

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数+2.33%，创业板指+1.94%，上证50+1.54%，沪深300+1.44%，中证500+2.17%，中证1000+2.59%。两市日均成交额16906亿，较前一周+2001亿/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-7BP，美债十年期国债利率-3BP，中美10年期利差-4BP至-220BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额减少18亿份，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61亿；④证监会新发2家IPO，边际不变；⑤上周融资余额+210亿；⑥上周偏股型基金新成立份额18亿。总的来说，ETF份额减量边际减少（平），重要股东净减持减少（平），融资额增量边际增加（+），IPO日均数量较少（平），偏股型基金发行量边际减少（-），DR007边际下行（+）。资金面中性。

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、财政部征求意见：在政府采购中，给予本国产品20%价格优惠；3、《时事报告》杂志刊登财政部部长蓝佛安署名文章：《加快落实一揽子隐性债务化解政策》；4、一个月发行1.93万亿置换债，地方化债“燃眉之急”得解；5、新华社评：中央财政还有比较大的举债空间和赤字提升空间；6、美国11月非农新增就业22.7万人，创半年来最大增幅，失业率超预期升至4.2%；7、美国密歇根消费者信心超预期，短期通胀预期大涨。

市盈率：沪深300:12.74，中证500:26.85，中证1000:41.73，上证50:10.65。

市净率：沪深300:1.35，中证500:1.80，中证1000:2.14，上证50:1.18。

股息率：沪深300:2.96%，中证500:1.83%，中证1000:1.40%，上证50:3.70%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：-0.13%/-0.14%/-0.11%/-0.55%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.26%/-0.77%/-1.68%/-3.36%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.25%/-0.88%/-2.04%/-4.09%；IH 当月/下月/当季/隔季：-0.06%/-0.13%/+0.13%/+0.18%。

交易逻辑：11月PMI继续上行，10月M1增速回升，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，美国经济数据近期仍有韧性，欧元区经济数据走弱。

1. 中国人民银行公告，决定自统计 2025 年 1 月份数据起，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。修订后的 M1 包括：流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金；
2. 11 月 29 日，市场利率定价自律机制发布《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》和《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》两份文件；
3. 央行行长潘功胜：明年将继续坚持支持性的货币政策立场和政策取向，综合运用多种货币政策工具，加大逆周期调控力度；
4. 交易商协会：四家农村商业银行对交易员激励过度 导致部分交易员债券交易行为扭曲；
5. 蓝佛安：加快落实一揽子隐性债务化解政策；
6. 新华社述评：中央财政还有比较大的举债空间和赤字提升空间；
7. 中国半导体行业协会：美国芯片产品不再安全、不再可靠 中国相关行业将不得不谨慎采购美国芯片；
8. 商务部：原则上不予许可镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口；
9. 地方政府专项债项目审核权或试点下放至省级 12 省份有望落地；
10. 美国 11 月季调后非农就业人口 22.7 万人，预期 20 万人，前值由 1.2 万人修正为 3.6 万人；美国 11 月失业率 4.2%，预期 4.2%，前值 4.10%；
11. 美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值 74，预期 73，前值 71.8；
12. 美国上周首次申领失业救济人数为 22.4 万人，预估为 21.5 万人，前值为 21.3 万人；
13. 美国 11 月 ADP 就业人数增加 14.6 万人，预估为增加 15 万人，前值为增加 23.3 万人；
14. 德国 10 月季调后工业产出环比下降 1%，预期增长 1.2%。德国 10 月工业产值同比下降 4.5%，预估为下降 3.3%；
15. 欧元区 10 月 PPI 同比下降 3.2%，预期下降 3.3%；10 月 PPI 环比增长 0.4%，预期增长 0.4%。

流动性：上周央行逆回购投放 3541 亿，到期 14862 亿，净投放-11321 亿，DR007 利率收于 1.72%。

利率：1、上周 10Y 国债收益率收于 1.95%，周环比回落 7.43BP；30Y 国债收益率收于 2.16%，周环比回落 5.5BP；2、上周 10Y 美债收益率 4.17%，周环比回落 1BP。

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：截止至周五日盘收盘，沪金跌 0.46%，报 615.94 元/克，沪银涨 1.64%，报 7823.00 元/千克；COMEX 金跌 0.71%，报 2654.90 美元/盎司，COMEX 银涨 1.24%，报 31.49 美元/盎司；10 年期美债收益率跌 0.72%，报 4.15 %；美元指数涨 0.18%，报 105.97 ；

非农收本月“正常化”影响超预期，市场更多对美国10月失业率的上升进行交易：美国11月季调后非农就业人口变动数为22.7万人，高于预期的20万人，前值由1.2万人上修至3.6万人。本月非农数据公布前，市场主要机构对于新增非农就业人数的预测区间为15.5万人至27.5万人。美国11月失业率为4.2%，高于前值的4.1%。11月新增非农就业人口数大幅高于前值，更多受到10月份就业市场冲击后11月“正常化”的影响，10月份受到波音公司罢工的影响，制造业就业人数出现4.8万人的下降，本月制造业新增就业人数则回升至2.2万人。同时，10月份飓风袭击美国南部，文旅和住宿行业新增就业人数仅为0.2万人，11月则回升至5.3万人。教育以及医疗保健仍是对于总就业人数贡献幅度最大的分项，11月新增就业人数为7.9万人，高于前值的6.7万人。从非农新增的绝对量来看，本月数据更多呈现“修复”，而非表现强势。失业率方面，在本月劳动参与率回落的情况下，失业率仍较前值出现上升至4.2%，逐步接近4.3%的水平，显示其劳动市场转弱趋势不改。非农数据公布后，市场增大对于美联储后续降息幅度的定价，对于12月降息25个基点的概率预期上升至86%，同时定价明年三月、六月及十二月分别存在25个基点的降息操作，高于非农数据发布前对于明年的两次降息定价。衰退预期主导降息预期的背景下，黄金价格表现相对坚挺，但金银比价则在当天出现回升，市场对于衰退的定价将令国际银价面临压力。

