商品期货早班车

招商期货-期货研究报告

黄金市场

招商评论	
贵金属	交易策略：我们维持短空长多策略，银价建议逢高做空。 基本面：美国 10 月成屋成交量环比下滑 5.5%，折年率降至 375 万套，为 2010 年以来最低，西部地区跌至 1999 年有记录以来最低；在售库存升至 2019 年同期峰值；中美正就降税、贸易、投资等问题保持密切沟通。特朗普称美国不需要与伊朗达成协议、万斯应当关注国内事务；美联储 10 月鹰派异议票委哈马克表示需进一步加息、压制“超错误方向移动”的通胀。美联储 2027 年会议日程删除 10 月利率会议安排。前一交易日国内黄金 ETF 流入 0.11 吨；COMEX 黄金库存为 713.1 吨，-0.01 吨；上期所黄金库存为 118.4 吨，维持不变；SPDR 黄金 ETF 持仓为 1040.7 吨，-0.4 吨；伦敦 9 月黄金库存从 9631 吨增至 9820 吨 COMEX 白银库存为 10331.2 吨，-8.4 吨；上期所白银库存为 1324.2 吨，-2.9 吨；iShares 白银 ETF 持仓为 15684.5 吨，维持不变；金交所白银上周库存 884.75 吨，+19.2 吨；伦敦 9 月白银库存从 28428 吨增至 28982 吨，印度 8 月进口约 45.4 吨黄金。 风险提示：央行停止购金，美联储货币政策意外转向（招商期货）

基本金属

招商评论	
铜	交易策略：偏弱思路对待。 基本面：特朗普表态说不需要和伊朗达成协议，美联储官员鹰派发言不断，原油和美元走强，金属承压明显。供应端，铜矿和废铜紧张格局延续。需求端，华东华南平水铜现货升水 500 元和 800 元。伦敦结构 59 美金 back。 风险提示：全球需求不及预期。仅供参考。
铝	交易策略：逢高沽空或买入看跌期权。 基本面：三地库存重新转为去化，LME 铝价反弹，沪铝存在短线超跌修复行情。但美国 CPI 超预期推升 12 月加息预期，叠加印尼、中东产能带来供应压力，反弹空间受限；若库存再度转为累库，修复行情或很快结束。 风险提示：中东局势变化、流动性缓解、国内去库斜率、AI 资本开支叙事演化。
氧化铝	交易策略：卖出看跌期权。 基本面：广西、山东等地检修技改集中落地，供应端阶段性减产逐步兑现；海外氧化铝价格持续走高，出口窗口初步打开，缓解宽松压力。但行业库存仍在累积、且原料成本下移削弱成本托底强度。多空均衡下，预计价格维持低位震荡。 风险提示：投产不及预期、几内亚铝土矿政策超预期。
工	交易策略：短期工业硅价格预计维持 8,400-8,800 元/吨区间震荡，操作上建议以观望为主，重点关注产业链

