

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-3.52%，创业板指-3.36%，上证50-3.40%，沪深300-3.29%，中证500-4.79%，中证1000-4.63%。两市日均成交额21465亿，较前一周-2028亿/天。

企业盈利和宏观经济：10月中国企业经营状况指数（BCI指数）48.08，数值较9月份的46.02明显回升。10月PMI 50.1，较前值上升0.3，重回荣枯线上方；10月M1增速-6.1%较上月明显反弹。

利率：中债十年期国债利率-2BP，美债十年期国债利率+13BP，中美10年期利差-15BP至-235BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额减少168亿份，份额转移至新成立的A500ETF；②DR007边际上行；③上周重要股东二级市场净减持95亿；④证监会新发2家IPO，边际不变；⑤上周融资余额+411亿；⑥上周偏股型基金新成立份额441亿。总的来说，ETF份额减量边际减少（平），重要股东净减持增加（-），融资额增量边际减弱（平），IPO日均数量不变（平），偏股型基金发行量增加（+），DR007边际上行（-）。资金面中性。

宏观消息面：

1、中国10月新增社融1.4万亿元，新增人民币贷款5000亿元，M1降幅收窄，M2升幅扩大；2、10月份全国固定资产投资累计同比增长3.4%，规模以上工业增加值同比增长5.3%，社会消费品零售总额同比增长4.8%，消费数据回升较为明显；3、正式版本“市值管理14条”：上市公司市场表现偏离价值的，去掉“依规发布股价异动公告”的要求；4、首批用于“置换存量隐性债务”的再融资专项债券拟11月15日发行；5、财政部等三部门发布关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告，对契税、增值税和土地增值税方面进行减免；6、美国10月CPI同比2.6%，预期2.6%，前值2.4%，PPI同比上升2.4%，预期2.3%，前值1.8%，鲍威尔称经济强劲，美联储无需急于降息。

市盈率：沪深300:12.61，中证500:26.56，中证1000:40.14，上证50:10.54。

市净率：沪深300:1.34，中证500:1.78，中证1000:2.06，上证50:1.17。

股息率：沪深300:2.97%，中证500:1.81%，中证1000:1.45%，上证50:3.74%。

期指基差比例：IF当月/下月/当季/隔季：+1.16%/+0.16%/+0.31%/+0.06%；IC当月/下月/当季/隔季：+1.32%/-0.19%/-1.20%/-2.72%；IM当月/下月/当季/隔季：+1.47%/-0.37%/-2.01%/-3.75%；IH当月/下月/当季/隔季：+0.99%/+0.17%/+0.45%/+0.48%。

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，10月PMI反弹至荣枯线上方，10月M1增速回落，但社融结构偏弱，经济压力仍在，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，套利短暂多IH空IC。

国债

经济及政策：国内政策发力后，主要经济数据结构性改善，但改善的力度及幅度仍较弱，仍需政策持续发力。海外方面，美国经济数据近期的经济数据整体好于预期，市场近期聚焦“特朗普交易”，带动美债收益率及美元指数持续反弹。

1. 习近平同美国总统拜登在利马举行会晤
2. 10月末，广义货币(M2)余额309.71万亿元，同比增长7.5%，预估为7%，前值为6.8%。狭义货币(M1)余额63.34万亿元，同比下降6.1%；
3. 10月份社融新增13958亿，同比去年少增4483亿，主要是政府债同比减少所致，社融存量同比增长7.8%；
4. 地方政府置换隐性债务正在批量行动 五地开始“实操”发行超2000亿元；
5. 正式版本“市值管理14条”：上市公司市场表现偏离价值的 去掉“依规发布股价异动公告”的要求；
6. 财政部等三部门发布关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告，对契税、增值税和土地增值税方面进行减免；
7. 10月份全国固定资产投资累计同比增长3.4%，规模以上工业增加值同比增长5.3%，社会消费品零售总额同比增长4.8%；
8. 国家统计局：10月各线城市商品住宅销售价格环比降幅总体收窄 一线城市二手住宅环比转涨；
9. 住房和城乡建设部：保交房有力推进 全国已交付285万套；
10. 城中村改造政策支持范围已扩大到近300个地级及以上城市；
11. 乘联会：11月1-10日乘用车市场零售56.7万辆 同比增长29%；
12. 自然资源部：积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度 促进房地产市场平稳健康发展，收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发；
13. 深圳二手房签约量已连续5周单周超2000套 呈现高位企稳态势；
14. 国际原油期货结算价跌超2% WTI原油本周累跌近5%；
15. 美国10月PPI同比上升2.4%，预估为2.3%，前值为1.8%；美国10月PPI环比上升0.2%，预估为0.2%，前值为0%；
16. 美国10月未季调CPI年率 2.6%，预期2.6%，前值2.4%；美国10月未季调核心CPI年率 3.3%，预期3.3%，前值3.3%；
17. 美国10月零售销售环比增长0.4%，预期增长0.3%，前值增长0.4%修正为0.8%。
18. 美国10月工业生产环比下降0.3%，预估为下降0.4%，前值为下降0.3%。

流动性：1、上周央行逆回购投放18014亿，到期843亿，净投放17171亿，DR007利率收于1.72%；2、上周有14500亿元MLF及800亿元国库现金定存到期。

利率：1、上周10Y国债收益率收于2.08%，周环比回落1.93BP；30Y国债收益率收于2.27%，周环比反弹0.3BP；2、上周10Y美债收益率4.43%，周环比反弹13BP。

小结：国内政策发力后，主要经济数据出现结构性改善，但改善的力度及持续性仍需观察，后期重点关注 12 月份的中央政治局会议及中央经济工作会议，国债短期观望为主。

贵金属

行情总结：上周沪金跌 3.60%，报 593.30 元/克，沪银跌 2.18%，报 7591.00 元/千克；COMEX 金跌 4.62%，报 2567.40 美元/盎司，COMEX 银跌 3.47%，报 30.34 美元/盎司；10 年期美债收益率涨 2.78%，报 4.43 %；美元指数涨 1.65%，报 106.68 ；

鲍威尔谨慎表态，美联储货币政策预期趋向紧缩；鲍威尔表明美国经济并未明确发出美联储需要急于降息的信号，美联储将致力于完成抗通胀的任务，政策利率将会逐步调整至中性水平，但这一路径并非有所预设。同时本周公布的美国经济数据显示其通胀和经济水平均具备韧性，较为关键的美联储 10 月零售销售环比值为 0.4%，预期 0.3%，前值从 0.4%修正为 0.8%，显示其居民消费端并未出现显著的衰弱迹象。通胀方面，美国核心 CPI 去通胀进程迟滞，住房租金、二手车以及运输服务相关通胀维持韧性，美国 10 月核心 CPI 同比值为 3.3%，与前值相符，较上月而言未出现进一步的回落。美国 10 月 PPI 同比值为 2.4%，高于预期的 2.3%以及前值的 1.9%。劳动力市场方面，美国至 11 月 9 日当周初请失业金人数为 21.7 万人，低于预期的 22.3 万人和前值的 22.1 万人，高频周度就业数据显示在月初低于预期的非农就业数据之后，美国就业市场从数据上来看呈现修复迹象。美国经济数据与鲍威尔近期表态一致。美国财政预期出现较大边际变化，转为紧缩：特朗普宣布，马斯克与拉马斯瓦米将在他上任总统后，共同领导拟成立的“政府效率部”，马斯克将全面监督政府支出。特朗普与马斯克的这一行政举措若得以实现，将在美国财政支出端产生较大幅度的缩减，降低美国中期的财政赤字水平，马斯克表态将减少两万亿的支出水平。同时，当前美国财长候选人贝森特主张到 2028 年将预算赤字缩减至国内生产总值的 3%。国际金价与美国财政赤字水平总体呈现正相关关系，美国财政预期受到马斯克“政府效率部”的扭转，对国际金价形成较强的利空因素。

