周策略 **2021/10/11 星期一**

宏观金融类

股指

节前 4 天+节后 1 天（下称“上周”）累计涨跌幅：上证指数-0.57%，创业板指+1.11%，沪深 300+1.66%，上证 50+3.5%，中证 500-3.92%。两市日均成交额 11000 亿，前一周为 12533 亿。

企业盈利和宏观经济：9 月 BCI 指数 54.49，数值较 8 月明显回升。8 月 PMI 回落至 49.6，跌破荣枯线；8 月消费数据大幅转弱。8 月 M1 下降 0.7%至 4.2%。

利率：中债十年期国债利率+4BP 至 291%，隔夜 Shibor 利率-8BP 至 2.14%，流动性偏紧。3 年期企业债（AA-级）与 10 年期国债的信用利差+0BP 至 3.33%。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净买入+44 亿；②上周美股指数标普 500 指数-1.42%，恒生指数+2.66%，AH 溢价-1.67%至 144.87%；③上周重要股东二级市场净减持 81 亿，处于中等偏低水平；④证监会新发 7 家 IPO，数量增加 2 个，仍处于较低水平；⑤上周融资余额-731 亿；⑥上周偏股型基金新成立份额 345 亿，中等水平。总的来说，外资净买入（+），减持减少（平），融资额增加（平），IPO 数量增加但数量不多（平），基金发行中等（平），资金面中性略偏多。

估值：市盈率（TTM）：沪深 300 为 13.27，上证 50 为 11.05，中证 500 为 20.94。

宏观消息面：

1.中国 8 月 M1 增速降至 4.2%，单月继续下降。结合上市公司中报，主要是地产相关行业的现金流大幅转差。考虑到 8、9 月份地方债发行提速，后续 M1 增速有望见底回升。

2.A 股三季报披露即将开始，上游周期行业利润大增。但中下游因上游原材料大幅涨价导致毛利率下滑，市场分化加剧。

3.9 月份 PMI 数据不及预期，官方制造业 PMI 跌破 50 荣枯线，生产和订单均回落。

4.近期多省份因缺电限产，可能会导致企业正常生产经营受到影响，国常会政策提高电价上浮区间由 10%提高至 20%，且对高耗能行业电价不设限，可能会影响部分周期股的盈利逻辑。

5.美联储 9 月议息会议释放的信号偏鹰，美债利率快速上升，可能压制全球股票资产的估值。

6.节日期间海外股市大幅波动，但是累计涨跌幅不大。主要事件有：石油和天然气大涨引发投资者对能源危机的担忧（先抑）；中美高层会晤传达了中美关系缓和的信号，美国启动关税排除程序；美国参议院共和党领袖“松口”允许短暂提高债务上限。（后扬）

交易逻辑：节前央行大幅净投放，宏观流动性较为宽松。但短期限电因素导致周期股逻辑松动，IC 回调幅度较大。而 IH 以消费股为主，本身在风格上和周期股不一致，近期部分消费股开始提价，有利于白马股估值修复。近期 IC 调整幅度较大，长期逻辑（低估值+贴水）仍在，可逢低买入并轻仓持有；IH 的超跌修复在流动性充裕的环境下仍会进行。

期指交易上，IC 多单轻仓持有，IH 多单持有。

贵金属

国债收益率方面：相比 9 月 30 日数据，10 年期国债收益率上行 9 个基点，其中实际收益率跌 4 个基点，通胀预期涨 13 个基点。本周国债收益率的上行，主要受到通胀预期的推动，全球能源价格大幅上涨的背景下，高通胀预期愈演愈烈。向后展望，经济方面，四季度疫情影响消退，服务业将进一步复苏，但美国经济在四季度呈现季节性偏弱格局，整体对 10 债价格走势影响并不明显；货币政策方面，虽然 9 月非农数据继续弱于预期，但对于后续美联储缩减购债的实质影响并不大，通胀成为当前阶段美联储更为关注的问题。

通胀预期方面：当前 10 年期通胀预期有明显抬升，收于 2.5 位置，全球能源价格攀升进一步推高通胀预期，全球范围内的滞胀愈发凸显。

市场展望：货币政策现阶段已基本达到市场一致预期，贵金属中长期偏空趋势不变；通胀预期走势成为短期内市场的主要矛盾。操作策略上，前期空单可继续持有，短线可关注做多机会以及反弹到高位后的加空机会。

有色金属类

铜

上周公布的美国非农数据弱于预期，美元走弱，铜价震荡上扬，伦铜涨至 9350 美元/吨，沪铜主力收至 69340 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存较节前下降 1.4 万吨，其中上期所库存增加 0.7 至 5.0 万吨，LME 库存减少 2.0 至 20.0 万吨。上海保税区库存微增 0.1 万吨，节后首日国内现货进口盈利扩大，保税区溢价上涨，进口清关需求仍强。现货方面，LME 注销仓单占比上升推高 Cash/3M 升水至 26.8 万吨，国内上海地区现货升水维持 375 元/吨高位。废铜方面，上周五国内精废价差扩大至 660 元/吨，价差绝对值仍低使得替代有关继续有利于精炼铜消费。

总体看，国庆节后国内限电对铜产业链的影响有望减弱，铜供需有望双双回升，当前产业面估值维持偏多，低库存和废铜端支撑较强，而美联储缩减购债预期下上方存在一定压力，预计短期价格延续高位震荡走势。本周沪铜主力运行区间参考：68200-70800 元/吨。

铝

供应：目前供应端的影响转移至青海省，考虑到约 300 万吨的产能，若能耗双控在青海严格执行，约 30%的减量恐导致国内产量下滑 100 万吨左右，这在目前的供应格局下，将进一步导致未来 1-2 季度的供应压力。　库存：国庆假日库存上涨约 5.8 万吨，但考虑到运输问题导致的入库减少，其增量应该远大于同期水平，不宜乐观。　进出口：8 月进口数据公布，铝锭进口 10 万吨，这使得 8 月的表观消费同比转负。预计 9 月的铝锭进口量在 15 万吨附近。　需求：根据我们预计的 9 月表观需求仍为负，这与我们前期对于旺季需求大幅回升的判断相偏离。能耗双控扩张至广东、江苏、浙江使得对下游产生影响更大。考虑到 Q4 国内能耗问题仍难以解决，我们大幅调整了 Q4 的需求情况，从 4.5%下调至　1.5%，这有可能使得 Q4 重回累库。

