

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数+1.81%，创业板指+2.23%，上证50+0.90%，沪深300+1.32%，中证500+1.77%，中证1000+2.63%。两市日均成交额14905亿，较前一周-1757亿/天。

企业盈利和宏观经济：11月中国企业经营状况指数（BCI指数）50.49，数值较10月份的48.08明显回升。11月PMI 50.3，较前值上升0.2，维持在荣枯线上方；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-5BP，美债十年期国债利率-23BP，中美10年期利差+18BP至-215BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额减少27亿份，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38亿；④证监会新发2家IPO，边际减少；⑤上周融资余额+63亿；⑥上周偏股型基金新成立份额113亿。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日均数量减少（+），偏股型基金发行量较高但边际减少（平），DR007边际下行（+）。资金面中性偏多。

宏观消息面：

1、按照惯例，政治局会议将在12月初召开，会议将分析研究当前经济形势，总结今年经济工作，部署明年经济工作；2、国家统计局：11月份制造业PMI为50.3%，比上月上升0.2个百分点，生产、新订单、新出口订单等分项较好，价格分项依旧偏弱；3、国家统计局：10月份，规模以上工业企业利润同比下降10.0%，降幅较9月大幅收窄；4、央行：11月公开市场国债净买入债券面值为2000亿元；5、比亚迪回应要求供应商降价10%：年度议价是行业惯例，提降价目标非强制要求；6、美国拟对四个东南亚国家的进口太阳能征收高达271%的关税；7、美国10月核心PCE物价指数同比上升2.8%，为2024年4月以来最大增幅，预估为2.8%。

市盈率：沪深300:12.50，中证500:26.29，中证1000:40.69，上证50:10.44。

市净率：沪深300:1.33，中证500:1.76，中证1000:2.09，上证50:1.16。

股息率：沪深300:3.01%，中证500:1.84%，中证1000:1.43%，上证50:3.77%。

期指基差比例：IF当月/下月/当季/隔季：-0.14%/-0.21%/-0.14%/-0.57%；IC当月/下月/当季/隔季：-0.50%/-0.93%/-1.74%/-3.29%；IM当月/下月/当季/隔季：-0.54%/-1.08%/-2.26%/-4.26%；IH当月/下月/当季/隔季：+0.00%/-0.07%/+0.25%/+0.18%。

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，11月PMI继续上行，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，欧元区经济数据走弱。

1. 习近平：中国将始终坚持集中精力办好自己的事情，有信心保持经济长期向好，实现高质量发展；
2. 国务院关税税则委员会决定对美加征关税商品延长排除期限至 2025 年 2 月 28；
3. 国家统计局：11 月份制造业 PMI 为 50.3% 比上月上升 0.2 个百分点；
4. 国家统计局：1—10 月份全国规模以上工业企业利润同比下降 4.3%，其中 10 月份，规模以上工业企业利润同比下降 10.0%；
5. 为维护银行体系流动性合理充裕，2024 年 11 月人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 8000 亿元买断式逆回购操作；
6. 市场预计 11 月份化债规模破万亿；
7. 北京再现百亿“地王” 中海 153 亿竞得北京组团巨无霸地块；
8. 广州住房公积金贷款最高额度分别提升至 80 万元和 160 万元；
9. 韩国央行将基准利率从 3.25%下调至 3.00%，市场预期为维持在 3.25%不变；
10. 印度第三季度 GDP 同比增长 5.4%，预期增长 6.5%；
11. 日本 10 月份零售额同比增长 1.6%，预估为 2.0%；
12. 日本 10 月份工业产值同比增长 1.6%，预估 2.0%；日本 10 月份工业产值环比增长 3.0%，预估为 4.0%；
13. 美国 10 月核心 PCE 物价指数同比上升 2.8%，为 2024 年 4 月以来最大增幅，预估为 2.8%，前值为 2.7%。美国 10 月核心 PCE 物价指数环比上升 0.3%，预估为 0.3%，前值为 0.3；
14. 美国 10 月耐用品订单初值环比增长 0.2%，预估为增长 0.5%；
15. 美国 10 月份个人消费支出环比增长 0.4%，预估为 0.4%；
16. 美国 10 月份个人收入环比增长 0.6%，预估为 0.3%；
17. 德国 11 月欧盟调和 CPI 初值同比增长 2.4%， 预估为增长 2.6%；环比下降 0.7%， 预估为下降 0.5%。

流动性：1、上周央行逆回购投放 14862 亿，到期 18682 亿，净投放-3820 亿，DR007 利率收于 1.74%；2、11 月份 MLF 余额 62390 亿，当月 MLF 净投放-5500 亿元；

利率：1、上周 10Y 国债收益率收于 2.03%，周环比回落 5.26BP；30Y 国债收益率收于 2.21%，周环比回落 4.60BP；2、上周 10Y 美债收益率 4.18%，周环比回落 23BP。

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：截止至上周五日盘收盘，沪金跌 1.45%，报 618.80 元/克，沪银跌 1.37%，报 7697.00 元/千克；COMEX 金跌 0.67%，报 2636.40 美元/盎司，COMEX 银跌 2.65%，报 30.12 美元/盎司；10 年期美债收益率跌 3.63%，报 4.25 %；美元指数跌 0.83%，报 106.17 ；

