荡看待，关注上方 6750 元/吨位置压力情况。单边参与性价比仍低，建议谨慎参与。

消息层面，周五关于高层在宁夏、内蒙调研的消息再度引发市场关于“节能环保”的“肌肉记忆”，硅铁价格出现显著反弹。对此，目前尚未有具体的政策流出，且经过几年的“环保”工作，落后产能相对有限，我们认为市场预期高于实际影响，更多是情绪（在市场整体氛围企稳转好的背景下）的扰动。

就硅铁自身基本面而言，相对健康，相对均衡的供求结构与中性略偏低的库存情况。但目前仍没有突出的矛盾可讲，“环保”的预期给品种拔高估值，但在整体钢材下行周期的背景下持续性有待考证。

铁矿石

上周，铁矿石主力合约价格收至 769.5 元/吨，较 10 月 21 日开盘价变化+7.5 元/吨，涨跌幅+0.98%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3085.2 万吨，环比增加 197.9 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2630.7 万吨，环比增加 170.1 万吨。澳洲发运量 1782.8 万吨，环比增加 51.2 万吨，其中澳洲发往中国的量 1578.8 万吨，环比增加 184.2 万吨。巴西发运量 847.9 万吨，环比增加 118.9 万吨。中国 47 港到港总量 2544.3 万吨，环比增加 71.4 万吨；中国 45 港到港总量 2461.9 万吨，环比增加 78.1 万吨。需求端，日均铁水产量 235.69 万吨，环比增加 1.33 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存为 16008.68 万吨，环比降 18.85 万吨。

供给方面，本期澳洲港口检修结束后发运有所回升。需求方面，钢联口径日均铁水产量环比回升 1.33 万吨至 235.69 万吨，个别钢厂通过富氧形式增产。受近期成材价格走低影响，钢厂盈利率高位回落。根据钢联高炉检修数据推算，随着北方进入秋冬采暖季以及钢厂利润收缩，预计铁水产量将边际放缓，则后续铁矿石需求空间增长有限，预计维持相对高位波动。在节前补库后，钢厂目前以刚需采购为主，北

方部分港口仓库饱和，下游接货意愿一般，预计港口库存仍将高位盘整。基本面看，近期螺纹小幅累库，前期快速复产后库存压力有所兑现，同时较高的铁水进一步检验下游承接能力，关注下游平衡表边际变化情况。整体看短期铁矿石基本面并无大的向下驱动。本周起至11月中旬将陆续有政治局会议、全国人大常委会会议召开，市场或围绕政策预期反复博弈，则宏观情绪对盘面影响或继续加剧，等待宏观政策的明确指引。此外，近期市场传言较多，盘面受情绪影响价格波动剧烈，建议谨慎操作。

工业硅

工业硅盘面本周表现强于我们的预期，继续沿趋势线上行，本周打出几根较显眼的阳线，强势突破上方12000元/吨（针对加权指数，下同）一带压力，上行趋势延续，往上关注13000元/吨至13500元/吨一线压力位价格表现。在价格转弱摆脱上行趋势线前不建议轻易摸高操作。

随着工业硅盘面主力合约变为2412合约，盘面开始枯水期成本定价，同时近期新能源光伏板块政策消息带动市场情绪，且“环保”预期有所升温，价格近期出现显著回升。按照枯水期云南电价上调至0.52元/度，四川电价上调至0.57元/度计算，云南及四川生产成本预计将在现在基础上上调1500（云南）到2500（四川）不等，折合盘面约合14000元/吨至14500元/吨。相较于此，站在估值角度盘面仍存在一定上升空间。供需基本面角度，市场预期进入枯水期后西南产区将出现明显减产，从而带动供给收缩。但从产量数据角度，至年底，西南地区预计周产将存在7000-8000吨/周的下降空间，而新疆地区按年内最高产量来看，存在13000吨/周的增产空间，同时内蒙地区近期供给抬升明显。若后期西南地区成本抬升带动价格上行，成本存在优势的新疆及内蒙地区供给预计将继续释放（类似于2023年下半年）。因此，我们对于供给后期将显著收缩的看法持怀疑态度。同时，需求端虽有政策扰动，但对于实际需求提振相对有限，工业硅宽松的格局仍需要改善。在这样的基础上，我们仍不愿意给盘面太大的估值空间。因此，向上关注14000-14500元/吨附近的价格空间（成本的预期提升角度）是相对可以期待的，但再往上的空间需要注意风险。

