

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数-2.69%，创业板指-2.68%，上证50-3.07%，沪深300-2.71%，中证500-2.19%，中证1000-2.62%。两市日均成交额5846亿，较前一周-190亿/天。

企业盈利和宏观经济：8月中国企业经营状况指数（BCI指数）48.56，数值较7月份的49.84回落。8月PMI 49.1，较前值下降0.3，低于荣枯线；7月M1增速-6.6%较上月下降。

利率：中债十年期国债利率-4BP，美债十年期国债利率-19BP，中美10年期利差+15BP至-158BP。

流动性和风险偏好：①主要指数ETF份额增加100亿份；②DR007变动不大；③上周重要股东二级市场净增持0.12亿；④证监会新发1家IPO，日均数量偏低；⑤上周融资余额-60亿；⑥上周偏股型基金新成立份额37亿。总的来说，ETF份额继续增加（+），重要股东小幅净增持（平），融资额减少（-），IPO日均数量偏低（+），偏股型基金发行量小幅增加（平），DR007边际下降（+）。资金面中性偏强。

宏观消息面：

1、国泰君安拟吸收合并海通证券；2、央行：法定存款准备金率还有一定下降空间；3、美国8月ADP就业人数增加9.9万人，不及预期，美元指数跌破101；4、住建部主管媒体：支持楼市内需，利率政策还可作为；5、上海：对个人消费者购买符合要求的沙发、床垫、橱柜等家电、家装、家居产品，按销售价格的15%予以补贴；6、美国8月非农新增就业回升至14.2万人，但前值大幅下修，失业率降至4.2%；7、美联储理事沃勒：如果合适，将提倡“前置性地”降息。

市盈率：沪深300:11.02，中证500:19.79，中证1000:29.26，上证50:9.75。

市净率：沪深300:1.17，中证500:1.41，中证1000:1.57，上证50:1.06。

股息率：沪深300:3.31%，中证500:2.22%，中证1000:1.81%，上证50:4.04%。

期指基差比例：IF当月/下月/当季/隔季：-0.15%/-0.31%/-0.57%/-0.97%；IC当月/下月/当季/隔季：-0.29%/-0.90%/-1.75%/-2.93%；IM当月/下月/当季/隔季：-0.24%/-1.03%/-2.55%/-4.53%；IH当月/下月/当季/隔季：-0.10%/-0.25%/-0.29%/-0.02%。

交易逻辑：海外方面，近期美国公布的经济数据整体低于预期，美债利率回落。国内方面，8月PMI继续维持在荣枯线下方，7月M1增速回落，社融结构偏弱，经济压力仍在，但随着各项经济政策陆续出台，有望扭转经济预期。7月政治局会议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。

上市公司半年报披露结束，整体经营情况延续下滑态势，但剔除地产行业后净利率增速回升。当前各指数估值均处于历史最低分位值附近，股债收益比不断走高，建议择机做多。

期指交易策略：单边建议IF多单逢低择机买入，套利择机多IH空IM。

### 国债

经济及政策：国内多数经济数据仍在走弱，复苏仍需时间。海外方面，美国经济数据分化较大，但近期美联储降息预期升温。

1.8月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，比上月下降0.3个百分点，制造业景气度小幅回落。8月份，非制造业商务活动指数为50.3%，比上月上升0.1个百分点，非制造业景气水平略有回升；

2.央行：法定存款准备金率还有一定下降空间；

3. 央行谈买卖国债：定位于基础货币投放和流动性管理；
4. 央行：持续推动社会综合融资成本稳中有降 存贷款利率进一步下行还面临一定的约束；
5. 乘联会：预计8月乘用车市场零售191.0万辆 同比下降1%；
6. 美国8月标普全球制造业PMI终值为47.9，预期48.1，前值48；
7. 美国7月营建支出环比下降0.3%，预期下降0.1%，前值由下降0.30%修正为0%；
8. 美国8月ISM制造业PMI 47.2，预期47.5，前值46.8；非制造业PMI为51.5，预期51.1，前值51.4；
9. 美国8月ADP就业人数增加9.9万人，预估为增加14.4万人，前值由增加12.2万人修正为11.1万人，8月份美国企业增加的就业人数创下2021年初以来最低；
10. 美国7月JOLTs职位空缺767.3万人，预期810万人，前值818.4万人；
11. 美国短期利率期货显示，美联储9月降息50个基点的可能性比降息25个基点的可能性更大；
12. 加拿大央行连续第三次降息25个基点，将利率下调至4.25%，符合市场预期。

流动性：1、8月份MLF余额71690亿，当月MLF净投放-1010亿元；2、上周央行逆回购投放2102亿，到期14018亿，净投放-11916亿，最新DR007利率收于1.71%。

利率：1、最新10Y国债收益率收于2.14%，周环比回落3.95BP；30Y国债收益率收于2.31%，周环比回落5.5BP；2、最新10Y美债收益率3.72%，周环比回落19BP。

小结：当下国内多数经济数据仍在走弱，预计宽货币政策仍将延续，长期看仍以逢低做多思路为主。在价格持续上涨后，需关注获利盘的回吐及央行对债市的态度。

## 贵金属

美联储货币政策表态：在临近实质性降息的阶段，联储官员对于利率政策的表态总体偏鸽派，芝加哥联储主席古尔斯比表示：依据当前的劳动力市场数据以及通胀数据，美联储将很快放松利率政策，且在未来的12个月内进行多次降息。就业市场在继续降温并且可能持续恶化，非农数据将反应这一关键问题。美联储博斯蒂克则表示对于通胀下降至2%抱有更大的信心，且认为通胀和就业的风险已经平衡。

资金流向：CFTC持仓报告显示，管理基金在本月持续加仓金银多头，COMEX黄金净多头持仓由7月23日当周的16.3万手上升至20万手，COMEX白银管理基金净多持仓在同期由2.54万手上升至3.31万手。8月黄金ETF维持资金流入态势，欧美受到央行宽松货币政策预期的影响，ETF增持倾向明显。其中北美洲流入17.2吨，欧洲流入7.9吨，亚洲流入0.3吨，其他地区流入3.2吨。分国家来看，美国黄金ETF流入11.6吨，英国流入4.2吨，瑞士流入3.9吨。金融资金本月持续流入贵金属市场。交易所持仓量方面黄金表现强于白银。COMEX黄金持仓量本月上升2.12%至52.18万手，沪金持仓量下跌6.02%至37.06万手。COMEX白银持仓量下降6.49%至14.16万手，沪银持仓量下降至77.78万手。

美国8月新增非农就业人口数低于预期，为14.2万人，其中商品生产分项增加1万人就业，服务生产分项增加10.8万人，政府增加2.4万人。总体非农新增就业人口数处于近十年均值16.6万人之下。分项来看，商品生产分项中制造业就业人数下降2.4万人，符合先前持续处于荣枯线之下的制造业PMI。服务业就业人数中信息业就业人数减少7000人，延续上个月跌势，零售业出现1.1万人就业减少。服务业中教育和保健行业增加4.7万人就业，是新增就业主力，与劳动紧缺程度相印证。

此外，失业率为4.2%，低于前值；失业五周以上的人数持续上升，职位空缺率也不断下降。总体而言美国劳动力市场偏弱趋势已定，难以再度拐头向上，仅服务业分项的医疗和休旅住宿具备韧性，但随后暑期出游旺季结束，休旅住宿就业将进一步承压。

非农新增就业在数月以来呈现偏弱趋势，同时前值不断下修。从大类资产角度来看，原油、美股下跌，金银比价抬升，“衰退交易”风向延续。在这样的背景下，今年上半年受到工业属性驱动上涨的白银价

