

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数+5.51%，创业板指+9.32%，上证50+4.30%，沪深300+5.50%，中证500+6.70%，中证1000+8.31%。两市日均成交额23494亿，较前一周+3055亿/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；9月M1增速-7.4%较上月下降。

利率：中债十年期国债利率-3BP，美债十年期国债利率-7BP，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88亿份，份额转移至新成立的A500ETF；②DR007边际变化不大；③上周重要股东二级市场净减持42亿；④证监会新发2家IPO，边际不变；⑤上周融资余额+1031亿；⑥上周偏股型基金新成立份额315亿。总的来说，ETF份额减量边际减少（平），重要股东净减持减少但仍不低（平），融资额大幅增加（+），IPO日均数量不变（平），偏股型基金发行量增加（+），DR007边际不变（+）。资金面中性偏多。

宏观消息面：

1、11月8日十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕，化债等多项政策有望推出，财政部长表示仍有政策正在研究制定中；2、中国10月以美元计价出口同比增长12.7%，预估为增长5%；3、证监会机构司司长申兵：A股估值处于相对历史低位，为外资长期配置提供了更优选择；4、抖音回应“抖音炒股”：已在重点处置，有第三方投顾公司紧急通知不得提及个股；5、特朗普赢得2024年美国大选，资产价格波动率放大；6、美联储如期降息25基点，但删除对通胀达标更有信心说辞，鲍威尔称就业市场表现稳健。

市盈率：沪深300:12.98，中证500:27.89，中证1000:41.77，上证50:10.79。

市净率：沪深300:1.38，中证500:1.87，中证1000:2.16，上证50:1.20。

股息率：沪深300:2.85%，中证500:1.72%，中证1000:1.38%，上证50:3.62%。

期指基差比例：IF 当月/下月/当季/隔季：+0.11%/+0.20%/+0.56%/+0.25%；IC 当月/下月/当季/隔季：-0.34%/-0.78%/-1.74%/-3.09%；IM 当月/下月/当季/隔季：-0.23%/-0.64%/-2.08%/-3.72%；IH 当月/下月/当季/隔季：+0.23%/+0.54%/+0.82%/+0.94%。

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，9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。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：国内在9月底政策发力后，近期地产销售、工业、消费及制造业PMI数据环比有所改善，四季度在财政发力的背景下国内经济有望企稳反弹。海外方面，美国经济数据近期的经济数据整体好于预期，美债收益率近期持续反弹。

1. 全国人大常委会批准增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，暂未公布消费、地产及补充银行核心资本金额；
2. 中国10月出口（以美元计价）同比增长12.7%，前值增2.4%；进口增长-2.3%，前值增0.3%；
3. 中国10月份CPI同比上涨0.3%，环比下降0.3%；10月份PPI同比下降2.9%，环比下降0.1%；
4. 吴清在上海连开两场行业机构座谈会：促进资本市场平稳健康发展；
5. 央行：适应形势变化研究修订货币供应量统计 更好反映货币供应的真实情况；
6. 美国共和党总统候选人特朗普6日凌晨宣布在2024年总统选举中获胜；

流动性：1、上周央行逆回购投放843亿，到期14001亿，净投放-13158亿，最新DR007利率收于1.60%；  
2、10月份MLF净投放-890亿。

利率：1、上周10Y国债收益率收于2.11%，周环比回落2.74BP；30Y国债收益率收于2.28%，周环比回落3.35BP；2、上周10Y美债收益率4.31%，周环比回落6BP。

小结：上周人大会议目前只公布了化债金额（该部分金额符合预期），暂未公布消费、地产及补偿银行核心资本的金额，但这并不意味着该部分金额不会推出，后续相关政策仍有出台的可能。随着货币、财政、地产及资本市场利好政策的逐步落实，国内经济有望在四季度企稳，但经济的改善力度及持续性仍有待观察，后期将重点关注基本面的改善情况，国债短期观望为主。

## 贵金属

特朗普当选美国总统将令美国财政赤字在后续出现扩张，形成对于金价中期的利好因素：美国大选计票结果显示，共和党人特朗普当选新一任的美国总统，特朗普主张延续其前一任期内所推行的2017年减税和就业法案，同时希望推行针对企业税收的减免。黄金价格与美国财政赤字水平呈现正相关关系，特朗普的财政政策主张将会令美国财政赤字水平难以得到较好控制，他的当选将从中期为国际金价提供明显的支撑，这也正是十月中上旬特朗普民调逐步上升后国际金价录得较大幅度上涨的原因。但短期来看，前一轮的上涨已经使得黄金价格充分体现了特朗普当选后的宽财政预期，当选预期兑现则会令贵金属面临短期较大的利多出尽风险。美联储议息会议表态未完全独立于美国政治：鲍威尔在发布会中尝试强调美联储以及他个人相对于政治的独立性，但在对于降息偏谨慎的货币政策声明发布后，鲍威尔却强调美联储并不会将通胀故意压低至2%之下，同时表明并未观察到长期通胀预期正在上升，他提到声明中有关于信心一词的省略不代表对通胀粘性的任何暗示，上述言论传递出较为明显的鸽派信息。当选总统特朗普在竞选过程中表明，若再次当选，他会大幅降低美国利率，但未明确阐述政策举措。综上所述情况来看，鲍威尔当前货币政策表态明显受到了特朗普上台的政治影响，对于控制通胀的态度软化。贵金属持

仓情况：本月黄金 ETF 的持仓量再度出现增加，亚洲和北美洲成为主力增持地区，10 月北美洲黄金 ETF 流入 30.5 吨，亚洲流入 23.4 吨，欧洲则出现 11.1 吨的减持，其他地区小幅增持 0.6 吨。全球黄金 ETF 的持仓总量增加 43.3 吨。金价相对高企的背景下，央行购金步伐放缓，世界黄金协会公布的央行持金量数据显示，截止至十一月初统计口径内的全球央行黄金持有量为 36130 吨，较十月初上升 16.39 吨，同时我国央行 10 月末黄金储备量报 2264.3 吨，连续第六个月暂停增持黄金。十月份，ETF 持仓替代央行购金成为黄金需求端的主力。

行情总结：美国大选中共和党人特朗普取得胜利，根据其前期政策主张，我们认为美国财政赤字具备进一步扩张的动能，因此国际金价在中期的上涨驱动稳固。但短期来看，由于十月中上旬以来黄金价格已录得较大幅度上涨，美国大选之后呈现短线利多出尽的下跌走势。当前金银价格预计仍将存在一定的回调整空间，沪金主力合约关注 602 一线支撑位，沪银主力合约关注 7430 元及 7180 元附近的支撑位。短期均建议暂时观望，等待其价格企稳后在进行逢低做多操作，沪金主力合约参考运行区间 602-630 元/克，沪银主力合约参考运行区间 7180-8088 元/千克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价冲高回落，波动加大，伦铜收跌 1.11% 至 9433 美元/吨，沪铜主力合约收至 76420 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比减少 1.3 万吨，其中上期所库存减少 1.4 至 14.0 万吨，LME 库存增加 0.1 至 27.2 万吨，COMEX 库存微降至 8.1 万吨。上海保税区库存环比增加 0.1 万吨。当周现货进口维持盈利，远月进口继续亏损，洋山铜溢价逐渐企稳。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水扩大至 141.1 美元/吨，国内上海地区现货需求随价格波动，周五升水下滑至 0 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差小幅扩大至 970 元/吨，废铜替代优势略微提高，当周废铜制杆企业开工率明显回升。需求方面，根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比提高 1.9 个百分点，需求环比小幅改善。

