周策略 2023/12/04 星期一

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-0.31%，创业板指-0.60%，上证 50-1.63%，沪深 300-1.56%，中证 500-0.06%，中证 1000+0.24%。两市日均成交额 7968 亿，较前一周-908 亿/天。

企业盈利和宏观经济：11 月中国企业经营状况指数（BCI 指数）47.72，数值较 10 月份的 49.79 小幅回落，仍低于 50 分界线。11 月 PMI 回落至 49.4，低于荣枯线，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-1BP，隔夜 Shibor 利率 1.618%，宏观流动性边际转松。中美 10 年期利差+24BP 至-153BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净买入 16 亿；②上周美股指数标普 500 指数+0.77%，恒生指数-4.15%，AH 比价 149.99%；③上周重要股东二级市场净减持 23 亿；④证监会新发 2 家 IPO，数量+0；⑤上周融资余额+11 亿；⑥上周偏股型基金新成立份额 106 亿。总的来说，外资继续卖出（-），股东减持额增加（-），融资额增加（平），IPO 数量不变（平），偏股型基金发行量小幅增加（+），ETF 份额增加（+），资金面偏多。

估值：市盈率（TTM）：上证 50 为 9.65，沪深 300 为 10.95，中证 500 为 22.48，中证 1000 为 38.88。

宏观消息面：

1、上周五沪指逼近 3000 点之际，“国家队”国新投资宣布增持中证国新央企科技类指数基金，未来将持续增持。

2、美国 11 月 ISM 制造业 46.7，连续 13 个月萎缩，为 20 年来最长萎缩周期。

3、鲍威尔也给降息泼冷水：判断何时宽松为时尚早，准备需要时进一步紧缩。但美债利率仍旧回落。

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，11 月 PMI 继续回落，10 月出口、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。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：国内经济数据边际转弱，服务业 PMI 数据年内首次位于 50 以下的收缩区间。海外通胀数据持续回落，加息周期结束预期强化。

1)中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.4，前值 49.5；服务业 PMI 为 49.3，前值 50.1。

2)乘联会预 11 月狭义乘用车零售市场约为 208.0 万辆左右，环比增长 2.3%，受去年同期低基数影响，同比增长 26.0%。新能源零售 82.0 万辆左右，环比增长 3.6%，同比增长 36.4%，渗透率约 39.4%。

3)美国 9 月 S&P/CS20 座大城市房价指数同比上升 3.92%，为 2022 年 12 月以来新高，预期上升 4%，前值为上升 2.16%。

4)美国 10 月核心 PCE 物价指数同比上升 3.5%，预估为 3.5%，前值为 3.7%；美国 10 月核心 PCE 物价指数环比上升 0.2%，预估为 0.2%，前值为 0.3%。

5)欧元区 11 月制造业 PMI 终值为 44.2，预期 43.8，前值 43.8。

6)欧元区 11 月 CPI 同比增长 2.4%，预期增长 2.7%；11 月 CPI 环比下降 0.5%，预期下降 0.2%。

流动性：1、上周逆回购投放 21360 亿，到期 21670 亿，净投放-310 亿；2、上周流动性先紧后松，月末效应过后，市场流动性边际改善明显。

利率：1、上周中国十年期国债收益率收于 2.69%，环比回落 1.34BP；2、DR007 收于 1.80%，环比回落 22.23BP；3、10Y 美债收益率收于 4.22%，环比回落 25BP。

小结：近期经济数据边际回落，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。月末效应过后，流动性边际改善，DR007 利率回落至 OMO 利率附近。策略上，在国债价格回落后，短期看震荡。

贵金属

行情总结：截止至 2023/12/1 日盘数据，沪金涨 2.12%，报 475.78 元/克，沪银涨 5.21%，报 6178.00 元/千克；COMEX 金涨 4.39%，报 2091.70 美元/盎司，COMEX 银涨 6.21%，报 25.90 美元/盎司； 10 年期美债收益率跌 5.59%，报 4.22 %；美元指数跌 0.23%，报 103.20 ；海外权益市场方面，道琼斯指数涨 2.42%，报 36245.50 ；纳斯达克指数涨 0.38%，报 14305.03 ；伦敦富时 100 指数涨 0.55%，报 7529.35 ；东京日经 225 指数跌 0.58%，报 33431.51 ；显示市场恐慌情绪的 VIX 指数涨 1.36%，报 12.63 。

经济数据： 美国 10 月新屋销售数为 67.9 万户，低于预期的 72.3 万户和前值的 71.9 万户。表明高利率环境下美国的新房市场出现走弱迹象。同时，美国 11 月达拉斯联储商业活动指数为-19.9，低于预期的-16 以及前值的-19.2。美国 11 月谘商会消费者信心指数为 102，超过预期的 101 ，低于前值的 102.6。美国 11 月里士满联储制造业指数为-5，低于预期的 1 以及前值的 3。