美国通胀数据具有韧性，美联储货币政策表态转鹰：通胀方面，美国 10 月核心 PCE 物价指数为 2.8%，高于前值的 2.7%，与预期相符。核心 PCE 环比值为 0.3%，同前值相符。美国 10 月个人支出环比值为 0.4%，高于预期的 0.3%，前值由 0.5%上修至 0.6%。个人收入环比值为 0.6%，高于预期和前值的 0.3%，个人消费支出与核心物价指数均具备韧性。劳动力市场方面高频失业数据低于预期，美国 11 月 23 日当周首次申请失业救济人数为 21.3 万人，低于预期的 21.6 万人以及前值的 21.5 万人。“新美联储通讯社” Nick Timiraos 的最新文章表明：周二公布的美联储会议纪要显示，若降低通胀的进程停滞不前，可能会放缓或者暂停降息。从当前的通胀数据来看，本月公布的 10 月 CPI 数据显示住房租金、二手车以及服务业价格指数具备韧性，10 月核心 CPI 同比值为 3.3%，与前值持平。美联储宽松货币政策表态当前总体而言偏谨慎，CME 利率观测器显示市场预期 12 月议息会议降息 25 个基点的概率为 66%，同时定价 2025 年仅存在两次 25 个基点的降息操作。贵金属成交及持仓情况：内外盘金银持仓量均有所下降，COMEX 黄金持仓量下降 6.16%至 50.3 万手，成交量五日均值小幅上涨至 18.14 万手。沪金持仓量小幅下跌至 37.7 万手，成交量五日均值上涨 18.9%至 49.8 万手。COMEX 白银持仓量下降 4.23%至 14.13 万手，沪银持仓量小幅下降至 72.9 万手，成交量五日均值上涨至 160 万手。COMEX 金银管理基金持仓分化，COMEX 黄金管理基金净持仓下降 10122 手至 15.51 万手，COMEX 白银管理基金净多持仓小幅回升 1713 手至 2.59 万手。

关注白银反弹后的逢高抛空机会：当前美国通胀具备韧性，对于国际银价形成一定支撑，但宏观和产业因素将对后续的银价形成较为明显的利空。从金银比价的角度来看，其往往在美国存在较大衰退预期（2008 年次贷危机、2020 年新冠疫情）的背景下走强，呈现形式主要为银价的下跌，且伴随着美股的弱势表现。美国通胀的韧性令美联储主导的高息环境将持续更长时间，同时美元流动性水平在明年一月份即将到期的债务上限问题解决后受到 TGA 账户的回补影响将会有所收缩，这对当前估值已处在相对高位的美股形成利空因素，驱动金银比价走强，对银价形成较强的利空因素。此外，上半年所预期的光伏用银所造成白银供小于求的情况，并未在内外盘白银的显性库存中得到体现。白银策略上建议观察其周线级别的斜边压力位，寻找价格上涨至 8150 一线的逢高抛空机会，沪银主力合约参考运行区间 7476-8150 元/千克。黄金走势强于白银，但向上空间短期相对有限，策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间 602-631 元/克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价弱稳运行，伦铜小幅上涨 0.47% 至 9015 美元/吨，沪铜主力合约收至 73900 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 1.1 万吨，其中上期所库存减少 1.1 至 10.9 万吨，LME 库存减少 0.2 至 27.1 万吨，COMEX 库存增加 0.2 至 8.2 万吨。上海保税区库存环比减少 0.3 万吨。当周现货进口维持盈利，远月进口亏损缩窄，洋山铜溢价反弹。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水 118.7 美元/吨，国内上海地区现货表现尚可，周五升水涨至 70 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差小幅扩大至 850 元/吨，仍维持低位，废铜原料供应持续偏紧，当周废铜制杆企业开工率小幅抬升。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比下滑 0.4 个百分点，随着铜材出口退税取消，预计需求仍有下滑压力。

价格层面，美联储 12 月降息概率较高，市场风险偏好预计有所回升，但美强欧弱的经济现状预计支撑美元偏强运行，从而抑制情绪改善程度。中国官方制造业 PMI 继续抬升，加之重要经济会议临近，情绪预期改善。产业上看国内在废铜替代减少的情况下，供需关系偏紧，海外现货市场则维持弱势。总体情绪面或有改善，但由于海外因素压制，价格反弹空间受限。本周沪铜主力运行区间参考：72600-74800 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，2024-11-28：铝锭累库 0.3 万吨至 55.3 万吨，铝棒去库 1 万吨至 12 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：据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2024 年 12 月空冰洗排产合计总量共计 3398 万台，较去年同期生产实绩上涨 21.7%。分产品来看，12 月份家用空调排产 1790 万台，较去年同期实绩增长 31.7%；冰箱排产 860 万台，较上年同期生产实绩增长 15%；洗衣机排产 748 万台，较去年同期生产实绩增长 9%。11 月 1-24 日，乘用车市场零售 163.8 万辆，同比去年 11 月同期增长 29%，较上月同期增长 4%，今年以来累计零售 1,947.4 万辆，同比增长 5%。新能源车市场零售 86.7 万辆，同比去年 11 月同期增长 68%，较上月同期增长 7%，今年以来累计零售 919.5 万辆，同比增长 42%。

小结：本周铝价宽幅震荡。供应端方面受氧化铝价格高企影响，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 12 月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：上周锌价冲高回落，截至周五沪锌指数收至 25183.18 元/吨，单边交易总持仓 34.03 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 收至 3051 美元/吨，总持仓 24.67 万手。

高频数据：内盘基差-10 元/吨，价差平水。外盘基差 2.89 美元/吨，价差 32.76 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.138，锌锭进口盈亏为-474.47 元/吨。SMM0#锌锭均价 25730 元/吨，上海基差-10 元/吨，天津基差平水，广东基差 440 元/吨，沪粤价差-450 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 3.47 万吨，LME 锌锭库存录得 26.86 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。根据上海有色数据，国内社会库存录减至 10.42 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购较多，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：上周铅价震荡上行，截至周五沪铅指数收至 17388 元/吨，单边交易总持仓 9.01 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 收至 2077.5 美元/吨，总持仓 14.28 万手。