持仓和成交情况：内外盘金银成交和持仓总体偏弱，COMEX 黄金持仓量下跌 3.7%至 55.8 万手，成交量五日均值上升 8.89%至 24.11 万手。沪金成交量五日均值下跌 5%至 40 万手，持仓量小幅上升至 39.2 万手。COMEX 白银持仓量下降 3.3%至 15.11 万手，沪银成交量五日均值下跌至 130 万手，持仓量下跌 3.18%至 76.31 万手。COMEX 贵金属管理基金净持仓表现偏弱，COMEX 黄金管理基金净多持仓回落 2999 手至 18.3 万手，COMEX 白银管理基金净多持仓下跌 7456 手至 3.23 万手。

行情总结：当前美国财政预期较特朗普当选之前发生变化，美国财政赤字在中期出现紧缩的预期逐步被市场交易，对于国际金价形成明显的利空因素，同时美国通胀及经济数据具有韧性，美联储政策表态谨慎，美债收益率及美元指数出现上行。贵金属呈现受联储降息预期回落与财政政策收紧双重利空因素的影响，策略上建议暂时观望或进行逢高抛空操作，沪金主力合约参考运行区间 578-602 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7282-7888 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价跌幅扩大，伦铜收跌 4.9%至 8971 美元/吨，沪铜主力合约收至 73550 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 0.9 万吨，其中上期所库存减少 0.9 至 13.0 万吨，LME 库存减少 0.1 至 27.2 万吨，COMEX 库存小幅增加至 8.1 万吨。上海保税区库存环比增加 0.3 万吨。当周现货进口盈利扩大，远月进口窗口开启，洋山铜溢价回升。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水缩小至 120.6 美元/吨，国内上海地区现货需求改善，周五升水反弹至 110 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差缩窄至 830 元/吨，废铜替代优势降低，当周废铜制杆企业开工率继续抬升。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提高 6.8 个百分点，需求改善好于预期。

价格层面，“特朗普交易”下美元指数走势较强，但当前已接近压力位置，预计美元指数快速上涨引发的情绪面压制将有所缓解。中国宏观经济数据改善仍不明显，在信心偏弱的情况下，关注政策面变化，若有更积极的表态将有助于预期改善。产业上看铜价下跌后国内需求回暖，海外现货也有一定程度改善，不过淡季背景下供需面改善程度受限，铜材出口退税取消也影响情绪面。总体铜价预计逐渐止跌，大的反弹仍难。本周沪铜主力运行区间参考：72600-75600 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：8820-9300 美元/吨。

铝

供应端：Mysteel 对中国原铝生产企业进行全样本调研，2024 年 10 月中国原铝产量初值 370.13 万吨，同比增长 1.24%，环比增长 3.33%；10 月平均日产量为 11.94 万吨，环比持平（实产天数 31 天）。10 月中国电解铝行业并未出现减产情况。截至 10 月底，中国电解铝建成产能初值 4528.85 万吨/年，环比增持平，同比增加 0.8%；运行产能在 4361.33 万吨/年附近，环比增加 0.3%，同比增加 1.28%。本月有四川、贵州等地区技改产能持续复产，新疆地区置换产能提前启槽生产，其他区域保持相对稳定运行。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2024-11-14：铝锭去库 1.8 万吨至 56.4 万吨，铝棒去库 0.3 万吨至 11.6 万吨。

进出口：11 月 15 日，财政部、税务总局宣布取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税。其中文件涉及铝材税则号主要为 7604、7606-7609，海关统计数据 displays，23 年涉及铝材出口量级约 524wt、24 年 1-9 月涉及铝材量级约 462wt，自 5 月后月度出口基本在 52wt 以上（不含光伏端可能带来的减量）。铝材出口占国内铝消费总量 17%左右，出口退税的取消将对国内铝材出口造成显著冲击。退税取消自 2024 年 12 月 1 日起实施，短期内或将导致 11 月铝材出口大增。

需求端：11 月 1-10 日，乘用车市场零售 56.7 万辆，同比去年 11 月同期增长 29%，较上月同期下降 3%，今年以来累计零售 1,840.2 万辆，同比增长 4%。乘用车新能源车市场零售 31 万辆，同比去年 11 月同期增长 70%，较上月同期增长 10%，今年以来累计零售 863.8 万辆，同比增长 41%。

小结：本周铝价冲高回落。供应端方面受氧化铝价格高企影响，部分电解铝厂宣布复产放缓；需求端方面，退税政策的取消对铝材后续出口造成显著冲击。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。国内铝价承压运行，后续需关注退税政策取消对国内铝材出口的影响。国内主力合约参考运行区间：20000 元-21000 元。海外参考运行区间：2550 美元-2750 美元。

锌

价格回顾：上周锌价震荡下行，周五沪锌指数收至 24400.57 元/吨，单边交易总持仓 26.5 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 收至 2953 美元/吨，总持仓 25.02 万手。

高频数据：内盘基差 315 元/吨，价差 240 元/吨。外盘基差-1.38 美元/吨，价差 16.72 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.139，锌锭进口盈亏为-330.85 元/吨。SMM0#锌锭均价 25070 元/吨，上海基差 315 元/吨，天津基差 345 元/吨，广东基差 315 元/吨，沪粤价差平水。上期所锌锭期货库存录得 5.77 万吨，LME 锌锭库存录得 24.2 万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录得增至 12.74 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 17.5 万吨，工厂库存天数 16.0 天。本周镀锌结构件开工率录得 59.35%，原料库存 1.1 万吨，成品库存 37.9 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 56.17%，原料库存 1.0 万吨，成品库存 1.2 万吨。本周氧化锌开工率录得 59.03%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.7 万吨。

总体来看：川普当选后，有色板块整体走势偏弱，或有宏观资金对铜铝锌等基本金属单边空配，短线受资金情绪影响较大。产业方面，国内库存去库预期较高，月间结构维持相对高位，但下游消费维持弱势，进口窗口开启，现货市场亦相对疲弱。虽然后续进口现货持续流入预期较高，近月合约空单仍有一定风险。

铅

价格回顾：上周铅价震荡上行，周五沪铅指数收至 16781 元/吨，单边交易总持仓 8.41 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 收至 1966.5 美元/吨，总持仓 14.43 万手。

高频数据：内盘基差-150 元/吨，价差平水。外盘基差-37.98 美元/吨，价差-96.27 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.18，铅锭进口盈亏为-918.64 元/吨。SMM1#铅锭均价 16600 元/吨，再生精铅均价 16600 元/吨，精废价差平水，废电动车电池均价 9750 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 6.62 万吨，LME 铅锭库存录得 18.56 万吨。根据钢联数据，国内社会库存录得增至 8.02 万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 3.8 万吨，工厂库存 27.2 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 65.00%，原生锭厂库 0.5 万吨。再生端，铅废库存 10.6 万吨，再生铅锭周产 2.6 万吨，再生锭厂库 1.3 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 75.47%。

