

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数-1.91%，创业板指-3.03%，上证50-2.62%，沪深300-2.60%，中证500-2.94%，中证1000-1.55%。两市日均成交额16662亿，较前一周-4803亿/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-0BP，美债十年期国债利率-2BP，中美10年期利差+2BP至-233BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额减少84亿份，份额转移至新成立的A500ETF；②DR007边际下行；③上周重要股东二级市场净减持28亿；④证监会新发2家IPO，边际不变；⑤上周融资余额+81亿；⑥上周偏股型基金新成立份额194亿。总的来说，ETF份额减量边际减少（平），重要股东净减持减少（平），融资额增量边际减弱（平），IPO日均数量不变（平），偏股型基金发行量较高但边际减少（平），DR007边际下行（+）。资金面中性。

宏观消息面：

1、近期股指调整，消息面上主要是海外地缘风险升温，美国贸易政策带来的不确定性，资金面上是ETF被大量赎回，美元指数强势导致海外资金流向美国；2、商务部：加大对外贸企业的融资支持力度，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；3、11月LPR报价出炉：5年期和1年期利率均维持不变；4、证监会主席吴清：长期投资、短期投资我们都欢迎，现在市场上更需要把长期资金入市的堵点打通；5、多家头部基金公司的大型宽基股票ETF降费，每年为投资者降成本约50亿；6、广州：将在全市范围内收购满足90平米以下的存量商品房作为保障房；7、特朗普提名亿万富翁斯科特·贝森特担任财政部长一职，贝森特支持维护美元的全球储备地位，支持缩减赤字、解决美国债务可持续性；8、美国11月密歇根大学消费者信心指数终值为71.8，预期73.7，前值73，美国11月一年期通胀率预期终值为2.6%，预期2.7%，前值2.60%。

市盈率：沪深300:12.34，中证500:25.80，中证1000:39.52，上证50:10.32。

市净率：沪深300:1.31，中证500:1.73，中证1000:2.03，上证50:1.14。

股息率：沪深300:3.03%，中证500:1.88%，中证1000:1.47%，上证50:3.81%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.13%/-0.07%/-0.07%/-0.53%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.72%/-1.12%/-2.00%/-3.57%；IM 当月/下月/当季/隔季：-1.31%/-1.89%/-3.19%/-5.36%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.08%/+0.17%/+0.33%/+0.32%。

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，套利暂无推荐。

## 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. 11月贷款市场报价利率（LPR）报价出炉：5年期以上 LPR 为 3.6%，上月为 3.6%。1年期 LPR 为 3.1%，上月为 3.1%；
2. 目前已有 9 地公告拟发行及已发行再融资专项债券置换存量隐性债务，规模近 5000 亿；
3. 前 10 个月，全国一般公共预算收入 184981 亿元，同比下降 1.3%。其中，全国税收收入 150782 亿元，同比下降 4.5%；非税收入 34199 亿元，同比增长 15.3%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入 82482 亿元，同比下降 3.9%；地方一般公共预算本级收入 102499 亿元，同比增长 0.9%；
4. 超长期特别国债支持“两新”资金 3000 亿元全部下达；
5. 吴清：长期投资、短期投资我们都欢迎 现在市场上更需要把长期资金入市的堵点打通；
6. 四大一线城市取消普通住房和非普通住房标准；
7. 广州：将在全市范围内收购满足 90 平米以下的存量商品房作为保障房；
8. 乘联会：预计 11 月狭义乘用车零售总市场规模约为 240.0 万辆左右 同比增长 15.4%；
9. 财政部：正在制定提前下达部分 2025 年新增专项债券限额工作方案；
10. 财政部已将 6 万亿元债务限额下达各地 部分省份已经启动发行工作；
11. 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%；
12. 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%；
13. 美国 11 月密歇根大学消费者信心指数终值为 71.8，预期 73.7，前值 73。美国 11 月一年期通胀率预期终值为 2.6%，预期 2.7%，前值 2.60%；
14. 特朗普提名亿万富翁斯科特·贝森特担任财政部长一职；
15. 英国 11 月制造业 PMI 初值为 48.6，预期 50；11 月服务业 PMI 初值为 50，预期 52；
16. 欧元区 11 月制造业 PMI 初值录得 45.2，创 2 个月新低。欧元区 11 月服务业 PMI 初值录得 49.2，创 10 个月新低。欧元区 11 月综合 PMI 初值录得 48.1，创 10 个月新低。

流动性：上周央行逆回购投放 18682 亿，到期 18014 亿，净投放 668 亿，DR007 利率收于 1.65%。

利率：1、上周 10Y 国债收益率收于 2.08%，周环比回落 0.36BP；30Y 国债收益率收于 2.26%，周环比回落 1.35BP；2、上周 10Y 美债收益率 4.41%，周环比回落 2BP。

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：截止至上周五下午收盘，沪金涨 5.83%，报 627.88 元/克，沪银涨 2.81%，报 7804.00 元/千克；COMEX 金涨 3.95%，报 2672.20 美元/盎司，COMEX 银涨 1.10%，报 30.87 美元/盎司；10 年期美债收益率跌 0.00%，报 4.43 %；美元指数涨 0.18%，报 107.06 ；

美国新财长任命初步确定，美国财政预期转紧：黄金价格与美国财政赤字水平呈现正相关关系，而美国财政紧缩的预期则对贵金属形成中期的利空因素。特朗普宣布将任命贝森特为美国新任财政部长，贝森特前期曾提出到 2028 年需将美国财政赤字水平降低至 GDP 的 3%，同时通过让私营部门取代政府支出的方式来放松管制，以实现 3%的 GDP 增长。前期，特朗普宣布任命马斯克为“政府效率部”负责人以控制美国联邦政府不必要的开支，马斯克表态将能令美国财政端支出下降两万亿美元。从当前特朗普政府的人事任命以及主张来看，市场对于美国财政政策预期较大选前出现较为明显的边际变化，若美国控制财政支出的方案在新一届的政府中得以执行，则美国财政赤字水平将会在中期出现回落，黄金价格将难以延续上涨走势。上一轮美国财政赤字的控制主要出现于奥巴马的第二个总统任期中，而黄金价格也在 2012 年-2016 年总体表现弱势。美联储宽松货币政策表态偏谨慎，降息预期回落：美联储古尔斯比表示当前美国劳动力市场已经稳定，需要放慢降息的步伐。而鹰派理事鲍曼则表明她倾向于谨慎地降低利率，并认识到当前联储仍未实现通胀目标。同时，本周高频就业数据好于预期，美国 11 月 16 日当周申请失业救济人数为 21.3 万人，低于预期的 22 万人以及前值的 21.9 万人。当前 CME 利率观测器显示，市场预期美联储 12 月份降息 25 个基点的概率由 11 月 13 日高位的 82.5%下降至当前的 52.7%。降息预期回落，同时美国财政预期转紧，令美元指数总体表现强势，不利于贵金属价格的上涨。