高频数据：内盘基差-265 元/吨，价差-60 元/吨。外盘基差-26.52 美元/吨，价差-89.28 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.158，铅锭进口盈亏为-1365.22 元/吨。SMM1#铅锭均价 17075 元/吨，再生精铅均价 17025 元/吨，精废价差 50 元/吨，废电动车电池均价 9875 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 3.69 万吨，LME 铅锭库存录得 27.16 万吨。据钢联数据，国内社会库存录减至 5.52 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，安徽河南等地环保检查短期结束，12 月部分原再冶炼企业仍有减产预期，12 月上旬铅锭供应趋紧。11 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，后续仍有备库预期，铅价偏强运行。

## 镍

资源端，短期看，印尼镍矿内贸升水有所回落，加之临近 12 月，内贸基准价有望继续回落，镍价整体下

方编辑继续回调。目前镍矿逐步趋松，加之年底无法结转剩余镍矿的情况下，镍矿整体承压。本周印尼内贸红土镍矿 CIF 价格暂稳，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，价格较上周持平。

中间品方面，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 12057 美元/金属吨，高冰镍报 12995 美元/金属吨。

硫酸镍方面，目前盐厂维持亏损，部分镍盐厂有减产操作，但下游需求依旧难有好转。成本端中间品系数维持坚挺，价格进一步下跌困难。预计短期成本支撑之下硫酸镍价格维持偏弱震荡。周五国内硫酸镍现货价格报 25900-26800 元/吨，均价较上周-250 元/吨。

精炼镍方面，周内镍维持震荡，现货整体成交一般，市场升贴水有所下移。出口方面，由于内外价差明显收窄，周内 LME 库存未有明显变动，出口有所回落。全球角度来看，精炼镍维持过剩，交割压力依旧较大，镍价整体承压。

综合来看，目前镍基本面未有明显改变，短期矿端回落或将压制市场预期，但空间或相对有限。中长期产业过剩压制，边际有下移趋势。预计下周镍价区间震荡，主力合约价格运行区间参考 122000-130000 元/吨。

## 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：据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2024 年 12 月空冰洗排产合计总量共计 3398 万台，较去年同期生产实绩上涨 21.7%。分产品来看，12 月份家用空调排产 1790 万台，较去年同期实绩增长 31.7%；冰箱排产 860 万台，较上年同期生产实绩增长 15%；洗衣机排产 748 万台，较去年同期生产实绩增长 9%。11 月 1-24 日，乘用车市场零售 163.8 万辆，同比去年 11 月同期增长 29%，较上月同期增长 4%，今年以来累计零售 1,947.4 万辆，同比增长 5%。新能源车市场零售 86.7 万辆，同比去年 11 月同期增长 68%，较上月同期增长 7%，今年以来累计零售 919.5 万辆，同比增长 42%。

小结：本周锡价向下大跌后周五强势反弹，价格下跌后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，需求端汽车家电维修高增速状态，美元指数高位回落。沪锡后续预计将呈现震荡走势。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：27500 美元-29500 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 76701 元，周内-1.77%。MMLC 电池级碳酸锂报价 77000-78500 元，工业级碳酸锂报价 74000-76000 元。LC2501 合约收盘价 78550 元，周内-1.19%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 800 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 15566 吨，较上周增 3.3%，创历史新高。锂价回升，推算 11 月产量环比增加约 4%。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 28 日，国内碳酸锂周度库存报 108301 吨，环比上周-134 吨（-0.1%）。截止 11 月 29 日，注册仓单 21706 手。

观点：淡季消费预期差和 2025 年供应下修影响消退，贸易商市场升贴水报价连续持稳。价格回暖释放弹性产能，现货并未出现紧缺迹象。主力合约连续减仓，本周减仓超 10%，多空双方等待新驱动落地，短期博弈点在需求端，下游排产强预期的兑现程度和需求的延续性将会影响后续碳酸锂定价走向。供给侧需要留意潜在扰动再次带来供求关系修正，主要铆钉点为关注加拿大 NAL、澳大利亚 Marion、Wodgina 高成本矿山生产经营抉择。主力合约持仓维持高位，12 月套保空头将陆续交仓，留意碳酸锂合约持仓变化和现标准电碳升贴水，以及后续公布的锂电材料排产产量数据。本周广期所碳酸锂 2501 合约参考运行区间 76000-82000 元/吨。

## 氧化铝

截止 11 月 29 日下午 3 时，氧化铝指数本周下跌 3.38%至 4860 元/吨，持仓减少 3.7 万手至 44.3 万手，现货价格后半周滞涨，叠加远期供应端宽松预期，本周氧化铝期价偏弱运行，但现货紧缺的局面仍未化解，现货价格坚挺预计仍将支撑期价，短期或仍维持高位震荡走势。基差方面，本周基差进一步走高，山东地区现货较主力合约基差维持 467 元/吨。

现货方面，本周各地区氧化铝现货价格维持上涨趋势，但后半周部分地区现货价格滞涨，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别上涨 55 元/吨、55 元/吨、40 元/吨、40 元/吨、65 元/吨、65 元/吨。氧化铝流通现货紧张局面持续，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，若电解铝价格难以进行成本传导，氧化铝现货报价预计难以进一步走高，但仍将维持高位。

进出口方面，西澳氧化铝 FOB 价格维持 785 美元/吨，进口盈亏报-992 元/吨。尽管澳洲力拓氧化铝厂逐步复产，但受 GAC 铝土矿出口受阻影响，中东及印度氧化铝厂生产短期因矿石紧缺受阻，海外氧化铝紧缺局面仍未化解。