能源化工类

橡胶

由于泰国等地供应预期转增。橡胶价格随即向下调整。

根据Fastmarkets 2024年10月16日的最新消息：欧洲理事会已同意支持委员会关于将《欧盟零毁林法案》（以下简称为EUDR）的实施推迟一年的提案。

欧洲议会预计将在11月13-14日的全体会议上就委员会的提案进行投票。议会投票后，理事会还将进行投票。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 16800 元。

标胶混合现货 2020 美元。华北顺丁 15300 元。江浙丁二烯 12300 元。

操作建议:

我们对橡胶价格偏谨慎。建议灵活操作，短线操作。

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。

考虑政策利好，等市值买股票 ETF 空 RU2505 也可以适当考虑。

1) 商用车数据小幅波动。

2024 年 9 月份，重卡市场销量约 5.8 万辆左右，环比 8 月份下滑 7%，比上年同期的 8.57 万辆下滑 32%，减少了约 2.8 万辆。2024 年 1-9 月，我国重卡市场销售各类车型约 68.3 万辆，降幅为 3%左右。

2) 轮胎出口继续高增。

2024 年 8 月，橡胶轮胎外胎产量为 9500.4 条，同比增长 6.4%；累计产量为 73915.9 万条，同比增长 9.8%。出口方面，8 月轮胎累计出口量达 4.53 亿条，同比增长 10.3%。

橡胶轮胎出口 85 万吨，同比增 6.6%，较 7 月增加 2 万吨；其中，新的充气橡胶轮胎出口 82 万吨，增长 6.4%；按条数计算，8 月新的充气橡胶轮胎出口 6186 万条，增长 13.3%。

1-8 月，我国橡胶轮胎累计出口 619 万吨，增长 5.1%；其中，新的充气橡胶轮胎累计出口 597 万吨，增长 4.9%；

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

需求方面，需求方面，截至 2024 年 10 月 24 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 62.48%，较上周开工负荷走高 1.78 个百分点，较去年同期走低 2.47 百分点。轮胎厂前期涨价政策持续，具体落地程度表现不一。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 79.02%，较上周开工负荷走低 0.08 个百分点，较去年同期走高 5.64 百分点。半钢出口有所放缓。

4) 库存去库尾声后期或转向增库。

截至 2024 年 10 月 20 日，中国天然橡胶社会库存 112.2 万吨，环比下降 1.6 万吨，降幅 1.4%。预计去库尾声将进入补库阶段。截至 2024 年 10 月 22 日，青岛橡胶库存 27.2 (-1.2) 万吨。

5) ANRPC 产量累计持平。

ANRPC 最新发布的 2024 年 8&9 月报告预测，9 月全球天胶产量料降 0.1%至 134.9 万吨，较上月增加 1.6%，前 9 个月产量料增 3.5%至 990.8 万吨；9 月天胶消费量料增 1.6%至 131.4 万吨，较上月增加 2.3%，前 9 个月料降 0.3%至 1135.5 万吨。

2024 年全球天胶产量料同比增加 3.2%至 1435.9 万吨。其中，泰国降 0.5%、印尼增 12.3%、中国增 4.2%、印度增 6%、越南降 2.1%、马来西亚增 0.6%、其他国家降 0.5%。

2024 年全球天胶消费量料同比增加 0.4%至 1524 万吨。其中，中国增 3.3%、印度增 3%、泰国增 1.1%、马来西亚增 10.9%、越南降 1%、其他国家降 3.7%。

甲醇

供应端有新增检修装置，开工高位回落，短期开工仍将维持相对高位。原料煤炭走弱，甲醇现货持续走弱，企业利润回落。需求端烯烃负荷小幅抬升，传统需求开工涨跌互现，整体需求维稳为主。库存方面，在国内高供应以及进口到港回升下港口库存再度走高，同比处于高位，对于港口基差压制较为明显。总体来看，当前供强需弱的格局未改，但随着利空的逐步兑现，后续更应关注潜在的利多影响，当前位置甲醇预计下跌空间已相对有限，建议逢低关注多配机会。月间价差关注正套拐点。