贵金属成交及持仓情况：COMEX 金银管理基金净多头持仓回落，国际金价总体表现为缩量上涨。COMEX 黄金管理基金净多持仓下降 1.7 万手至 16.52 万手，COMEX 白银管理基金净多持仓下降 8072 手至 2.42 万手。COMEX 黄金价格上涨，但成交量五日均值下跌 19.5%至 19.39 万手，持仓量下降 3.95%至 53.6 万手。沪金成交量五日均值下跌至 37.9 万手，持仓量总体维持在 39.6 万手。COMEX 白银持仓量下降 2.38%至 14.75 万手，沪银成交量五日均值上涨 5.06%至 143.6 万手，持仓量下跌至 75.2 万手。

行情总结：美国财政部长最新人选贝森特存在明确的控制财政支出及赤字的倾向，这令美国财政赤字预期在中期逐步转为收缩，同时美联储货币政策表态偏鹰派，市场降息预期持续回落。对于缩量上涨的国际金价应当持谨慎态度，美国财政预期若得以实现，则贵金属价格后续将表现弱势，金银策略上建议暂时观望，不宜追高，沪金主连参考运行区间 602-640 元/克，沪银主连参考运行区间 7560-8081 元/千克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价先扬后抑，伦铜微涨 0.02% 至 8972 美元/吨，沪铜主力合约收至 73730 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 1.0 万吨，其中上期所库存减少 1.0 至 12.0 万吨，LME 库存增加 0.1 至 27.3 万吨，COMEX 库存减少 0.1 至 8.0 万吨。上海保税区库存环比减少 0.4 万吨。当周现货进口维持盈利，远月进口窗口关闭，洋山铜溢价反弹。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水 120.0 美元/吨，国内上海地区现货需求由于盘面变化有所减弱，周五升水下滑至 10 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差维持 830 元/吨，废铜替代优势不变，当周废铜制杆企业开工率下滑。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提高 1.8 个百分点，延续环比改善。

价格层面，美国处于新当选总统上任前的政策预期阶段，其相关政策主张对于市场风险偏好有所压制，加之欧洲经济数据较弱，美元走势偏强亦构成压力。中国宏观经济数据还未明显改善，仍需关注政策变化对于预期的影响。产业上看海外现货仍弱，国内短期存在抢出口需求，不过淡季背景下供需改善程度或受限。总体预计短期铜价难有大的反弹。本周沪铜主力运行区间参考：72600-75000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：8820-9200 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，2024-11-21：铝锭去库 2.7 万吨至 52.6 万吨，铝棒累库 0.35 万吨至 12.55 万吨。

进出口：中国 2024 年 10 月原铝进口量为 174,792.319 吨，环比增长 27.51%，同比减少 19.31%。2024 年 10 月中国铝材出口量为 53.8 万吨，环比增长 2.6%，同比增长 27.5%。1-10 月，中国铝材累计出口 517.0 万吨，同比增长 18.9%，增幅比 1-9 月扩大 0.9 个百分点。

需求端：11 月 1-17 日，乘用车市场零售 110.6 万辆，同比去年 11 月同期增长 30%，较上月同期增长 3%，今年以来累计零售 1,894.2 万辆，同比增长 5%。乘用车新能源市场零售 58.1 万辆，同比去年 11 月同期增长 66%，较上月同期增长 7%，今年以来累计零售 890.9 万辆，同比增长 41%。

小结：本周铝价高位震荡。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，现阶段国内电解铝加权成本已高于电解铝价格，亏损铝厂占比增加；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，铝锭铝棒库存走势分化，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：20100 元-21000 元。海外

参考运行区间：2550 美元-2750 美元。

## 锌

价格回顾：上周锌价波动上行，沪锌指数收至 24798.81 元/吨，单边交易总持仓 27.75 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 收至 2991 美元/吨，总持仓 24.25 万手。

高频数据：内盘基差 225 元/吨，价差 400 元/吨。外盘基差-5.79 美元/吨，价差 29.47 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.129，锌锭进口盈亏为-500.49 元/吨。SMM0#锌锭均价 25470 元/吨，上海基差 225 元/吨，天津基差 225 元/吨，广东基差 540 元/吨，沪粤价差-315 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 4.45 万吨，LME 锌锭库存录得 26.46 万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录得减至 11.87 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 17.8 万吨，工厂库存天数 16.5 天。本周镀锌结构件开工率录得 63.60%，原料库存 1.2 万吨，成品库存 36.4 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 59.00%，原料库存 0.9 万吨，成品库存 1.1 万吨。本周氧化锌开工率录得 59.23%，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，财政紧缩预期增强，美元指数强势上行，有色板块整体走势承压。国内交割完成后下游企业逢低采买较多，社会库存去库较快，月间价差快速上行。临近 12 月交割月，沪锌 2412 合约持仓仍居相对高位，近月空单风险较高。

## 铅

价格回顾：上周铅价波动上行，沪铅指数收至 16967 元/吨，单边交易总持仓 7.62 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 收至 2013 美元/吨，总持仓 13.91 万手。

高频数据：内盘基差-175 元/吨，价差-35 元/吨。外盘基差-29.66 美元/吨，价差-95.83 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.162，铅锭进口盈亏为-1238.91 元/吨。SMM1#铅锭均价 16675 元/吨，再生精铅均价 16675 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 4.2 万吨，LME 铅锭库存录得 27.58 万吨。据钢联数据，国内社会库存录得增至 7.49 万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 3.3 万吨，工厂库存 30.6 天，铅精矿进口 TC-20 美元/干吨，铅精矿国产 TC600 元/金属吨，原生开工率录得 65.79%，原生锭厂库 0.4 万吨。再生端，铅废库存 12.3 万吨，再生铅锭周产 3.8 万吨，再生锭厂库 1.1 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 75.49%。

总体来看：临近冬日，各地环保检查增加，安徽等地上周出现环保检查，部分冶炼厂短暂减产停产，供应端边际减少。月末下游蓄企盘库，启动电池企业开工较好，动力电池企业开工边际转弱，后续采购或有缩量，预计铅价延续低位盘整。