贵金属成交及持仓情况：COMEX黄金持仓量本周下跌2.3%至46.2万手，成交量五日均值下跌15.63%至15.3万手。沪金成交量五日均值回落至36万手，持仓量则小幅上升至37万手。COMEX白银持仓量小幅回落至13.4万手，沪银成交量五日均值下降至122万手，持仓量小幅上升至72.7万手。COMEX金银管理基金净持仓本周出现回升，黄金管理基金净多头持仓上升1445手值18.07万手，白银管理基金净多持仓上升1227手至24332手。

行情总结：美国11月失业率数据加大了海外衰退的预期，在联储官员表态偏鹰派的背景下，市场仍增加了对于后续降息幅度的定价。金银比价在就业数据公布后出现回升，且从历史上来看在每一轮降息周期中金银比价均出现上涨。美国财政仍需等待特朗普正式就任后的财政预算案以确定方向，金价短期来看回调空间较小，策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间602-624元/克。金银比价中期具备回升的动能，白银价格将受到压制，沪银主力合约在7900一线受到压制，策略上建议逢高抛空，沪银主力合约参考运行区间7460-7995元/千克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价震荡反弹，伦铜上涨 0.86% 至 9092 美元/吨，沪铜主力合约收至 74810 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 9.8 万吨，LME 库存减少 0.1 至 27.0 万吨，COMEX 库存增加 0.2 至 8.4 万吨。上海保税区库存环比减少 1.1 万吨。当周电解铜进口盈利缩窄，洋山铜溢价回落。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水缩至 110.6 美元/吨，现货供需预期改善，国内上海地区现货维持升水，周五升水下滑至 30 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 1130 元/吨，废铜替代优势提高，当周废铜制杆企业开工率提升幅度较大。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比下滑 2.3 个百分点，虽然开工率下滑但表现好于预期。消息面，智利矿业公司安托法加斯塔和江西铜业已达成协议，同意大幅降低 2025 年的铜精矿加工费，将明年的铜精矿加工费和精炼费 (TC/RC) 定为每吨 21.25 美元和每磅 2.125 美分，较 2024 年 80 美元/8 美分的基准价格下跌了 73.4%。

价格层面，中国重要会议前市场预期偏乐观，密切关注政策落地对市场情绪的影响；海外美联储 12 月议息会议降息概率偏大，情绪面中性偏暖。产业上看国内供需表现稍好于预期，海外现货供需边际有所改善。综合来看，短期铜价来自产业面的支撑有所加强，而宏观层面的不确定性或抑制价格向上高度。本周沪铜主力运行区间参考：73500-76000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：8850-9300 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，2024-12-5：铝锭累库 0.8 万吨至 54.6 万吨，铝棒去库 0.6 万吨至 11.25 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 1-30 日，乘用车市场零售 244.6 万辆，同比去年同期增长 18%，较上月同期增长 8%，今年以来累计零售 2,028.1 万辆，同比增长 5%。新能源车市场零售 127.7 万辆，同比去年同期增长 52%，较上月同期增长 7%，今年以来累计零售 960.5 万辆，同比增长 41%。

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：20000元-21000元。海外参考运行区间：2500美元-2700美元。

## 锌

价格回顾：上周锌价波动下行。截至周五沪锌指数收至25455元/吨，单边交易总持仓32.27万手。截至周五下午15:00，伦锌3S收至3103.5美元/吨，总持仓24.37万手。

高频数据：内盘基差510元/吨，价差390元/吨。外盘基差-19.36美元/吨，价差17.42美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.127，锌锭进口盈亏为-313.37元/吨。SMM0#锌锭均价26050元/吨，上海基差510元/吨，天津基差-10元/吨，广东基差430元/吨，沪粤价差80元/吨。上期所锌锭期货库存录得2.99万吨，LME锌锭库存录得27.78万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录减至9.47万吨。

产业数据：本周锌精矿国产TC1650元/金属吨，进口TC-40美元/干吨。精矿港口库存17.1万吨，工厂库存天数17.5天。本周镀锌结构件开工率录得64.60%，原料库存1.2万吨，成品库存34.7万吨。本周压铸锌合金开工率录得55.79%，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57.52%，原料库存0.2万吨，成品库存0.7万吨。

总体来看：美元指数边际弱化，有色金属承压减弱。锌精矿港口库存与工厂库存持续抬升，锌冶炼库较多，锌精矿价格有所松动，近两周国产锌精矿加工费持续上行。近期黑链品种走势偏承压，下游镀锌企业利润下滑，初端企业开工率边际下行，基差价差有所松动，国内社会库存去库节奏放缓，后续仍有补跌风险。

## 铅

价格回顾：上周铅价波动上行。截至周五沪铅指数收至17761元/吨，单边交易总持仓10.34万手。截至周五下午15:00，伦铅3S收至2099美元/吨，总持仓13.35万手。

高频数据：内盘基差-300元/吨，价差-70元/吨。外盘基差-24.13美元/吨，价差-78.36美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得1.154，铅锭进口盈亏为-1249.88元/吨。SMM1#铅锭均价17350元/吨，再生精铅均价17275元/吨，精废价差75元/吨，废电动车电池均价10000元/吨。上期所铅锭期货库存录得3.64万吨，LME铅锭库存录得27.14万吨。据钢联数据，国内社会库存录减至5.46万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存3.2万吨，工厂库存31.3天，铅精矿进口TC-20美元/干吨，铅精矿国产TC650元/金属吨，原生开工率录得65.13%，原生锭厂库1.5万吨。再生端，铅废库存10.5万吨，再生铅锭周产4.2万吨，再生锭厂库0.7万吨。需求端，铅蓄电池开工率74.00%。

总体来看：铅精矿加工费首次调高，精矿供应端边际转松，原生铅开工维持相对高位。再生铅周产量边际上调，成品库存边际去化。12月4日阜阳市再度进入二级污染预警，再生铅开工率存下调风险。下游消费相对稳定，后续仍寻备库预期，铅价整体偏强运行。