经济数据修正方面，美国季度 PCE 修正值低于预期，GDP 修正值高于预期，美国三季度实际 GDP 年化度季环比修正值为 5.2%，超过预期的 5%，和初值的 4.9%，美国三季度个人消费支出(PCE)年化度季环比修正值为 3.6%，低于预期和初值的 4%。美国 10 月核心 PCE 物价指数同比值为 3.46%，小幅低于预期的 3.5%和前值的 3.7%。

美国经济数据方面需要重点关注下周五发布的美国 11 月非农就业人口变动数。

流动性水平：本周流动性有所边际转弱，美联储资产负债表资产端减持 125 亿 MBS。负债端，财政部 TGA 账户规模有所上升，增加 605.6 亿，准备金规模则下降 596 亿美元。

联储官员表态：美联储官员本周的鸽派表态是推动贵金属行情走势的重要因素，美国纽约联储主席威廉

姆斯表示美国通胀正在回落，令人振奋。美联储理事沃勒表示，若能看到价格水平持续下降数月的情况，通胀回到目标水平，则维持高利率水平的必要性下降。

行情展望：当前贵金属价格的上涨仍具备一定的持续性。占美国 CPI 数据比重较大的房屋租金通胀持续缓和，美国劳动力市场的紧张状况持续性较差。美国经济数据仍将支持美联储紧缩货币政策边际转弱的预期，支撑贵金属价格的上行。单品种来看，LBMA 库存数据显示 10 月份白银库存较 9 月份下降幅度达 4%，光伏用银也将对白银的需求形成支撑。

后续需重点关注美国经济数据以及美联储议息会议，包括美国个人消费支出数据以及美国非农就业人口变动数据，美联储 12 月议息会议中联储主席鲍威尔的表态也将会对美元以及贵金属价格走势产生显著影响。对于贵金属价格应持续保持多头思路，沪金主连参考运行区间为 475-485 元/克，沪银主连参考运行区间为 6000-6500 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价继续上行，伦铜收涨 2.19%至 8625 美元/吨，沪铜主力收至 68990 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存减少 1.6 万吨，其中上期所库存减少 1.0 至 2.6 万吨，LME 库存减少 0.4 至 17.4 万吨，COMEX 库存减少 0.2 至 1.8 万吨。上海保税区库存环比持平，当周现货进口盈利缩窄，远月进口维持亏损状态。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水缩至 72 美元/吨，现货供需边际改善，国内上海地区现货升水进一步走强，周五报升水 710 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差小幅扩大至 2470 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反弹 5.3 个百分点，需求环比回升。

价格层面，国内政策面相对积极，叠加第一量子巴拿马铜矿暂停生产，以及库存低位去化，铜价支撑仍强。短期关注价格走高后需求变化，若需求维持高韧性，则铜价有望继续冲高；若需求边际下滑，则铜价向上的风险相对小些。本周沪铜主力合约运行参考：67800-69500 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： 11-30：铝锭去库 1.7 万吨至 56.3 万吨，铝棒去库 0.35 万吨至 10.8 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，同比增减少 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：乘联会本月狭义乘用车零售市场约为 208.0 万辆左右，环比 2.3%，受去年同期低基数影响，同比 26.0%。新能源零售 82.0 万辆左右，环比 3.6%，同比增长 36.4%，渗透率约 39.4%。

◆小结：云南电解铝厂减产影响逐步显现，国内周内连续去库。消费方面，市场消费整体表现平稳，周内随着现货铝价的下跌，下游企业逢低采购积极性有所好转，但是刚性需求有限，对价格提振作用有限。短期内预计将维持震荡偏弱走势，国内主力合约参考运行区间：18000 元-19100 元。海外参考运行区间：2100 美元-2350 美元。

锌

上周锌价持续下行，伦锌收跌 1.58%至 2519.5 美元/吨，总持仓 20.22 万手。沪锌主力收跌 2.18%至 20620 元/吨，总持仓 16.96 万手，内外盘持仓均有下滑。LME 现货贴水缩窄，价差小幅扩大；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 1.3 万吨至 22.43 万吨，海外库存压力仍然较大。SHFE 库存小计减少 0.35 万吨至 3.45 万吨，其中期货库存 0.75 万吨。根据 SMM 数据，下游工厂原料库存增加 999 吨至 2.75 万吨。社会库存减少 0.58 万吨至 8.79 万吨，市场到货正常，下游逢低补库增加。供给端，国产锌精矿加工费 4450 元/金属吨，进口锌精矿加工费 90 美元/干吨，加工费延续下行，炼厂利润持续下滑。需求端，本周镀锌开工率上升 4.06 点至 62.58%，环保扰动结束，叠加钢材库存表现数据较好，镀锌厂开工率回暖。压铸锌合金开工率上升 1.19 点至 48.53%，氧化锌开工率下降 0.5 点至 60.30%，下游表现有所回暖。总体来看：海外库存延续高位，然下游消费预期转暖，基差止跌企稳。近期加工费持续下行，炼厂利润下滑至年内相对低点，炼厂减产预期上升，下方存在一定支撑，短期波动为主。主力运行区间参考：20450-21350 元/吨。