## 镍

本周镍价低位震荡。周五沪镍主力合约收盘价 125090 元，周内+1.58%，LME 镍三月 15 时收盘价 15720 美元，周内+0.77%。

资源端：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

周上涨持平。短期看，近期菲律宾的台风和雨季进一步影响了镍矿的供应，部分计划于11月的派船可能延至12月才能完成。因此，未来菲律宾红土镍矿的供应量仍将十分有限。在这种背景下，市场对菲律宾镍矿的降价预期可能被推迟，短期内价格博弈预计将持续。

中间品：中间品系数价格回落后持稳运行，当前MHP系数对LME镍81，高冰镍系数对LME镍84。印尼中间品价格持续回落，截至11月22日，印尼MHP FOB价格报12041美元/金属吨，高冰镍报12977美元/金属吨。

硫酸镍：从需求方面来看，前驱体厂在月初已经完成了大部分必要的采购工作，因此近期市场活跃度相对较低。从供应方面来看，面对硫酸镍价格的持续下跌，盐厂对于价格的挺价意愿开始走强，部分盐厂由于面临成本倒挂的困境，已开始选择减产或停产。综合考虑，目前在供需双弱的情况下，盐厂挺价情绪仍存，因此镍价价格将随上下游僵持振荡运行。周五国内硫酸镍现货价格报25900-26700元/吨，均价较上周-425元/吨。

精炼镍：宏观端，美元指数维持强势，有色板块整体承压。基本上，下游需求未见明显增量，全球镍显性库存仍在持续累积，限制镍价进一步上行空间。但从成本端看，镍矿价格短期难有下跌，中间品系数价格虽有回落，但整体幅度依旧有限，因此短期镍价下方支撑仍在，镍价向下的空间并不大。预计本周沪镍主力合约价格运行区间参考120000-130000元/吨，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：根据中国海关公布的数据以及安泰科折算，锡精矿进口方面，2024年10月我国共进口锡精矿实物量15016吨，折金属量4998.4吨，环比35.9%，同比上涨17.6%。截止2024年10月，我国共进口精锡1.5万吨，同比下滑34.8%；累计出口精锡1.4万吨，同比增长33.8%。本月精锡贸易结束净出口趋势，转为净进口1426吨。10月印尼锡锭出口5731.8吨，同比增长37.3%。

需求端：11月1-17日，乘用车市场零售110.6万辆，同比去年11月同期增长30%，较上月同期增长3%，今年以来累计零售1,894.2万辆，同比增长5%。乘用车新能源市场零售58.1万辆，同比去年11月同期增长66%，较上月同期增长7%，今年以来累计零售890.9万辆，同比增长41%。

小结：本周锡价低位震荡，下游补库意愿增加库存去化显著。锡基本面方面，进口窗口开放带动国内11月锡锭供应大增，需求端汽车维持高增速状态，但美元指数走高对价格形成持续压制。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：230000元-255000元。海外伦锡参考运行区间：28000美元-30500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78082元，周内+0.69%。MMLC电池级碳酸锂报

价 78000-79500 元，工业级碳酸锂报价 75500-78500 元，均价较前日-0.32%。LC2501 合约收盘价 79500 元，周内涨 1.53%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 750 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 830-870 美元/吨，周内+0.59%。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 15072 吨，较上周增 3.9%，重回历史高位。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%，推算 11 月产量环比增加约 4%。10 月中国碳酸锂进口数量为 2.32 万吨，环比增 42.6%，同比增加 115.5%，前十月进口累计同比增 48.7%。10 月智利出口至中国碳酸锂为 1.70 万吨，11 月预计国内进口在 2 万吨附近。乘联会预计 11 月新能源汽车销量环比增加约 7%，渗透率约 53.3%。欧洲德英法意西瑞挪七国 10 月总销量同比减少，前十月累计同比减 4.5%。美国 10 月新能源汽车销量同比增 20.9%，前十月累积同比增 8.9%。11 月第三方调研磷酸铁锂开工率环比近持平，三元材料则小幅下滑。11 月 21 日，国内碳酸锂周度库存报 108301 吨，环比上周-752 吨（-0.7%），去库幅度连续收窄。截止 11 月 22 日，注册仓单 53317 手，周内增 7.2%。

观点：锂价震荡上行，碳酸锂合约录得周线五连阳。年末碳酸锂需求旺季延长，澳矿企业下调明年供给，市场修正未来资源供给过剩幅度，对锂价底部形成较强支撑。淡季消费预期差已在盘面交易，近两日碳酸锂期货持仓略有回落，多空双方待新驱动释放。短期，下游排产强预期的兑现程度和 12 月需求的延续性将会影响后续碳酸锂定价走向。若消费端表现持续，将有效支撑抬高价格中枢；反之，锂价上方面临较大抛压。注意主力合约持仓维持高位，12 月套保空头将陆续交仓，观察现货市场交易所标准电碳的紧缺程度。本周广期所碳酸锂 2501 合约参考运行区间 76000-84000 元/吨。

## 氧化铝

截止 11 月 22 日下午 3 时，氧化铝指数本周上涨 0.44%至 5030 元/吨，持仓减少 1.1 万手至 48 万手，现货坚挺支撑期货价格维持高位，铝价低迷导致下游利润转负压制氧化铝价格上涨空间，短期预计仍维持高位震荡。基差方面，本周基差维持高位，山东地区现货较主力合约基差维持在 349 元/吨。

现货方面，本周各地区氧化铝现货价格维持上涨趋势，但涨幅有所放缓，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别上涨 105 元/吨、115 元/吨、100 元/吨、100 元/吨、105 元/吨、105 元/吨。氧化铝流通现货紧张局面持续，下游铝厂采购补库难度增加，高价氧化铝导致下游行业平均冶炼利润转负，部分铝厂因高成本检修停槽，预计氧化铝现货价格进一步上涨空间有限，但仍较维持高位。

进出口方面，截止 11 月 22 日，西澳氧化铝 FOB 价格上涨 92 美元/吨至 785 美元/吨，进口盈亏报-1012 元/吨，出口窗口临近打开。2024 年 10 月氧化铝净出口 16.4 万吨，前十个月氧化铝合计净出口 10.07 万吨，同比下滑 123%，年内累计进出口量由净进口转为净出口。国庆后海外氧化铝价格大幅上涨，驱动国内市场化出口渠道打开，10 月单月出口量创近两年新高。