格将会存在利空风险，白银显性库存至三季度仍未出现去化，其价格存在向下回归动能，策略上建议逢高抛空，关注其能否突破 6835 一线支撑，下一支撑位则为 6511。沪银主力合约参考运行区间为 6511-7232 元/千克。黄金则受到衰退过程中避险属性的支撑，ETF 持仓流入，其价格易涨难跌，策略上建议暂时观望，沪金主力合约参考运行区间 561-578 元/克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价回调幅度加大，伦铜收跌 3.22%至 8954 美元/吨，沪铜主力合约收至 71810 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 3.0 万吨，其中上期所库存减少 2.6 至 21.5 万吨，LME 库存减少 0.3 至 31.8 万吨，COMEX 库存微降至 3.6 万吨。上海保税区库存环比减少 0.3 万吨。当周现货进口窗口再次打开，洋山铜溢价提高，进口清关需求改善。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水 120.5 美元/吨，国内基差抬升，周五上海地区现货升水期货 60 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差小幅缩窄至 1690 元/吨，当周废铜制杆企业开工率边际回升。需求方面，根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率延续小幅下滑，需求边际弱化，但好于预期。

价格层面，美联储降息降息幅度仍具有不确定性，短期来看仍应警惕通胀预期走低和美股走弱对市场风险偏好的影响；国内经济现实延续偏弱，需要关注政策变化对情绪面的影响。产业上看，9 月国内精炼铜供需预计延续短缺，海外需求预期略有改善，交仓引起的库存增加压力或有所缓和。总体产业面对铜价影响偏积极，而宏观层面的不确定较大，若没有超预期的政策出台，则铜价预计继续筑底，若政策强于预期，则铜价有望筑底回升。本周沪铜主力运行区间参考：70500-74000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：8800-9200 美元/吨。

### 铝

供应端：根据阿拉丁调研统计，8 月国内电解铝运行产能 4351.4 万吨，整体维持不变。四川高温天气并未对当地电解铝企业生产造成影响。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2024-9-5：铝锭去库 1.6 万吨至 78.7 万吨，铝棒持平于 12.5 万吨。

进出口：据海关总署最新数据显示，2024 年 7 月全国未锻轧铝及铝材出口量 58.7 万吨，环比减少 3.77%，同比增加 19.86%。2024 年 7 月份国内原铝净进口约为 11.1 万吨，环比减少 2.8%，同比增加 18.3%。1-7 月份国内原铝净进口总量约为 130.2 万吨，同比增加 149%。7 月中国进口铝土矿 1500.07 万吨，环比增加 12.49%。同比增加 16.50%，再创单月进口量历史新高。2024 年 1-7 月，中国共进口铝土矿 9235.14 万吨，同比增长 8.7%。

需求端：8 月 1-31 日，乘用车市场零售 191.0 万辆，同比下降 1%，环比增长 11%，今年以来累计零售 1,347.7 万辆，同比增长 2%。新能源车市场零售 101.5 万辆，同比增长 42%，环比增长 16%，今年以来累计零售 600.4 万辆，同比增长 35%。据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2024 年 9 月空冰洗排产总量合计为 2662 万台，较去年同期生产实绩增长 4.5%。分产品来看，9 月份家用空调排产 1054.2 万台，较去年同期生产实绩增长 8.8%；冰箱排产 802 万台，较上年同期生产实绩增长 2.2%；洗衣机排产 806

万台，较去年同期生产实绩增长 1.5%。地产竣工数据维持低位，这也让 9 月整体消费仍然承受了一定的压力。

小结：供应端方面电解铝产量维持稳定，高温天气并未对电解铝产能造成影响；需求端方面，9 月进入消费旺季，汽车家电消费较去年维持同比增长态势，地产数据维持低位。在供应端维持稳定，需求端出现分歧的情况下，后续预计铝价将呈现震荡走势。国内主力合约参考运行区间：18800 元-19800 元。海外参考运行区间：2300 美元-2500 美元。

## 锌

截至周五收盘，沪锌指数收至 22500 元/吨，单边交易总持仓 22.55 万手。伦锌 3S 收至 2705 美元/吨，总持仓 23 万手。内盘基差 155 元/吨，价差 145 元/吨。外盘基差-49.52 美元/吨，价差-26.2 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.167，锌锭进口盈亏为 195.6 元/吨。SMM0#锌锭均价 22800 元/吨，上海基差 155 元/吨，天津基差 85 元/吨，广东基差-60 元/吨，沪粤价差 215 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 2.84 万吨，LME 锌锭库存录得 23.84 万吨。根据上海有色数据，最新锌锭社会库存录得 11.76 万吨，小幅去库。本周锌精矿国产 TC1450 元/金属吨，进口 TC-40 美元/干吨。精矿港口库存 14.4 万吨，工厂库存天数 13.5 天。本周镀锌结构件开工率录得 57.12%，原料库存 1.2 万吨，成品库存 43.9 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 53.76%，原料库存 1.0 万吨，成品库存 1.0 万吨。本周氧化锌开工率录得 56.20%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.7 万吨。消息方面，俄罗斯工厂 Ozernoye 厂于 9 月 4 日开始生产锌精矿，后续锌精矿供应预期好转。总体来看，炼厂实际减产或不及 CZSPT 会议后过高的预期，锌矿供应期增的情况下，旺季预期拉动有限。叠加美国经济数据有所下滑，原油价格暴跌拉动通胀预期快速下行，大宗商品整体价格中枢下移。黑色系商品走弱拉动需求端利润承压，预期单边价格偏弱运行。但内外比值偏强运行，月间价差维持高位，亦需警惕空头止盈离场带来的反弹风险。

## 铅

截至周五收盘，沪铅指数收至 16630 元/吨，单边交易总持仓 10.34 万手。伦铅 3S 收至 1970 美元/吨，总持仓 14.48 万手。内盘基差-70 元/吨，价差 15 元/吨。外盘基差-40.2 美元/吨，价差-104.08 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.189，铅锭进口盈亏为-627.81 元/吨。SMM1#铅锭均价 16750 元/吨，再生精铅均价 16675 元/吨，精废价差 75 元/吨，废电动车电池均价 10125 元/吨。上期所铅锭期货库存录得 1.76 万吨，LME 铅锭库存录得 17.75 万吨。根据钢联数据，最新铅锭社会库存录得 5.38 万吨，小幅累库。原生端，本周铅精矿港口库存 2.2 万吨，工厂库存 20.8 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 55.27%，原生锭厂库 1.8 万吨。再生端，铅废库存 10.3 万吨，再生铅锭周产 3.0 万吨，再生锭厂库 2.2 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 69.15%。总体来看，以旧换新政策及锂电换铅补贴带来的消费预期提振有限，短期铅锭供应相对宽松，蓄企开工持续下滑，基本面维持弱势运行。原油价格暴跌拉动通胀预期快速下行，大宗商品整体价格中枢下移。自身基本面矛盾不突出的情况下，预计单边价格弱势运行。

## 镍

周五沪镍主力下午收盘价 123920 元，当日+0.38%。LME 镍三月 15 时收盘价 16025 美元，当日-1.75%。精炼镍方面，国内 8 月纯镍产量增加，加之 8 月出口盈利空间不佳、工厂出口较 7 月减少，因此 8 月国内市场可流通纯镍数量较多，市场供给较为宽松，基本面和宏观共振，市场情绪萎靡，沪镍盘面大幅度下行，镍价下行。但是由于镍价尚可，市场询价情况尚好，周内现货整体成交情况偏好。周五国内精炼镍现货价报 123400-125600 元/吨，均价较前日-900 元；俄镍现货均价对近月合约升贴水为-100 元，较

前日+25，金川镍现货升水报 1400-1600 元/吨，均价较前日+150 元/吨；LME 镍库存报 121716 吨，较前日库存-42 吨。

硫酸镍方面，下游材料厂存刚需采购，多持等待观望态度，市场整体成交偏冷，供需双方陷入僵持博弈阶段，盐厂前期大多企业进行了减产，库存相对降低，在当前月初时间点，盐厂仍维持挺价心理；虽进入金九银十，但受制于下游材料厂需求增量有限，硫酸镍价格上涨动力不足，且近日镍价持续下跌，成本支撑走弱。企业倒挂得到缓解，预计硫酸镍价格或将出现小幅回落。周五国内硫酸镍现货价格报 28110-28330 元/吨，均价较前日持平。

