

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-0.44%，创业板指-2.45%，上证50-0.30%，沪深300-0.84%，中证500-1.08%，中证1000-1.35%。两市日均成交额8877亿，较前一周+18亿/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）49.79，数值较9月份的48.89小幅回落，仍低于50分界线，表明中小企业对经济前景边际企稳。10月PMI回升至49.5，跌破荣枯线，10月CPI/PPI、出口负增长，经济再度出现压力；10月M1增速1.9%较上月下降0.2%。

利率：中债十年期国债利率+5BP，隔夜Shibor利率1.837%，宏观流动性边际转紧。中美10年期利差+2BP至-177BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净卖出32亿；②上周美股指数标普500指数+1%，恒生指数+0.6%，AH比价0.40%；③上周重要股东二级市场净增持25亿；④证监会新发2家IPO，数量+0；⑤上周融资余额+103亿；⑥上周偏股型基金新成立份额47亿。总的来说，外资继续卖出（-），股东减持额增加（-），融资额增加（+），IPO数量不变（平），偏股型基金发行量小幅增加（+），ETF份额增加（+），资金面中性。

估值：市盈率（TTM）：上证50为9.76，沪深300为11.07，中证500为22.46，中证1000为38.73。

宏观消息面：

1、全国政协双周座谈会召开，关注房地产市场平稳健康发展；建行召集6家房企召开座谈会，拟进一步支持房企融资需求。

2、长安汽车与华为官宣合作打造智能车平台。

3、中方重磅决定，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚试行单方面免签，6国总人口3.1亿。

交易逻辑：海外方面，美国通胀不及预期，降息时点预期提前，美债利率回落，离岸人民币大涨。国内方面，10月PMI、出口、投资、CPI等数据回落，M1增速继续回落，消费和工业增加值两年平均增速回落，经济压力仍大。政治局会议和中央金融工作会议提出要活跃资本市场。中国将增发1万亿元国债，将有力提振四季度和明年经济。当前各部委已经开始逐步落实政治局会议的政策，汇金开始增持A股和指数ETF，交易所收紧再融资。随着年底中央经济工作会议临近，利好政策随时有可能出台，建议逢低积极做多。

期指交易策略：逢低增仓做多IF。

国债

经济及政策：国内上周地产政策再次出现发力迹象，海外欧洲11月份的PMI初值数据略超预期，美国耐用消费品订单数据环比回落。

1)监管部门拟定50家房企白名单，出险房企或被纳入。

- 2) 深圳住建局调整享受优惠政策普通住房认定标准；深圳调整二套住房最低首付款比例至 40%。
- 3) 金融管理部门：加大保交楼金融支持 加快房地产金融供给侧改革。
- 4) 美国 10 月耐用品订单环比初值为下降 5.4%，预估为下降 3.2%，前值为上升 4.6%。
- 5) 欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 43.8，预期 43.4，前值 43.1；11 月服务业 PMI 初值为 48.2，预期 48.1，前值 47.8。
- 6) 英国 11 月制造业 PMI 为 46.7，预期 45，前值 44.8；11 月服务业 PMI 为 50.5，预期 49.5，前值 49.5。

流动性：1、上周逆回购投放 21670 亿，到期 17610 亿，净投放 4060 亿；2、三部门：统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放 以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长；3、上周流动性维持偏紧状态，DR007 利率持续高于 OMO 利率。

利率：1、上周中国十年期国债收益率收于 2.70%，环比反弹 0.45BP；2、DR007 收于 2.18%，环比反弹 16BP；3、10Y 美债收益率收于 4.47%，环比反弹 3BP。

小结：12 月份“中央政治局会议”及“中央经济工作会议”临近，政策发力预期再起。近期流动性持续偏紧，DR007 利率显著高于 OMO 的政策利率。策略上，本周国债价格回落后，短期震荡偏空为主。

贵金属

截止至 2023/11/24 日盘数据，沪金跌 1.59%，报 465.90 元/克，沪银跌 0.68%，报 5872.00 元/千克；COMEX 金涨 2.96%，报 2043.10 美元/盎司，COMEX 银涨 2.35%，报 24.38 美元/盎司；10 年期美债收益率涨 0.45%，报 4.47%；美元指数跌 0.37%，报 103.44；海外权益市场方面，道琼斯指数涨 1.27%，报 35390.15；纳斯达克指数涨 0.97%，报 14250.86；伦敦富时 100 指数跌 0.21%，报 7488.20；东京日经 225 指数涨 0.60%，报 33625.53；显示市场恐慌情绪的 VIX 指数跌 12.99%，报 12.46。

经济数据：美国 10 月成屋销售总数年化值为 379 万户，低于预期的 390 万户和前值的 395 万户。走弱的成屋销售数据显示高利率环境下美国火热的房地产市场有所缓和，需重点关注下周一所发布的美国新屋销售数据。

美国 11 月 Markit PMI 数据喜忧参半，美国 11 月 Markit 综合 PMI 初值为 50.7，高于预期的 50.4。美国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值为 50.8，高于预期的 50.3 和前值的 50.6。美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值则处在荣枯线之下，为 49.4，低于预期的 49.9 和前值的 50。

美国耐用品订单数据表现偏弱，低于预期，美国 10 月耐用品订单环比初值为-5.4%，低于预期的-3.2%及前值的 4.6%。美国 10 月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比初值为-0.1%，低于预期的 0.1%。美国 10 月扣除运输类耐用品订单环比初值为 0%，低于预期的 0.1%以及前值的 0.2%。

本周的发布的数据显示美国经济存在边际走弱的迹象，市场正在交易联储货币政策边际转向的节点，经济数据方面需要重点关注 11 月 30 日发布的美国 PCE 物价指数。

流动性水平：本周美联储资产负债表边际变化程度较小，资产端减持 30.19 亿证券。负债端则出现了流动性小幅收紧的情况，其中财政部一般账户余额增加 230.31 亿美元，存款准备金减少 282 亿美元。

国际局势：国际局势方面，11 月 24 日，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动和以色列在加沙地带的临时停火协议

生效，停火时间为4天。巴以局势有所缓和，但贵金属价格对战避险价值的交易已经告一段落，当前需要重点关注美国经济数据和美联储货币政策的边际变化。

行情展望：美国通胀出现阶段性缓和，经济数据有所走弱，市场增加对于明年紧缩货币政策边际转弱的预期。据 CME FedWatch 的最新数据显示，2024 年 5 月议息会议的联邦基金目标区间较当前维持不变的概率为 46.3%，利率下降 25 个基点的概率为 39.7%。贵金属当前策略上建议逢低做多，沪金主连参考运行区间为 463-480 元/克，沪银主连参考运行区间为 5928-6500 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价延续抬升，伦铜收涨 1.58%至 8440 美元/吨，沪铜主力收至 68010 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存增加 0.4 万吨，其中上期所库存增加 0.5 至 3.6 万吨，LME 库存减少 0.3 至 17.9 万吨，COMEX 库存增加 0.1 至 2.0 万吨。上海保税区库存环比减少 0.1 万吨，当周现货进口维持盈利，洋山铜溢价继续抬升，进口清关需求仍强。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水 98.8 美元/吨，现货市场维持疲软，国内上海地区现货升水先抑后扬，周五报升水 540 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差小幅扩大至 2100 元/吨，废铜替代优势提高。需求方面，根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率下滑 6.3 个百分点，需求环比走弱。