镍

消息面上，截至周五，LME 镍价周涨 6.21%，报 19160 美元，Cash/3M 转为贴水。国内方面，沪镍主力合约价格周涨 3%，俄镍现货对沪镍 11 合约升水 1450 元/吨。

基本面上，库存方面，LME 库存周减 6822 吨，上期所库存周增 1086 吨，我的有色网保税区库存持平。进口窗口打开，精炼镍供应增加，价格反弹后，下游限产需求压力仍在。镍铁方面，印尼镍铁产量和进口量预计继续增加，但短期国内镍铁维持供需双弱格局。不锈钢需求方面，上周无锡佛山调研社会库存累库，限电限产政策趋严继续影响下游需求，周均现货价格和期货主力合约价格震荡，基差维持升水。四季度新能源景气度仍有望超预期，但短期产业链需求端减产压力增加，精炼镍基本面整体转弱，低库存下近月挤仓风险难消。中期密切关注印尼镍铁-高冰镍产线投产进度。

本周预计沪镍主力合约高位震荡，运行区间预计 140000~155000 元/吨。

锌

供应端，上周甘肃加工费下调 150 元/吨，其余地区维持不变，陕西 4000-4200 元/吨，内蒙 4500 元/吨，南方 4000-4200 元/吨，炼厂副产品维持高利润。国内限电影响持续整个假期，供应端，广西、云南、湖南三省锌冶炼企业受影响较大，钢联调研三省锌锭产量影响超 0.2 万吨/日，但节后部分企业有望提产。

库存方面，国庆期间 LME 库存减少 0.9 万吨，至 19.9 万吨，cash/3m 贴水 10 美元/吨；我的有色网报国庆期间国内社库增加 0.74 万吨，至 12.5 万吨，现货升水回落较大，其中沪市升水仅 50 元/吨，广东平水，天津升水 50 元/吨。

消费端同样受到限电政策影响，钢联统计加工企业停产较去年同期增加 50%。总体看，国庆期间外盘运行平稳，海外供需变化不大，国内供需呈现双弱，10 月第四批抛储投放，库存去化空间不大，但累库亦受到限电因素扰动，紧平衡格局或将延续，关注抛储和限电中的超预期影响。预计震荡偏强运行，区间 22500-23500 元/吨。

铅

供应端，上周河南加工费维持 1100 元/吨，其它地区维持 1100-1300 元/吨，铅矿供应仍然紧张，原生铅和再生铅利润继续维持低位，叠加环保限产和限电影响，再生铅减产较多，预计月内铅锭供应减少量约 3 万吨。

库存方面，国庆期间 LME 铅库存降至 4.9 万吨，cash/3m 升水扩大至 47 美元/吨，海外精铅现货再度转为偏紧；国庆期间上期所库存小幅增加 0.1 万吨，至 19.8 万吨，现货小幅贴水出货，其中原生铅对盘面贴水维持 50 元/吨，原再价差维持 25 元/吨，成本和结构支撑仍在。

消费端蓄电池企业同样受限电影响，但预计影响量低于供应端。从估值角度看，再生铅仍维持微亏，沪铅估值依然偏低，且 11 月消费旺季临近，沪铅下跌空间有限，若库存能够去化则沪铅有望反弹，预计周内沪铅运行区间 14200-15000 元/吨。

锡

供给端：2021 年 8 月份精炼锡产量 13660 吨，较 7 月份环比增加 20.63%，基本回到 6 月国内精锡产量水平。广西华锡正式复产，预计未来精炼锡供应紧张情况将会有所缓解。 ◆ 进出口：根据中国海关数据显示，2021 年 8 月我国锡精矿进口实物量 15557 吨，折金属量 3650.6 吨（前值修正为 3762.7 吨），环比减少 3.0%，同比增加 97.5%。本月进口缅甸矿 12530 吨，折金属量 1882.0 吨，环比减少 31.9%，同比增加 39.6%。2021 年 8 月我国精锡进口量 44 吨，环比减少 67.4%，同比减少 87.4%；精锡出口量 788

吨，环比减少 65.4%，同比增加 17.1%。 ◆ 需求端：盘面维持 BACK 结构，上期所库存跌破 2000 吨，处于历史低位，市场现货较为紧缺。各地区限电对下游生产造成一定影响，若限电持续则可能导致下游需求下降。 ◆ 小结：国内锡价再创新高，沪锡低库存状态维持现货高位升水，伴随出口窗口关闭，海内外走势分化，进口窗口打开后国内库存并未出现明显上涨，预计震荡上行行情将延续，密切关注国内上期所库存变化情况。参考运行区间 275000-295000。

黑色建材类

钢材

成本端：虽然目前铁水成本仍为历史最高附近，但热轧利润仍有 1100 元/吨，而电炉螺纹钢利润也有接近 900 元/吨。维持此前观点，钢厂
将进入“盈利”时代，维持至最少 2021Q4 结束。
供应端：国庆间日均铁水产量下降至 211 万吨附近，符合此前预期。但为了完成产量压减目标需要将产量维持在此水平，而非单点触及。因
此推断日均铁水产量国庆后复产导致小幅回提后，将会继续下降。国庆周热轧产量 297.39 万吨，仍为历史同期最低。而钢厂的产线检修排
产将持续进入 10.15 后，因此热轧产量下周预期维持在 297 万吨附近。
需求端：需求较差，目前建筑业固投与汽车销售数据均无起色，叠加制造业部分企业被要求错峰生产或拉闸，导致热轧需求较弱。不过美
国关税豁免延长算是对我国制造业出口的一剂强心针，推测出口端将得到改善（毕竟占比较小），但中美缓和的预期将提振消费者信心并
拉动消费。具体需继续观察。
库存：库存 369.97 万吨，供需双弱下略微累库。
小结：此前推测的限产场景目前正在兑现，需求复苏虽然道路曲折但已初现转机。不过目前市场仍需要时间整合、统一意见并积蓄力量，
热轧快速上涨的催化剂也还未出现。因此短期行情预期比较“颠簸”，但仍维持此前看多观点不变，唯待厚积。