业硅	减产兑现情况及库存去化进度。 基本面：供应端，周产量小幅下滑，西南地区进入枯水期开始减产。库存层面，本周社会库存维持去库，交易所仓单数量环比去化 9.5%。需求端，多晶硅减产逐步兑现，行业库存维持累库；DMC 产量下降 6%、库存环比下滑 2%，再生铝合金开工率回升至 53.9%，需求偏弱。9 月工业硅出口同比回落 13.5%，环比下降 16.8%。综合来看，高库存压力尚未缓解，需求端缺乏增量利多驱动，多晶硅及有机硅环节开工仍存下调预期，基本面支撑相对有限。 风险提示：工厂开工计划、焦煤价格、调控政策及电力供应
碳酸锂	交易策略：宽幅震荡，观望/试多则关注价格突破震荡区间 基本面：供给：1）11 月 10 日，津巴布韦矿业和矿业发展部长 Polite Kambamura 重申保留"2027 年 1 月终止锂精矿出口"这一最后期限。此前，当地锂生产商向政府提出诉求，称部分本地加工项目可能无法在期限前准备就绪，但津巴布韦政府未予采纳。预计未来津巴锂精矿出口风险上升。2）本周 SMM 碳酸锂产量总计为 28,381 吨，环比-171 吨（前值环比+283 吨）；按原料分类，其中锂辉石为 16,543（-499）吨，锂云母为 3,609（+400）吨，盐湖为 5,504（-50）吨，回收料为 2,423（+28）吨，渣提锂为 302（-50）吨。库存：本周去库幅度环比扩大或持平，仓单去化。1）Mysteel 样本碳酸锂周度库存为 94,290 吨，环比-1,260 吨，前值-610 吨；其中冶炼厂库存为 20,550（+650）吨，贸易商（含代持）库存为 32,460（-2,290）吨，下游库存为 41,280（+380）吨；2）SMM 碳酸锂周度库存为 122,644 吨，环比-2,747 吨（前值环比-2,994 吨）；其中上游库存为 36,011（+309）吨，贸易库存为 37,020（+260）吨，正极库存为 33,310（-1,876）吨，电芯厂及其他库存为 16,303（-1,440）吨；3）广期所仓单为 21,745（-1,551）手。 风险提示：供给兑现不及预期，江西锂矿消息扰动，系统运行费下降对储能 IRR 的提升或进一步传导至 27 年储能需求上修
多晶硅	交易策略：短期主力 12 月合约参考运行区间为 33,000-37,000 元/吨。操作上，建议暂以观望为主，等待减产落地与库存去化形成共振。同时需注意，当前政策预期及板块情绪尚未转化为持续性上涨驱动，需警惕情绪退潮后的价格回调风险 基本面：供应层面，周产量环比回落至 2 万吨；行业库存维持累库状态，仓单量本周环比去化 12%。需求方面，下游终端排产环比表现均持平，11 月硅片、电池片、组件排产同比分别持平、下滑 8.5%、下滑 7%。2026 年 9 月中国光伏新增装机 13.64GW，同比增加 41.2%，环比增加 23.55%；2026 年 1-9 月累计装机 110.83GW，同比减少 53.87%。基本面来看，尽管行业减产预期逐步兑现，但库存仍延续累积态势，供需改善尚未得到有效验证，基本面支撑仍显不足。 风险提示：下游减产、光伏行业政策
锡	交易策略：偏弱思路对待。 基本面：特朗普称不需要和伊朗达成协议，美联储官员鹰派发言不断，美元走强，金属承压。但费城半导体指数走强，锡价未有在大幅下跌。供应端，锡矿紧张格局不改，锡锭库存极低。伦敦结构 400 美金 back。 风险提示：全球需求不及预期。仅供参考。

黑色产业

螺纹	交易策略：观望为主，尝试热卷 2705 虚值看涨期权。RB01 参考区间 3000-3060 基本面：钢联口径建材表需环比下降 1.7 万吨至 199.2 万吨，产量环比下降 3.1 万吨至 182.8 万吨。建材需求

钢	同比维持收缩，终端需求超季节性走弱，所幸供应同比下降；板材需求韧性较强，制造业利润持续压缩，直接、间接出口维持较高水平。伴随焦炭提降落地，钢厂利润边际小幅改善，但仍然位于较低水平，后续减产急迫性降低。估值方面钢材现货价格与期货基本匹配，期货估值环比基本持平。宏观情绪小幅回升至历史均值水平下。 风险提示：微观需求，宏观预期，地缘事件
铁矿石	交易策略：观望为主。I01 参考区间 655-685 基本面：钢联口径铁水产量环比下降 0.4 万吨至 230.3 万吨，同比下降 2.8%。港存环比上升 226 万吨至 1.77 亿吨，同比增 1945 万吨。焦炭第三轮提降已经提出，落地仍待观察。钢厂利润边际基本持平，仍位于较低水平，但后续减产急迫性降低。 供应端符合季节性规律。铁矿维持远期贴水结构但贴水同比偏低，估值偏高。宏观情绪小幅回升至历史均值水平下。 风险提示：微观需求，宏观预期，地缘事件
焦煤	交易策略：观望为主。JM01 参考区间 1380-1440 基本面：钢联口径铁水产量环比下降 0.4 万吨至 230.3 万吨，同比下降 2.8%。钢联口径精煤产量环比下降 0.1%，同比下降 13%。蒙煤进口边际小幅回升。焦炭第三轮提降已经提出，落地仍待观察。钢厂利润边际小幅改善，但仍位于较低水平，后续减产急迫性降低。 供应端口岸通关边际小幅回升，但口岸库存持续下降，总库存水平中性偏低。焦煤期货近月合约近期表现强势，远期曲线已呈现远期平水结构。宏观情绪小幅回升至历史均值水平下。 风险提示：微观需求，宏观预期，地缘事件