铅

上周铅价持续下行，伦铅收跌 3.12%至 2126.5 美元/吨，总持仓 14.4 万手。沪铅主力收跌 4.13%至 15785 元/吨，总持仓 12.94 万手。LME 基差贴水扩大，价差亦有扩大。国内现货贴水上行转为小升水，价差亦有回调但仍维持 contango。现货方面，原再均价价差缩窄至 50 元/吨，部分地区原再价格出现倒挂。库存方面，LME 库存增加 0.21 万吨至 13.93 万吨。SHFE 库存小计增加 0.9 万吨至 6.75 万吨，其中期货库存 5.8 万吨。根据 SMM 数据，铅锭工厂库存增加 0.99 万吨至 2.76 万吨。社会库存增加 0.54 万吨至 7.69 万吨。一方面铅锭供应有所增加，另一方面旺季结束后下游消费偏弱，库存录增。供给端，原生铅方面，进口铅精矿加工费 45 美元/干吨，国产铅精矿加工费 900 元/金属吨，原生铅开工率下降 0.2 点至 52.00%，基本维稳。再生铅方面，废电动车电池均价本周有所下滑，再生铅厂原料库存增加 1.34 万吨至 15.87 万吨，炼厂利润止跌企稳下，再生铅开工率上升 3.4 点至 39.63%。需求端，本周铅酸蓄电池开工率下降 2.67 点至 66.70%，蓄电池旺季结束，部分电池厂存在放假减产状况，消费表现偏弱。总体来看，河南地区炼厂检修结束铅锭供给预期宽松，废电瓶价格下行成本支撑下移，叠加下游旺季结束表现偏弱。再生铅厂利润进入普遍亏损状态，原再价差倒挂下，持续关注降价后废电瓶供给状况。总体情绪偏空。主力运行区间参考：15400-16100 元/吨。

镍

周内纯镍触底反弹后回落， LME 镍三月收盘价 16890 美元，周内涨 4.74%。周五国内现货价报 129400～133200 元/吨，均价较前日跌 3000 元。一级镍受成本支撑反弹数日后回落。俄镍现货均价对近月合约贴水 250 元，金川镍现货升水报 3000-3200 元/吨，均价周内涨 700 元。

10 月国内电解镍产量为 23355 吨，环比增 0.8%,同比增 49.5%。前期镍价加速下行，据 SMM 调研少量小型镍厂减产，预计 11 月产量增速放缓，但 12 月将恢复。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 12 月 1 日，SHFE+LME+保税区显性库存环比累库 0.11 万吨至 6.30 万吨，较上周 LME 累库 1416 吨，国内本周去库 302 吨。MYSTEEL 调研 11 月不锈钢排产环比下降约 3%，不锈钢社会库存减-4.8%。

精炼镍基本面疲软，反弹持续性有限，国内产能供应过剩现实驱动进口镍利润转负。原生镍供给宽松未变，上周高镍铁报价再创年内新低。不锈钢厂排产环比下降，需求方面依旧偏弱，上周受镍价带动不锈钢价反弹，下游一度补库，后恢复观望，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转亏损，同时电池材料生产旺季结束，硫酸镍产量和价格仍将回落。未来关注印尼新建产能释放情况。沪镍基本面过剩现实难以支持镍价反转，预计本周震荡偏弱运行，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：韩国产业通商资源部周五公布的数据显示，受半导体需求复苏的推动，韩国 11 月份出口同比增长 7.8%，达到 558 亿美元，连续第二个月实现增长。韩国产业通商资源部周五公布的数据显示，受半导体需求复苏的推动，韩国 11 月份出口同比增长 7.8%，达到 558 亿美元，连续第二个月实现增长。出口是韩国经济增长的主要引擎，此前韩国出口在连续 13 个月同比下降后，在 10 月份首次出现反弹。11 月份芯片出口同比增长 12.9%，至 95 亿美元，为 16 个月以来首次增长。

◆小结：缅甸供应端扰动逐渐消退，国内精炼锡产量维持高位，同时国内库存去库走势放缓转为震荡，进口窗口维持开放的情况下海外库存仍然居高不下，韩国半导体出口数据复苏，但半导体消费整体仍处

于相对弱势，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：180000 元-225000 元。海外伦锡参考运行区间：21000 美元-26000 美元。

碳酸锂

期现市场：12 月 1 日，SMM 电池级碳酸锂报价 125000-135000 元，周内跌 5.80%。工业级碳酸锂报价 113000-124000 元，均价较前日-2000 元，周内跌 7.42%。碳酸锂合约周内再创上市新低。12 月 1 日，碳酸锂期货主力合约 LC2401 收盘价 101750 元，周内大跌 17.98%，主力合约报价与现货贴水 28250 元。