硅锰硅铁

锰硅:
08 日，硅锰期货主力合约开盘价 13100 元/吨，最高价 13100 元/吨，最低价 12202 元/吨，收盘价 12502 元/吨，-208 元,-1.64%,持仓量 115606 手，+5343 手,成交量 240395 手。-124399 手。
锰矿方面，天津港澳洲 44 块 45 元/吨度,加蓬 45 块 42 元/吨度，南非半碳酸 36 元/吨度，南非高铁 35 元/吨度。硅锰方面，天津现货 6517 硅锰报 12550 元/吨，基差 198 元/吨，环比+208 元/吨。硅锰仓单，交易所仓单 20613 手，环比+184 手，仓单预报 5246 手，环比-107 手，主产区内蒙现货 6517 硅锰报 12125 元/吨，宁夏现货 6517 硅锰报 12400 元/吨，广西现货 6517 硅锰报 12175 元/吨，主产区内蒙利润 4359 元/吨，广西 6517 硅锰利润 4190 元/吨。锰矿及电价上调成本上移，广西限电锰硅供应仍受限，工厂维持低库存，产业逻辑仍偏多驱动，回调买入为主，01 锰硅波动区间参考 11600-13100。
期货策略：锰硅回调买入。

硅铁:

08 日，硅铁期货主力合约开盘价 17000 元/吨，最高价 17018 元/吨，最低价 16044 元/吨，收盘价 16334 元/吨，-690 元,-4.05%,持仓量 102971 手，-3117 手,成交量 304173 手。-105741 手。

硅铁原料方面，青海硅石 190 元/吨，神木兰炭小料 3500 元/吨，石家庄氧化铁皮 1245 元/吨。硅铁方面，天津现货 72#硅铁自然块报 17000 元/吨，环比-1000 元/吨，基差 666 元/吨，环比-310 元/吨。硅铁仓单，交易所仓单 4834 手，环比-1 手。仓单预报 756 手。主产区内蒙现货 72#硅铁出厂含税价报 16750 元/吨，环比-500 元/吨，宁夏现货 72#硅铁出厂含税价报 16750 元/吨，环比-500 元/吨，青海现货 72#硅铁出厂含税价报 16750 元/吨，环比-500 元/吨。主产区内蒙利润 7257 元/吨，环比-500 元/吨，宁夏利润 7543 元/吨，环比-500 元/吨。府谷金属镁 50000 元/吨，环比-3000 元/吨，72#硅铁出口报 3700 美元/吨。市场机制致铁合金电价成本进一步上移，能耗双控下高能耗用能企业持续受限，青海发布冬春季用电通知高耗能行业将避峰限电。期货高位波动，现货偏稳运行，产业逻辑维持偏多头驱动。01 硅铁期货波动区间参考 15000-17500。

期货策略：硅铁回调买入。

铁矿石

国庆节前钢厂按需补库，由于当前市场上焦炭价格较高，钢厂对于中品澳粉的需求有所增加，对铁矿石价格形成一定支撑。三季度海外发运量有增加的趋势，10 月以来发货量均处于较高水平，预计本月到港量将有所增加，后续铁矿石供应将逐步宽松，港口库存或将再度累库。国庆节期间江苏等地区钢厂复产，铁水产量有所回升，但各地区用电仍十分紧张不排除后续继续减产的可能。但在今年全国粗钢减产的背景下，铁矿石需求很难有较大提升空间，这波反弹空间有限。短期铁矿石盘面价格或有反复，价格反弹的高度大概率跟随成材价格走势，中长期我们仍建议铁矿石 01 合约反弹抛空。

焦煤焦炭

焦炭方面，节前钢厂提降第一轮 200 元/吨，焦化厂未接受。现港口仓单成本 4230 元/吨左右，山西仓单成本 4430 元/吨左右。供给:产量小幅增加 0.4 万吨。山西暴雨影响个别焦企有限产情况，山东维持节前限产状况，江苏地区增产，整体产能利用率回升至 58.8%。入炉煤成本较高以及能耗双控影响下，预计产量大幅提升的空间不大，供应仍偏弱。需求:日均铁水产量增 3.3 至 214.4 万吨，10 月 1 日报 210.9 万吨。压粗钢产量以及限电影响下，后续铁水产量预计仍将低位运行，限产预期下钢厂有控制到货行为，而暴雨影响焦化厂出现不同程度累库，出货积极性将提高。库存:本周收山西暴雨影响，焦炭运输受阻，库存出现分化。全样本焦化厂库存增 37.7 万吨，247 家钢厂库存减 13.3 万吨，整体库存增 9.82 万吨。

焦煤方面，低硫主焦开始回调，安泽低硫主焦降 150 元/吨，现山西中硫煤仓单成本 3600 元/吨左右，进口煤仓单成本 3880 元/吨左右。供给:节间山西暴雨影响部分煤矿暂时关停，后续将陆续复产。蒙煤方面，节间甘其毛都总通关 455 车，目前短盘运费 1800-2000 元/吨，情绪走弱下有回调预期。市场传滞港澳煤卸货，但暂未听闻通关。需求:下游限产严格，整体情绪走弱下高价煤接受度降低，现货端短期内回调压力较大，竞拍流标增多。库存:全样本焦化厂库存减 30.9 万吨，钢厂库存增 6.2 万吨，整体库存减 41.7 万吨。

小结：节前配煤保供电煤以及较大贴水下，焦煤拉涨，焦炭跟涨。焦炭供需双弱的情况短期内预计将持续，主要矛盾仍在焦煤端，而钢厂限产需求走弱确定，双焦现货端短期内均有回调压力。而焦煤供应端问题仍难解决，蒙煤通关量未有起色，整体库存较低情况下以及年末冬储需求，盘面贴水下下方支撑较足，短期内高位震荡看待。

