

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-2.05%，创业板指-1.77%，上证50-2.99%，沪深300-2.40%，中证500-1.24%，中证1000-2.07%。两市日均成交额8545亿，较前一周+577亿/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，11月CPI/PPI继续下降、出口在基数效应下转正，经济压力较大；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-2BP，隔夜Shibor利率1.63%，宏观流动性边际转松。中美10年期利差-3BP至-156BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净卖出58亿；②上周美股指数标普500指数+0.21%，恒生指数-2.95%，AH比价150.43%；③上周重要股东二级市场净减持20亿；④证监会新发2家IPO，数量+0；⑤上周融资余额+32亿；⑥上周偏股型基金新成立份额72亿。总的来说，外资继续卖出（-），股东减持额较少（平），融资额增加（平），IPO数量不变（平），偏股型基金发行量小幅减少但仍高（平），ETF份额增加（平），资金面中性。

估值：市盈率（TTM）：上证50为9.38，沪深300为10.71，中证500为22.21，中证1000为38.11。

宏观消息面：

1、中央政治局会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。

2、中国11月CPI同比-0.5%，PPI同比-3%。

3、余承东：华为明年将推出颠覆性的产品，改写行业历史。

4、周末超40家上市公司今日密集披露回购或增持公告。

5、公募费率改革第二阶段正式启动，总股票交易佣金或降三成。

6、美国就业坚挺，11月非农新增19.9万，失业率意外降至3.7%，时薪超预期。

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。12月政治局会议提出要“以进促稳，先立后破”，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。接下来中央经济工作会议将召开，建议择机逢低做多。

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、中共中央政治局：明年要着力扩大国内需求 形成消费和投资相互促进的良性循环；
- 2、国家统计局：11 月份 CPI 同比下降 0.5% 环比下降 0.5%；11 月份 PPI 同比下降 3.0% 环比下降 0.3%；
- 3、美国 11 月非农就业人数增加 19.9 万人，预估为增加 18.3 万人，前值为增加 15 万人；
- 4、美国 11 月失业率为 3.7%，预估为 3.9%，前值为 3.9%；
- 5、美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值报 69.4 高于所有经济学家预期。

流动性：月末过后，近期流动性边际改善，DR007 利率维持在 7 天 OMO 利率附近；后期的流动性跟政府债的发行节奏有关，预计总体维持在相对偏紧状态。

利率：1、最新中国十年期国债收益率 2.67%，近期总体以震荡为主；2、10Y 美债收益率收于 4.23%，主要为非农就业数据表现好于预期带动。

小结：近期经济数据以边际回落为主，随着 12 月份“中央政治局会议”的召开及“中央经济工作会议”的临近，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，策略上短期震荡偏空为主。

贵金属

本月，国际金价创历史新高后回落，贵金属整体呈现较大的波动走势。沪金主力合约在盘中创出 486.48 元/克的历史高价后回落至 475 元/克一线水平震荡，沪银在突破 5900-6000 元/克的阻力区间后录得较大幅度上涨，盘中出现 6343 元/千克的高位，后价格出现快速回落，当前价格在 6000 元/千克附近震荡企稳。美债则出现明显的收益率下行趋势，十年期美债收益率下降幅度达 9.61%，当前十年期美债利率为 4.16%，TIPS 收益率下降幅度为 10.05%。美元指数呈现偏弱震荡走势，下降 1.79%。

美国通胀数据缓和：美国 10 月通胀数据低于预期，也是贵金属价格出现短期偏强走势的重要原因。美国 CPI 数据全面低于预期，美国 10 月 CPI 同比值为 3.2%，低于预期的 3.3%和前值的 3.7%。美国 10 月 CPI 环比值为 0，低于预期的 0.1%和前值的 0.4%。美国 10 月核心 CPI 同比值为 4%，低于预期和前值的 4.1%。美国 10 月核心 CPI 环比值为 0.2%，低于预期和前值的 0.3%。鲍威尔所关注的剔除住房的核心服务通胀在 10 月出现放缓。

美国 CPI 中占比较大的为住房分项，住房租金通胀的下降是驱动整体通胀回落的重要因素，10 月业主主要居所等价租金同比值为 6.8%，低于前值的 7.1%，业主等价租金环比值 0.4%，较九月份的 0.6%有所下降。与此同时，商品类通胀有所下降，服务业通胀则仍具备一定的韧性。

美国房地产市场出现边际走弱趋向：随着加息周期开始之后所购买新建住宅数量的增加，较高的长期利

率开始逐步显现在实际的抵押贷款市场中，进而令美国的新房销售市场有所走弱。美国10月新屋销售折年数为67.9万户，低于预期的72.3万户和前值的71.9万户。美国10月新屋销售环比值为-5.6%，低于预期的-4.7%，大幅低于前值的8.6%。