价格层面，宏观上海外美国大选结果落地和美联储议息会议后，市场情绪较为摇摆；国内财政政策没有超出市场预期，后续政策和需求现实对情绪影响将更大。产业上看，进入 11 月中国精炼铜产量预估延续下滑，而精炼铜需求预计小幅改善，精炼铜供应过剩将收缩。海外需求预期中性偏弱，现货市场维持弱势。总体宏观情绪仍将使得铜价波动较大，而价格下方产业端有支撑，铜价或偏震荡。本周沪铜主力运行区间参考：75000-78000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9250-9700 美元/吨。

## 铝

供应端：据 SMM 统计数据显示，2023 年 9 月份（31 天）国内电解铝产量 357.4 万吨，同比增长 1.4%。1-9 月份国内电解铝累计产量达 3222 万吨，同比增长 4.5%。

库存：库存方面，根据钢联数据统计，2024-11-7：铝锭去库 2.4 万吨至 56.7 万吨，铝棒去库 0.5 万吨至 12.5 万吨。

进出口：据海关总署数据显示，2024 年 9 月份国内原铝进口量约为 13.7 万吨，环比减少 16%，同比减少 31.7%。1-9 月份国内原铝累计进口总量约 164.9 万吨，同比增长 72.5%。

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 11 月空冰洗排产合计总量共计 3135 万台，较去年同期生产实绩上涨 20.7%。分产品来看，11 月份家用空调排产 1519.2 万台，较去年同期实绩增长 41.6%。冰箱排产 856 万台，较上年同期生产实绩增长 9.3%。洗衣机排产 760 万台，较上年同期生产实绩增长 2.4%。根据乘联会统计数据显示，10 月 1-31 日，乘用车市场零售 236.1 万辆，同比去年 10 月同期增长 16%，较上月同期增长 12%，今年以来累计零售 1,793.6 万辆，同比增长 4%。乘用车新能源市场零售 128.4 万辆，同比去年 10 月同期增长 67%，较上月同期增长 14%，今年以来累计零售 841.6 万辆，同比增长 41%。

小结：本周铝价向上强势突破。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或减产；需求端方面，中国 10 月汽车消费维持高增长态势。11 月消费维持旺盛，家电排产维持高位。库存方面，铝锭铝棒库存本周持续去化，海外 LME 库存去化持续。在供应端小幅减产，消费端维持增长的情况下，预计铝价将呈现偏强走势，后续需关注铝价走高后国内消费情况变化。国内主力合约参考运行区间：21000 元-22000 元。海外参考运行区间：2600 美元-2750 美元。

## 锌

周五沪锌指数收至 24885.44 元/吨，单边交易总持仓 26.71 万手。截至周五下午 15:00，伦锌 3S 收至 3038.5 美元/吨，总持仓 24.29 万手。

高频数据：内盘基差-60 元/吨，价差 480 元/吨。外盘基差-21.58 美元/吨，价差 8.77 美元/吨，剔汇后盘内沪伦比价录得 1.14，锌锭进口盈亏为-278.22 元/吨。SMM0#锌锭均价 25640 元/吨，上海基差-60 元/吨，天津基差 430 元/吨，广东基差 310 元/吨，沪粤价差-370 元/吨。上期所锌锭期货库存录得 2.65 万吨，LME 锌锭库存录得 24.52 万吨。根据上海有色数据，国内社会库存录得减至 12 万吨。

产业数据：本周锌精矿产 TC1500 元/金属吨，进口 TC-40 美元/干吨。精矿港口库存 16.6 万吨，工厂库存天数 15.0 天。本周镀锌结构件开工率录得 56.83%，原料库存 1.1 万吨，成品库存 36.6 万吨。本周压铸锌合金开工率录得 51.23%，原料库存 1.0 万吨，成品库存 1.2 万吨。本周氧化锌开工率录得 58.78%，原料库存 0.2 万吨，成品库存 0.7 万吨。

总体来看：特朗普当选美国总统后，铜铝锌等有色金属共振上行，近期联储议息会议等宏观扰动仍在，短线受资金情绪影响较大。产业方面，海外锌锭部分交仓，月间结构滞涨回落。国内锌锭现货升贴水相

对弱勢，但国内社会库存处于相对低位，月差快速上行，近月合约空单仍有一定风险。

## 铅

周五沪铅指数收至 16902 元/吨，单边交易总持仓 8.09 万手。截至周五下午 15:00，伦铅 3S 收至 2046 美元/吨，总持仓 13.77 万手。

高频数据：内盘基差-225 元/吨，价差-35 元/吨。外盘基差-38.25 美元/吨，价差-109.87 美元/吨，剔汇后盘面沪伦比价录得 1.155，铅锭进口盈亏为-1279.15 元/吨。SMM1#铅锭均价 16625 元/吨，再生精铅均价 16625 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 5.52 万吨，LME 铅锭库存录得 18.8 万吨。根据钢联数据，国内社会库存录得增至 7.37 万吨。

产业数据：原生端，本周铅精矿港口库存 3.7 万吨，工厂库存 23.3 天，铅精矿进口 TC-25 美元/干吨，铅精矿国产 TC600 元/金属吨，原生开工率录得 65.66%，原生锭厂库 0.8 万吨。再生端，铅废库存 10.4 万吨，再生铅锭周产 2.2 万吨，再生锭厂库 1.9 万吨。需求端，铅蓄电池开工率 75.47%。

总体来看：产业基本面供需双弱，蓄企提货边际转好，社会库存累库放缓，铅锭现货升贴水边际上行。临近冬季，往年环保等扰动较多，11 月 5 日安徽解除省级重污染天气橙色预警，冶炼企业减产预期下行，警惕价格回落风险。

## 镍

上周镍价强势上涨，沪镍主力合约收盘价 129580 元，周内+4.46%。LME 镍三月 15 时收盘价 16575 美元，周内+4.64%。美国大选结束后市场对再通胀预期回升，同时美联储降息 25BP 对金属同样利好。镍价估值本身偏低，价格表现强势。

基本上，镍价估值有所回升，消息面扰动偏多。镍矿方面，周内印尼端有预期收集消息传出，但由于未有明确措施且时间不明，未能影响市场。精炼镍方面，周内镍价回升，下游采购情绪有所升温，但由于镍价明显上涨，现货升贴水小幅回落。出口方面受前期套保单影响预计维持高位，若印尼新增产品流入海外，海外交割压力将进一步增加。周五国内精炼镍现货价报 129250-132000 元/吨，均价较上周+6725 元；俄镍现货均价对近月合约升贴水为-200 元/吨，较上周+50 元/吨，金川镍现货升水报 1600-1800 元/吨，均价较上周 0 元/吨；LME 镍库存报 150336 吨，较上周库存+3174 吨。

硫酸镍方面，受需求不佳影响，硫酸镍价格继续回落。中间品系数维持坚挺，LME 镍价震荡偏强，硫酸镍成本支撑有所上移。但由于需求端逐步进入淡季，需求疲弱下市场成交难寻。目前硫酸镍利润持续亏损，部分盐厂维持减产但供需扭转仍需时间，价格多跟随镍价震荡。中期需求未有明显好转迹象，硫酸镍维持成本定价，产业利润持续亏损。周五国内硫酸镍现货价格报 27080-27530 元/吨，均价较上周-45 元/吨。