价格层面，国内经济现实偏弱的情况下政策预期仍较积极，叠加海外铜矿供应干扰和库存维持低位，铜价支撑仍强。而随着精废价差扩大，铜需求预计难持续保持高水平，总体短缺幅度或不大，短期价格或震荡为主，同时关注国内高升水能否持续及月间价差走扩的可能性。本周沪铜主力合约运行参考：67000-69000 元/吨。

铝

◆供应端：据 SMM 统计，2023 年 10 月份（31 天）国内电解铝产量 364.1 万吨，同比增长 6.7%。10 月份电解运行产能波动较小，电解铝日均产量约为 11.75 万吨附近。1-10 月份国内电解铝累计产量达 3445.8 万吨，同比增长 3.5%。

◆库存： 11-23：铝锭去库 1.4 万吨至 60.7 万吨，铝棒累库 0.15 万吨至 11.8 万吨。

◆进出口：海关总署最新数据显示，2023 年 10 月中国共进口铝土矿 1112.3 万吨，环比增加 11%，同比增加 23.97%。10 月氧化铝进口 9.90 万吨，环比减少 48.28%，同比减少 60.51%；出口 7 万吨，俄罗斯 6.28 万吨，占比 90%。10 月原铝进口总量为 21.66 万吨，同比增长 221.19%，环比增长 7.9%；出口总量为 0.06 万吨，同比减少 4.67%，环比减少 91.29%；净进口总量达 21.60 万吨，同比增加 223.4%，环比增长 11.51%。2023 年 1-10 月原铝进口总量为 117.27 万吨，同比增长 172.92%；出口总量为 11.34 万吨，同比增减 41.19%；净进口总量达 105.92 万吨，同比增加 347.33%。2023 年 10 月，中国出口未锻轧铝

及铝材 44.03 万吨;1-10 月累计出口 469.66 万吨。

◆需求端：中汽协最新数据显示，10 月，国内汽车产销分别完成 289.1 万辆和 285.3 万辆，同比分别增长 11.2%和 13.8%。汽车产销量继 9 月后再创当月历史同期新高。1~10 月，国内汽车产销分别完成 2401.6 万辆和 2396.7 万辆，同比分别增长 8%和 9.1%，生产增速较 1~9 月提升 0.7 个百分点，销量增速较 1~9 月提升 0.9 个百分点。

◆小结：云南电解铝厂减产影响逐步显现，国内周内连续去库，电解铝价格预计止跌企稳，短期内将维持震荡走势，国内主力合约参考运行区间：18500 元-19300 元。海外参考运行区间：2150 美元-2350 美元。

锌

价格方面，上周锌价下探回稳，伦锌收涨 0.04%至 2560 美元/吨，总持仓 20.38 万手。沪锌主力收跌 1.63%至 21080 元/吨，总持仓 16.64 万手，内外盘持仓均有下滑。LME 价差与现货贴水均有缩窄，SHFE 价差延续下行，基差止跌企稳。锌锭现货进口亏损缩窄，进口窗口维持关闭。库存方面，LME 库存增加 7.83 万吨至 21.13 万吨。SHFE 库存小计减少 0.52 万吨至 3.8 万吨，其中期货库存 0.94 万吨。根据 SMM 数据，下游工厂原料库存增加 1405 吨至 2.65 万吨。社会库存减少 1.18 万吨至 9.37 万吨，下游逢低补库增加。周内 LME 再度大幅交仓，LME 库存达到两年新高。供给端，国产锌精矿加工费 4550 元/金属吨，进口锌精矿加工费 90 美元/干吨。锌精矿港口库存增加 2.4 万吨至 33.9 万吨。10 月进口锌锭 4.8 万吨，叠加国内较高供应，市场过剩预期加大。需求端，本周镀锌开工率下降 4.72 点至 58.52%，周内受环保扰动部分企业停产，现已基本恢复生产。压铸锌合金开工率上升 0.75 点至 47.34%，氧化锌开工率上升 0.3 点至 60.80%，镀锌厂复产后下游预期边际向好。总体来看，上周海外巨量交仓推高库存，锌锭过剩预期仍存。国内下游逢低补库下库存小幅去库，环保扰动结束后预期下游消费边际上行，下方存在支撑，关注下游消费恢复情况，短期波动为主。主力运行区间参考 207501-21550。

铅

价格方面，上周铅价大幅回落，伦铅收跌 4.42%至 2195 美元/吨，总持仓 14.68 万手。沪铅主力收跌 3.32%至 16465 元/吨，总持仓 14.46 万手。LME 价差缩窄，现货贴水扩大；SHFE 价差结构由 back 转为 contango，现货贴水收窄。上周沪伦比值有所下调，铅锭出口盈利缩窄，上周内外盘持仓量均有回调，价格持续回落。库存方面，LME 库存增加 0.13 万吨至 13.72 万吨。SHFE 库存小计减少 2.14 万吨至 5.84 万吨，其中期货库存 5.01 万吨。根据 SMM 数据，铅锭工厂库存减少 0.31 万吨至 1.77 万吨。社会库存减少 1.65 万吨至 7.15 万吨，关注铅仓单提货转出口。供给端，原生铅方面，国产铅精矿加工费 900 元/金属吨，进口铅精矿加工费 45 美元/干吨，原生铅开工率上升 2.4 点至 52.20%，开工率有所回升。再生铅方面，废电动车电池均价有所下调，录得 9975 元/吨，再生铅厂原料库存减少 1.96 万吨至 14.53 万吨，再生铅开工率下降 1.69 点至 36.23%，废电瓶依然相对紧缺。需求端，本周铅酸蓄电池开工率下降 1.03 点至 69.37%，下游企业基本维持刚需采购，且偏好大贴水炼厂货源。关注后续逢低补库需求。总体来看，上周库存大量去库，但并未出现供应端明显收紧或消费端放量，叠加上周铅锭出口利润较以往更高，或为铅仓单提货转移出口。再生铅原料未有好转但跟跌明显，成本支撑下移。短期波动为主。主力运行区间参考：16150-16650。