## 镍

上周镍价维持震荡，宏观方面未有明显指引，但消息面上印尼镍矿政策问题引发市场担忧，上半周镍价呈现明显上涨，下半周市场情绪逐步回落，镍价随之下跌。周五沪镍主力合约收盘价 126320 元，周内 +0.25%。LME 镍三月 15 时收盘价 16030 美元，周内 +0.22%。基本上，印尼镍矿端虽有消息扰动，但未有上涨，精炼镍成本维持相对坚挺。下半周价格回落后现货成交有所转好，市场升贴水维持平稳。海外方面 LME 库存持续垒积，过剩压力继续增加，价格上方承压。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。

硫酸镍方面，上周硫酸镍疲弱持续，价格维持低位平稳。原料端中间品有一定走弱预期，硫酸镍成本支撑继续回调。但由于目前硫酸镍整体维持亏损，下跌空间依旧有限。短期硫酸镍缺乏驱动，整体波动有限，预计价格维持低位震荡。周五国内硫酸镍现货价格报 25950-26850 元/吨，均价较上周+30 元/吨。整体而言，目前镍基本面未有明显改变，矿端消息扰动刺激镍价，但未能实际影响产业。中长期产业过剩压制，边际有下移趋势。预计本周镍价区间震荡，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 11 月精锡产量为 16479 吨，环比增加 1.62%，同比增加 10.95%，2024 年 1-11 月精锡累计产量为 16.13 万吨，累计同比增加 8.81%。

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。11 月印尼交易所锡锭出口 5620 吨，与 10 月同比接近持平。

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 1-30 日，乘用车市场零售 244.6 万辆，同比去年同期增长 18%，较上月同期增长 8%，今年以来累计零售 2,028.1 万辆，同比增长 5%。新能源车市场零售 127.7 万辆，同比去年同期增长 52%，较上月同期增长 7%，今年以来累计零售 960.5 万辆，同比增长 41%。

小结：本周锡价宽幅震荡。锡基本面方面，国内冶炼厂维持正常开工状态，进口窗口开放带动国内 11 月锡锭供应大增，需求端汽车家电维持高增速状态，美元指数高位震荡，锡整体处于供需两旺态势。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：235000 元-255000 元。海外伦锡参考运行区间：28000 美元-29800 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 75856 元，周内-1.10%。MMLC 电池级碳酸锂报价 76000-78000 元，工业级碳酸锂报价 73000-75000 元。LC2501 合约收盘价 76650 元，周内涨跌-2.42%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 350 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 15675 吨，较上周增 0.7%。11 月碳酸锂产量 64140 吨，环比增 7.5%，前 11 月累计同比增 45.7%，锂价回升，月内产量较预期走高。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%。12 月第三方统计电池材料排产延续强势，环比小幅增长或持平。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%。12 月 6 日，国内碳酸锂周度库存报 108017 吨，环比上周-150 吨（-0.1%）。截止 12 月 6 日，注册仓单 34694 手，周内仓单增加 59.8%。

观点：底部强支撑与锂价回暖弹性供给释放的矛盾将持续较长时间。国内碳酸锂产量续创历史新高，未来两周去库结束概率较高。近期市场主要矛盾围绕消费展开，下游排产强预期的兑现程度和年初需求的延续性将会影响碳酸锂定价走向，岁末抢出口一季度需求可能面临提前透支。供给端过剩预期向下修正，但短期资源供给过剩格局难以扭转。情绪支撑乏力后，市场交易重回供过于求。供给侧需要留意潜在扰动带来的供需格局预期差，主要铆钉点为加拿大 NAL、澳大利亚 Marion、Wodgina 等高成本矿山生产经营抉择。近期留意碳酸锂现货升贴水、锂电材料生产情况，以及下游消费订单。消费若缺少积极表现，可能再次考验锂价成本支撑力度。本周广期所碳酸锂 2501 合约参考运行区间 73000-80000 元/吨。

## 氧化铝

截止 12 月 6 日下午 3 时，氧化铝指数本周下跌 1.6%至 4760 元/吨，持仓减少 1.3 万手至 43 万手，本周氧化铝期价先涨后跌，前半周期价反弹修复基差贴水，后半周大幅下跌主要是受交割品牌增加以及海外氧化铝现货报价大跌影响。基差方面，本周基差维持震荡，盘面仍深度贴水，山东地区现货较主力合约基差录得 445 元/吨。

现货方面，本周各地区氧化铝现货价格涨幅放缓，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别上涨 60 元/吨、35 元/吨、55 元/吨、30 元/吨、35 元/吨、35 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上涨空间有限，但仍将维持高位。

海外方面，截止 12 月 6 日，本周澳洲氧化铝 FOB 价格下跌 35 美金/吨至 750 美金/吨，进口盈亏报-682 元/吨，进口窗口仍未打开。本周澳洲氧化铝传出两笔成交报价，12 月 4 日西澳 FOB 报 810 美金/吨和 12 月 6 日东澳 FOB 报 750 美金/吨，澳洲氧化铝报价数周来首次下跌，受此信息影响，氧化铝期价周五午盘后大幅下挫。随着澳洲力拓氧化铝厂逐步复产，澳洲氧化铝供应逐步转松，后续需持续跟踪海外报价。

本周氧化铝社会总库存去库 1.4 万吨至 374.8 万吨，去库趋势持续，本周氧化铝继续维持去库，氧化铝企业袋装产品即产即走不形成库存，库存维持低位。部分到港进口氧化铝已经进入流通运输环节，部分进口氧化铝转口发往海外。本周氧化铝上期所仓单去库 0.12 万吨至 5.2 万吨；交割库库存去库 1.3 万吨至 5.62 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，几内亚发运量仍不及雨季前，GAC 出口

限制仍未解除。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 163.3 万吨，较上周减少 0.8 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。