基本面：12 月 1 日国内碳酸锂周产量报 8984 吨，环比上周减 5.8%，连续 3 周下降。外购矿冶炼厂有减停产计划，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%，但电池材料生产旺季已过，11 月预计环比碳酸锂需求减少。据 SMM11 月 30 日调研数据，本周国内碳酸锂去库 1589 吨，其中锂盐厂去库 2150 吨，下游及贸易商累库 561 吨。12 月 1 日 SMM 锂精矿均价 1730 美元/吨，周内降 7.73%。以国内外锂精矿报价测算，冶炼利润持续亏损。

观点：矿端供给宽松兑现，澳矿库存积累，报价承压持续下行。津巴布韦精矿持续输入国内盐厂。近期锂盐厂出货压力较大，锂盐企业随行就市出货，或提高折扣力度。电池材料生产逐渐步入淡季，碳酸锂需求走低。近两周高成本冶炼厂减停产或以销定产，但难以驱动锂价企稳。基本面弱势背景下，现货大概率继续走弱，可能探底锂云母一体化成本。短期关注期货盘面博弈，非洲锂矿供给，冶炼企业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 118000-135000 元/吨。

黑色建材类

钢材

成本端：主力合约基差约为-77 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 370/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 326 万吨，较上周环比变化+6.6 万吨，较上年单周同比约+13.0%，累计同比约+0.4%。本周铁水产量环比下降 0.9 万吨，较上周基本持平。铁水供应近月来持续下降，但下降速率较缓，且依然处于历史同期较高水准。因此铁矿石价格依然维持在年内高位。我们认为这主要是由于今年政策对于限产/减产的约束力并不强所导致的。板材本周产量继续随需求回升，目前已经接近 2020-21 年的水平。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 331 万吨，较上周环比变化+4.2 万吨，较上年单周同比约+9.2%，累计同比约-0.1%。热轧表观消费继续回升。结合经济数据我们认为主要增量可能来自新能源车以及家电制造行业四季度生产旺季带来板材下游景气度回升。此外，在内外盘钢价倒挂的情况下，钢铁出口同样是拉动板材消费的主要驱动。我们认为需要修正此前对于板材表观消费的预期，在出口量不减退的情况下，12 月热轧卷板的消费可能稳定在 330 万吨/周水平。
库存：库存连续去化。
小结：铁水产量本周稳定在 234 万吨/日，符合预期。在铁水产量难以压制，库存绝对值较低的情况下，

整体上炉料的基本面依然坚挺，支撑盘面价格。叠加本周钢厂利润再次回落，我们认为钢材交易逻辑处于“弱现实强预期”范畴。但通过观察盘面则可发现，铁矿石合约的持仓量仍在快速下降，较三周前已经减少了大约 40 万手，说明交易者正在撤离。此外成交量也同步萎缩。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。而另一方面，随 1 月合约临近交割，钢材近月合约盘面转向交易弱现实同样是我们预期中的场景之一。综上，对于近期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：

本周，较为显著的变化在于锰硅供应端环比出现了 1.31 万吨的降幅，这主要归因于主产区，尤其宁夏及广西地区不断恶化的利润，内蒙地区虽然仍旧保有利润，但同样出现了明显的收缩。供应端的显著回落以及需求端的小幅回升给予供求两侧“劈叉”的边际好转，但当前供应水平仍显著高于同期，且需求端螺纹产量同样仍显著低于同期水平，结构上的宽松给予价格的压力仍存，但需要注意，边际上正向好转变。

本周盘面价格进一步回落，幅度有限，向下跌破 6400 元/吨关口（加权指数），价格已经低于宁夏地区成本，在未看到宁夏地区成本端有显著下移的驱动之前（本周环比小幅回落 20 元/吨），我们依旧认为短期下方的空间有限。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，叠加供给的边际回落，或能帮助价格短期企稳。

但同时，我们也注意到所提示的锰矿价格的继续走弱风险仍存，锰硅端产量的走弱削弱了锰矿的需求端，而港口的高库存压力依旧，在这样的背景下锰矿价格本周仍在持续走弱，虽然南非矿的价格已经低于前期 2020 年低点水平，但澳矿及加蓬矿价格仍具备回落空间。若考虑这部分成本的预期下移，在锰矿价格突发性大幅走弱情况触发下，我们不排除价格向下寻找 6000-6100 元/吨一线的可能（目前有风险，但概率偏小）。

综合来看，虽然存在锰矿价格进一步下滑风险，但我们目前更偏向于价格短期向下空间相对有限的观点（向上存在明显压力），关注下方 6200 元/吨附近支撑，不建议单边参与。

硅铁：

本周，硅铁产量环比有所回落，但幅度相较于当前 11.68 万吨的高位供给水平显得有限，周度产量仍处于近几年同期的最高水平。供给本周的边际回落对于结构供求的边际改善有限，供给的收缩幅度依旧不乐观。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，供给的明显收缩仍需等待（减产的诉求随着亏损时长的增加在不断累积）。

