

华泰期货贵金属与有色策略周报

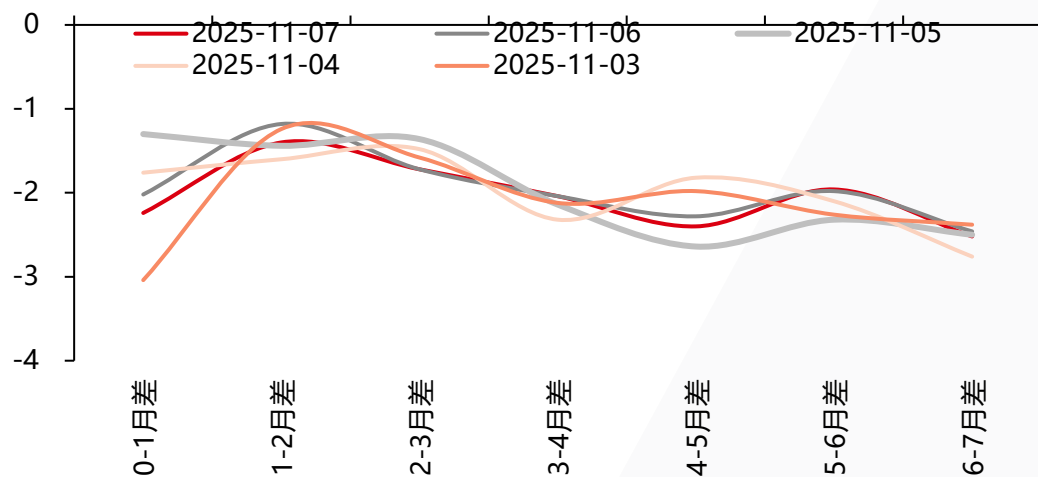
华泰期货研究院 新能源&有色研究 2025.11.16

陈思捷 F3080232 Z0016047
师 橙 F3046665 Z0014806
封 帆 F03036024 Z0014660
王育武 F03114162 Z0022466
联系方式: 18516275668

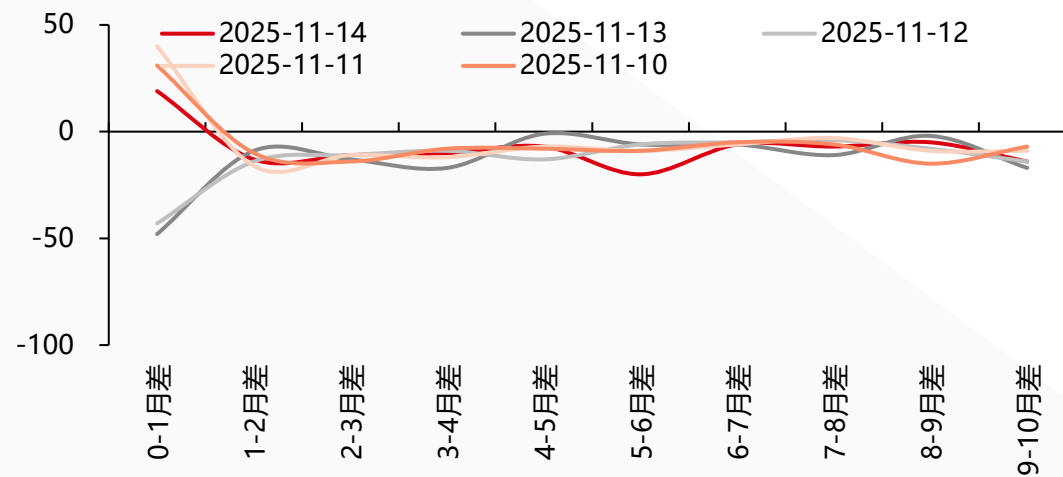


一、内外价差结构及比价

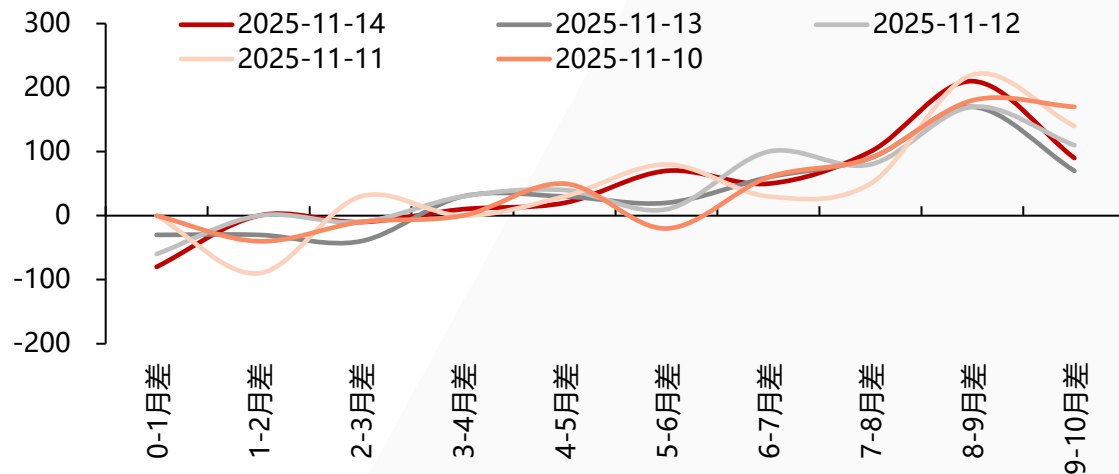
SHFE金价差结构 (元/千克)



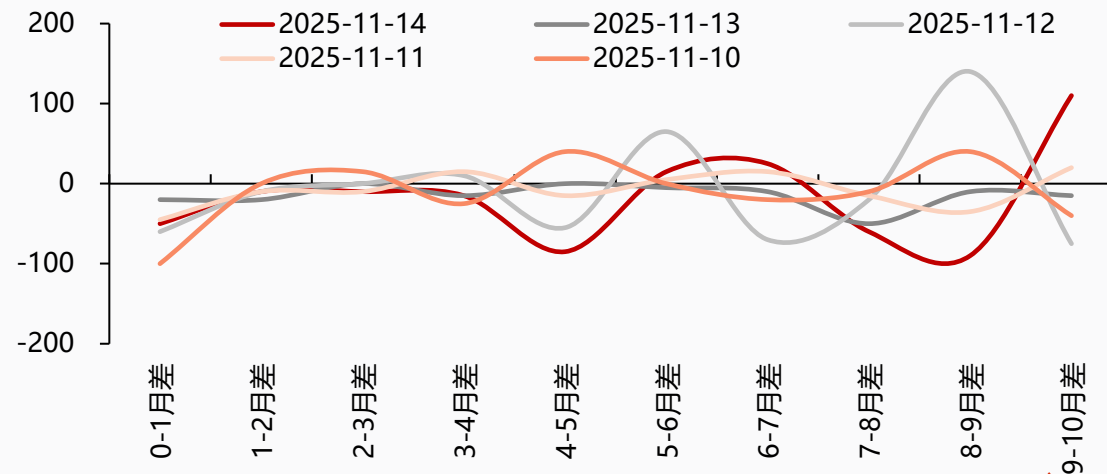
SHFE银价差结构 (元/千克)



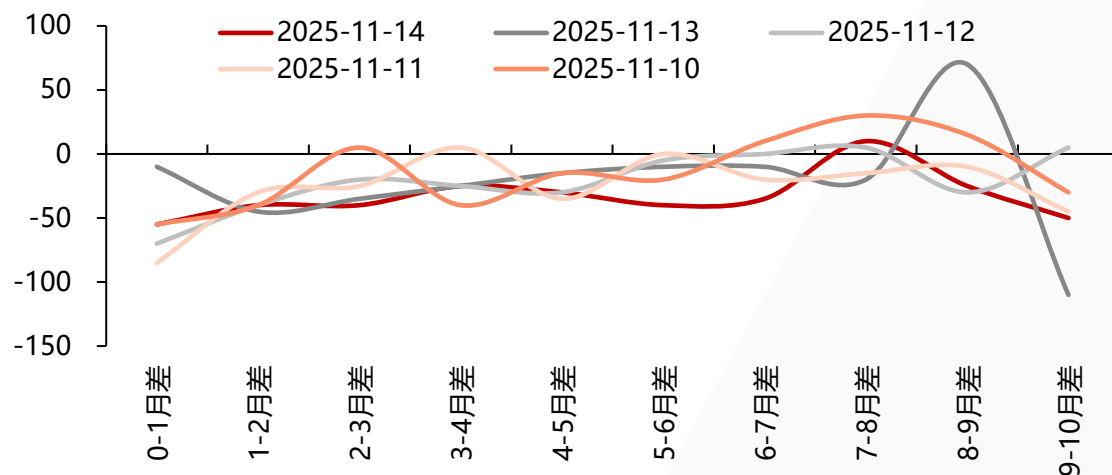
SHFE铜价差结构 (元/吨)



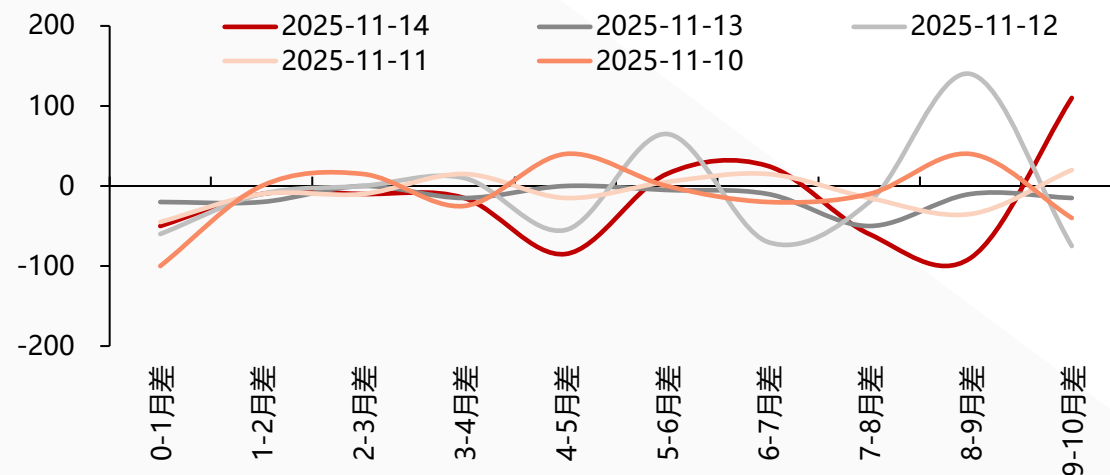
SHFE铝价差结构 (元/吨)



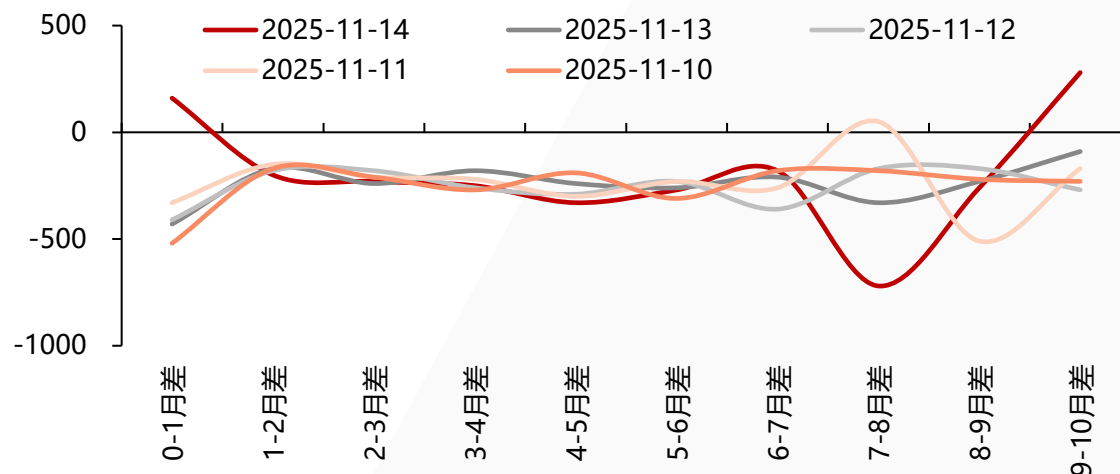
SHFE锌价差结构 (元/吨)



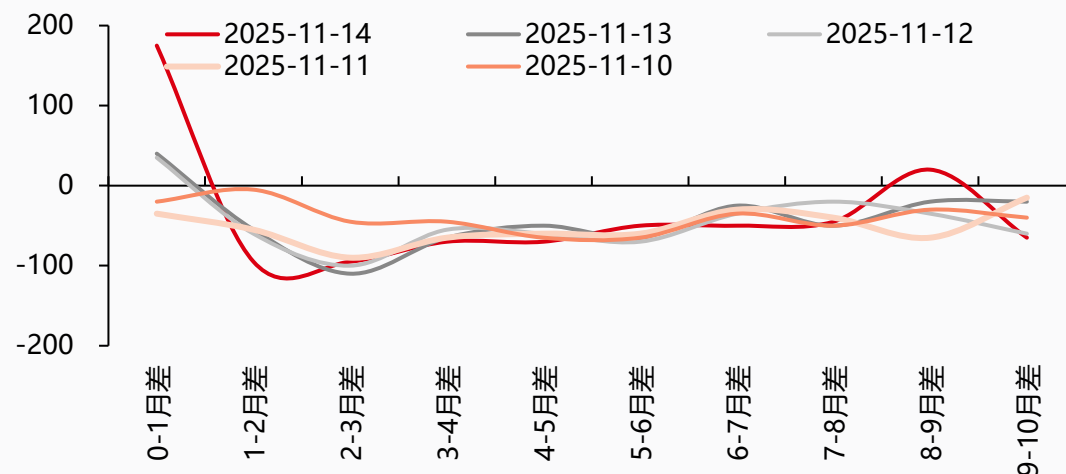
SHFE铅价差结构 (元/吨)



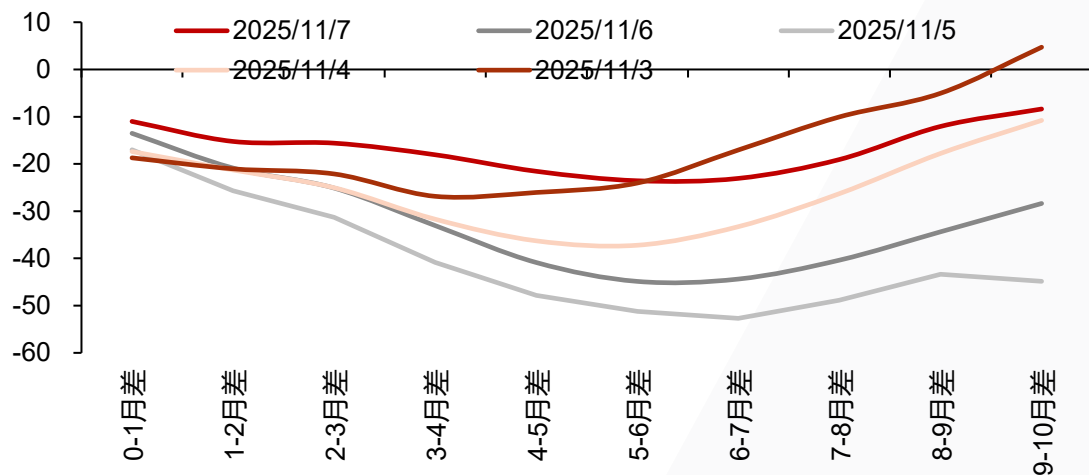
SHFE镍价差结构 (元/吨)



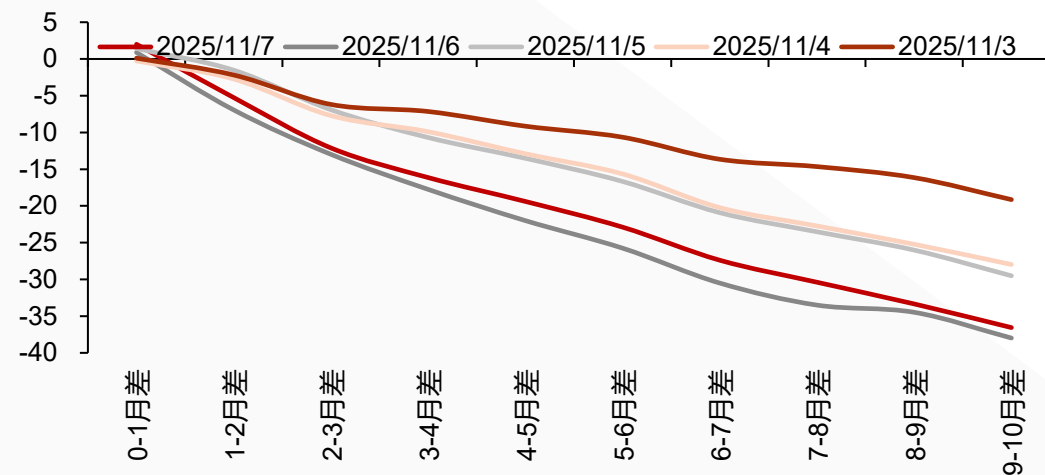
SHFE不锈钢价差结构 (元/吨)



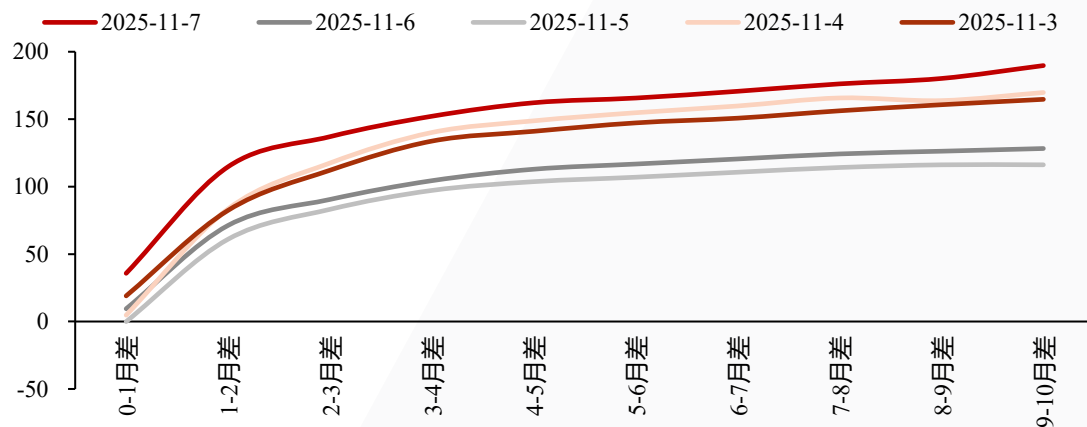
伦铜价差结构 (美元/吨)



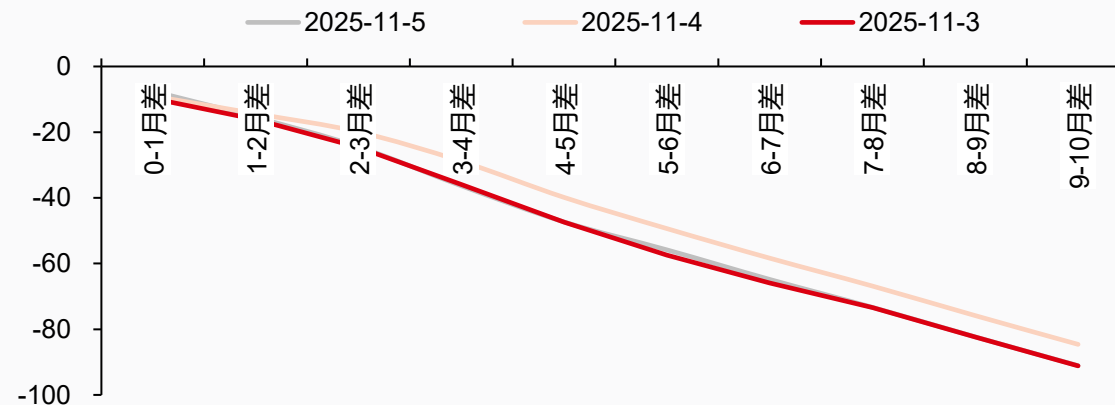
伦铝价差结构 (美元/吨)



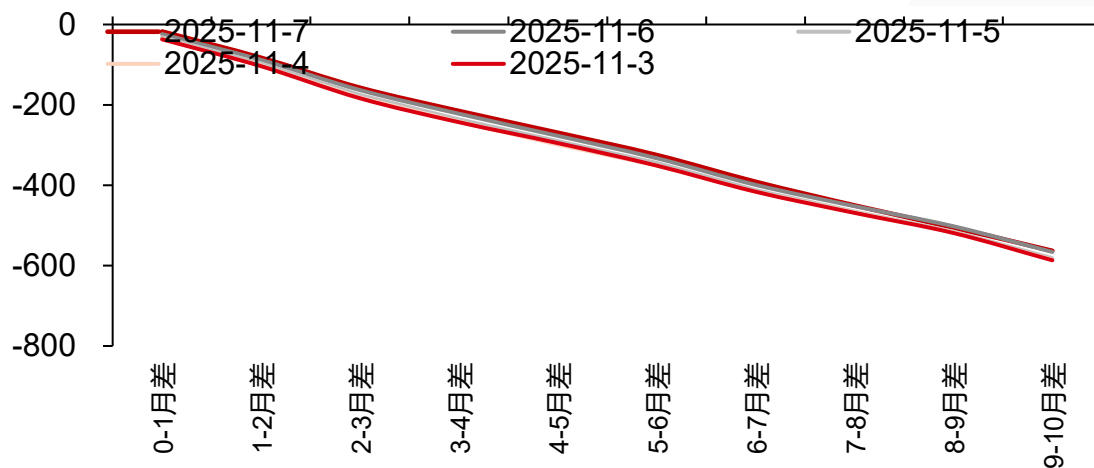
伦锌价差结构 (美元/吨)



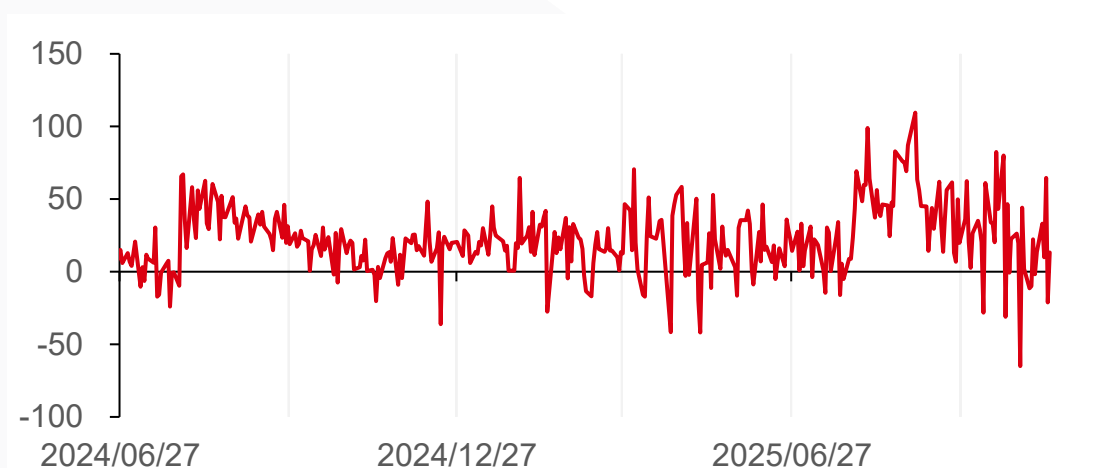
伦铅价差结构 (美元/吨)



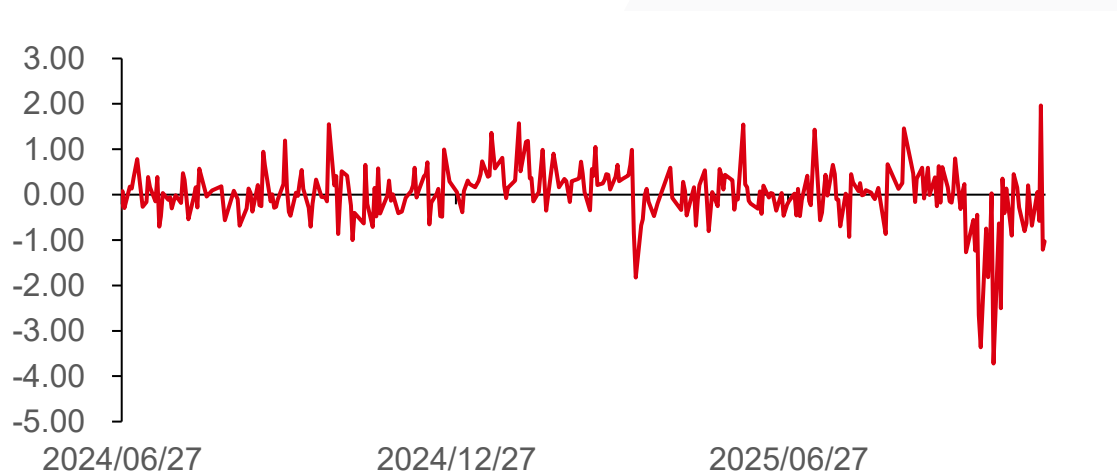
伦镍价差结构 (美元/吨)