综合来看，当前宏观层面的诸多变量逐步落地，无论是国外特朗普当选之后市场对于美国经济的乐观预期，还是国内财政刺激下对需求的提振预期，均对镍价形成正向指引。因此中期来看，不宜对镍价过分悲观，但短期高库存同样对镍价上行形成压力。预计本周镍价震荡运行，主力合约参考运行区间 125000 元/吨-130000 元/吨。

## 锡

供给端：供给方面，安泰科对国内 20 家精锡冶炼厂产量统计结果显示，2024 年 9 月上述企业精锡总产量为 12336 吨，环比下滑 28.9%（上月产量修正为 17351 吨），同比下滑 17.8%。截止前三季度，国内上述样本企业精锡总产量达到 14.6 万吨，同比增长 10.0%。

进出口：2024 年 9 月我国共进口锡精矿实物量 7823 吨，折金属量 3676.8 吨，环比下滑 9.1%，同比上涨 56.4%。锡锭进口 1967 吨，环比增长 9.6%，同比下滑 32.7%。锡锭出口 989 吨，环比下滑 10.0%，同比增长 36.2%。

需求端：据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2024 年 11 月空冰洗排产合计总量共计 3135 万台，较去年同期生产实绩上涨 20.7%。分产品来看，11 月份家用空调排产 1519.2 万台，较去年同期实绩增长 41.6%。冰箱排产 856 万台，较上年同期生产实绩增长 9.3%。洗衣机排产 760 万台，较上年同期生产实绩增长 2.4%。根据乘联会统计数据，10 月 1-31 日，乘用车新能源市场零售 128.4 万辆，同比增长 67%，较上月同期增长 14%，今年以来累计零售 841.6 万辆，同比增长 41%。

小结：供应端冶炼厂开工维持正常状态，缅甸地区锡矿进口维持低位导致加工费维持低位。需求端方面，中国 10 月官方制造业 PMI 为 50.1，预期 49.5，前值 49.8。11 月消费维持旺盛，家电排产维持高位，苹果三季度业绩超预期，四季度业绩预期同步上调。库存方面，海内外库存本周均小幅去化。整体而言，现阶段锡处于供需两旺态势，同时本周库存去化也对价格形成了一定支撑。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：240000 元-270000 元。海外伦锡参考运行区间：30000 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 74737 元，与前日持平，周内+2.05%。MMLC 电池级碳酸锂报价 74000-77000 元，工业级碳酸锂报价 72000-75000 元。LC2501 合约周五收盘价 76400 元，较前日收盘价-0.59%，周内跌 0.13%，主力合约收盘价升水 MMLC 电碳平均报价 900 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 780-820 美元/吨，均价较前日+1.91%，周内+5.96%。

基本面：11 月 7 日，SMM 国内碳酸锂周产量 13765 吨，较上周增 3.0%。9 月碳酸锂产量 57520 吨，环比上月减 6.2%，前九月累计同比增 45.0%。10 月-11 月国内产量预计环比继续回落。9 月、10 月智利出口至中国碳酸锂为 1.66 万吨和 1.70 万吨，10 月、11 月预计国内进口均在 2 万吨附近。乘联分会数据，10 月新能源乘用车市场零售销量为 128.4 万辆，同比增长 67%，环比上月增长 14%；1-10 月累计零售销量 841.6 万辆，同比增长 41%。11 月 7 日，国内碳酸锂周度库存报 110723 吨，环比上周-3345 吨（-2.9%），较国庆后去库 8.2%。截止 11 月 7 日，注册仓单 48301 手，月内增加 7.9%。

观点：今年旺季延长，8 月中旬以来国内碳酸锂去库近 2.2 万吨，高于当时预测值（最高 2 万吨），去库预计将持续到 11 月底。美国大选结果不利于绿色能源转型，但盘面未兑现需求看空。旺季延长已兑现在盘面，合约反弹易释放上游套保需求。持仓回落，多空双方资金相对谨慎，供需角度看短期延续震荡概率较高。另一方面，近期国内宏观情绪波动，锂价与商品指数联动密切，近期留意权益市场共振。本周广期所碳酸锂 2501 合约参考运行区间 72600-79800 元/吨。

## 氧化铝

截止 11 月 8 日下午 3 时，氧化铝指数本周上涨 5.83%至 5174 元/吨，持仓增加 6.1 万手至 48.7 万手。氧化铝基本面矛盾短期仍难化解，现货价格加速上行，带动期货价格进一步走高。基差方面，合约基差由正转负录得-11 元/吨。月差方面，氧化铝近远月价差维持高位，连 1-连 3 月差报 433 元/吨。本周各地区氧化铝现货价格维持加速上涨趋势，广西、贵州、河南、山东、山西、新疆地区现货价格分别上涨 320 元/吨、320 元/吨、275 元/吨、265 元/吨、275 元/吨、275 元/吨。氧化铝流通现货紧张局面持续，采暖季限产和设备检修并行，产能短期难以以上行，推动氧化铝现货报价持续走高。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，但远期矿石供应预期逐步转宽；供给端，采暖季北方氧化铝厂因环保被迫压产，检修扰动持续，尽管高利润刺激氧化铝厂积极复产投产，但短期供应增量有限，远期供应大幅转松拐点或见于明年一季度，但仍需跟踪投产进度和矿石供应情况；需求端，云南地区电解铝限电扰动解除，后续电解铝开工仍稳中有增，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，本周巴西氧化铝厂因铝土矿运输船只故障，工厂运行存在阶段下降，海外氧化铝供给缺口或进一步扩大，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，近月合约预计仍将保持强势走势，在期货持仓大幅下滑前仍可逢低做多近月合约。由于一季度氧化铝投产压力仍存，可考虑逢高布局 05 空单。氧化铝盘面多空博弈激烈，短期价格波动剧烈，建议做好风险控制，谨慎参与。国内主力合约 A02501 参考运行区间：5000-5700 元/吨。

## 不锈钢

期现市场：11 月 8 日无锡不锈钢冷轧卷板均价报 14200 元/吨，环比+0.71%；8-12%高镍生铁出厂均价为 1015 元/镍，环比-0.88%；废不锈钢均价报 9700 元/吨，环比持平。不锈钢主力合约 SS2412 周五下午收盘价 13545 元/吨，环比-0.73%。

供给：据 SMM，10 月国内钢厂开工率平稳运行，达 70.28%。10 月产量为 326 万吨，环比增加 4 万吨，1-10 月累计同比增 5.54%。10 月 300 系不锈钢粗钢产量达 168 万吨，环比下滑 0.59%；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 1-9 月，商品房销售面积 70284 万<sup>m</sup>，同比下滑 19.59%；9 月单月，商品房销售面积为 9682.14 万<sup>m</sup>，同比下滑 17.12%，降幅较 8 月收缩 0.93 个百分点，地产小幅修复但是仍旧不及预期。9 月家用电器领域出现回暖，冰箱/家用冷柜/洗衣机/空调当月同比分别为 20.5/9/10.7/3.1%；9 月燃料加工业累计同比 10.6%，下游需求出现好转迹象。

库存：本周不锈钢社会总库存为 97.9 万吨，环比下滑 1.11%；期货仓单本周库存 10.88 万吨，较上周增仓 2233 吨。本周不锈钢 200/300/400 系社库分别为 28.5/55.4/14 万吨，其中 300 系库存环比下滑 1.42%；本周不锈钢海漂量 4.87 万吨，环比增加 39.66%，卸货量 3.86 万吨，环比下滑 32.48%。