本周氧化铝社会总库存去库 1.2 万吨至 376.2 万吨，去库趋势持续，由于长单执行不顺畅，部分氧化铝厂不得不外购现货补充长单交付，部分交割库库存转移至下游工厂。另外，部分氧化铝厂近期减产检修频繁，供应端依旧不稳定，在途量有所下降。本周氧化铝上期所仓单去库 1.65 万吨至 5.31 万吨；交割库库存去库 1.65 万吨至 5.75 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加速去库，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，本周国内氧化铝产量164.1万吨，较上周减少1.6万吨，本周氧化铝产能利用率小幅下跌，受环保督察、重污染天气以及原料供应不足影响导致部分氧化铝厂被迫减产检修，涉及产能约100万吨/年。预计下周氧化铝产能维持稳定运行概率较大，原料供应的问题依旧存在，叠加北方重污染天气及极端天气影响，后期供应端易减难增。

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，带来氧化铝消费增量约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；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，但电解铝价格受宏观影响难以上行，近期部分电解铝厂因高成本提前停槽检修，后续需观察停产产能是否会进一步扩大。进出口方面，海外氧化铝厂复产停产并行，短期氧化铝紧缺局面仍难以化解，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短期较难解除，现货价格预计维持高位，但进一步上行空间有限。基于当前盘面较大贴水，逢低做多近月合约，但因持仓持续退坡，建议控制仓位。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：5000-5500元/吨。

## 不锈钢

期现市场：11月29日无锡不锈钢冷轧卷板均价报13950元/吨，环比-0.71%；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9150元/吨，环比-2.66%。不锈钢主力合约周五下午收盘价13005元/吨，环比-1.59%。

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，1-11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%；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%；10月单月，商品房销售面积为7,646.12万 $m^2$ ，同比下滑1.63%。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+0.00%；期货仓单本周库存10.67万吨，较上周-439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-0.18%；本周不锈钢海漂量4.00万吨，环比-35.67%，卸货量6.58万吨，环比+30.61%。

成本：本周国内高镍铁主流出厂价965元/镍，较上周-20元/镍，福建地区铁厂当前亏损20元/镍。自产镍铁产线整体利润率达-2.26%，钢厂情绪依旧较为悲观。

观点：原料端，据路透社 2024 年 11 月 29 日消息，印度尼西亚一名高级矿业官员周五表示，该国将检查矿工遵守环境规则和其他规定的情况，并“重新审查”那些被发现违反规定的矿商的生产配额，以确保其储量的可持续性。继上周青山钢厂高镍铁采购价跌至 960 元/镍后周初青山钢厂再次公布 12 月高碳铬铁采购价大幅下降 700 元至 7395 元，跌幅超出预期，对市场情绪再次重挫。废料，钼铁等原料价格也同时走跌，不锈钢空头情绪愈加强烈。随着市场悲观情绪传导至原料端，矿端开始承压下行，若后续高成本原料厂出现减产迹象，不锈钢或在支撑位出现反弹。

## 黑色建材类

### 钢材

供应端：本周螺纹总产量 228 万吨，环比-2.5%，同比-10.6%，累计产量 10444.4 万吨，同比-18.7%。长流程产量 198 万吨，环比-3.4%，同比-8.9%，短流程产量 30 万吨，环比+3.2%，同比-20.1%。本周热轧板卷产量 306 万吨，较上周环比变化-5.8 万吨，较上年单周同比约-4.3%，累计同比约+0.8%。本周铁水日均产量为 233.87 万吨，较上周环比下降 1.93 万吨。铁水产量略有下降，高炉利润维持 184 元/吨附近，电炉由于利润维持在 50 元/吨附近，本周部分地区有环保限产的情况高炉产量稍有下降，而电炉产量由于利润尚可短流程产量小幅上升。

需求端：本周螺纹表需 225 万吨，前值 234 万吨，环比-3.8%，同比-15.7%，累计需求 10586 万吨，同比-17.9%。本周热轧板卷消费 316 万吨，较上周环比变化-3.3 万吨，较上年单周同比约-3.4%，累计同比约+1.2%。本周成材表观消费量下降，维持季节性下降趋势，整体表现较为健康。

库存：螺纹钢库存小幅增加，库存水平维持中性。热卷库存延续季节性去化走势，暂无明显矛盾。

利润：铁水成本 2850 元/吨，高炉利润-245 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-145 元/吨。本周钢厂盈利率为 51.95%，环比下降 2.6%，盈利率小幅下降。

小结：本周成材呈现震荡偏强走势，成材价格随市场情绪转好而走强。基本面方面，螺纹本周供需双降，库存小幅升高，保持较低位置。热卷与螺纹情况相似，库存大幅去化，需求由于抢出口等因素，依旧维持窄幅震荡。未来还需关注明年抢出口后热卷需求编辑变化情况。整体基本面表现较为健康，暂无明显矛盾。宏观方面，由于临近政治局会议，盘面价格随着市场预期走强而上升。市场对于未来的中央经济工作会议以及政治局会议有较强预期，有传言称可能会对赤字、消费以及地产方面给予政策，但目前暂时未看到对未来钢材需求边际改善的驱动。成材价格跟随整体情绪表现较好，但实际需求暂未看到明显驱动。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，成材基本面表现较健康，暂无明显矛盾。价格跟随市场对未来的预期而波动。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，但实际成材需求暂未看到明显驱动，还需注意价格反弹高度。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, 锰硅盘面价格震荡小幅收高, 价格向上触及压力位后有所回落, 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。目前无明显趋势, 单边参与性价比仍较低, 谨慎参与。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, 将继续维持宽幅震荡的概率较大。

硅铁方面, 盘面价格小幅震荡走弱, 位置临近 5 月份以来下行趋势线。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, 未来两周或是价格方向选择的关键时间周期。由于目前价位上下空间相对有限, 价格单边参与性价比仍低, 建议谨慎参与。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, 将继续维持宽幅震荡的概率较大。

展望后市, 我们仍旧认为宏观层面的博弈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。同时, 随着 12 月份的临近, 市场关于政治局会议 (近十年平均在 12/08 附近召开) 以及中央经济工作会议 (近十年平均在 12/13 附近召开) 的“小作文”显著增多, 对盘面造成明显扰动, 对此需要注意防范风险, 但真正方向的选择还需等到会议真正落地。