动力煤

供给：政策面消息，内蒙古能源局核增 72 处煤矿产能，合计 9835 万吨，即日起可临时按照核增后产能生产。山西将 2021 年 1-8 月已完成全年产量的煤矿和拟核增产能的 98 座煤矿例如保供煤矿，四季度在确保安全的情况下，可按照核增产能生产，预计四季度增产 2900 万吨。陕西榆林下达四季度与发电企业的 2662 万吨煤炭中长期保供任务。近期鄂尔多斯日均煤矿产量开始回升，10 月至今日产 213 万吨左右，预计后续将继续提升。大秦线开始秋季检修，预计到 10 月底结束，节间日均发运量 107 万吨左右。进口：印度电厂库存持续下降，进口煤采购增多，叠加国内需求，节间进口煤价格持续上涨，海运费高位。市场传滞港澳煤卸货，但暂未听说澳煤通关。需求：节间终端拉运积极，鄂尔多斯公路日均销量上升至 145 万吨。随气温转凉，各地区限电影响，沿海八省日耗下降，保供下整体刚需采购为主，高价煤接受度较低。北方开始供暖，同时长协全覆盖工作进行中，点对点供应发电、供暖企业，市场可售资源有限，或转为非电需求边际定价。库存：节间封航影响北港调出量低位，而山西暴雨以及大秦线检修调入量也有下降，库存整体回升不明显，较节前升 143 万吨。沿海八省库存暂未更新，了解累库速度仍较慢。小结：近期保供力度加大，预计四季度将增产 5300 万吨，政策全力保障冬季电力和煤炭供应情况下动力煤快速上涨或告一段落，后续关注增产以及库存回升情况。中国气象局召开 10 月新闻发布会称预计 10-12 月冷水将进一步加强，并进入“拉尼娜”状态，年末用电需求预计仍较好，若 10 月未累库至较高水平，动力煤价格仍将易涨难跌。盘面短期内高位震荡看待。

玻璃纯碱

玻璃：沙河现货市场报价 2660 元左右，现货降价后产销恢复明显，交投较节前稍有升温，部分厂家有计划提价，加工厂多数坚持按需采购。总体看，现货企稳，产销走强，近期节奏以反弹为主，中期在地产端没有改善的情况下，预计向上空间有限，操作上 2300 附近短多。

纯碱：现货报价 3420 左右，企业出货顺畅。供应端个别前期停车企业恢复运行，纯碱整体开工有所提高，企业出货尚可，待发订单充裕。周末青海工信厅发文启动限电方案，预计青海地区碱厂供给进一步收缩，国内纯碱供应偏紧状态延续，在下游光伏玻璃投产背景下年末仍存在缺口，操作上做多为主。

能源化工类

橡胶

橡胶震荡偏多

10 月 8 日橡胶高开震荡。8 日夜盘大涨。橡胶涨幅预计超多数市场预期。

我们理解，主要上涨驱动是泰国洪水造成的橡胶减产预期。

其次东京湾上空的热带风暴“狮子岩”袭击中国 50%主产区海南，未来即将袭击越南橡胶产区所致。

操作建议：

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 12400（100）元。

标胶现货 1700（20）美元。

操作建议：

泰国洪水报道增多。

由于 2016 泰国洪水曾引发橡胶大涨。后续宜对泰国洪水予以关注。

我们目前的推荐是，多单持有，或部分减仓，或逐步减仓为稳健。

如果考虑空头保护/多空配对，空头配置为 RU2111 和 RU2209。

1）重卡数据后期预期降低。

8 月，商用车市场继续回落，产销分别完成 22.9 万辆和 24.7 万辆，环比分别下降 27.5%和 20.9%，同比分别下降 46.2%和 42.8%。1~8 月，商用车产销分别完成 327.5 万辆和 344.4 万辆，同比微增 0.6%和 5.5%，增速比 1~7 月明显回落。

8 月，货车产销分别完成 19.3 万辆和 21 万辆，环比分别下降 29.3%和 23.7%，同比分别下降 50.6%和 47.1%。重型货车销量完成 5.1 万辆，同比下降 60.5%；

2）轮胎出口有望反弹。

2021 年 1-7 月中国全钢轮胎出口总量为 208 万吨，同比增长 22.35%，目前虽然出口没好转，但有好转的预期。

3）轮胎厂开工率景气短期受影响

截止 2021 年 9 月 24 日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 55.94%，较上周下滑 2.56 个百分点，较去年同期下滑 18.58 个百分点，较 2019 年同期下滑 9.57 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 52.98%，较上周微降 0.16 个百分点，较去年同期下滑 17.34 个百分点，较 2019 年同期下滑 11.51 个百分点。

4）库存和仓单

截止 2021 年 9 月 24 日，上期所天然橡胶 239171（2520）吨，仓单 199800 （-50）吨。20 号胶库存 33471（-2700）吨，仓单 24668（ -3505）吨。青岛+交易所库存 67.95(-2.00) 万吨。

5）ANRPC 产量累计同比增加 7%。

2021 年 08 月，橡胶产量 1081.4 千吨，同比 9.35%，环比 6.98%，累计 7102 千吨，累计同比 6.97%。

2021 年 08 月，橡胶出口 894.9 千吨，同比 3.56%，环比 9.55%，累计 6557 千吨，累计同比 8.39%。

2021 年 08 月，橡胶消费 784.9 千吨，同比-2.81%，环比 0.46%，累计 6247 千吨，累计同比 15.12%。

2021 年 08 月，中国产量 108 千吨，同比 10.32%，环比 7.89%，累计 449 千吨，累计同比 43.19%。

2021 年 08 月，中国消费量 505 千吨，同比-2.30%，环比 2.02%，累计 3960 千吨，累计同比 17.66%。

原油

原油价格周五上涨，上周累计大涨约 4%，全球能源供应紧张推动美国油价升至近七年来最高水平。尽管全球需求随着经济活动从低水平反弹而增长，但石油输出国组织（ OPEC ）和俄罗斯为首的产油盟国组成的 OPEC +本周表示他们将继续逐步增产。与此同时，美国政府表示正在监控能源市场，但没有宣布立即采取行动压低油价，比如释放战略石油储备。这进一步支撑了石油市场。面对燃料需求改善，能源市场已经趋紧，许多人担心寒冷的冬天可能会使天然气供应进一步紧张。中国政府下令内蒙古的煤矿企业提高煤炭产量，以缓解能源危机。油价上涨受到了欧洲天然气价格飙升的刺激，这促使发电企业转向用石油发电。