总体来看：临近冬季，后续环保扰动可能影响冶炼供应，下游亦有冬季备库预期，虽然产业基本面维持供需双弱，社会库存持续上行，但产业预期均边际向好。预计后续产业逻辑在转暖预期与弱现实间切换，价格中枢震荡上移。

镍

本周沪镍跌幅大幅下跌。截至周五下午收盘，沪镍主力合约收盘价 123140 元，周内-4.97%。LME 镍三月 15 时收盘价 15600 美元，周内-5.88%。

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。本周供需双方博弈，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到厂价报 48.2 美金/湿吨，价格较上周持平。菲律宾产 1.5%品位镍矿 CIF 报价 54 美元/湿吨，价格较上周上涨 2 美元/湿吨。

中间品：目前镍矿价格仍在高位，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，印尼 MHP FOB 价格报 12297 美元/金属吨，高冰镍报 13193 美元/金属吨。

硫酸镍：从需求端来看，因十至十一月三元排产基本维持持平微减，因此本月市场活跃度较低，目前多数一体化企业外买需求少，非一体化企业仅维持必要采买需求，且因需求减量对高价镍盐接受程度不断降低。成本端，近期伦镍价格下跌，原料端成本转弱，MHP、高冰镍等主要原生料系数基本持稳。供应端，面对硫酸镍价格的持续下跌，多数盐厂面对倒挂都选择主动减产，以销定产，但因成本仍与售价倒挂，具备一定挺价情绪。综合考虑下，目前在供需双弱的情况下，随着镍价振荡及盐厂的挺价情绪让步，硫酸镍价格小幅下跌。

精炼镍：宏观端，市场对贸易战拖累全球金属需求的担忧加重，同时美元指数大幅走强，有色板块整体承压。基本上，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。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，目前镍价已接近成本支撑线，向下空间感不足，并且本周宏观端不确定性较高，建议观望为主。

锡

供给端：供给方面，据 Mysteel 调研国内 20 家锡冶炼厂（涉及精锡产能 31 万吨，总产能覆盖率 97%）结果显示，2024 年 10 月精锡产量为 16216 吨，环比增加 62.16%，同比增加 5.33%，2024 年 1-10 月精锡累计产量为 14.48 万吨，累计同比增加 8.57%。

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：11 月 1-10 日，乘用车市场零售 56.7 万辆，同比去年 11 月同期增长 29%，较上月同期下降 3%，今年以来累计零售 1,840.2 万辆，同比增长 4%。11 月 1-10 日，乘用车新能源车市场零售 31 万辆，同比去年 11 月同期增长 70%，较上月同期增长 10%，今年以来累计零售 863.8 万辆，同比增长 41%。

小结：本周锡价环比大跌，主要原因是美元指数大涨对商品价格形成压制，有色价格普遍下跌。锡基本面方面，十月旺季补库周期结束，十一月国内消费环比走弱，同时进口窗口开放带动国内 11 月锡锭供应大增，供强需弱叠加宏观环境不利影响导致锡价大跌。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：230000 元-260000 元。海外伦锡参考运行区间：28000 美元-31000 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 77546 元，周内+3.76%。MMLC 电池级碳酸锂报价 77000-80000 元，工业级碳酸锂报价 75000-77000 元。LC2501 合约收盘价 78300 元，周内涨 2.49%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 200 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 820-870 美元/吨，周内+5.62%。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 14507 吨，较上周增 5.4%，重回历史高位附近。10 月碳酸锂产量 59665 吨，环比上月增 3.7%，前十月累计同比增 45.3%。9 月、10 月智利出口至中国碳酸锂为 1.66 万吨和 1.70 万吨，10 月、11 月预计国内进口均在 2 万吨附近。据中汽协，2024 年 10 月，国内新能源汽车产销分别完成 146.3 万辆和 143 万辆，同比分别增长 48%和 49.6%。1-10 月，新能源汽车产销分别完成 977.9 万辆和 975 万辆，同比分别增长 33%和 33.9%。据 MYSTEEL 数据，磷酸铁锂 10 月产量环比上月增 2.0%，累积同比增 54.2%；三元材料产量环比减 2.1%，累积同比增 10.9%。11 月 SMM 调研磷酸铁锂开工率环比增 12%，三元材料则小幅下滑。11 月 14 日，国内碳酸锂周度库存报 109053 吨，环比上周-1670 吨（-1.5%），本周去库幅度较上周收窄。截止 11 月 15 日，注册仓单 49719 手，周内增 3.7%。

观点：周内因供需扰动，盘面增仓博弈，碳酸锂价格宽幅波动。需求端，受国内新能源汽车火爆销量和终端出口抢装，锂电材料旺季延长，11-12 月碳酸锂需求出现预期差。8 月中旬以来国内碳酸锂去库近 2.3 万吨，高于当时旺季去库预测值（最高 2 万吨）。供给端，部分高成本锂矿企业调整矿山生产经营计划，市场调整未来资源过剩幅度。然而，目前锂资源实质出清有限，锂矿锂盐供给弹性较大，锂价回升高成本产能将复产，叠加产业空头套保需求释放，盘面抛压较大。短期关注碳酸锂合约持仓走向，现货紧缺程度和广期所标准电碳现货升贴水变化。本周广期所碳酸锂 2501 合约参考运行区间 76000-83000 元/吨。

氧化铝

截止 11 月 15 日下午 3 时，氧化铝指数本周下跌 3.21%至 5008 元/吨，持仓增加 0.4 万手至 49.1 万手。本周市场对美联储降息预期降温，美元持续走强，有色板块整体偏弱运行，氧化铝期货价格受板块带动高位下探。基差方面，本周主力合约 A02501 持续走弱，但现货价格维持强势上行，山东地区现货较主力合约基差持续走阔至 313 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，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别上涨 240 元/吨、250 元/吨、260 元/吨、255 元/吨、215 元/吨、215 元/吨。氧化铝流通现货紧张局面持续，产能短期有所回升，但供应缺口仍在，下游铝厂库存水平持续低于安全水平，为维持生产不得不接受持续走高的报价。

进出口方面，截止 11 月 15 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-331 元/吨。但据阿拉丁海外消息，巴西最新成交 3 万吨现货氧化铝，到岸成交价 829 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，出口窗口重新打开，预计将刺激国内氧化铝现货价格提供支撑。

本周氧化铝社会总库存去库 1.1 万吨至 382 万吨，去库趋势持续。受环保督察、矿石供应等因素影响，部分氧化铝厂生产不稳定，整体长单执行依旧不顺畅，导致下游铝厂原料库存仍呈下降趋势。随着盘面基差的扩大，下游铝厂开始询价交割库现货进行补库，在途库存少量增加。本周氧化铝上期所仓单去

库 0.36 万吨至 6.67 万吨；交割库库存去库 0.42 万吨至 7.85 万吨。

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。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，海外矿石价格持续走高，转松拐点后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，高频周度数据上，本周国内氧化铝产量 165.7 万吨，较上周增加 0.5 万吨，近期重庆氧化铝厂减产检修结束，目前已恢复满产，涉及产能 130 万吨/年。但受环保及矿石供应不足影响，北方部分氧化铝厂陆续发生减产行为，涉及产能约 40 万吨/年，且减产规模有进一步扩大的可能。