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, 本周数据已有所显现。在下游继续维持低库存经营的背景下, 原材料冬储的强度需要结合会议预期, 总的还是宏观的问题。目前观察来看, 冬储情绪较为一般。而供给端, 锰硅当前产量仍较需求偏宽松, 本周产量仍在继续回升。在这样的背景下, 我们倾向于锰硅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, 供需两侧表现延续相对均衡, 暂无明显矛盾。硅铁方面, 更多需关注供给端可能存在的驱动, 如环保限产等。即站在品种自身基本面角度, 我们认为目前合金端自身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。

## 铁矿石

上周, 铁矿石主力合约价格收至 797.5 元/吨, 较 11 月 25 日开盘价变化+29.5 元/吨, 涨跌幅+ 3.84%。供给端, 最新一期全球铁矿石发运总量 3079.1 万吨, 环比减少 14.5 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2534.4 万吨, 环比减少 13.2 万吨。澳洲发运量 1774.2 万吨, 环比增加 26.2 万吨, 其中澳洲发往中国的量 1373.6 万吨, 环比减少 95.9 万吨。巴西发运量 760.2 万吨, 环比减少 39.4 万吨。中国 47 港到港总量 2468.5 万吨, 环比减少 7.1 万吨; 中国 45 港到港总量 2291.0 万吨, 环比减少 6.2 万吨。日均铁水产量 233.87 万吨, 环比上周减少 1.93 万吨。库存端, 全国 47 个港口进口铁矿库存为 15616.89 万吨, 环比降 312.49 万吨。

供给方面，最新一期全球发运量环比微降，非主流国家发运持平。11月台风影响导致到港量波动剧烈，预计后期维稳。需求方面，钢联日均铁水产量环比下降1.93万吨至233.87万吨，低于此前预期，主要因个别钢厂通过降富氧形式减产，高炉检修数据未有体现所致。钢厂盈利率已降至5成左右，结合检修数据推算，后续铁水产量徘徊波动，随下游需求逐步下移。下游成材库存仍处于相对偏低位置，暂未对铁水施加大的下行压力。库存方面，近期港口疏港量上升，钢厂仍有补库动作，结合发运及到港来看，港口库存目前没有大的向上累库压力，但想要大幅去化也比较困难，预期继续盘整。近期主要交割品IOCG港库持续去化，基差走强。宏观层面，12月预期兑现节点临近，关注后续宏观兑现及铁水走势。

## 工业硅

盘面方面，工业硅价格在周初向下突破并迅速打至我们所期望的11600-11800元/吨区间后开始大幅波动，价格最终于周底回到三角收敛区间内部。在向下假突破被反包后，当下趋势性依旧不清晰，或沿区间继续震荡收敛，价格波动剧烈，建议暂时以观望为主。

在上期报告中，我们基于“基本面承压、盘面升水、走势向下临界，同时结合宏观情绪的弱化”等多方面条件共振，提示注意价格下跌风险，并给出11600-11800元/吨区间的目标价位。盘面在周初走势符合我们预期，但随后市场开始出现西北地区环保限产传闻，并就此开始价格的反复、大幅博弈。周五，SMM发布相关消息，称西北某大型工业硅企业计划将在11月29日晚停产30台炉子，受相关消息影响，工业硅当日价格大幅上涨4%，截至当前，暂无具体减产落地消息传出。若实际按照消息进行减产，无疑将对工业硅的基本面产生明显改善，对工业硅价格形成向上推力。

回到本周我们看到的情况，工业硅周度产量维持高位，并未如市场预期因西南地区的减产出现明显下滑。需求端，主要的变化在于多晶硅产量继续下滑，几乎回到2023年同期水平，但即便如此，其库存仍在向上持续累积，未来减产压力仍存。因而，若西北地区无实质性减产，后期供求边际或仍将阶段性再度恶化，给予价格压力。但基于当前关于减产的情况还是一个未知数，减产与否如“薛定谔的猫”。在这样的背景下，我们建议暂时离场观望，避开无序大幅波动阶段的行情。

## 能源化工类

### 橡胶

NR 和天然橡胶和 BR 均较大反弹。

11 月 25 日上周一，我们提示反弹机会，NR 反弹 1000 点。

天气方面，未来 7-14 天，泰国降雨量仍然延续。利多延续。

#### 现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场泰标混合胶 16600（100）元。STR20 报 2030（20）美元。

山东丁二烯 9700（50）元。江浙丁二烯 9650（50）元。华北顺丁 13100（300）元。

#### 操作建议：

多头配置 NR 更优。

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。

2024 年 10 月中国橡胶轮胎出口量达 80 万吨，同比增长 12.4%。出口金额为 138.49 亿元，同比增长 11.5%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量达 77 万吨，同比增长 11.9%；出口金额为 133.38 亿元，同比增长 11.3%。按条数计算，出口量达 5636 万条，同比增长 15.5%。10 月汽车轮胎出口量为 68.3 万吨，同比增长 11.5%；出口金额为 114.45 亿元，同比增长 11.2%。

#### 3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

截至 2024 年 11 月 28 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 59.93%，较上周走低 2.65 个百分点，较去年同期走高 0.72 个百分点。全钢企业轮胎库存增加。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.70%，较上周小幅走低 0.08 个百分点，较去年同期走高 5.85 个百分点。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 24 日，中国天然橡胶社会库存 113.1 万吨，环比减少 0.37 万吨，降幅 0.33%。中国深色胶社会总库存为 63.2 万吨，环比减少 0.5%。中国浅色胶社会总库存为 49.88 万吨，环比减少 0.1%。