本周氧化铝社会总库存去库 4.6 万吨至 377.4 万吨，去库趋势持续。各地区部分氧化铝厂受环保督查以及原料供应紧张等因素被迫减压产，部分长单执行不及预期，叠加北方部分地区发运不顺畅，导致在途库存下降明显。另外，市场流通的现货依旧紧张，下游铝厂采购补库难度增加，随着长单保供能力的下降，下游铝厂原料库存持续去库。本周氧化铝上期所仓单累库 0.3 万吨至 6.97 万吨；交割库库存去库 0.44 万吨至 7.4 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，且因 GAC 出口受限问题短期仍难化解，预计年内海外铝土矿进口量仍难恢复至雨季前水平。

整体来看，近期铝土矿港口库存去库趋势加速，矿石紧缺局面持续，海外矿石价格持续走高，转松拐点

后续仍需跟踪 GAC 与当地政府谈判情况、几内亚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，较上周维持不变，本周复产减产并行，前期压产的山东和山西部分氧化铝厂恢复生产，但环保督察及矿石保供能力下降等因素导致部分河南氧化铝厂被迫减产，涉及产能约 180 万吨/年左右。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。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。前期部分电解铝厂受高成本影响停产，合计影响约 20 万吨。本周贵州省两家正在启槽的电解铝企业近日开始或计划少量停槽，折合产能超 2 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，但远期矿石供应仍有转松预期；供给端，受环保督察和矿石紧缺影响，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。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。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 14050 元/吨，环比 0.36%；8-12%高镍生铁出厂均价为 974 元/镍，环比-2.11%；废不锈钢均价报 9400 元/吨，环比-0.53%。不锈钢主力合约 SS2412 周五下午收盘价 13215 元/吨，环比-0.38%。

供给：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 $m^2$ ，同比下滑 15.8%；9 月单月，商品房销售面积为 7645.97 万 $m^2$ ，同比下滑 1.63%。10 月核心 CPI 止跌反弹，同比增长 0.2%。10 月家用电器领域持续回暖，冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 14/6.8/14/6.3%；10 月燃料加工业累计同比 8.1%，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，环比持平；期货仓单本周库存 10.70 万吨，较上周-1977 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 28.9/54.7/14 万吨，其中 300 系库存环比下滑 0.18%；本周不锈钢海漂量 6.22 万吨，环比增长 24.67%，卸货量 5.04 万吨，环比-24.27%。

成本：本周国内高镍铁主流出厂价 985 元/镍，较上周持下滑 15 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 47 元/镍。自产镍铁产线整体利润率达-1.28%，钢厂情绪依旧较为悲观。

观点：原料端，钢厂原料采购大幅压价，高镍铁、高碳铬铁持续下跌。不锈钢需求未有提振，供应端本月排产维持高位，社会库存小幅去化，供应压力仍存，且在成本支撑下移的情况下，预计短期不锈钢偏低位整理，继续关注原料价格和钢厂到货情况。成本端铬铁难以止跌，4 季度以来，国内主流高铬出厂报价已累计下跌 600 元/50 基吨，跌幅为 7.23%。高铬生产企业在严重亏损前提下，是继续生产还是停产检修实属难以决断，而从今日铬矿价格变化来看，矿端已作出明显让步，但高铬市场依然缺乏利好，



且在成本松动前提下，短期内高铬价格延续偏弱运行状。

## 黑色建材类

### 钢材

螺纹钢主力合约下午收盘价为 3277 元/吨,较上一交易日跌 55 元/吨 (-1.65%)。当日注册仓单 18837 吨,环比增加 1202 吨。主力合约持仓量为 151.68 万手,环比减少 19776 手。现货市场方面,螺纹钢天津汇总价格为 3250 元/吨,环比减少 10 元/吨;上海汇总价格为 3430 元/吨,环比减少 30 元/吨。昨日热轧板卷主力合约收盘价为 3448 元/吨,较上一交易日跌 49 元/吨 (-1.40%)。当日注册仓单 488532 吨,环比减少 296 吨。主力合约持仓量为 93.38 万手,环比增加 14582 手。现货方面,热轧板卷乐从汇总价格为 3550 元/吨,环比减少 20 元/吨;上海汇总价格为 3430 元/吨,环比减少 40 元/吨。

供应端:本周螺纹总产量 234 万吨,环比-0.1%,同比-8.3%,累计产量 10216.5 万吨,同比-18.8%。长流程产量 205 万吨,环比-0.3%,同比-6.9%,短流程产量 29 万吨,环比+2.0%,同比-16.6%。本周热轧板卷产量 312 万吨,较上周环比变化+3.3 万吨,较上年单周同比约+1.1%,累计同比约+1.0%。本周铁水日均产量为 235.8 万吨,较上周环比下降 0.14 万吨。铁水产量维持在相对高位,高炉利润维持 190 元/吨附近,电炉由于利润维持 在 30 元/吨附近,本周电炉产量小幅上升。

需求端:本周螺纹表需 234 万吨,前值 231 万吨,环比+1.3%,同比-14.6%,累计需求 10361 万吨,同比-18.0%。本周热轧板卷消费 319 万吨,较上周环比变化+1.4 万吨,较上年单周同比约+2.2%,累计同比约+1.4%。本周螺纹钢表观消费量小幅超预期,但依旧维持季节性下降趋势,整体表现较为健康。热卷需求持续维持高位震荡。

库存:本周螺纹社会库存 296 万吨,前值 296 万吨,环比+0.1%,同比-19.7%,厂库 149 万吨,前值 149 万吨,环比-0.4%,同比-8.8%。合计库存 445,前值 445,环比-0.1%,同比-16.3%。螺纹钢库存小幅降低,库存水平维持中性,热卷库存处于健康去化的进程当中。

利润:铁水成本 2865 元/吨,高炉利润-211 元/吨,独立电弧炉钢厂平均利润-177 元/吨。本周钢厂盈利率为 54.55%,环比下降 0.05%,盈利率小幅下降。