成本端，当前菲律宾中品位镍矿价格高企，国内下游冶炼厂对原料接受度有限，以刚需补库为主。周五菲律宾产 1.5%品位镍矿 CIF 报价 57 美元/湿吨，价格环比前日持平；镍矿港口库存报 1434 万吨，较上月同期增加 5.9%。

整体而言，精炼镍供应过剩格局不改，库存持续累积，市场悲观情绪升温，镍价承压下跌。但在矿端价格坚挺背景下，当前镍价或已反映镍基本面的悲观预期，宏观情绪仍然为决定当前镍价走势的关键力量，本周主力合约价格运行区间参考 120000-126000 元/吨。

## 锡

供给端：供给方面，据 SMM 调研数据显示，8 月份国内精炼锡产量达到 15468 吨，较上月减少 2.87%，与去年同期相比增长 45.64%。9 月受云锡检修影响，产量预计环比大幅下降。

进出口：根据中国海关公布的数据以及安泰科的折算，锡精矿进口方面，2024 年 7 月我国共进口锡精矿实物量 15068 吨，折金属量 5393.6 吨，环比上涨 28.5%，同比下降 2.2%。7 月精锡进口量 840 吨，环比大幅增长 337.5%，同比下滑 61.3%。锡锭出口 7 月 1738 吨，环比增长 25.7%，同比增长 72.4%。

需求端：乘联会数据显示，8 月 1-31 日，乘用车市场零售 191.0 万辆，同比下降 1%，环比增长 11%，今年以来累计零售 1,347.7 万辆，同比增长 2%。新能源车市场零售 101.5 万辆，同比增长 42%，环比增长 16%，今年以来累计零售 600.4 万辆，同比增长 35%。根据 SMM 调研统计，9 月光伏电池排产量约为 52-53GW，当前仅少部分厂家减产，后续排产仍有降低预期，Perc 电池产量继续下降，Topcon 电池排产也开始下降，BC 与 hJT 排产仍与 8 月持稳。

小结：供给方面，云南锡业股份有限公司于 8 月 23 日公告，将于 8 月 25 日开始对锡冶炼设备进行例行停产检修，预计不超过 45 天。由于停产检修已包含在年度计划和预算内，不会对全年生产计划产生重大影响。然而，受检修影响，预计第三季度国内精锡产量将大幅下滑。需求方面，现阶段光伏汽车消费较去年同期增长有限，但进入旺季后环比预期增长。库存方面，价格下跌后国内库存开始去化，周内仓单持续下降。沪锡预计在大跌后呈现震荡盘整走势。国内主力合约参考运行区间：230000 元-270000 元。海外伦锡参考运行区间：28000 美元-34000 美元。

## 碳酸锂

期现市场：周五五矿钢联碳酸锂现货指数（MMLC）晚盘报 70165 元，周内-5.15%。MMLC 电池级碳酸锂报价 70000-73000 元，工业级碳酸锂报价 67000-69000 元。LC2411 合约收盘价 71200 元，较前日收盘价 +0.64%，周内跌-9.76%，主力合约收盘价贴水 MMLC 电碳平均报价 300 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 740-800 美元/吨，周内-1.28%。

基本面：SMM 国内碳酸锂周产量 13552 吨，较上周增 0.8%。据智利和阿根廷出口数据推算，8 月、9 月预计国内进口在 1.8 万吨和 1.6 万吨附近，旺季海外供给下调。据乘联会，8 月 1-31 日，新能源车市场零售 101.5 万辆，同比增长 42%，环比增长 16%。今年以来累计零售 600.4 万辆，同比增长 35%。国内碳酸锂周度库存报 129821 吨，环比上周-1483 吨（-1.1%），其中上游-2176 吨，下游和其他环节+693 吨。

连续两周去库，较8月初仍高出约2300吨。截止9月5日，注册仓单43237手，周内增7.9%。

观点：高库存、供给弹性和套保需求压制旺季去库预期，叠加商品市场羸弱，碳酸锂合约再创上市新低。前期货价反弹，上游生产减量较谨慎，连续三周企稳。本周锂价进一步下行后，预计上游产量降缩减。智利8月出口国内碳酸锂环比再度下滑，乐观情况下供弱需强格局可能在9-10月带来国内1万余吨碳酸锂缺口，参考现有社会库存和仓单数量，现货宽松局面难以扭转。市场预期仍悲观，高成本产能出清可能逐步展开。短期碳酸锂弱势震荡概率较大，留意商品市场氛围，大品牌现货宽松程度，大型矿山和盐厂生产调整。本周广期所碳酸锂2411合约参考运行区间66000-74000元/吨。

## 氧化铝

截止9月6日下午3时，氧化铝指数周内下跌3.38%至3831元/吨，持仓小幅上升0.4万手至23.4万手。本周美国公布的经济数据整体不及预期，市场对宏观经济衰退的预期增强，商品大盘整体下行，带动氧化铝期货价格下跌。由于氧化铝当前现货价格坚挺，近月供给端仍偏紧，因此近月合约相对抗跌，本周整体结构近强远弱，10-01基差大幅走阔至253元/吨。

现货方面，周内氧化铝现货价格稳步上行，贵州、河南、山东、山西、新疆现货价格分别上涨15元/吨、30元/、20元/吨、20元/吨、5元/吨、5元/吨，近期氧化铝厂检修频繁供应端产量释放不及预期，低库存推动下游铝厂积极按需采购，流通现货紧缺持续。基差方面，周内山东现货价格和主力合约价格基差由负转正至20元/吨。

进出口方面，西澳氧化铝FOB价格本周维持高位，截止9月6日，FOB价格报521美元/吨，进口盈亏报-514元/吨，海外氧化铝供应持续紧缺。

本周氧化铝社会总库存去库0.8万吨至400.9万吨，去库趋势趋缓。本周下游铝厂现货采购补库压力较大，不得不消耗部分厂内库存维持生产。氧化铝厂近期检修事故频发，部分氧化铝厂发运不顺畅，氧化铝厂原料库存依旧维持低位。本周上期所库存去库3.23万吨至10万吨，上期所仓单增加0.15万吨至9.97万吨。

原料端，国产矿方面，受国内频繁降雨影响，矿山复产受阻；进口矿方面，几内亚7-9月雨季高峰期影响矿石发运，本周国内主要港口到港量大幅下行。整体来看，矿石短期紧缺的局面将延续，雨季后几内亚矿石出口或将放量，叠加印尼或恢复矿石出口，远期铝土矿预期持续转松。

供应端，本周国内氧化铝产量163.1万吨，较上周减少3.2万吨，主要是部分氧化铝厂临时检修所致，河北文丰约100-150万吨产能检修，魏桥北海氧化铝厂100万吨开始例行检修。

需求端，2024年7月电解铝运行产能4336.25万吨，较上月增加8万吨，主要贡献为云南复产和内蒙古铝企新投产，后期预计增速将有所放缓，以少量新投和复产为主，但运行绝对量稳定对氧化铝需求形成稳定支撑。此外，当前铝锭仍未出现明显去库，旺季特征不明显，后续需持续观察铝终端消费情况，若整体消费低迷或导致电解铝企业采购高价氧化铝意愿下滑。