尿素

供应：尿素日产量环比增加 1.39 万吨至 14.37 万吨，同比减少 0.94 万吨，关注宁夏、甘肃、青海等地双耗指标超标可能带来的限电限产问题。

需求：10 月 5 日，印度 RCF 在招标中确认了 73.2 万吨货源，大部分来自中国，按照 CFR665.5 美元/吨核算，相当于中国 FOB620 美元/吨，FOB 中国也大幅上涨 105 美元至 615 美元/吨。印度库存与去年同期类似，而 20 年 9、10 月份进口了 354 万吨尿素。复合肥开工率下跌 2.51%为 28.16%，复合肥/尿素比值下降至正常区间。三聚氰胺开工率下降 3.84%至 67.27%，利润仍然较高。

库存：企业库存为 31.47 万吨，环比增加 1.84 万吨，较去年同期低 16.3 万吨；港口库存环比增加 4.8 万吨至 73.9 万吨。

小结：印度招标符合预期，印标主要货源为中国货的情况下会再次加大现货的紧缺程度。国际由于天然气价格高企，尿素工厂出现不少停产，国际价格大涨，中国 FOB 价格和尿素出厂价价差不断拉大，如果没有政策的干预，出口会强力拉动现货价格的上涨。能耗双控影响尿素的供应端，但需求端受到的影响有限，因此尿素长期还是偏多的。生产原料的短缺对于估值的下方有强力的支撑，煤和天然气的问题短期看似都无解。随着装置的停车检修目前供需基本面边际继续转好，在印标招标中中国货源较多、国际很高的价格等预期下，能耗双控政策驱动上涨，建议继续偏多对待，风险点为限制出口约谈或政策的可能。

甲醇

供应端：开工率增加 2.63%至 70.75%；产量为 143.43 万吨/周，环比增加 3.7 万吨/周。

需求端：本周 MTO 开工率下降 1.33%为 63.84%。中原乙烯由于利润问题 9.27 开始停车；神华包头甲醇和烯烃 9.15 开始检修 40 天；斯尔邦 MTO9.15 日停车到 10.10；神华榆林 MTO 及配套甲醇装置周五出甲醇；浙江兴兴 9.23 停车到 10.8；南京诚志 30 万吨 MTO 已经停车、60 万吨甲醇可能

因为限电停车；久泰由于煤炭问题负荷下降至 7 成；中煤蒙大负荷 80%至月底；陕西延长 MTO 及配套甲醇装置 9.1 开始检修 45 天；中天合创因为煤炭问题烯烃装置有降负荷；中原乙烯装置略有降负荷；山东联泓停 PP 保 EVA；鲁西化工甲醇停车烯烃正常运行。

库存：港口库存华东增加 3.44 至 66.15 万吨，华南增加 0.03 至 19.14 吨；企业库存增加 4.6 万吨至 37.26 万吨。

小结：港口 MTO 装置降负荷或检修对港口的需求产生影响，内地依然较强，港口库存不高。能耗双控问题对供需是一个强力的冲击，上下游的检修损失在 9 月预计是极值，后续供需会缓慢恢复。国际天然气仍然短缺，欧洲一些以天然气为原料的化工厂已经出现由于成本过高停车的显现。原料端煤、天然气成本对利润大幅侵蚀，成本端的推力还是很大，建议谨慎偏多对待。

苯乙烯

成本端：华东纯苯价格震荡起伏，现货自 7830 元/吨下行至 7680 元/吨后，反弹至 7750 元/吨。山东价格上涨，现货自 7850 元/吨上涨至 8000 元/吨。受区域下游需求不同所致，华东-山东出现套利窗口，部分货源由南向北外流周期内，港口商业库存保持在 5 万吨附近低位。不过江苏江内下游受双控影响，延续执行减产或停车，区域消费能力偏弱，因此低库存对价格支撑有限。临近 10 月，原油反弹，且山东新增两套己内酰胺临近投产，业者对 10 月货询盘意向提升，询盘积极，市场价格回暖。

供应端：苯乙烯价格呈偏宽幅的震荡表现，整体均价小幅上涨。周期内江苏地区现货高端成交在 9300 元/吨，低端成交在 9000 元/吨，高低端价差在 300 元/吨。周内原油震荡，纯苯在回落后暂时企稳使得苯乙烯成本端筑底。供需端方面依然表现弱势，“双控”对供需两端均起到影响，但当前需求损失大于供

应损失。因此，在无明确的指向性引导下，苯乙烯现货追踪期货盘面的减仓行情进入宽幅震荡状态。

需求端：本周需求减弱。 三大下游出厂结算价坚挺，挂牌价上调影响，中小贸易商积极补货，市场货紧价涨，下游刚需采购。华南地区中小下游受“限电”影响，中小下游工厂开 3 停 4、开 2 停 5、开 1 停 6 的情况存在，终端采购意向偏低，部分仍有让利出货。

库存端：截止 2021 年 10 月 6 日，苯乙烯华东港口库存为 12.78 万吨，环比上周累库 3.67 万吨；华南港口库存为 2.64 万吨，环比上周累库 0.8 万吨；生产企业库存 11.60 万吨，环比累库 0.94 万吨。

进出口：8 月苯乙烯进口 18.18 万吨，环比上升 91.6%，同比下降 24.02%；出口 0.205 万吨，出口环比下降 73.65%。随着外盘检修装置陆续回归，进口利润呈现打开趋势，进口增加。

小 结：苯乙烯非一体化生产利润提升，旺季来临，产业链下游存在较大补库空间，旺季行情值得期待，EB2111 合约或冲击 10000。

PVC

成本端：电石货源紧张，价格继续挺涨创新高，乌海地区主流出厂价 7700 元/吨。内蒙限电有所缓解，陕西府谷、宁夏 30 日开工有所提升，但产量依旧维持低位，市场供不应求。兰炭价格高位，对电石价格起到支撑作用。截止 9 月 30 日，电石开工率 63.06%，提升 5.31 个百分点。