需求端，2024 年 10 月电解铝运行产能 4361 万吨，较上月增加 12.5 万吨。开工率方面，10 月电解铝开工率环比上升 0.28% 至 96.3%。10 月份信发集团新疆准东电解铝置换项目启动，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，带来氧化铝消费量约 105 万吨。但近期部分电解铝厂受高成本影响停产，合计影响约 20 万吨。后续需观察停产产能是否会进一步扩大以及高成本或导致后续电解铝投产复产项目延迟。

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，海外矿石价格持续走高，但远期矿石供应预期逐步转宽；供给端，检修量较前期有所减少，但环保督察和矿石紧缺导致北方氧化铝厂发生减产，短期供应增量有限，远期供应大幅转松拐点或见于明年一季度，后续需跟踪投产进度和矿石供应情况；需求端，电解铝开工仍维稳，但近期部分电解铝厂受高成本影响停产，后续需观察停产产能是否会进一步扩大以及高成本或导致后续电解铝投产复产项目延迟。进出口方面，海外氧化铝供应端扰动频繁，海外报价进一步拉升，预计国内全年将维持净出口格局。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，近月合约预计保持强势走势，仍可逢低做多近月合约。因明年一季度预期大投产规模较大，因此可逢高布局 05 空单。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：5000-5700 元/吨

不锈钢

期现市场：10 月 25 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 14000 元/吨，环比-3.45%；8-12%高镍生铁出厂均价为 995 元/镍，环比-1.97%；废不锈钢均价报 9450 元/吨，环比-2.58%。不锈钢主力合约 SS2412 周五下午收盘价 13265 元/吨，环比-2.07%。

供给：据 SMM，11 月国内钢厂开工率预计小幅下行，达 68.21%。11 月产量预计为 327 万吨，环比减少 1 万吨，1-10 月累计同比增 5.89%。11 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 167 万吨，环比下滑 2.91%；据钢联数据，10 月 300 系冷轧产量 67.84 万吨，环比下滑 1.57%。

需求：国内 2024 年 1-10 月，商品房销售面积 77,930 万 m²，同比下滑 15.8%；9 月单月，商品房销售面积为 7645.97 万 m²，同比下滑 1.63%。10 月核心 CPI 止跌反弹，同比增长 0.2%。9 月家用电器领域出现回暖，冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 20.5/9/10.7/3.1%；9 月燃料加工业累计同比 10.6%，下游需求出现好转迹象。

库存：本周不锈钢社会总库存为 97.6 万吨，环比下滑 0.31%；期货仓单本周库存 10.90 万吨，较上周增长 190 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 28.7/54.8/14.1 万吨，其中 300 系库存环比下滑 1.08%；本周不锈钢海漂量 4.99 万吨，环比增长 2.30%，卸货量 6.65 万吨，环比增长 72.41%。

成本：本周国内高镍铁主流出厂价 1000 元/镍，较上周持下滑 25 元/镍。镍铁厂联合挺价失败，利润持续承压，福建地区铁厂当前亏损 22 元/镍。自产镍铁产线整体利润率达-0.96%，钢厂情绪依旧较为悲观。观点：周内青山代理和德龙代理降价去库存，下游终端商家投机补库需求增强，部分仓库冷轧资源去库明显。成本端进一步下挫，钢厂利润有所修复但仍处于亏损状态，后续产量或将继续增加，供应压力尚未有明显好转。旺季需求不显，淡季逐渐来临叠加价格估值低位，市场对后市信心不足，供需格局仍旧偏弱，主力合约参考运行区间 13000-14000 元/吨。

黑色建材类

钢材

供应端：本周螺纹总产量 234 万吨，环比+0.1%，同比-6.8%，累计产量 9982.7 万吨，同比-19.1%。长流程产量 205 万吨，环比+0.2%，同比-5.8%，短流程产量 29 万吨，环比-0.6%，同比-13.6%。本周热轧板卷产量 309 万吨，较上周环比变化-3.0 万吨，较上年单周同比约+1.7%，累计同比约+1.1%。本周铁水日均产量为 235.95 万吨，较上周环比增 1.88 万吨。铁水产量维持在相对高位，高炉利润维持 200 元/吨附近。高炉产量由于上周检修情况恢复，高炉产量回归正常水平；电炉由于利润缩减，产量也有小幅下降。

需求端：本周螺纹表需 231 万吨，前值 229 万吨，环比+0.9%，同比-16.9%，累计需求 10127 万吨，同比-18.1%。本周热轧板卷消费 318 万吨，较上周环比变化-1.5 万吨，较上年单周同比约+0.3%，累计同比约+1.4%。随着旺季结束，工地开工情况放缓，本周螺纹钢表观消费量虽然环比增加，但依旧维持季节性下降趋势，整体表现较为健康。热轧卷板消费环比回落，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。美国大选落地，结果在远期是利空于我国制造以及出口等相关产业的。但目前美国仍处于政府换届以及消化内部矛盾的真空期，反而给我国制造业带来了一段稳定的窗口期。所以预期板材消费或能维持在当前水准。

库存：本周螺纹社会库存 296 万吨，前值 289 万吨，环比+2.6%，同比-22.2%，厂库 149 万吨，前值 154 万吨，环比-2.9%，同比-12.4%。合计库存 445，前值 442，环比+0.7%，同比-19.2%。螺纹钢库存小幅增加，但处于温和累库的阶段，当下推演暂不会出现累库情况。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。

利润：铁水成本 2879 元/吨，高炉利润-164 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-237 元/吨。本周钢厂盈利率为 57.58%，环比下降 0.04%，盈利情况随着价格有所回落。华东地区长流程即期利润平均值在 150 元/吨左右，谷电利润在到 20 元/吨附近，从估值的角度来看螺纹钢现阶段已经来到谷电成本附近。

小结：本周成材呈现震荡下跌走势。基本面方面，螺纹产量与需求小幅增加，库存温和回升。整体基本面供需情况表现良好，暂无明显压力。但随着进入到淡季，市场交易逻辑已经转变为交易预期。随着上周会议结果的落地，市场反应为及预期，市场情绪随之快速降温，成材盘面价格也随之回落。近期宏观因素对钢材价格的影响较大，周五随着美联储鹰派表态，资本市场氛围转冷，国内的商品均有较强反应。成材价格随着降息预期减弱而走弱。与此同时，国内公布即将对钢材等品种出口退税税率降低，叠加早前海外对出口加关税的政策，对成材价格进一步压制，导致近期价格呈现偏弱走势。但随着冬储的即将临近，市场对于冬储价格预期为 3100 元/吨至 3200 元/吨，因此在下方可能会有一定支撑力度。整体而言，随着传统的钢材消费旺季的结束，市场交易逻辑逐步转向预期。整体成材基本面随表现健康，但盘面几个更多跟随市场预期运行，可能会呈现震荡偏弱走势。但从冬储价格来看，下方空间不大，以螺纹钢主力合约为例，主力合约参考运行区间为 3280-3380 元/吨。未来还需重点关注 12 月底中央经济工作会议的影响，以及政策具体的落实情况，出口能否持续维持等。

锰硅硅铁

锰硅：

本周，锰硅盘面价格趋弱，价格行至下行趋势线附近后选择向下，并在收敛末端向下突破，短期处于小时级别的下行趋势之中。下方继续关注 6100-6150 元/吨（针对加权指数）区间附近支撑，若继续下破则关注前低支撑。当前小级别下跌趋势中，趋势摆脱前不建议抄底操作，单边参与性价仍较低，谨慎参与。