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%。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，海外氧化铝报价数周来首次下跌，随着澳洲氧化铝厂的逐步复产，海外氧化铝供应有望转松，后续仍需持续观察澳洲氧化铝报价，若进口窗口打开有望缓解国内氧化铝紧缺局面。策略方面，当前国内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：5000-5600 元/吨。

## 不锈钢

期现市场：据 MYSTEEL，12 月 06 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 13600 元/吨，环比-2.51%；山东 7%-10% 镍铁出厂价为 955 元/镍，环比+0.00%；废不锈钢均价报 9200 元/吨，环比+0.55%。不锈钢主力合约周五下午收盘价 12850 元/吨，环比-1.19%。

供给：据 SMM，11 月国内钢厂开工率达 68.21。11 月产量预计为 327 万吨，环比-1 万吨，1-11 月累计同比。据 MYSTEEL 样本统计，11 月 300 系不锈钢粗钢产量预计达 167 万吨，环比-2.91%；据钢联数据，10 月 300 系冷轧产量 67.84 万吨，环比-1.57%。

需求：据 WIND 数据，国内 2024 年 1-10 月，商品房销售面积 77930.16 万 m<sup>2</sup>，同比-15.80%；10 月单月，商品房销售面积为 7646.12 万 m<sup>2</sup>，同比-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%。

库存：本周不锈钢社会总库存为 94.99 万吨，环比+1.40%；期货仓单本周库存 10.94 万吨，较上周+3171 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 19.22/60.65/15.12 万吨，其中 300 系库存环比-0.07%；本周不锈钢海漂量 6.49 万吨，环比+62.24%，卸货量 6.76 万吨，环比+2.77%。

成本：本周山东 7%-10% 镍铁出厂价 945 元/镍，较上周-20 元/镍，福建地区铁厂当前亏损 62 元/镍。自产镍铁产线整体利润率达-2.29%，钢厂情绪依旧较为悲观。

观点：本周现货整体成交表现偏弱，仅周二午后受到期货盘面上涨刺激带动一波采购热潮，其他时间交易氛围略显冷清。不锈钢盘面价格仍低位震荡，现货市场跟随盘面价格涨跌，下游多维持谨慎观望，成交多以低价资源为主，近期原料价格走低，不锈钢成本支撑减弱，且消费淡季下游需求较弱，短期仍维持弱势震荡为主。



## 黑色建材类

### 钢材

供应端：本周螺纹总产量 222 万吨，环比-2.4%，同比-14.7%，累计产量 10666.9 万吨，同比-18.6%。长流程产量 192 万吨，环比-2.7%，同比-14.9%，短流程产量 30 万吨，环比-0.1%，同比-13.4%。供应端：本周热轧板卷产量 317 万吨，较上周环比变化+10.9 万吨，较上年单周同比约-2.9%，累计同比约+0.8%。本周铁水日均产量为 232.61 万吨，较上周环比下降 1.26 万吨。铁水产量持续下降，高炉利润维持 167 元/吨附近，电炉由于利润维持在 42 元/吨附近，部分地区由于环保限产的情况高炉产量稍有下降，而电炉产量于上周基本持平。

需求端：本周螺纹表需 227 万吨，前值 225 万吨，环比+0.9%，同比-9.9%，累计需求 10813 万吨，同比-17.7%。本周热轧板卷消费 317 万吨，较上周环比变化+1.5 万吨，较上年单周同比约-4.2%，累计同比约+1.1%。本周螺纹钢表观消费量小幅上升，维持季节性下降趋势，整体需求表现中性。热轧卷板消费环比基本持平，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。整体上，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

库存：本周螺纹社会库存 302 万吨，前值 302 万吨，环比-0.3%，同比-16.3%，厂库 141 万吨，前值 145 万吨，环比-2.9%，同比-16.2%。合计库存 443，前值 448，环比-1.1%，同比-16.3%。螺纹钢库存小幅增加，库存水平维持中性。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。从库存绝对值来看目前板材库存不存在主要矛盾。

利润：铁水成本 2850 元/吨，高炉利润-214 元/吨，独立电弧炉钢厂平均利润-203 元/吨。本周钢厂盈利率下降 2.17%，盈利率小幅下降。

小结：本周螺纹钢呈现先涨后跌走势，持仓近两日小幅增加。基本面方面，螺纹产量下降，表需小幅增加，库存持续降低，暂无明显矛盾，整体基本面表现为中性健康。热卷本周表需小幅增加，增产幅度小幅超预期，由于此前热卷库存偏低，本周小样本库存较上周小幅下降，短期不会出现累库问题。但是近几周热卷产量均呈现上涨趋势，如若持续增产可能会在春节期间会出现小幅累库问题，具体情况还需进一步观察。宏观方面，临近两项重要会议，而市场预期大幅减弱，黑色系金属价格整体呈现弱势震荡走势。但目前市场对于未来的中央经济工作会议以及政治局会议仍抱有一定预期，但较上周预期有所降低，价格随之回落。利润方面，钢厂盈利率小幅下降，但即期利润小幅增加，整体估值处于中性偏高。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。市场对未来会议预期有所下降，成材价格或将呈现宽幅震荡走势，实际成材需求暂未看到明显边际变化。临近冬储时节，冬储价格可能对盘面形成一定支撑。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, 锰硅盘面震荡小幅收跌, 价格在周初向上触及下跌趋势先后回落, 日线级别仍处于 6100-6600 元/吨的宽幅区间震荡之中, 价格相对偏弱, 三角收敛向下临界, 关注近期价格在末端位置的方向选择。下方继续关注 6100-6150 元/吨 (针对加权指数, 下同) 区间附近支撑。目前无明显趋势, 单边参与性价比仍较低, 谨慎参与。

硅铁方面, 盘面价格震荡收星, 周内不断尝试摆脱下行趋势线无果。日线级别。当前依旧是处于 6200 元/吨-6600 元/吨 (针对加权指数, 下同) 的宽幅震荡区间之中, 价格已收敛至末端, 关注近期方向的选择。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。