尿素

企业开工仍处于高位，后续检修装置增多，预计开工将有所走低。现货仍旧偏弱，企业利润同比低位。需求端复合肥集中走货，成品库存加速去化，企业开工仍在季节性回落。三聚氰胺开工回升，利润受原料走弱影响有所改善。总体来看，尿素需求仍以回落为主，后续需求仍主要关注淡储肥节奏。总体来看，当前价格跟随宏观情绪波动率明显增大，单边参与难度加大，单边建议观望为主。月间价差受前期现货大幅走弱影响已回落同期低位水平，若后续出现供应端的意外停车或需求好转，月差有望出现走强，关注后续现货企稳之后的正套机会，当前库存高位下整体表现偏弱。

聚烯烃

政策端：短期宏观政策利好气氛消退，大盘及期货市场有所回调，但资本市场参与者积极性尚存。

估值：周度涨幅（成本>期货>现货）；成本端支撑回归，本周聚烯烃估值跟随成本端回升。

成本端：本周 WTI 原油下跌-0.68%，Brent 原油下跌-0.09%，煤价上涨 1.79%，甲醇下跌-0.10%，乙烯下跌-6.70%，丙烯上涨 1.23%，丙烷下跌-1.04%。宏观政策端支撑减弱，盘面交易逻辑受供需关系影响增强。

供应端：PE 产能利用率 78.93%，环比上涨 3.10%，同比去年下降-2.62%，较 5 年同期下降-7.95%。PP 产能利用率 76.07%，环比下降-3.10%，同比去年下降-2.07%，较 5 年同期下降-17.44%。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。本周聚丙烯非计划检修较多，对盘面形成一定支撑。

进出口：9 月国内 PE 进口为 113.66 万吨，环比 8 月下降-6.86%，同比去年下降-9.30%，主要为中东地区货源。9 月国内 PP 进口 18.91 万吨，环比 8 月下降-7.87%，同比去年下降-11.24%。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。9 月 PE 出口 6.07 万吨，环比 8 月下降-15.38%，同比下降-3.11%。9 月 PP 出口 17.18 万吨，环比 8 月下降-8.85%，同比上涨 54.09%。出口季节性淡季或将来临，叠加人民币升值，预计 10 月 PP 出口量或将环比季节性下滑。

需求端：PE 下游开工率 44.80%，环比下降-0.24%，同比下降-6.86%。PP 下游开工率 51.74%，环比上涨 1.05%，同比下降-6.91%。即将走出“金九银十”季节性旺季，面对高价原料采购积极性不强，多按需随用随采。

库存：聚烯烃整体库存处历史同期高位，由于上游检修高位，整体库存压力得到一定缓解，基于后期产能投放计划及下游需求即将走出季节性旺季，中游贸易商主动去库受阻。PE 生产企业库存 50.44 万吨，

环比去库-6.40%，较去年同期累库 12.14%；PE 贸易商库存 4.74 万吨，较上周累库 4.41%；PP 生产企业库存 56.66 万吨，本周环比去库-3.98%，较去年同期去库-5.20%；PP 贸易商库存 13.63 万吨，较上周去库-1.80%；PP 港口库存 6.35 万吨，较上周去库-1.24%。

小结：本周宏观政策利好气氛消退，大盘及期货市场有所回调，但资本市场参与者积极性尚存。短期主要矛盾集中在宏观政策落地与聚烯烃供应端四季度大量产能投放，但是计划检修增加为供应端缓解一点压力，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打开，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。所以预计 11 月供应端检修回归及投产预期转现实与宏观政策利好落地相博弈，盘面或将震荡下行。