5) ANRPC 产量累计持平。

ANRPC2024 年 10 月报告预测, 10 月全球天胶产量料降 2.1%至 136.6 万吨, 较上月增加 1.3%, 前 10 个月产量料增 2.8%至 1127.4 万吨; 10 月天胶消费量料降 8.5%至 113.8 万吨, 较上月增加 1.2%, 前 10 个月料降 4.2%至 1210.7 万吨。

2024 年全球天胶产量料同比增加 4.5%至 1452.8 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%、其他国家增 11.6%。

2024 年全球天胶消费量料同比下降 0.2%至 1513.6 万吨。其中, 中国增 3.3%、印度增 3%、泰国增 1.1%、马来西亚降 17.2%、越南降 1%、其他国家降 3.7%。

## 甲醇

国内开工继续回落, 煤制利润较好, 关注后续气头停车情况。海外装置开工回落至同期低位, 后续进口将边际回落。供应端短期利多逐步兑现, 价格上涨需要更多的利好出现。需求端内地烯烃外采支撑内地企业库存继续去化, 传统需求表现较为一般, 港口烯烃开工短期维持相对高位, 低利润下关注后续 MTO 装置运行情况。库存方面, 到港与卸货减少, 港口库存高位去化, 内地企业库存同期低位, 内地整体压力较小。总体来看, 供应收缩与需求提振, 内地价格表现强于港口, 短期市场逐步消化利多, 价格冲高回落。策略方面, 建议逢低关注多配机会, 冲高不追。

## 尿素

尿素现货持续窄幅区间运行, 盘面活跃度持续回落, 价格逐步区间收敛, 供需短期未有明显矛盾, 后续有小幅好转预期, 期权波动率大幅下降至上市以来低位, 与价格的持续区间运行相关。当前盘面与现货接近平水, 远端合约呈现升水结构, 近端整体供需依旧偏宽松。随着价格的逐步收敛与波动率的大幅回落, 市场参与价值或将逐步提升, 关注未来供需任何一方的变动能否带动价格走出震荡区间。目前来看, 鉴于企业生产利润已处于低位水平, 向下成本支撑依旧较强, 向上的话需关注能否有预期之外的变动。盘面更推荐逢低参与多配为主。另外可以关注期权认购购买方的参与机会。

## 聚烯烃

政策端: OPEC 延迟增产消息传出, 原油震荡下行, 成本端支撑松动。

估值: 聚烯烃周度跌幅 (期货 > 成本 > 现货; 聚乙烯 01 合约持仓大幅回落, 01 合约价格下降。

成本端: 本周 WTI 原油下降 1.43%, Brent 原油下降 1.28%, 煤价下跌-0.85%, 甲醇下跌 0.86%, 乙烯下跌-1.23%, 丙烯上涨 1.02%, 丙烷下跌 1.10%。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43.71%，环比下降-1.75%，同比下降-6.41%。PP下游开工率52.16%，环比下降-0.56%，同比下降-5.56%。季节性淡季，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41.36万吨，环比累库0.61%，较去年同期去库-1.34%；PE贸易商库存4.62万吨，较上周去库2.45%；PP生产企业库存47.18万吨，本周环比去库-6.15%，较去年同期去库-15.61%；PP贸易商库存11.11万吨，较上周去库-3.05%；PP港口库存5.86万吨，较上周去库-2.66%。

小结：OPEC延迟增产消息传出，原油震荡下行，成本端支撑松动。短期主要矛盾集中在聚乙烯01合约持仓大幅回落，市场交易聚乙烯LLDPE标品短缺情绪消退，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，01合约或将承压。

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LL1-5价差。

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3.15万吨，环比-1万吨，纯苯港口库存12.5万吨，环比+0.73万吨。苯乙烯负荷64.58%，环比-1.43%，石油苯负荷77.12%，环比+1.49%。12月仍有炼厂复产，预计纯苯负荷有上行空间。进口方面，美韩纯苯价差大幅回落，远期成本支撑有限。基本面看，近期纯苯供需双增，但海外纯苯表现偏弱，关注远期实际进口情况，近期港口到船偏多，短期仍有累库空间，月间价差预计持续偏弱。而苯乙烯港口库存维持低位，下游负荷利润良好，工厂招标原料带动现货持续偏紧，累库预期推迟，基差持续偏强。然12月供应有回升预期，年底淡季累库预期仍存，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80.53%，环比+2.09%，电石法开工80.35%，环比+2.40%，乙烯法开工81.07%，环比+1.23%。厂库34.30万吨，环比-0.28万吨，社库48.74万吨，环比+0.57万吨。成本端，电石开工小幅回升，西北电石价格持稳，山东电石送到价小幅提涨10元/吨，边际成本5210元/吨。出口方面，接单有所好转，但绝对量有限，预计难有亮点。基本面看，近期成本支撑偏弱，供应重新抬升，社会库存小幅累积，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。临近12月政治局会议，关注宏观指引。

## 乙二醇

价格表现：EG走势震荡，01合约单周上涨10元，报4622元。现货端华东价格下降7元，报4645元。基差走强1元，截至11月29日为46元。1-5价差走弱3元，截至11月29日为-78元。

供应端：本周 EG 负荷 73.3%，环比上升 0.5%，其中合成气制负荷 73.9%，环比上升 3.4%；乙烯制负荷 72.9%，环比下降 1.2%。煤化工方面，中化学重启，山西美锦负荷提升，后续多套装置提负重启；油化工方面，三江石化、盛虹炼化负荷小幅下降，后续检修装置逐渐重启。海外方面，沙特 jupc2#停车中，新加坡一套 90 万吨装置检修 20-30 天，加拿大 Shell 重启，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 13.2 万吨，环比下降 2.5 万吨，10 月进口 50 万吨，月环比下降，Q4 月均进口中枢 55 万吨左右，进口 12 至 1 月下修。