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, 关注下周即将召开的政治局会议及中央经济工作会议。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。近期, 新华社在其所发文章《经济增速怎么看》中, 对经济进行“表态”。其中提及破除“速度崇拜”、“5%的左一点或是右一点, 都可以接受”、“更要看发展动力是否强劲, 经济结构是否合理…”等, 或隐晦为经济做定调, 同时对后期会议做预期管理, 降低市场对于刺激政策预期。站在这一角度, 我们认为会议中或不会有超出预期的政策出现, 重要会议后, 盘面或形成压力。

品种自身基本面在短期仍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, 我们看到铁水如我们预期继续季节性走弱, 螺纹钢产量再度掉头向下, 需求淡季特性明显。供给端则与需求形成对比, 仍在持续上行, 虽然上行幅度较缓。供需一减一增之下, 结构边际再度朝向愈发宽松。在这样的背景下, 我们仍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, 随着钢铁方面需求的季节性走弱, 库存出现向上累积, 但总体库存水平相对健康。现货端价格表现较为坚挺, 盘面贴水现货较大幅度背景下, 预计若后期选择向下, 下方空间也相对有限。同时, 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。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, 12 月 2 日开盘价变化 -2.5 元/吨, 涨跌幅 -0.31%。供给端, 最新一期全球铁矿石发运总量 2662.5 万吨, 环比减少 416.6 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2146.9 万吨, 环比减少 387.5 万吨。澳洲发运量 1615.7 万吨, 环比减少 158.5 万吨, 其中澳洲发往中国的量 1412.0 万吨, 环比增加 38.5 万吨。巴西发运量 531.2 万吨, 环比减少 229.0 万吨。中国 47 港口到港量 2632.9 万吨, 环比增加 164.4 万吨。45 港口到港量 2517.2 万吨, 环比增加 226.2 万吨。日均铁水产量 232.61 万吨, 环比上周减少 1.26 万吨。库存端, 全国 47 个港口进口铁矿库存为 15661.59 万吨, 环比增 44.70 万吨。

供给方面, 最新一期全球发运量降幅明显, 澳洲部分矿山检修, 巴西 VALE 发运大幅减少。需求方面, 钢

联日均铁水产量环比下降 1.26 万吨至 232.61 万吨，铁水超预期下滑，钢厂盈利率跌破 5 成，利润持续下降，河北个别钢厂因生产不顺导致产量下降明显。结合检修数据推算，预计铁水产量将继续下滑，后续日均铁水产量或降至 230 万吨左右，淡季特征开始显现。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，更多随需求下移。库存方面，港口疏港量高位回落，库存微增，结合发运及到港来看，港口库存暂时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。钢厂进口矿库存继续上行，已接近去年同期水平。宏观层面，进入 12 月，中央经济工作会议预计将于近期召开，关注市场情绪和基本面端铁水走势。

## 工业硅

盘面方面，工业硅价格本周延续上周的巨幅波动，价格在周初大幅高开后一路走低。日线级别，价格仍处于下行趋势之中，价格表现弱化，但考虑价格波动剧烈，建议暂时以观望为主。

本周，受东部合盛硅业(鄯善) 停产 30 台工业硅矿热炉影响，工业硅周产大幅回落，盘面一度受此带动显著高开。目前何时恢复，时间尚不明确。但相较于工业硅供给端检修式的减产，下游需求端多晶硅的行业压力以及由此带来的持续减产似乎让市场更为担忧。我们看到多晶硅当前周产已回落至接近去年同期水平，开工率更是下降到了 50% 以下。纵然如此，其库存仍在持续累积，至历史新高水平。据百川数据口径，当前多晶硅库存约 32.6 万吨，约为其月产量的 2.5 倍。光伏需求不佳，库存高企，价格延续走弱，工厂亏损停产，多晶硅行业似乎远未见到曙光。在多晶硅端（近年需求的最大增量方向）对于硅料需求前景黯淡的背景下，工业硅短时间的减产仍无法改变价格的悲观预期。叠加工业硅当下历史高位的库存，我们认为或需要供给端规模更大、持续更久的减产才能改变当下宽松的结构以及期待对价格形成有效的支撑。

## 能源化工类

### 橡胶

天气方面，未来 14 天，泰国南部产区降雨持续较大。二次洪水风险上升。利多延续。

11 月 25 日周一，我们提示反弹机会，NR 反弹 1000 点。

目前产业链的主要矛盾，还是供应方面的减产预期。

### 现货

上个交易日下午 16:00-18:00 泰标混合胶 17400 元。STR20 报 2170 美元。

山东丁二烯 10100 元。江浙丁二烯 10050 元。华北顺丁 13200 元。

操作建议：

多头配置 NR 更优。 仍然是回调多头的思路。RU 也可短多。

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。

11 月，我国重卡市场共计销售约 6.9 万辆（批发口径，包含出口和新能源），环比上涨 4%，同比微弱下降 3%。1-11 月，我国重卡市场销售各类车型约 81.8 万辆，同比降幅约为 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 12 月 5 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 58.83%，较上周走低 1.10 个百分点，较去年同期走低 0.54 个百分点。全钢胎需求淡季，出货平淡。出口订单有所放缓，轮胎企业库存累库。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.65%，较上周微幅走低 0.05 个百分点，较去年同期走高 5.93 个百分点。半钢开工正常。

4) 库存去库尾声后期或转向增库。

截至 2024 年 12 月 1 日，中国天然橡胶社会库存 113.5 万吨，环比增加 0.44 万吨，增幅 0.39%。中国深色胶社会总库存为 62.9 万吨，环比减少 0.3%。中国浅色胶社会总库存为 50.5 万吨，环比增加 1.3%。截至 2024 年 12 月 3 日，青岛地区天然橡胶库存 29.41（-0.49）万吨。

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

原料走弱，企业生产利润较好，本周国内开工再度回升，海外装置开工降至历史低位，关注后续进口缩量。需求端港口 MTO 仍维持在中高位，但后续仍有回落风险。传统需求表现平淡，多数产品利润中低位，