镍

纯镍过剩现实驱动镍价弱势运行，周五 LME 镍三月收盘价 16125 美元，周内跌 6.09%。国内基本面方面，周五 SMM 现货报价 128800~131900 元/吨，均价较前日涨 1750 元。俄镍现货均价对近月合约贴水 100 元，金川镍现货升水报 2300-2500 元/吨，均价较前日跌 200 元。

国内新增电解镍产线持续爬坡，10 月国内电解镍产量为 23355 吨，环比增 0.8%，同比增 49.5%。镍板进口窗口关闭，10 月进口量 6670 吨，维持低位。10 月国内镍铁产量 3.2 万吨，环比减 0.1%。截止 11 月 24 日，SHFE+LME+保税区显性库存环比累库 0.19 万吨至 6.19 万吨，较上周 LME 累库 582 吨。国内本周累库 1276 吨。不锈钢 11 月排产环比回落约 5%，上周不锈钢社会库存略减-1.9%，维持高位。

精炼镍下游旺季需求不及预期，国内产能供应过剩现实驱动进口镍利润转负。原生镍市场需求端疲软，印尼镍矿风波影响消除，原生镍供给宽松未变，上周高镍铁报价再创新低。不锈钢厂排产和产量环比下降，需求方面依旧偏弱，旺季消费增长不显著，库存高位运行。不锈钢成本支撑下移，基本面疲软，预计现货偏弱运行。短期关注国内钢厂减产情况及海外资源国产业政策变化，中期关注中国和印尼中间品和镍板新增产能释放进度。新能源端镍豆制硫酸镍利润修复，但电池材料生产旺季结束，硫酸镍产量和价格回落。未来关注印尼新建产能释放情况。沪镍基本面缺乏大幅反弹动力，预计本周震荡寻底，运行区间参考 116000~136000 元/吨。

锡

◆供给端：安泰科对国内 21 家冶炼厂（涉及精锡产能 32 万吨，总产能覆盖率 97%）产量统计结果显示，2023 年 10 月上述企业精锡总产量为 15717 吨，环比上涨 5.1%，同比下滑 10.8%。

◆进出口：根据中国海关公布的数据以及安泰科折算，锡精矿进口方面，2023 年 10 月我国锡精矿进口实物量 25299 吨，折金属量 5123.0 吨，环比增长 24.3%，同比上涨 95.4%。当月主要锡矿生产国进口来源实现同步增长，其中缅甸进口量较上月大幅增加，但品位较低，折金属量超 1500 吨，环比增长 265.0%，同比下滑 14.4%；马来西亚 10 月实物量 6163 吨，较上月显著增长，但据业内人士透露此实物量以铁锡为主，锡含量极低，折算后仅约 30 吨金属量；玻利维亚本月矿含锡约 6%，也只有 200 余吨金属量。此外，刚果（金）、尼日利亚、卢旺达等非洲国家总量环比增长 19.8%，保持较好的增长态势，澳洲进口量环比上涨 70.7%。截至 2023 年 10 月末，我国进口锡精矿实物量总计 20.5 万吨，同比下滑 16.0%；折金属总量 5.3 万吨，同比增长 1.0%。精锡方面，进口精锡量显著增加，符合之前的预期；此外，精锡出口也出现一定增长。具体数据统计看，2023 年 10 月我国进口精锡 3322 吨，环比上涨 13.6%，同比下滑 5.4%，其中来自印尼的进口锡锭 2520 吨，占进口总量 75.8%；出口精锡 1054 吨，环比上涨 45.2%，同比上涨 38.1%。截至 2023 年 10 月末，我国共进口精锡 2.32 万吨，同比上涨 2.6%；出口精锡 1.02 万吨，同比上涨 18.8%，净进口量 1.29 万吨。印尼 10 月精炼锡出口量为 5,447.19 吨，同比下降 21.1%，环比下降 6.64%。印尼 1-10 月精锡出口量 5.52 万吨，同比下降 15.23%。

◆需求端：10 月华为/苹果/小米新手机和问界新 M7 等诸多终端新品销售持续火爆，半导体产业链部分环节公司 Q3 财务表现环比改善，全球半导体月度销售额连续 7 个月环比提升，行业景气周期整体有望逐步回暖。

◆小结：国内库存高位压制锡价走势，进口窗口维持开放的情况下海外库存仍然居高不下，这也让市场对于锡下游海外消费的复苏产生了担忧，短期内预计锡价维持震荡偏弱走势，国内主力合约参考运行区

间：190000 元-225000 元。海外伦锡参考运行区间：22000 美元-26000 美元。

碳酸锂

期现市场：11月24日，SMM 电池级碳酸锂报价 131000-145000 元，均价周内跌-6.12%。工业级碳酸锂报价 122000-134000 元，周内跌 8.11%。碳酸锂合约周四创上市新低。11月24日，碳酸锂期货主力合约 LC2401 收盘价 124800 元，周内跌 11.43%，主力合约报价与现货贴水 14700 元。

基本面：外购矿冶炼厂有减停产预期，11月24日国内碳酸锂周产量报 9542 吨，环比上周减 2.0%，连续 2 周下降。同时一体化锂盐厂投产爬坡，预计 11 月放量较 10 月乐观，环增约 5%。乘联会预计本月新能源销售量环比增 3.6%，终端消费旺季持续。但电池材料端生产高峰已过，国内碳酸锂消费量逐渐下降。SMM 调研碳酸锂库存显示，11月23日总库存较上周涨 145 吨，其中上游增 865 吨，下游及其他去库 720 吨。11月24日 SMM 锂精矿均价 1620-2130 美元/吨，周内降 3.08%。

观点：矿端供给宽松兑现，外购矿冶炼成本突破后，部分企业再次减产。碳酸锂库存维持高位，锂盐持货商降价甩货。临近 12 月电池材料产量旺季结束，碳酸锂需求量走低，下游备货以长协为主，缺少零单接货意愿。成本端矿企利润尚可，锂矿价格预计持续走弱。基本面弱勢背景下，预计现货继续承压弱势运行，探底锂云母一体化成本。短期关注盘面多空博弈，非洲锂矿供给，供应端实际减产规模及电池材料需求边际变化。本周国内电池级碳酸锂现货均价参考运行区间 128000-143000 元/吨。

黑色建材类

钢材

成本端：主力合约基差约为-114 元/吨附近，不存在反常情况。热轧板卷吨毛利较低，目前钢联数据约在亏损 340/元每吨附近。成本对于钢材价格变化的驱动依然显著。供应端：本周热轧板卷产量 320 万吨，较上周环比变化+11.5 万吨，较上年单周同比约+8.0%，累计同比约+0.2%。本周铁水产量环比基本持平在 235 万吨/日的水准，铁水供应近月来持续下降但依然处于历史同期较高水准。今年政策对于限产/减产的约束力并不强，我国政府对于钢铁行业的产能控制已经进入了更加精细化的领域。上周报告中所预期的政策风险本周继续兑现，但对于盘面而言效果不佳，铁矿石价格依然维持在年内高位。板材本周产量略微反弹，与此前检修的高炉逐渐复产有关。但整体上，在低利润环境下我们认为钢厂以销定产的生产策略并未改变。