需求端：本周聚酯负荷 92.2%，环比下降 0.2%，其中长丝负荷 93.5%，环比持平；短纤负荷 86.4%，环比下降 1.4%；瓶片负荷 77.9%，环比下降 0.8%。装置方面，中泰 25 万吨短纤装置检修。目前瓶片库存较高，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 89%，环比下降 2%；织机负荷 71%，环比下降 1%；涤纱负荷 69%，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 11.8 天，环比上升 0.3 天。短期看，到港量下降，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上升 13 美元至为-121 美元/吨，国内乙烯制利润下降 142 元至-798 元/吨，煤制利润上升 281 至 751 元/吨。成本端乙烯 895 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 670 元/吨，成本本周乙烯大幅上升，煤炭成本下降，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，12 月后供给预期大幅上升，新装置投产，进口方面海外北美装船延期，进口预期下修，明年一季度中东及北美有多套装置检修计划，但进口减量预期由国内负荷上行弥补，且需求端转淡季，供需平衡转弱，预计隐性库存将上累，显性库存累库预期下修，将对 EG 估值有一定支撑，短期震荡偏弱。

## PTA

价格表现：本周震荡下行，01 合约单周下跌 58 元，报 4810 元。现货端华东价格下跌 100 元，报 4720 元。现货基差上升 7 元，截至 11 月 29 日为-63 元。1-5 价差上升 4 元，截至 11 月 29 日为-96 元。

供应端：PTA 负荷 87.2%，环比上升 4.6%，装置方面，福海创提升负荷至 8 成，逸盛新材周初降负至 8 成，已恢复正常，仪征化纤负荷恢复，山东威联石化重启。短期内检修装置均已恢复，负荷上升至年内高位水平，12 月检修计划较少，且有新装置投产计划。

需求端：本周聚酯负荷 92.2%，环比下降 0.2%，其中长丝负荷 93.5%，环比持平；短纤负荷 86.4%，环比下降 1.4%；瓶片负荷 77.9%，环比下降 0.8%。装置方面，中泰 25 万吨短纤装置检修。目前瓶片库存较高，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 89%，环比下降 2%；织机负荷 71%，环比下降 1%；涤纱负荷 69%，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 22 日，PTA 整体社会库存（除信用仓单）260.3 万吨，周环比累库 3.5 万吨，在库在港

库存为 45.2 万吨，累库 12.5 万吨，总仓单 59.3 万吨，环比上升 3.1 万吨，仓单持续上升。下游补库积极性下降，上游装置提负，库存有累积压力。

利润端：本周现货加工费下降 25 元，截至 11 月 29 日为 296 元/吨；盘面加工费上升 31 元，截至 11 月 29 日为 403 元/吨。

小结：本周 PTA 跟随原油及 PX 走弱，自身加工费因基本面较弱而偏弱震荡。后续来看，下游聚酯负荷存在淡季转弱预期，供给负荷上升至年内高位水平，年底有装置投产压力，供需格局整体较弱。但现实成本端 PX 估值较低，PXN 下方有支撑，目前绝对价格主要随原油，原油在美国大选后整体预期震荡偏弱，建议逢高空配。

## 对二甲苯

价格表现：本周震荡下行，01 合约单周下跌 136 元，报 6718 元。现货端 CFR 中国下跌 13 美元，报 814 美元。现货折算基差上升 22 元，截至 11 月 29 日为 26 元。1-5 价差下降 4 元，截至 11 月 29 日为 -228 元。

供应端：本周中国负荷 84.9%，环比持平；亚洲负荷 77.5%，环比下降 0.2%。国内装置方面，本周装置变动不大，后续青岛丽东装置有降负计划；海外装置方面，科威特装置重启，日本出光装置近期将重启。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，后续国内装置检修和重启交织，整体负荷将小幅上升，亚洲其他地区后续将有装置重启。

需求端：PTA 负荷 87.2%，环比上升 4.6%，装置方面，福海创提升负荷至 8 成，逸盛新材周初降负至 8 成，已恢复正常，仪征化纤负荷恢复，山东威联石化重启。短期内检修装置均已恢复，负荷上升至年内高位水平，12 月检修计划较少，且有新装置投产计划。

库存：10 月底社会库存 390 万吨，环比去库 11 万吨，第四季度因下游 PTA 检修减少，且有新装置投产计划，整体维持去库格局。

估值成本端：本周 PXN 下降 4 美元，截至 11 月 28 日为 177 美元，周内震荡；石脑油裂差下降 5 美元，截至 11 月 28 日为 95 美元，原油端震荡下行。芳烃调油方面，本周汽油表现仍然较弱，美韩芳烃价差低位、调油相对价差边际下降。

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，亚洲供给压力预期小幅上升，但 PTA 装置重启后负荷上升至年内高位水平，对二甲苯预期持续去库，但随着中东货源流入，现货流动性偏宽松，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：养殖端出栏节奏加快，屠宰放量后价格表现不及预期，同时体重略增，猪价受到的需求支撑仍弱，印证供应压力偏大；具体看，河南均价周涨 0.16 元至 16.24 元/公斤，周内最高 16.28 元/公斤，四川均价周涨 0.56 元至 17.06 元/公斤，周内最高 17.06 元/公斤，广东均价周涨 0.54 元至 17.86 元/公斤；月底供应有缩量空间，叠加局部大猪偏紧，猪价短期或维持偏强，但养殖心态变化，惜售持续时间有限，年底出栏压力仍大，猪价再涨空间或有限，大方向或偏弱运行，阶段性受需求支撑反弹。

供应端：10 月官方母猪存栏 4073 万头，环比+0.3%，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：现货偏强但表现不及预期，屠宰放量受到来自需求端的支撑较少，更多为上游压力释出的有意为之，侧面印证供压偏大，且当前宰量下体重降速有限，市场理解将限制需求启动后现货上方的空间，盘面因此而承压，当前市场仍为低估值博弈弱驱动，走势偏弱但下方空间或有限，观望或短线操作为主。