小结:本周成材呈现震荡偏强,成材价格随市场情绪转好而走强。基本面方面,螺纹本周产量微降,需求表现较好且略超市场预期,库存小幅降低,整体基本面表现较为中性健康。热卷小幅增产,需求持续维持高位横移,库存去化进程健康,暂无明显矛盾。本月钢材出口再创新高,出口端弥补淡季需求,形成较强支撑。宏观方面,市场对于未来的中央经济工作会议以及政治局会议有一定预期,成材价格跟随整体市场走势表现较好。但由于周五美国公布财长人选为鹰派,对整个资本市场有一定程度冲击,情绪短期随之回落。利润方面,钢厂盈利率小幅下降,但即期利润小幅增加,整体估值偏高。整体而言,成材基本面表现较好,暂无明显矛盾。价格跟随市场对未来的预期而波动。成材当下基本面具有一定韧性的情况下,叠加市场对未来会议存有一定预期,成材价格或将呈现震荡偏强走势。以螺纹钢主力合约为例,主力合约参考运行区间为 3280-3450 元/吨。未来还需重点关注 12 月底中央经济工作会议以及政治局会议的影响,冬储运行情况,以及海外宏观层面对国内经济的影响等。

## 锰硅硅铁

本周, 锰硅盘面价格向右摆脱下行趋势, 向上小幅反弹, 但伴随着成交缩量及持仓的下降, 日线级别仍处于区间震荡之中, 趋近于三角收敛末端, 关注末端的方向选择。当前下方继续关注 6100-6150 元/吨(针对加权指数, 下同) 区间附近支撑, 上方关注 6600 元/吨附近压力。当前无明显趋势, 单边参与性价比仍较低, 谨慎参与。

硅铁方面, 盘面价格向上小幅反弹, 摆脱小时级别下跌趋势, 当前日线级别仍处于 6200 元/吨-6600 元/吨(针对加权指数, 下同) 的宽幅震荡区间之中。由于目前价位上下空间相对有限, 价格单边参与性价比同样仍较低, 建议谨慎参与。

展望后市, 我们认为宏观层面的博弈仍是当下行情的主要矛盾, 后续最为关键的参考点在于 12 月中下旬即将召开的中央经济工作会议及其对于来年经济的定性, 这决定了市场在明年春天验证现实需求前对于下游需求的预期走向, 关注是否存在能够让市场恢复信心甚至超出预期的表态。

短期来看, 我们认为品种自身基本面在当下阶段处在次要矛盾的位置, 更多决定品种的相对强弱而非方向。站在基本面角度, 后续随着淡季的到来以及政策对于实际需求刺激的有限性, 螺纹钢及铁水产量预计仍将不可避免的季节性走弱。且在下游继续维持低库存经营的背景下, 原材料冬储预期预计将一般, 或进一步制约需求强度。而供给端, 锰硅当前产量仍较需求偏宽松, 在这样的背景下, 我们依旧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。硅铁方面, 供需两侧则相对均衡, 无明显矛盾。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, 即使后期宏观情绪向上, 价格反弹的高度或相对有限。

价格方面, 我们认为在 12 月中下旬的中央经济工作会议之前, 继续维持宽幅震荡的概率较大。

## 铁矿石

上周, 铁矿石主力合约价格收至 769 元/吨, 较 11 月 18 日开盘价变化+28.5 元/吨, 涨跌幅+3.85%。供给端, 最新一期全球铁矿石发运总量 3093.6 万吨, 环比增加 82.7 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2547.6 万吨, 环比减少 11.2 万吨。澳洲发运量 1748.0 万吨, 环比增加 25.4 万吨, 其中澳洲发往中国的量 1469.5 万吨, 环比增加 33.8 万吨。巴西发运量 799.6 万吨, 环比减少 36.6 万吨。中国 47 港到港总量 2475.5 万吨, 环比减少 430.4 万吨; 中国 45 港到港总量 2297.2 万吨, 环比减少 484.7 万吨。日均铁水产量 235.8 万吨, 环比减少 0.14 万吨。库存端, 全国 47 个港口进口铁矿库存为 15929.38 万吨, 环比增 68.87 万吨。

上周铁矿石价格震荡上行。供给方面, 最新一期全球发运量环比微增, 澳洲港口检修减少, 发运小幅回升。11 月台风影响导致到港量波动剧烈。需求方面, 上周钢联日均铁水产量环比下降 0.14 万吨至 235.8 万吨, 新疆及山西地区因需求下降陆续有高炉进行冬休, 钢厂盈利率延续下降趋势。结合检修数据, 继续维持铁水产量在 11 月见项后高位波动的观点。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，上周压港量继续下降，47 港口库存环比微增，部分贸易商看好钢厂冬储，存在一定投机情绪。宏观层面，临近 12 月，市场对宏观政策预期情绪或将重燃，总体来看，铁水高位波动，政策预期延续，矿价或仍以震荡为主。

## 工业硅

盘面方面，工业硅价格继续在低位维持震荡，价格方向偏向下，接近向下临界位置。日线级别 K 线走势表现仍松散，趋势性暂时仍不清晰，价格向下的压力加大，继续关注下方 12100-12200 元/吨区间附近支撑，不排除短期存在价格击穿前低后进一步走低的风险。若价格击穿 12100 元/吨附近前低支撑，或有望向下探至 11600-11800 元/吨附近。

供需基本面角度，本周新疆及内蒙产量继续小幅上升，云南及四川地区产量小幅回落，二者对冲之下，工业硅周供应基本持稳，小幅回升，略低于去年同期。需求方面，多晶硅产量本周继续下降，周产较同期低约 22%。多晶硅库存持续累积，价格压力加剧，高库存及较大幅亏损背景下产量存在进一步下降预期。有机硅端，新投产能仍在释放产量，本周产量环比再度小幅上升，周产较去年同期增约 33%，对冲多晶硅部分需求减量。往后期看，我们认为在云南及四川地区产量已降至接近枯水期平均水平，继续减量的空间相对有限，但新疆地区生产仍具备继续回升空间。因此，后期供给端回落或相对缓慢，压力仍旧存在。而需求端，多晶硅产量预计持稳或继续小幅下行，将与去年四季度产量的快速上升形成鲜明对比，而有机硅端受限于利润及库存的制约，生产继续放量的空间相对有限。因而，后期供求边际或将阶段性再度恶化，给予价格压力。同时，盘面当前 25 多万吨的仓单资源将于下周集中注销，市场流通资源激增，或对价格造成向下扰动。