农产品市场

招商评论	
豆粕	交易策略：震荡市 基本面：近端，宽松；远端，宽松预期。边际变化：北美丰产，且美豆单产继续调高，不过美豆需求亦调高，供需双增。后期核心在南美产量兑现度。而国内现实宽松，抛储延续，单边跟国际市场。关注产区及国内拍卖情况。 风险提示：天气等外生变量
玉米	交易策略：上量压力，震荡偏弱，空单持有。 基本面：供需面来看，新作产量增加，替代品供应充足，下游深加工及生猪养殖亏损严重，采购积极性不高。在整体供需宽松的格局下，东北玉米卖压仍有待消化，期现货价格预计偏弱运行。关注产区天气及贸易商心态变化。观点仅供参考。 风险提示：政策变化。
油脂	交易策略：震荡略偏多 基本面：近端，延续累库；远端，生柴消费与厄尔尼诺减产预期。边际变化：MPOB 显示马棕 10 月产量环比+1.7%；而马棕 10 月出口环比+55.8%，10 月底马棕延续累库。关注产区产量及生柴兑现度。 风险提示：原油、生柴政策等外生变量
白糖	交易策略：观望

	基本面：从调研结果看，厄尔尼诺对北半球造成的实际影响不如预期大，而是巴西的压榨数据掉榨量过大成为主要的矛盾。接下来北半球的减产不及预期或与巴西的压榨数据相互抗衡。国内丰产格局不改变，根据实际调研和近期的降雨观察，广西干旱已有所缓解，产量预计 840 万吨或之上，当旦市场普遍预估在 800-810 万吨，国内接近 1380 万吨的产量将对郑糖形成强烈压制。 风险提示：宏观、政策、天气、进口量
棉花	交易策略：以震荡寻底策略为主，CF2701 价格区间参考 15300-15700 元/吨。 基本面：国际方面，USDA 的 11 月全球棉花供需预测报告，美棉单产、产量及期末库存下调。国内方面，11 月 BCO 国内新年度棉花产量略降，消费继续小幅下调。2026 年 1-10 月我国纺织品服装累计出口额为 1.78 万亿元，同比增长 1.8%。 风险提示：宏观事件扰动，全球气象变化。观点仅供参考！
鸡蛋	交易策略：供需双弱，期现货价格预计震荡运行，建议观望。 基本面：供需面来看，老鸡淘汰增加，供应也有所下降，双十一后需求将降温。整体供应充裕，库存累积，贸易端拿货谨慎。供需双弱，期现货价格预计震荡运行。观点仅供参考。 风险提示：疫病或天气异常。
生猪	交易策略：供强需弱，期价偏弱运行，建议观望。 基本面：供需面来看，11 月生猪出栏量预计增加 2.6%，当前出栏进度偏慢，体重被动增加。猪价长时间维持低位，养殖端回笼资金压力加大，认卖增加，而当前需求支撑有限，供强需弱，猪价预计仍将维持低位震荡，期货价格预计偏弱运行。观点仅供参考。 风险提示：疫病或天气异常。

能源化工

招商评论	
LLDPE	交易策略：短期来看，产业链库存小幅去库，基差偏强，供需偏紧，昨晚美伊局势又加剧，短期震荡为主。中期来看随着新装置投产，供需环比走弱，若届时地缘局势缓和，逢高做空或月差反套为主。短期重点关注美伊局势和通航情况。 基本面：本周美伊紧张局势预期继续缓和，华北地区低价现货报价 9350 元 / 吨，01 合约基差加 950，基差持稳，市场成交一般。海外市场方面，美金价格稳中小涨为主，当前进口窗口打开边缘，出口窗口关闭。供应端，短期开工率环比下降，同比偏低。进口窗口持续关闭，关注美伊局势，预计后期进口量回升，但回升力度有限，出口窗口关闭。总体国内供应环比回升，同比仍偏低。 需求端，农地膜处于旺季，需求环比回升，其他需求环比小幅下降为主。中期角度来看，随着新装置投产，供需环比走弱，若届时地缘局势缓和，逢高做空或者月差反套为主。 风险提示：1，地缘政治发酵；2，海外需求情况；3，下游需求情况；4 新装置投放情况
PVC	交易策略：供减需弱，估值较低，建议观望 基本面：PVC 供需双弱，原油下跌利空消化，价格小幅度反弹。供应端小幅度收缩，PVC 开工率 61%，其中电石法开工率 70%，乙烯法开工率 52%。8 月国内 PVC 产量 188.65 万吨，环比 7 月增 0.03%，同比去年减少 9.01%。房地产 8 月新开工和销售同比增速分别-28%、-12%，再度走弱。社会库存高位，10 月 30 日 PVC 社会库存 97.74 万吨，环比减少 3.99%，同比减少 5.11%。各工艺路线均亏损，电石