总体来看，原料端，短期国内铝土矿减产整体复产进度受频繁降雨影响受阻，仍未见规模复产，几内亚进口矿发运受雨季的影响逐步显现，港口到港量近期出现下滑，短期矿石仍紧缺，但远期矿石供应预期转宽；供给端，高利润刺激氧化铝冶炼厂积极复产投产，但长期的高负荷生产导致氧化铝厂出现频繁减产检修，氧化铝产能波动加大，叠加可能的冬季供暖季限产影响，氧化铝供应大幅转松拐点或延迟至明年一季度；需求端，运行绝对量稳定对氧化铝需求形成稳定支撑，后期增量有限，下游采购意愿需持续跟踪终端消费情况，四季度需跟踪枯水季对云南电解铝产能的影响。策略方面，当前下游旺季补库需求推动流通现货进一步紧缺，短期对氧化铝期货价格形成支撑，但远月矿石转松和投产复产预期导致上方空间有限，预计期价高位震荡为主。月差方面，近期11-01月差持续走阔，持有者可分批离场，等待逢低进场机会；单边方面，建议逢高空A02501合约，国内主力合约A02410参考运行区间：3700-4000元/吨。

## 黑色建材类

### 钢材

估值：螺纹钢 10-1 合约价差走强，符合预期，8 月月报中提出的正套交易已经可以告一段落（10 合约基差走强接近 200 元/吨，此后继续正套的空间感不强）。成本驱动依然是行业运行的主要逻辑，即使目前铁矿石全流程库存偏高，钢厂仍难夺回定价权。8 月中生产利润回暖，现货利润回归水上，符合此前报告中的预期。但钢材的过剩环境并没有改变，因此钢厂议价权依然偏低。预期随钢厂复产 9 月利润或出现回落。

供应：2024 年 8 月螺纹钢当月累计产量约为 693 万吨，较去年同期下降 369 万吨；热轧卷板累计产量约为 1239 万吨，较去年同期下降 11 万吨。月中螺纹钢周均供应为 173 万吨，热轧卷板周均供应为 310 万吨。铁水在 8 月中基本处于 230.4 万吨/日左右水平，较上月环比大幅下降，绝对值表现弱于历史同期。对于 9 月我们预期铁水产量在钢厂有生产利润的情况下或略微回升，但难以回到 230 万吨/日以上水准，因为旺季需求或难以兑现（上期报告中所提的负反馈行情实际在 8 月中已经被贴现）。

需求：2024 年 8 月螺纹钢当月累计消费量约为 801 万吨，较去年同期下降约 247 万吨；热轧累计消费量约为 1227 万吨，较去年同期下降约 13 万吨。月中螺纹钢周均消费约为 200 万吨，热轧卷板周均消费约为 307 万吨。目前市场对于旺季基本失去了预期，判断在 9 月中会进入交易现实阶段。而现实方面目前对于钢材需求的判断相对悲观，主要还是没有可以驱动需求回升的因素。对于 9 月中美联储可能存在的降息以及我国相应的宏观政策响应等，我们认为属于预期变量。在交易现实时可能影响不会很显著。

库存：螺纹钢库存持续较低，不存在主要矛盾；热卷需要关注钢厂销售以及库存变化。

小结：随炉料进入主力合约交割月，预期盘面的交易逻辑转向现实。而当前黑色系现实环境整体偏弱。目前钢材需求大幅回落以及钢厂利润较差等两项因素限制了铁水产量复苏，而铁水产量维持低位则导致钢材估值缺乏有效支撑。在螺纹钢消费边际难以转暖（预计 2024 年房屋施工或持续维持低位）以及热卷需求或边际走弱的场景下，判断 9 月中盘面交易弱现实兑现行情的概率较高。不过当前盘面经过连续下跌后，在技术分析层面存在反弹需求。因此，对于 9 月行情判断为反弹叠加弱震荡，交易建议为反弹高点择机抛空。对于本轮行情的低点预估为螺纹钢加权合约 2850 元/吨左右。

上行风险：铁水产量超预期复苏、钢材旺季需求兑现等。

### 锰硅铁

锰硅：

在上周的报告中，我们提及“（盘面）价格在（上）周初显著反应之后（更多是出于前期商品获利空头的主动离场），后续继续向上的力度略显不足。因此，我们认为这更多是空头情绪的阶段性缓和，并未形成逆转，海外衰退风险仍存，国内政策端基调依旧未见到改变。”以及“需要注意到整体走势力度一般，K 线组合较软，不排除二次探底寻求确认的可能…若继续向下二次探底，则关注前低 6174 元/吨附近支撑情况”。本周，我们看到价格兑现了弱势的剧本，再次出现回落，进入“二次探底”过程，且价格在前低点并未止跌，向下创出新低。对此，我们建议价格出现明显企稳且拐出右侧前，不建议盲目“抄底”，关注下方前低 6058 元/吨（针对加权指数）支撑情况。

回归基本面，我们看到锰硅企业本周继续减产，但幅度仍旧不足，供给依然未缩减需求对应水平。需求端，螺纹产量本周继续回升，铁水环比小幅回升，需求有所回升，但十分有限，仍处于同期十分疲弱的

水平。我们维持“锰硅基本面的好转，仍需要看到：1）供给继续收缩至供求平衡点之下；2）带动库存开始显著去化；3）需求端企稳甚至回升”的观点。对于三四季度的需求，我们仍偏悲观。对于后续锰硅行情，我们维持前期展望：见到供给加大收缩力度至供求平衡点之下以助力价格找到企稳支撑，而待见到下游包括螺纹、铁水在内锰硅需求环比持续改善才能为价格的反弹创造条件与驱动（我们认为需求端的回暖将需要更长的周期）。同时，我们也需要看到宏观及整体商品氛围的回暖，这是隐含的重要背景因素。

#### 硅铁：

硅铁自身基本上仍没有突出的矛盾可讲，整体呈现供求两弱的情况，缺乏趋势性的价格驱动。当下供求两侧依旧相对平衡，但就整体黑色板块的估值而言，目前部分产区仍维持正利润的硅铁不排除价格继续向下杀估值的情况。日线级别，价格跌破左侧重要支撑位，价格或延续下行，关注下方 6000 元/吨关口支撑，若继续下破怎向下继续关注 5800 元/吨一线支撑。

### 铁矿石

上周，铁矿石主力合约价格收至 684.0 元/吨，较 9 月 2 日开盘价变化-70 元/吨，涨跌幅-9.28%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3160.3 万吨，环比减少 288.6 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2583.5 万吨，环比减少 311.6 万吨。澳洲发运量 1812.5 万吨，环比减少 23.6 万吨，其中澳洲发往中国的量 1595.9 万吨，环比增加 144.3 万吨。巴西发运量 771.0 万吨，环比减少 288.0 万吨。中国 47 港到港总量 2386.6 万吨，环比减少 12.4 万吨；中国 45 港到港总量 2217.4 万吨，环比增加 8.2 万吨。需求端，日均铁水产量 222.61 万吨，环比增加 1.72 万吨。库存端，全国 45 个港口进口铁矿库存为 15408.95 万吨，周环比变化+36.57 万吨。

供给方面，最新一期铁矿石发运量环比回落，受前期发运影响 45 港到港量环比微增，目前看矿价下跌未明显打击矿山发运积极性。需求方面，上周钢联口径日均铁水产量环比回升至 222.61 万吨，进入传统旺季，市场对铁水是存在复产预期的，结合高炉检修和复产情况，预计铁水产量继续向上修复，同时钢厂也有临近国庆长假的补库预期，但也要关注需求回升幅度和钢厂利润改善情况对复产节奏的影响。终端方面，上周螺纹热卷表需均有所回升，但热卷库存延续高位盘整，关注后续终端需求能否改善使库存有所去化。库存方面，供应宽松格局下港口库存去化能力有限。往后看，铁水缓慢复产，钢厂存在节前补库预期，在价格达到 90 美金价格区间后，如果矿山发运有所减缓，矿价或能维持底部震荡，反之则供给宽松叠加海外衰退交易可能使矿价进一步下探测试。