终端需求唯有明显好转。港口在到港卸货回升下再度累库，库存压力依旧较大，受此压制，港口现货表现疲软，基差与月差都处于低位水平。总体来看，后续国内甲醇预计呈现供需双弱格局，前期利多消化后盘面受阻回落，短期预计基本面好转有限，价格依旧区间运行为主，建议盘面企稳后逢低短多为主，冲高不追。

## 尿素

供应端气头停车增多但煤制开工提升，供应有所回落。现货走弱背景下企业利润进一步走低，当前高成本工艺陷入亏损，部分气头装置亏损性检修，尿素估值进一步压缩。需求端依旧不温不火，复合肥开工提升但成品库存高位，工业需求整体偏淡。供减需弱背景下企业库存小幅去化，但去库依旧缓慢，库存同比仍在高位。总体来看，后续供应仍将进一步收缩，且在利润持续压缩下预计将有更多亏损行减产企业出现，盘面下跌后近端修复升水，但远端合约相对现货依旧有较高溢价，尿素成本支撑仍在，进一步回落空间有限，但不排除在宏观情绪转弱下进一步回落，因此建议在盘面企稳之后关注短多机会，冲高不追。

## 聚烯烃

政策端：OPEC+将增产计划推迟至4月，全面解除减产行动推迟至2026年底石油输出国组织和包括俄罗斯在内的产油国联盟(OPEC+)将其开始提高石油产量的时间推迟三个月，至明年4月，并将全面解除减产的时间推迟一年，至2026年底。

估值：聚烯烃周度跌幅（成本>期货>现货）；聚乙烯01合约持仓下降幅度放缓，01合约价格止跌企稳。

成本端：本周WTI原油下降1.16%，Brent原油下降1.62%，煤价下跌-0.98%，甲醇下跌-2.51%，乙烯下跌-1.31%，丙烯上涨0.5%，丙烷下跌-1.27%。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83.00%，环比上涨1.22%，同比去年下降-3.07%，较5年同期下降-9.89%。PP产能利用率73.71%，环比上涨1.01%，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43.00%，环比下降-1.62%，同比下降-8.49%。PP下游开工率52.00%，环比下降-0.31%，同比下降-5.14%。季节性淡季，下游开工率季节性下行。检修回归，LLDPE标品紧缺得到缓解。

库存：上游检修高位回归叠加下游淡季，聚烯烃整体库存去化放缓，基于后期产能投放计划，去库节奏或将持续放缓。PE生产企业库存39.46万吨，环比去库4.59%，较去年同期去库-13.92%；PE贸易商库存4.56万吨，较上周累库1.36%；PP生产企业库存45.44万吨，本周环比去库-3.15%，较去年同期去库



-14.68%；PP 贸易商库存 13.31 万吨，较上周累库 19.80%；PP 港口库存 5.94 万吨，较上周累库 1.37%。  
小结：OPEC+将增产计划推迟至 4 月，全面解除减产行动推迟至 2026 年底石油输出国组织和包括俄罗斯在内的产油国联盟(OPEC+)将其开始提高石油产量的时间推迟三个月，至明年 4 月，并将全面解除减产的时间推迟一年，至 2026 年底。12 月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，05 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 合约持仓下行，逢高做空 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 1.7 万吨，环比-1.45 万吨，纯苯港口库存 14.5 万吨，环比+2 万吨。苯乙烯负荷 69.93%，环比+5.35%，石油苯负荷 78.08%，环比+0.96%。12 月仍有炼厂复产，预计纯苯负荷有上行空间。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。苯乙烯港口库存维持低位，下游负荷利润小幅走弱，华东装置复产，后续港口船货增加，但近端有船转港下游，基差震荡走强。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 81.57%，环比+1.04%，电石法开工 80.70%，环比+0.35%，乙烯法开工 84.05%，环比+2.98%。厂库 33.26 万吨，环比-1.04 万吨，社库 48.16 万吨，环比-0.58 万吨。成本端，电石开工小幅回升，西北电石价格持稳，山东电石送到价维持，近期烧碱复产跌价，边际成本小幅上行至 5290 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，近期盘面增仓下跌，01 合约交割将近，预计下周价格波动剧烈，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 走势震荡偏强，01 合约单周上涨 60 元，报 4682 元。现货端华东价格上升 80 元，报 4725 元。基差走强 14 元，截至 12 月 6 日为 60 元。1-5 价差走弱 14 元，截至 12 月 6 日为-92 元。

供应端：本周 EG 负荷 71.6%，环比下降 1.7%，其中合成气制负荷 75.1%，环比上升 1.2%；乙烯制负荷 69.7%，环比下降 3.2%。煤化工方面，新疆中昆负荷提升；油化工方面，盛虹一套装置临时停车，预计一周后重启。海外方面，沙特 jupc2#停车中，计划月底重启，新加坡一套 90 万吨装置近期计划重启，沙特 yanpet1#38 万吨装置计划 12 月检修一个月，韩国乐天一套装置停车。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 9.5 万吨，环

比下降 3.7 万吨，10 月进口 50 万吨，月环比下降，因美国装船延期和伊朗招标不及预期，12 月至 1 月进口量下修，后续沙特逐渐进入检修季，进口将有所减量。

需求端：本周聚酯负荷 91%，环比下降 1.2%，其中长丝负荷 93.8%，环比上升 0.3%；短纤负荷 86.4%，环比持平%；瓶片负荷 73.6%，环比下降 4.3%。装置方面，华润两套瓶片装置共 110 万吨、恒逸新材 12.5 万吨长丝检修，逸鹏 25 万吨长丝重启，荣盛 50 万吨长丝投产。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，负荷承压。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 86%，环比下降 3%；织机负荷 70%，环比下降 1%；涤纶负荷 68.7%，环比下降 0.3%。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 25 日，港口库存 53.7 万吨，环比去库 9.1 万吨；下游工厂库存天数 11.5 天，环比下降 0.3 天。短期看，到港量下降，出港量中性偏低，本周库存维持低位，12 月之后整体社会库存偏累。