本周，盘面如预期延续回调走势，同时海外宏观预期发生较为显著的变化。基于马斯克表示将大幅削减财政支出以及鲍威尔“鹰派”发言表示不急于降息，海外方面预期由前期的流动性宽松+宽财政趋紧转变，带动以有色、贵金属为首的商品氛围持续走低。在海外预期转变的背景下，市场对于国内政策的预期同样走弱，带动黑色系继续向下回落。后续我们认为最为关键的参考点在于 12 月中下旬召开的中央经济工作会议及其对于来年经济的定性，关注是否存在能够让市场恢复预期的表态。虽然当下盘面情绪显著退坡，但我们依旧认为在大会之前下方的空间相对有限，9 月 24 日市场对于宏观政策预期转向所对应的阳线将是短期重要的支撑位置，或难以被轻易打破。

基本面角度（依旧认为是当前阶段的次要因素）：锰硅产量环比小幅回升；需求端，螺纹产量、铁水产量本周基本持稳，有所回升。但后续，随着淡季的到来以及政策刺激的有限性，螺纹及铁水产量预计仍将季节性走弱，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，或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。即站在品种自身基本面角度，我们认为能够给予价格向上的驱动有限。因而，短期价格或保持相对弱势震荡，在低位等待会议结果。

硅铁：

本周硅铁盘面价格继续向下，价格来到 10 月底价格低点附近，短期处于小时级别下跌趋势中，关注 6220-6240 元/吨缺口处支撑情况（针对加权指数，下同），尤其前期对低点已试探过一次，若价格下破则向下寻找低点 6044 元/吨附近支撑。由于空间相对有限，价格单边参与性价比仍低，谨慎参与，在价

格摆脱下跌趋势前建议勿轻易抄底。

硅铁自身基本面而言，继续维持相对健康、相对均衡的供求结构与中性略偏低的库存情况，目前仍没有突出的矛盾可讲，“环保”预期给品种拔高的估值向下修复，短期价格同样预计保持相对弱势震荡，在低位等待 12 月份经济工作会议结果。

铁矿石

上周，铁矿石主力合约价格收至 736 元/吨，较 11 月 11 日开盘价变化-36 元/吨，涨跌幅-4.66%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3010.9 万吨，环比减少 9.8 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2558.8 万吨，环比减少 85.3 万吨。澳洲发运量 1722.6 万吨，环比减少 224.9 万吨，其中澳洲发往中国的量 1435.7 万吨，环比减少 144.6 万吨。巴西发运量 836.2 万吨，环比增加 139.7 万吨。中国 47 港到港总量 2905.9 万吨，环比增加 415.7 万吨；中国 45 港到港总量 2782 万吨，环比增加 455.0 万吨。日均铁水产量 235.94 万吨，环比增加 1.88 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存为 15860.51 万吨，环比增 6.45 万吨。

基本面角度，供给方面，本周巴西发运环比回升至相对高位，到港增量明显。此外近期内矿产量回升，但受北方天气质量限制预计边际影响有限。需求方面，上周钢联日均铁水产量环比增加 1.88 万吨至 235.94 万吨，个别钢厂高炉生产不顺问题解决使得铁水出现明显增量。结合检修数据，预计铁水产量后期环比下降，在 11 月见顶后高位波动，随下游需求季节性缓慢下移。下游整体产需相对中性，库存无明显压力，产业基本面短期无较大矛盾。库存方面，钢厂近期有一定补库动作，以刚需为主。宏观层面，短期国内暂无宏观利好出台，美联储近期表态似有放缓降息步伐暗示，宏观溢价压缩后矿价最终或呈现宽幅震荡走势。

工业硅

盘面方面，本周工业硅价格在低位维持震荡，价格下探下方支撑后小幅回升。日线级别 K 线走势表现仍松散，趋势性仍不清晰，继续以区间震荡思路对待，下方参考支撑继续维持 12100-12200 元/吨区间附近，上方 13200-13400 元/吨区间附近价格压力较大。短期单边参与性价比低，不建议参与，等待价格对右侧趋势线的摆脱。

供需基本面角度，本周云南及四川地区供给继续下行，但与之对应的，新疆地区供给环比继续上行，二者抵消之下，供给整体回落有限，仍处于同期相对高位。同时，云南及四川地区产量已降至接近枯水期平均水平，继续向下的空间相对有限。但新疆地区生产仍具备继续回升空间。因此，后期供给端压力仍旧存在，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），有足够的空间抵消西南地区减产带来的影响。站在需求角度，我们看到的下游表现仍旧一般，尤其在库存压力之下，多晶硅端价格再度出现下调，带动产业亏损加剧与供给的进一步缩量。虽然有机硅产量维持在同期高位，但仍难以抵消多晶硅端对需求造成的影响，以达到消化库存的效果。在供给收缩有限，下游需求起色有限的背景下，工业硅整体宽松的格局仍需要改善，产能存在进一步出清的诉求。

在这样的基础上，我们预期价格短期或仍旧维持相对偏弱的状态，叠加宏观情绪退坡背景下商品整体氛围的弱化，我们对于价格暂时定性为弱势的区间震荡。

能源化工类

橡胶

橡胶基本面数据疲弱。NR 和天然橡胶和 BR 均较大下跌。

RU 技术上下跌破位。下跌已补前期缺口。观察 16800 一线支撑。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 15950（50）元。

标胶混合现货 1940（10）美元。华北顺丁 13300（-300）元。江浙丁二烯 9750（100）元。山东丁二烯 9850（150）元。

操作建议：

RU 技术下跌破位。

建议灵活操作。RU 在 17650 以上短多思路。17550 以下空头思路。止损 100 点，短线操作。

我们推荐买 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 10 月份，我国重卡市场销售预计约 6.3 万辆（批发口径，包含出口和新能源），环比 9 月份上涨 9%，同比上年 10 月的 8.11 万辆下滑 22%，减少了将近 18000 辆。

1-10 月，我国重卡市场销售各类车型约 74.6 万辆，比上年同期减少近 4.2 万辆，累计增速进一步下滑，为-5%。

2) 轮胎出口增速较高预期边际减弱。

9 月轮胎产量数据数据显示，中国橡胶轮胎外胎产量，为 9660.3 万条，同比增长 6.3%。环比 8 月份增加 159.9 万条。1-9 月，中国轮胎总产量，为 83354.6 万条，同比增长 9.1%。

出口方面，前 9 个月，中国累计出口轮胎 50761 万条，同比增长 9.9%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

截至 2024 年 11 月 15 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 59.00%，较上周走低 1.19 个百分点，较去年

同期走高 1.16 百分点。全钢胎轮胎库存压力显现。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.75%，较上周小幅走低 0.07 个百分点，较去年同期走高 5.57 百分点。半钢胎出口订单有放缓。

4) 库存去库尾声后期或转向增库。

截至 2024 年 11 月 10 日，中国天然橡胶社会库存 111.7 万吨，环比增加 0.47 万吨，增幅 0.4%。中国深色胶社会总库存为 62.8 万吨，环比增加 0.7%。中国浅色胶社会总库存为 48.9 万吨，环比增 0.07%。截至 2024 年 11 月 12 日，青岛地区天然橡胶库存 28.92 (+0.18) 万吨。