需求端，我们看到钢铁方面的季节性回落，维持在高位的铁水产量支撑着硅铁的需求，但包括金属镁以及出口在内的非钢需求表现持续偏弱。供求两侧的“劈叉”以及当前处于高位水平的库存仍在给予价格压力。

但考虑到当前盘面价格水平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；同时，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或

能阶段性改善硅铁采购需求。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

本周工业硅产量环比继续回落，但幅度十分有限，持续低于预期。拥有利润的新疆地区产能丰富，持续提产几乎对冲了西南地区云南及四川十一月份以来的减量，导致枯水期供应收缩的预期迟迟无法兑现，这是压制盘面价格一直未如我们预期发生向上反弹行情的关键因素所在。我们预计到 12 月底，西南地区仍有 5000 吨/周的供应减量空间，但考虑到新疆地区当前 70%左右的开工率依旧存在进一步增产的空间，在新疆地区持续拥有利润情况下，我们对于枯水期产量发生明显回落的预期可能将要落空，这意味着价格向上的驱动将明显减弱。

需求端，多晶硅产量在新投产能爬坡以及持续拥有利润的情况下（虽然利润幅度在持续收窄），持续攀升，继续支撑工业硅下游需求。此外，西南地区成本继续抬升，折合盘面目前位于 15300-15500 元/吨附近水平，且四川地区工业硅生产已开始出现亏损，站在这个角度，我们认为盘面的估计目前仍旧是偏低的，在枯水期（来年 6 月份之前）价格向上的性价比依旧远高于向下。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发展的关键。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

橡胶突破箱体震荡区间下跌后再次下跌。因 RU2405 升水并未充分回归，宜谨慎。
23 年 11 月下旬以来，由于对宏观和橡胶供应增加的担忧，加上升水的压力，导致胶价下跌。

现货
上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 11800（-100）元。
标胶现货 1460（-10）美元。

操作建议：
市场震荡弱势。我们态度谨慎。单边暂无推荐。
RU2405 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。
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。

海关总署 11 月 18 日公布的数据显示，中国 10 月橡胶轮胎出口量为 71 万吨，同比增加 15.3%。1 至 10 月累计出口量为 736 万吨，同比增加 14.8%。

3）轮胎厂开工率后期预期中性

需求方面，截至 2023 年 12 月 1 日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 59.21%，较上周下滑 1.84 个百分点，较去年同期下滑 0.97 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 72.85%，较上周窄幅调整 0.04 个百分点，较去年同期走高 8.36 个百分点。全钢轮胎替换市场整体需求进一步转弱，符合季节性规律。

4）库存中性偏弱

截至 2023 年 12 月 1 日，上期所全乳胶库存 156452(15696)吨，仓单 122330（ 5230）吨。20 号胶库存 103824（4718）吨，仓单 91930（ 3429）吨。交易所+青岛 88.90(0.42) 万吨。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%。

燃料油

情况小结：①原油：原油价格因 OPEC+减产低于预期和美国库存增加而有所放缓，而来自中国的刺激计划预期为市场提供支撑；②石脑油：石脑油市场由于来自俄罗斯的供应紧缺，裂解装置运行仍然低迷，受到下游需求疲软的压力；③汽油：新加坡汽油由于区域供应增加和美国库存上升而走弱，而印度需求仍然强劲；④ 航煤：市场呈现分化，对煤油需求的看法仍然不一，而对中国清洁产品出口进一步下滑的预期仍然存在；⑤ 柴油：柴油市场情绪大致稳定，交易商寻找新的定价方向；⑥燃料油：低硫燃料油市场预计将在 12 月下旬见顶，而高硫燃料油市场则进入看涨领域，因为中国提高了 2023 年非国有企业的进口配额，增加了 300 万吨。

原油情况：■ 原油价格因 OPEC+减产低于预期和美国库存增加而有所放缓，而来自中国的刺激计划预期为市场提供支撑：沙特阿拉伯将延长其每日 100 万桶的自愿减产，原定于 12 月底到期，而俄罗斯将其自愿减产提高到每日 50 万桶。这两项减产将持续到 2024 年第一季度结束。根据 OPEC 的声明，伊拉克额外自愿减产 23.3 万桶/日；阿联酋 163,000 桶/日；科威特 135,000 桶/日；哈萨克斯坦 82,000 桶/日；阿尔及利亚 51,000 桶/日；阿曼 42,000 桶/日；除了事先公布的沙特和俄罗斯的延期以及更多减产外，总计约 90 万桶/日的新减产低于市场最近对该集团减产 1-2 百万桶/日的预期，给原油价格带来了压力。■ 美国商业原油库存在截至 11 月 24 日的一周内增加了 161 万桶，达到 449.66 万桶，根据 EIA 的数据显示。这一增幅使库存水平升至自 7 月中旬以来的最高水平，并使其比这个时期的五年平均水平高约 0.8%。■ 国家统计局的数据显示，11 月份中国制造业采购经理指数从 10 月的 49.5 点降至 49.4 点。国内工业活动疲软的新迹象重新引发了希望，预期有更强有力的刺激措施来促进经济。