需求端：本周热轧板卷消费 327 万吨，较上周环比变化+14.9 万吨，较上年单周同比约+4.6%，累计同比约-0.3%。热轧表观消费出现较大回升，但目前对于持续性是存疑的。维持此前判断，我们认为出口放缓的预期仍在持续兑现。虽然万亿国债推高经济复苏预期，但增量需求很难兑现在 1 月合约上。综合而言，2023 年 Q4 钢铁消费的预期依然是偏弱的。虽然临近 12 月冬储的时节将至，但如今钢材现货价格较高且需求预期相对暧昧，我们认为冬储难以显著的提振消费。

库存：库存连续去化。

小结：铁水产量本周稳定在 235 万吨/日，符合预期。叠加铁水产量绝对值目前仍处于历史同期较高水准，

以及库存较低的矛盾仍未解决等因素，铁矿石价格基本“无视”了政策风险，依然维持年内高位（监管消息触发了盘面接近2.5%的下跌，但在随后的交易日中跌幅被基本收复）。整体上炉料的基本面依然坚挺，支撑盘面价格，也印证了此前报告中的预期。但观察盘面则可发现铁矿石合约的持仓量正在快速下降，较两周前已经减少了大约20万手，说明交易者正在撤离。此外成交量也逐步萎缩。因此我们认为炉料价格继续向上的动力是在减少的，在没有增量资金的情况下，其高度有限。所以对于未来盘面的判断依然是继续追多存在风险，等待行情弱化后可寻机进行短期的抛空。风险：铁水产量反弹、原材料供应骤减、中美关系大幅缓和等

锰硅硅铁

锰硅：

锰硅供需两端的“劈叉”仍在延续，继续压制价格。维持低位且显著低于同期水平的螺纹钢产量持续拖累需求端（从新开工角度，暂未看到复苏预期），虽然铁水产量今年持续维持高位，但仍难以在弥补长材端需求减量外再推升需求以消化大幅增加的供给。虽然本周我们看到锰硅的产量端出现较明显的回落，供应存在边际的好转，且从测算的利润角度，宁夏及广西地区利润持续恶化，已经进入较大幅度的亏损境地。但当前接近23万吨的周产量仍是显著高于同期水平，且内蒙地区受益于今年以来电价的持续回落，持续存在较好的利润空间以维持锰硅的生产。除此之外，宁夏地区在今年以来前期累积一定盈利的背景下，在宏观引导市场对于后市偏乐观的预期之下，预计减产幅度、时间及空间或将相对有限。这意味着，供强需弱的格局短期内仍难以发生实质性转变，加之高位的库存与盘面的套保抛压，价格的压力预计仍将延续。

对于回落至当前6500元/吨附近的价格水平，已经打到宁夏地区成本线，在未看到宁夏地区成本端有显著下移的驱动之前，我们认为短期下方的空间已经有限。但若锰硅产量进一步走弱，供给宽松的锰矿价格存在进一步的回落风险（当前仍在持续走弱），这是需要提示注意的风险。此外，即将进入十二月份，当前下游钢材锰硅库存仍处于历史低位水平，存在冬季补库的需求，这或能够在边际上改善锰硅需求，帮助价格短期企稳。

综合来看，我们认为价格短期向下空间相对有限，但向上存在明显压力，价格或将企稳后维持震荡。

硅铁：

相较于黑色系双焦、铁矿、成材等品种本周的高位震荡，硅铁本周出现大幅回落，周度跌幅接近4%。我们认为这主要是基于其自身弱势的基本面（不同于双焦、铁矿等的低库存，供求偏紧）以及内蒙地区电价的持续下调。硅铁方面，持续处于高位的供给是价格的压力来源之一，虽然宁夏及青海地区利润持续处于低位，但内蒙地区利润持续攀升，叠加企业今年前期积攒的利润以及目前市场对于宏观向好背景下后市的偏乐观心态，企业减产意愿低于预期，我们所预期的供给的收缩可能短期较难到来，加之当前高位水平的企业库存，这意味着价格压力仍将持续存在。

需求端，铁水本周基本持稳，维持在235万吨左右水平，低于季节性回落速率，维持在高位的铁水给予硅铁下游需求端支撑。但同时，我们看到非钢需求端，未见起色的金属镁以及持续低迷的出口（截至10月，全球粗钢产量今年同比下滑约2.4%）仍在拖累硅铁需求。需求端并未有出彩的边际变化。价格向好的一端，一方面来自于当前价格已经低于宁夏地区生产成本，且从电价以及煤炭两端，我们未看到宁夏地区成本存在明显下移的趋势；另一方面来自于当前下游钢厂处于历史低位的原材料库存以及即将到来的冬季补库。

基于此，我们认为短期价格继续向下的空间相对有限。但高位的供给、库存压制之下，同样缺乏向上的价格驱动，价格短期内或继续弱势震荡，缺乏单边参与的性价比。

工业硅

本周工业硅供给端出现边际环比回落，但回落幅度有限，明显低于预期。其中，西南地区供给回落速度较快，导致供给回落缓慢的原因在于新疆地区供给的持续回升（存在利润且产能充足）。供给的边际回落缓慢使得枯水期供求边际向好变化力度减弱，同时，导致库存并未得到预期中的去化，这同盘面的孱弱表现相匹配。需求端，虽然多晶硅受下游光伏产业弱势表现同自身不断累积的库存影响，价格近期持续小幅走弱，测算平均单吨毛利跌破1万元/吨，但部分新增产能投产后的产量爬坡带来了本周产量的进一步提升，环比+0.41万吨至3.6万吨。大幅的产能投放以及当前仍具备的利润空间仍将支撑多晶硅对于硅料的需求维持高位。

枯水期西南地区成本的抬升、多晶硅对于硅料需求的支撑（有机硅、铝合金及出口同样没有明显环比拖累的边际变化）以及枯水期供给的收缩预期是我们建立“对于枯水期价格存在向上1500-2000个点的反弹的机会，价格向上的性价比远高于向下”的判断的基础。其中，西南地区的成本抬升正在发生，当前环比上月底已累计增长超1000元/吨，西南地区现货生产成本折盘面成本已抬升至15300-15500元/吨附近水平。多晶硅的需求支撑也在持续兑现当中。但当前供给的收缩，受新疆为主的低成本地区增产影响，不如预期，虽然西南地区的供应已经如预期快速回落。其中新疆地区今年以来产能增幅明显，仍具备利润空间。因此，后续新疆地区供给增幅与西南地区减量之间的角力下供给的收缩幅度将是后期行情能否顺畅走出的关键。当前能够给予盘面价格的上升驱动略显不足，这与盘面震荡盘整的走势相一致，对于价格我们仍偏多思路看待，持续观察供应的边际变化情况。