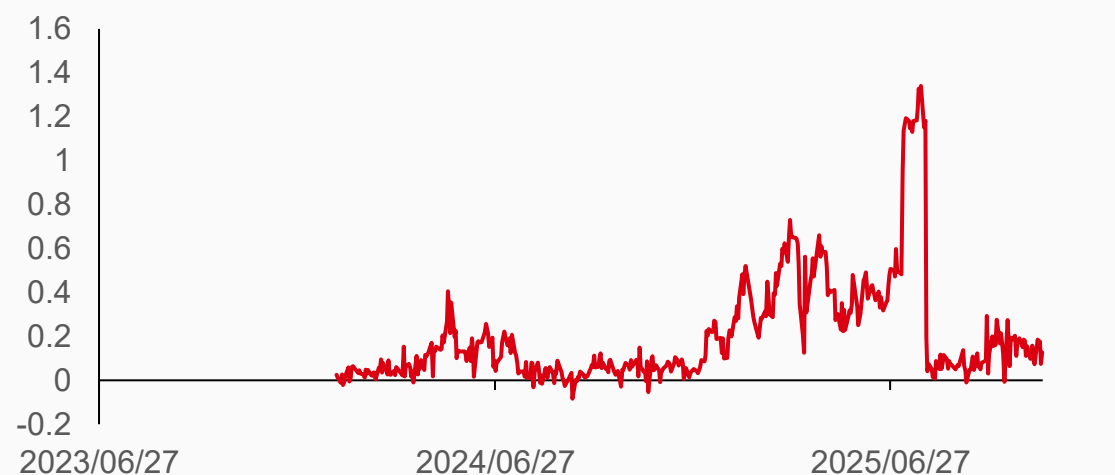
Comex黄金对伦敦金溢价 (美元/盎司)



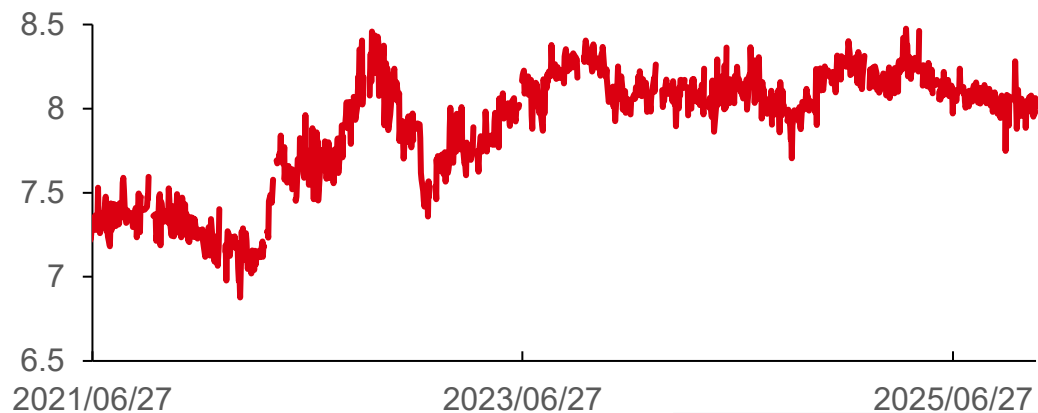
Comex白银对伦敦金溢价 (美元/盎司)



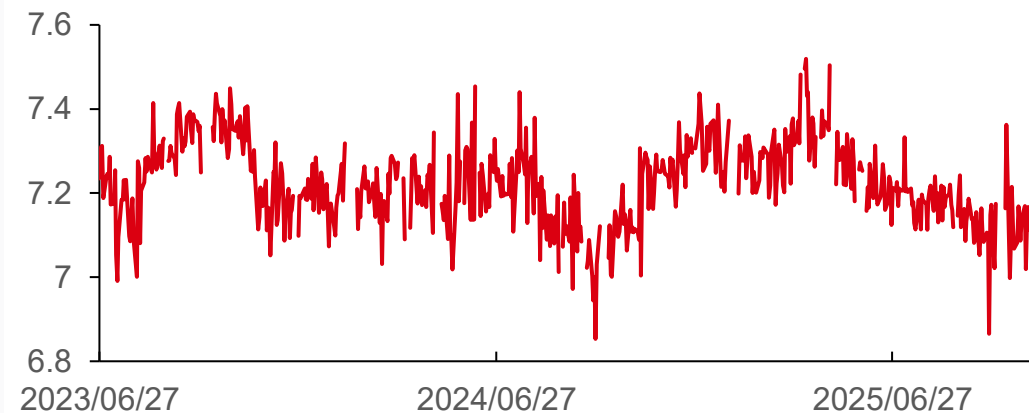
Comex铜价对伦铜溢价 (美元/磅)



沪铜/伦铜 (倍)



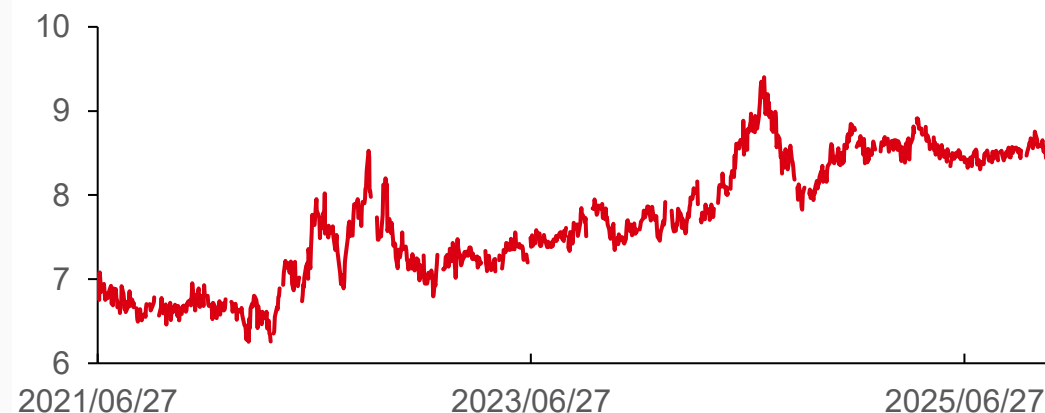
国际铜/伦铜 (倍)



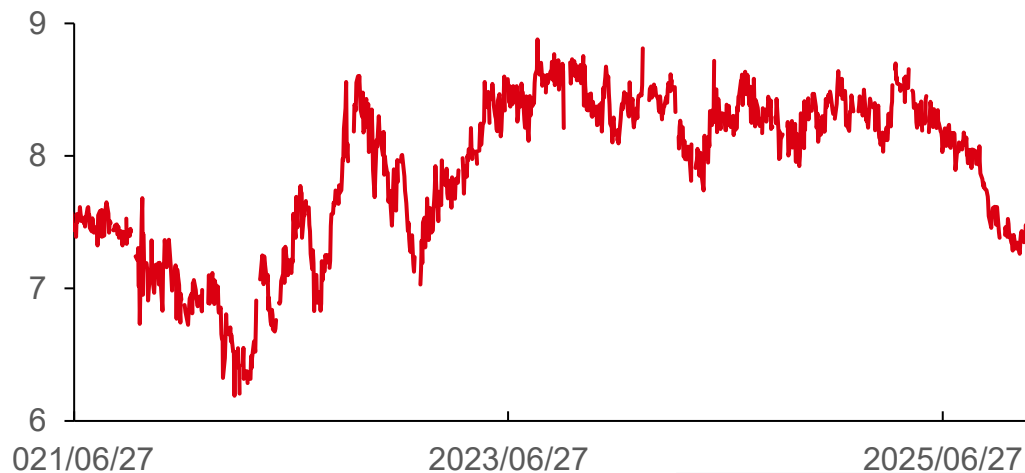
沪铝/伦铝 (倍)



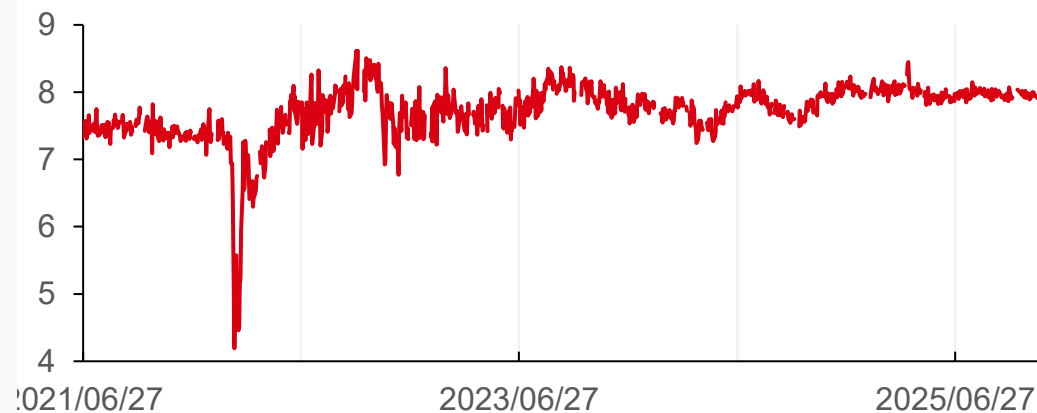
沪铅/伦铅 (倍)



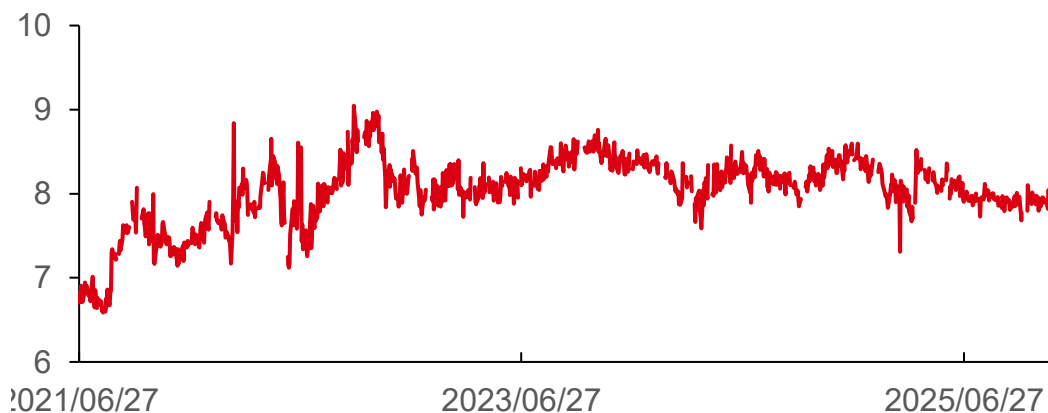
沪锌/伦锌 (倍)



沪镍/伦镍 (倍)



沪锡/伦锡 (倍)



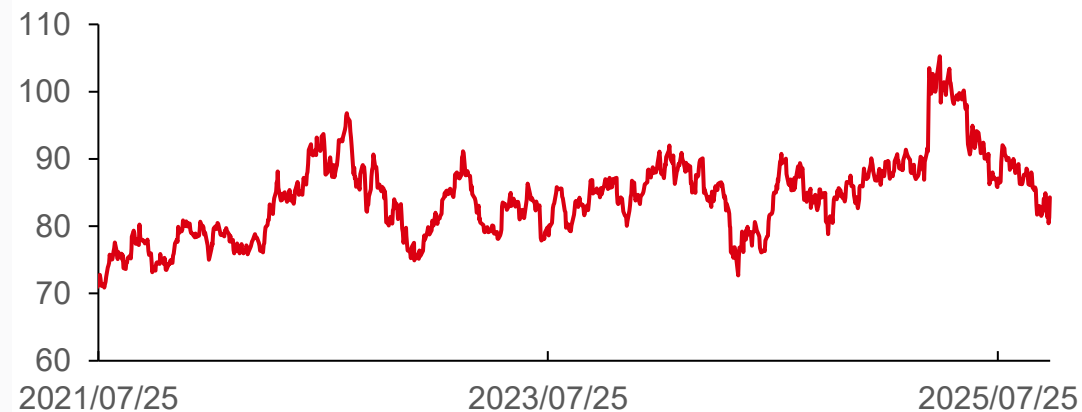
镍/不锈钢 (倍)



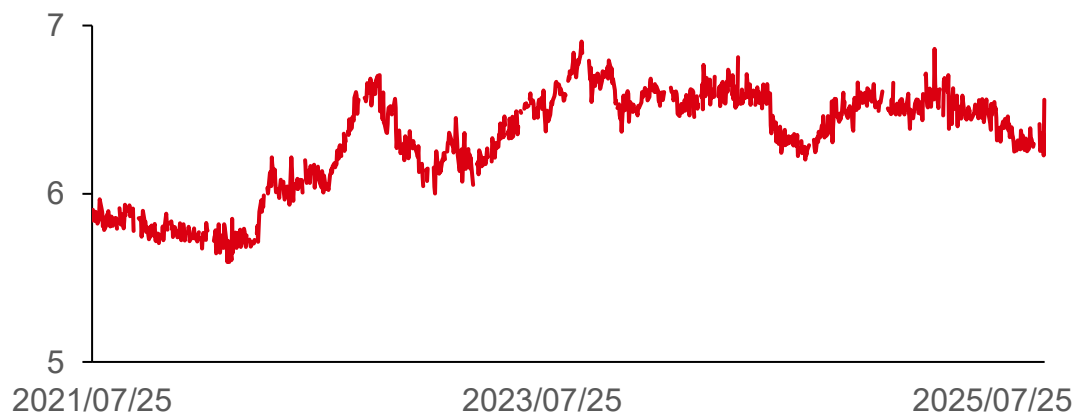
内盘金银比价 (倍)



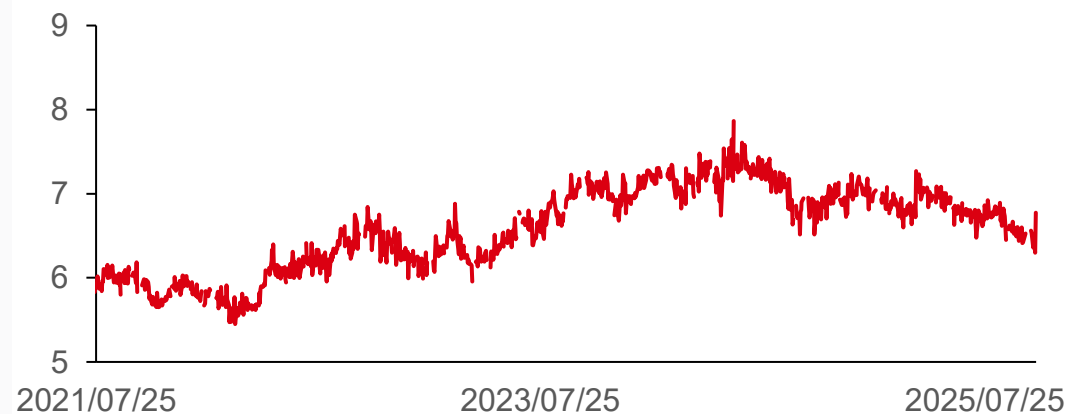
外盘金银比价 (倍)



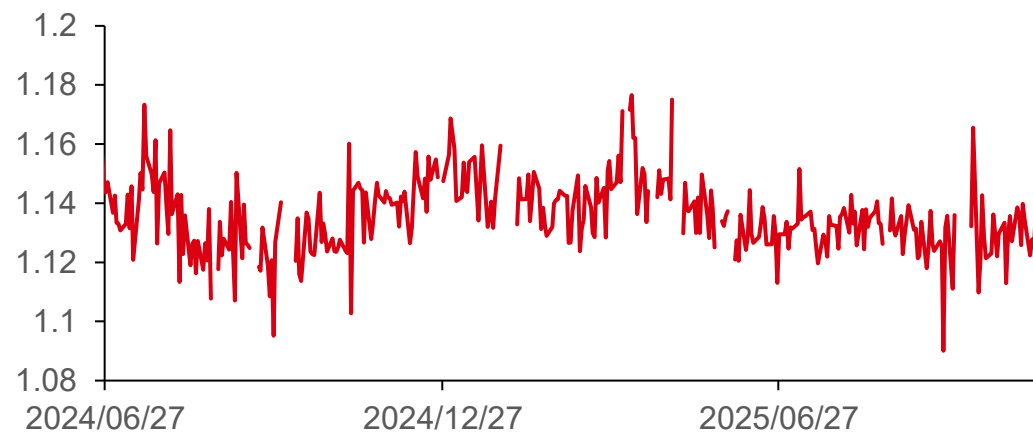
黄金内外盘比价 (倍)



白银内外盘比价 (倍)



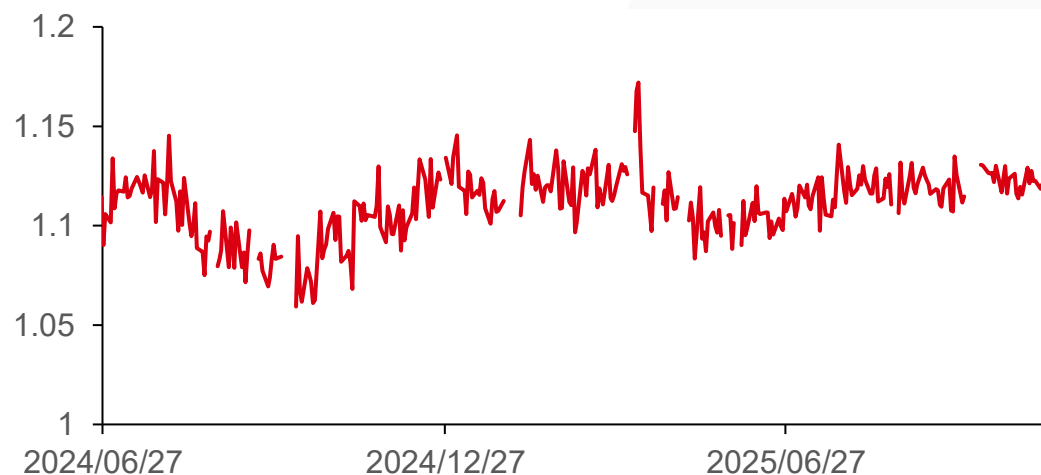
铜除汇比价 (倍)



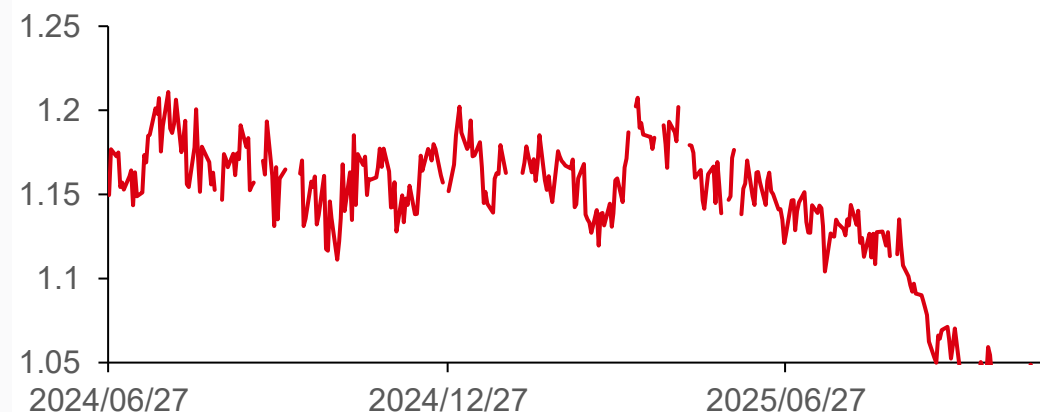
铝除汇比价 (倍)



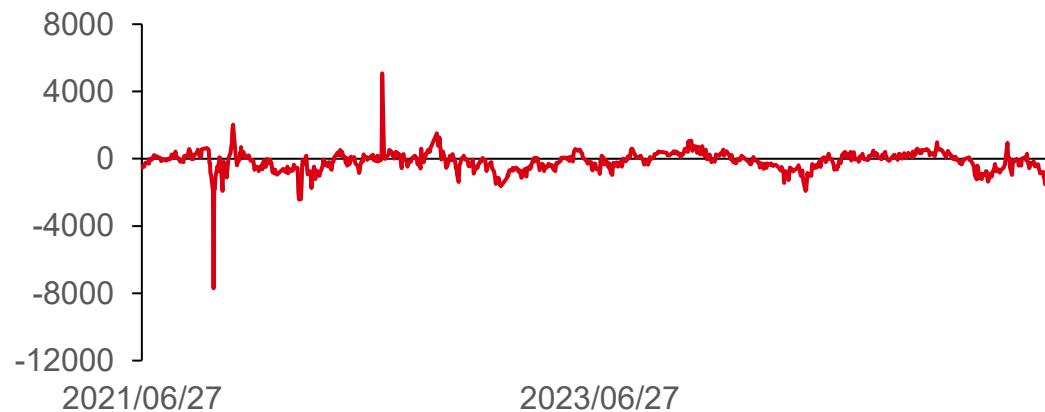
镍除汇比价 (倍)



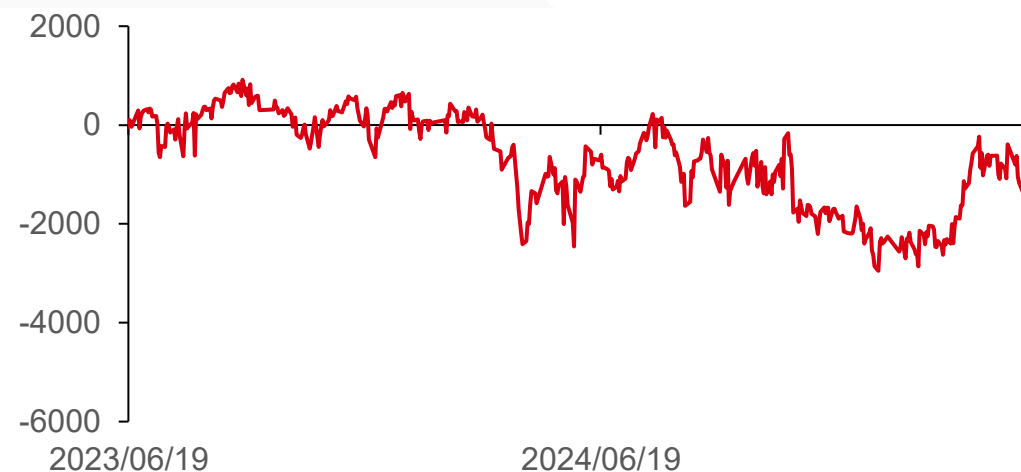
锌除汇比价 (倍)



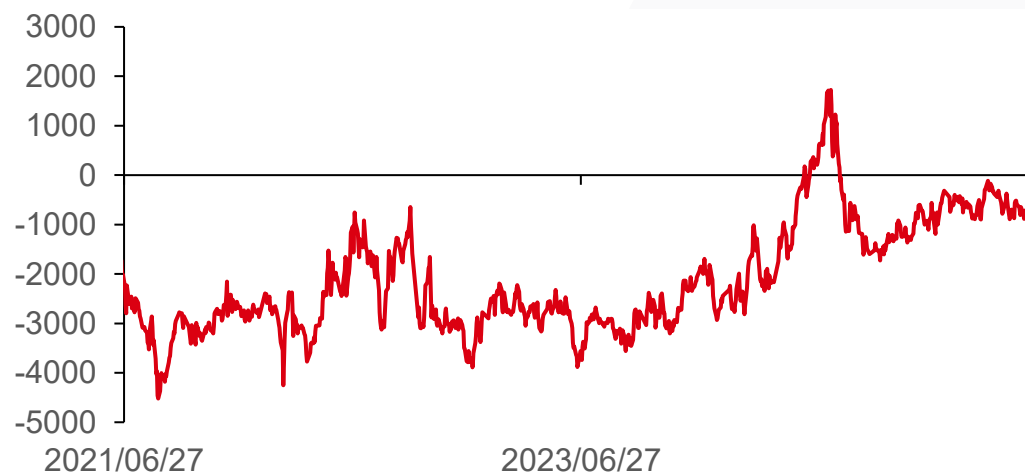
铜现货进口盈亏 (元/吨)



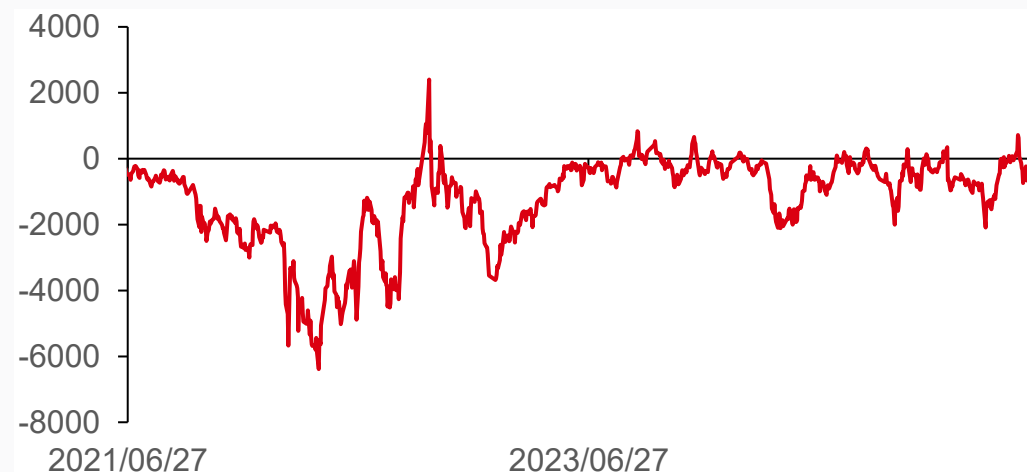
铝现货进口盈亏 (元/吨)