与此同时，美国成屋销售市场也在10月份呈现偏弱走势，美国10月成屋销售年化数为379万户，低于预期的390万户和前值的395万户。美国10月成屋销售年化环比值为-4.1%，大幅低于预期的-1.5%和前值的-2.2%。与此同时，全美地产经纪商协会发布的数据显示，美国成屋库存量不断上升，2023年10月美国成屋库存量为115万套，较年初1月份的98万套有所增加。

流动性水平：本月流动性有所转好，美联储资产负债表收缩幅度较大，共计缩表1233亿美元。资产端减持国债和MBS共计759.6亿美元。负债端逆回购协议规模及财政部TGA账户余额下降，释放流动性。隔夜逆回购余额在本月减少1593亿美元，TGA账户余额下降957.8亿美元，存款准备金规模上升1363亿美元。

美联储官员表态：部分美联储官员表态偏鸽派，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。

但联储主席鲍威尔表态偏鹰，他表示联邦基金目标利率区间已经处于极具限制性的水平，但判断进行政策宽松的时点仍时间尚早，在条件合适的情况下仍做好进一步紧缩的准备。对于通胀，鲍威尔认为虽然当前总体通胀出现回落，但核心通胀仍处于相对高位。美联储将恪守自身的职责，施行紧缩性的货币政策，让通胀向2%的水平回落。鲍威尔认为这一去通胀进程，存在严重失业的风险相对而言较低。但市场并未过多将鲍威尔打击降息预期的讲话进行充分定价，12月4日，COMEX金银开盘均录得较大幅度上涨，后有所回落。

行情展望：中期来看，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。

但鲍威尔对于降息预期的“无效打击”，将会加大其在联储议息会议中鹰派表态的风险，需要重点关注本周议息会议中鲍威尔的具体表态。短期贵金属价格存在一定的回调风险，策略上建议观望，待联储议息会议确定方向，沪金主连参考运行区间为465-475元/克，沪银主连参考运行区间为5600-6000元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价探低回升，伦铜收跌 2.17% 至 8438 美元/吨，沪铜主力收至 68540 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存增加 0.9 万吨，其中上期所库存增加 0.4 至 3.0 万吨，LME 库存增加 0.7 至 18.2 万吨，COMEX 库存减少 0.2 至 1.6 万吨。上海保税区库存环比持平，当周现货进口窗口维持打开，进口清关需求仍强。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水扩至 82.3 美元/吨，国内上海地区现货随着期货月间价差走扩而回落，周五报升水 155 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差缩至 1740 元/吨，废铜替代优势降低。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 4.1 个百分点，需求环比走弱。

价格层面，美国 11 月非农数据好于预期或在一定程度上打压市场乐观情绪，国内宏观大体呈现弱现实强预期的格局。产业上看铜库存维持偏低，海外铜矿供应扰动持续情况下价格支撑或仍偏强，短期铜价或继续震荡运行，同时关注美联储议息会议对市场情绪的影响。本周沪铜主力合约运行参考：67600-69200 元/吨。

铝

供应端：据 SMM 统计，2023 年 11 月份(30 天)国内电解铝产量约为 348.8 万吨，同比增长 4.6%。11 月份国内云南地区电解铝停槽减产，国内电解铝日均产量环比下滑 1185 吨至 11.63 万吨/天。1-11 月份国内电解铝累计产量 3794.6 万吨，同步增长 3.6%。

库存：12-7：铝锭去库 3 万吨至 52.1 万吨，铝棒去库 1 万吨至 10.1 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 11 月国内未锻轧铝及铝材出口 48.96 万吨，同比增长 7.46%，环比增长 11.20%；1-11 月累计出口 518.52 万吨，同比下降 15.3%。1-11 月份累计出口总金额达 1231.6 亿元，累计同比减少 23.09%。11 月受海外节前备货影响，国内未锻轧铝及铝材出口量有所回暖，预计 12 月份铝材出口量将延续增长趋势。

需求：乘联会发布数据显示，乘用车 11 月 1-30 日，市场零售 206.2 万辆，同比增长 25%，环比增长 1%；今年以来累计零售 1,932.8 万辆，同比增长 5%；全国乘用车厂家批发 257.2 万辆，同比增长 27%，环比增长 5%；今年以来累计批发 2,284.3 万辆，同比增长 9%。新能源 11 月 1-30 日，市场零售 78.3 万辆，同比增长 30%，环比增长 2%；今年以来累计零售 673.6 万辆，同比去年增长 34%；全国乘用车厂家新能源批发 94.5 万辆，同比增长 29%，环比增长 7%；今年以来累计批发 774.4 万辆，同比增长 35%。根据产业调研情况，12 月光伏排产 53.4GW，环比维持上升态势。