成本：本周国内高镍铁主流出厂价 1025 元/镍，较上周持平。节后镍铁价格一路走强，快速突破千元大关，后以维稳为主，国内镍铁厂利润修复。钢厂生产利润率近期重新回到零轴附近，自产镍铁产线整体利润率达 1.02%，钢厂情绪有所好转。

观点：当前价位处于较低估值，下游库存较少，备货意愿较强，买盘积极性提高。印尼镍矿基准价格或将与 LME 镍价脱钩，同时计划对镍矿征收税费，此举或对镍矿价格上行有推动作用。宏观层面，美联储降息 25bp 符合预期，人大常委会增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，并从 2024 年开始连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。新增 4 亿元偏存量调整而非增量，或导致基建实物工作量不足，市场看涨情绪略有消退。当前市场关注重心转向 12 月中央经济工作会议，赤字率是否调整将成为市场焦点。总体来说本周政策刺激相对保守，但总体趋势依旧向好，且不锈钢基本面有所改善，操作方面建议逢低做多，主力合约参考运行区间 13000-14000 元/吨。

## 黑色建材类

### 钢材

估值：本周钢厂盈利率为 59.74%，较上周稍有回落。利润方面，螺纹钢华东地区长流程即期利润在 225 元/吨左右，谷电利润在 104 元/吨左右。近期成材价格估值偏高，长流程利润近期明显好于短流程。近期盘面交易预期多于现实，政策端表态小幅不及预期，并且在钢材结果估值中性偏高的情况下，价格可能会以震荡偏弱的方式运行。

供应：由于螺纹钢的利润明显恢复，生产速度加快，开始出现小幅库存的情况。热卷产量由于之前库存累积严重，以及利润偏低，生产速度明显较上个月放缓。铁水未来或将维持高位震荡，当下钢厂利润较好，板材方面的需求承接力度较强，近期铁水已经有有转产热卷的迹象。

需求：螺纹近期需求已经展现淡季特征；热卷需求则是表现较好，需求维持在相对高位，出口近期同样表现较有韧性。未来螺纹需求可能会为维持淡季特征，需求维持在同比降低 18%左右，热卷需求可能会出现淡季不淡的格局，全年需求预计累积同比增长 1%左右。

库存：螺纹钢库存依旧处于相对低位，单由于高炉与电炉复产节奏开始增快，出现了小幅累库的情况，随着螺纹产量逐步回稳，库存矛盾近期已基本化解；热卷在近一个月产量处于相对低位，需求端表现较好，早前的高库存问题已经化解。热卷的小样本库存去化速度稍快于往年，但大样本库存去化进程与往年节奏基本一致，因此推演目前暂无明显矛盾。

观点小结：从宏观角度来看，随着海外端美国大选结果落地，市场交易逻辑进一步变化为：对于美国对出口商品加关税以及担忧可能贸易战的情绪。参考上次贸易战时期，板材的需求当中的家电类目出口情况受影响较小。与此同时美国房地产销售数据情况表现良好，如若未来美国方面有财政刺激的话，家



电方面需求有一定支撑力，进而可能会推动板材需求边际走强，但具体出口情况受影响程度还需进一步跟踪。国内方面，市场对人大常委会会议预期较强，导致近期成材价格呈现震荡偏强走势，市场初步预期人大会议发布规模为6万亿，具体发行规模以及用途还需跟踪公告内容。基本面方面，螺纹的产量近一周产量小幅回落，需求随着旺季结束而降低，库存情况静态下暂无累库情况。热卷方面，随着近期高炉利润改善，热卷产量近一周有所上升，需求近几周的表现良好，库存处于相对紧平衡的状态。近期市场已经开始有抢加关税前出口的情况，热卷需求方面更多表现为淡季不淡。相对比螺纹，板材的需求表现更为亮眼，后续还需继续跟踪具体高需求的情况能持续多久。盘面已经开始交易政策预期，市场预期人大会议发布规模6万亿，公布金额符合基础预期。总体而言，市场前期交易对政策有较强预期，目前根据公布结果无超预期内容。对螺纹的实际需求目前暂无看到明显改善的方向，进入淡季，市场开始走预期逻辑，短期成材基本面虽然表现中性。但根据当前政策表态钢材价格或将呈现震荡偏弱的走势，后续还需更多关注是否有其他宏观因素对价格指引。

## 锰硅硅铁

锰硅：

本周，锰硅盘面价格维持震荡，价格向上波动，表现偏强，但日内价格波动较为剧烈。当前仍以区间震荡看待，关注（6050，6850）（针对加权指数，下同）价格区间，当前价格已来到下行趋势线收敛末端，如价格向上突破6600元/吨，则有望进一步达到6800元/吨；反之，若价格选择向下回落，则关注6150元/吨附近支撑。单边参与性价比较低，建议谨慎参与。

基本面角度（当前阶段的次要因素），本周锰硅产量环比小幅回落，但需求端，螺纹产量、铁水产量在继上周出现拐头迹象后本周继续回落，尤其螺纹产量回落明显。后续，随着淡季的到来以及政策刺激的有限性，螺纹及铁水产量预计仍将季节性走弱，且在下游继续维持低库存经营的背景下，原材料冬储预期我们认为一般，或进一步制约需求强度。在这样的背景下，我们仍倾向于产业端难以给品种过多估值，甚至仍需继续压低估值以使整体供求结构改善。即站在品种自身基本面角度，我们认为能够给予价格向上的驱动有限。

当下，我们认为仍是处于宏观及预期交易，我们继续延续前期观点，当下商品，尤其是黑色金属行情的主要矛盾仍然在于宏观政策，尤其财政政策发力的预期。本周海外大选靴子落地，同时国内大会落幕。整体会议传达出的化债规模与市场预期一致，暂无更多的政策公布，但仍表示后续将继续实施积极的财政政策以配合经济社会发展目标。市场对于化债外政策部分的预期落空，恐给当前商品盘面情绪降温，延续回调走势。但基于12月中上旬将召开中央经济工作会议，政策预期仍在，情绪在退坡后或继续干扰盘面。因此，我们仍继续保持区间震荡的思路对待盘面价格。

硅铁：

本周硅铁盘面价格在向下进行震荡整理，几乎反包10月25日的大阳线，价格走势不断弱化，但仍处于区间震荡之中，继续关注（6200，6750）区间，单边参与性价比仍低，建议谨慎参与。

关于高层在宁夏、内蒙调研的消息所引发的关于“节能环保”的预期交易暂时告一段落，后续市场暂时未传出相关的政策消息。硅铁自身基本面而言，继续维持相对健康、相对均衡的供求结构与中性略偏低的库存情况。目前仍没有突出的矛盾可讲，“环保”的预期给品种拔高估值，但在整体钢材下行周期的背景下持续性有待考证。

## 铁矿石

上周，铁矿石主力合约价格收至 776 元/吨，较 11 月 4 日开盘价变化+2.0 元/吨，涨跌幅+0.26%。供给端，最新一期全球铁矿石发运总量 3020.7 万吨，环比减少 134.3 万吨。澳洲巴西铁矿发运总量 2644.1 万吨，环比减少 28.9 万吨。澳洲发运量 1947.6 万吨，环比增加 106.6 万吨，其中澳洲发往中国的量 1580.3 万吨，环比增加 62.9 万吨。巴西发运量 696.5 万吨，环比减少 135.5 万吨。中国 47 港到港总量 2490.3 万吨，环比增加 138.4 万吨；中国 45 港到港总量 2327.0 万吨，环比增加 64.3 万吨。日均铁水产量 234.06 万吨，环比减少 1.41 万吨。库存端，全国 47 个港口进口铁矿库存为 15854.06 万吨，环比降 192.92 万吨。