在基本面承压、盘面升水、走势临近向下临近的基础上，结合宏观情绪的弱化，我们预期价格短期或仍维持相对偏弱的状态，且不排除价格将进一步走低，提示注意价格下跌风险。

## 能源化工类

### 橡胶

NR 和天然橡胶和 BR 均较大下跌。

我们认为不必悲观，可适当乐观。

天气方面，未来 7-14 天，泰国降雨量上升。有利多作用。

#### 现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 15590 (-350) 元。

标胶混合现货 1930 (-40) 美元。华北顺丁 12800 (-400) 元。江浙丁二烯 9550 (-100) 元。山东丁二烯 9400 (0) 元。

#### 操作建议：

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 22 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 62.58%，较上周走高 3.58 个百分点，较去年同期走高 1.53 百分点。库存压力未减。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.78%，较上周小幅走高 0.03 个百分点，较去年同期走高 5.89 百分点。半钢轮胎出口仍存韧性。

#### 4) 库存去库尾声后期或转向增库。

截至 2024 年 11 月 17 日，中国天然橡胶社会库存 113.4 万吨，环比增加 1.7 万吨，增幅 1.5%。中国深色胶社会总库存为 63.5 万吨，环比增加 1%。中国浅色胶社会总库存为 49.9 万吨，环比增 1.5%。截至 2024 年 11 月 19 日，青岛地区天然橡胶库存 29.53 (0.61) 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

海外装置停车增多，国内上游开工也开始拐头向下，短期供应端扰动开始主导市场情绪。现货价格开始企稳上涨，煤制利润走高，气制利润虽有回升但绝对水平偏低，后续不排除气头装置出现超预期检修。进口方面，随着海外装置停车的逐步兑现，后续进口将逐步回落。需求端内地烯烃装置外采增多，贸易商持货意愿提升，需求整体有所好转。库存方面，港口库存仍在高位，后续随着到港的回落港口将逐步去库，内地企业库存同比低位，整体压力较小。总体来看，供应端利多开始出现，现货低位走强，后续有望震荡走高。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。

## 尿素

气头装置开工延续回落，煤制开工有所回升，整体小幅回升。受现货走弱影响，企业利润仍有所走低，整体处于低位水平，后续冬季气头停车，预计开工仍将季节性回落为主。需求端复合肥随着环保预警解除以及返青肥的推进，开工进一步走高，成品库存在主动备货下有所回升。三聚氰胺开工回落，同比低位，整体依旧偏弱。总体来看，尿素后续依旧有望走出供增需弱的格局，当前价格继续下行空间有限，单边建议观望或逢低短多为主。

## 聚烯烃

政策端：OPEC 延迟增产消息传出，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），聚丙烯周度涨幅（期货>现货>成本）；聚乙烯 01 合约持仓大幅增加，值得关注。

成本端：本周 WTI 原油上涨 2.04%，Brent 原油上涨 2.30%，煤价下跌-1.66%，甲醇上涨 3.48%，乙烯下跌-1.22%，丙烯下跌-0.94%，丙烷上涨 0.63%。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 82.30%，环比上涨 5.59%，同比去年下降-7.04%，较 5 年同期下降-8.33%。PP 产能利用率 74.91%，环比上涨 1.44%，同比去年下降-2.09%，较 5 年同期下降-17.35%。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。本周聚烯烃检修部分回归，供应端对盘面仍存一定支撑。

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19.32万吨，环比8月上涨2.19%，同比去年下降-10.37%。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17.23万吨，环比8月上涨0.30%，同比上涨75.36%。出口季节性淡季或即将来临，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44.95%，环比下降-0.20%，同比下降-6.41%。PP下游开工率52.00%，环比下降-1.22%，同比下降-6.56%。双十一采购旺季结束，下游开工率季节性下行。市场LLDPE标品紧缺，但伴随月底检修回归，压力或将得到缓解。

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41.11万吨，环比去库-5.21%累库，较去年同期去库-1.89%；PE贸易商库存4.62万吨，较上周累库4.04%；PP生产企业库存50.27万吨，本周环比去库-2.24%，较去年同期去库-12.07%；PP贸易商库存11.47万吨，较上周去库-2.05%；PP港口库存6.02万吨，较上周去库-2.11%。

小结：OPEC延迟增产消息传出，原油止跌企稳，成本端支撑尚存。短期主要矛盾集中在聚乙烯01合约持仓异常上升，市场交易聚乙烯LLDPE标品短缺，但伴随11月底检修集中回归以及投产计划落地，供应端或将承压。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05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(8300-8600)；聚丙烯(PP2501)：参考震荡区间(7400-7700)。

推荐策略：关注01合约持仓拐点，待01合约价格回落后做空PE05合约。

风险提示：原油大幅上涨，PE进口大幅下降。

## 苯乙烯

苯乙烯华东港口库存4.25万吨，环比+1万吨，纯苯港口库存11.77万吨，环比+1.27万吨。苯乙烯负荷66.01%，环比-2.32%，石油苯负荷74.38%，环比+0.04%。近期炼厂检修陆续结束，预计纯苯负荷仍有上行空间，年底有乙烯裂解投产，也带动纯苯供应有所增量。进口方面，中韩进口窗口依旧关闭，听闻有美韩物流商谈，美金价格坚挺，对远月有支撑。托底纯苯价格。基本面看，近期纯苯供需双增，同时国内进口窗口关闭，进口有回落预期，预期有所好转，但近期港口到船偏多，短期仍有累库空间，月间价差大幅走弱。而苯乙烯港口库存维持低位，下游负荷维持年内偏高，且下游工厂招标原料带动现货持续偏紧，累库预期推迟，基差大幅走强。然月底有华东装置复产预期，12月供应有回升预期，年底淡季累库预期仍存，但远期成本支撑增强，建议不要追多，关注远期合约的回调买入机会。

## PVC

PVC综合开工78.44%，环比-0.53%，电石法开工77.95%，环比+0.14%，乙烯法开工79.84%，环比-2.43%。厂库34.58万吨，环比-2.81万吨，社库48.17万吨，环比+0.15万吨。成本端，电石开工小幅回落，西北电石小涨50元/吨，边际成本5200元/吨。出口方面，接单平平，接近BIS落地时间叠加印度反倾销税落地，预计难有亮点。基本面看，近期成本支撑偏弱，供应重新抬升，显性库存虽有所去化，但在途量依旧偏高，现实端依旧偏弱。PVC01合约低位震荡，估值中性偏高，淡季合约，库存压力依旧偏大，

建议逢高套保。绝对价格低位，下面空间有限，单边谨慎操作。关注 12 月政治局会议是否能带来宏观政策上的边际改善。

## 乙二醇

价格表现：EG 震荡走强，01 合约单周上涨 52 元，报 4612 元。现货端华东价格上涨 40 元，报 4652 元。基差走强 7 元，截至 11 月 22 日为 45 元。1-5 价差走强 9 元，截至 11 月 22 日为-75 元。