5) ANRPC 产量累计持平。

ANRPC 报告数据，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

随着检修装置增多，供应端开工见顶回落，后续大方向以走低为主。原料价格维持区间运行为主，成本支撑有限，需求端港口烯烃开工高位维稳为主，传统需求表现一般，开工涨跌不一，整体支撑较为有限。库存方面，在国内高供应以及进口到港回升下港口库存处于同期高位，后续预计港口库存将逐步见顶回落，但去库速度或相对缓慢，内地贸易商积极拿货，企业库存继续去化，压力相对较小。总体来看，供应逐步见顶回落，但随着利空的逐步兑现，后续关注供应端潜在利多影响，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。月间价差关注正套为主。

尿素

气头装置停车逐步增多，整体企业开工回落，供应压力预计逐步缓解。现货表现依旧偏弱，企业利润低位，需求不温不火，企业库存累至同期高位。后续来看，随着气头停车增多，供应边际下行，而需求在复合肥开工回升以及淡储肥推动下预计将有所好转，当前供需弱势的格局有望逐步缓解，现货继续下跌空间或相对有限，单边建议观望或逢低短多为主。月间价差关注现货企稳回升之后的正套机会。

聚烯烃

政策端：OPEC 宣布再次延迟增产，原油止跌企稳，成本端支撑尚存。

估值：聚乙烯周度涨幅（现货 > 期货 > 成本），聚丙烯周度跌幅（期货 > 成本 > 现货）；聚乙烯 01 合约持仓大幅增加，值得关注。

成本端：本周 WTI 原油下跌-5.06%，Brent 原油下跌-4.06%，煤价下跌-0.71%，甲醇下跌-0.10%，乙烯

下跌-2.13%，丙烯下跌-0.29%，丙烷下跌-1.56%。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 81.37%，环比上涨 1.71%，同比去年下降-5.50%，较 5 年同期下降-8.23%。PP 产能利用率 73.38%，环比下降-0.14%，同比去年下降-3.01%，较 5 年同期下降-19.33%。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。本周聚烯烃非计划检修较多，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 45.04%，环比下降-0.38%，同比下降-6.83%。PP 下游开工率 52.64%，环比上涨 0.32%，同比下降-6.13%。双十一采购旺季结束，下游开工率季节性下行。

库存：上游检修高位叠加下游旺季支撑，聚烯烃整体库存得到去化，基于后期产能投放计划及下游需求即将走出季节性旺季，去库节奏或将放缓。PE 生产企业库存 43.37 万吨，环比累库 6.56%，较去年同期去库-0.32%；PE 贸易商库存 4.44 万吨，较上周去库-3.54%；PP 生产企业库存 51.42 万吨，本周环比去库-3.91%，较去年同期去库-7.37%；PP 贸易商库存 11.71 万吨，较上周去库-3.86%；PP 港口库存 6.15 万吨，较上周累库 0.49%。

小结：OPEC 宣布再次延迟增产，原油止跌企稳，成本端支撑尚存。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 12 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(8200-8500)；聚丙烯(PP2501)：参考震荡区间(7300-7600)。

推荐策略：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 3.25 万吨，环比+0.64 万吨，纯苯港口库存 10.5 万吨，环比+0.4 万吨。后期炼厂有回归预期，预计纯苯负荷将有所回升。进口方面，近期国内价格下跌，美金回落，远期成本继续坍塌。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，预计后续炼厂复产后叠加裂解投产，纯苯国内供应将有所回升，供增需减之下，对盘面成本支撑有限。而苯乙烯港口库存维持低位，前期下游利润高企，逐步联动至开工上行。前期港口高价，套利窗口打开，后续有苯乙烯到港增加预期，且华东装置预计 11 月底回归，港口有累库预期。日内盘面下跌，带动基差小幅走强，报 12+410(+20)。淡季价格承压，预计震荡中枢下移。

PVC

PVC 综合开工 78.97%，环比增加 0.89%，电石法开工 77.81%，环比减少 0.76%，乙烯法开工 82.27%，环比增加 5.61%。成本端，电石开工持续抬升，边际成本至 5250，成本支撑趋弱。出口方面，成交平平，预计出口难有亮点。基本面看，近期成本支撑偏弱，供应依旧年内偏高，显性库存再度累积，且在途量依旧偏高，现实端偏弱。PVC01 合约单边估值中性偏高，淡季合约，建议逢高套保。

乙二醇

价格表现：EG 震荡走弱，01 合约单周下跌 107 元，报 4560 元。现货端华东价格下跌 77 元，报 4612 元。基差走强 5 元，截至 11 月 15 日为 38 元。1-5 价差走强 7 元，截至 11 月 15 日为-84 元。

供应端：本周 EG 负荷 71.03%，环比上升 3.2%，其中合成气制负荷 70.5%，环比上升 8.8%；乙烯制负荷 71.4%，环比持平。煤化工方面，新建天业、山西阳煤、广西华谊重启，后续多套装置提负重启；油化工方面，后续检修装置逐渐重启。海外方面，沙特 jupc2# 停车中，马来一套装置重启中，新加坡一套 90 万吨装置检修 20-30 天，加拿大 Shell 停车至 11 月底。整体上，煤化工的装置陆续重启，油化工装置近期变化不大，综合负荷将持续上升。到港方面，本周到港预报 17.7 万吨，环比上升 5 万吨，9 月进口 59 万吨，10 月预期边际下降，Q4 月均进口中枢 57 万吨左右，进口 11 月起回升。

需求端：本周聚酯负荷 92.7%，环比下降 0.7%，其中长丝负荷 93.7%，环比下降 0.5%；短纤负荷 87.8%，环比持平；瓶片负荷 79.7%，环比下降 1%。装置方面，万凯 30 万吨瓶片装置减产，逸鹏 25 万吨长丝检修至月底。目前瓶片库存边际累积，利润偏低，终端淡季，且后续有装置投产，12 月有检修计划。涤纶方面，因终端旺季临近结束，织机负荷下降，预计化纤负荷将回落。终端方面，产成品库存下降，订单下降，加弹负荷 93%，环比持平；织机负荷 78%，环比下降 3%；涤纱负荷 70%，环比持平。纺织服装 10 月国内零售同比+8%，9 月出口同比+4.5%。

库存：截至 11 月 11 日，港口库存 60.5 万吨，环比累库 3.4 万吨；下游工厂库存天数 11.8 天，环比下降 0.3 天。短期看，到港量大幅上升，出港量周内边际转弱，本周库存累库压力较大，11 月中旬之后有累库预期。

估值成本端：本周外盘石脑油制利润上升 11 美元至为-125 美元/吨，国内乙烯制利润下降 157 元至-696 元/吨，煤制利润下降 397 至 430 元/吨。成本端乙烯 865 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 760 元/吨，成本本周上升，但目前利润仍然相对较好，预期短期内支撑开工，估值支撑较弱。

小结：近期主要交易下游转淡季的弱基本面预期。后续来看，11 月后供给预期大幅上升，新装置投产，海外供给回归，进口预期增长，需求开始转弱，供需平衡转弱，估值偏高，强现实下面临弱预期，建议逢高空配。

PTA

价格表现：本周大幅下跌，01 合约单周下跌 196 元，报 4932 元。现货端华东价格下跌 130 元，报 4765 元。现货基差上升 6 元，截至 11 月 15 日为-71 元。1-5 价差走弱 6 元，截至 11 月 15 日为-100 元。

供应端：PTA 负荷 81.1%，环比上升 0.3%，装置方面，虹港石化重启，仪征化纤 300 万吨装置推迟重启，威联石化检修。短期内检修重启装置交织，负荷变化不大，后续检修装置将逐渐重启，且有装置存在提