供应端：PVC 现货市场延续涨势。原料受能耗双控影响，开工大幅下滑，供应紧缩，导致电石法 PVC 开工下滑。截止 2021 年 9 月 30 日，常州 SG-5 型 PVC 现货价格在 12375 元/吨，较上一周期上涨 1600 元/吨。PVC 周度产量 34.667 万吨，电石法 PVC 产量 27.372 万吨，环比减少 3.8 万吨；乙烯法产量 7.295 万吨，环比减少 0.72 万吨。10 月份装置集中检修较多，供应端产量将进一步紧缩。

需求端：下游制品企业开工分化，受原料高价以及局部限电等影响部分行业开工下降，部分行业开工则有小幅提升。国内 PVC 型材制品企业来看，周初型材企业开工维持上周状态，但月底部分企业开始计划停车，装置负荷有所降低。型材企业开工基本在 7 成以下，3-6 成为多，多数企业在国庆节有停车计划，部分中小型企业有延长放假时间，以抵消成本高压带来的亏损。当前制品涨价现象较为明显，但终端接受度不足，制品企业成本抬升下企业运转承压。

库存端：截止 9 月 30 日，华东社会库存 14.58 万吨，环比减少 0.14 万吨；华南社会库存 3.27 万吨，环比增加 0.248 万吨，产量减少但社会库存持续小幅累库显示高价抑制下游需求，需求被进一步挤出。但能耗双控引起的供应端矛盾依旧突出，前期出口订单仍在，预计接下来还是去库。关注周一库存数据变化。

进出口：8 月份 PVC 进口量 4.815 万吨，环比增加 33.9%，同比下降 60%；PVC 出口量 6.891 万吨，环比增加 10.9%，同比增加 109%。PVC 出口窗口打开，印度国内供应紧张，东南亚需求也开始好转引起外盘价格走高，受集装箱短缺及仓位有限，近期出口受影响，9 月出口预计小幅提升，10-11 月出口放量。

小 结：多数上游 PVC 企业预售订单较多，且厂家涨价意向较强，短期国内 PVC 现货市场易涨难跌，随着价格不断走高，上下游博弈情况或进一步加剧，但下游刚需韧性强，供应端矛盾无法解决，现货接下来依旧偏紧，下周预计偏强运行。

农产品类

生猪

现货端：国庆假期猪价先跌后涨，初步有见底企稳的预期，然而从供需基本面看，上行的压力重重，空

间依旧受限，目前河南均价在 10.55 元/公斤附近，处于绝大多数模式下的成本线以下，假期一度跌破 10 元/公斤；在考虑供应、需求、潜在收储以及产能变化等基本面后，基准的预测是 10 月份现货仍旧以偏弱震荡为主，11-12 月随着春节前消费需求的启动，猪价存在幅度不大的反弹的空间，随着节日效应的衰减，春节后价格将再次下探，真正的产能去化大概率发生在明年上半年。

供应端：官方数据显示，8 月母猪存栏环比-0.9%，基本仍维持在高位，减量有限；从草根调研数据看，后备母猪补栏明显减少，淘汰母猪增加，且相比 8 月，9 月份二元母猪以及低产龄母猪淘汰增多，仔猪市场成交不旺，利好远月；就生猪存栏来看，不管是官方还是草根调研数据，8 月均有环比增加的态势，尤其小猪和中猪环比增速依旧可观，不利于下半年至明年初的行情。另外，短期行情需要关注大集团出栏增加以及冻品出库的问题。

需求端：进入下半年，消费端有逐步回暖的可能，10 月份承前启后，预计需求环比小幅增加，而 11-12 月随着进入腌腊季，需求将会出现明显提升。

小结：现货有企稳反弹迹象，但从供需看，预计没有大的反弹空间，期货升水相对近月持续扩大，不利于上涨延续，建议近月等待抛空；远月有母猪产能去化的预期，且有政策支撑，但同时升水也大，市场存有分歧，预计跟随现货震荡为主，但表现强于近月，观望为宜，后期需等产能的去化程度作进一步的判断。

鸡蛋

现货端：产蛋率持续回升，同时节后需求明显回落，加之淘鸡出栏放缓，蛋价在假期大幅回落，幅度超过预期，目前黑山大蛋报价在 3.95 元/斤，馆陶 3.89 元/斤，辛集 3.73 元/斤，较节前跌幅在 0.2-0.3 元/斤区间，均已跌破蛋价 4 元/斤左右的综合成本；受成本和低存栏的支撑，预计未来蛋价跌幅有限，上涨则需要有消费端的提振；边际上看，四季度需求预计整体逐步提升，供应端则从 10 月份开始逐步恢复，供需博弈下，预计蛋价稳为主，阶段性存在回升的空间。

补栏和淘汰：9 月补栏 8304 万只，环比回升，同比中性；淘汰方面，今年以来一直不高，鸡龄目前 489 天，仍偏年轻，且近期淘鸡走货明显放缓，从去年补栏情况看，4 季度可淘老鸡整体有限；放长一点看，随着利润的稳定和回升，补栏会慢慢恢复起来，今年补栏会比去年好。

存栏趋势：9 月存栏意外回落至 11.65 亿只；由补栏推导，10 月起存栏会慢慢恢复，恢复的速度与淘汰鸡出栏有关，但可淘老鸡整体有限，存栏恢复的大趋势不变；也要注意如果现货低迷引发超淘，则会干扰存栏的恢复进度。

需求端：正常偏低，替代物价格较低，鸡蛋的高价格一定程度抑制了消费。

小结：假期现货跌价大于市场的预期，需求不旺是主要原因；不过，偏低的存栏也限制了蛋价下跌空间，在需求回升的带动下，四季度蛋价存在季节性回暖的可能。期货端已较现货的季节性下跌做了较充分的计价，节后首日盘面低开下杀后大幅反抽，看空情绪受到一定抑制；另外，当前存栏依旧偏低，这就给了远期一定的想象空间，预计短期盘面稳为主，短线偏多，中线逻辑在于存栏的缓慢恢复以及需求抑制高价，因此中线仍等反弹后抛空淡季合约。

蛋白粕

成本端：截至 9 月 1 日，美豆旧作库存 2.56 亿蒲，同比减少 51.24%，高于预期 1.74 亿蒲，季度库存报告偏空。中西部天气有利于大豆生长和收割，上周美豆优良率 58%，之前一周 58%，美豆收割率 34%，去年同期 35%。同时，21/22 年度巴西大豆播种进展顺利，上周末播种完成 4%，高于去年同期及五年均值 2%。