供应端：本周 EG 负荷 72.8%，环比上升 1.7%，其中合成气制负荷 70.4%，环比下降 0.1%；乙烯制负荷 74.1%，环比上升 2.8%。煤化工方面，煤化工方面，中化学停车预计周末左右重启，山西美锦重启出料，后续多套装置提负重启；油化工方面，浙石化提负荷，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，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，沙特 yanpet1#38 万吨装置计划 12 月检修一个月。整体上，煤化工的装置陆续重启，油化工装置转产和重启装置较多，综合负荷将持续上升。到港方面，本周到港预报 15.7 万吨，环比下降 2 万吨，10 月进口 50 万吨，月环比下降，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 92.4%，环比下降 0.3%，其中长丝负荷 93.5%，环比下降 0.2%；短纤负荷 87.8%，环比持平；瓶片负荷 78.7%，环比下降 1%。装置方面，福建百宏 35 万吨瓶片装置检修。目前瓶片库存边际累积，利润偏低，终端淡季，且后续有装置投产预期，12 月有检修计划。涤纶方面，因终端转淡季，织机负荷下降，预计化纤负荷将回落。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷 91%，环比下降 2%；织机负荷 72%，环比下降 6%；涤纱负荷 69.5%，环比下降 0.5%。纺服零售 10 月国内零售同比+8%，出口同比+10.1%。

库存：截至 11 月 18 日，港口库存 62.8 万吨，环比累库 2.3 万吨；下游工厂库存天数 11.5 天，环比下降 0.3 天。短期看，到港量高位，出港量中性偏低，本周库存累库压力仍存，11 月中旬之后整体库存偏累。

估值成本端：本周外盘石脑油制利润下降 9 美元至为-134 美元/吨，国内乙烯制利润上升 40 元至-656 元/吨，煤制利润上升 40 至 470 元/吨。成本端乙烯 865 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 760 元/吨，成本本周持平，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：近期交易回归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：本周持续上行，01 合约单周上涨 96 元，报 4868 元。现货端华东价格上涨 55 元，报 4820 元。现货基差上升 1 元，截至 11 月 22 日为-70 元。1-5 价差持平，截至 11 月 22 日为-100 元。

供应端：PTA 负荷 82.6%，环比上升 1.5%，装置方面，福海创开始提升负荷，预计提升至 8 成，逸盛新材周初降负至 8 成，目前恢复中。短期内检修装置逐渐重启，负荷预计上升至年内高位水平，整体供给压力将增大。

需求端：本周聚酯负荷 92.4%，环比下降 0.3%，其中长丝负荷 93.5%，环比下降 0.2%；短纤负荷 87.8%，环比持平；瓶片负荷 78.7%，环比下降 1%。装置方面，福建百宏 35 万吨瓶片装置检修。目前瓶片库存边

际累积，利润偏低，终端淡季，且后续有装置投产预期，12月有检修计划。涤纶方面，因终端转淡季，织机负荷下降，预计化纤负荷将回落。终端方面，产成品库存上升，订单下降，加弹负荷91%，环比下降2%；织机负荷72%，环比下降6%；涤纱负荷69.5%，环比下降0.5%。纺服零售10月国内零售同比+8%，出口同比+10.1%。

库存：截至11月15日，PTA整体社会库存（除信用仓单）256.8万吨，周环比累库1.5万吨，在库在港库存为32.7万吨，去库14.1万吨，总仓单56.2万吨，环比上升3.4万吨，仓单持续上升。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：本周现货加工费下降78元，截至11月22日为321元/吨；盘面加工费下降61元，截至11月22日为372元/吨。

小结：本周PTA跟随原油及PX走强，自身加工费因基本面较弱而压缩。后续来看，下游聚酯负荷存在淡季转弱预期，供给预期负荷将逐渐上升，年底有装置投产压力，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，盘面加工费有小幅压缩空间，原油在美国大选后整体预期震荡偏弱，建议逢高空配。

## 对二甲苯

价格表现：本周持续上行，01合约单周上升240元，报6854元。现货端CFR中国上升25美元，报827美元。现货折算基差下跌37元，截至11月22日为4元。1-5价差上升74元，截至11月22日为-224元。

供应端：本周中国负荷84.9%，环比上升3%；亚洲负荷77.7%，环比上升1.4%。国内装置方面，浙石化及福海创重启后，负荷逐渐提升至正常负荷；海外装置方面，韩国Lotte重启，阿曼芳烃11月上停车，预计12月底重启。进口方面，11月中上旬韩国PX出口中国25.3万吨，环比上升7万吨。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82.6%，环比上升1.5%，装置方面，福海创开始提升负荷，预计提升至8成，逸盛新材周初降负至8成，目前恢复中。短期内检修装置逐渐重启，负荷预计上升至年内高位水平，整体供给压力将增大。

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，整体去库。

估值成本端：本周PXN下降3美元，截至11月21日为181美元，周内震荡；石脑油裂差上升1美元，截至11月21日为100美元，原油端震荡向上。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近期走势震荡，产业链下游转淡季，原料整体偏过剩格局。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，但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；与此同时芳烃估值在低位水平，对二甲苯在短期内的估值下方空间亦有限，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预期震荡偏弱，建议逢高空配。



## 农产品类

### 生猪

现货端：降温后需求提升，下游备货积极性提高，支撑本周猪价周后期偏强，但市场供应充足，企业采购难度不大，加之出栏体重上升，猪价涨幅有限；具体看，河南均价周跌 0.08 元至 16.08 元/公斤，周内最高 16.16 元/公斤，四川均价周涨 0.2 元至 16.5 元/公斤，周内最高 16.6 元/公斤，广东均价周涨 0.34 元至 17.32 元/公斤；月底供应或先多后少，散户压栏待涨心态集中，或支撑行情偏强，降温后需求端陆续恢复，局部地区零星腌腊对大猪价格存在支撑，预计未来一至两周价格仍有小涨空间，但长期看供应充足行情或以震荡为主。

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 44% 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：需求小幅启动，屠宰放量后现货受到支撑，标肥差略有扩大反映局部大猪偏紧，受此传导散户惜售情绪加重，或支撑现货暂时偏强，长期看年底体重不低且供应基数呈递增趋势，加之年前集团厂供应偏大有提前出栏的可能，中期展望偏弱但短期暂获支撑的思路，操作上逢低短多或等中期压力位抛空。