	法亏损 450，乙烯法亏损 450 左右。内蒙限电，西北电石报 2450，国内 PVC 价格反弹，华东 4900，华南 5050,乙烯法 PVC5450 风险提示：宏观预期摆动
PTA	交易策略：逢高沽空 PTA 加工费为主，单边谨慎参与或以期权表达。 基本面：PX 国产供应提升，进口维持低位，近期汽油裂解利润下降，调油需求走弱，关注短流程供应情况。PTA 国产供应增加，短期检修装置较少预计开工维持偏高水平，关注原料供应情况。需求方面，聚酯开工边际提升，库存压力不大，但下游开工进一步走弱，即将进入淡季负反馈或进一步加剧。综合来看，PX 维持去库格局，PTA 累库。 风险提示：地缘局势扰动，装置检修重启不及预期，需求不及预期。
甲醇	交易策略：盘面自 3046 元低点连续修复后已反弹至 3170 元上方，3200—3204 元一线存在短线压力，MTO 全停的负反馈与原油成本下移压力尚未实质解除，反弹持续性仍需观察原油企稳及下游采购跟进情况，短期以 3120—3204 元区间高抛低吸思路对待；下方支撑看 3120 元（日内低点）、3046 元与 3000 元整数关口，有效跌破 3120 元则回踩 3050 元附近；上方压力看 3204 元（日内高点）、3230 元及 3300 元，放量突破 3204 元方可上看 3230 元。 基本面：供应端，国内装置开工率维持 86.73% 的高位，月度产量约 196.81 万吨；伊朗地区开工率仍在 37% 附近、日均产量约 1.3 万吨，10 月进口预估 40—47 万吨、较正常月份近乎腰斩，但霍尔木兹海峡通航恢复后到港回升预期正在强化。库存端，截至 11 月 4 日港口库存 41.27 万吨，环比回升 5.89 万吨，结束连续去化，但绝对水平仍显著低于近三年均值。需求端，沿海外采 MTO 装置在 10 月中旬集中停车后维持全停状态，负反馈延续，传统下游开工偏弱，现货港口报价随盘面骤降。 风险提示：原油价格大幅波动、霍尔木兹海峡通航进展、伊朗发运节奏
玻璃	交易策略：供减需弱，估值较低，建议观望 基本面：玻璃库存高位，价格小幅度反弹,上游出货意愿强烈。供应端复产增多，玻璃全国日融量 14.03 万吨，同比增速-10.9%，沙河安全、中玻等产线冷修。库存高位，11 月 12 日玻璃上游库存 6750.4 万重箱，环比-2.11%，同比+6.73%。折库存天数 31.7 天，较上期-0.5 天。下游深加工企业订单清淡，订单天数 10.2 天。8 月房地产新开工面积同比增速-28%，再度下行。玻璃生产亏损加剧，天然气路线亏损 150，煤制气玻璃亏损 150，石油焦工艺玻璃亏 130。成本端，天然气、煤炭均上涨，关注湖北石油焦改天然气进度。现货价格华北 939，华中 1000，华东 1150，华南 1220 风险提示：宏观预期摆动
PP	交易策略：短期产业链库存小幅去化，库存偏低，基差偏大，供需偏紧，短期美伊紧张局势又加剧，临近交割月，短期盘面震荡为主。从中长期视角分析，随着新增装置逐步投产，供需环比走弱，若届时地缘局势缓和，逢高做空或月差反套为主。 基本面：昨天美伊紧张局势预期继续缓和，华东地区 PP 现货价格为 10400 元 / 吨， 01 合约基差为盘面加 1200，基差偏大，市场整体成交一般。海外市场方面，美金报价稳中小涨为主，当前进口窗口关闭，出口窗口关闭。供给端，短期来看，国内开工率环比回升，同比大幅减少，出口窗口关闭，出口量下滑。需求端：短期下游负反馈严重，开工环比下滑，下游需求整体偏弱。从中长期视角分析，随着新增装置逐步投产，供需环比走弱，若届时地缘局势缓和，逢高做空或者月差反套为主。短期重点关注美伊局势和停航情况。 风险提示：1，地缘政治情况；2，汇率变化情况；3，美国关税；4，新装置投放情况.