负预期，整体负荷压力将增大。

需求端：本周聚酯负荷 92.7%，环比下降 0.7%，其中长丝负荷 93.7%，环比下降 0.5%；短纤负荷 87.8%，环比持平；瓶片负荷 79.7%，环比下降 1%。装置方面，万凯 30 万吨瓶片装置减产，逸鹏 25 万吨长丝检修至月底。目前瓶片库存边际累积，利润偏低，终端淡季，且后续有装置投产，12 月有检修计划。涤纶方面，因终端旺季临近结束，织机负荷下降，预计化纤负荷将回落。终端方面，产成品库存下降，订单下降，加弹负荷 93%，环比持平；织机负荷 78%，环比下降 3%；涤纱负荷 70%，环比持平。纺服零售 10 月国内零售同比+8%，9 月出口同比+4.5%。

库存：截至 11 月 8 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）255.3 万吨，周环比去库 0.6 万吨，在库在港库存为 46.8 万吨，去库 6.3 万吨，总仓单 52.8 万吨，环比上升 27.1 万吨，仓单大幅上升。下游补库积极性下降，上游装置有提负预期，库存有累积压力。

利润端：本周现货加工费上升 14 元，截至 11 月 15 日为 399 元/吨；盘面加工费上升 7 元，截至 11 月 15 日为 433 元/吨。

小结：本周 PTA 跟随原油及 PX 走弱，自身加工费走扩。后续来看，下游负荷存在淡季转弱预期，供给预期负荷将逐渐上升，年底有两套装置投产压力，供需整体预期较弱。但现实成本端 PX 估值较低，Q4 亚洲芳烃供应有所减量，PXN 下方有支撑，目前绝对价格主要随原油走弱，盘面加工费有压缩空间，建议逢高空配。

对二甲苯

价格表现：本周大幅下跌，01 合约单周下跌 310 元，报 6614 元。现货端 CFR 中国下跌 33 美元，报 802 美元。现货折算基差上涨 90 元，截至 11 月 15 日为 41 元。1-5 价差下降 62 元，截至 11 月 15 日为 -298 元。

供应端：本周中国负荷 81.9%，环比上升 3%；亚洲负荷 76.3%，环比上升 2.8%。国内装置方面，本周大榭石化和福建联合石化停车检修中，福化集团、浙石化重启；海外装置方面，中国台湾 FCFC 重启，韩国 Lotte 计划周末重启，后续韩国多套装置有降负计划。进口方面，11 月上旬韩国 PX 出口中国 8.5 万吨，环比下降 1 万吨。整体上，后续亚洲检修装置逐渐重启，亚洲供给压力将逐渐增大。

需求端：PTA 负荷 81.1%，环比上升 0.3%，装置方面，虹港石化重启，仪征化纤 300 万吨装置推迟重启，威联石化检修。短期内检修重启装置交织，负荷变化不大，后续检修装置将逐渐重启，且有装置存在提负预期，整体负荷压力将增大。

库存：9 月底社会库存 401 万吨，环比累库 4 万吨，第四季度因下游 PTA 检修减少，且有新装置投产计划，整体小幅去库。

估值成本端：本周 PXN 上升 18 美元，截至 11 月 14 日为 184 美元，周内震荡上升；石脑油裂差下降，截至 11 月 14 日为 99 美元，原油端震荡向下。芳烃调油方面，本周汽油表现仍然较弱，美韩芳烃价差下降、调油相对价差边际上升。

小结：PXN 近期震荡偏强，但产业链下游有淡季预期，整体偏过剩格局。后续来看检修装置将逐步开启，亚洲供给压力预期上升，但 PTA 同样存在多套检修装置重启计划，对二甲苯预期小幅去库，供需平衡整体矛盾不大，调油支撑不再，估值难以提升，PXN 难有较大起色；芳烃估值在低位水平，对二甲苯在短期内的估值下方空间有限，因此预期估值低位窄幅震荡，绝对价格跟随原油，原油在美国大选后整体震

荡偏弱，建议逢高空配。

农产品类

生猪

现货端：出栏积极性略有提升，同时需求一般，上周国内猪价震荡回落，周内交易均重小增，标肥差回落，规模场有惜售情绪，带动屠宰量小幅回落；具体看，河南均价周跌0.4元至16.16元/公斤，周内最高16.48元/公斤，四川均价周落0.4元至16.3元/公斤，周内最高16.56元/公斤，广东均价周落0.58元至16.98元/公斤；出栏进度一般，上游养殖端出栏积极性仍高，同时暖冬背景下需求表现一般，预计下周猪价仍有惯性回落，关注16证书关口支撑力度，下周随着降温和零星腌腊进行，叠加月底缩量，猪价有小幅反弹可能。

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，但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：利多匮乏，供强需弱下现货整体表现偏弱，盘面贴水被不断收敛，期货试探性上涨后再度受挫，图形上整体向下破位，当前市场仍为弱驱动与低估值之间博弈，悲观预期下市场支撑较弱，但绝对低位也较难凝聚看空的共识，维持弱震荡的判断，观望为主，中期留意消费启动后下方支撑。

鸡蛋

现货端：上周国内蛋价震荡为主，局部略偏弱，双11促销结束，市场走货回归平淡，市场流通放缓，蛋价支撑一般，老鸡较多，淘鸡略有放量；具体看，黑山大码报价周落0.1元至4.1元/斤，馆陶周落0.04元至4.2元/斤，周内最高4.24元/斤，销区回龙观周落0.06元至4.56元/斤，东莞周持平于4.32元/斤；供应正常，局部小鸡产量增多，消费处于淡季，蔬菜价格持续回落，对蛋价支撑力度一般，预计下周蛋价整体稳定为主，局部略微回落。

补栏和淘汰：受偏高养殖盈利影响，10月份补栏量环比略有下滑，但同比仍维持偏高，截止10月份的

补栏数据为 8966 万只，同比增加 2.7%，环比-1.8%，今年 1-10 约补栏量为 8.7 亿羽，同比+3.8%；老鸡延淘状态延续，淘鸡-白鸡价差略有回落但维持偏高，目前淘鸡鸡龄上升至 551 天左右，同环比均明显增加。

存栏及趋势：截止 10 月底，样本点在产蛋鸡存栏量为 12.87 亿只，环比 9 月下滑 0.2%，同比去年的 12.87 亿只增加了 6.6%，存栏数据符合此前预期；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 3 月的 13.02 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：降温后鸡蛋易于储存，或利好囤货需求，未来几个月关注双 11 以及春节前的备货，同时留意依旧偏高蔬菜价格的替代作用。

小结：需求阶段性高峰已过，供应呈小增趋势，现货驱动往下，但暂无大跌风险，盘面估值不高，远月处深度贴水状态，一方面未来供应仍呈增多趋势，且老鸡延淘利空现货，另一方面成本端仍有反复，且远期贴水已部分兑现了前期的悲观预期，季节性看未来边际利空增多，后期留意反弹后抛空机会，暂不推荐追空。

蛋白粕

国际大豆：本周美豆回落，周尾再次试探底部支撑。本周大豆出口升贴水小幅下滑，到港成本下跌，南美天气形势仍然较好，播种进度加快，美豆端销售数据较好给予一定支撑。预报显示 11 月南美产区各州降雨充足，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，近期美豆管理基金净空持仓水平中等略低，暗示管理基金仍有较大可用头寸等待方向。