基本面角度，供给方面，台风影响结束后本期到港量环比回升。此外近期内矿产量回升，但受北方天气质量限制预计边际影响有限。需求方面，铁水产量在 10 月明显修复，考虑到当前下游成材平衡表相对健康，钢厂盈利率回落但仍有一定利润，结合高炉检修数据，预计铁水产量在 11 月见顶后高位波动。近期个别钢厂生产不顺，产量节奏上有一定影响。受冬季北方天气转冷建材需求下降影响，铁水预期在建材与板材间有所重新分配。下游整体需求对铁水没有施加大的下行压力。库存方面，钢厂冬储补库预期使得钢厂库存有一定增加，并对需求起到一定支撑作用。宏观层面，上周五全国人大常委会召开新闻发布会，表示将增加“6+4”万亿置换存量隐性债务，符合前期市场预期，但同时地产、消费等政策暂未明确说明。考虑到 12 月经济工作会议，因此在目前已有积极表态的情况下宏观预期存在反复验证节点或导致预期逻辑持续，加之基本面需求仍有一定支撑，矿价最终或呈现宽幅震荡走势。

## 工业硅

盘面方面，本周工业硅价格继续震荡回落，价格弱化。日线级别走势表现仍松散，当前呈现“喇叭形”整理，趋势性仍不清晰，继续以区间震荡思路对待，上方 13300-13400 元/吨区间附近价格压力较大，下方参考支撑下移至 12100-12200 元/吨区间附近。

供需基本面角度，本周工业硅产量由于云南地区减产出现显著下行，虽然如此，但整体产量仍处于同期高位且云南地区产量已降至近两年枯水期低位水平，继续向下的空间或有限。同时新疆地区生产仍有继续回升空间。对于进入枯水期后西南产区将出现明显减产，从而带动供给收缩的预期，我们仍旧认为影响或将显著小于市场预期值。原因在于，从产量数据角度，至年底，西南地区预计周产将存在 7000-8000 吨/周的下降空间，而新疆地区按年内最高产量来看，存在 13000 吨/周的增产空间，同时内蒙地区近期供给抬升明显。若后期西南地区成本抬升带动价格上行，成本存在优势的新疆及内蒙地区供给预计将继续释放（类似于 2023 年下半年），有足够的空间抵消西南地区减产带来的影响。同时，需求角度我们看到下游表现仍旧一般，需求端虽有政策扰动，但对于实际需求提振相对有限。在供给收缩有限，下游需

求起色有限的背景下，工业硅整体宽松的格局仍需要改善，产能存在进一步出清的诉求。

在这样的基础上，我们仍不愿意给盘面太大的估值空间。成本角度，虽然按照枯水期成本，云南及四川生产成本预计将在现在基础上上调 1500(云南)到 2500(四川)不等，折合盘面约合 14000 元/吨至 14500 元/吨。但新疆及内蒙的增产空间及其低成本或将压制盘面价格跟随西南地区成本向上调整的空间。因此，我们对于价格暂时保持区间震荡的思路。

## 能源化工类

### 橡胶

橡胶震荡反弹，偏强。市场对中国宏观政策预期比较强。

#### 现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 16700 元。

标胶混合现货 2080 美元。华北顺丁 14300 元。江浙丁二烯 11000 元。山东丁二烯 10800 元。

#### 操作建议：

橡胶持续反弹。我们对橡胶价格中性。

建议灵活操作，短线操作。

我们推荐买 20 号胶现货空 RU2505，我们认为 RU 升水过大，大概率回归。

考虑政策利好，等市值买股票 ETF 空 RU2505 也可以适当考虑。

#### 1) 商用车数据小幅波动。

2024 年 10 月份，我国重卡市场销售预计约 6.3 万辆（批发口径，包含出口和新能源），环比 9 月份上涨 9%，同比上年 10 月的 8.11 万辆下滑 22%，减少了将近 18000 辆。

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

#### 2) 轮胎出口继续高增。

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 8 日，山东轮胎企业全钢胎开工负荷为 60.19%，较上周走低 1.91 个百分点，较去年同期走低 1.78 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.82%，较上周小幅走低 0.14 个百分点，较去年同期走高 6.61 个百分点。全钢下游走货一般，库存增加。半钢出口有所放缓。

4) 库存去库尾声后期或转向增库。

截至 2024 年 11 月 3 日，中国天然橡胶社会库存 111.3 万吨，环比下降 0.41 万吨，降幅 0.4%。中国深色胶社会总库存为 62.4 万吨，环比下降 1%。中国浅色胶社会总库存为 48.9 万吨，环比增 0.3%。截至 2024 年 11 月 5 日，青岛保税区区内库存 28.74 (0.85) 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

供应端维持高位，后续随着国内气头装置的停车，开工大方向以回落为主。原料价格预计维持区间运行为主，成本支撑有限，需求端港口烯烃恢复到中高位水平，传统需求表现一般，整体需求改善有限。库存方面，在国内高供应以及进口到港回升下港口库存处于同期高位，港口库存压力仍旧较大，内地企业库存存在企业积极下调报价以及下游刚需维持下库存压力相对有限。总体来看，当前供强需弱的格局未改，但随着利空的逐步兑现，后续关注供应端潜在利多影响，当前位置甲醇预计下跌空间已相对有限，建议逢低关注多配机会。月间价差关注正套为主。

## 尿素

气头开工高位回落，短期国内供应逐步见顶，后续气头装置开工将进一步回落，供应压力有望逐步缓解。短期现货仍旧偏弱，企业利润同比低位，成本端支撑依旧存在，预计价格继续下跌空间相对有限。需求端复合肥部分企业开启返青肥生产，企业开工逐步见底回升。淡储肥方面，后续随着储备肥的回升，整体需求也将有所改善。库存方面，后续供增需弱的格局将逐步改善，企业库存预计将逐步见顶回落。总体来看，短期基本面依旧偏弱，但后续预计将边际好转，尿素下跌空间或相对有限，单边建议观望或逢低短多为主。月间价差关注现货企稳回升之后的正套机会。

## 聚烯烃

政策端：特朗普交易模式落地，原油价格承压，成本端支撑或将逐渐松动。

估值：周度涨幅（期货>现货>成本）；成本端支撑松动，本周聚烯烃估值跟随成本端回升。

成本端：本周 WTI 原油上涨 4.48%，Brent 原油上涨 3.38%，煤价下跌-0.24%，甲醇上涨 0.30%，乙烯下跌-2.32%，丙烯上涨 0.36%，丙烷无变动 0.00%。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 79.86%，环比下降-1.15%，同比去年下降-5.56%，较 5 年同期下降-9.41%。PP 产能利用率 73.47%，环比下降-2.80%，同比去年下降-5.71%，较 5 年同期下降-18.60%。根据投产计划观察，四季度聚烯烃供给端压力整体偏高 PE410 万吨产能、PP565.5 万吨产能待投放。本周聚烯烃非计划检修较多，对盘面形成一定支撑。