MEG	交易策略：短期估值修复，宽幅震荡为主，四季度累库格局不变，中期空配。 基本面：供应端油制装置部分转产，产量有所下降，煤制计划检修，整体维持较高开工，后续关注海炼、盛虹重启及古雷新装置进展。需求方面，聚酯开工边际提升，库存压力不大，但下游开工进一步走弱，即将进入淡季负反馈或进一步加剧。综合来看，MEG11 月累库幅度下降，中期累库格局不变。 风险提示：地缘局势加剧，装置投产、重启不及预期，需求不及预期。
原油	交易策略：即使美伊和胡塞武装恢复军事打击，中东供应韧性较强，预计原油供需将保持平衡偏过剩，油价也很难再恢复前期的风险溢价，油价震荡区间下移至布伦特 85-100 美元/桶，SC 560-690 元/桶。逢高买入虚值看跌期权。 基本面：供应：中东供应仍是短期核心矛盾。即使打击频率增加，10 月中东原油出口仍恢复至战前 9 成左右（1600 万桶/天），若美伊保持低强度的军事对峙，出口可能进一步恢复。 需求：1）油价回落，裂解利润持稳。2）美国炼厂检修结束，炼厂加工量环比回升。 库存：上周美国油品库存去化。全球油品库存已经接近 10 年最低值。 风险提示：若美伊冲突升级，出口持续受阻或产能受损，油价或大幅上涨甚至突破前高；若美伊谈和或海峡重启，油价或面临大幅下跌的风险。
苯乙烯	交易策略：短期来看，纯苯库存小幅去化，库存偏低，估值高位，十一月供需弱平衡，昨晚美伊局势预期又加剧，叠加估值修复，短期震荡偏强为主；苯乙库存小幅去化，处于正常水平，基差持稳，十一月供需弱平衡，短期美伊紧张局势预期加剧，短期盘面震荡偏强为主。 基本面：昨晚美伊紧张局势预期又加剧，华东地区现货市场报价 9900 元 / 吨，市场交投氛围一般。海外市场方面，美金价格稳中小涨为主，当前进口窗口仍处于关闭状态，出口窗口关闭。供给端，纯苯库存方面，库存小幅去化，处于历史低位水平，十一月供需弱平衡，短期重点关美伊局势进展。苯乙烯库存小幅去化，处于历史低位水平，开工率环比回升，十一月供需弱平衡，短期关注美伊局势进展。需求端，纯苯及苯乙烯下游企业成品库存小幅下降，需求负反馈有所缓解，开工率环比小幅回升。 风险提示：1，上下游新装置投产情况；2，地缘政治发酵情况；3，下游复工情况
纯碱	交易策略：供增需弱，估值较低，建议逢高空配 基本面：纯碱库存下降，价格底部横盘。供应端整体开工率 75%，远兴能源检修产能即将恢复。预计四季度开工率回升到 75%区间。库存小幅度累积，11 月 12 日上游库存 141.36 万吨，较周一下降 0.53 万吨，跌幅 0.37%。交割库库存 55 万吨。下游库存天数 19.5 天，中位偏高。下游需求方面，浮法玻璃继续降价，有 1 条产线复产预期，光伏玻璃集中冷修 4000 吨。轻碱需求尚可，出口、碳酸锂等需求尚可。上游亏损加剧，联碱法亏损 120，氨碱法亏损 190 左右。纯碱华北自提 980,华东 1100 风险提示：产业政策变动

招商期货研究团队

王思然 (投资咨询从业资格证书编号：Z0017486)

徐世伟 (投资咨询从业资格证书编号：Z0001836)

王真军 (投资咨询从业资格证书编号：Z0010289)

李国洲 (投资咨询从业资格证书编号：Z0020532)

吕杰 (投资咨询从业资格证书编号：Z0012822)

安婧 (投资咨询从业资格证书编号：Z0016777)

赵嘉瑜 (投资咨询从业资格证书编号：Z0016776)

马芸 (投资咨询从业资格证书编号：Z0018708)

马幼元 (投资咨询从业资格证书编号：Z0018356)

游洋 (投资咨询从业资格证书编号：Z0019846)

朱志鹏 (投资咨询从业资格证书编号：Z0019924)

曹澄 (投资咨询从业资格证书编号：Z0021223)

李依穗 (投资咨询从业资格证书编号：Z0020997)

韦剑旭 (投资咨询从业资格证书编号：Z0021859)

史恩冰 (投资咨询从业资格证书编号：Z0023456)

杨贺淋 (投资咨询从业资格证书编号：Z0023790)

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291 号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。