### 工业硅

供给端，我们看到工业硅产量近期持续收缩，但幅度相对有限且我们认为偏慢，供给存在进一步收缩的诉求。而需求端，多晶硅背后依旧是光伏行业的持续低迷，以及当前的持续亏损与高库存，后期对于工业硅边际需求的支持力度相对有限。前期持续处于产量高位的有机硅同样表现乏力。即我们看到的仍是弱化的需求，未看到边际转势的迹象。供需之间收缩的力度仍显不足，这一点从居高不下的库存中可以明显看出。高库存下是对现货的显著压力，也是对于近月合约价格反弹的制约。因此，我们对于短期价格做震荡观点，趋势的逆转尚未看到，需要继续看到供给的进一步收缩以及需求的回暖迹象。

盘面角度，日线级别，价格在上周向上突破短期下行趋势线后延续小的上升趋势线偏弱运行，走势相对松散，短期或维持震荡，关注下方 10100-10200 附近区间的支撑情况，若价格继续下破，则可能形成二次下探。



## 能源化工类

### 橡胶

橡胶因为台风影响短期走强。

由于台风影响偏短期，我们偏谨慎。

#### 现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 14850 元。

标胶混合现货 1840 美元。华北顺丁 15000 元。江浙丁二烯 12800 元。

#### 操作建议：

橡胶后市宜谨慎。观察商品是否整体情况。

丁二烯橡胶业界预期前期的检修产能复工，导致供应预期增加。

丁二烯橡胶虽然震荡整理，仍然预期后期下行风险大。可考虑买看跌期权，对冲大幅回落的风险。

#### 1) 商用车数据小幅波动。

2024 年 8 月份，我国重卡市场销售约 5.8 万辆左右（批发口径，包含出口和新能源），环比 7 月份基本持平，比上年同期的 7.12 万辆下滑 18%，减少了约 1.3 万辆。

#### 2) 轮胎出口后期可能转降。

2024 年 1 至 7 月，中国橡胶轮胎累计出口量达 534 万吨，同比增长 4.9%，出口金额约 941.41 亿元，同比增长 5.5%，延续增长势头。

2024 年 6 月中国橡胶轮胎外胎产量为 9340 万条，同比增加 8.8%。1-6 月橡胶轮胎外胎产量较上年同期增 10.5%至 5.2592 亿条。

6 月份全国出口橡胶轮胎 88 万吨，同比增长 8.6%，1-6 月累计出口 451 万吨，同比增长 5.3%。按条数计算，6 月份出口新的充气橡胶轮胎 6,508 万条，同比增长 15.0%；上半年共计出口新的充气橡胶轮胎 33,090 万条，同比 2023 年增长 10.5%，增幅更加明显。主要是半钢轮胎出口亮眼。但由于海运费上升，出口有放缓迹象。

#### 3) 轮胎厂开工率后期预期中性。

需求方面，截至 2024 年 9 月 6 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 58.92%，较上周小幅走高 0.09 个百分点，较去年同期走低 5.50 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.67%，较上周微幅走高 0.04 个百分点，较去年同期走高 6.17 个百分点。全钢轮胎企业库存水平保持偏高位置。半钢轮胎出口订单强劲，半钢轮胎企业库存合理。

#### 4) 库存去库尾声后期或转向增库。

库存方面，截至 2024 年 9 月 1 日，中国天然橡胶社会库存 120.7 万吨，较上期增加 0.24 万吨，增幅 0.2%。

中国深色胶社会总库存为 71.5 万吨，较上期下降 0.05%。中国浅色胶社会总库存为 49.2 万吨，较上期增加 0.6%。 预计去库阶段进入尾声。

5) ANRPC 产量累计持平。

2024 年 07 月，橡胶产量 1045.3 千吨，同比 0.24%，环比 8.65%，累计 5653 千吨，累计同比-0.63%。

2024 年 07 月，橡胶出口 872.7 千吨，同比 9.66%，环比 5.76%，累计 5395 千吨，累计同比-3.20%。

2024 年 07 月，泰国出口 340.4 千吨，同比 16.98%，环比-7.37%，累计 2301 千吨，累计同比-7.06%。

2024 年 07 月，印尼出口 159.9 千吨，同比 8.26%，环比 2.57%，累计 1057 千吨，累计同比-5.79%。

2024 年 07 月，马来出口 85 千吨，同比 10.82%，环比 0.00%，累计 639 千吨，累计同比 14.07%。

2024 年 07 月，越南出口 210 千吨，同比 0.29%，环比 47.89%，累计 896 千吨，累计同比-5.48%。

2024 年 07 月，橡胶消费 974.8 千吨，同比 3.21%，环比 0.93%，累计 6685 千吨，累计同比 2.58%。

2024 年 07 月，中国消费量 610 千吨，同比 3.94%，环比-1.71%，累计 4177 千吨，累计同比 7.00%。

## 甲醇

能化品种大幅下跌，黑色板块反弹之后也再度出现大幅回落，甲醇受自身基本面偏弱以及宏观情绪影响也出现大幅下跌。从基本面来看，国内开工继续回升，企业利润依旧较好，预计开工仍将维持在高位水平。进口端到港有所回落，但港口供应较为充足。需求端港口 MT0 开工回到高位水平，港口烯烃装置基本回归，传统需求整体回升为主，需求有所走高。整体呈现供需双增局面，但港口高位库存以及低位的 MT0 利润仍将限制甲醇上行空间。总体来看，商品市场总体较为悲观，甲醇在港口库存同期高位下大幅走弱，短期受整体商品情绪影响较大，短期或继续偏弱为主。

## 尿素

开工大幅回升，日产继续走高，企业利润受现货下跌影响而持续走低，当前现货已到固定成本附近，随着供应进一步回归，预计将通过压缩高成本工艺利润倒逼企业减产来达到供需平衡。需求端复合肥开工见顶回落，秋季肥需求不及预期，企业库存继续走高，同比处于高位水平。三聚氰胺开工回升，利润受原料走弱影响持续改善。库存方面，受供应快速回升以及下游需求偏弱影响企业库存大幅走高，后续仍难改累库趋势。当前市场供需双弱，随着后续供应端回归预计压力将进一步增大，尿素走向过剩，关注逢高空配机会。

## 聚烯烃

估值：月度跌幅（期货>现货>成本）；聚烯烃期货价格震荡偏弱，现货端跟跌滞后，基差走强，油制利润大幅修复，估值向上。

成本端：WTI 原油本月下跌-5.46%，Brent 原油本月下跌-4.94%，煤价本月无变动 0.00%，甲醇本月下跌-3.08%，乙烯本月上漲 17.01%，丙烯本月下跌-3.17%，丙烷本月上漲 1.23%。油价破位下跌，成本端支撑边际递减，盘面交易逻辑受供需关系影响增强。

供应端：PE 产能利用率 79.82%，环比下降-3.52%，同比去年下降-5.24%，较 5 年同期平均下降-0.88%。PP 产能利用率 74.88%，环比上涨 1.44%，同比去年下降-4.65%，较 5 年同期平均下降-17.87%，截止 8 月底，PE 产能投放进度 0%，PP 产能投放进度 45%。8 月 PE 检修回归节奏较快，盘面承压；PP 检修量仍处高位，低利润背景下检修回归持续推迟。9 月起，随着供给端检修的逐渐回归叠加 Q4 投产计划，供给端压力或将逐渐抬升。

进出口：7月国内PE进口为129.90万吨，环比6月上漲29.17%，同比上漲25.46%。7月国内PP进口20.30万吨，环比6月下降-3.26%，同比下降-3.26%。出口端淡季回落，7月PE出口5.76万吨，环比6月下降-11.49%，同比下降-1.10%。PP出口14.25万吨，环比6月下降-5.25%，同比上漲71.65%。8月人民币强势升值，进口利润修复，PE进口量或有抬升，而PP出口量或将季节性下降。