下周预测：聚乙烯(LL2501)：参考震荡区间(8000-8300)；聚丙烯(PP2501)：参考震荡区间(7300-7600)。

推荐策略：观望 LL-PP 价差，根据投产落地节奏逢低做多价差。

风险提示：原油大幅下跌，PE 进口大幅回升。

苯乙烯

苯乙烯华东港口库存 3.47 万吨，环比-0.69 万吨，纯苯港口库存 11 万吨，环比+3.7 万吨。苯乙烯负荷 70.38%，环比+2.68%，石油苯负荷 76.47%，环比-0.08%。近期炼厂检修兑现，纯苯负荷维持供应低位。进口方面，美韩物流窗口持续关闭，国内仍有进口压力，但近期国内价格下跌，进口窗口关闭，对远月价格有所支撑。国内纯苯下游，酚酮、己内酰胺及苯胺负荷后期均有不同程度检修，纯苯需求有所降低。基本面看，近期纯苯国内负荷较前期回落，供需双减，国内进口窗口关闭，对价格有所支撑。而苯乙烯自身产业链较为健康，港口库存维持低位，前期下游利润高企，逐步联动至开工上行。月底华东装置检修落地，近端货源紧张，产业库存压力不大。短期供减需求，带动基差大幅上行，11 月上预计依旧是供应偏紧的阶段，关注内地-港口的物流情况。年底淡季累库预期仍存，等待基差回落后，可轻仓试空远期合约，近期建议观望。

PVC

PVC 综合开工 77.24%，环比-0.76%，其中电石法开工 76.29%，环比-0.36%，乙烯法开工 79.96%，环比-1.70%，月下电石法及乙烯法均有计划检修，负荷有下行空间。厂库 37.88 万吨，环比-1.11 万吨，社库 47.82 万吨，环比-0.14 万吨。成本端，电石开工较前期有所提升，下游电石法装置检修兑现，电石价格承压下行，叠加烧碱持续涨价，边际成本小幅下行至 5150，成本支撑趋弱。出口方面，接单环比转弱，临近印度补库尾声，预计出口持续偏弱。基本面看，近期成本支撑减弱，供应缓慢下行，显性库存虽有所去化，但在途量依旧偏高，现实端依旧偏弱。宏观方面，近期建材类商品反弹力度较大，带动 PVC 减仓上行。PVC01 合约单边估值中性偏高，淡季合约，建议逢高套保，宏观托底之下，下面空间有限，单边谨慎操作。

乙二醇

价格表现：EG 走势震荡，01 合约单周下跌 51 元，报 4598 元。现货端华东价格下跌 32 元，报 4658 元。基差走强 2 元，截至 10 月 25 日为 44 元。1-5 价差走弱 30 元，截至 10 月 25 日为-65 元。

供应端：本周 EG 负荷 67.6%，环比下降 0.8%，其中合成气制负荷 64.6%，环比上升 1%；乙烯制负荷 69.2%，环比下降 1.9%。煤化工方面，建元重启出料中，中昆轮流检修，天盈检修 2 个月，榆能降负荷，后续多套装置提负重启，近期中化学新装置出料成功；油化工方面，福炼检修落地，吉林石化计划重启但主产 EO，11 月后前期检修装置逐渐重启。海外方面，沙特 jupc2#停车中，沙特 yanpet1、伊朗 BCC0 装置重启，马来一套装置计划本月底前后消缺 2-3 周。整体上，煤化工的装置陆续重启，且新增长停装置重启计划，油化工装置近期变化不大，综合负荷将上升。到港方面，本周到港预报 12.3 万吨，环比上升 0.1 万吨，9 月进口 59 万吨，10 月预期偏高位，Q4 月均进口中枢 58 万吨左右，进口回升。

需求端：本周聚酯负荷 92.5%，环比上升 0.1%，其中长丝负荷 93.1%，环比下降 0.1%；短纤负荷 87.6%，环比上升 3.4%；瓶片负荷 80.2%，环比持平。装置方面，本周装置变动不大。目前瓶片库存边际累积，利润下降，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，因终端旺季仍未结束，预计负荷短期内持续高位。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷 93%，环比持平；织机负荷 82%，环比下降 1%；涤纱负荷 70%，环比上升 3%。纺服零售 9 月国内零售同比-0.4%，出口同比+4.5%。库存：截至 10 月 21 日，港口库存 63.7 万吨，环比累库 9 万吨；下游工厂库存天数 11.8 天，环比下降 0.7 天。短期看，到港量上升，出港量下降，库存存在累库压力，11 月之后累库压力较大。