进出口：9 月国内 PE 进口为 113.66 万吨，环比 8 月下降-6.86%，同比去年下降-9.30%，主要为中东地区货源。9 月国内 PP 进口 18.91 万吨，环比 8 月下降-7.87%，同比去年下降-11.24%。人民币升值推高进口利润，PE 北美地区货源增多，进口端或存一定压力。9 月 PE 出口 6.07 万吨，环比 8 月下降-15.38%，同比下降-3.11%。9 月 PP 出口 17.18 万吨，环比 8 月下降-8.85%，同比上涨 54.09%。出口季节性淡季或将来临，叠加人民币升值，预计 10 月 PP 出口量或将环比季节性下滑。

需求端：PE 下游开工率 45.21%，环比上涨 0.58%，同比下降-6.96%。PP 下游开工率 52.47%，环比上涨 0.96%，同比下降-6.42%。双十一采购旺季支撑尚存，下游即将走出旺季。

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 40.7 万吨，环比去库-7.67%，较去年同期去库-3.78%；PE 贸易商库存 4.60 万吨，较上周累库 5.97%；PP 生产企业库存 53.51 万吨，本周环比累库 2.75%，较去年同期累库 1.79%；PP 贸易商库存 12.18 万吨，较上周去库-2.87%；PP 港口库存 6.12 万吨，较上周去库-1.13%。

小结：特朗普交易模式落地，原油价格承压，成本端支撑或将逐渐松动。短期主要矛盾集中在宏观政策落地与聚烯烃供应端四季度大量产能投放，但是计划检修增加为供应端缓解一点压力，对盘面形成一定支撑。中长期预期端上，来自于政策端的博弈空间已较此前明显打开，远月 01 合约价格受新产能上马可能性影响或已增强，新装置动态关注度提升明显。所以预计 11 月底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(8100-8400)；聚丙烯(PP2501)：参考震荡区间(7300-7600)。

推荐策略：LL-PP 价差，根据投产落地节奏逢低做多价差。

风险提示：原油大幅下跌，PE 进口大幅回升。

## 苯乙烯

苯乙烯华东港口库存 2.61 万吨，环比-0.92 万吨，纯苯港口库存 10.1 万吨，环比+0.6 万吨。苯乙烯负荷 68.31%，环比-2.07%，石油苯负荷 74.47%，环比-2%。近期炼厂检修兑现，纯苯负荷维持供应低位。

进口方面，近期国内价格下跌，进口窗口关闭，原油反弹，美金偏强，对远月价格有所支撑。国内纯苯下游，酚酮、己内酰胺及苯胺负荷后期均有不同程度检修，纯苯需求有所降低。基本面看，近期纯苯国内负荷较前期回落，供需双减，国内进口窗口关闭，对价格有所支撑。而苯乙烯港口库存维持低位，前

期下游利润高企，逐步联动至开工上行。月底华东装置检修落地，货源紧张，港口基差大幅上行后，近端偏强，远期成本坍塌，预计震荡中枢下移，谨慎操作。

## PVC

PVC 开工 78.08%环比减少 1.11%，电石法开工 78.57%，环比增加 1.04%，乙烯法在 76.66%，环比减少 7.27%，乙烯法检修兑现，负荷有下行。厂库 38.48 万吨，环比+0.33 万吨，社库 47.78 万吨，环比+0.33 万吨。成本端，电石开工持续抬升，电石价格承压下行，叠加烧碱持续涨价，边际成本至 5200，成本支撑趋弱。出口方面，接单环比转弱，临近印度补库尾声，且印度将对进口 PVC 征收反倾销税，预计出口难有亮点。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，现实端偏弱。PVC01 合约单边估值中性偏高，淡季合约，建议逢高套保，宏观托底，下面空间有限，单边谨慎操作。

## 乙二醇

行情回顾：本月下跌后企稳，截至 11 月 7 日，01 合约收盘价 4678 元，月同比下跌 87 元；华东现货价格 4666 元，同比下跌 161 元。月初因地缘方面的扰动，存在进口减量预期，盘面在聚酯链中偏强，后续地缘降温，盘面交易弱基本面预期，震荡回落，近期因下游逆季节性偏强，整体有所企稳反弹。基差和价差方面，截至 11 月 7 日，基差 36 元，月同比下降 13 元；1-5 价差-92 元，同比下跌 86 元。

供应端：EG 负荷 67.4%，月同比下降 0.2%；月均负荷 67.5%，同比上升 0.2%；其中合成气制负荷 60.5%，同比下降 0.9%；乙烯制负荷 71.2%，同比提高 0.2%。本月检修重启交织，乙二醇整体负荷平稳，11 月份多套装置有重启预期，负荷上升压力较大，近期煤化工方面，通辽金煤、新建天业重启，后续多套装置提负重启；油化工方面，远东联装置重启，后续检修装置逐渐重启。海外方面，沙特 jupc2#停车中，马来一套装置消缺 2-3 周，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。到港方面，本月进口预计 53 万吨，同比下降 6 万吨，Q4 到港中枢在 57-58 万吨左右的月均水平。

需求端：月底聚酯负荷 93.4%，同比上升 1.2%，其中长丝负荷 94.2%，上升 1%；短纤负荷 87.3%，上升 3.1%；瓶片负荷 80.7%，上升 1%。瓶片加工费下降，库存上升，但仍维持较高开工率，12 月大厂存在检修计划，预期负荷下降。涤纶方面，库存及加工费表现较好，短期内预期维持较高开工，整体负荷逆季节性上升，在库存良性的情况下，高负荷预期能持续维持一段时间。终端方面，产成品库存小幅上升，订单表现下滑，开工小幅下降，后续对上游开工的带动性存在一定压力。

库存：截至 11 月 4 日，港口库存 57.1 万吨，月同比累库 2.3 万吨；下游工厂库存天数 12.3 天，同比下降 0.2 天，港口库存小幅累积，下游库存天数低位水平。随着供给回归，国庆后出库水平下滑，整体港口进入累库周期，上周因台风封航的缘故，库存去化。进入 11 月国内负荷逐渐上升，海外供给回归，供给压力较大，但下游目前负荷逆季节性上升，因此港口库存预期维持低位震荡。

估值成本端：本月外盘石脑油制利润持平至-136 美元/吨，国内乙烯制利润下降 264 元至-540 元/吨，煤制利润上升 182 元至 488 元/吨。成本端乙烯上升 10 美元至 850 美元/吨，榆林坑口烟煤末价格下跌 110 元至 750 元/吨，国内利润位于高位水平，将支撑装置的开工率。

小结：美国选举情绪释放后，聚酯链反弹。后续来看，11 月后供给的边际预期偏弱，新装置投产且存在长停装置重启预期，估值较高；但从政策预期方面看，若美国进行贸易制裁，终端纺服的政策预期可能会导致抢出口，且乙二醇如果反制裁而造成进口减量，供需双方在短期可能都会形成利好；并且需求端

短期下游开工超预期，存在淡季开工下滑证伪的可能。在政策预期和下游偏强的情况下，短期偏强势震荡。

## PTA

行情回顾：本月价格持续回调，近期有所企稳，截至11月7日，01合约收盘价4958元，月同比下跌236元；华东现货价格4825元，同比下跌310元。国庆节前后跟随PX及原油反弹，但PXN的调油支撑不再，美韩芳烃贸易关闭，整体亚洲芳烃较为过剩，PXN震荡下跌，叠加原油偏弱，PTA在基本面矛盾不大的情况下，跟随成本大幅回调。基差和价差方面，截至11月7日，基差-76元，月同比下降31元；1-5价差-92元，同比下降36元。