铅现货进口盈亏 (元/吨)



锌现货进口盈亏 (元/吨)

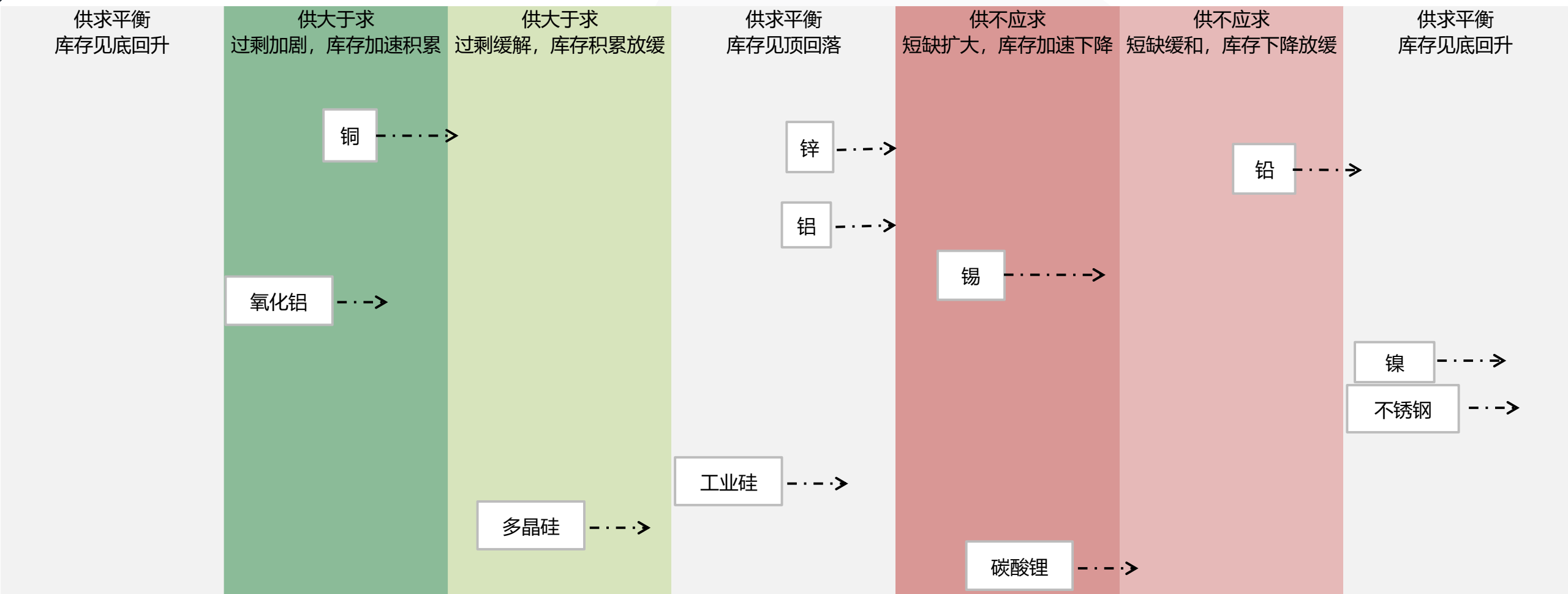




二、各品种观点

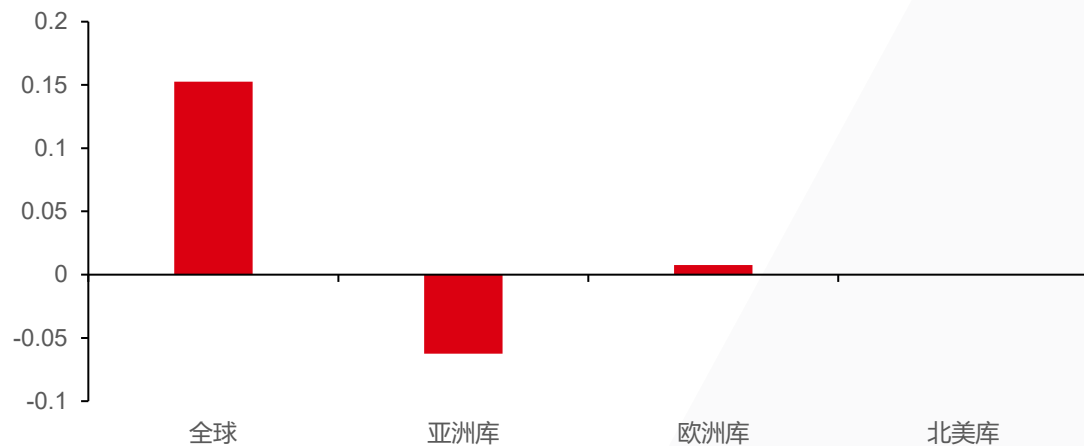


各品种库存周期图：

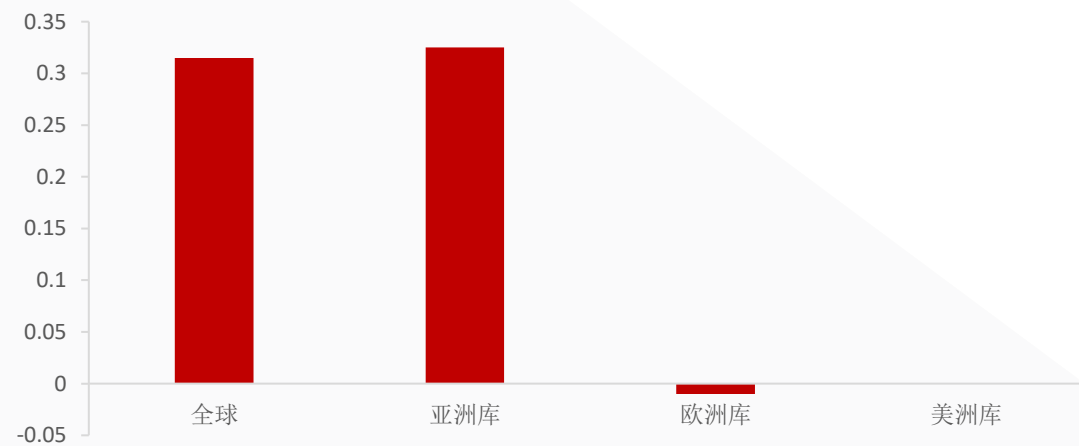


铜铝铅锌LME分地区库存变化

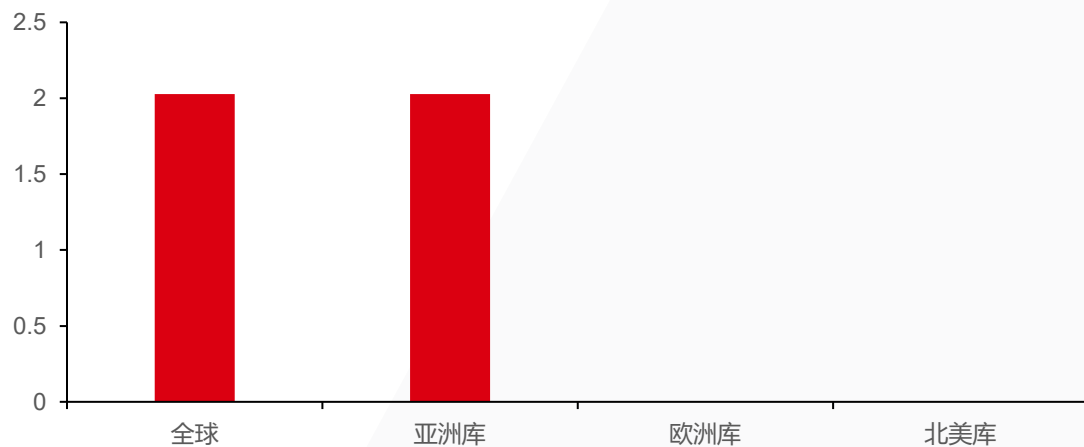
LME铜11月14日当周库存变化 (万吨)



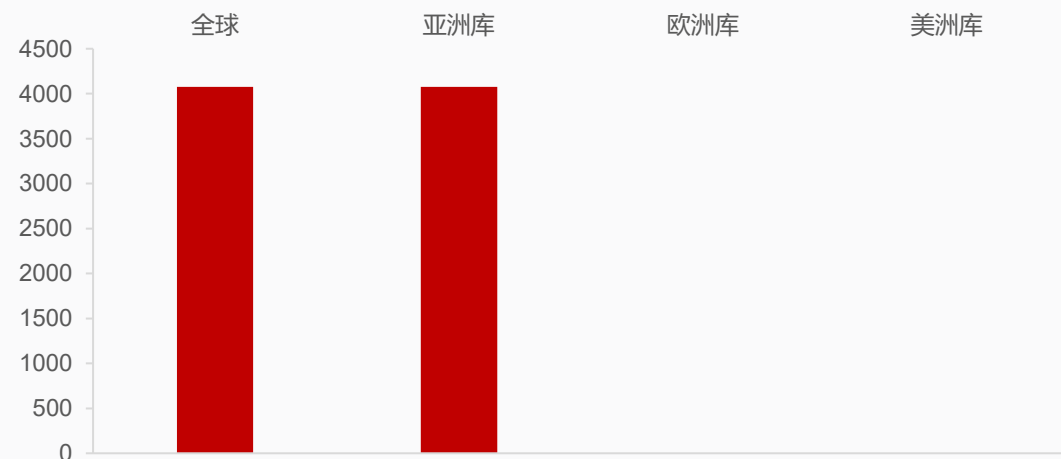
LME铝11月14日当周库存变化 (万吨)



LME铅11月14日当周库存变化 (万吨)



LME锌11月14日当周库存变化 (万吨)



利率影响	中性	利率路径方面，美联储内部存在显著分歧：美联储洛根周五再次暗示，她将反对美联储在12月份降息，此前她曾反对美联储在10月份降息，因为担心通胀过高，趋向上升，要达到美联储的2%目标需要太长时间；此外还有多名美联储理事释放偏鹰信号。而与此对应的是，美联储理事米兰表示，近期的经济数据支持了美联储降息的理由，并补充称就业市场数据已经走弱。整体看12月降息与否仍不确定。
通胀影响	中性	美政府停摆导致通胀数据暂缓发布，但多位偏鹰立场的美联储理事对停摆期间的通胀数据表示担忧，此种不确定性可能会不利于12月美联储继续降息。
汇率影响	中性	11月16日当周，美元指数周度下跌0.26%至99.28。目前Fedwatch显示12月美联储继续降息25BP概率为44.4%，维持利率不变概率为55.6%。
避险需求	中性	消息面上，俄军接近占领乌克兰东南部城市波克罗夫斯克，军事冲突短期内预计难见结束信号。
持仓情况	中性	在贵金属ETF方面，11月14日当周（目前最新）黄金SPDR ETF持仓量约1,048.93吨，而白银SLV ETF持仓量约15,218吨。截至2025年9月23日，CFTC持仓方面，黄金投机净多头持仓158,616张，白银多头净持仓40,065张。
金银比价	逢高做空	白银现阶段交易主线与黄金类似，但其价格震荡幅度或高于黄金；在宽松周期启动后，白银工业需求定价权重逐步抬升。伴随宽松刺激下的经济复苏，金银比价存在修复需求。
评价/策略	谨慎偏多	黄金：谨慎偏多 黄金价格陷入震荡格局，短期市场交易主线多集中在美国延迟发布的经济数据以及美联储12月降息决议上，故周内行情多以波动为主。但黄金作为美元资产替代的中长线逻辑未发生根本性改变，预计未来仍延续震荡偏强走势。 白银：谨慎偏多 目前白银价格表现强劲，已经创出历史新高。金银比价存在修复的需求，不过由于白银本身波动相对较大，因此操作上虽然仍可继续逢低买入套保，但对于仓位控制以及止损的严格执行需要更多关注。

矿端供应



11月14日当周，铜精矿市场成交与招标活动频繁。周内有冶炼厂以-40美元/吨价格采购1万吨12月装船的南美洁净矿。多笔远期招标结果集中揭晓：Bisha矿2026年两批装期招标价均为-96美元/吨；Phu Kham矿2026年装期中标价为-100美元，2027年装期为-70美元/吨。Timok矿因砷含量较高，加工费仅录得正数低位。随着Amman Mineral获印尼出口许可，Batu Hijau铜精矿开始流入中日市场。现货报价约-30美元/吨，但因金含量仅10-20克/吨，对冶炼厂吸引力有限。此外，Antofagasta将于近期先后与日、中冶炼厂展开年度长单谈判。企业层面，日本多家金属公司签署谅解备忘录，计划整合三菱材料部分业务至Pan Pacific Copper，以强化采购协同与运营效率。

冶炼与进出口

中性

11月14日当周，洋山铜溢价继续走弱，提单周均价45.4美元/吨，环比降1.4美元；仓单均价34美元/吨，环比降1美元。EQ铜CIF提单均价-3.2美元/吨，环比回升5.6美元。进口窗口持续关闭，亏损约850元/吨。外贸市场成交清淡，但出现两点结构性活跃：一是COMEX-LME价差扩大推动部分CME注册提单以150美元/吨左右溢价成交；二是11月下旬到港EQ提单供应偏紧，支撑其价格上行。目前LME库存虽止跌，但注册仓单未见明显回升。在国内消费疲软、比价仍弱的背景下，市场关注点逐步转向年度长单谈判。

库存

中性

11月14日当周，LME库存变动-0.05万吨至13.57万吨，上期所库存变化-0.56万吨至10.94万吨。国内社会库存（不含保税区）变化0.52万吨至20.11万吨，保税区库存变动-0.25万吨至8.57万吨。Comex铜库存上涨0.19万吨至38.13万吨。

基差

中性

11月14日当周，SMM1#电解铜平均价格运行于86535元/吨至87210元/吨，周中呈现冲高回落态势。SMM升贴水报价运行于50元/吨至55元/吨，周中同样呈现震荡。

消费

中性

11月14日当周，国内精铜杆企业开工率环比上升4.91个百分点至66.88%，主因前期铜价回调刺激下游线缆与漆包线行业集中下单，带动订单释放及原料补库。企业原料库存环比增2.35%至44250吨，而成品库存下降1.63%至64300吨。预计下周精铜杆开工率将小幅提升至68.54%，但高铜价或抑制进一步增长。同期铜线缆企业开工率微增0.91个百分点至64.36%，反映传统旺季缓慢回暖。企业通过促销推动接单，汽车线束需求稳定，原料库存上升1.86%至13665吨，成品库存略降。预计下周线缆开工率继续回升至65.5%，当前排产节奏保持稳定。

宏观

中性

利率方面，美联储内部存在显著分歧：美联储洛根周五再次暗示，她将反对美联储在12月份降息，此前她曾反对美联储在10月份降息，因为担心通胀过高，趋向上升，要达到美联储的2%目标需要太长时间；此外还有多名美联储理事释放偏鹰信号。而与此对应的是，美联储理事米兰表示，近期的经济数据支持了美联储降息的理由，并补充称就业市场数据已经走弱。整体看12月降息与否仍不确定。美国政府方面，停摆事件行将尾声，美国劳工统计局周五表示，将在下周四公布备受关注的9月就业形势报告。该报告原定于10月3日发布，但由于43天的政府停摆而被推迟。数据公布后或对美联储未来降息节奏提供方向指引。

评价/策略

谨慎偏多

总体而言，目前虽然高铜价对于消费抑制作用明显，但在矿端紧俏并且光伏等新能源下半年的表现也并非像此前预计那般疲弱，故目前铜价或仍维持震荡偏强格局，操作上可在85,000元/吨至85,500元/吨间逢低买入套保，有卖出套保需求的企业则可在88,500元/吨至89,000元/吨间进行相应操作。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应

中性

11月14日当周，本周铅原料与冶炼市场呈现供需双紧格局。进口矿长单加工费已跌至-160~-200美元/干吨，国内河南、内蒙古地区低银矿加工费维持在300-400元/吨。南方因原料持续偏紧，部分炼厂开工承压，云南地区银起步计价下调变相压低收益，但银价上涨促使企业更关注副产品效益。原生铅方面，三省平均开工率持稳于67.57%，河南小型炼厂未达产，华东有炼厂检修推迟至下周。再生铅开工率降至48.24%，河南受环保影响下降明显，安徽有所回升。原料供应仍制约生产，华北部分企业若库存不足或于11月下旬安排检修，预计下周整体开工趋稳。

消费

中性

11月14日当周，五省铅蓄电池企业综合开工率稳定在72.66%。电动自行车及汽车蓄电池市场延续淡季特征，企业维持以销定产模式。其中储能电池表现突出，受益于数据中心、移动基站订单增长，叠加部分合资企业完成财年结算后复产，成为支撑开工率的主要因素。临近月末及端午假期，预计部分企业将因盘库或放假安排导致开工率短期承压。当前市场呈现"储能强、动力弱"的差异化格局。

库存

中性

国内铅锭社会库存总量为3.49万吨，较本月初及上周分别增加0.31万吨和0.22万吨。随着沪铅2511合约临近交割，仓单资源持续入库，预计交割量约1.5万吨。近期期现价差走扩促使部分持货商加大交仓意愿，预计交割前库存仍将保持增势。LME库存则是下0.15万吨至22.25万吨。

基差

中性

11月14日当周，临近交割周期铅偏强运行，持货商交仓意愿提升。河南地区现货对SMM1#铅升水50-100元/吨，部分持货商惜售；湖南冶炼厂升水30-50元/吨，成交多由贸易商接货交仓主导。再生精铅散单贴水50元/吨左右，铅价走强后下游议价积极，个别成交贴水扩大至50-75元/吨。

利润

中性

11月14日当周，目前多数大型再生铅炼厂表示废旧铅酸蓄电池到货量尚可，本周采购报价并未随铅价冲高而上调。在原料成本维稳，铅价高位运行的行情下，周内再生铅冶炼利润明显增加。截至2025年11月14日，规模再生铅企业综合盈亏理论值为361元/吨，中小规模再生铅企业综合盈亏理论值为146元/吨（模型中的副产品收益不包括锡、锑）。

宏观

中性

利率方面，美联储内部存在显著分歧：美联储洛根周五再次暗示，她将反对美联储在12月份降息，此前她曾反对美联储在10月份降息，因为担心通胀过高，趋向上升，要达到美联储的2%目标需要太长时间；此外还有多名美联储理事释放偏鹰信号。而与此对应的是，美联储理事米兰表示，近期的经济数据支持了美联储降息的理由，并补充称就业市场数据已经走弱。整体看12月降息与否仍不确定。美国政府方面，停摆事件行将尾声，美国劳工统计局周五表示，将在下周四公布备受关注的9月就业形势报告。该报告原定于10月3日发布，但由于43天的政府停摆而被推迟。数据公布后或对美联储未来降息节奏提供方向指引。

评价/策略

中性

低库存与矿紧成本支撑铅价，但再生铅复产、蓄电池消费转淡，叠加交割前移库压力，警惕冲高回落，高抛低吸。价格区间可在17,000元/吨至17,700元/吨。实体企业可根据自身需求选择相应卖出、买入套保操作。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应

中性

截至2025-11-14，电解铝建成产能4523.2万吨，周度环比+0.0万吨，运行产能4442.4万吨，周度环比+0.0万吨，行业开工率98.21%。

消费

中性

根据钢联数据统计，铝棒周度产量35.96万吨，周度环比变化+0.12万吨，铝板带箔周度产量37.42万吨，周度环比变化+0.23万吨。根据上海有色数据统计，铝线缆龙头企业开工率62.00%，周度环比变化+0.60%，铝板带龙头企业开工率66.00%，周度环比变化+0.00%，铝箔龙头企业开工率71.10%，周度环比变化+0.00%，铝型材开工率52.60%，周度环比变化+0.00%。

库存

中性

截至2025-11-13，SMM统计国内电解铝锭社会库存62.1万吨，周度变化-0.1万吨，铝棒库存13.9万吨，周度变化-0.2万吨。截止2025-11-14，LME铝库存552375吨，上期所仓单库存64742吨。

基差

中性

伦铝收盘于2858.5美元/吨，沪铝主力收盘于21840元/吨，华东现货升贴水0元/吨，中原地区现货升贴水-150元/吨，佛山地区现货升贴水-145元/吨。 LME铝现货升贴水(0-3)-26.4美元/吨。

利润

中性

利润：截至2025-11-14，电解铝行业加权生产成本在16090元/吨元左右，即时生产利润5820元/吨。

评价/策略

谨慎偏多

电解铝国内整体供需基本面未发生明显变化，海外存在对国内电力供应的担忧，造成内强外弱的格局，沪铝价格突破22000元/吨。由于微观数据并无利空因素，铝价回调深度有限。下游消费保持韧性，开工率和中间加工品产量环比回升，社会库存虽没达到预期的旺季快速回落，但绝对值难以对铝价造成利空影响，且年底仍有去库预期。降息大周期下，叠加12月开始缩表结束，从铜铝比值角度看铝价依旧偏低估，铝价回调难有深度。关注社会库存去库节奏，若去库顺利，铝价上涨空间有望打开。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应



截至2025-11-14，根据阿拉丁数据统计，氧化铝全国建成产能11462万吨，运行产能9580万吨，周度环比变化-105万吨，开工率85.28%。

铝土矿

中性

截至2025-11-14，几内亚铝土矿网站报价71.5美元/干吨，海运费22.5美元/吨。国产北方铝土矿价格指数655元/吨，南方铝土矿价格指数585元/吨。宁巴矿开始发运150万吨万吨库存，12月中国铝土矿进口量存在保障，当前市场零星成交价格坚挺。

库存



截止2025-11-14，全国氧化铝总库存量484.0万吨，周度环比变化+5.2万吨。电解铝厂原料库存336.3万吨，周度环比变化+5.1万吨。站台和港口库存106.1万吨，周度环比变化+2.5万吨，港口库存14.6万吨，周度环比变化-1.4万吨，氧化铝厂内成品库存27.0万吨，周度环比-1.0万吨，仓单库存253654吨。

现货价格

中性

氧化铝主力合约价格收盘于2822元/吨。现货市场方面，山西地区现货价格2840元/吨，河南地区现货价格2865元/吨，山东地区现货价格2780元/吨，贵州地区现货价格2940元/吨，广西地区现货价格2915元/吨，进口氧化铝价格FOB320美元/吨。

成本、利润

中性

截止2025-11-14，按进口矿71美元/吨计算，边际高成本企业生产完全成本3104元/吨，生产盈利-264元/吨，使用国产矿生产完全成本2935元/吨，生产利润-95元/吨。氧化铝进口盈亏11元/吨。

评价/策略

中性

现货市场方面，因为贸易商与电解铝厂积极采购，价格表现坚挺小幅回升。成本端，北方矿端虽有恢复但依旧偏紧，进口矿供应虽无扰动，供给充足，但价格底部短期支撑有效。北方地区氧化铝因生产工艺调整或者天气因素扰动等多方面原因出现了压产，但或都将快速恢复，当前规模性长期减产尚未发生，基本面仍难以利多。社会库存持续创新高，贸易商的积极成交多为货权转移而非实际消化。当前氧化铝价格估值偏低，继续下跌需要成本坍塌的支持，但12月28日几内亚大选前后需要警惕不确定性风险，以及大选后矿端出口政策是否出现调整同样需要警惕。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应	↑	2025-11-14SMM国产锌精矿周度加工费2600元/金属吨，周度环比波动-50 元/吨，进口锌精矿周度加工费指数83.50美元/干吨，周度环比波动-14.87美元/干吨，锌精矿进口盈亏-1745.45元/吨。
消费	中性	镀锌企业开工率57.59%，环比变化+2.46%，压铸锌合金开工率50.30%较上周变化-0.65%，氧化锌企业开工率56.31%较上周变化-1.32%。
库存	↑	根据SMM统计，截至2025-11-13，SMM七地锌锭库存总量为15.79万吨，较上周同期变化-0.08万吨；仓单库存71753吨；LME锌库存38975吨。
基差	中性	2025-11-14沪锌主力合约收盘于22425元/吨，波动-1.02%，LME价格收盘于3014.5美元/吨，波动-0.01%。华东地区现货价格22490元/吨，对主力合约升贴水-30元/吨，环比变化+10元/吨，广东地区现货价格22460元/吨，对主力合约升贴水-60元/吨，环比变化+20元/吨，天津地区现货价格22450元/吨，对主力合约升贴水-70元/吨，环比变化+10元/吨。LME（0-3）升贴水121.49美元/吨，环比变化-6.81美元/吨。
利润	中性	截至2025-11-14，行业冶炼企业生产利润（不包含副产品收入）为-1338元/吨左右，内蒙地区硫酸价格为750元/吨，周度环比变化50元/吨，叠加副产品收益后盈利100元/吨左右。
评价/策略	谨慎偏多	海内外锌精矿TC仍在回落，海外普通矿TC报价 降至90美元/吨，世纪锌精矿TC成交价低至50美元/吨，国内冶炼厂仍在积极采购锌精矿，海外市场积极采购26年1季度锌矿，锌矿TC易跌难涨。随着TC的回落，冶炼利润进一步被压缩，高成本地区已经面临综合成本亏损。冶炼端压力有望减少，消费方面保持乐观，短期海外库存难以回升，现货高升水或将维持，国内锌库存呈现小幅去库走势。微观数据几乎全面从利空向利多转变，宏观向好背景依旧不变。