### 鸡蛋

现货端：上周国内蛋价先跌后涨，整体走势偏震荡，周内货源供应相对充足，需求提振有限，蛋价整体低迷，不过淘鸡出栏有所增加，但盈利尚可，整体出栏仍有限；具体看，黑山大码报价周落 0.1 元至 4 元/斤，馆陶周落 0.11 元至 4.09 元/斤，周内最低 4.09 元/斤，销区回龙观周落 0.18 元至 4.38 元/斤，东莞周落 0.21 元至 4.09 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，局部偏弱，但整体库存压力有限，下跌幅度或不大。

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，周尾再次试探技术性支撑，国内豆粕 01 则已率先跌破。本周大豆出口升贴水下，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 12 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，截至 11 月 19 日美豆管理基金净持仓仍延续小幅加空，利好难寻局面，美豆有进一步跌破支撑的风险。

国内双粕：本周国内豆粕现货随盘面大幅下跌，基差小幅上涨 10-20 元，提货量下滑，近月成交一般，远月成交较多。预计表观消费走弱，开机率中高水平，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 416 万吨，1 月 139 万吨，2 月 383 万吨，近两月大豆供应充足。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。近两月豆粕交易的主线仍然是外盘丰产、特朗普 1 月上台后的贸易战预期及国内供应宽松等，不过短期估值较低，建议短空或者等待贸易战情绪推涨后逢高抛空。

## 油脂

马棕：本周油脂延续调整，对产地产量恢复以及全球需求的疑虑正对高价棕榈油形成考验，豆菜油则因国内库存充足及外盘大豆、菜籽成本下跌调整幅度更多。主要利空体现在目前供应端印尼公布到 9 月的数据显示出口下降到 186 万吨，产量恢复到 440 万吨，库存水平来到 300 万吨与 2023 年同期持平，不过数据相对滞后，印尼最新的产量及库存情况仍需要侧面观察。需求端，机构统计的印度油脂双周库存数据显示港口库存大幅累库近 30 万吨，意味着后续买兴可能会有所下滑。数据方面，11 月前 20 日高频数据显示马棕出口环比下降 1.38%-5.32%，前 20 日产量环比下降 1.43%，按此预估马棕 11 月库存可能较上月持平。后市油脂是否延续调整或出现反弹，仍需要关注产地的挺价意愿及销区的买货意愿。在高频马

棕出口数据仍较好的情况下，或意味着印尼国内的库存强度不高，挺价意愿还较强。当前需求端因高价受到一定抑制，考虑到中国和印度的油脂库存中性，且棕榈油库存不高，进入12月之后的减产季节，随着产地库存进一步下降，油脂可能会再有反复。

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；美国UCO的进口量因中国取消退税成本上升或下滑，另外国际买家求购低价美豆油，导致美豆油出口超预期，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，不过特朗普团队对生柴政策总体支持也有疑虑，美豆油处于多空交织状态。

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20万吨，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预计库存持平趋势，但原料库存偏高。

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、印度市场累库数据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20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，不过近期印度累库或影响后续需求，油脂有阶段调整需求。随着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：上周原糖价格冲高回落，截至周五ICE原糖3月合约收盘价报21.37美分/磅，较之前一周下跌0.25美分/磅，或1.16%。消息方面，国际糖业组织（ISO）11月20日发布报告，将2024/25榨季的全球食糖消费量预估从1.8287亿吨下调至1.8158亿吨；2024/25榨季全球食糖供应短缺预估从之前的358万吨下调至251万吨；预计2024/25榨季全球食糖总产量为1.7907亿吨，较之前预测的1.7929亿吨略有下降，较2023/24榨季创纪录的1.8137亿吨低1.3%。根据印度全国合作糖厂联合会有限公司（NFCSF）发布的数据，本榨季截至2024年11月15日已有144家糖厂开榨，累计压榨甘蔗907.4万吨，产糖71万吨糖。上榨季同时期已有264家糖厂开榨，压榨甘蔗1625.6万吨，产糖量为127万吨。ICE 2412白糖合约于11月15日到期，交割量为19.1万吨，其中包括来自中美洲的16.5万吨、波兰1.6万吨及巴西北部1万吨。主要接货方是EDF Man糖人贸易（16.6万吨）和Wilmar丰益（2.5万吨）。主要的交货方为Louis Dreyfus路易达孚、Sucden苏克敦和Cofco中粮国际。

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5897元/吨，较之前一周上涨33元/吨，或0.56%。消息方面，海关总署公布的数据显示，2024年10月份我国进口食糖54万吨，同比减少38万吨。2024年1-10月我国累计进口食糖342万吨，同比增加38万吨。10月份我国进口糖浆和预混粉合计22.6万吨，同比增加5.98万吨。2024年1-10月我国进口糖浆及预混粉合计196.36万吨，同比增加38.25万吨。

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，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。短线由于政策预期影响，郑糖维持高位宽幅震荡，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：上周美棉价格上涨，受技术性反弹推动上涨，以及上周美棉出口销售数据强劲。截至周五 ICE 3月棉花期货合约收盘价报 70.77 美分/磅，较之前一周上涨 1.84 美分/磅，或 2.67%。消息方面，美国农业部(USDA)在每周作物生长报告中公布称，截至 2024 年 11 月 17 日当周，美国棉花收割率为 77%，前一周为 71%，去年同期为 74%，五年均值为 72%。美国农业部(USDA)公布的出口销售报告显示，截至 11 月 14 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 7.37 万吨，创市场年度高位，较之前一周增加 108%，较前四周均值增加 72%。其中，对中国大陆出口销售净增 0.51 万吨。当周，美国下一年度棉花出口销售净增 0.36 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格偏弱震荡，截至周五郑棉 1 月合约收盘价报 13865 元/吨，较之前一周下跌 90 元/吨，或 0.64%。消息方面，全国新棉采摘基本结束，新疆收购接近尾声，根据实际采摘收购情况，中国棉花协会将 2024 年全国植棉面积调整为 4312.3 万亩，同比增长 3.3%，其中新疆 3870.3 万亩，同比增长 3.9%；预计全国棉花总产量约为 635.5 万吨，同比增长 8.1%。据海关统计数据，2024 年 10 月我国进口棉花 11 万吨，环比减少约 1 万吨，同比下降约 63.3%，延续 8 月/9 月同比、环比大幅回落势头。

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，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，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	