燃料油情况：■ 截至 11 月 30 日，新加坡低硫燃料油（LSFO）裂解价较上周下跌 4.58 美元/桶，达到 5.14 美元/桶，在 11 月份迄今的时间里，裂解价平均为 10.64 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 9.74 美元/吨，达到 11.25 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。低硫燃料油市场看似即将见顶，随着供应在 12 月下旬的后期得到改善，溢价急剧下降。市场继续关注科威特位于 Al-Zour 的每日产量为 615,000 桶的炼油厂重新启动的情况，因为本月初其脱硫装置发生火灾。市场现在预计该炼油厂的出口将仅在明年一月开始，本周生产商未发布新的燃料油招标。■ 另外，中国商务部 11 月 27 日表示，中国提高了 2023 年非国有企业的燃料油进口配额 300 万吨，此举将使独立炼油厂能够在今年剩余时间里引入更多的桶作为替代原料。■ 新加坡高硫燃料油（380CST）裂解价较上周上涨 0.90 美元/桶，为-12.64 美元/桶，在 11 月份迄今的时间里，裂解价平均为-14.02 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 0.8 美元/吨，达到 8.00 美元/吨。

甲醇

内地烯烃装置加大甲醇采购力度叠加港口去库超预期，盘面价格出现大幅反弹，月差有所走强，基差维持偏弱走势。供应端国内开工仍维持在高位水平，进口端短期到港有所下滑， 但后续进口预计仍维持在相对高位，成本端短期震荡为主，在内地企业低库存以及低利润下成本预计会有一定支撑。需求端整体刚需维持，随着甲醇现货走高，MTO 利润再度压力，下游产品弱势下预计 MTO 将维持在低位水平。总体来看港口超预期去库，市场预期好转，成交放量，交易重心抬高。但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，若有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，日产仍在高位且后续预计仍将维持，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。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性需求释放支撑。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.基差缩小，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，但 11 月份投产计划全部延后，国乔泉港石化一期（PDH 制 40 万吨 PP）原计划 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 7.12 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. OPEC+部长级会议召开，该集团同意在原油价格下滑和预测明年将再次出现过剩的情况下深化减产。但值得注意的是，新增的减产量是以自愿为原则，OPEC+会后公告中对此只字未提。OPEC+成员国们各自宣布在明年一季度“自愿”减产。 WTI 原油期货盘中涨幅扩大至 2%。不过，市场担忧 OPEC+“自愿”减产的约束性有限，具体执行恐不及纸面规模，油价走势大逆转，盘中转跌且跌幅一度超过 3%。

聚乙烯 PE01 合约收盘价 7954 元/吨，上涨 20 元/吨，现货 7990 元/吨，下跌 10 元/吨，基差 36 缩小元/吨，扩大 30 元/吨。上游开工 86.83 %，环比下降-0.07%。周度库存方面，生产企业库存 41.92 万吨，环比累库 0.02 万吨，贸易商库存报 4.41 万吨，环比去库 0.25 万吨。下游平均开工率 46.99 %，环比下降-2.49%。LL1-5 价差-35 元/吨，环比缩小 3 元/吨。

聚丙烯 PP01 合约收盘价 7454.00 元/吨，上涨 30 元/吨，现货 7515.00 元/吨，下跌 35 元/吨，基差 61.00 元/吨，缩小 65 元/吨。上游开工 73.00 %，环比下降-3.26%。周度库存方面，生产企业库存 53.26 万吨，环比去库 2.65 万吨，贸易商库存 12.64 万吨，环比去库 1.08 万吨，港口库存 6.31 万吨，环比去库 0.12 万吨。下游平均开工率 55.22 %，环比下降-0.77%。PP1-5 价差-15.00 元/吨，环比缩小 1 元/吨。

苯乙烯

苯乙烯港口去库，厂库累库，自身负荷回落，后续检修较多，预计近月累库幅度偏小。下游负荷偏低，盘面下跌后，听闻有 PS 工厂采购原料，然近月仍然偏弱，盘面下跌，基差维持。纯苯端，下游酚酮、苯胺检修兑现，且有苯乙烯装置意外减产，整体对纯苯需求减弱明显。纯苯供应端来看，12 月主营排产有所增加，同时进口到港集中，基本面迅速转弱，带动纯苯估值下行。目前原油偏弱，纯苯估值已然下跌，单边建议观望。

PVC

PVC 开工维持高位，后续检修偏少，预计开工仍将维持较高，目前企业亏损，关注冬季是否有计划外检修。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，电石开工重新回升。海外方面，印度需求仍存，但采购国内量少，未见出口放量。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 低多机会。