因子	驱动变化	逻辑观点
供应	中性	镍矿方面，本周镍矿价格基本持稳。菲律宾方面，菲律宾至中国CIF报价:NI1.3%品位42~44美元/湿吨，NI1.4%品位50~52美元/湿吨，NI1.5%品位57~59美元/湿吨;菲律宾至印尼1.3%品位均价43美元/湿吨，1.4%品位均价50美元/湿吨。供应量方面，受台风天气影响，菲律宾全境矿山开采与发运量近期都明显减量。印尼方面，印尼内贸镍矿基准11月上半期为15,075美元/干吨，较上一期跌了0.44%。升水方面，据SMM印尼内贸红土镍矿的升水数据，1.4%品位均幅为22美元，1.5%品位均幅为25.5美元,1.6%品位均幅为26美元，与上周持平。供应量方面，印尼镍矿石产量持续增长，林业工作组审查影响较为轻微，同时政府方面计划下调2026年镍产量目标。
消费	中性	下游不锈钢表现低迷，11月粗钢排产环比下降 2.06%，终端消费未见明显改善。但新能源领域依然强劲，11 月中国动力电池 + 储能排产环比增长12.4%，三元电芯占比16.7%，对硫酸镍等中间产品需求形成支撑。不过，当前新能源需求对原生镍的拉动作用有限，市场仍以结构性机会为主。
库存	中性	本周上期所沪镍库存40573吨，上周为37187吨，上升3386吨；LME镍库存252090吨，上周为253104，上升1014吨；上海保税区镍库存2400吨，上周为2400吨，保持持平；中国（含保税区）精炼镍库存54243吨，上周为50680吨，上升3563吨。
基差	中性	金川镍升升水变化900为3900元/吨，俄镍升水变化100至500元/吨，镍豆升水持平为2450元/吨。
利润	中性	一体化MHP生产电积镍成本110810元/吨，利润9.50%；一体化高冰镍生产电积镍成本129484元/吨，利润-6.30%；外采硫酸镍生产电积镍成本137209元/吨，利润-14.10%；利润外采MHP生产电积镍成本133011元/吨，利润-11.40%；外采高冰镍生产电积镍成本128968元/吨，利润-8.70%。
宏观	中性	美联储政策导向出现分歧，官员对利率路径存在争议，市场对\"更高更久\" 利率担忧上升，风险偏好降温。与此同时，受政府停摆影响，美国经济数据断档，关键数据缺失，市场缺乏政策判断依据。两者叠加导致市场情绪偏向谨慎，部分认为12月降息节奏可能被打断。此外中美贸易关系缓和带来的利好已基本被消化，一定程度上也压制了镍价走势。
评价/策略	中性	基本面疲软，库存累积，预计价格以区间振荡为主。但需关注菲律宾及印尼矿端扰动事件，是否会引起镍价反弹。

因子	驱动变化	逻辑观点
供应	中性	虽然前期不锈钢厂减产消息频繁传出，但11月实际落实的减产量较为有限，且主要集中在前期增产幅度较大的200系不锈钢，300系、400系不锈钢产量基本保持稳定，预计供给仍将维持在较高水平。据Mysteel方面统计，11月国内43家不锈钢厂预计排产345.51万吨，月环比仅减少1.67%，供应压力持续。
消费	中性	下游需求表现疲软。在9、10月份传统消费旺季中，建筑、家电等终端采购始终疲软，需求增长不及预期。11月进入消费淡季，下游成交愈发清淡。值得注意的是，新能源汽车领域需求增长带动409/441特种不锈钢出口增加，但对主流304品种拉动有限。
库存	中性	11月14日，全国主流市场不锈钢89仓库口径社会总库存1070555吨，周环比变化+3.53%。冷轧不锈钢库存总量631131吨，周环比变化+2.58%。热轧不锈钢库存总量439424吨，周环比变化+4.92%。
基差	中性	无锡市场304不锈钢冷轧基差变化85元/吨至505元/吨，佛山市场304不锈钢冷轧基差变化80元/吨至555元/吨。
成本	↑	本周不锈钢成本重心保持下移。截止11月14日，短流程工艺冶炼304冷轧成本12626元/吨，环比-0.27%；外购高镍铁工艺冶炼304冷轧成本13736元/吨，环比-0.34%；一体化工艺冶炼304冷轧成本13584元/吨，环比-0.07%。
宏观	中性	美联储降息节奏可能受政府停摆等因素影响而打乱，虽然美国众议院近日通过拨款法案，但就业与制造业等数据依然偏软，对大宗商品支撑作用有限。
评价/策略	中性	需求低迷，库存累积较快，预计不锈钢价格仍将保持低位震荡态势。

因子

驱动变化

逻辑观点

供应

中性

本周供应端减少，周度产量小幅降低，根据SMM统计，样本厂家周度产量6.04万吨，环比减少365吨。根据百川统计数据，目前金属硅总炉数796台，本周金属硅开炉数量与上周相比减少6台，截至11月13日，中国金属硅开工炉数267台，整体开炉率33.54%。

消费

中性

本周铝板带箔产量210735吨，产量较上周增加。铝棒产量309365吨，产量较上周增加约8715吨，产能利用率抬升。本周铝棒企业增产为主，增量主要体现在甘肃、新疆及云南地区，甘肃地区某厂二期6万吨产线建成，目前处于试运行阶段，未达满产运行；新疆地区本周新增一家近期投产的铝棒样本企业信息，影响铝棒日产增量约330吨；云南地区某大厂继续投产进程，影响铝棒日产增量约800-850吨。综合来看，本周铝棒产量较上周增加。有机硅方面，本周开工率在73.62%，本周浙江，山东，河北装置维持降负生产，云南地区装置逐步恢复，开工率有所提升，多数企业尚有部分预售单在手，企业库存压力不大。根据SMM统计，周度DMC产量5.1万吨，较上周小幅增加。多晶方面，周度开工小幅下调，周度产量2.68万吨，较上周降低，整体消费端基本持稳。

库存

中性

近期总行业库存小幅降低。截至11月14日，金属硅期货交割库库存226725吨，较上周减少4175吨。根据SMM统计，行业总库存95.39万吨，较上周降低0.67万吨，其中社会库12.7万吨，交割库41.9万吨（含非仓单库存），上游厂库17.26万吨，下游23.53万吨。

基差



11月14日当周，工业硅期货震荡运行，主力合约2601盘面先涨后跌，当周跌幅2.17%。现货方面，当周产量下调，现货成交价格基本持稳。据SMM统计，SMM华东通氧553#硅在9400-9600元/吨，周环比上涨50元/吨。根据SMM报价，目前华东通氧553升水480元/吨。

利润

中性

本周金属硅生产成本持稳，本周金属硅生产成本基本稳定，主要是石油焦、硅石、电极等原料价格相对较稳，且电力成本无较大变化。生产成本持稳，现货价格小幅上涨，利润有所改善，目前自备电生产企业仍有较好利润，按照现金成本核算，目前多数企业处于现金成本附近，按照全成本核算，多数企业成本压力仍在，西南枯水期成本压力较大。

宏观

中性

利率方面，美联储内部存在显著分歧：美联储洛根周五再次暗示，她将反对美联储在12月份降息，此前她曾反对美联储在10月份降息，因为担心通胀过高，趋向上升，要达到美联储的2%目标需要太长时间；此外还有多名美联储理事释放偏鹰信号。而与此对应的是，美联储理事米兰表示，近期的经济数据支持了美联储降息的理由，并补充称就业市场数据已经走弱。整体看12月降息与否仍不确定。美国政府方面，停摆事件行至尾声，美国劳工统计局周五表示，将在周四公布备受关注的9月就业形势报告。该报告原定于10月3日发布，但由于43天的政府停摆而被推迟。数据公布后或对美联储未来降息节奏提供方向指引。

评价/策略

中性

西南枯水期开工率降低，工业硅总体供应减少，供需格局有所好转。本周盘面先涨后跌，主要受整体商品情绪影响，目前工业硅估值偏低，下方有较强成本支撑，整体盘面跟随政策扰动与整体商品情绪震荡运行。

供应

中性

当周多晶硅产量环比小幅降低，最新周度产量2.68万吨。根据SMM报道，前期多晶硅价格受下游价格调整及市场情绪影响有所走弱，但随着行业会议的召开，市场情绪得以反转，多晶硅价格随后暂时持稳观望。整体来看，供需格局呈现供过于求，叠加12月份新产能陆续释放，市场看空情绪浓厚，预计近期多晶硅价格承压偏弱运行。

消费

中性

根据SMM数据，据SMM统计，两家企业11月共计减产1.95GW，其余企业合计减产仅1GW左右，11月硅片产量预计57-58GW之间，该排产预期较月初变化不大。今年Q4需求格局转差基本已成事实，两家头部企业率先减产稳定供应格局。当周硅片排产13.12GW，较上周小幅降低。电池片方面，11月SMM样本内全球电池片排产约59GW（-MoM 1.0%），境内排产约57GW（-MoM 1.6%）。本周国内组件企业开工维持小幅下降趋势，头部组件企业已有减产动作。

库存



据SMM统计，多晶硅厂家库存增加，硅片库存增加，最新统计多晶硅库存26.7万吨，环比变化3.1%，硅片库存18.42GW，环比变化5.1%。

基差

中性

本周本周多晶硅N型料价格在49.4-54.9元/千克，N型颗粒硅价格在50-51元/千克。多晶硅现货价格整体大稳小动。期货盘面本周维持震荡运行，主力合约2601合约截止周五收盘价为54045元/吨，近月合约期货小幅升水现货。

利润

中性

当周成本变化不大，目前行业以全成本核算，除个别企业由于电价较低，含税全成本低于4万元/吨，多数企业含税全成本在4.5万元/吨左右。

宏观

中性

利率方面，美联储内部存在显著分歧：美联储洛根周五再次暗示，她将反对美联储在12月份降息，此前她曾反对美联储在10月份降息，因为担心通胀过高，趋向上升，要达到美联储的2%目标需要太长时间；此外还有多名美联储理事释放偏鹰信号。而与此对应的是，美联储理事米兰表示，近期的经济数据支持了美联储降息的理由，并补充称就业市场数据已经走弱。整体看12月降息与否仍不确定。美国政府方面，停摆事件行将尾声，美国劳工统计局周五表示，将在下周四公布备受关注的9月就业形势报告。该报告原定于10月3日发布，但由于43天的政府停摆而被推迟。数据公布后或对美联储未来降息节奏提供方向指引。

评价/策略

中性

综合来看，目前多晶硅期货收到政策预期及资金情绪影响较大，但消费端一般，累库压力仍较大大，下游价格传导存在压力，对高价原料有一定抵制。中长期来看，光伏反内卷仍会不断推进，盘面或在5.2-5.8万元/吨震荡运行，消费端无明显改善情况下，价格较难大幅上涨。

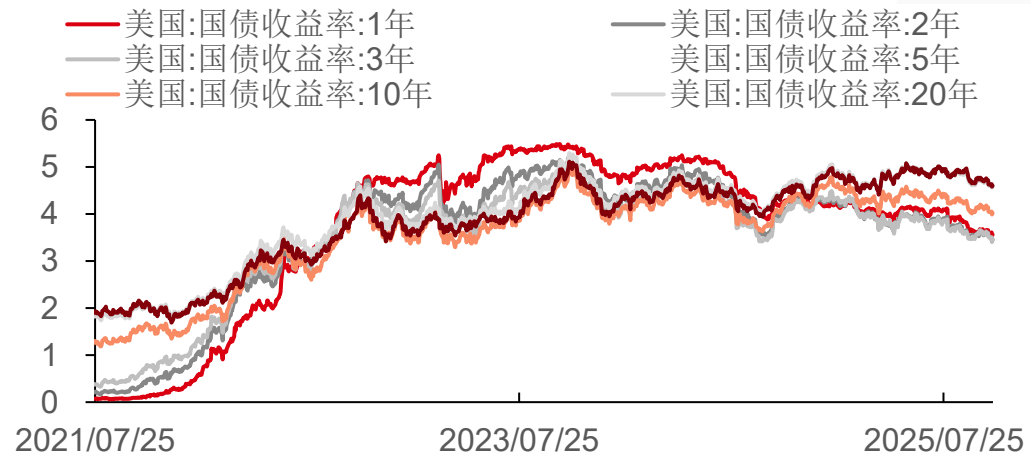
供应	中性	据 SMM 统计，周度产量小幅增加，周度总产量 2.15 万吨，环比增加11吨，其中辉石产碳酸锂 12904 吨，环比减少 220吨，云母产碳酸锂2941 吨，环比减少70 吨，盐湖产碳酸锂 3555吨，环比增加 236吨，回收产碳酸锂 2091 吨，整体来看，供应端维持小幅增加。
消费	↑	据百川数据，磷酸铁锂产量环比增加3.15%，三元材料环比增加0.51%。钴酸锂环比增加0.09%，锰酸锂环比降低0.33%，下游排产维持高位，动力电池领域订单充足，储能项目需求持续超预期，磷酸铁锂企业开工率维持在高位，六氟磷酸锂订单高位，产能较紧张。碳酸锂价格大幅上涨，下游散单采购意愿较差，刚需为主，多后点价结算。
库存	中性	根据SMM最新统计数据，现货库存为 12.05万吨，其中冶炼厂库存为 2.83万吨，下游库存为 5.88万吨，其他库存为 4.34万吨，总库存较上周降低3481 吨。下游及冶炼厂库存降低，其他库存增加，11月整体仍维持去库格局，需关注月底或12月是否出现库存拐点。
基差	↓	碳酸锂期货本周大幅上涨后高位震荡，主力合约2601本周五收于87360 元/吨，本周涨幅为6.15%，盘中最高上涨至89900元/吨，持仓量为 516778吨。SMM电池级碳酸锂指数价格85010元/吨；电池级碳酸锂8.33-8.70万元/吨，均价8.52万元/吨，上涨4750元/吨；工业级碳酸锂8.23-8.33万元/吨，均价8.28万元/吨，上涨4600元/吨。目前期货升水电碳 2210元/吨。
利润	中性	锂矿价格跟随碳酸锂期货波动，部分锂矿贸易库存见底，市场精矿供应偏紧。碳酸锂价格下跌，行业利润略有下降，但整体仍有盈利空间，厂家生产意愿维持强劲。回收端原料难寻，盈利困难。
宏观	中性	利率方面，美联储内部存在显著分歧：美联储洛根周五再次暗示，她将反对美联储在12月份降息，此前她曾反对美联储在10月份降息，因为担心通胀过高，趋向上升，要达到美联储的2%目标需要太长时间；此外还有多名美联储理事释放偏鹰信号。而与此对应的是，美联储理事米兰表示，近期的经济数据支持了美联储降息的理由，并补充称就业市场数据已经走弱。整体看12月降息与否仍不确定。美国政府方面，停摆事件行至尾声，美国劳工统计局周五表示，将在下周四公布备受关注的9月就业形势报告。该报告原定于10月3日发布，但由于43天的政府停摆而被推迟。数据公布后或对美联储未来降息节奏提供方向指引。
评价/策略	中性	本周期货盘面大涨后高位震荡，盘面偏强运行主要受消费持续超预期影响，库存持续去化。目前消费端支撑现货价格，期货盘面受到消息扰动及资金情绪影响较大，振幅较大，目前储能及动力电池旺季消费端支撑现货价格，但后续矿端若复产，叠加12月消费存在较大转弱可能，若矿端复产进度较快，盘面有较大回落可能，8.5万以上追涨需谨慎。。



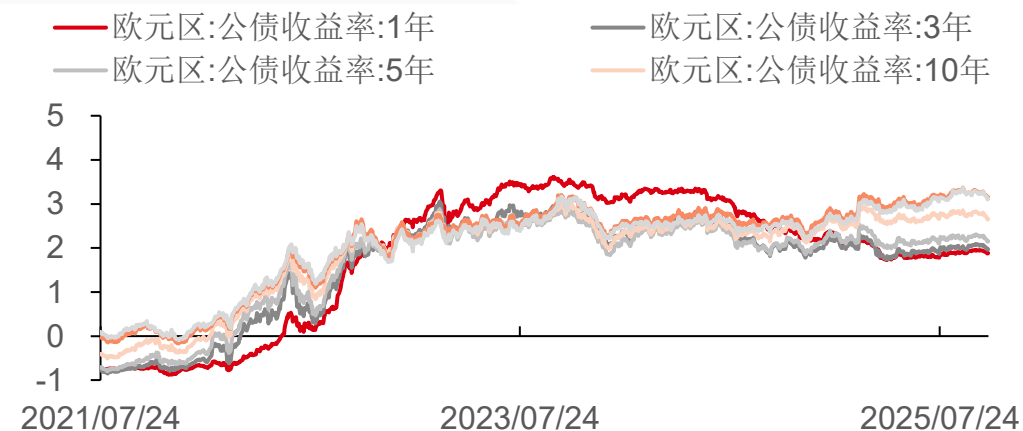
三、相关数据跟踪



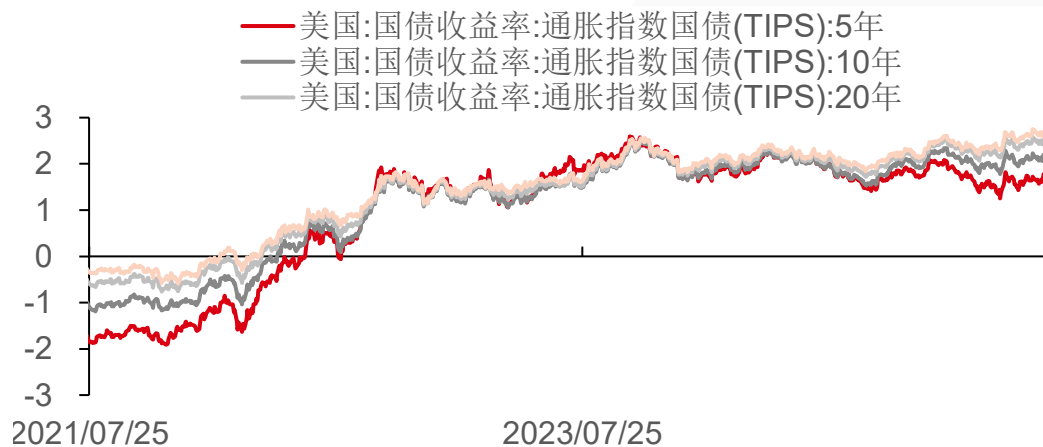
美债收益率 (%)



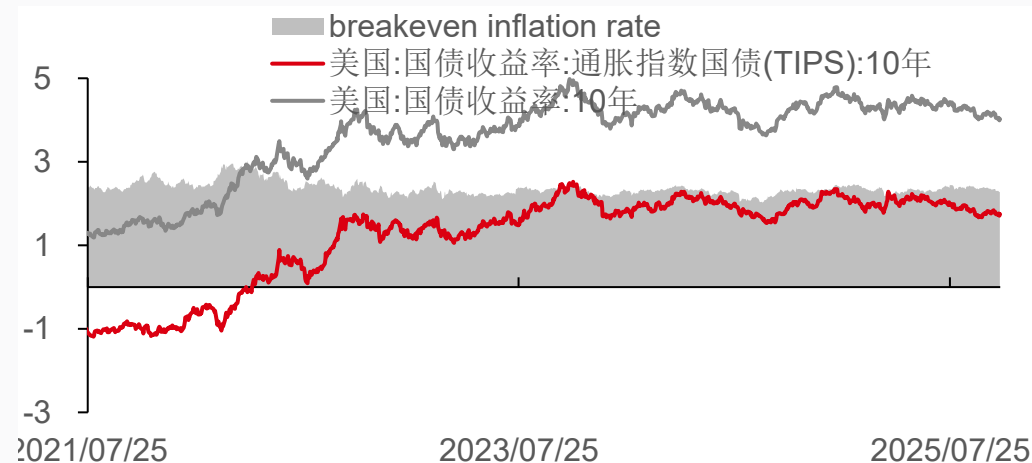
欧债收益率 (%)



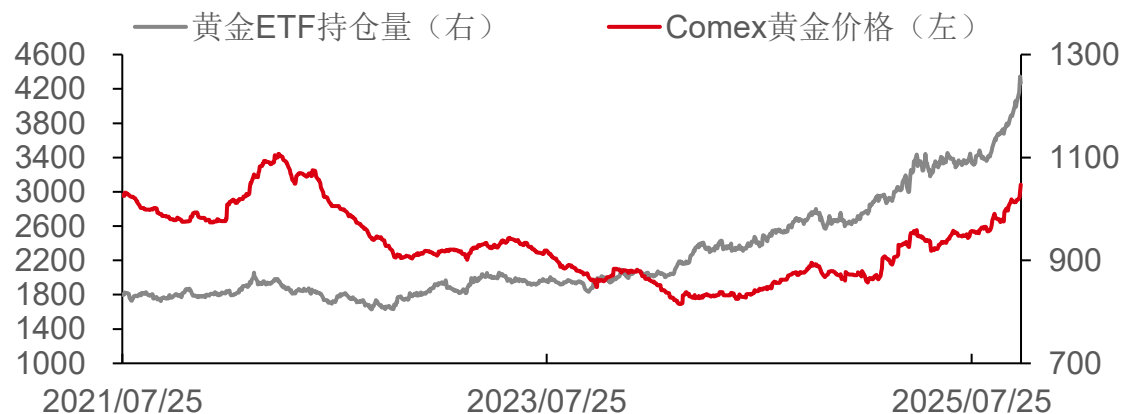
TIPS收益率 (%)



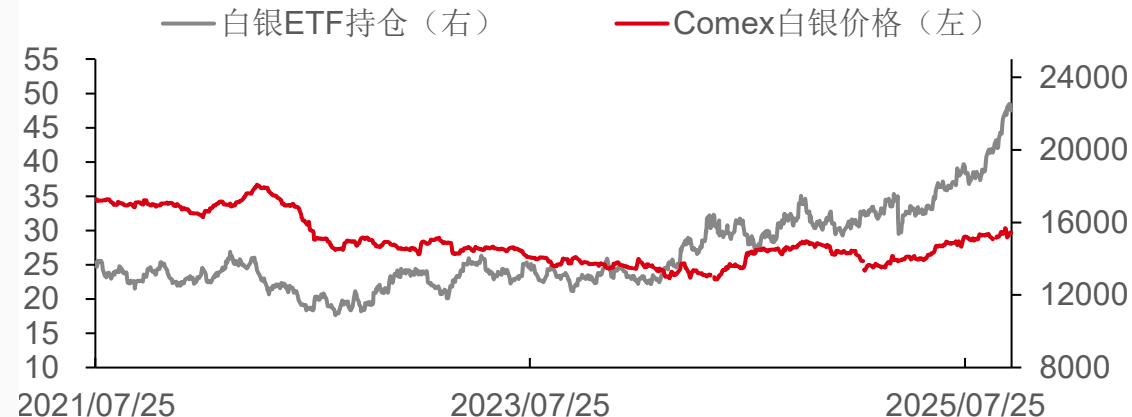
Breakeven inflation rate (%)



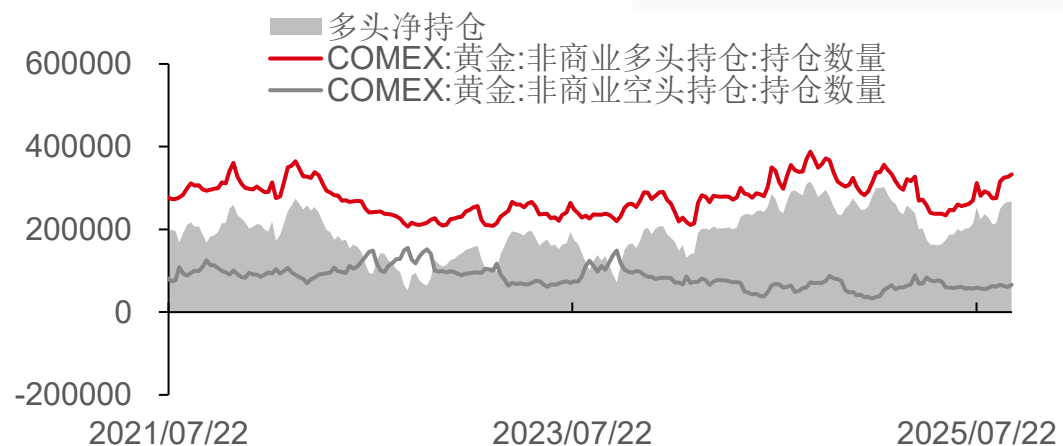
黄金ETF持仓 (吨)



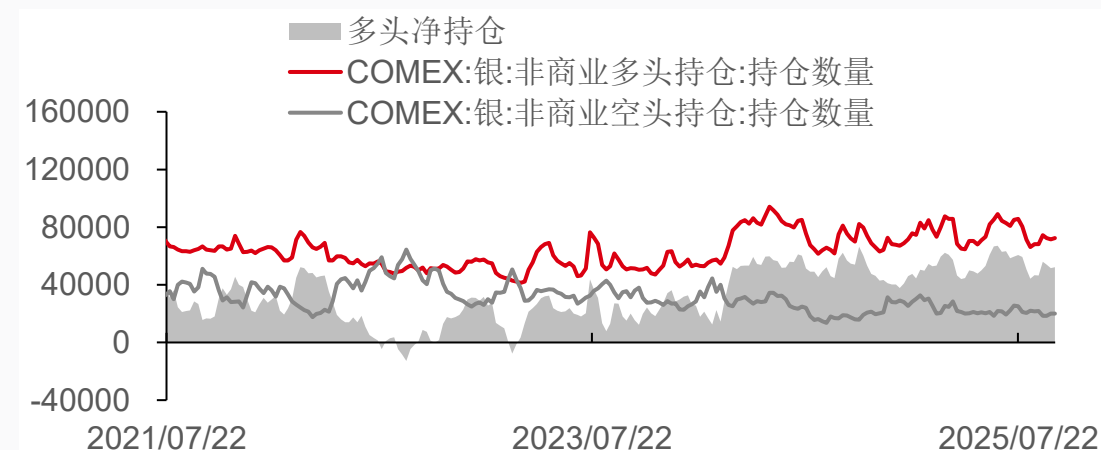
白银ETF持仓 (吨)