能源化工类

橡胶

橡胶回落。

23年国庆假期后走势偏强，或因为泰国天气和国内需求预期转好有关。但泰国天气利多预期已减弱。但未到配置空头季节。

现货

上个交易日下午16:00-18:00 现货市场复合胶报价12000（0）元。

标胶现货1480（0）美元。

操作建议：

市场转弱后小反弹。我们态度谨慎。单边暂无推荐。

RU2311升水不合理。升水本月不回归未来5个月多半会逐步回归。我们判断做空升水性价比好。

长期看难以支持升水长时间维持，短期看市场做多热情回落。买NR主力抛RU2405继续推荐。

1) 重卡数据有恢复。

2023年10月份，据中汽协最新数据，2023年10月份，国内重卡市场销8.1万辆，同比增长68.5%，环比微降5.3%。前10月，国内重卡累销78.8万辆，累计同比增长37.9%。

2) 轮胎出口后期预期转差。

2023年10月中国橡胶轮胎出口呈现强劲增势,出口量达71万吨,同比增长15.3%,出口金额则高达123.85亿元,同比增长14.3%。1-10月间,中国橡胶轮胎的累计出口量达736万吨,同比增长14.8%,出口金额为1294.09亿元,增长18.6%。在这其中,新型充气橡胶轮胎的累计出口量达712万吨,增长15.3%,出口金额更是高达1247.13亿元,同比增长19.4%。按条数计算,累计出口量达51152万条,增长10%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性

库存方面,截至11月24日,天然橡胶青岛保税区区内库存为16.03万吨,较上期增加0.06万吨,增幅0.38%。青岛地区天然橡胶一般贸易库存为48.46万吨,较上期减少了1.34万吨,降幅2.69%。社会库存64.49(-1.28)万吨。

4) 库存中性偏弱

截至2023年11月24日,上期所全乳胶库存140756(-113748)吨,仓单117100(-117540)吨。20号胶库存99106(2822)吨,仓单88501(885)吨。丁二烯橡胶库存仓单为0吨。

5) ANRPC产量小增。

ANRPC最新发布的2023年10月报告预测,10月全球天胶产量料增5.3%至154.7万吨,较上月增加9.2%;天胶消费量料降0.8%至135.3万吨,较上月下降0.6%。

2023年全球天胶产量料同比增加2.3%至1492.7万吨。其中,泰国增2.5%、印尼增1.8%、中国降1.9%、印度增3.8%、越南增4.1%、马来西亚降2.9%、其他国家增2.8%。

2023年全球天胶消费量料同比增0.2%至1557.5万吨。其中,中国增3.5%、印度增5.7%、泰国降26%、马来西亚增5.8%、越南增0.2%、其他国家增0.6%。

原油

油品类情况小结:①原油:市场受到供应过剩的担忧,加上日本经济前景下调和OPEC部长会议推迟,导致本周原油价格下跌;②石脑油:亚洲石脑油价格保持稳定,交易量在终端用户完成其需求覆盖后有所减退,尽管下游烯烃利润疲软,但俄罗斯供应量不足仍支持市场;③汽油:新加坡汽油走弱,因为预期中国可能在库存增加的情况下增加汽油出口。④航煤:航煤市场受到亚洲旅行需求疲软和日本需求不旺盛的拖累,整体表现较弱。⑤柴油:亚洲区域内的需求疲软和亚洲对欧洲柴油出口窗口关闭抑制柴油市场情绪。⑥燃料油:低硫燃料油市场情绪在未来供应增加的情况下略有下滑,而高硫燃料油由于冬季来临,东南亚及南亚发电需求持续低迷。

原油情况:■ 过剩供应的担忧,加上日本经济前景下调和OPEC部长会议推迟,导致上周原油价格下跌。

■ 根据EIA数据,截至11月17日当周,美国商业原油库存上升了870万桶,达到4.481亿桶。这一增幅使库存占据了同期五年均值的99.3%,是自8月初以来最小的差额。■ 日本在过去10个月内首次下调了经济前景,引发了亚洲需求放缓的担忧。随着日本石油协会报告11月12日至18日期间炼油运行率下降了73.1%,原油裂解量在同一时期下降了4.9%,至236万桶/日,日本的经济前景下调也随之而来。

■ 此外,由于有报道称OPEC已将其与俄罗斯联盟的部长会议推迟了四天,至11月30日,原油价格在EIA发布数据之前已经急剧下跌。■ 全球原油价格最近的疲软加强了市场对于减产的预期,即沙特和俄罗斯可能会在即将召开的OPEC+会议上将它们今年的额外自愿减产延长至至少2024年第一季度,且不排除有额外减产计划。

燃料油情况：■ 截至11月24日，新加坡低硫燃料油（LSFO）裂解价较上周下跌2.35美元/桶，达到9.72美元/桶，在本月11月份迄今的时间里，裂解价平均为12.01美元/桶，而在10月为5.18美元/桶，9月为1.32美元/桶。同时，M1/M2月差较上周下跌2.06美元/吨，达到20.99美元/吨。■ 新加坡低硫燃料油估值修复显示出停滞迹象，近日现货溢价急剧下降，徘徊在三周低位，因为供应在12月下旬预计将有所改善。■ 高硫燃料油市场在纸货和现货方面继续表现出分歧的情绪。■ 预计孟加拉国的高硫燃料油需求将在11月份减缓，并可能持续到年底，因为该国进入冬季季节。由于国内气温较低，孟加拉国将在11月份将高硫燃料油的进口量削减25%，降至约15万吨。■ 新加坡高硫燃料油（380CST）裂解价较上周下跌0.80美元/桶，为-13.54美元/桶，在本月11月份迄今的时间里，裂解价平均为-14.35美元/桶，而在10月为-16.74美元/桶，9月为-10.73美元/桶。与此同时，M1/M2月差较上周上涨0.75美元/吨，达到7.20美元/吨。

甲醇

人民币升值导致进口成本松动叠加甲醇供应高位，自身供需相对偏弱，盘面价格出现大幅回落。内地企业低库存支撑，下跌幅度相对较小，内地与港口价差走阔，部分货物回流导致本周港口去库。需求端刚需维持，短期盘面下跌幅度较大，后续供需难有大矛盾，预计价格仍将陷入震荡。策略方面，单边来看，国内甲醇矛盾不大，后续仍面临高位进口问题，但下跌有成本支撑，关注冬季供应端潜在的利多影响，当前建议观望为主，以震荡格局对待，冲高不追，深度回调后仍可考虑作为板块内多配品种。