需求端：PE下游开工率43%，环比上漲5.78%，同比下降-6.76%。PP下游开工率49.41%，环比上漲2.45%，同比上漲2.64%。进入季节性旺季，企业订单不及预期，叠加部分农膜制品价格下滑趋势，企业观望情绪浓厚，逢低适量补仓，接单采购为主；包装膜方面，企业接单生产为主，开工负荷提升有限；塑编方面，虽近期全国降水有所减少，但地产基建现实端较弱，水泥袋需求实际恢复较为有限，化肥袋方面，工厂多以保持安全库存为主，囤货意愿较差，交投冷清。

库存：市场信心不足，叠加进入四季度，中上游企业销售策略积极，助力库存的下降，但下游需求的疲软导致去库节奏受阻。PE生产企业库存44.15万吨，本月去库-0.76%，较去年同期去库-0.41%；PE贸易商库存5.11万吨，较上月累库1.76%，较去年同期累库2.14%；PP生产企业库存52.82万吨，本月累库7.62%，较去年同期累库9.47%；PP贸易商库存12.83万吨，较上月累库3.38%，较去年同期去库-24.53%；PP港口库存6.52万吨，较上月去库-1.95%，较去年同期累库2.52%。

小结：本月期货价格跟随原油价格下行。基本上驱动仍偏有限，汇率走强对于出口利润有所压缩，影响出口竞争力，而上中游库存去化速度仍偏缓慢，旺季供需双弱下01合约供应端面临大量投产计划。整体去看，本月偏弱油价与海外资本市场风险释放为压制盘面的主要因素，聚烯烃自身进入旺季基本面矛盾主要集中在供应端投产计划较多与需求端开工季节性反弹不及往年同期，因此基本面叠加成本端导致聚烯烃价格下行。

下月预测：聚乙烯(L2501)：参考震荡区间(7800-8100)；聚丙烯(PP2501)：参考震荡区间(7200-7500)。

策略推荐：逢低做多LL-PP价差趋势。

风险提示：PE进口大幅增加，PP出口大幅增加。

## 苯乙烯

苯乙烯现货基差大幅走强至09+450，现货及9下基差维持强势。截止2024年9月2日，苯乙烯华东港口库存2.94万吨，环比-1.21万吨，纯苯港口库存6.8万吨，环比-1万吨。截止2024年9月5日，苯乙烯负荷70.06%，环比+1.69%，石油苯负荷77.14%，环比-1.69%，近期炼厂计划检修兑现，纯苯负荷小幅回落。进口方面，国内远期纯苯依旧顺挂，有一定进口压力。国内纯苯下游，酚酮及苯胺均如期复产，下游整体负荷有所回升，近期下游利润尚可。基本来看，华东苯乙烯提货良好，9月库存维持低位，基差大幅走强。纯苯端，内地下游补库带动山东纯苯大幅走强，港口到山东物流窗口打开，缓解累库压力，港口月差重新走强。估值来看，近期原油震荡偏弱，盘面估值依旧偏高，然近月基差持续走强，估值与基本面相背离，建议逢高做缩苯乙烯对纯苯价差，单边建议反弹空远月，月间以正套为主。关注纯苯及苯乙烯港口累库兑现情况。

## PVC

截止2024年9月5日，本周PVC综合开工74.68%，环比减少0.14%，其中电石法开工74.87%，环比增加1.18%，乙烯法在74.15%，环比减少3.92%。截止2024年9月6日，厂库31.37万吨，环比去库1.5万吨，社库51.64万吨，环比去库2.35万吨，总库存83.01万吨，较8月初下降5.3万吨，主要去化在社库。成本端，电石开工70.3%，环比下降0.77%，电石库存较为健康，乌海电石近期提涨50元/吨，并未传导至山东，后期西北工厂有复产预期，预计电石价格强势难以持续。月内烧碱上涨，边际氯碱成本进一步回落至5380元/吨，成本支撑有限。出口方面，FOB天津电石法报690美元/吨，前期BIS延期，出口短暂好转，伴随月中台塑价格下调后，印度接单平平，国内出口也有所回落。基本来看，虽开工有

下降预期，但以今年秋检计划看，力度仍然偏弱，产业库存高企，压力较大。出口方面，台塑下调后，国内出口不及预期。近期低价成交尚可，基差小幅走强至 01-240~01-60，对盘面有所支撑，预计盘面震荡偏弱，01 合约作为淡季合约，依旧以反弹空配为主。关注西北装置复产后西北价格的变动情况。

## 乙二醇

价格表现：EG 本周大幅下跌，01 合约单周下跌 289 元，报 4501 元。现货端华东价格下跌 229 元，报 4555 元。基差走强 27 元，截至 9 月 6 日为 30 元。1-5 价差走弱 32 元，截至 9 月 6 日为-34 元。

供应端：本周 EG 负荷 66.3%，环比下降 1.3%，其中合成气制负荷 62.1%，环比下降 2.5%；乙烯制负荷 68.6%，环比下降 0.6%。煤化工方面，本周广汇、阳煤预计本周末附近重启，建元检修，后续通辽金煤检修，河南能源濮阳计划重启，月底中化学新装置投产；油化工方面，盛虹重启提负，镇海 11 月重启，北方化学和吉林石化检修中，后续中石化武汉计划检修。沙特 jupc2#、yanpet1 停车，美国南亚 83 万吨装置检修一个月，马来一套 75 万吨装置停车。到港方面，本周到港预报 3.4 万吨，环比下降 1.3 万吨，Q3 月均进口中枢 55 万吨左右。

需求端：本周聚酯负荷 87.9%，环比持平，其中长丝负荷 89.2%，下降 0.1%；短纤负荷 80.6%，上升 0.8%；瓶片负荷 71%，环比上升 0.3%。装置方面，其中远纺一套瓶片 15 万吨、一套短纤 14 万吨检修，三房巷 37.5 万吨瓶片重启。目前瓶片库存边际缓解，利润较好，但投产压力较大，下游转淡季，整体负荷压力较大。涤纶方面，因终端旺季即将到来，预计负荷持续提升。终端方面，由于产成品库存、订单表现持续好转，开工本周持续上升，加弹负荷 91%，上升 1%；织机负荷 76%，上升 1%；涤纱负荷 66%，环比上升 2%。纺服零售 7 月国内零售同比-5.6%，出口同比+4.3%。

库存：截至 9 月 2 日，港口库存 67.4 万吨，环比去库 6.2 万吨；下游工厂库存天数 12.4 天，环比上升 0.2 天，港口库存去库，下游库存低位。短期看，到港量大幅下降，港口出库量上升，预计库存在近期去库，9 月供需偏累，预计在中下旬体现。

估值成本端：本周外盘石脑油制利润下降 10 美元至为-131 美元/吨，国内乙烯制利润下降 149 元至-703 元/吨，煤制利润上升 173 元至 890 元/吨。成本端乙烯 875 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格 670 元/吨，国内乙烯制和煤制利润均位于近 5 年季节性的偏高位水平，仍将支撑装置中长期的开工率。

小结：国内负荷将逐渐走出检修季，在利润和库存良好的情况下，负荷预期将来到近 5 年高位水平，海外沙特受限于乙烷紧缺开工下滑，美国一套装置停车。短期内因到港下降，港口库存将延续相对低位。中期看，海外负荷相比年初矛盾较小，主要压力来自国内负荷的逐渐上升，下游终端表现今年较为一般，难以产生超预期的需求增量，后续平衡偏累，港口库存难以延续上半年的去化行情。而在估值方面，利润为近几年偏高水平，成本支撑较弱。关注 9 月后期到港上升的逢高空配机会。

## PTA

价格表现：本周跟随 PX 大幅下跌，01 合约单周下跌 362 元，报 5036 元。现货端华东价格下跌 395 元，报 4930 元。现货基差走强 4 元，截至 9 月 6 日为-86 元。1-5 价差走弱 12 元，截至 9 月 56 日为-56 元。