供应端：月底PTA负荷80.8%，月环比下降2.4%；月均负荷81.6%，同比上升1.1%。10月整体检修量下降，负荷偏高。近期独山能源250万吨装置、逸盛宁波200万吨装置重启，虹港石化检修一周，仪征化纤300万吨装置因故检修一半产能，11月威联石化计划检修，后续负荷将逐渐上升。

需求端：月底聚酯负荷93.4%，同比上升1.2%，其中长丝负荷94.2%，上升1%；短纤负荷87.3%，上升3.1%；瓶片负荷80.7%，上升1%。瓶片加工费下降，库存上升，但仍维持较高开工率，12月大厂存在检修计划，预期负荷下降。涤纶方面，库存及加工费表现较好，短期内预期维持较高开工，整体负荷逆季节性上升，在库存良性的情况下，高负荷预期能持续维持一段时间。终端方面，产成品库存小幅上升，订单表现下滑，开工小幅下降，后续对上游开工的带动性存在一定压力。

库存：截至11月1日，PTA整体社会库存（除信用仓单）256万吨，月同比去库3.8万吨，其中在库在港库存为53.2万吨，同比去库8.7万吨。10月随着旺季，终端表现较好，PTA库存去化。11月检修量下降，即使下游负荷超预期，预期PTA仍然小幅宽松。

利润端：本月现货加工费下降20元，截至11月7日为322元/吨；盘面加工费上升40元，截至11月7日为417元/吨。

小结：近期PTA在美国大选情绪释放后，跟随原油和PX反弹。后续来看，下游负荷上方空间有限，存在淡季转弱预期，供给检修计划较少，且部分装置存在提负预期，年底有投产压力，因此11月供需平衡偏累。成本端PX估值较低，Q4亚洲芳烃供应有所减量，PXN下方空间有限，短期下游开工超预期提升，短期对上游估值有支撑，目前绝对价格主要随原油震荡。

## 对二甲苯

行情回顾：本月价格持续回调，近期有所企稳，截至11月7日，01合约收盘价6922元，月同比下降418元；PX CFR价格831美元，同比下降65美元。国庆左右PX反弹至高位后，随着偏弱的基本面以及芳烃调油不再，PXN持续下跌，成本端原油国庆节冲高回落，估值和成本共振下跌，近期企稳震荡。基差和价差方面，截至11月7日，折算基差-58元，月同比上升58元；1-5价差-230元，同比下滑98元。

供应端：中国负荷79.6%，同比下降7.5%，月均负荷81.3%左右，同比下降2.7%；亚洲负荷73.9%，同比下降5.5%。国内装置方面，10月检修量上升，整体负荷低于9月，近期大榭石化和福建联合石化停车检修中，威联石化受前道装置降负荷影响负荷下调，浙石化重整检修导致PX负荷下调，中化泉州前道装置故障导致负荷波动；海外装置方面，中国台湾FCFC重启推迟至11月中上，后续韩国多套装置有降负计划。后续来看，随着前期检修装置重启提负，负荷将逐渐回升。进口方面，10月韩国PX出口中国37.3

万吨，环比上升1万吨，整体进口仍然偏高。

需求端：月底PTA负荷80.8%，月环比下降2.4%；月均负荷81.6%，同比上升1.1%。10月整体检修量下降，负荷偏高。近期独山能源250万吨装置、逸盛宁波200万吨装置重启，虹港石化检修一周，仪征化纤300万吨装置因故检修一半产能，11月威联石化计划检修，后续负荷将逐渐上升。

库存：9月底社会库存401万吨，同比累库4万吨，根据10月平衡表将小幅去库4万吨左右，11-12月需求端负荷预期偏强，维持小幅去库的供需格局。

u 估值成本端：本月PXN下降39美元，截至11月7日为166美元，本月持续震荡走弱；石脑油裂差上升2美元，截至11月7日为111美元，原油端震荡下跌后反弹。芳烃调油方面，汽油裂解价差低位，美亚芳烃价差套利窗口关闭，芳烃溢价回吐。

小结：短期聚酯链在美国大选情绪释放后，随着原油反弹。后续来看装置检修增加，亚洲重整有降负预期，供应压力小幅下降，但PTA同样存在检修计划，供需平衡整体矛盾不大，且调油支撑不再，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有限，且若有纺服出口加征关税政策预期，反而可能会导致抢出口带来的淡季不淡现象，因此预期估值窄幅震荡，绝对价格跟随原油，短期建议观望。

## 农产品类

### 生猪

现货端：10月猪价呈震荡下行走势，月初二育兴起，猪价受支撑略微反弹，但市场追高信心不足，同时供应恢复、需求弱势，部分企业降重出猪，延续至11月，价格有加速下行迹象，本月屠宰小幅放量，体重稳中下行为主，标肥价差维持偏高；具体看，河南均价月跌0.66元至17.16元/公斤，当前报16.58元/公斤，四川均价月落0.5元至17.46元/公斤，当前报16.9元/公斤，广东均价月落0.48元至18元/公斤；11月猪价或先落后涨，月内供应仍处增势，但增幅放缓，需求或整体表现一般，价格偏弱但幅度或有限，临近月底受降温后局部腌腊兴起，以及体重下降后肥猪坚挺的影响，价格或触底后小幅反弹。

供应端：9月官方母猪存栏4062万头，环比+0.6%，预期不足，导致今年后期累库进度或偏慢，三方机构同样给出偏保守的母猪补栏数据，下半年至明年上半年猪价或较难深跌；考虑仔猪的情况，春季后存活率配种率等季节性改善，目前至年底理论出栏量环比逐月增加，但当中存在集团增幅较大而散户一定程度缺失的结构性问题，肥猪问题或引发标猪坚挺，未来猪多与否需要实际供应来验证，但逐步增加的趋势可信；考虑二育和压栏的情况，边进边出是今年的常态，当前栏舍利用率由低位反弹至52%附近，整体仍显谨慎，且体重增幅不大，表明库存积压有限。

需求端：整体消费环境偏弱，但下半年猪肉需求呈季节性回升态势，阶段性留意节日的脉冲影响。

小结：现货驱动向下，前期市场持续讲供应恢复和成本下降的故事，远月提前被交易至成本附近，当前处现货下跌的兑现期，空头逢低回补导致盘面的跟跌动能较弱，但也暂未获得明显的上行动能，低估值



下市场尚有交易旺季消费的预期，留意现货企稳或跌价不及预期后近月合约的下方支撑，长期看供应恢复与低估值之间博弈，区间交易为主。

## 鸡蛋

现货端：10月份国内蛋价先涨后跌，整体走势尤其是红蛋表现强于预期，月初受下游补货影响价格走高，但随着新增供应增加以及老鸡延淘加剧，市场追高意愿不足，供需僵持，价格高位整理为主，月内老鸡延淘加剧，鸡龄进一步走高；具体看，黑山报价月涨0.3元至4.4元/斤，馆陶月涨0.07元至4.27元/斤，月内最高4.33元/斤，销区回龙观月涨0.5元至4.79元/斤，东莞月涨0.24元至4.43元/斤；11月供应有小落预期，但整体充裕，需求整体一般，价格有小落的预期，当中留意双11等节日备货，以及价格下跌后淘汰放量的支撑，预计偏弱但幅度有限。

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：可淘老鸡偏多叠加鸡龄偏高，但蛋价仍处高盈利区间，侧面证明新增供应有限，且产蛋率一般，尽管需求回落，但短期现货受备货预期和蔬菜替代支撑，或暂难大跌，盘面远期提前交易低成本和高补栏，但容易受高基差反复拉扯，短期维持观望或短多思路，中期留意淡季合约的上方压力。