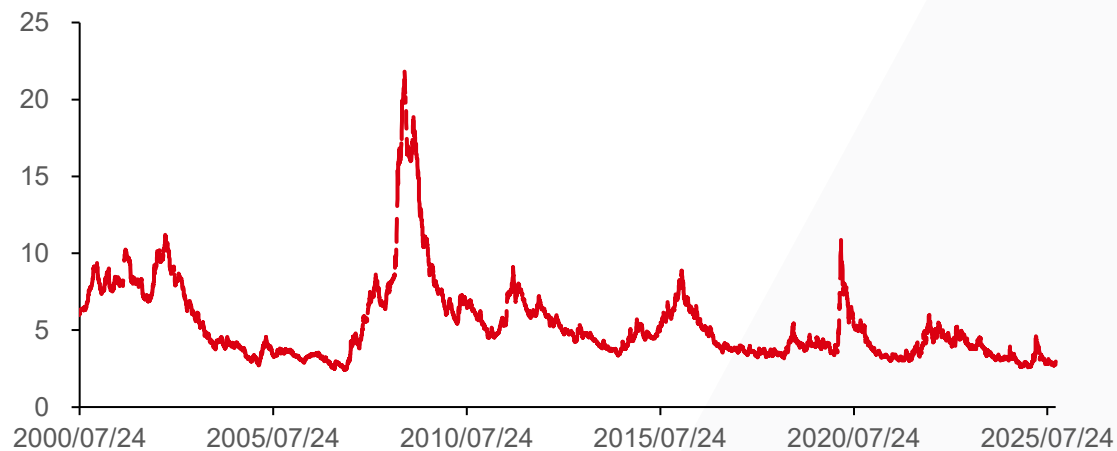
黄金CFTC持仓 (张)



白银CFTC持仓 (张)



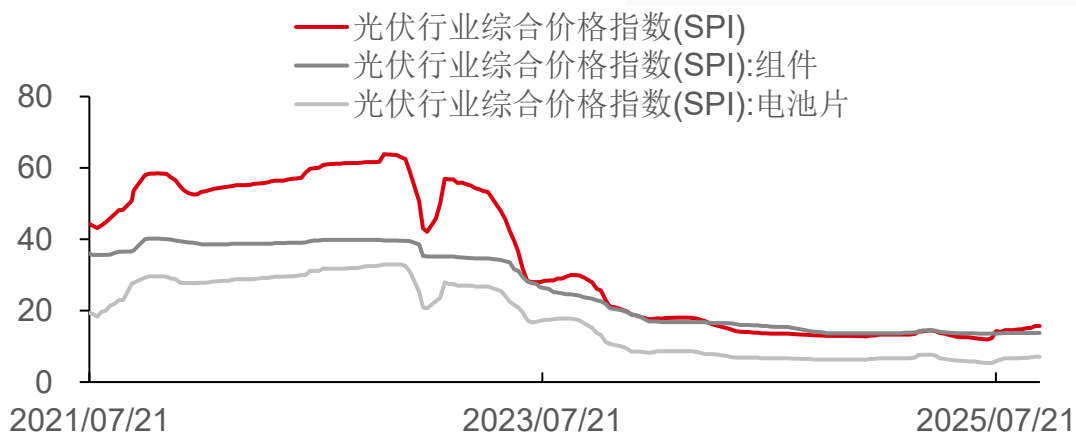
美国高收益债券利差 (%)



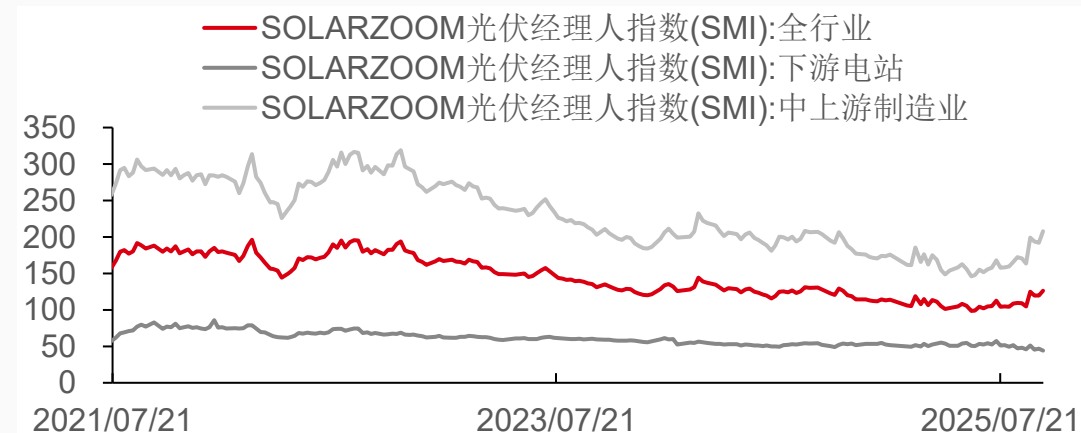
VIX指数 (点)



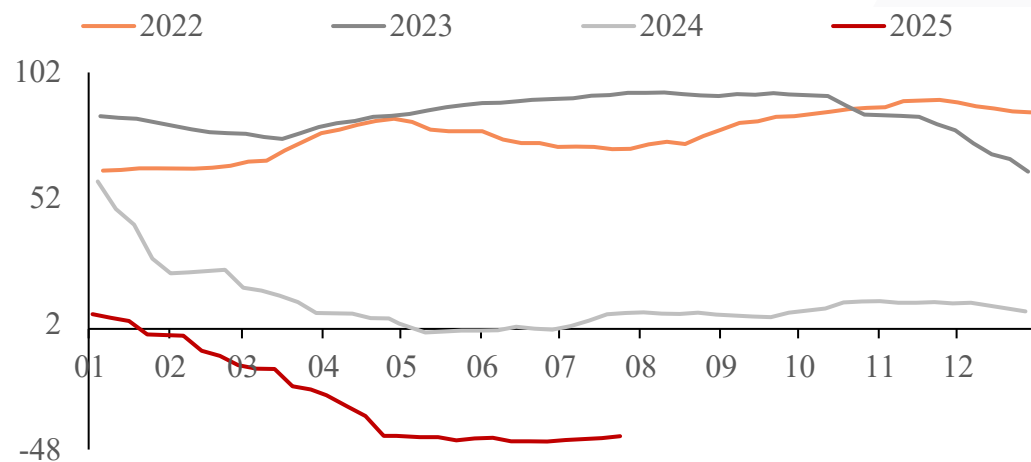
光伏价格指数 (点)



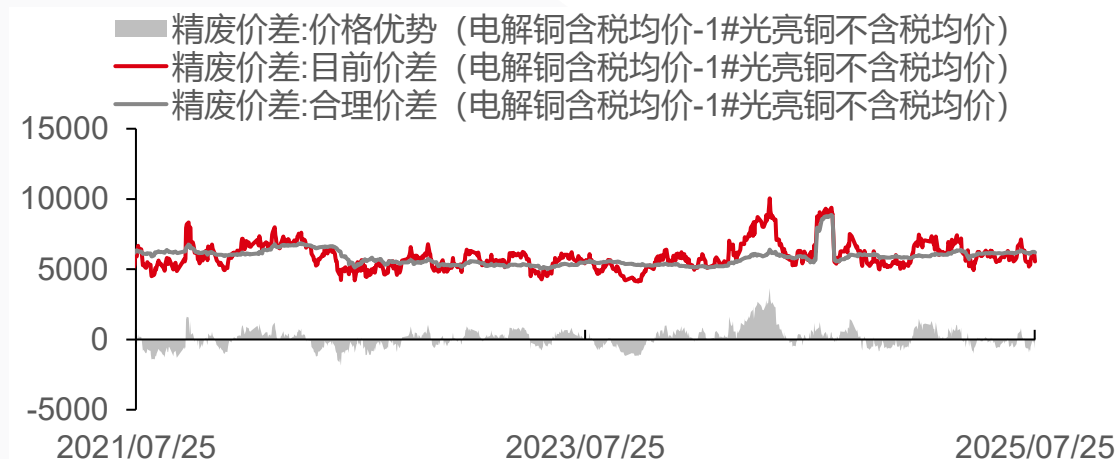
光伏经理人指数 (点)



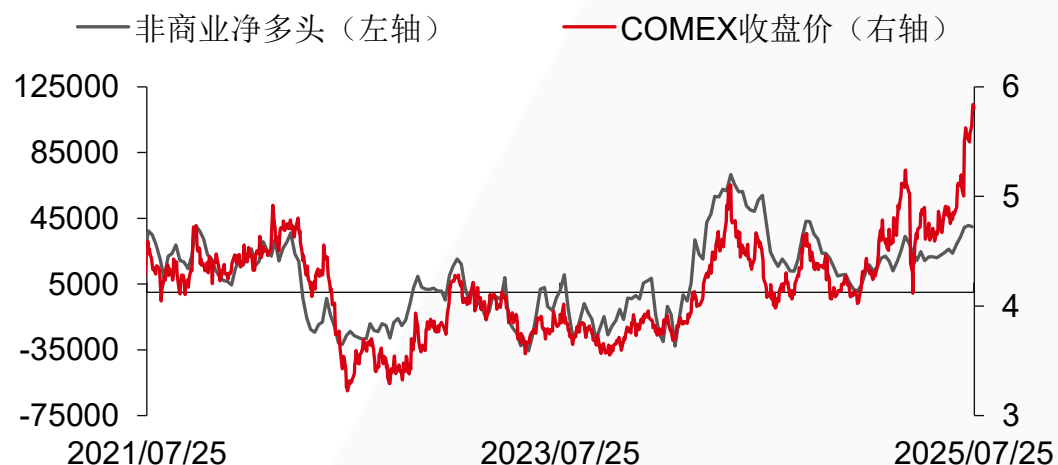
TC价格指数 (点)



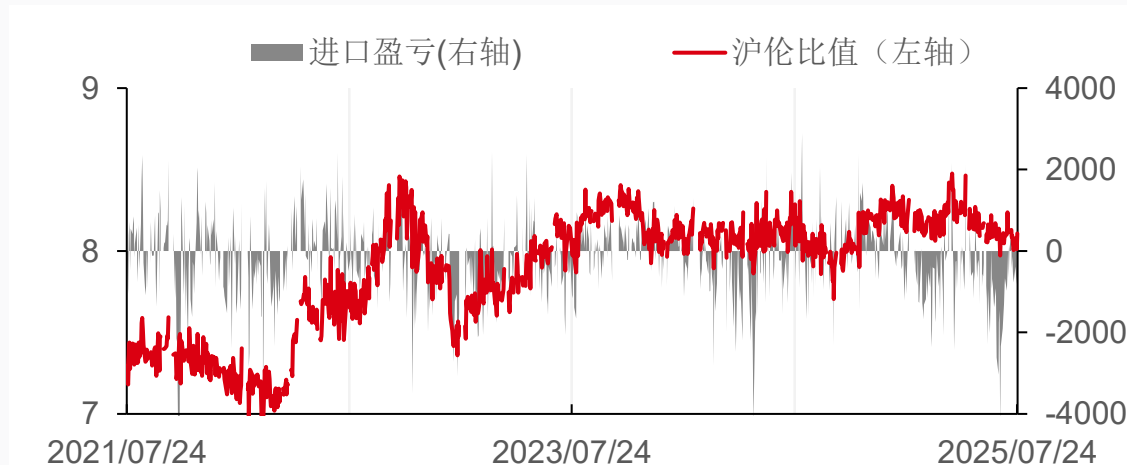
精废价差 (元/吨)



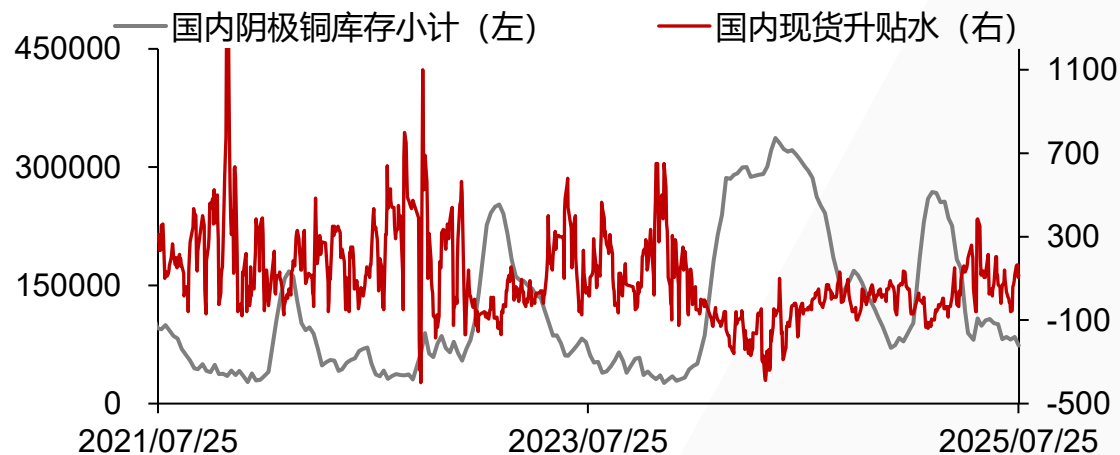
CFTC铜持仓 (张)



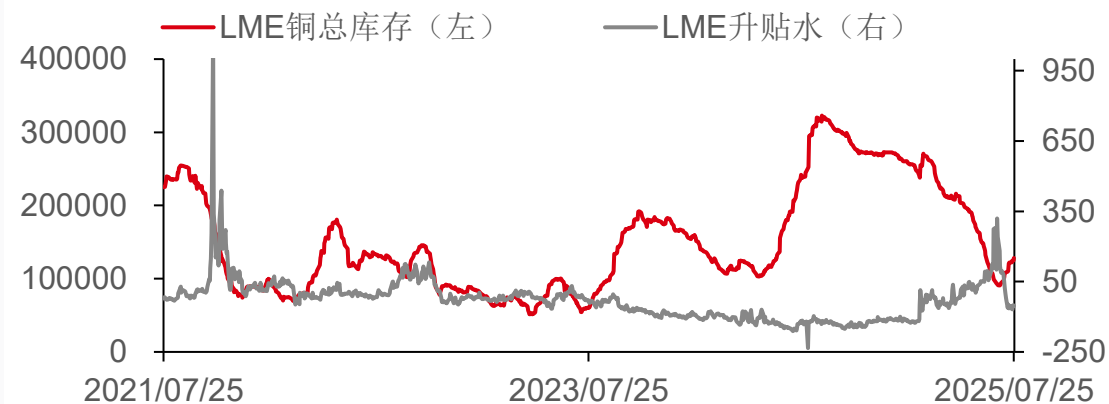
进口盈亏 (元/吨)



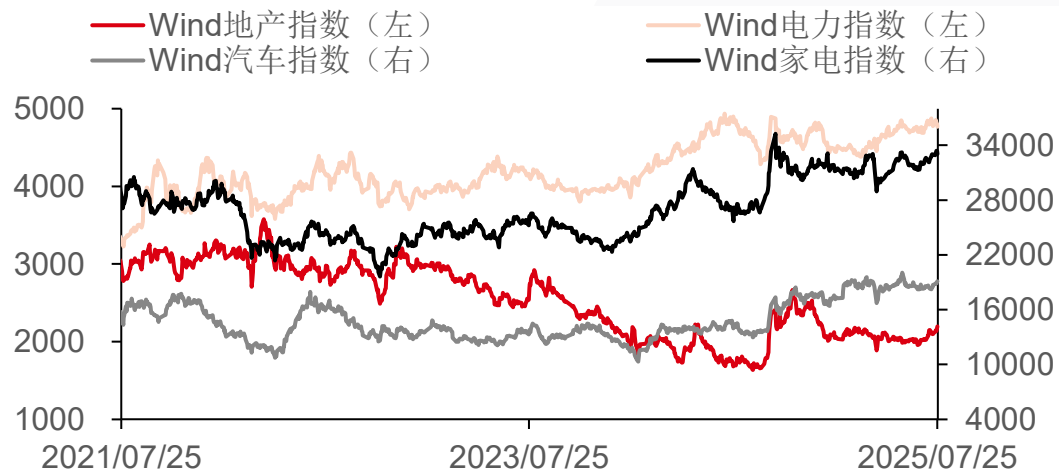
国内库存及升贴水 (吨, 元/吨)



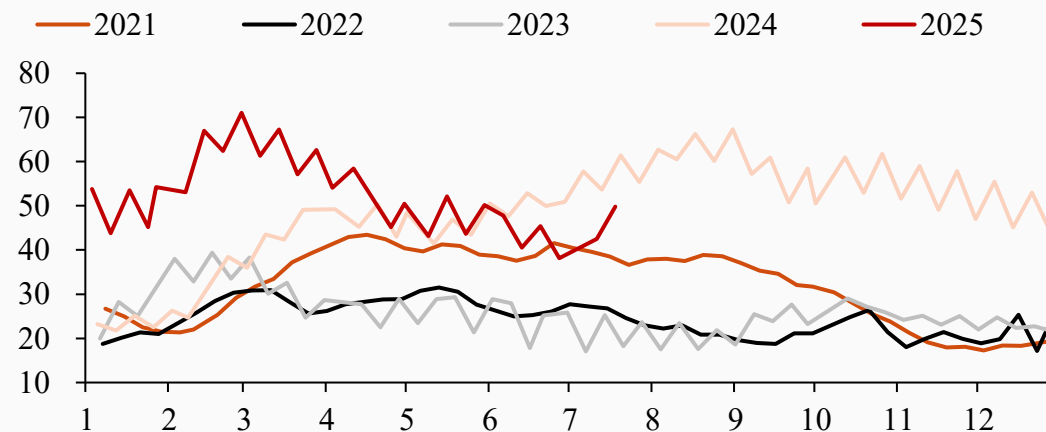
伦铜库存与升贴水 (吨, 美元/吨)



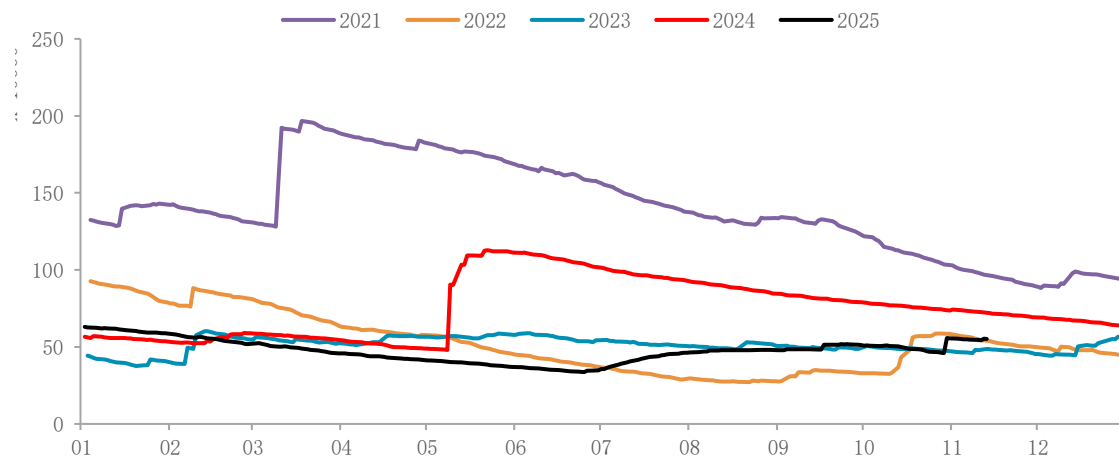
下游板块指数 (点)



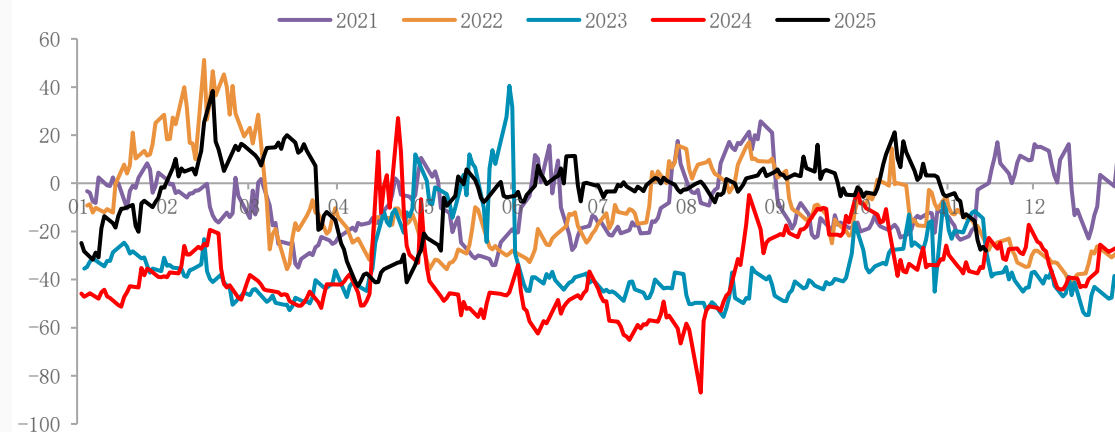
铜全球含上海保税区库存 (万吨)



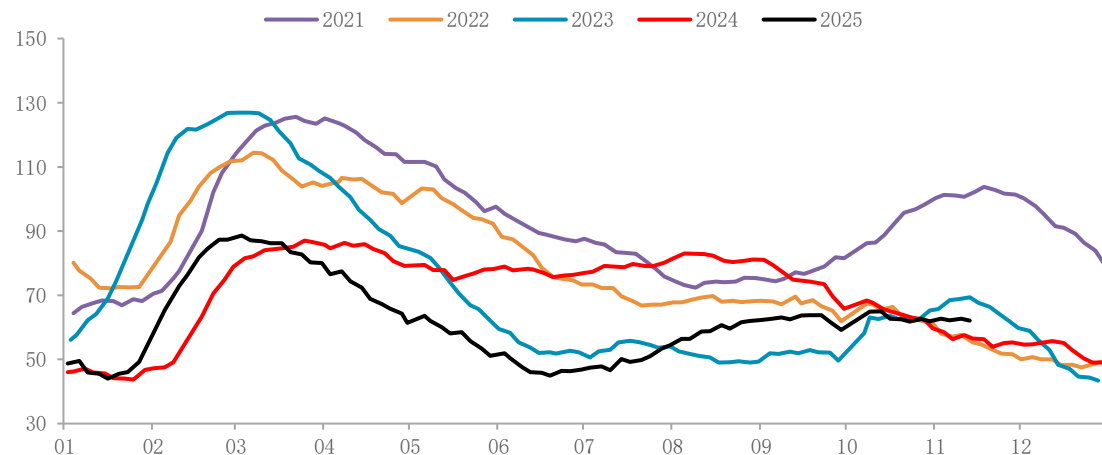
伦铝季节性库存 (万吨)



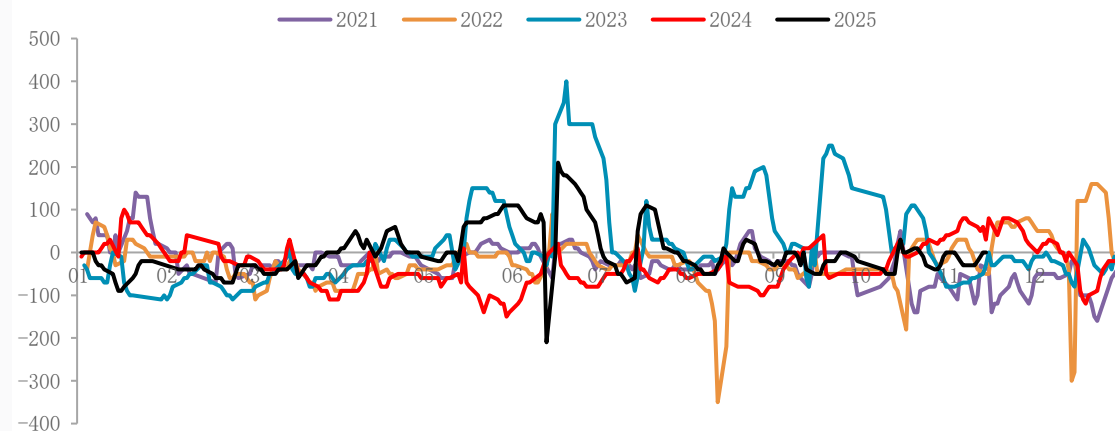
伦铝(0-3)升贴水 (美元/吨)