### 鸡蛋

现货端：养殖端淘汰意向提升，下游逢低补库，市场走货好转，上周蛋价触底反弹，但需求仍处淡季，蛋价涨幅相对有限；具体看，黑山大码报价周涨 0.1 元至 4.1 元/斤，馆陶周涨 0.18 元至 4.27 元/斤，周内最低 4.09 元/斤，销区回龙观周涨 0.14 元至 4.52 元/斤，东莞周涨 0.21 元至 4.3 元/斤；老鸡供应略有减少，市场库存压力不大，需求仍处淡季，需求暂难有起色，预计下周蛋价微涨后暂稳，后期有小落可能。

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：淘鸡略微放量，现货走势强于预期，需求端表现仍有韧性，盘面前期贴水程度过深，临近交割前容易因跌价不及预期而回补贴水，反观供应增势对蛋价压制不够，但资金对中期产能仍有看增预期，盘面预计震荡运行，近强远弱延续，观望或短线为主。

## 蛋白粕

国际大豆：本周美豆低位震荡，近月美豆销售较好提供一定支撑，但南美大豆丰产预期足以及特朗普任期可能不利于美豆远期销售持续施压盘面。本周大豆出口升贴水下滑，到港成本稳定。南美方面种植进度正常，截至11月24日CONAB预计巴西大豆种植进度达83.3%，去年同期为75%，阿根廷大豆种植进度达47%，去年同期为45.7%。预报显示12月南美产区大部分降雨充足，不过巴西东北部及马托格罗索州降雨量有减小趋势。季节性上当前巴西的卖压下降，ANEC预计11月巴西大豆出口量为245.6万吨，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中期明显较空，在明年美豆种植季节之前，或有天气等因素的交易，但在对供需格局影响程度不大时，反而是反弹抛空的机会。

国内双粕：本周国内豆粕现货随盘面稳定为主，基差稳定，提货量下滑明显，成交量也下滑。预计表观消费走弱，开机率中等水平，豆粕库存可能小幅上升。截至11月26日机构预估9月买船527.2万吨，10月买船992万吨，11月买船880万吨，12月475万吨，1月165万吨，2月521万吨，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，12月以后的到港比较中性。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。

观点：南美天气形势总体较好，部分产区有转干迹象，暂时维持近年来首次供应或远大于需求的预期，美豆大方向偏空。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，关于贸易战的新闻会推涨国内豆粕。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：因对棕榈油产地供应的担忧及出口数据仍较好，本周油脂触及低位后棕榈油反弹迅猛，豆菜油则因库存充足走势羸弱。数据方面，11月前25日高频数据显示马棕出口环比下降8.19%-9.22%，前25日产量环比下降3.24%，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，销区具有一定的库存调节能力减少进口，而进入12月之后的减产季节，随着产地库存进一步下降，油脂会在产

地低库存与销区需求受抑制之间找到新的价格平衡点。

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，国内油脂总库存低于去年 28 万吨，油脂供应较充足。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。近期油脂价格因 EPA 署长任命、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，但棕榈油又因近月基本面较好反弹迅猛。因 11 月前 25 日马棕高频出口数据降幅扩大，近期印度累库或影响后续需求，油脂有阶段调整需求，不过马棕出口仍然同比偏好。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 21.09 美分/磅，较之前一周下跌 0.28 美分/磅，或 1.31%。消息方面，巴西甘蔗行业协会（Unica）周三公布报告显示，11 月上半月，巴西中南部地区糖产量共计 89.8 万吨，较之前一年同期下滑 59.2%，低于市场预期。S&P Global Commodity Insights 的调查显示，此期间糖产量预期为 97 万吨。Unica 报告显示，11 月上半月，巴西中南部地区甘蔗压榨量下滑 52.8%，至 1646 万吨，低于市场预估的 1707 万吨。巴西国家商品供应公司（Conab）预估，巴西 2024/25 榨季甘蔗产量料为 6.7867 亿吨，低于前次预估的 6.8983 亿吨。

国内市场回顾：上周郑糖价格大幅上涨，因传糖浆预拌粉管控政策即将公布具体文件。截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 6135 元/吨，较之前一周上涨 238 元/吨，或 4.04%。消息方面，据泛糖科技 11 月 26 日讯，11 月 26 日广西新增 8 家糖厂开机生产。截至 11 月 26 日，广西 2024/25 榨季已有 53 家糖厂开机生产，同比增加 42 家；日榨蔗能力 45.85 万吨，同比增加 36.8 万吨。截至当日，超 7 成的广西糖厂已经开榨。

观点及策略：近期市场仍然围绕海关总署对泰国糖制品进口管控升级的消息交易，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：上周美棉价格小幅上涨，截至周五 ICE 3 月棉花期货合约收盘价报 71.95 美分/磅，较之前一周上涨 1.18 美分/磅，或 1.67%。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 24 日当周，美国棉花收割率为 84%，前一周为 77%，去年同期为 81%，五年均值为 80%。美国农业部（USDA）公布的出口销售报告显示，截至 11 月 21 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 7.58 万吨，连续两周净增达到 7 万吨以上，并再次创下市场年度高位。其中，对中国大陆出口销售净增 0.65 万吨。当周，美国下一年度棉花出口销售净增 0 万吨。

国内市场回顾：上周郑棉价格小幅上涨，截至周五郑棉 1 月合约收盘价报 14055 元/吨，较之前一周上涨 190 元/吨，或 1.37%。消息方面，中国棉花协会 11 月预测，2024/25 年度，全国棉花产量 635.5 万吨，较上期上调 15.4 万吨，同比增长 8.1%；棉花进口量 190 万吨，同比下降 41.3%；消费量 800 万吨，同比增长 1.3%；期末库存 1017.4 万吨，同比增长 2.3%。

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	