供给端：节前一周大豆压榨量 189.07（+3.46）万吨，豆粕产量 151.25（+2.77）万吨，豆粕库存 87.24（-9.57）万吨，主要油厂菜粕库存 0.46（-0.59）万吨。目前看，能耗双控对油厂的生产影响不及市场

预期，节后压榨量将逐步回升。

需求端：因节前多已补库且节日期间美豆持续走低，节后终端买兴回落，华南豆粕基差 M2201+298，华东菜粕基差 RM2201+159。

进口利润：巴西大豆进口成本 4600 元/吨，现货压榨盈利 64 元/吨，菜籽进口成本 6637 元/吨，进口亏损 400 元/吨。

观点小结：受季度报告偏空及季节性收割拖累，美豆价格继续承压。蛋白粕跟随成本回落，终端逢低补库，基差表现坚挺。单边维持空头思路，鉴于目前期货贴水幅度较大，建议反弹做空，把握交易节奏。

油脂

上周五 BMD 棕油 12 月涨 2.5%至 4966 林吉特/吨。广东 24 度棕榈油报价 10430 元/吨，较节前涨 440 元/吨；张家港一级豆油报价 10540 元/吨，较节前涨 320 元/吨；江苏四级菜油报价 12120 元/吨，较节前涨 500 元/吨。截至 2021 年 9 月 28 日，豆油港口库存 77.78 万吨，较前一周增 1.57%。全国港口食用棕榈油总库存 41.10 万吨，较前一周增 5.12%。截至 9 月 27 日，华东菜油库存 34.81 万吨，较前一周降 0.80%。美豆收割率高于预期，且有机构预估单产和产量调增，美豆类市场短期内缺乏驱动。11 日中午公布的 MPOB 数据显示：马来西亚 9 月棕榈油产量为 1703740 吨，环比减少 0.39%；马来西亚 9 月棕榈油出口为 1597393 吨，环比增长 36.83%；马来西亚 9 月棕榈油进口为 74992 吨，环比减少 17.96%；马来西亚 9 月棕榈油库存量为 1746520 吨，环比减少 6.99%。产量小幅下降，低于市场预期；出口大幅增加，但不及此前市场预期；库存环比降幅超预期；报告整体利多。同时公布的两组高频数据令盘面多空交织。据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，10 月 1—10 日马来西亚棕榈油单产减少 9.13%，出油率增加 0.47%，产量减少 7%。据马来西亚独立检验机构 AmSpec，马来西亚 10 月 1—10 日棕榈油出口量为 500381 吨，上月同期为 554875 吨，环比减少 9.82%。国内油脂库存处于偏低水平，但菜油已累库至偏高水平。现货方面，目前国内沿海多地油厂因限电而有不同程度停机现象，近期基差表现较强。国内油脂期货，尤其是棕榈深度贴水。整体来看，国内油脂仍主要跟随外盘驱动，而外盘长期基本面仍然偏强。

鉴于前期涨幅较大，建议多头择机减仓或止盈，等回调后再逐步布局多单。

棉花

受新疆籽棉抢收价持续上涨，目前北疆机采棉资源稍低报价在 10.5-10.8 元/公斤，偏高报价在 11.2 元/公斤附近，衣分 41%附近，水分 12%以内，按质论价。皮棉按照此价测算成本在 24000 元/吨之上，此逻辑依旧强势推动棉花价格上涨。其余消息面均以利多为主。假日期间，中美经贸关系也有所进展。10 月 6 日杨洁篪与沙利文举行会晤，双方同意采取行动落实 9 月 10 日两国元首通话精神，努力推动中美关系重回健康稳定发展的正确轨道。根据美国农业部上周的周度出口销售报告显示，2021/22 年度棉花净出口销售 571,400 包，较之前一周增加 65%，增长主要来自于中国。两国关系重回正轨利于下游纺织服装终端出口增长，带动需求回升。此外，10 月 6 日白天至 8 日夜间北疆降雪降温明显，或对新疆棉收获产生一定影响，构成利多。7 日虽国家粮食储备局公布了新一轮补充抛储，每日 15000 吨，为期一个月。但暂未看到市场对此消息形成消极反应，抢收热情依旧较高。目前各方因素均支持棉花价格上涨，短期盘面在高位多空势力形成博弈，但盘面上方仍有空间，仍可多单持有。

策略：多单持有

风险点：籽棉收购价持续下跌、下游需求传导不畅。

白糖

原糖：国庆期间原糖窄幅波动。巴西压榨进入中后期，产量超预期可能性较低，利多出尽，难带动市场

上行但对原糖下方仍有强支撑，而上方仍受需求疲软压制。后续市场焦点逐步转移至北半球，印度、泰国产量兑现及出口将是后期市场主要影响因素；短期在巴西燃料价格上涨提振下走势偏强，但基本面并未发生改变，预计仍将维持高位震荡。

供应端：北方甜菜糖厂陆续开榨，但因甜菜糖减产严重，短期市场供应压力不大，库存糖将迎来去库良机，但甘蔗糖开榨后供应压力将迅速增加；且近期需注意用电紧张对部分加工糖厂开机率影响。

需求端：广西 9 月销糖 54.05 万吨，销售情况一般，9 月全国销售情况预计较为低迷，销售端未见明显好转。

进出口：9 月进口预计仍偏高，但进口利润倒挂背景下，10 月或 11 月开始进口将收窄，四季度进口预计将明显收窄。

库存：截止 8 月底，全国工业库存 190.21 万吨，较去年同期高 50.84 万吨，本榨季结转库存预计将居近几个榨季来高位，高库存仍是盘面上行主要压力。

小结：国内基本面变化不大，新榨季开启，高结转库存及进口消化仍需时间，现货压力大仍是盘面上行主要压力；但进口利润持续倒挂，内外价差维持高位，且四季度进口有收窄预期，中期郑糖价格仍有向上修正预期。短期在外盘缺乏明显驱动背景下，内盘缺乏大幅上行驱动，观望或少量逢低做多；中期维持偏多思路，因现货压力主要集中体现近月合约上，可逢低做多远月 05 合约。