## 蛋白粕

豆粕主力合约周五回落后夜盘有所企稳，周五美豆因USDA11月月报单产下调冲高，收盘有所回落，因美豆仍实现丰产及南美丰产预期较高限制涨幅。周六豆粕华南现货上涨30，广东报3080元/吨，日照现货报3080跌0-20。上周豆粕压榨186.34万吨，预计本周压榨189.27万吨，成交、提货水平均较好。USDA月报较大幅度下调单产，仍同比增产800万吨，南美天气也仍然正常，不过仍属于边际调好，市场信心或有所提振，对美豆的影响或许是底部抬升但仍承压的格局。

天气方面，预报显示直到未来两周美豆中南部降雨较大，但收割已过94%，预计无影响。巴西2024111000Z预报显示未来两周累积降雨量较好，播种进度预计加快，阿根廷主产区也将迎来大量降雨。

策略：巴西目前看降雨恢复较好，带动市场预期未来将有大量供应存在，且预期呈现近年来首次供应或远大于需求的格局，不过美豆调低单产抬升了底部。季节性上受到巴西四季度出口较少支撑，目前美豆处于震荡偏空格局。美国大选特朗普胜出，贸易战情绪推涨国内豆粕，也意味着今后豆粕波动率将会增大。特朗普关税措施至少也应在1月正式就任之后，叠加四季度巴西可出口量不多，逢低做多头寸考虑03、05豆粕合约，而考虑全球大豆丰产形势，榨利较高时则考虑止盈或做空。

## 油脂

马棕：本月棕榈油单边强势上涨，国内棕榈油涨幅超1500元/吨。棕榈油的上涨主要源于印尼方面减产导致库存处近年同期最低水平，产地报价新高不断，需求端被动接受。目前国内棕榈油价格及到港成本均已破万元大关，从2021年底、2022年初的类似情况来看，此价格已对消费产生了明显抑制。目前中、印的棕榈油库存均处于中性偏低水平，但表观消费回落情况下可用库存天数仍有较大回旋余地，从而阶段性棕榈油出口需求下降，可能引发棕榈油有所调整。中期来看还是要关注印尼产量是否回到较高水平，通过马印价差及马棕出口可以侧面观察印尼库存强度及出口需求。

国际油脂：印度10月份食用油进口量环比增长34%至142万吨；棕榈油进口量环比增加59%至84万吨，为三个月以来最高水平；豆油进口量环比下降10%至34.4万吨；葵花籽油进口量环比增加57%至24万吨；特朗普大选胜出，美豆油本月大涨，一方面是国际市场棕榈油大涨，买家求购低价美豆油，导致美豆油出口超预期需要重估，另一方面特朗普对外国进口油脂的税收抵免也会有所影响，可能会对美豆油的国内消费有一定支撑。

国内油脂：国内油脂现货成交一般，棕榈油表观消费低迷，菜油、豆油表观消费偏正常，国内油脂总库存略低于去年，油脂供应充足。其中豆油、菜油库存高于去年，棕榈油库存低于去年。棕榈油进口量预计维持刚需，表观消费一般，后续库存预计稳定，大豆压榨量预计环比下降，豆油预计小幅去库。菜油按到港压榨及消费来看也有累库趋势，但后续进口是否顺利仍需要观察中加关税政策。

观点小结：受全球葵籽及棕榈油产量大幅调降、印尼B40生柴政策预期影响，油脂运行中枢提升。高频数据显示马棕10月减产、出口增加，产地供应担忧延续，油脂暂时偏强，11月之后01合约又将进入棕榈油去库季节，考虑到印尼同比减产及新季B40带来的生物柴油增量，油脂可能较难有大幅回落空间，在没看到马棕出口回落及产地快速降价促销之前，预计震荡偏强。本周有所加速，需求端承接力度小，注意高位调整风险。

## 白糖

国际市场回顾：上周原糖价格震荡下跌，截至周五ICE原糖3月合约收盘价报21.78美分/磅，较前一周下跌0.27美分/磅，或1.22%。消息方面，印度制糖业敦促政府允许2024/25榨季出口约200万吨糖，以减轻国内供应充裕和库存压力大的问题。印度糖厂和生物能源制造商协会（ISMA）称，由于季风降雨充足，甘蔗单产和收成的预期明显改善，预计2024/25榨季糖产量（包括糖转乙醇的数量）约3330万吨，较上榨季的3410万吨小幅减少80万吨。S&P Global Commodity Insights调查显示，10月下半月巴

西主要的中南部地区糖产量预计同比下降 28.3%，至 169 万吨。巴西中南部地区 10 月下半月的糖产量数据预计将由 Unica 在未来几日内发布。

国内市场回顾：上周郑糖价格震荡下跌，截至周五郑糖 1 月合约收盘价报 5817 元/吨，较之前一周下跌 104 元/吨，或 1.76%。消息方面，有消息文件称中国海关总署（GACC）对泰国出口至中国的食糖加工企业提出了更严格的监管要求。文件指出，中国方面在审核过程中发现，目前注册在中国的部分泰国糖制品生产企业存在明显的卫生条件问题，不符合中国食品安全法律法规，存在系统性食品安全风险。

观点及策略：有消息称海关总署对泰国糖制品进口管控升级，引发周一盘面价格大幅增仓上涨，但消息真实性有待确定，且管控糖浆和预拌粉进口关键在于关税或者强制性禁止等行政措施，条文并非禁止进口，又并未提高关税，只是督促提高安全规范性。预计短线郑糖高位宽幅震荡，中长期全球糖市仍处于增产周期，维持逢高做空思路。

## 棉花

国际市场回顾：上周美棉价格延续震荡，截至周五 ICE12 月棉花期货合约收盘价报 70.96 美分/磅，较之前一周上涨 0.74 美分/磅，或 1.05%。消息方面，美国农业部发布的 11 月全球棉花供需预测月报数据显示，2024/25 年度全球产量上调 4.36 万吨，主要是调增了中国、巴西。和阿根廷的产量，幅度大于美国的调减。全球贸易量下调 10.89 万吨，主要由于中国进口量的下降。全球期末库存较上月略微减少，降至 1661.9 万吨。另一方面，由于全球进口需求疲软以及 2024/25 年度产量减少，美国出口量下调 6.53 万吨，降至 250.4 万吨；美国期末库存上调 2.18 万吨，至 89.3 万吨，库存使用比接近 31%，是自 2020/21 年度以来最高水平。

国内市场回顾：上周郑棉价格延续震荡，截止周五郑棉 1 月合约收盘价报 14180 元/吨，较之前一周上涨 90 元/吨，或 0.64%。消息方面，2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会批准 6 万亿元债务限额，为近年来力度最大化债举措。6 万亿元债务限额分三年安排，2024-2026 年每年 2 万亿元。从 2024 年开始连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。大规模的财政刺激，对于未来棉花下游需求是潜在的利好。

观点及策略：从宏观来看，国内人大常委会批准 6 万亿元债务限额，为近年来力度最大化债举措，有利于刺激居民消费，在美国实施贸易加税前，短期影响为中性偏乐观。但特朗普再次当选美国总统后中美贸易关系可能会再次紧张，利空棉花消费。总体而言，预计短期在生产成本线以上会面临较大的套保压力。从中长期来看，宏观因素变动对棉价影响力在逐步增加。

## 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	