农产品类

生猪

现货端：受抛售情绪增多影响，上周国内猪价先落后涨，周后期再度转弱，周内屠宰量维持偏大，消费量有所提升，但供应端扰动频繁，具体看河南均价周落 0.1 元至 14.2 元/公斤，周最低 13.8 元/公斤，四川均价周持平于 15 元/公斤；上周后期及周末价格偏弱，跌至偏低位置后或再度引发抗价情绪，但在整体需求未有大幅增量的背景下，仍看不到大幅拉涨的可能，价格或以频繁震荡为主，等待供需指引。

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：消费在旺季承接不力，现货疲弱背景下，上周盘面延续升水挤出操作，远月受产能去化缓慢悲观预期的影响同样偏弱运行，整体市场信心极为悲观；考虑盘面升水已剩不多，且进一步的下跌有赖于现货的继续走弱，旺季背景不建议过度追空，谨慎偏空思路，观望或空头减仓操作，中期看整体供应仍较充裕，如有反弹继续逢高做空淡季合约。

鸡蛋

现货端：备货消费转淡，下游畏高情绪出现，上周国内蛋价从高位略有回落但幅度不大，具体看黑山大码蛋价周落 0.1 元至 4.2 元/斤，辛集周落 0.06 元至 4.27 元/斤，周内最高 4.33 元/斤，销区回龙观周落 0.09 元至 4.65 元/斤，东莞周落 0.17 元至 4.51 元/斤；供应整体稳定，淘鸡鸡龄持平，库存小幅回升，消费淡季，下游抵触高价，终端拿货谨慎，预计下周现货小跌后稳定。

补栏和淘汰：成本下行，11 月补栏数据延续偏高，卓创口径 8892 万羽，环比增加 1.9%，同比增加 16.6%，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 524 天的偏高水平，前期蛋价表现不及预期，高龄老鸡出清加快，但随着蛋价回升和持稳，老鸡出栏再度受滞，当前鸡龄维持偏高，去产能进度依旧偏慢。

存栏及趋势：截止 11 月末的在产蛋鸡 12.07 亿只，略低于市场预期，环比持平，同比增加 2.2%，存栏逐步增多的原因一方面是由于老鸡延淘，加上今年前期补栏量偏大，存栏逐步增多是事实，但离过剩尚有距离，淘鸡出栏进度可能影响这一进度的发展。趋势上，考虑在正常淘汰的情况下，未来存栏或进一步增多，预计明年 4 月存栏同比增幅将达 6%，环比目前增加 4%。

需求端：一方面考虑季节性，整体需求在 12 月前期或维持偏淡，下旬至春节前则因备货需求有抬升的可能，但空间或有限，春节后整体消费将再度转淡；另一方面考虑今年没有疫情封控影响以及替代品价格普遍偏低的因素，整体需求或偏弱。

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：美豆本周弱势震荡，原油本周的偏弱运行也拖累美豆。后市天气来看，巴西下周降雨较好，第二周略弱，12 月中旬以后的预报较好，阿根廷的降雨预报较好。这种天气情况下市场预估巴西的产量在去年附近水平，而阿根廷的恢复性增产预期较高，那么下周预计盘面的天气支撑也比较少。本周大豆到港成本略降，主要是美豆盘面下滑，出口升贴水报价还是维持较高水平。

国内双粕：本周豆粕 01 跟随美豆下行，压榨利润也跟随下行，导致豆粕下滑幅度更多。现货豆粕基差已经低位，本周低位窄幅震荡。截至 11 月 24 日，主要油厂豆粕库存 62.2 万吨，同比偏高，环比+0.24 万吨，港口大豆库存 618.49 万吨，环增 25.81 万吨，同比增 172.85 万吨。截至 11 月 30 日，饲料企业库存天数 6.93 天偏低，环比-0.08 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 48 周（11 月 25 日至 12 月 1 日）123 家油厂大豆实际压榨量为 201.98 万吨，开机率为 57%；较预估低 3.67 万吨。预计第 49 周（12 月 2 日至 12 月 8 日）国内油厂开机率偏稳，油厂大豆压榨量预计 205.05 万吨，开机率为 58%。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，近期饲企库存在下降，但 12 月到港较多，大豆及豆粕预计仍会累库，进入 1-3 月，由于季节性大豆到港下降，届时豆粕及大豆可能会去库。因此，我们认为 12 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。估值方面，01 的豆粕按进口成本算压榨利润在略亏格局，同比达近五年最低水平，结合当前的饲企、大豆及豆粕库存来看，不至于特别宽松，预计豆粕 01 阶段性有所支撑。

油脂

马棕：据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2023 年 11 月 1-30 日马来西亚棕榈油单产减少 7.66%，出油率减少 0.18%，产量减少 8.61%。按船运机构对 11 月马棕出口增减幅度在-3.8%到 10%来看，马棕 11 月预计仍累库 10 万吨级。12 月以后的马棕出口可能不用太悲观，虽然中印的油脂库存都比往年高，来自马印的总体进口承压，但一方面印尼 23/24 新年度的棕榈油需求会增加，且其可能小幅减产，那么马来的出口应该还是能和前两年持平。所以关键问题仍然是马棕及印尼的产量，在季节性减产季里，可能不太适合把油看的太悲观。