尿素

当前国内高供应格局未改，气头装置停车增多，但日产仍在高位且后续预计仍将维持，原料端对于煤化工支撑偏弱，后续压力预计将逐步显现。需求端当前主要集中在复合肥以及淡储两方面，复合肥近期开供持续回升，企业库存压力小，对尿素短期需求起到一定支撑，淡储方面，当前企业储备意愿仍偏弱且考核指标的变动增加了企业储备的灵活性，淡储需求集中性释放压力也有所减小，因此支撑有所走弱。需要注意的是，当前尿素库存仍处于同期低位水平，低库存仍在在价格下跌后仍将起到支撑作用，后续预计在高供应下国内库存有望逐步走高，近端紧张格局将会边际缓解。当前对于尿素的判断仍是区间宽幅运行为主，向上受高供应以及政策影响，向下受成本以及淡储的阶段需求释放支撑。在当前价格下，偏向于认为现货仍有一定的回落压力。策略方面，后续供需格局或将使得价格维持在区间内，当前绝对价格不低，盘面冲高不追，若后续出现深度回调仍可关注逢低多配，价格上沿关注2400-2500，下沿关注2000-2100。期权方面，当前波动率仍在高位，关注逢高做空波动率的机会。

聚烯烃

盘面震荡偏弱，分析如下：1. 基差扩大，现货跟随期货下跌能动性较滞后。2. 成本端由于油价及LPG本周跌幅较大，支撑大幅递减。3. 11月PE供应端压力较小，无新增产能但检修回归较多，上游制造商在低利润环境下，降低生产利用率至历史低点；PP产能投放较为集中，国乔泉港石化一期（PDH制40万吨PP）预计11月中旬投产，福建中景石化有限公司（PDH制60万吨PP），宁波金发新材料有限公司一期2线PDH制40万吨PP预计11月底投产叠加检修回归较大，供应端或将承压。4. 上游中游库存高位出现去化，下游交投情绪有所起色；5. 需求端，下游开工率维持中性偏高。6. 人民币汇率升值至7.14左右震荡，PE进口利润回升，部分窗口打开，PE12月进口端或将面临压力。7. 原计划本周召开OPEC+会议推迟至11月30日举行，市场推断减产计划受阻。

聚乙烯 PE01 合约收盘价 7934 元/吨，下跌 227 元/吨，现货 8000 元/吨，下跌 125 元/吨，基差 66 扩大元/吨，扩大 102 元/吨。上游开工 87.42 %，环比上涨 0.23%。周度库存方面，生产企业库存 41.9 万吨，环比去库 1.61 万吨，贸易商库存报 4.67 万吨，环比去库 0.45 万吨。下游平均开工率 48.19 %，环比上涨 0.33%。LL1-5 价差-32 元/吨，环比缩小 6 元/吨。

聚丙烯 PP01 合约收盘价 7462.00 元/吨，下跌 243 元/吨，现货 7570.00 元/吨，下跌 100 元/吨，基差 108.00 元/吨，扩大 143 元/吨。上游开工 75.46 %，环比下降-2.29%。周度库存方面，生产企业库存 55.91 万吨，环比去库 1.26 万吨，贸易商库存 13.72 万吨，环比去库 0.92 万吨，港口库存 6.43 万吨，环比累库 0.26 万吨。下游平均开工率 55.65 %，环比下降-0.77%。PP1-5 价差-15.00 元/吨，环比缩小 18 元/吨。

苯乙烯

苯乙烯港口及厂库均去库，自身负荷维持回升。下游负荷偏低，刚需采购，对高价抵触。纯苯端，下游开工采购节奏偏缓，港口逐步进入累库周期。12 月纯苯进口增量，然下游检修集中，预计纯苯整体偏弱。

近端装置意外频出，低库存对近端价格有所支撑，但成本有所松动，建议单边预计偏弱，月间正套为主。

PVC

PVC 开工维持高位，后续检修偏少，预计开工仍将维持较高。厂库去库，主要是增加下游交付量及部分出口。国内下游开工季节性偏弱。氯碱综合成本维稳，电石开工回落，价格有所上涨。海外方面，台塑报价提涨 30 美金，符合预期，印度节后刚需仍存，台塑量采购正常，然对国内报价维持，FOB 天津未跟涨台塑。盘面大跌后，成交大幅放量，下游投机拿货。01 合约仓单量新高，对盘面价格有所压制。预计 PVC 震荡偏弱，关注 05 逢低买入机会。

农产品类

生猪

现货端：受上游惜售，以及降温后大猪需求提升刺激，上周国内猪价先涨后落，周后期需求重新回落，但供应压力不减，具体看河南均价周涨 0.1 元至 14.3 元/公斤，周最高 14.6 元/公斤，四川均价周落 0.2 元至 15 元/公斤；未来供应仍较充沛，但月底有小幅缩量可能，且公布收储后惜售情绪可能放大，需求受气温偏暖影响整体低迷、旺季延后，短期猪价利多匮乏，中期受消费带动或相对走强。

供应端：今年四季度至春节前后面临的出栏任务或偏大。一方面从母猪数据推，11 月以后理论出栏或有减量，但幅度有限，从仔猪出生数据推四季度出栏量维持偏高；其次考虑后移或前置的供应，10 月以后的压栏和二育，以及明年春节后提前出栏的部分，都集中到年底附近，整体供应可谓充裕；再者从集团计划完成度以及年度预期出栏量看，后期供应压强仍高。最后，从中期场景分析，当前面临的是屠宰规

模偏高，冻品库存增加以及交易体重上行的局面，表明猪源仍在向后积累。

需求端：同比看今年消费一定是在恢复，从多次节日前后的市场表现看，不及预期也是事实；我们预估今年春节消费增量没有问题，腌腊也会存在，但预期过高并不可取。

小结：尽管有收储以及消费预期的利好刺激，但短期供需面依旧利多匮乏，现货弱势下，盘面空头挤出升水成为惯常操作，增仓背后，时间俨然成为多头最大的敌人；截止目前今年暖冬已成事实，消费端迟迟不放量，盘面只能舍弃预期去持续交易现实，挤升水在所难免，直到消费端真正的利多出现，不过，长期供应过剩格局下，反弹或短暂而悲壮。