苹果

现货：十一期间山东及西北产区持续降雨，晚富士上色缓慢，可交易量少；价格上看，西部洛川等地价格维持强势，70#以上通货报 2.3-2.6 元/斤；栖霞晚富士少量开售，成交有限，条片一二级报 2.5 元/斤，符合预期；沂源晚富士零星上市交易，75#以上报 1.5-1.8，价格较去年偏低。

走货及库存：9 月 30 日当周，全国库存苹果出库量为 8.47 万吨，高于五年均值；全国工业库存 23.78 万吨，低于去年同期，库存果交易基本结束，对行情影响小。

替代品：柑橘类水果逐步上市，十一期间价格下滑严重，后续大量上市后价格预计将继续下滑，对苹果挤占严重。

新季产量：近期西北及山东产区均遭受冰雹天气，对全国产量有一定影响，我们将全国产量预期调低 50 万吨至 4000 万吨；但在今年不利天气影响下，上市时间有所推迟，优果率较往年偏低。

小结：十一期间，山东烟台局部地区突发冰雹，虽未在主产区，但对情绪仍有提振。在冰雹提振下，市场逐步反应前期利多，产区多阴雨，上色缓慢，果绣严重、果个偏小，优果率偏低；市场担忧 10 合约可交割品不足，10 走势偏强，对其他合约有提振。后续市场主要博弈优果率及开秤价，而晚富士仍未大量下树，开秤价及优果率均有变动空间。短期盘面走势偏强，受资金影响较大，但下产季全国供应充足，我们对反弹高度仍存疑，短期观望或依托五日线日内交易为主；中期待晚富士大量上市后，关注是否有逢高抛空机会。

免责声明

如果您对本报告有任何意见或建议，请致信于研究中心信箱（research@wkqh.cn），欢迎您及时告诉我您对本刊的任何想法！

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投资建议。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投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资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。

研究中心团队

【五矿期货研究中心团队】

姓名	职务		研究方向	从业资格	投资咨询
孟远	总经理	主持研究中心工作		F0244193	
罗友	副总经理、组长	有色金属	铝	F3000826	Z0012285
吴坤金	分析师		铜	F3036210	Z0015924
钟靖	分析师		镍	F3035267	
侯亚鹏	分析师		铅锌	F3015967	Z0013192
王震宇	分析师		锡	F3082524	
蒋文斌	高级投研经理、组长	宏观金融	国债	F3048844	
夏佳栋	分析师		股指	F3023316	Z0014235
彭玉梅	分析师		贵金属	F3085614	
刘德填	高级分析师、副组长	黑色建材	硅锰硅铁	F0230738	Z0000188
赵钰	分析师、副组长		钢材	F3084536	Z0016349
周佳易	分析师		铁矿石	F3017773	
郎志杰	分析师		玻璃纯碱	F0284201	
刘宇涵	分析师		焦煤焦炭、动力煤	F3076023	
李昂	分析师		热卷螺纹	F3085542	
李晶	副总经理、组长	能源化工	PTA	F0283948	Z0015498
张正华	高级分析师		橡胶	F0270766	Z0003000
黄秀仕	分析师		原油	F0290469	Z0013720
隆辰亮	分析师		尿素、甲醇	F3067325	
卢博文	投资经理		沥青、LPG	F3075884	
刘灵春	分析师		苯乙烯	F03086751	
王俊	高级分析师、组长	农产品	生猪、鸡蛋	F0273729	Z0002942
周方影	高级分析师		蛋白粕	F3036146	Z0014900
张利	分析师		油脂油料	F3003549	Z0015099
丁易川	分析师		纸浆、棉花	F3061485	
张正	分析师		白糖、苹果	F3067079	
郑丽	研究助理	研究支持、研究服务和合规管理		F03087338	

五矿期货分支机构

深圳总部
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

业务一部
电话：0755-83252740

业务二部
电话：0755-88917165

业务三部
电话：0755-83752356

业务四部
电话：010-68331868-183

业务五部
电话：028-85053476

深圳营业部
深圳市福田区益田路6009号新世界中心2702
电话：0755-82771926

北京分公司
北京市海淀区首体南路6号新世纪世行饭店写字楼1253室
电话：010-68332068

上海分公司
上海市浦东新区向城路288号国华人寿金融大厦902、903
电话：021-58784529

成都分公司
成都高新区天府大道北段1288号1幢3单元12层1204、1205
电话：028-86131072

青岛分公司
山东省青岛市东海西路35号太平洋中心1#写字楼409
电话：0532-85780820

北京营业部
北京市丰台区广安路9号院6号楼408、409
电话：010-64185322

广州营业部
广东省广州市天河区珠江西路17 号广晟国际大厦24楼2407
电话：020-29117582

湛江营业部
广东省湛江市开发区乐山东路35号银隆广场12层A1210室
电话：0759-2856220

天津营业部
天津市滨海高新区华苑产业区梅苑路5号金座广场2101-2102
电话：022-23778878

西安营业部
陕西省西安市新城区纬什街新科路1号楼一层
电话：029-87572985

宁波中山西路营业部
浙江省宁波市海曙区布政巷16号12楼1205室
电话：0574-87330527

重庆营业部
重庆市江北区江北城西大街25号11-1
电话：023-67078086

郑州营业部
郑州市未来路69号未来大厦16层1612号
电话：0371-65619030

南通营业部
江苏省南通市青年东路81号南通大饭店B楼财富中心2003室
电话：0513-81026015

杭州民心路营业部
浙江省杭州市江干区万银大厦1408室

台州爱华路营业部
浙江省台州市椒江区爱华新台州大厦8-A

电话：0571-81969926

济南营业部

山东省济南市历下区山大路201号天业科技商务大厦401、427室

电话：0531-83192255

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路大连国际金融中心A座大连期货大厦2001号

电话：0411-84800452

电话：0576-89811511

昆明营业部

云南省昆明市盘龙区北京路612号银海国际公寓D座3201室

电话：0871-63338532

唐山营业部

河北省唐山市路北区军鑫里凤城国贸1楼21层2104号

电话：0315-5936395