估值成本端：本周外盘石脑油制利润下降 18 美元至为-153 美元/吨，国内乙烯制利润下降 70 元至-490 元/吨，煤制利润持平至 668 元/吨。成本端乙烯 835 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 700 元/吨，成本本周回落，目前利润仍然较好，预期短期内支撑开工，估值支撑较弱。

小结：前期供给提负弱于预期、宏观带动下下游补库、伊朗预期共同推动 EG 大幅反弹，但近期地缘问题降温带动回调，交易基本面的弱预期。后续来看，供给端和需求端的利好均已落地，10 月下旬及之后的边际预期偏弱，且存在投产和长停装置重启压力，海外供给也逐渐回归，估值较高，成本偏弱，易跌难涨，建议逢高空配，但谨防地缘的反复以及弱预期的落空。

PTA

价格表现：本周价格震荡运行，01 合约单周上涨 22 元，报 5014 元。现货端华东价格上涨 25 元，报 4910 元。现货基差下降 8 元，截至 10 月 25 日为-87 元。1-5 价差走弱 8 元，截至 10 月 25 日为-82 元。

供应端：PTA 负荷 83.1%，环比上升 2.7%，本周恒力惠州 250 万吨装置重启，11 月威联石化、虹港计划检修。短期内随着检修装置重启，负荷回到高位水平，11 月整体检修计划较少。

需求端：本周聚酯负荷 92.5%，环比上升 0.1%，其中长丝负荷 93.1%，环比下降 0.1%；短纤负荷 87.6%，环比上升 3.4%；瓶片负荷 80.2%，环比持平。装置方面，本周装置变动不大。目前瓶片库存边际累积，利润下降，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，因终端旺季仍未结束，预计负荷短期内持续高位。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷 93%，环比持平；织机负荷 82%，环比下降 1%；涤纱负荷 70%，环比上升 3%。纺服零售 9 月国内零售同比-0.4%，出口同比+4.5%。库存：截至 10 月 18 日，PTA 整体社会库存 275.8 万吨，周环比累库 8.5 万吨，在库在港库存为 69.1 万吨，累库 5.6 万吨。下游补库积极性下降，旺季开工下库存累积，基差走弱。

利润端：本周现货加工费上升 26 元，截至 10 月 25 日为 341 元/吨；盘面加工费上升 21 元，截至 10 月 25 日为 380 元/吨。

小结：本周 PTA 跟随原油及 PX 震荡，自身加工费变动较小。后续来看，PTA 旺季累库，而后续下游又逐

渐走入淡季，检修计划较少，年底有投产压力，加工费承压，但成本端PX估值较低，且Q4亚洲供应有所减量，PXN下方空间有限，因此短期主要随原油震荡，中期等待原油地缘结束及PX后续检修变化，建议目前以观望为主。

对二甲苯

价格表现：本周震荡运行，01合约单周上涨2元，报7064元。现货端CFR中国上涨2美元，报850美元。现货折算基差下跌4元，截至10月25日为-99元。1-5价差下降6元，截至10月25日为-190元。

供应端：本周中国负荷80.6%，环比下降2.8%；亚洲负荷74.8%，环比下降2.2%。国内装置方面，本周大榭石化和福建联合石化停车检修中，威联石化受前道装置降负荷影响负荷下调，九江石化负荷提升，乌鲁木齐石化负荷下降，后续浙石化重整计划消缺一周，中化泉州有检修计划；海外装置方面，中国台湾FCFC在10月初检修至月底。进口方面，10月中上旬韩国PX出口中国17.2万吨，同比下降5.7万吨。整体上，前期检修增多，供给压力有所缓解，后续韩国重整计划减产，亚洲供给将小幅下降，但11月后整体供给压力仍然偏高。

需求端：PTA负荷83.1%，环比上升2.7%，本周恒力惠州250万吨装置重启，11月威联石化、虹港计划检修。短期内随着检修装置重启，负荷回到高位水平，11月整体检修计划较少。

库存：8月底社会库存397万吨，同比去库5万吨，9月因PTA检修较多，平衡小幅偏累，10月供应压力减小预期小幅去库，但11月后仍存在累库压力。

估值成本端：本周PXN上升5美元，截至10月25日为181美元，周内小幅震荡；石脑油裂差上升17美元，截至10月24日为134美元，原油端震荡偏强。芳烃调油方面，本周汽油表现仍然较弱，但美韩芳烃价差、调油相对价差均边际上升。