估值成本端：本周外盘石脑油制利润上升 9 美元至为-112 美元/吨，国内乙烯制利润上升 64 元至-734 元/吨，煤制利润上升 144 至 895 元/吨。成本端乙烯 895 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 650 元/吨，成本本周乙烯持平，煤炭成本下降，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：近期盘面偏强，主要交易弱预期不兑现。12 月后供给预期大幅上升，但进口方面海外北美装船延期等原因，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，进口减量对国内增量有一定对冲，需求并未如期转淡，降负速度弱于预期，供需平衡虽然转弱，但在下游库存低位的情况下预计隐性库存将上累，显性库存因进口减量短期内或将位于底部，将对 EG 估值有支撑，短期震荡偏强，中期承压。

## PTA

价格表现：本周震荡下行，01 合约单周下跌 90 元，报 4720 元。现货端华东价格下跌 70 元，报 4650 元。现货基差上升 2 元，截至 12 月 6 日为-61 元。1-5 价差上升 6 元，截至 12 月 6 日为-90 元。

供应端：PTA 负荷 85.6%，环比下降 1.6%，装置方面，珠海英力士检修一个月左右。短期内仅一套装置检修，负荷位于年内高位水平，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 91%，环比下降 1.2%，其中长丝负荷 93.8%，环比上升 0.3%；短纤负荷 86.4%，环比持平%；瓶片负荷 73.6%，环比下降 4.3%。装置方面，华润两套瓶片装置共 110 万吨、恒逸新材 12.5 万吨长丝检修，逸鹏 25 万吨长丝重启，荣盛 50 万吨长丝投产。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，负荷承压。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 86%，环比下降 3%；织机负荷 70%，环比下降 1%；涤纶负荷 68.7%，环比下降 0.3%。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）258.3 万吨，周环比去库 2 万吨，在库在港库存为 41.9 万吨，去库 3.3 万吨，总仓单 56.7 万吨，环比上升 4 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 30 元，截至 12 月 6 日为 266 元/吨；盘面加工费下降 6 元，截至 12 月 6 日为 397 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 128 元，报 6590 元。现货端 CFR 中国下跌 7 美元，报 807 美元。现货折算基差上升 67 元，截至 12 月 6 日为 93 元。1-5 价差下降 2 元，截至 12 月 6 日为-230 元。

供应端：本周中国负荷 81.1%，环比下降 3.8%；亚洲负荷 75.9%，环比下降 1.6%。国内装置方面，青岛丽东、广东石化、威联石化、中海油惠州、海南炼化装置降负；海外装置方面，日本出光装置重启。进口方面，11 月韩国 PX 出口中国 34.7 万吨，环比下降 2.6 万吨。整体上，后续国内装置重启，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 85.6%，环比下降 1.6%，装置方面，珠海英力士检修一个月左右。短期内仅一套装置检修，负荷位于年内高位水平，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 上升 5 美元，截至 12 月 5 日为 182 美元，周内震荡；石脑油裂差持平，截至 12 月 5 日为 95 美元，原油端震荡下行。芳烃调油方面，本周美国汽油裂差仍然较弱，美韩芳烃价差低位、调油相对价值弱于化工。

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：11 月至今，国内猪价震荡走低，月内企业风控意识较强，出栏积极性提升，但供应增势超过预期，屠宰放量后交易体重维持小增态势，标肥价差回落，同时需求表现不及预期，月内猪价震荡下跌，几无反抗；具体看，河南均价月跌 1.66 元至 15.5 元/公斤，月内最高 17.2 元/公斤，四川均价月落 0.9 元至 16.56 元/公斤，月内最高 17.56 元/公斤，广东均价月落 1.74 元至 16.26 元/公斤；12 月供应环比继续增加，企业提前出栏积极性提升，散户大猪出栏引发标肥价差回落并带动均重上升，同时需求或集中爆发，供需博弈，预计价格在震荡中走低，期间有反弹但整体重心仍下移。

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：现货震荡中重心延续下移，走势有反复但强度不及预期，消费仍无法承接屠宰放量后的供应，体重增加标肥差回落表明供应往后存在积压，盘面估值不高但现货逻辑延续供大于求模式，宜短线操作或中期反弹后抛空。

## 鸡蛋

现货端：11月至今，国内蛋价先落后涨，整体走势强于预期，月初价格偏高，市场心态偏谨慎，整体供应充裕，蔬菜替代减少，价格疲弱下滑，随着月末惜售情绪升温，叠加淘鸡出栏增多，蛋价受到支撑；具体看，黑山大码报价月落0.1元至4.3元/斤，馆陶月涨0.15元至4.42元/斤，月内最低4.09元/斤，销区回龙观月落0.09元至4.7元/斤，东莞月涨0.25元至4.68元/斤；12月蛋价或先涨后落，但上下空间均有限，一方面淘汰情绪升温后限制供应增幅，加之节日备货需求支撑，蛋价表现仍有韧性，但随着年底需求滑落，上方压力也逐日增加。

补栏和淘汰：成本下行明显，养殖盈利不弱，补栏量维持偏高，截止11月份的补栏数据为9138万只，同比+2.8%，环比+1.9%，今年1-10月补栏量为9.6亿羽，同比+3.2%；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552天左右，环比小落，同比增加。

存栏及趋势：截止11月底，样本点在产蛋鸡存栏量为12.84亿只，环比10月下月滑0.2%，同比去年的12.07亿只增加了6.4%，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4月的13亿只，环比仍有1.2%的上升空间，供应端未来大的方向仍指向过剩。

需求端：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：淘鸡放量限制阶段性供应，鸡蛋库存不高，加之需求支撑，当期现货仍具韧性；盘面锚定成本给出悲观预期，但贴水程度偏高支撑近月估值，现货难跌易引发近月收贴水，盘面或仍表现为来回震荡、近强远弱，建议短期观望或短线操作为宜，中期估值修复后关注上方压力。