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 24 日（第 47 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 223.6 万吨，较上周减少 1.68 万吨；同比 2022 年第 47 周三大油脂商业库存 184.24 万吨增加 39.26 万吨，增幅 21.36%。预计 11-12 月，棕榈油库存在高位维持，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位，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，预计后续豆油库存将会持平。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：欧洲现货菜油本周企稳，小幅上涨至 1010 美元/吨，棕榈油本周小幅下跌 7 美元至 964.5 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 148 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，油脂中枢比去年好。短期估值方面，原油及美豆震荡偏弱，带动油脂偏弱运行。油脂目前仍然看不到大幅去库趋势，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。当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。

白糖

国内行情回顾：上周受外糖走弱影响，郑糖 05 合约增仓破位下跌，1-5 月差大幅走强，5-9 月差小幅走弱，空头集中打压 05 合约，中粮席位减持空头头寸并大量增持 05 合约多头头寸。现货价格下跌幅度较小，基差明显走强，新糖供给增量提速，但下游终端以刚需采购为主，观望氛围较浓，成交一般。从价差上看，产区较销区价格贴水加深，广西新糖较加工糖价格贴水同样加深，当前价差结构有利于现货补库。内外价差小幅收窄，但进口利润维持大幅倒挂。

国际行情回顾：上周原糖价格大幅下跌，巴西国家商品供应公司（Conab）11 月 29 日发布的报告显示，预计巴西 2023/24 榨季甘蔗产量将创纪录高位，至 6.776 亿吨，同比增加 10.9%；糖产量为 4688 万吨，同比增长 27.4%，但巴西 2023/24 榨季生产已接近尾声，增产预期早已兑现。价格下跌更多可能是因长时间高位震荡，基金多头平仓了结所致，据美国商品期货交易委员会(CFTC)周五公布的数据显示，截至 11 月 28 日当周，投机客减持 ICE 原糖期货及期权净多头头寸 19,908 手，至 121,729 手。

观点及策略：上周市场传出巴西 2023/24 榨季创历史新高，但巴西 2023/24 榨季生产已接近尾声，增产预期早已兑现，原糖价格下跌更多是因长时间高位震荡，基金多头平仓了结所致。印度和泰国减产预期不变，并且印度已官宣禁止出口，泰国也对食糖进行监管出口，明年一季度贸易流紧缺问题尚未得到解决。如果预期 2024/25 年度增产，则价格转折可能是在明年 2-3 月。国内方面，广西新糖上市，但受盘面价格大幅下跌影响，现货市场观望氛围较浓，成交一般，产区较销区价格贴水加深，当前价差结构有利于现货补库。国内短线价格大幅下跌，且中粮席位减持空头头寸并大量增持 05 合约多头头寸，延续单边下跌的可能性不大，策略上维持观望，等待反弹后再择机建空。

棉花

国内市场回顾：上周郑棉低位窄幅震荡，1-5 月差高位震荡，5-9 月差低位震荡。现货小幅下跌，基差小幅走弱。当前纺织企业随用随购，部分地区中小纺织企业就近采购少量当地地产棉延迟付款以缓解资金压力，大中型纺织企业仍谨慎随用随购。籽棉收购价止跌，集中在 6.8-7.1 元/公斤，籽棉交收进度超过 9 成，新棉加工进度过半，新棉平均成本预计稳定在 16000 元/吨。上周纺纱厂开机率连续第二周回升，但仍处于低位水平，织布厂开机率同样小幅回升。纺纱厂纱线库存小幅下降，但仍处于历史同期高位。产业链下游开机率以及库存边际转好，但基础数据仍不佳。

国际市场回顾：上周美棉价格窄幅震荡，美国多项关键经济数据均指向通胀放缓，软着陆预期升温，使得市场积极交易美联储提前降息的预期，对美棉价格有一定提振作用。从需求来看，11.17-11.23 一周美国 2023/24 年度陆地棉净签约 49374 吨，较前一周减少 32%，较前四周平均减少 42%。装运陆地棉 20140 吨，较前一周增加 14%，较近四周平均减少 14%，需求端仍处弱势。

核心观点：美棉受郑棉影响暂时企稳，美棉基本面变化不大，宏观经济数据好转，但需求端仍处于弱势，延续震荡的概率较高。上周郑棉企稳小幅反弹，一方面新疆轧花厂平均成本在 16000 元/吨左右，盘面估值偏低对价格有一定支撑。另一方面下游纺纱厂和织布厂开机率小幅回升，纺纱厂纱线库存小幅下降，下游产业链边际转好。总体而言，目前郑棉盘面价格估值低，下游产业链数据表现仍不佳，但边际变化转好，短期棉价深跌概率有限，持续性上驱动能不足，策略上可小量试多，或者维持观望。

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。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。

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	Z0017196
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	