小结：PXN近期弱势震荡，整体产业链下游有淡季预期，虽然检修计划出台，但仍然改变不了产业链过剩格局，且调油支撑不再，估值难以提升。后续来看装置检修增加，供应压力小幅下降，但PTA同样存在检修计划，11-12月PX维持小幅宽松的供需平衡状态，PXN难有较大起色；最后因今年汽油表现较差，导致的前期芳烃调油溢价回吐基本已经结束，估值回到2022年前过剩阶段。目前对二甲苯在短期内的估值下方空间有限，上方受供需格局压制，绝对价格跟随原油波动为主，短期建议观望。

农产品类

生猪

现货端：上周国内猪价延续频繁震荡，周内受北方降温后屠宰放量影响，价格从低位反弹，但南方市场供应充裕，且消化不佳，价格走势偏弱震荡，周内屠宰环比升高，交易均重小幅回落，标肥差维持坚挺，二育热情一般，追高意愿仍不足；具体看，河南均价周涨0.04元至17.32元/公斤，周内最高17.38元/公斤，四川均价周落0.24元至17.76元/公斤，广东均价周涨0.48元至18.58元/公斤；月内计划完成度较好，且需求温和增加，月底不乏减量反弹可能，但幅度预计偏小，且随着供应陆续恢复，价格仍有再跌可能。

供应端：9月官方母猪存栏4062万头，环比+0.6%，预期不足，导致今年后期累库进度或偏慢，三方机构同样给出偏保守的母猪补栏数据，下半年至明年上半年猪价或较难深跌；考虑仔猪的情况，春季后存活率配种率等季节性改善，目前至年底理论出栏量环比逐月增加，但当中存在集团增幅较大而散户一定程度缺失的结构性问题，肥猪问题或引发标猪坚挺，未来猪多与否需要实际供应来验证，逐步增加的趋势可信；考虑二育和压栏的情况，边进边出是今年的常态，当前栏舍利用率由低位反弹至52%附近，整体仍显谨慎，且体重增幅不大，表明库存积压有限。

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：短期现货暂时企稳，一方面降温后屠宰放量部分支撑消费，另外标肥差扩大后二育仍有托底作用，适逢月底企业计划完成度较好或导致缩量支撑价格，但中期仍有跌价预期；盘面震荡为主，淡季合约表现偏弱，市场对远期供应增加以及集团在节前提前出栏仍有预期，在现货受消费明显支撑前从而反转前难以证伪，弱驱动配合低估值，操作上建议短空淡季合约或19、39反套为主，谨慎者观望。

鸡蛋

现货端：受北方红蛋产区供应偏紧，市场需求表现尚可影响，上周整体蛋价上涨，南方市场消化一般，粉蛋表现略弱，因盈利回升，淘鸡积极性不高，鸡龄进一步上升；具体看，黑山报价周涨0.3元至4.6元/斤，辛集周涨0.07元至4.18元/斤，周内最高4.22元/斤，销区回龙观周涨0.31元至5.01元/斤，东莞周涨0.21元至4.51元/斤；整体供应缓慢增多，但红蛋供应偏紧，高价货源消化缓慢，但双11将至，预计下周蛋价先落，后期仍有涨价空间。

补栏和淘汰：因养殖利润好于预期，补栏量延续季节性偏高状态，9月份的补栏量为9128万只，同比增加6.5%，环比增加3.8%，补栏量处同期5年新高，或进一步增加未来供应；蛋价尚可，老鸡持续延淘状态，淘鸡-白鸡价差略有回落但维持偏高，目前淘鸡鸡龄上升至547天左右，同环比均明显增加。

存栏及趋势：截止9月底，样本点在产蛋鸡存栏量为12.9亿只，环比7月增加了0.2%，同比去年的12.03亿只增加了7.2%，高于此前预期；按此推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏逐月增加，高峰为明年

2月的13.11亿只，环比仍有1.6%的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：国庆后缺乏大节日刺激消费回升，但降温后整体需求或仍呈缓慢恢复态势，期间留意对蔬菜替代导致的消费额外增加。