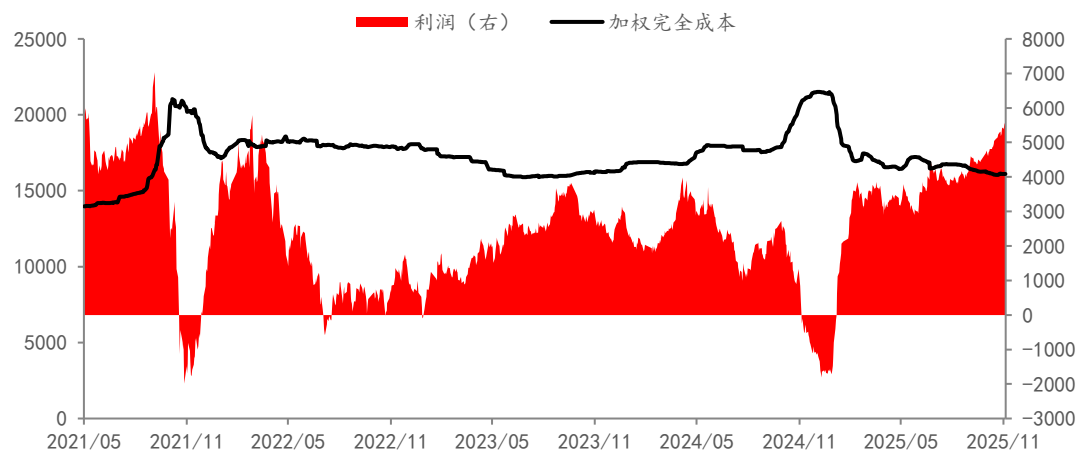
中国铝季节性社会库存 (万吨)



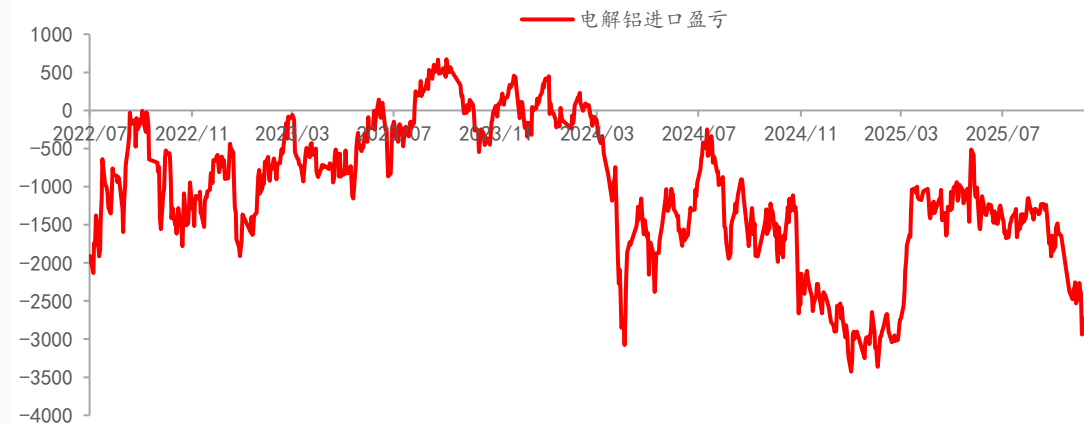
SMM铝锭季节性升贴水 (元/吨)



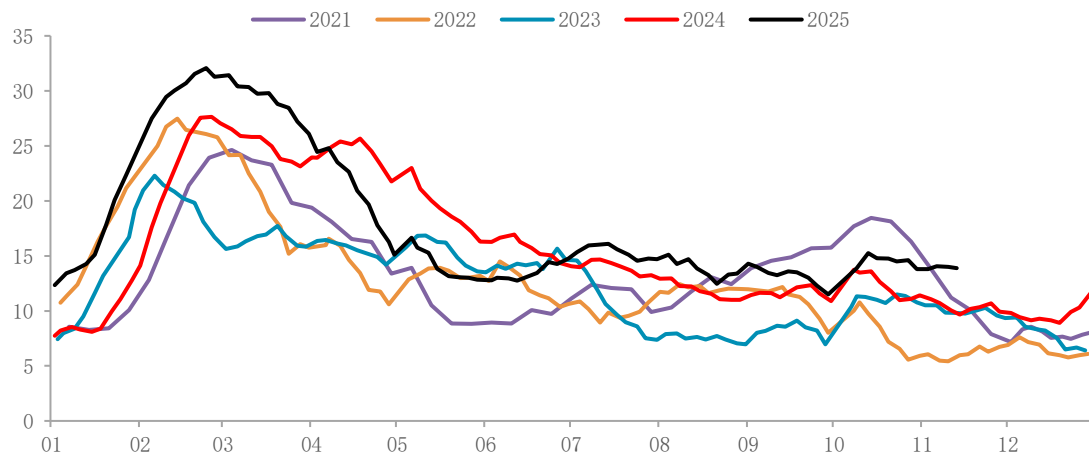
电解铝成本利润 (元/吨)



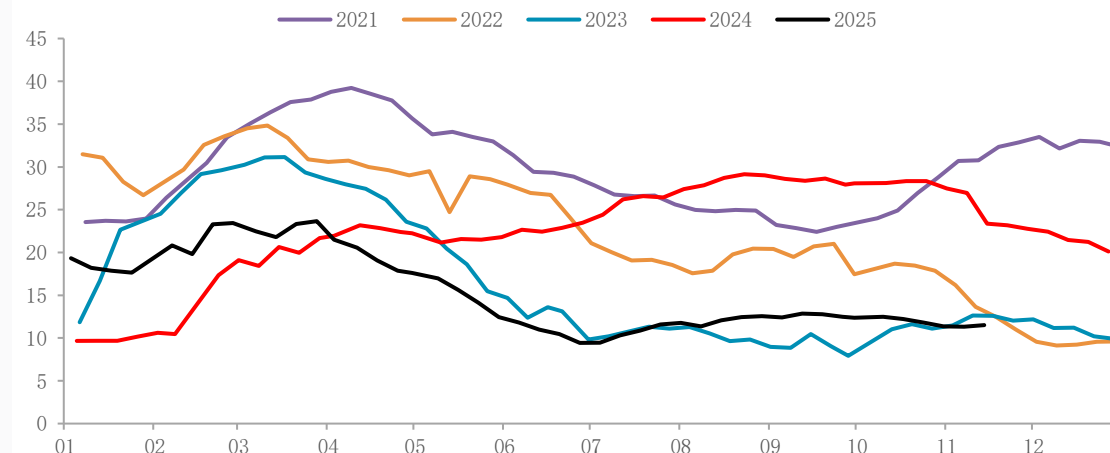
电解铝进口盈亏 (元/吨)



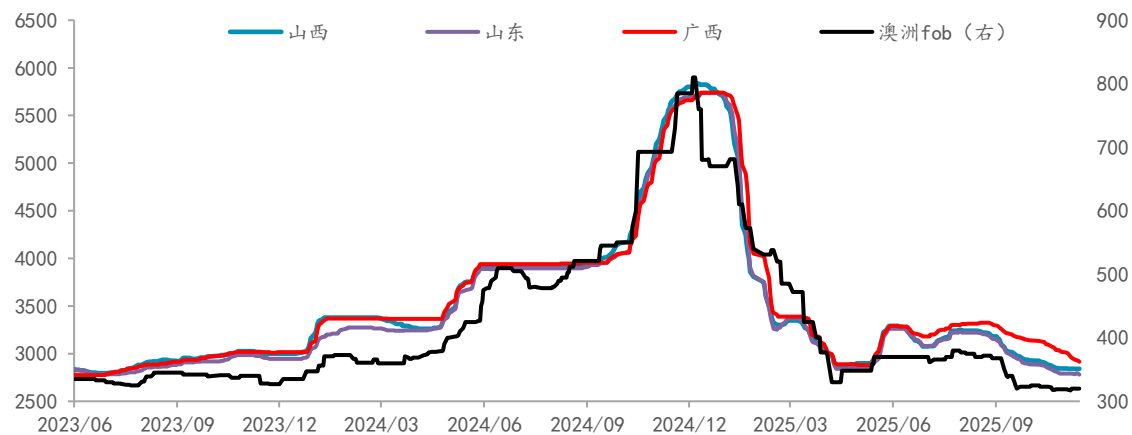
铝棒库存 (万吨)



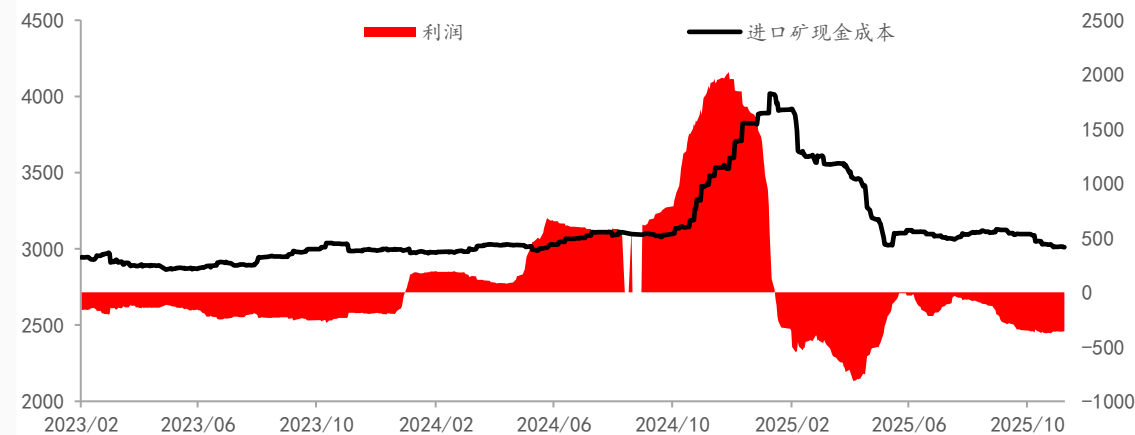
电解铝交易所库存 (万吨)



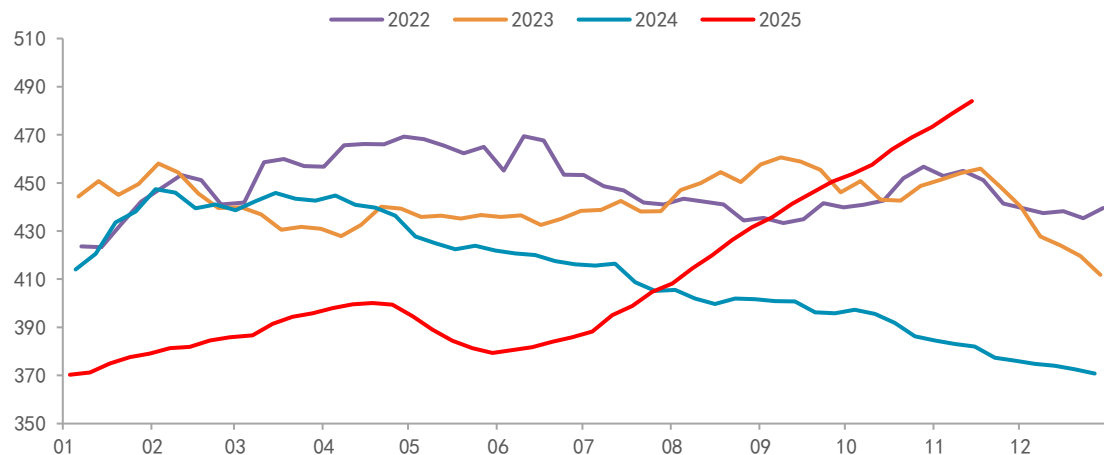
氧化铝价格 (元/吨, 美元/吨)



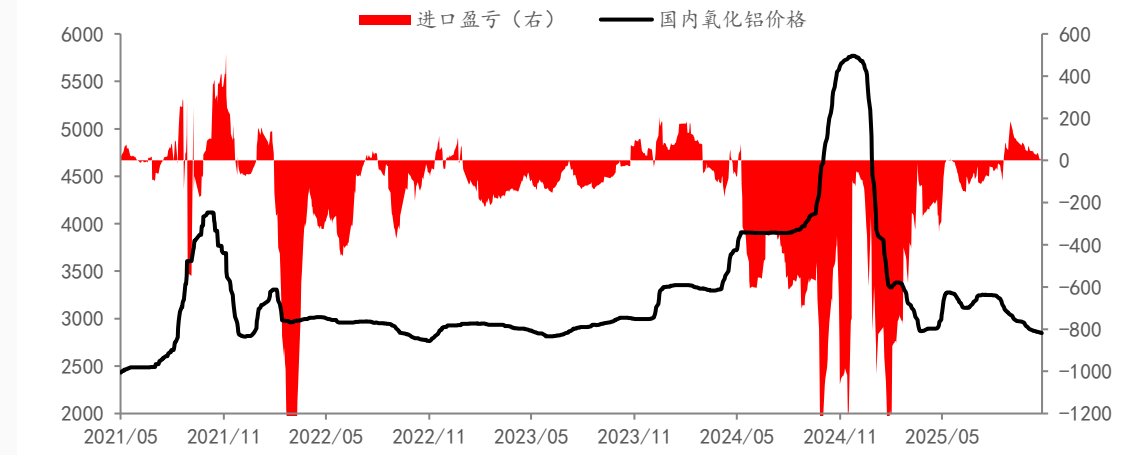
山西进口矿生产成本利润 (元/吨)



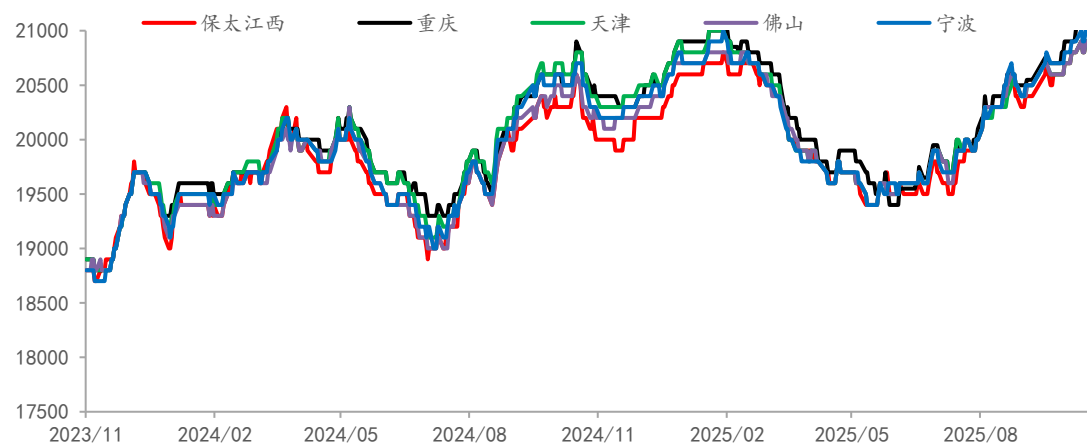
氧化铝总库存 (万吨)



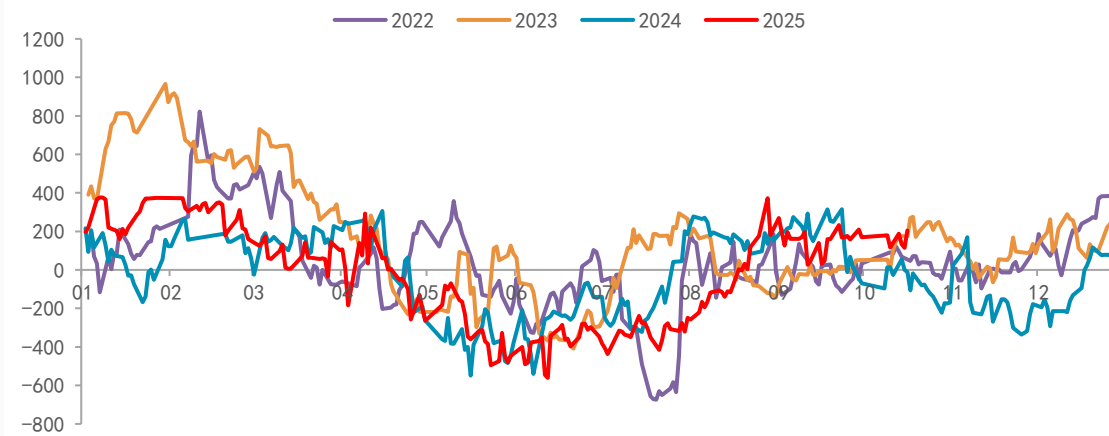
进口盈亏 (元/吨)



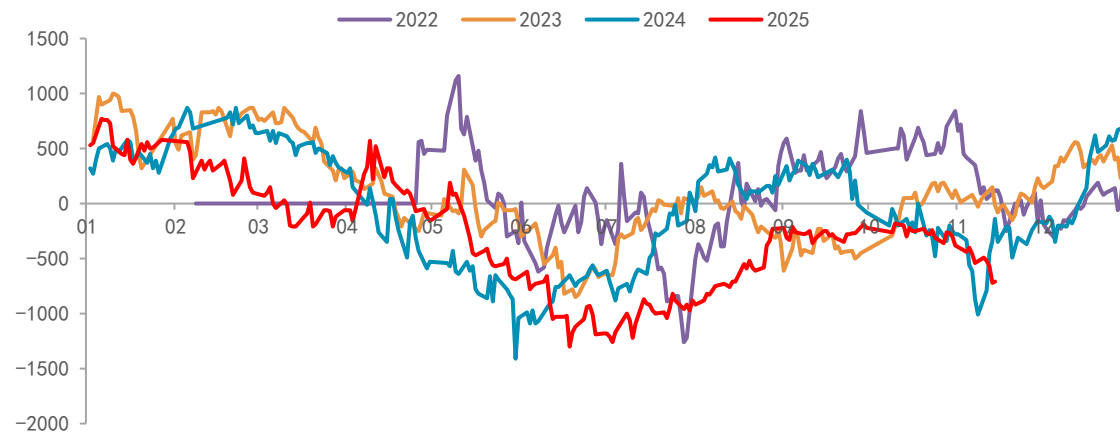
ADC12现货价格 (元/吨)



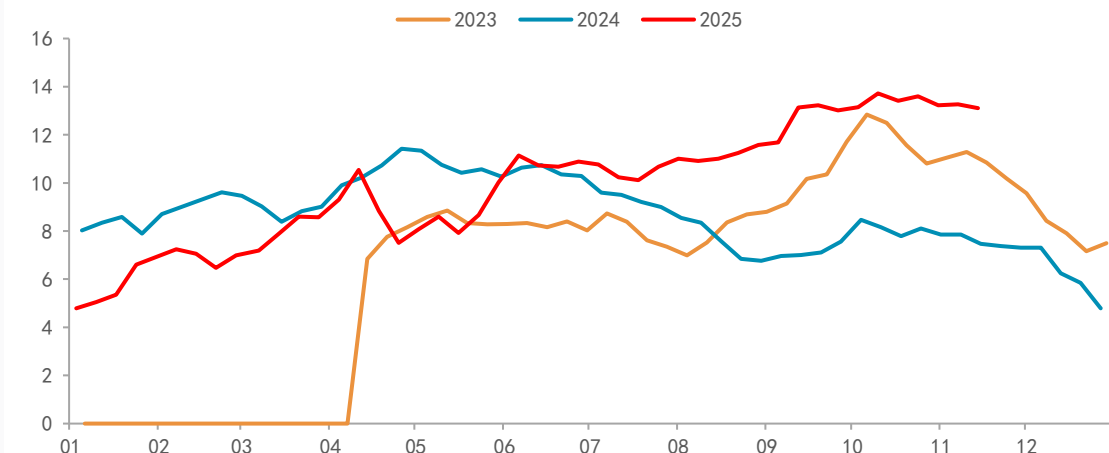
冶炼利润 (元/吨)



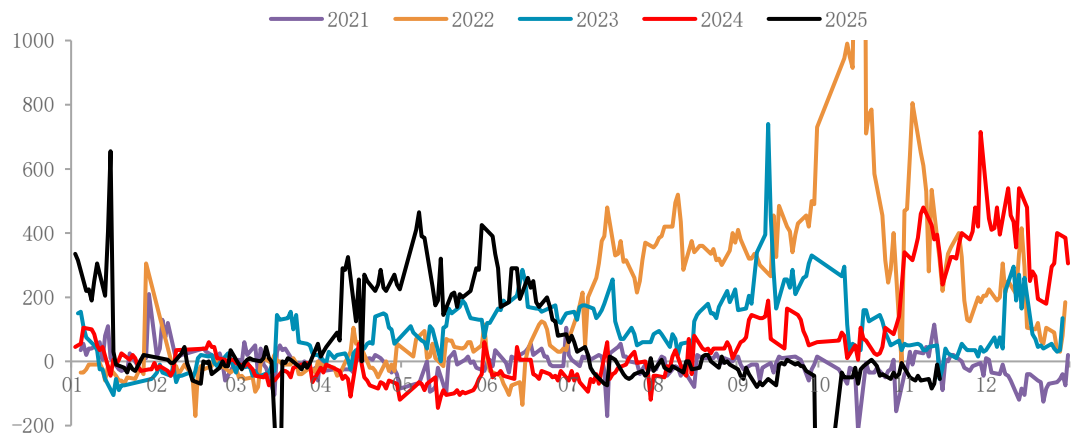
ADC12-A00华东现货价差 (元/吨)



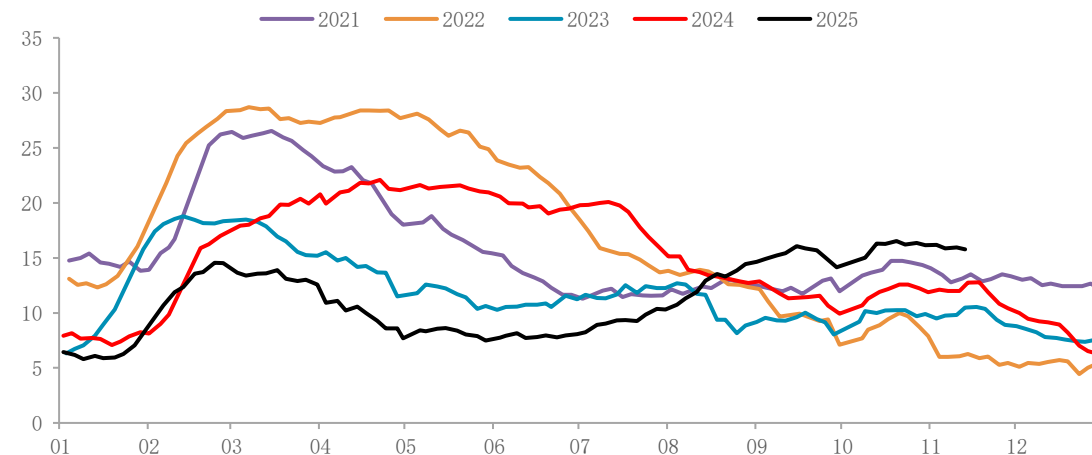
再生合金总库存 (万吨)



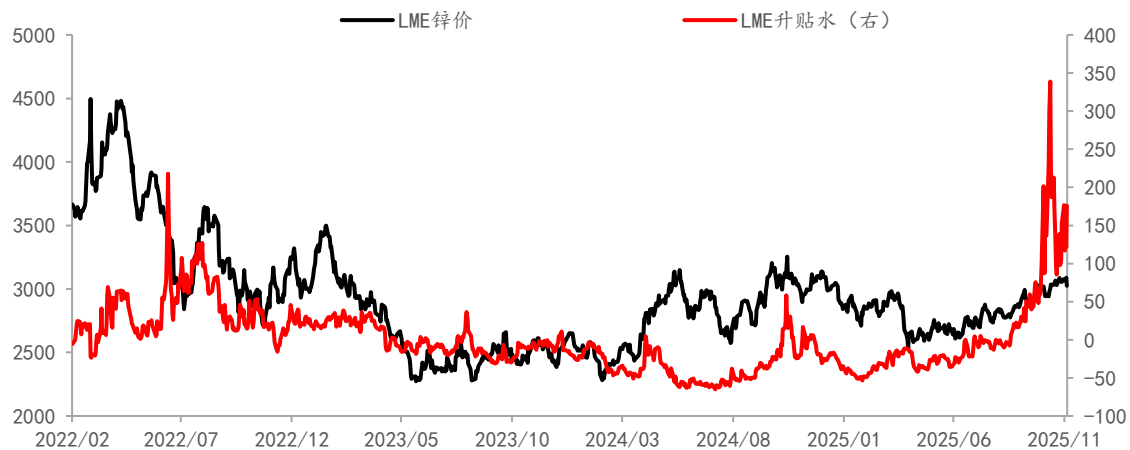
沪锌价差 (当月-连1, 元/吨)



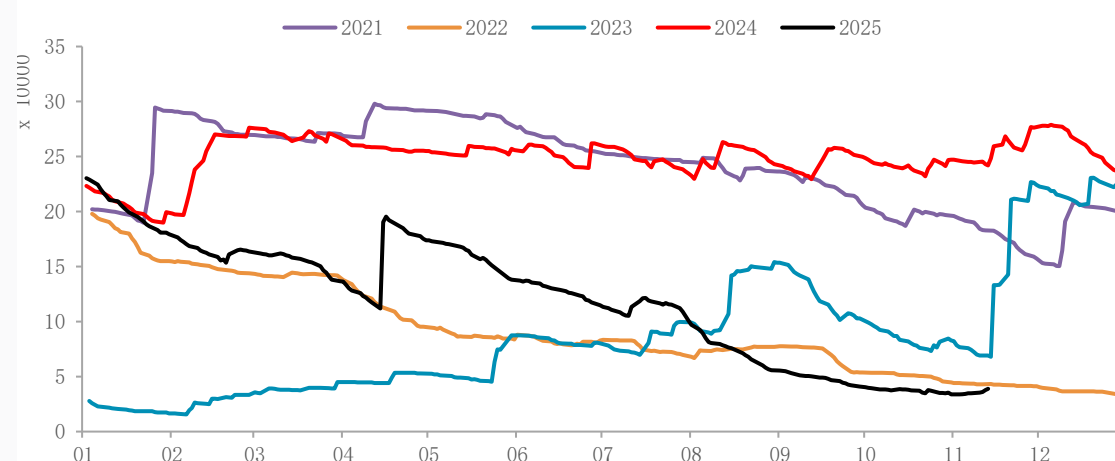
SMM七地库存 (万吨)