供应端：PTA 负荷 82.6%，环比上升 0.4%，其中台化 120 万吨检修，逸盛大连、威联石化小幅降负，后续恒力大连、嘉兴石化有检修计划。

需求端：本周聚酯负荷 87.9%，环比持平，其中长丝负荷 89.2%，下降 0.1%；短纤负荷 80.6%，上升 0.8%；瓶片负荷 71%，环比上升 0.3%。装置方面，其中远纺一套瓶片 15 万吨、一套短纤 14 万吨检修，三房巷 37.5 万吨瓶片重启。目前瓶片库存边际缓解，利润较好，但投产压力较大，下游转淡季，整体负荷压力较大。涤纶方面，因终端旺季即将到来，预计负荷持续提升。终端方面，由于产成品库存、订单表现持续好转，开工本周持续上升，加弹负荷 91%，上升 1%；织机负荷 76%，上升 1%；涤纱负荷 66%，环比上升 2%。纺服零售 7 月国内零售同比-5.6%，出口同比+4.3%。

库存：截至8月30日，PTA整体社会库存260万吨，环比上升5.6万吨，其中在库在港库存为49.6万吨，环比累库5.6万吨。9月下游步入旺季，累库速度将放缓。

利润端：本周现货加工费跌27元，截至9月6日为291元/吨；盘面加工费涨11元，截至9月6日为334元/吨。

小结：PTA负荷随着9月检修增多将小幅下降，下游不管是库存还是利润边际上都有所改善，整体开工逐渐走入旺季负荷，因此9月PTA供需好转，累库节奏放缓。但从中长期视角看，今年纺服内需表现较为一般，7月纺服消费内需较弱，下游仅出口表现较好，难以对PTA的负荷有进一步的支撑，加工费进一步走扩动力不足。而原油在宏观压力下趋势性向下，调油溢价回吐，关注跟随PX逢高空配的机会。

## 对二甲苯

价格表现：本周大幅走弱，01合约单周下跌568元，报7168元。现货端CFR中国下跌66美元，报865美元。现货折算基差上升7元，截至9月6日为-97元。1-5价差上升4元，截至9月6日为-100元。

供应端：本周中国负荷81.1%，环比下降5.6%；亚洲负荷75.7%，环比下降3.3%。国内装置方面，本周金陵石化恢复负荷，乌鲁木齐石化、青岛丽东提负，浙石化和威联石化检修，后续负荷将逐步恢复；海外装置方面，日本Eneos重启，9月Lotte、越南NSRP有检修计划。进口方面，8月韩国出口我国42.6万吨PX，达到年内最高水平。

需求端：PTA负荷82.6%，环比上升0.4%，其中台化120万吨检修，逸盛大连、威联石化小幅降负，后续恒力大连、嘉兴石化有检修计划。

u库存：7月底社会库存402万吨，同比去库5万吨，根据8月平衡表将累库9万吨左右，9月因PX检修量上升，预计维持紧平衡。

估值成本端：本周PXN下降39美元，截至9月5日为223美元，表现持续偏弱；石脑油裂差上升25美元，截至9月5日为112美元，原油端持续走弱。芳烃调油方面，数据表现较差。

小结：供给端现阶段不管是国内还是亚洲整体，负荷压力都较大，后续国内检修降负的装置将逐步恢复，海外两套装置计划检修，亚洲PX供给压力预期小幅缓解，我国供给将边际走强；需求端PTA负荷后续仍有计划检修装置，9月维持紧平衡。但方向上一方面宏观压力下成本端原油有下行压力；另外一方面下游虽然逐渐走入旺季负荷，但终端表现较去年平淡，表现为终端坯布库存上升，因此暂时无法支撑PTA负荷进一步上升；最后劳动节后美国汽油旺季结束，芳烃调油带来的估值溢价回吐。整体上，PX主要逻辑跟随宏观，原油和终端悲观预期下，叠加汽油淡季，关注逢高空配的机会。

## 农产品类

### 生猪

现货端：国内猪价上月先涨后跌呈倒“V”走势，仅月末受消费影响翘尾，上半月市场预期较好，压栏与借售并存，市场实际供应有限，支撑猪价偏强，后半月涨至高位后认卖情绪增多，大猪涌出，出栏均重略有上升但幅度有限；具体看，河南均价月持平于19.46元/公斤，月内最低19.16元/公斤，最高21元/公斤，四川均价月落0.46元至19.1元/公斤，广东均价周落0.08元至20.08元/公斤；9月份猪价有下滑可能，但空间有限，供应呈增加趋势，且前期二育大猪仍有出栏需要，需求受节日备货略有提振，关注月底价格有无翘尾可能，如9月存栏继续出清，则增加了10月份因二育入场而涨价的可能。

供应端：7月官方母猪存栏4041万头，环比+0.1%，预期不足，导致今年后期累库进度或偏慢，下半年至明年上半年猪价或较难深跌；考虑二育的情况，边进边出是今年的常态，当前栏舍利用率重新跌回6月底50%的水平，且大猪出栏导致的体重增幅偏小，表明库存积压有限；考虑短期的情况，9月份计划出栏量环比增幅在6%附近，剔除8月计划完成度97%的话，则实际增幅不大，按理论出栏量推，8、9、10三个月供应几乎持平。综合考虑，下半年供应增幅整体有限，价格节奏需要结合情绪、需求来综合判断。

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：供应有小增预期，需求表现尚可，本月现货重心或往下但空间有限，盘面贴水背景下短期或以来回震荡走势为主，但考虑供压整体有限以及潜在的增重预期，中期仍关注下方支撑。

## 鸡蛋

现货端：国内蛋价先涨后落，整体偏强震荡，月内受消费备货、产蛋率下行等因素支撑，但成本下行，供应回升，冷库蛋出库等因素制约上方空间，蛋价偏强但表现不及季节性同期，月内淘鸡出栏略有放量，但鸡龄明显回升；具体看，红蛋黑山报价月涨0.6元至4.6元/斤，粉蛋辛集月涨0.48元至4.2元/斤，月内最高4.44元/斤，最低3.78元/斤，销区回龙观月涨0.77元至5.08元/斤，东莞月涨0.43元至4.11元/斤；供需逐渐转为宽松，9-11月蛋价或逐步回落，只是8月旺季上冲力度不足，且中间商风控意识较强，限制未来回落空间。

补栏和淘汰：成本下行，尽管蛋价表现不如往年同期，但盈利尚可，补栏量持续偏大，截止8月份的补栏量为8790万只，同比增加5.1%，环比增加5.4%，补栏量处同期5年新高；因盈利好于预期，尽管淘鸡出栏略有放量，淘鸡-白鸡价差回落，但延淘仍是主要操作，目前鸡龄持续升至530天左右。

存栏及趋势：截止8月底，全国在产蛋鸡存栏量为12.88亿只，环比7月增加了0.9%，同比去年的11.96亿只增加了7.7%，高于此前预期；按此推算，考虑正常淘鸡的情况下，未来存栏的高峰为明年1月的13.03亿只，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：中秋后需求回落，国庆节有一个小高峰，但大的需求不多，只是中间商节前风控尚可，警惕节后需求不弱的可能。

小结：鸡蛋中长期基本面仍指向过剩，盘面10及以后合约对应于中秋节后的消费淡季，中期思路仍为反弹抛空，只是当前远月已提前交易至成本线附近，近月普遍存在现货和接货意愿的支撑，向下空间受限，近远月价差偏高限制远期跌幅，令做空矛盾演变为弱基本面与低估值之间的博弈。盘面短期思路转为震荡为主，不乏跟随饲料价格弱式反弹可能，中长期做空的矛盾仍需酝酿。