小结：供应增量有限，下游补货再起，现货跌价不及预期，盘面向上收敛回归现货，近月走势整体偏强，前期远月提前表达了对供应增加和成本下跌的担忧，基差扩大背景下短时跌幅或受限，维持盘面短多或观望思路。

蛋白粕

国际大豆：本周美豆小幅反弹后周尾走弱，南美天气形势较好，虽播种推迟但预计能加快完成播种，美豆端销售数据较好给予支撑。天气预报预计10月下旬巴西及阿根廷大豆主产区降雨较多，叠加预报后显示10月市场交易大供南美产区各州降雨达到较好水平，播种预计加快，大供应预期难改，奠定美豆大方向偏空基调。季节性上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，有一定利好支撑。不过重演2020年度巴西11-1月出口量仅月均30万吨的可能性不大，难以引发当年的大幅反弹行情，目前来看巴西11-1月平均每月可出口200-250万吨左右，处同比中等偏低水平。因此，美豆在目前价位处于多空交织状态且更偏空，当然，美豆估值也较低，美豆基金头寸也下降，美豆可能是震荡筑底过程，暂时观望为主。升贴水方面，近期国内积极买船，密西西比河水位也偏低，引发升贴水二次回升，带动到港成本跌幅不及美豆，需观察后期升贴水持续性。

国内豆粕：本周国内豆粕现货下跌，基差小幅下跌，成交较好，提货量也处较好水平。预计表观消费较好，但开机率也回升，豆粕库存可能小幅下降，下游饲料企业库存天数下降0.33天。截至10月18日机构预估9月买船524.2(-3.3)万吨，10月买船891(-6.3)万吨，11月买船732.6(+199.3)万吨。如果维持此买船速度，10到12月的到港仍较高，大豆、豆粕预计处于高库存缓慢下滑状态，同比大豆库存仍然较高。

观点：巴西目前看降雨恢复，带动市场预期未来将有大量供应存在，且预期呈现近年来首次供应或远大于需求的格局。叠加特朗普交易近期再现，美豆价格承压。季节性上受到巴西四季度出口较少支撑，目前美豆处于震荡偏空格局。豆粕跟随美豆运行，但考虑到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，豆粕合约有贸易战预期的升水。总体来看，豆粕中期偏空思路，短期需留意天气、贸易战及美豆出口较好的刺激。

油脂

马棕：本周棕榈油高位震荡，MPOA预计马来西亚10月1-20日棕榈油产量预估减少0.81%，SPPOMA预计同期环比减少6.31%，UOB则预计环比减产1%-5%。据ITS及AMSPEC前25日环比出口增加9.7%-10.8%。10月累库概率不大，棕榈油偏强格局难改。外盘马棕及加菜籽本周均有所上涨。根据产量和库存以及原油价格来看马棕估值较高，但高频数据暂未看到马来出口受抑制或累库的迹象，马棕偏强格局延续。棕

榈油未来趋势需要关注印尼产量是否回到较高水平和产地高价限制棕榈油进口到何种程度从而导致产地库存处于何种水平。

国际油脂：本周欧洲棕榈油报价上涨，菜油上涨。USDA 10月报告维持大豆丰产预期，环比调低了13万吨新作菜籽产量，同比减产190万吨。另外葵籽环比调增新作产量14万吨，同比下降526万吨。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，印度国内葵油本周高位小幅上涨趋势。USDA10月月报还大幅调降了棕榈油23/24年度产量，印尼环比下调250万吨，新作也环比下调50万吨，同比增产250万吨，马棕未作调整，应是近期马来棕榈油出口超预期所致。

国内油脂：国内油脂现货成交一般，棕榈油表观消费低迷，菜油、豆油表观消费偏正常，国内油脂总库存略低于去年，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，表观消费一般，后续库存预计稳定，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：受全球葵籽及棕榈油产量大幅调降、印尼B40生柴政策预期影响，油脂运行中枢提升。高频数据显示马棕10月减产、出口增加，产地供应担忧延续，油脂暂时偏强，11月之后01合约又将进入棕榈油去库季节，考虑到印尼同比减产及新季B40带来的生物柴油增量，油脂可能较难有大幅回落空间，在没看到马棕出口回落及产地快速降价促销之前，预计震荡偏强。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格震荡，截至周五ICE原糖3月合约收盘价报22.1美分/磅，较之前一周下跌0.04美分/磅，或0.18%。消息方面，航运机构Williams发布的数据显示，截至10月23日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为68艘，去年同期为141艘。港口等待装运的食糖数量为270.37万吨，去年同期为672.78万吨。巴西中南部双周报公布，截至10月上半月双周压榨3383万吨，同比增90万吨，产糖244万吨，同比增18万吨，略高于预期7万吨。双周制糖比47.28%，同比减0.84%。