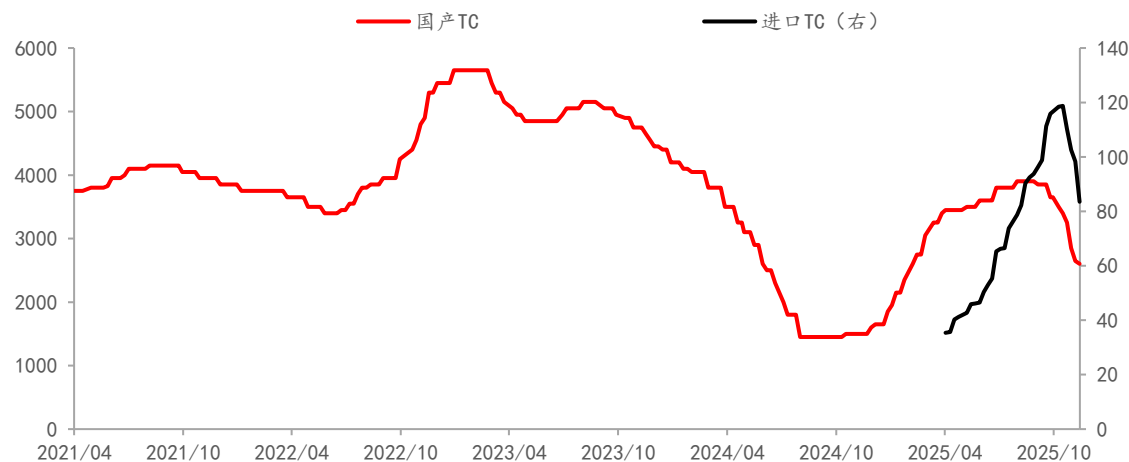
LME锌 (0-3) 升贴水 (美元/吨)



LME锌季节性库存 (吨)



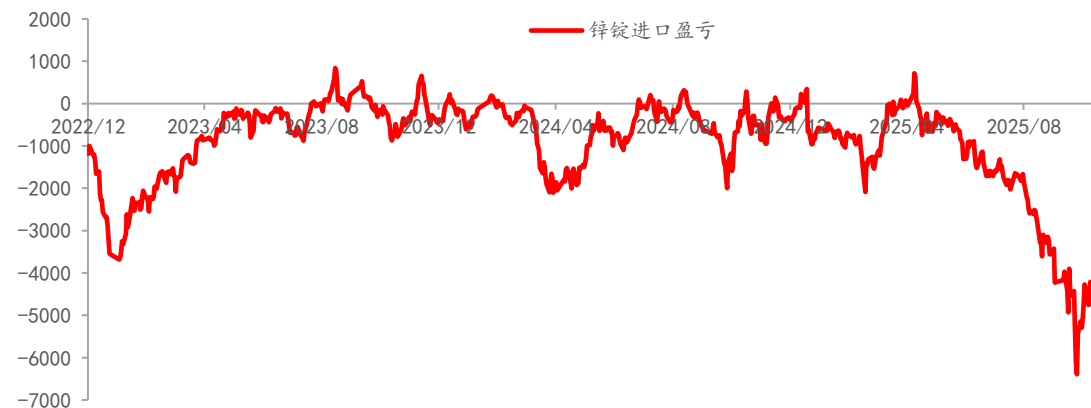
锌矿加工费 (元/吨, 美元/千吨)



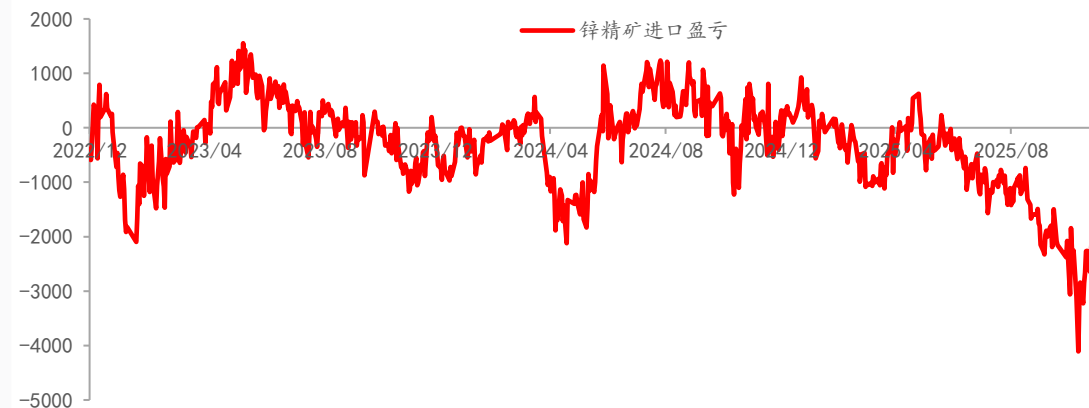
锌矿生产利润 (元/吨)



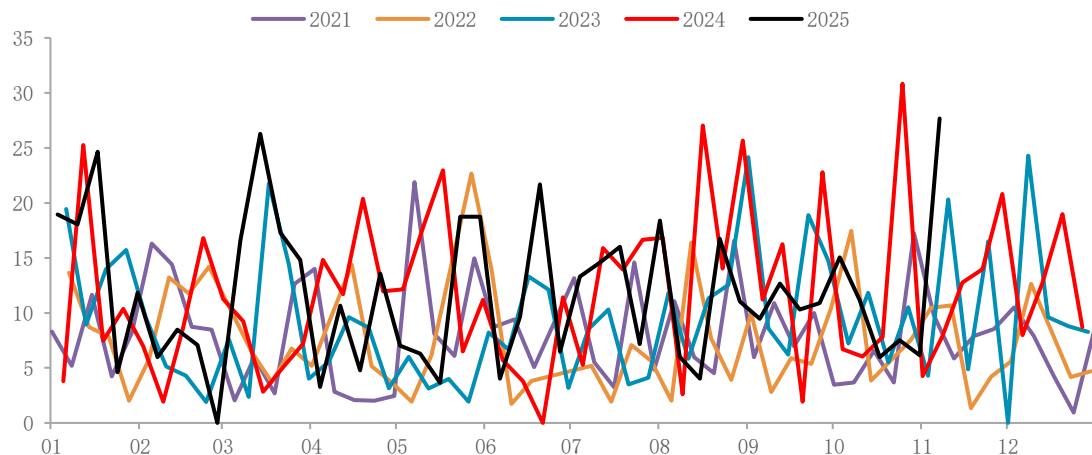
锌锭进口盈亏 (元/吨)



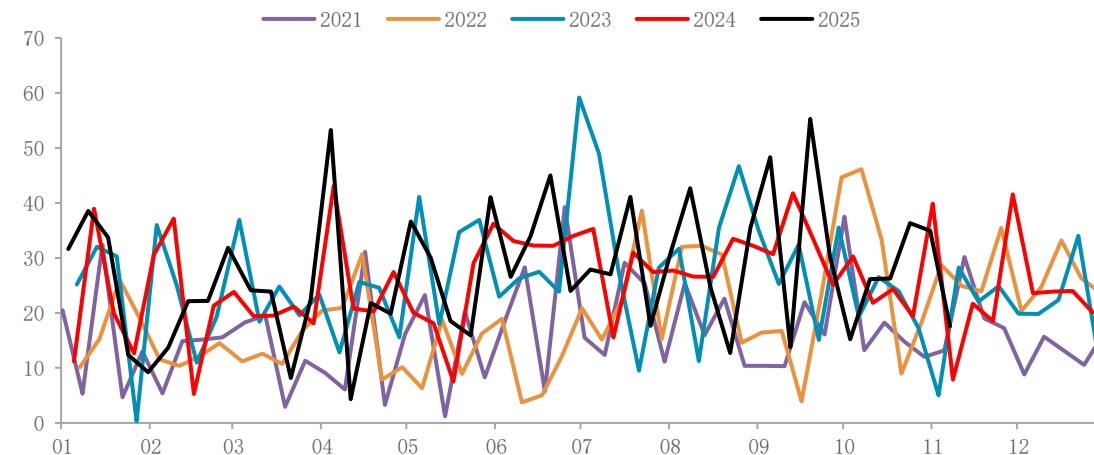
锌矿进口盈亏 (元/吨)



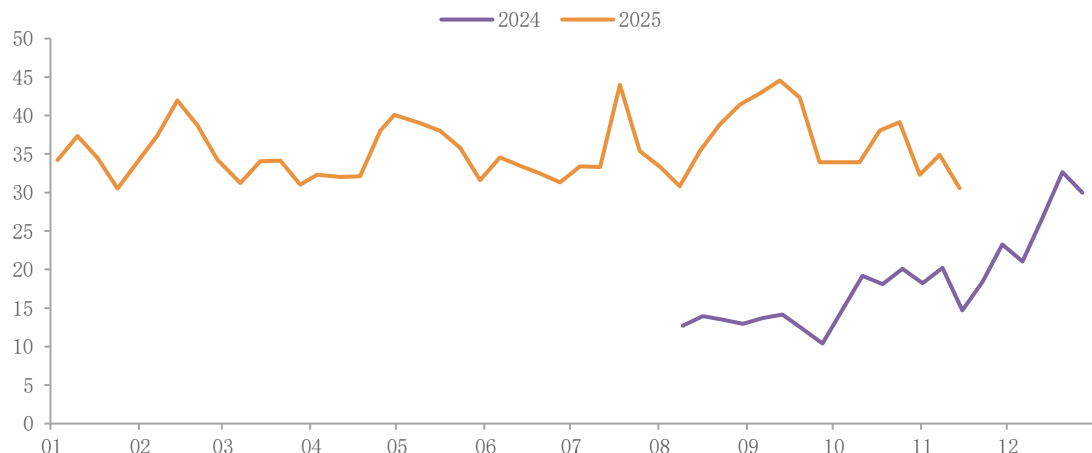
进口矿中国到港数据 (万吨)



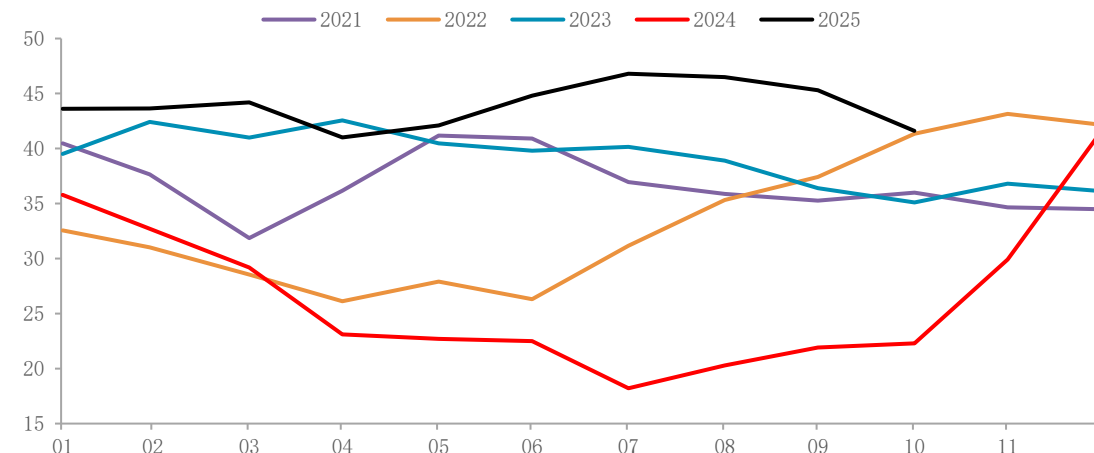
进口矿海外离港数据 (万吨)



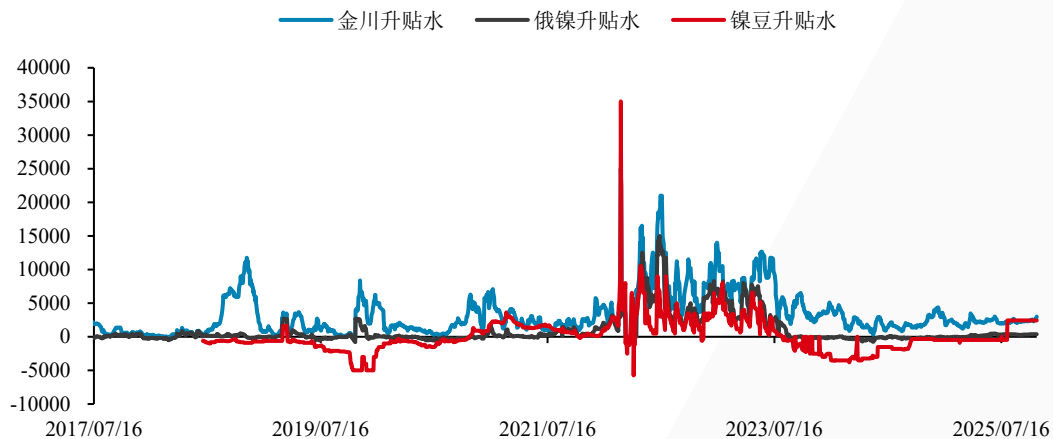
锌矿七个港口库存 (万吨)



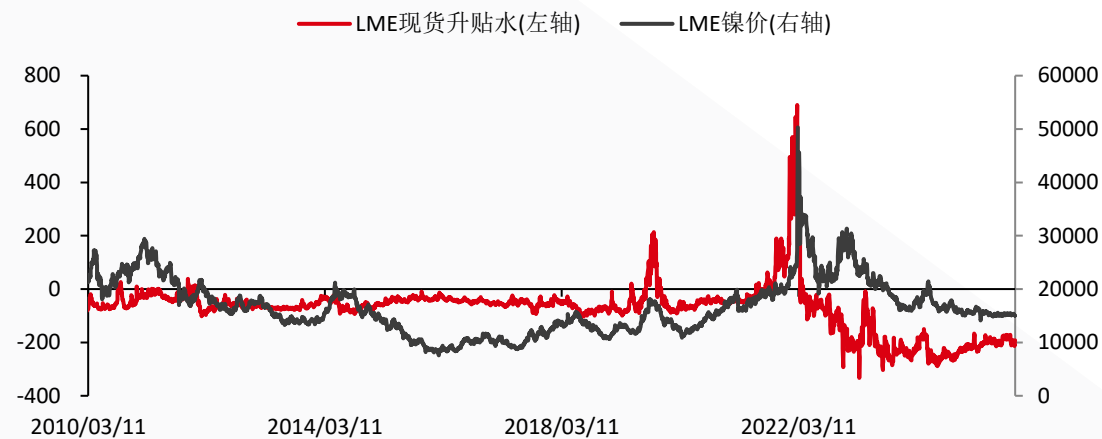
冶炼厂原料库存 (万金属吨)



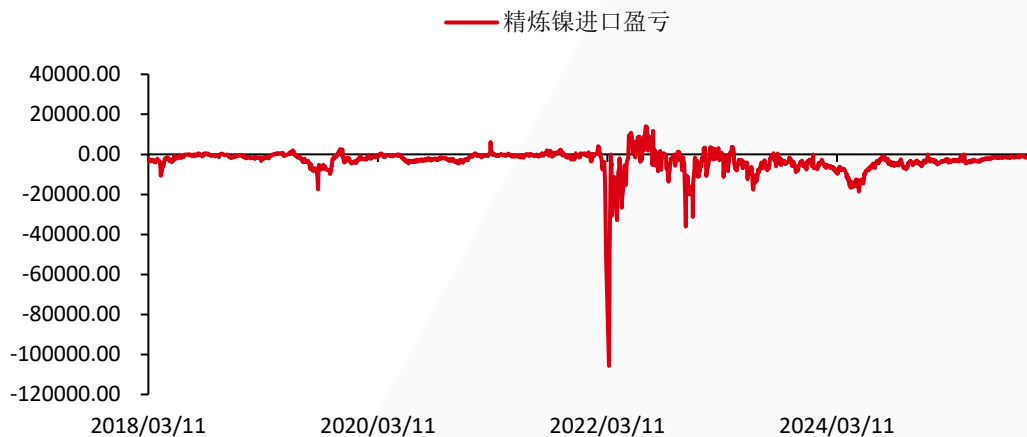
国内精炼镍升贴水 (元/吨)



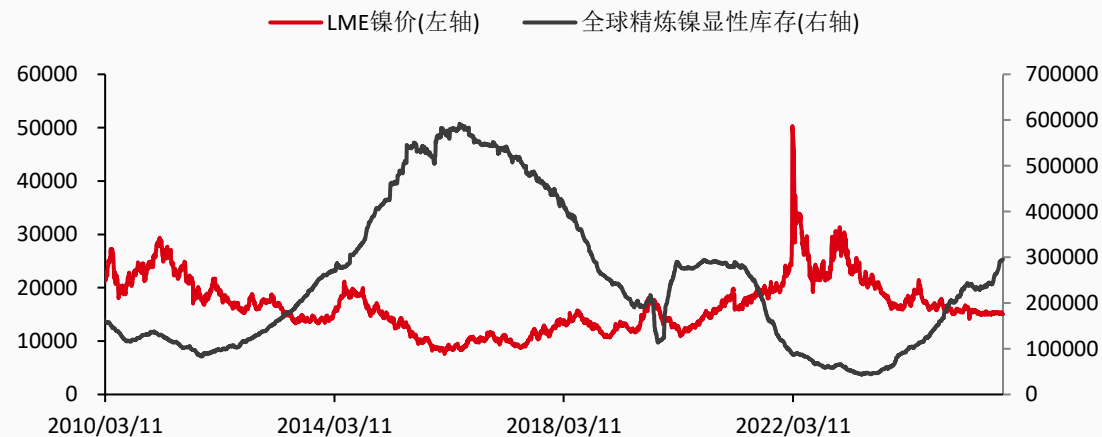
伦镍价格及升贴水 (美元/吨, 美元/吨)



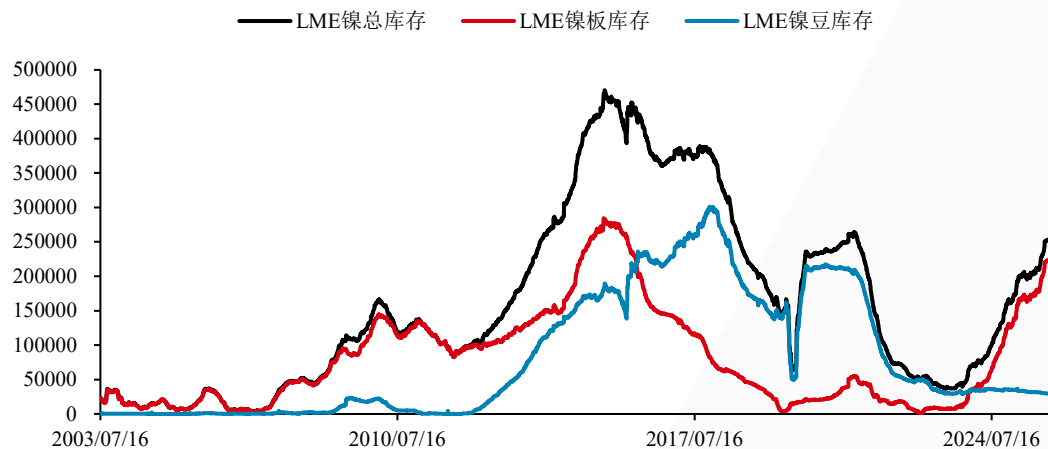
俄镍进口盈亏 (元/吨)



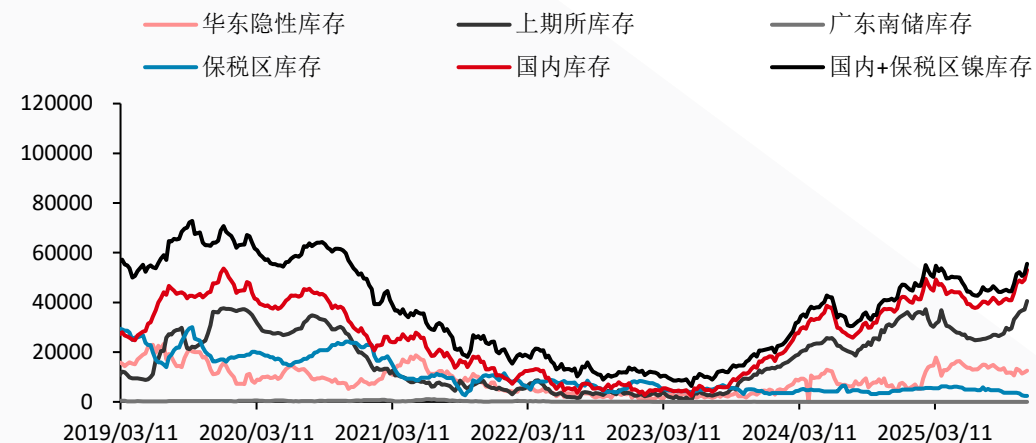
全球精炼镍显性库存 (美元/吨, 吨)



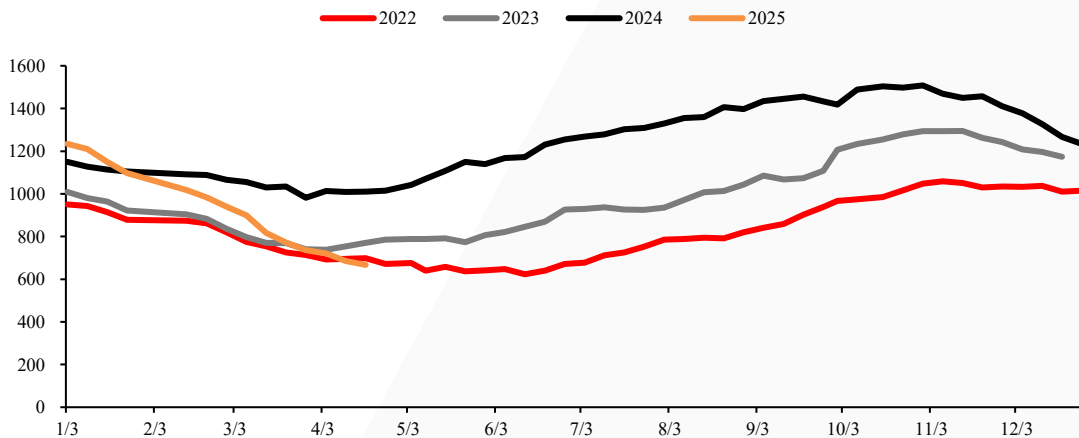
LME精炼镍库存 (吨)



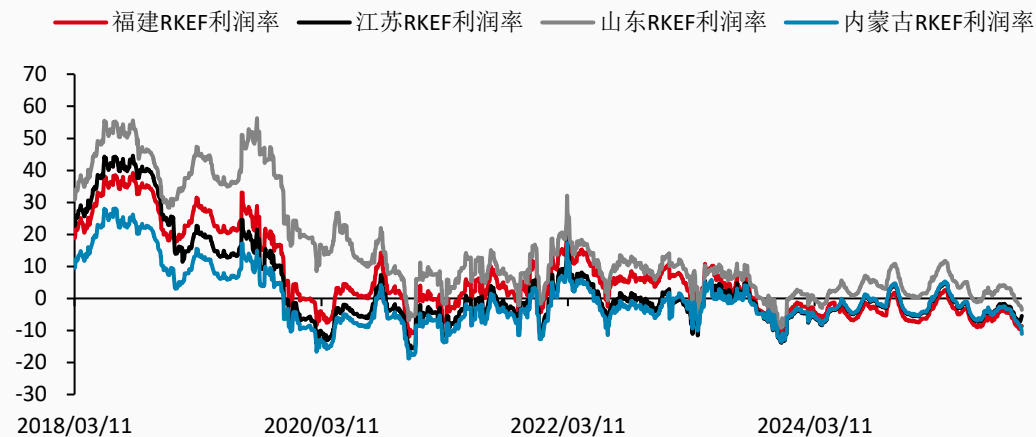
中国精炼镍库存 (吨)



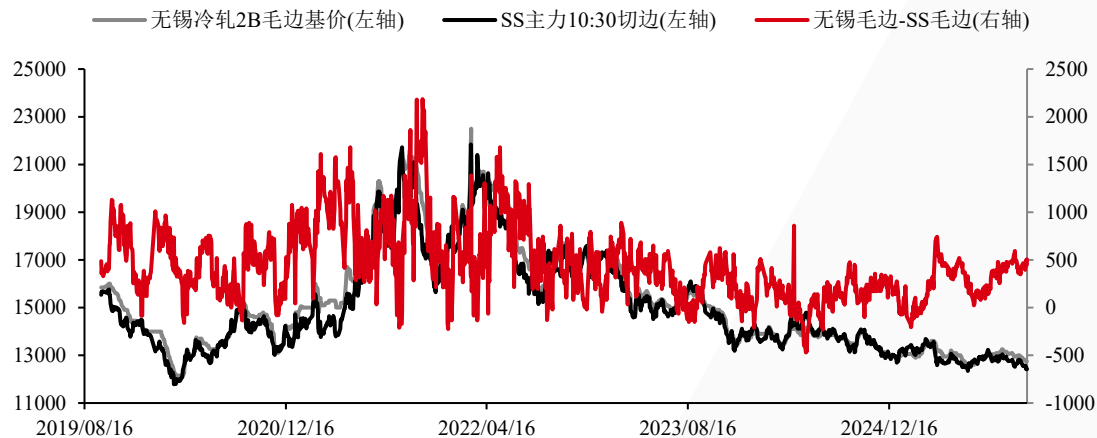
镍矿港口库存 (万吨)