鸡蛋

现货端：受业者看好后市，低价惜售，下游备货转好等因素影响，市场流通加快，上周国内蛋价延续涨势，但粉蛋高位冲高动力不足，具体看黑山大码蛋价周涨 0.3 元至 4.3 元/斤，辛集周涨 0.25 元至 4.33 元/斤，周内最高 4.36 元/斤，销区回龙观周涨 0.35 元至 4.74 元/斤，东莞周涨 0.21 元至 4.68 元/斤；供应整体稳定，蛋价上涨后淘鸡再度放缓，库存偏低，供应端小幅利好，终端需求整体平淡，预计下周蛋价稳定为主，高价区有小幅回落风险。

补栏和淘汰：10 月补栏数据仍偏高，卓创口径 8728 万羽，环比增加 1.8%，同比增加 9.4%，叠加前期偏高补栏的积累影响，未来供应呈逐步增加态势不变；淘鸡方面，鸡龄持续维持在 527 天的偏高水平，饲料成本尽管有所下滑，但仍偏高，养殖有盈利背景下，延淘仍有利可图，未来关注蛋价持续下行后逼淘的可能。

存栏及趋势：10 月末在产蛋鸡 12.07 亿只，基本符合预期，环比回升 0.3%，同比增加 1.9%，蛋价偏好，老鸡延淘叠加前期补栏偏高是存栏增加的主因。趋势上，今年一二季度补栏鸡苗逐步进入开产期，加上老鸡延淘，预计未来供应逐步回升，当前至年底，在产存栏维持增加态势，且预测年底存栏将升至近几年高位。

需求端：今年需求季节性错配较为明显，节前市场谨慎，则节后市场因补库会形成二次高点，反之则节后持续偏震荡，反弹无力；整体看，在今年肉品、蔬菜价格偏低背景下，我们对鸡蛋消费维持中性偏弱预估。

小结：供应短时稳定为主，长期看高补栏叠加延淘格局，加之成本下滑预期，供应端压力或持续增加；需求受下游逢低补货影响短时发力，中期看缺乏大的节日等利好刺激，且替代品价格普遍偏低；供强需弱预期下，维持盘面持空以及逢高抛空思路。

蛋白粕

国际大豆：美豆本周承接了上周末因巴西降雨形势转好引发的下行趋势，原油本周的偏弱运行也拖累美豆。后市天气来看，下周巴西马州预计有一波持续一周以内的高温，东部地区一直偏高。马州下周每天还是有分散降雨，未来 10 天总降雨量有 1 英寸以上，东部的降雨比较少，南部降雨比较好，12 月以后远期预测巴西的降雨回到中性水平，阿根廷的 12 月天气预测则偏好。本周大豆到港成本下行，人民币升值贡献较大，其次是美豆盘面下行，大豆升贴水仍保持稳定。出口方面，美豆销售进度在与中国的大单签订后明显提升，但仍然偏慢。后市来看，12 月是巴西天气的主要交易月份之一，盘面当前预期较好，

也需要谨防发生异常的可能性。一方面，目前欧洲模型预测偏好，但美国模型对 12 月巴西马州的降水量预测悲观。当前的温度模式与 2015/16 分布接近，当年东部大幅减产，马州小幅减产，南部丰产，如果 12 月降雨量达到 2015/16 年的天气程度，盘面的底部支撑会比较强。另一方面，当前种植进度偏慢，巴西南部因降雨过多种植偏慢，南里奥格兰德进度仅 29.3%，往年同期 55%，东部、北部则因高温及降水偏少推迟了种植，据当地机构报道当前巴西种植进度 72.8%，五年平均 88.75%。

国内豆粕：本周豆粕 01 跟随美豆下行，豆粕更弱的原因应该是多了一层汇率升值因素，导致到港成本下行。现货豆粕基差已经低位，本周低位窄幅震荡。截至 11 月 17 日，主要油厂豆粕库存 61.96 万吨，同比偏高，环比-4 万吨，港口大豆库存 592.68 万吨，环增 43.2 万吨，同比增 168.08 万吨。截至 11 月 24 日，饲料企业库存天数 7.01 天中性偏低，环比+0.01 天。本周开机率恢复了 5%，Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况显示，第 47 周（11 月 18 日至 11 月 24 日）123 家油厂大豆实际压榨量为 201.98 万吨，开机率为 58%；较预估低 1.12 万吨。预计第 48 周（11 月 25 日至 12 月 1 日）国内油厂开机率小幅上调，油厂大豆压榨量预计 204.68 万吨，开机率为 59%。据钢联预估，11 月油厂大豆到港 845 万吨，12 月预计到港 960 万吨，从下周的压榨量及近期成交来看，后续大豆及豆粕还是会进入累库。

观点：由于阿根廷预计及巴西 12 月的远期预报较好，南美大豆的丰产预期及原油偏弱持续压制美豆盘面。国内豆粕的成交情况也不太好，上周仅小幅转好，饲企库存就累库。因此，我们认为 12-1 月这段大豆到港非常多的时间段，如果南美天气正常，单边应该是逢高空思路。短期的行情则需要根据近期天气预报具体判断其对产量损害有多大。套利方面，豆粕 1-3 仍然在走反套，反应国内卖货压力，3-5、3-7 的正套因为天气及播种进度慢及 2-4 月到港大豆季节性下降还在高位维持，如果 12 月天气较好的话或可做 3-5、3-7 的反套。

油脂

马棕：据马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 11 月 1-20 日棕榈油产量预估减少 3.89%，其中马来半岛减少 5.37%，马来东部减少 1.37%，沙巴减少 0.7%，沙捞越减少 3.33%。其他机构预估减产幅度也在 3%-7% 之间。船运机构预计 11 月马棕出口环比略减或持平，那么 11 月马棕预计是小幅累库趋势，考虑 12 月一般季节性减产较多，预计逐步去库。展望后市，马棕产量仍然是关键因素，目前厄尔尼诺超出了模型预期，美国 CFS 模型预计 11 月见顶峰值 1.5，但这几天厄尔尼诺指数已经超过 2，美国模型还是维持 11 月见顶的预期，欧洲模型预计 12 月见顶，峰值 2.5 左右，预计明年 4 月消退。降水方面，印尼今年的棕榈油加权平均降水少于前三年，比 15/16 好。马来的加权平均降水则比较中性，未观察到明显偏少。那么季节性减产及明年因印尼天气偏弱预期小幅减产对油脂底部的支撑仍然存在。

国内油脂：本周国内油脂跟随美豆及原油趋势下行。据 Mysteel 调研显示，截至 2023 年 11 月 17 日（第 46 周），全国重点地区豆油、棕榈油、菜油三大油脂商业库存总量为 225.28 万吨，较上周减少 3.68 万吨，减幅 1.61%；同比 2022 年第 46 周三大油脂商业库存 176.02 万吨增加 49.26 万吨，增幅 27.99%。预计 11-12 月，棕榈油预计库存在高位维持，菜籽和大豆到港量较多，整体偏宽松，油厂开机节奏是影响豆油和菜油库存的重要影响因素，经历前几周的开机率低，随着大豆到港目前 123 家油厂开机率回升至 58%，每周压榨 200 万吨左右，预计后续豆粕库存将会持平。1 月以后，棕榈油的进口及马棕产量季节性下降，国内季节性的大豆压榨量偏低，届时国内油脂才会走向去库。