国内市场回顾：上周郑糖价格震荡，截至周五郑糖1月合约收盘价报5919元/吨，较之前一周上涨53元/吨，或0.9%。消息方面，海关总署公布的数据显示，据海关总署数据，9月我国进口糖浆、白砂糖预混粉28.50万吨，同比增加10.92万吨，增幅62.09%。2023/24榨季我国累计进口糖浆、白砂糖预混粉214.79万吨，同比增加56.18万吨，增幅35.42%。根据泛糖科技智慧储运平台数据，截至10月20日，广西食糖第三方仓库库存数量约为10万吨，较去年同期减少约8万吨，较近3年同期均值下降约35万吨。

观点及策略：近期原糖市场焦点仍聚焦在巴西，原糖价格高位震荡。其一是港口库存低，降至近三年同期最低水平。其二是巴西中南部地区进入雨季后整体降雨情况仍不佳。国内方面，当前处于榨季转换期间，且进口倒挂幅度较大，供应压力小，集团挺价意愿强。但随着广西即将开榨，未来供应压力将逐渐

增加。短线郑糖维持高位震荡，中长期全球糖市仍处于增产周期，维持逢高做空思路。

棉花

国际市场回顾：上周美棉价格震荡，截至周五 ICE12 月棉花期货合约收盘价报 70.68 美分/磅，较之前一周下跌 0.38 美分/磅，或 0.53%。消息方面，据美国农业部(USDA)周度作物生长报告中数据显示，截至 2024 年 10 月 20 当周，美国棉花优良率为 37%，前一周为 34%，上年同期为 29%。当周，美国棉花收割率为 44%，前一周为 34%，去年同期为 39%，五年均值为 38%。美国农业部(USDA)周度出口销售报告显示，截至 10 月 17 日当周，美国当前市场年度棉花出口签约 3.98 万吨，较之前一周 0.22 万吨，出口签约进度 50.35%，同比去年落后 4.22 个百分点。

国内市场回顾：上周郑棉价格震荡，截至周五郑棉 1 月合约收盘价报 14105 元/吨，较之前一周上涨 35 元/吨，或 0.25%。消费方面，纺织旺季即将过去，纺企订单环比回落，部分中小纺织企业中低纱线新增订单稀少，担忧后市，对皮棉原料需求有所减弱，大中型纺企采购仍按部就班。据中国棉花信息网数据显示，截至 2024 年 10 月 21 日，新疆棉花采摘进度 70%，较前一周增加 19 个百分点。其中，北疆棉区采摘工作接近尾声，采摘进度约 91%，较前一周增加约 20 个百分点。南疆棉区机采工作开始进入高峰阶段，目前采摘进度约 56%，较前一周增加 31 个百分点；东疆棉区采摘进度约 82%，较前一周增加 48 个百分点。另一方面，新疆地区籽棉收购价小幅上涨，机采棉收购指数 6.3 元/公斤，较前一周上涨 0.01 元/公斤。现货方面，新棉陆续上市，纺织企业采购积极性不一，多数纺织企业保障生产，原料采购随用随买。

观点及策略：目前新棉采摘进度过半，按目前籽棉价格计算新棉生产成本在 14500 元/吨附近。消费方面，金九银十旺季即将过去，下游需求开始环比转弱，下游棉纱和棉布去库放缓，预计短期在生产成本线以上会面临较大的套保压力。短线国内宏观氛围偏好，郑棉价格持续震荡，但从中长期来看，全球棉市仍处于增产周期，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。报告的撰写并未顾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	F03130746	
陈逸	分析师		不锈钢	F03137504	
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、海外宏观		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
马桂炎	分析师		PX、PTA、MEG	F03136381	
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	