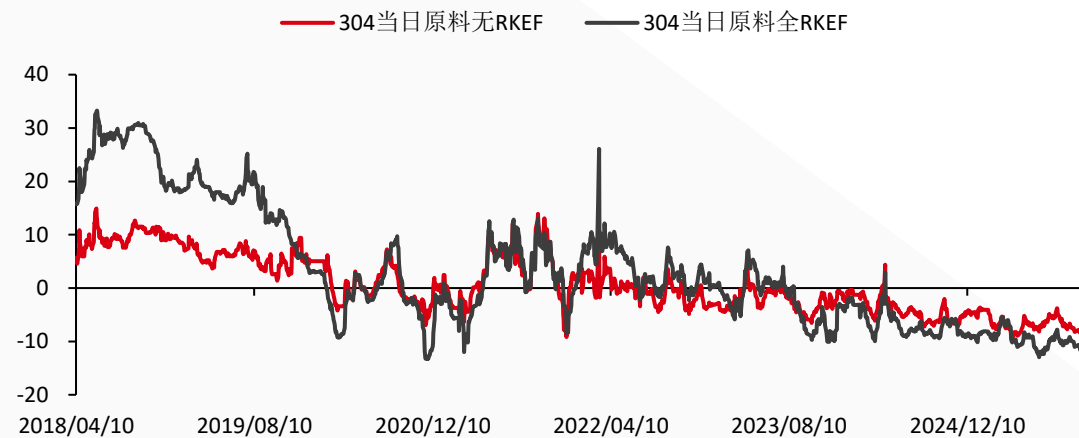
中国高镍生铁利润率 (%)



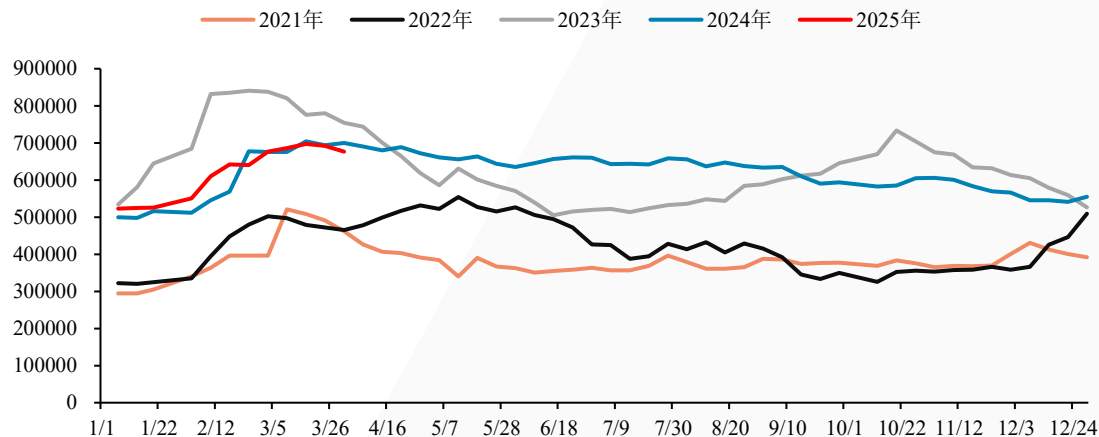
不锈钢期货现货价格与基差 (元/吨, 元/吨)



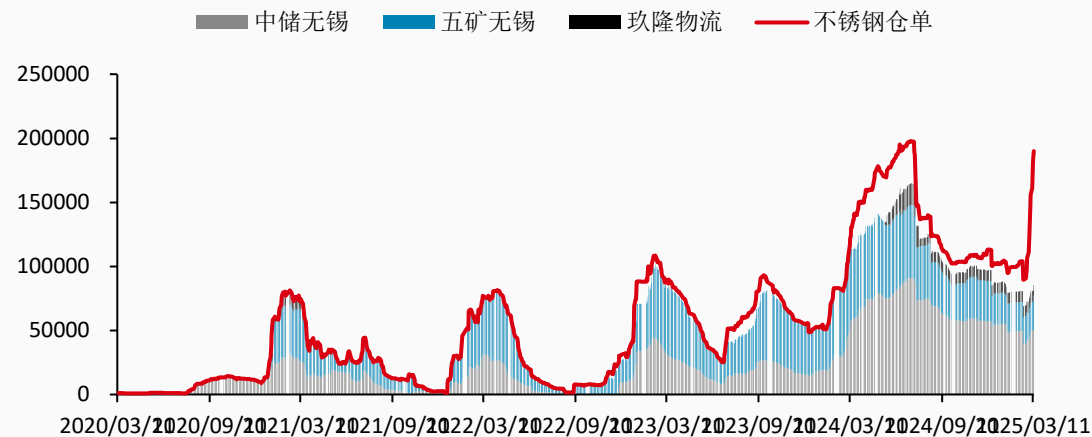
304不锈钢利润率 (%)



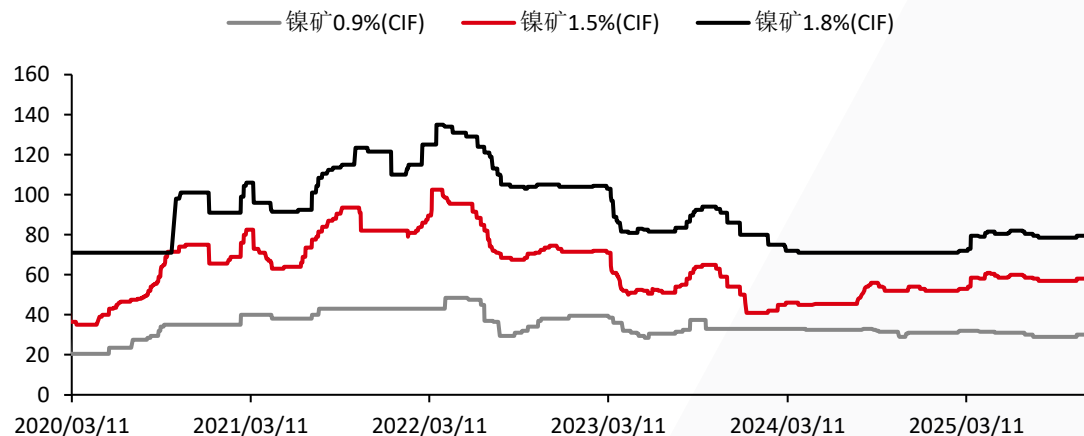
300系不锈钢库存 (吨)



不锈钢期货仓单 (吨)



镍矿价格 (美元/湿吨)



镍铁价格 (元/镍点)



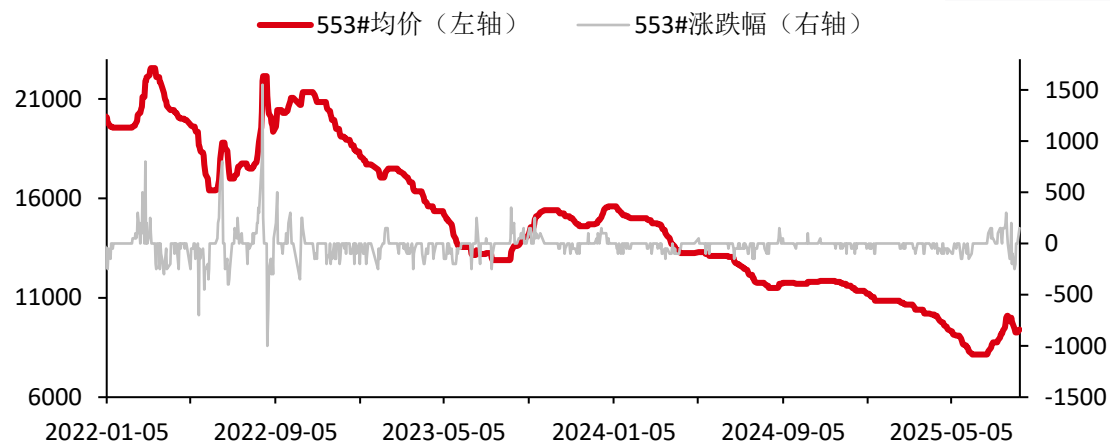
高碳铬铁价格 (元/基吨)



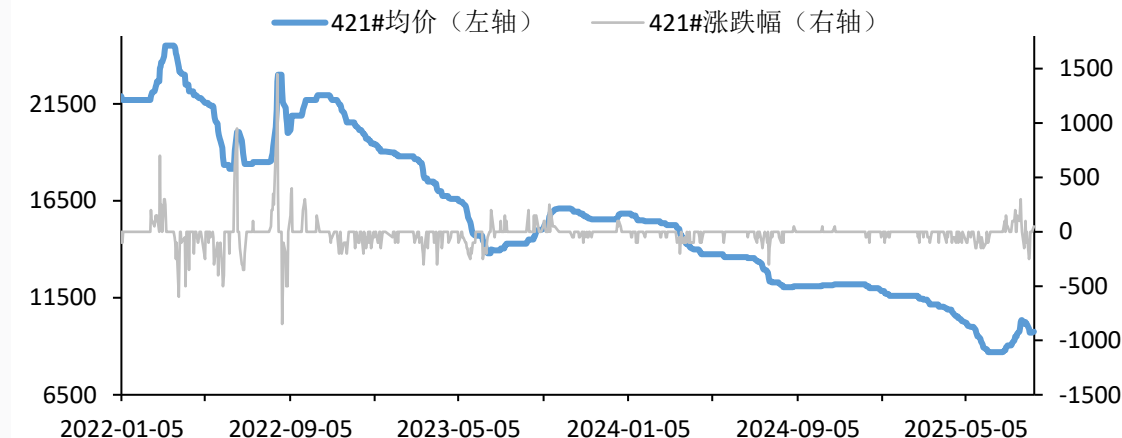
镍不锈钢比值 (元/吨)



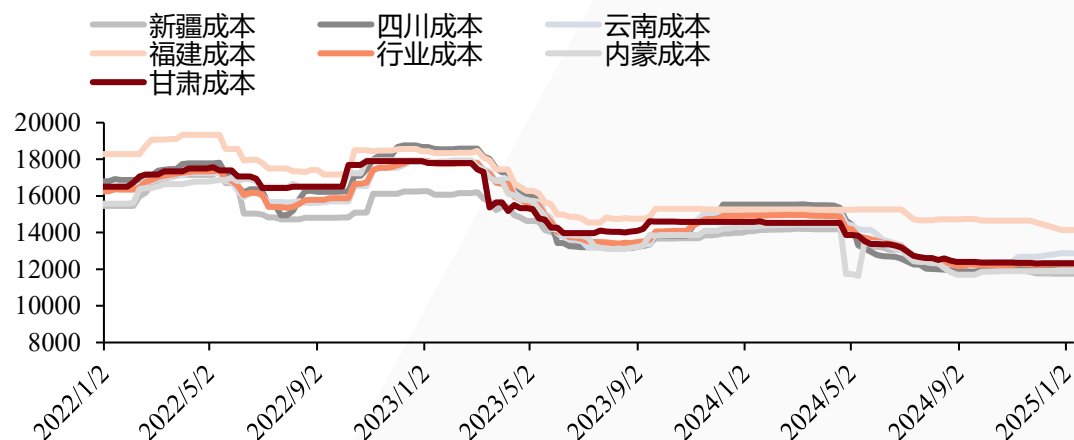
华东553#价格走势 (元/吨)



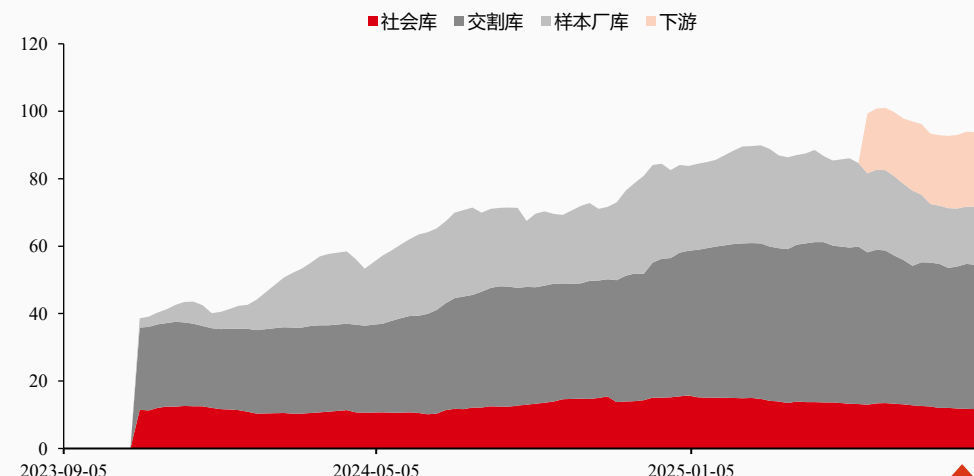
华东421#价格走势 (元/吨)



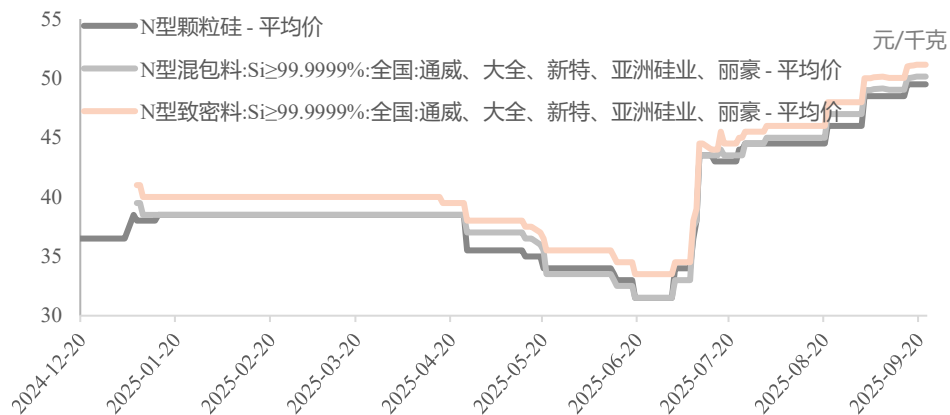
工业硅周度生产成本 (元/吨)



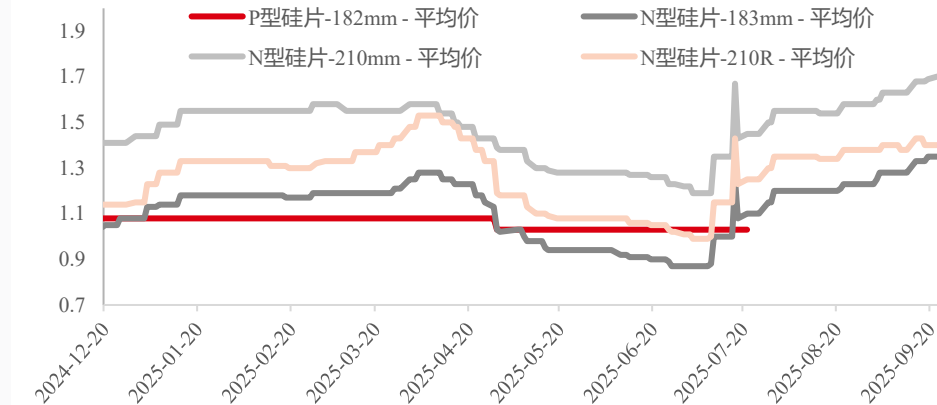
中国工业硅含交割库周度社会库存 (万吨)



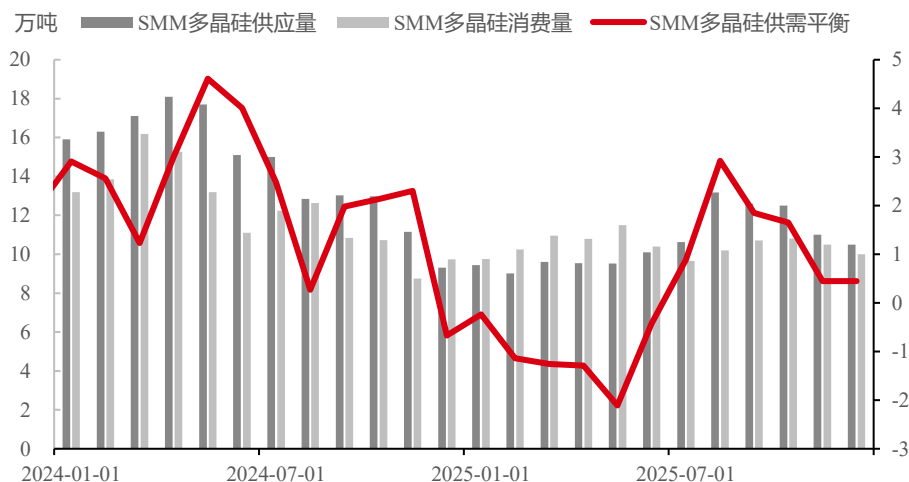
多晶硅价格走势 (元/千克)



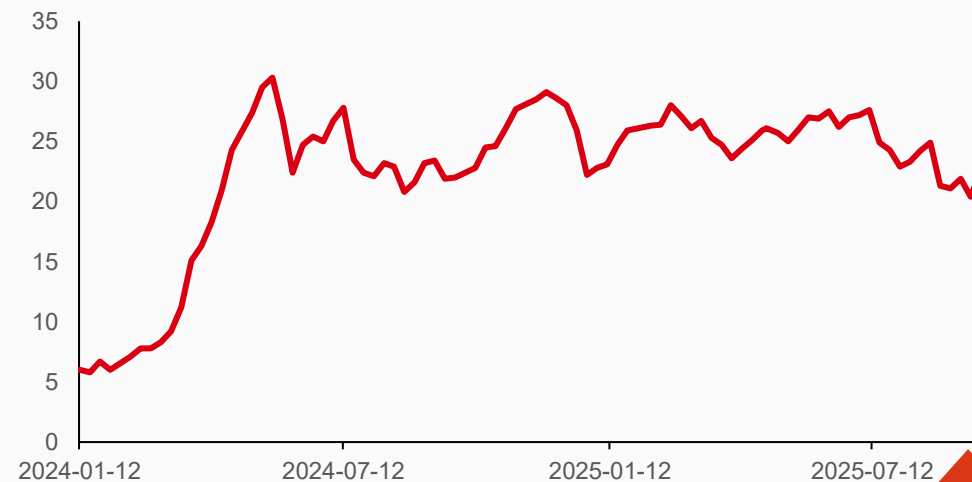
硅片价格走势 (元/片)



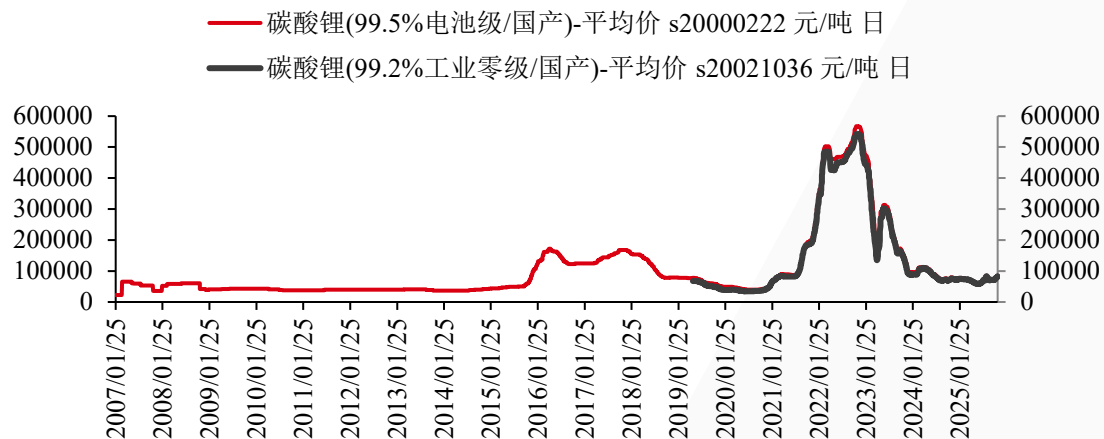
多晶硅供需平衡 (元/吨)



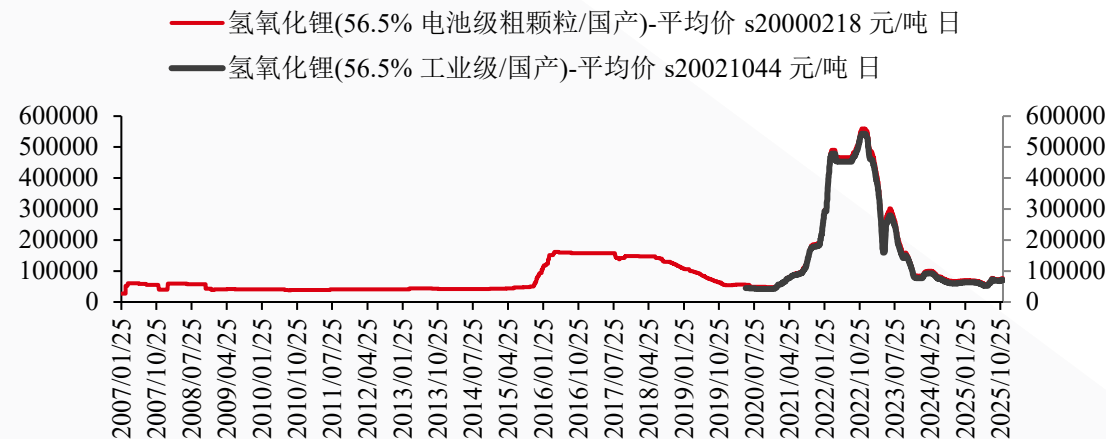
中国多晶硅库存 (万吨)



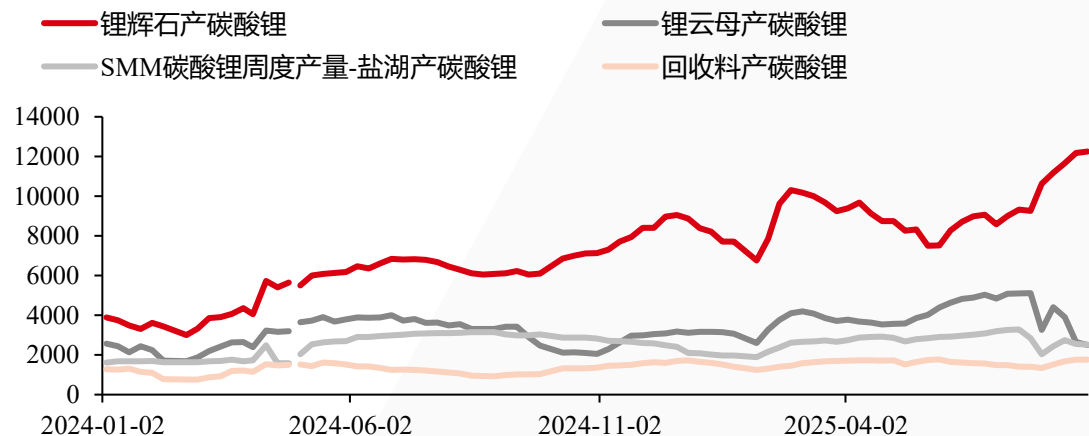
电池级碳酸锂(99.5%电池级/国产) 价格走势 (元/吨)



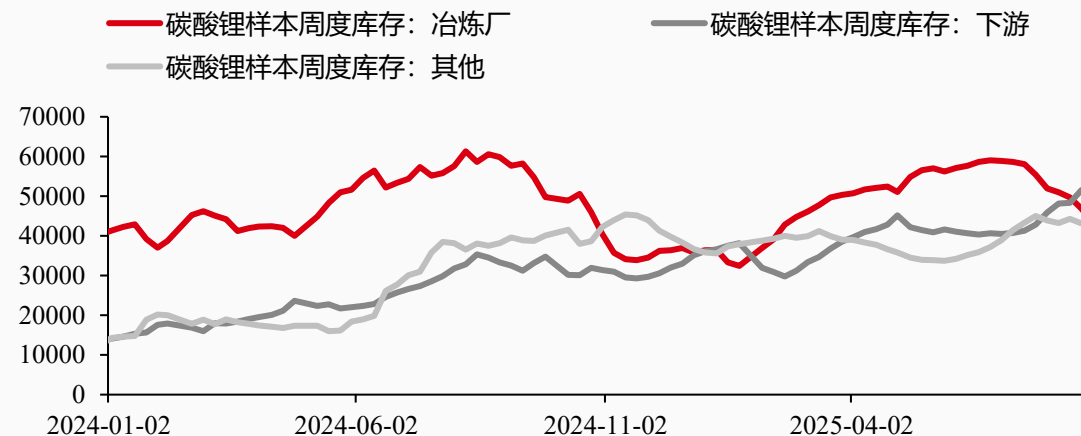
56.5% 电池级粗颗粒氢氧化锂价格走势 (元/吨)



碳酸锂周度产量 (吨)



SMM统计中国碳酸锂库存 (吨)



本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。



THANKS



涨乐期赢通APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com