国际油脂：欧洲现货菜油本周继续收跌至 993 美元/吨，棕榈油本周小幅上涨至 971.5 美元/吨。印度现货植物油及进口报价本周都录得下行。国际豆棕价差 152 美元/吨，中性偏高。

观点小结：中期来看，季节性去库及厄尔尼诺对明年供需影响尚未交易结束，油脂中枢大概率向上。短期估值方面，原油震荡加剧，关注能站稳多少中枢。预计油脂处于一个震荡局面，跟随原油及天气、马棕产量趋势波动，建议震荡操作，中期看多预期维持，目前原油价位结合马棕去库趋势、马棕进口利润来看 7000-7200 的棕榈油属于低价区间。套利方面，国内豆油、棕榈油库存趋势及马棕去库趋势的边际变化，可能使豆棕价差很难在高位继续维持，可做缩豆棕 01。

白糖

国内行情回顾：上周郑糖高位震荡，月间价差震荡。广西南华集团上市新糖报价（11月28日陆续提货），贸易商陈糖报价大幅下跌，基差明显走弱。广西新糖上市在即，贸易商观望氛围较浓，终端市场采购随行就市，成交一般。从价差上看，上周广西糖和加工糖价差扩大，以及产销区价差扩大，价差有利于现货补库。消息方面，根据泛糖科技储运部实地调研数据，截至11月20日，广西食糖第三方仓库库存量不足5万吨，较去年同期减少约25万吨。广西制糖集团已经全部清库，第三方库存食糖均为贸易商社会库存，11月去库速度为14万吨左右，低于往年同期水平，有利于市场补库。海关总署公布数据显示，2023年10月我国进口食糖92万吨，环比增加38.11万吨，增幅70.72%；同比增加40.26万吨，增幅77.81%。2023年1-10月累计进口食糖303.66万吨，同比减少98.54万吨，降幅24.5%。进口量环比大增已体现在价格上。

国际行情回顾：上周原糖高位偏弱震荡，受国际油价下跌影响，但基本面情况变化不大，原糖3-5以及5-7月间价差小幅走弱，但仍维持在高位，精炼糖利润维持高位。上周国际糖业组织（ISO）会议上，气氛整体偏乐观。泰国糖厂公司表示2023/24年度泰国的糖产量将会减少，因单产下滑，预计在2023年12月开始的新一年度甘蔗产量将为7800万吨（上榨季9388万吨）。LDC糖业表示巴西作物良好，但他们没有向全球供应的能力。下个月，由于一个码头关闭，巴西的出口能力将从300万吨降至250万吨。EDF&Man表示厄尔尼诺导致水库水位下降，印度南部各州的种植面积大幅下降，全球不能在短期内依赖印度。由于厄尔尼诺现象，泰国在两年内也不会有大的复苏。

观点及策略：印度和泰国预期减产，并且印度已官宣禁止出口，泰国也对食糖进行监管出口，明年一季度贸易流将会非常紧缺。原糖10合约交割买方接下天量原糖，随后月差继续走强，精炼糖利润维持在高位，原糖03合约仍谨慎看涨。如果预期2024/25年度增产，则价格转折可能是在明年3-4月，但在03合约交割前不建议看得太空。目前国产糖库存很低，盘面价格已经跌破配额内进口成本，在原糖价格仍维持高位的情况下，国内价格向下空间不大，但是向上空间受政策限制，价格预期维持高位震荡。策略上建议区间交易，可以关注5-9正套的机会。

棉花

国内市场回顾：上周郑棉增仓下跌，现货跟随下跌，现货销售清淡，基差震荡，1-5月间价差走正套，5-9月间价差震荡。籽棉收购价继续下跌，集中在6.7-7.2元/公斤，全疆地区收购进度已接近尾声，加工进度同比明显加快。上周纺纱厂开机率回升，但仍处于低位水平，织布厂开机率进一步下滑，纺纱厂库存延续累库，处于历史同期高位。消息方面，10月中国棉花进口28.8万吨，环比增加5.2万吨，同比增加15.8万吨，进口量处于近年同期较高位置。2023年10月我国棉制品出口量49.35万吨，同比减少4.4%，环比减少10.94%，出口延续萎靡。

国际市场回顾：上周美棉价格小幅反弹，但美国出口需求仍不佳。美国农业部周五公布的出口销售报告显示，11月16日止当周，美国棉花出口装船7.79万包，为市场年度低点，较之前一周减少31%，较前

四周均值减少 28%。其中，对中国大陆出口装船 1.84 万包。印度棉花协会（CAI）最新发布的 10 月供需平衡表中，供应端方面，2023/24 产量预期 500 万吨，环比调减 1.7 万吨，减幅 0.3%；进口预期 37.4 万吨，环比未见明显调整。需求端来看，消费、出口预期环比均未见明显调整，分别在 528.7 万吨和 23.8 万吨。基于以上，本年度印度棉花期末库存预期在 34 万吨，环比减少 4.8%。

核心观点：上周资金增仓向下打压，郑棉破位下跌，现货市场依旧冷清，基差被动走强，仓单生成较慢，未来基差走势有修复的可能。本轮郑棉下跌行情，主要原因还是需求端过于萎靡。目前纺织行业处于淡季，且库存高企，产业链开机率持续下滑，现货压力仍在释放的过程中。新年度新疆新花套保成本预计在 16000-16500 元/吨区间，策略上中期背靠成本线卖出套保有一定安全边际，但目前价格已大幅下跌，暂且观望。

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。未经许可，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。

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	交易咨询
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、锌	F3036210	Z0015924
王震宇	分析师		铝、锡	F3082524	Z0018567
钟靖	分析师		镍	F3035267	
曾宇轲	分析师		碳酸锂、镍	F03121027	
张世骄	分析师		铅、锌	F03120988	
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	
石头	首席分析师	黑色建材组	黑色	F03106597	Z0018273
赵钰	分析师、副组长		黑色、钢材、铁矿	F3084536	Z0016349
郎志杰	分析师		玻璃、纯碱	F0284201	
李昂	分析师		热卷、动力煤	F3085542	Z0018818
陈张滢	分析师		铁合金、工业硅	F03098415	
谢璇	分析师		铁矿、双焦	F03097319	
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	
汪之弦	分析师		燃料油、天然气	F03105184	
徐绍祖	分析师		塑料、PP	F03115061	
施洲扬	分析师		苯乙烯、PVC	F03096823	
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	