## 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12月1日CONAB预计巴西大豆播种率为90.0%，上周为83.3%，去年同期为83.1%。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12月巴西大豆出口量为124万吨，预计持续到1月美豆的销售将好于去年，有一定利好支撑。2020年度巴西11-1月出口量仅月均30万吨，当年引发大幅反弹行情，之前预估巴西11-1月平均每月可出口200-250万吨左右，目前ANEC预计仅出口124万吨，若后期偏少可能形成潜在利多，需要进一步观察出口数据。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，但需要注意巴西可出口量下降超预期的风险。

**国内双粕：**本周国内豆粕现货随盘面下跌，基差稳定，提货量环比小幅上涨，成交量小幅上涨。预计表观消费稳定，开机率偏低，豆粕库存可能下滑。截至12月3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521万吨，1月158万吨，2月533万吨，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月以后的到港比较少，对现货有一定支撑。

**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。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，近几日加速下跌后因情绪得到一定释放以及大豆到港后期或回落、开机下滑挺价等盘面反弹，前期短空策略可适当止盈，建议等待反弹、或者等待贸易战情绪交易后再抛空为主。

## 油脂

**马棕：**本周棕榈油冲高后有所回落，市场交易棕榈油产区洪水带来供应担忧，但高价抑制买兴、替代油脂价格低迷也使棕榈油上涨受阻。数据方面，据ITS及AMSPEC，马来西亚11月1-30日棕榈油出口量环比减9%-10%。SPPOMA数据显示，2024年11月1-30日马来西亚棕榈油产量环比下降5.3%，MPOA及UOB则给出11月产量环比下降7%-11%的预估，按此预估马棕11月库存可能达到170万吨一线。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：**加拿大统计局12月最新预计24/25年度菜籽产量1780万吨，11月预期为1898万吨，而去年同期最新预计为1919万吨。加菜籽减产部分抵消了未来美国生物柴油政策变动对加拿大菜油出口影响的利空，菜油有所上涨，不过若后期美国生柴政策不利，加菜籽仍处于偏宽松状态，还需要关注后续政策影响。12月11号美农月度报告将公布最新一期全球农产品平衡表，预计会调减加菜籽产量、棕榈油



产量可能持平、美豆油出口量调增、葵籽产量将变化不大，油脂工业消费可能暂不调整，因特朗普团队政策暂不明朗。此外，美国财政部发言人回答 45Z 法案会在拜登离任前公布，该政策也会成为油脂需求的一大变量。

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 35 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，但棕榈油又因近月担忧洪水影响产量等反弹迅猛。因马棕高频出口数据走弱，近期印度累库或影响后续需求，棕榈油有阶段调整需求。不过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，棕榈油维持偏强格局，关注高频产量、出口数据指引。

## 白糖

国际市场回顾：上周原糖价格宽幅震荡，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 21.74 美分/磅，较前一周上涨 0.65 美分/磅，或 3.08%。消息方面，根据印度全国合作糖厂联合会 (NFCSF) 发布的数据，2024/25 榨季截至 2024 年 11 月 30 日，全国共有 381 家糖厂正在进行食糖生产工作，较去年同期的 433 家同比减少 52 家；入榨甘蔗 3326.8 万吨，较去年同期的 5121.7 万吨减少 1794.9 万吨，降幅 35.05%；产糖 279 万吨，较去年同期的 432 万吨减少 153 万吨，降幅 36.17%。巴西对外贸易秘书处 (Secex) 公布的出口数据显示，巴西 11 月出口糖和糖蜜 339.1 万吨，较去年的 364.43 万吨减少 25.33 万吨，降幅 7%

国内市场回顾：上周郑糖价格宽幅震荡，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5974 元/吨，较前一周下跌 109 元/吨，或 1.79%。消息方面，据中国糖业协会数据显示，截至 11 月底，全国共生产食糖 136.79 万吨，同比增加 48.16 万吨，增幅 54.34%；累计销售食糖 60.9 万吨，同比增加 29.22 万吨，增幅 92.23%；累计销糖率 44.52%，同比加快 8.78 个百分点。其中，11 月单月产糖 97.58 万吨，同比增加 47.31 万吨，为近 5 个制糖期同期次高位水平；销糖 49.28 万吨，同比增加 29.28 万吨，为近 10 年（2012/13 年制糖期）以来的同期最高水平。食糖工业库存 75.89 万吨，同比增加 18.89 万吨，处历史同期最高水平；工业库存较上月增加 48.3 万吨，累库速度偏快。

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。短线由于政策预期的不确定性，导致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：上周美棉价格下跌，截至周五 ICE 3月棉花期货合约收盘价报 70.1 美分/磅，较之前一周下跌 1.85 美分/磅，或 2.57%。消息方面，美国农业部（USDA）公布的出口销售报告显示，截至 11 月 28 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 3.84 万吨，较之前一周减少 47%。美国棉花出口装船为 3.7 万吨，较之前一周增加 21%，较此前四周均值增加 17%，其中，对中国大陆出口销售净增 0.29 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：上周郑棉价格下跌，截至周五郑棉 1 月合约收盘价报 13895 元/吨，较之前一周下跌 190 元/吨，或 1.35%。消息方面，据中国棉花协会数据显示，截止 2024 年 12 月 1 日，全国皮棉累计加工量 446.1 万吨，同比增长 20%。新疆地区皮棉累计加工总量 439.1 万吨，同比增长 20.7%，其中，自治区皮棉加工量 295.5 万吨，同比增长 28.4%；兵团皮棉加工量 143.6 万吨，同比增长 7.6%。内地累计加工量为 7 万吨，同比下降 12.8%。消费方面，上周纺企新接订单不足，库存压力持续增加，棉纱不同程度降价，去库难度加大，使得纺企开机率不高，对于双节补库预期不强。

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可能超预期增长，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	