国内豆粕：本周国内豆粕现货随盘面大幅下跌，基差小幅下跌，成交提货量均有所下滑。预计表观消费走弱，开机率回升，豆粕库存可能小幅上升。机构预估 9 月买船 524.2 万吨，10 月买船 992 万吨，11 月买船 880 万吨，12 月 389 万吨，1 月较少。10 到 12 月的到港仍较高，大豆、豆粕预计处于高库存状态，同比大豆库存仍然较高。在此现货预期下，因贸易战预期情绪交易出的高榨利容易回落，从而形成近期豆粕的下跌。

观点：巴西目前看降雨恢复较好，带动市场预期未来将有大供应存在，且预期呈现近年来首次供应或远大于需求的格局。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。美国大选特朗普胜出，贸易战情绪推涨国内豆粕，也意味着今后豆粕波动率将会增大。特朗普关税措施至少也应在 1 月正式就任之后，叠加四季度巴西可出口量不多，逢低做多头寸考虑接近成本线后的 03、05、09 豆粕合约，但考虑全球大豆丰产形势，榨利较高时则考虑止盈或做空。

油脂

马棕：本周油脂如期调整，一方面是加速上涨后多头部分兑现的需要，另一方面需求端的买船已经出现了明显抑制，盘面下跌几乎只需要等待一个利空的导火索，本周特朗普任命对环保法案支持力度极低的泽尔丁担任 EPA 新任署长，市场预期美国未来生柴需求或画上问号，虽然其最后一次可以统计到的投票在 2022 年，今日其心态是否发生变化未可知，但仍给市场蒙下阴影，受此影响豆菜油回调较多，但棕榈油回调力度较小。棕榈油的上涨主要源于印尼方面减产导致库存处近年同期最低水平，产地报价新高不断，需求端被动接受。目前国内棕榈油价格及到港成本均已破万元大关，从 2021 年底、2022 年初的类似情况来看，此价格已对消费产生了明显抑制。目前中、印的棕榈油库存均处于中性偏低水平，但表观消费回落情况下可用库存天数仍有较大回旋余地，从而阶段性棕榈油出口需求下降，可能引发棕榈油有所调整，本周即是这段推演的写照。中期来看还是要关注印尼产量是否回到较高水平，通过马印价差及马棕出口可以侧面观察印尼库存强度及出口需求。

国际油脂：印度 10 月份食用油进口量环比增长 34%至 142 万吨；棕榈油进口量环比增加 59%至 84 万吨，为三个月以来最高水平；豆油进口量环比下降 10%至 34.4 万吨；葵花籽油进口量环比增加 57%至 24 万吨；美豆油周尾大涨，中国宣布取消改性植物油的退税，美国 UCO 的进口量或下滑，另外国际买家求购低价美豆油，导致美豆油出口超预期需要重估，特朗普对外国进口油脂的税收抵免也会有所影响，都对美豆油的国内消费存在向好预期。

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。近期油脂价格触及高位后因特朗普任命对环境法案不太友好的泽尔丁为 EPA 署长等利空影响有所调整，豆菜油调整幅度更大。棕榈油因 11 月前 15 日马棕高频出口数据仍较好，国际市场买兴或印尼库存偏低状况可能仍在维持棕榈油的较高价格，且当前进入棕榈油减产季节，印尼库存偏低及新季 B40 带来的生物柴油增量对产量、库存的考验更大，油脂可能会有反复。

白糖

国际市场回顾：上周原糖价格震荡下跌，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 21.62 美分/磅，较之前一周下跌 0.16 美分/磅，或 0.73%。消息方面，Unica 最新公布报告的显示，10 月下半月，巴西中南部地区糖产量共计 178.5 万吨，较之前一年同期下滑 24.30%，但超出市场预期。此前 S&P Global Commodity Insights 的调查显示，糖产量预期为 169 万吨。巴西航运机构 Williams 发布的数据显示，截至 11 月 13 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 62 艘，此一周为 55 艘。港口等待装运的食糖数量为 227.91 万吨，此一周为 208.84 万吨。

国内市场回顾：上周郑糖价格延续震荡，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5864 元/吨，较之前一周上涨 47 元/吨，或 0.81%。消息方面，有消息条文称要求对向中国出口的泰国食糖生产商进行安全评估，并暂时暂停相关制造商向中国出口。其他方面，截至 11 月 13 日，广西 2024/25 榨季已有 9 家糖厂开机生产，同比增加 9 家，日榨蔗能力 8.4 万吨。糖厂集中大规模开榨将在本月中旬后。目前在产销区低库存情况

下，客户提糖积极，厂仓现场排队提货车辆较多。贸易商广西新糖一口价报价在 5960-6130 元/吨，基差报价为 SR01+30-60 元/吨或 SR05+50-80 元/吨，价格明显低于集团报价。

观点及策略：有消息称海关总署对泰国糖制品进口管控升级，引发周一盘面价格大幅增仓上涨，但消息真实性有待确定，且管控糖浆和预拌粉进口关键在于关税或者强制性禁止等行政措施，条文并非禁止进口，又并未提高关税，只是督促提高安全规范性。预计短线郑糖高位宽幅震荡，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：上周美棉价格大幅下跌，创三个月新低，受美元走强、出口销售报告不佳以及整个金融和商品市场情绪低迷拖累，截至周五 ICE 3 月棉花期货合约收盘价报 68.93 美分/磅，较之前一周下跌 4.29 美分/磅，或 5.86%。消息方面，在美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）表示无需急于降息后，美元兑其他货币创下一个多月以来的最大单周涨幅，美国主要股指周五收盘下跌，标普 500 指数和纳斯达克指数创下两周来最大单日跌幅。美国农业部（USDA）周五公布的出口销售报告显示，截至 11 月 7 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 3.53 万吨，较之前一周减少 33%，较前四周均值减少 18%。巴西国家商品供应公司（Conab）周四公布的数据显示，巴西 2024/25 年度棉花产量预估为 370.41 万吨，同比增加 0.1%，2023/24 年度为 370.14 万吨。巴西 2024/25 年度棉花种植面积预估为 200.78 万公顷，同比增加 3.3%，2023/24 年度为 194.42 万公顷。

国内市场回顾：上周郑棉价格震荡下跌，截至周五郑棉 1 月合约收盘价报 13955 元/吨，较之前一周下跌 225 元/吨，或 1.59%。消息方面，目前全国棉花采摘接近尾声，新疆北疆采摘基本结束，南疆棉花采摘进度已超九成，内地也在收尾阶段，收购量逐步减少，籽棉收购价格相对平稳，加工进度仍持续快于去年。据中国棉花协会数据显示，11 月 4 日-11 月 10 日全国籽棉平均收购价为 6.4 元/公斤，同比下跌 14.3%，环比上涨 0.2%。当周全国籽棉收购量 152.4 万吨，环比下降 43.7%；新疆收购量 151.6 万吨，环比下降 43.8%。

观点及策略：美棉的出口矛盾愈发严重，2024/25 年度以来，美棉的出口目标持续下调，但美棉的出口签约进度一直远落后于往年同期，未来美棉出口量仍有下调空间，即美棉的供需平衡表有进一步恶化的可能。国内方面，新棉上市量大幅增加，本年度新疆棉花总产量再度上调，国内市场供应充裕。并且随着旺季结束，纺织企业淡季新增订单有所减少，纺纱利润缩减，部分中小纺企有累库现象，使得下游产业链开机率环比持续下滑。预计短期在生产成本线以上会面临较大的套保压力。

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 | 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 | |