## 蛋白粕

国际大豆：本月美豆触底反弹，走出小幅反转趋势。巴西升贴水持续高于美豆，美豆获得市场青睐，销售持续较好，美豆有反弹动力，此外，国内买船较慢，引发市场对11-1月大豆缺口担忧，现货触及低位后反弹，成交也转好，内外向好动力共振带动盘面上涨。这波反弹的持续性在于美豆能否有进一步上涨及国内供需、买货情绪能否持续好转。巴西升贴水高于美豆25-35美分/蒲，且近期未有下调，国际市场仍倾向购买美豆，中期美豆将迎来9-11月美国大选辩论及结果以及9-10月南美种植期交易，巴西一般于9月中旬展开新赛季大豆种植，主要种植期在10月，目前巴西较为干旱预计推迟播种。CBOT基金创纪

录大量净空持仓背景下，若无新增利空，9-10月或许会逐步减仓回避相应事件。短期需要关注美豆9月报告，上周PROFARMER报告相当于上调美豆新作约400万吨产量，若维持消费及出口不变，美豆新作库存相应由1525万吨上升至1925万吨，库销比由12.76%上调至16.12%，9月USDA报告或许同样利空，但因南美种植期交易及大选等事件，盘面利空兑现后或成为基金减仓契机从而引发回补。行情节奏上，预计若巴西降雨恢复盘面或回落，但在11月大选交易的支撑下预计仍有反弹。

国内豆粕：本月国内豆粕现货涨幅较多，基差上涨，成交较上月明显回升，表观消费也处于较好水平。从9月初的买船来看，买船有所加速，截至8月30日机构预估9月买船623.4万吨，10月307.4万吨，11月146.1万吨，环比增加较多，不过9-10月到港预估环比下降，现货有去库机会，需关注表观消费能否持续，决定去库力度。

观点：巴西种植期临近，虽然中期南美天气出问题概率不大，但种植期较长，短期明显干旱，且11月美国大选对贸易的不确定性也对盘面有所支撑。天气、面积、关税不确定性带来的边际供需变化或引发创纪录的美豆基金净空持仓在9-10月逐步减仓，美豆有反弹动力。国内豆粕现货成交转好，供应上预期有一定去库支撑盘面企稳。巴西种植期供需预期模糊背景下，预计9-10月美豆、豆粕有震荡反弹动能，更远期则关注美国大选及南美种植面积、天气等供需现实逐渐明朗对盘面的校正。

## 油脂

马棕：本月油脂主要是上涨趋势，棕榈油因8月马棕库存预计累库但幅度可能在200万吨以下低于季节性累库水平、印尼B40生柴将于1月1日执行、以及印尼产量同比下滑对未来产地库存可能不会大幅累积的担忧进入高位震荡。因加拿大将于10月1日起对中国制造的电动汽车征收100%的惩罚性关税，中国于9月初果断采取反制措施宣布对加拿大菜籽进行反倾销调查，菜油大幅上涨，当前具体措施及加拿大相关反应还未落地，盘面高位震荡等待进一步指引。豆油方面，大豆9-11月到港预估下滑，开机率受假期影响也预计有所下降，表观消费较好，预期豆油库存未来两个月有所下降，豆棕价差也获得一定修复。估值方面根据产量和库存以及原油价格，按生柴价差来看马棕估值较高，但有库存暂未累积的担忧支撑，国内棕榈油价格也受到进口利润偏低的支撑。

国际油脂：本月国际葵油、棕榈油、菜油报价均呈现反弹上涨走势，但菜油涨幅相对较小，葵油反弹的力度较大。8月29日欧盟报告欧盟27国再度环比下调油籽产量36.8万吨，因而预计菜籽产量同比下降171.3万吨，预计油籽总产量减少148.8万吨，出口预计同比增加50万吨。；加拿大统计局8月报告中新作产量上调65万吨，旧作上调库存约65万吨，新作出口上调50万吨，进而新作库存上调13万吨；大豆端美豆丰产预期较大，南美将于9月中旬以后开始播种。需求端，24/25年度印尼B40政策预期将带来较大油脂需求增量。

国内油脂：国内油脂现货成交一般，棕榈油表观消费低、菜油、豆油表观消费偏正常，国内油脂总库存略高于去年，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。棕榈油进口利润倒挂，进口量预计维持刚需，但消费也较弱，后续库存预计小幅累库，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：8月高频数据显示马棕维持同环比增产态势，但马棕8月底库存不会超过200万吨，提供一定支撑。估值上，原油近期下跌后马棕估值较高，但国内进口利润较低，国内棕榈油估值有一定支撑。01合约目前最主要关注9、10月棕榈油是否增产正常，若是则容易形成季节性回落。05等合约因印尼棕榈油B40预期，可保持回落买思路。近期油脂走势或分化，关注中加关税政策对菜油供应的影响。

## 白糖

国际市场回顾：上周原糖价格下跌，截至周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 19.24 美分/磅，较之前一周下跌 0.46 美分/磅，或 2.34%。消息方面，国际糖业组织（ISO）在其最新发布的季度报告中预计 2024/25 榨季全球食糖短缺为 358 万吨，并将 2023/24 榨季食糖短缺数值的预测从 6 月份的 295 万吨下调至 20 万吨。印度政府消息人士称，印度计划连续第二年延长食糖出口禁令，作为世界最大的糖消费国，印度正努力应对甘蔗产量下降的前景。Unica 周五在声明中称，在巴西圣保罗州至少有 23 万公顷的甘蔗受到 8 月份的火灾影响。

国内市场回顾：上周郑糖价格偏弱震荡，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5619 元/吨，较之前一周下跌 33 元/吨，或 0.58%。消息方面，上周超强台风“摩羯”在海南文昌沿海登陆，对广东、广西多个甘蔗主产区造成一定影响。据中国糖业协会数据显示，8 月全国单月销糖 61 万吨，同比下滑 10 万吨，截至 8 月底全国工业库存为 110 万吨，同比增加 22 万吨。

观点及策略：短线受巴西甘蔗田发生大火影响，原糖价格大幅反弹，但目前巴西仍处于供应高峰期，原糖价格继续上涨的空间或有限。国内方面，7 月国内食糖进口量同比和环比均大幅增加，目前加工糖和广西糖价差大幅收窄，加工糖供应压力逐渐显现，并且从中长期来看，全球糖市仍处于增产周期，建议中长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 ICE12 月棉花期货合约收盘价报 67.83 美分/磅，较之前一周下跌 2.12 美分/磅，或 3.03%。上周美国就业报告显示劳动力市场继续放缓，但市场对美联储将以多大幅度降息感到不确定，美棉价格跟随股市和多数商品下跌。消息方面，全美棉株生长进度持续领先于近年同期水平，美棉优良率环比也提高。美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 2024 年 9 月 1 日当周，美国棉花优良率为 44%，前一周为 40%，上年同期为 31%。据印度农业部数据显示，截至 8 月 30 日，印度 2024/25 新年度棉花播种面积达 1117 万公顷，较去年同期下降约 9.2%，是自 2016/17 年度以来，同期最小植棉面积。目前播种进度已达农业部部门 1299 万公顷目标的 86%。

国内市场回顾：上周郑棉价格下跌，周五郑棉 1 月合约收盘价报 13460 元/吨，较之前一周下跌 290 元/吨，或 2.11%。从基本面看，进入 9 月旺季后，下游开机率环比上升，且下游库存在开始去库，但是上周受文华商品指数暴跌影响，棉花价格跟随下跌。关注新疆棉收购价，目前预计开秤价 5.5 公斤/元附近，折算盘面 13000 元/吨附近。

观点及策略：受国内宏观弱预期影响，以及国内新棉丰产预期，目前下游纺企对于“金九银十”旺季信心不足，采购维持随用随买，负反馈至上游轧花厂收购意愿不高，市场预期新棉开秤价格较去年大幅下跌，新棉成本折算盘面价格在 13000 元/吨左右。一旦 9 月旺季需求不及预期，叠加供应端增产的预期，短期棉价或有一轮下跌行情。



## 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、不锈钢	F03130746	
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		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
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	