小结：云南电解铝厂减产影响逐步显现，国内铝锭库存连续去化。下游汽车光伏消费维持强势，但受到有色整体价格低迷影响，铝价持续走弱。鉴于现阶段铝锭的连续去化，后续预计铝价大幅下跌空间预计有限，整体维持震荡走势，国内主力合约参考运行区间：18000 元-19000 元。海外参考运行区间：2100 美元-2300 美元。

锌

宏观方面，美指高位运行，有色整体承压。上周内盘锌价下探回稳，外盘锌价持续下行。伦锌收跌 5.16% 至 2389.5 美元/吨，总持仓 20.02 万手。沪锌主力收涨 0.51% 至 20725 元/吨，总持仓 19.12 万手。锌价低位下游消费向好，内盘基差与价差均持续上行。库存方面，LME 库存减少 0.88 万吨至 21.55 万吨。SHFE 库存小计减少 1.05 万吨至 2.41 万吨，其中期货库存 0.3 万吨。根据 SMM 数据，下游工厂原料库存减少 1120 吨至 2.64 万吨。社会库存减少 0.56 万吨至 8.23 万吨。锌价低位下游逢低补库增加。供给端，国产精矿加工费 4450 元/金属吨，进口精矿加工费 90 美元/干吨，加工费维稳低位，炼厂利润空间压缩，出货意愿下降。内外盘比价上行，进口窗口开启，进口锌锭或有流入补充。需求端，本周镀锌开工率下降 0.52 点至 62.06%，压铸锌合金开工率下降 1.8 点至 46.73%，氧化锌开工率下降 1.9 点至 58.40%。下游开工率下行，但锌价低位下游逢低补库增加。总体来看，本周锌价下行下游逢低补库增加，库存录减，但进口窗口开启下进口锌锭流入或有补充。基差企稳上行叠加炼厂利润持续下滑至年内低点，下方存在一定支撑。主力运行区间参考：20100-21550 元/吨。

铅

上周铅价延续下行，伦铅收跌 4.87% 至 2023 美元/吨，总持仓 14.42 万手。沪铅主力收跌 2.38% 至 25410 元/吨，总持仓 10.65 万手。上周沪铅价差收窄，贴水回落，连续下跌叠加下游淡季下现货需求不佳。内外盘比价持续上行，出口窗口关闭。库存方面，LME 库存减少 0.57 万吨至 13.37 万吨。SHFE 库存小计减少 1.75 万吨至 4.99 万吨，其中期货库存 4.25 万吨。根据 SMM 数据，铅锭工厂库存增加 0.07 万吨至 2.82 万吨。社会库存增加 0.68 万吨至 8.37 万吨，临近交割，铅锭移库压力或导致社会库持续录增。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，原生铅开工率上升 2.7 点至 54.70%。再生铅方面，废电动车电池均价上周大幅下行至 9550 元/吨，再生铅厂原料库存增加 0.09 万吨至 15.96 万吨，再生铅开工率上升 0.8 点至 40.43%，铅废价格跟随铅价回落，再生炼厂亏损收窄，开工上行。上周供给增加。需求端，上周部分企业复工导致铅酸蓄电池开工率上升 2.13 点至 68.83%，但蓄电池消费进入淡季，叠加较高的经销商库存，总体消费仍然保持偏弱。北方地区较大降温或将提升汽车蓄电池更换市场预期。原生铅方面湖南减产，河南云南复产，综合铅锭预期供应增加。下游淡季叠加铅价连跌采购谨慎，本周库存录增。废电瓶价格大幅下行后再生成本支撑下移，叠加下游旺季结束表现偏弱，原再价差倒有所修复，持续关注降价后废电瓶供给状况。主力运行区间参考：15150-15950 元/吨。

镍

国内基本面方面，12 月 8 日现货报价 133600~137600 元/吨，均价周内涨 4300 元。俄镍现货均价对近月合约贴水 150 元，金川镍现货升水报 3000-3300 元/吨，均价较前日跌 350 元，周内跌 50 元。

11 月国内电解镍产量为 25545 吨，环比降 3.5%，同比增 49.0%。前期镍价加速下行，据 SMM 调研部分高成本镍厂减产。近期镍价回归，预计 12 月将恢复，产量有望回升。镍板进口窗口关闭，10 月进口量 6670 吨，维持低位。印尼镍铁放量可观，进口镍铁供应充足 11 月国内镍铁产量预计基本持平。SHFE+LME+保税区显性库存较上月末累库 0.23 万吨至 6.53 万吨，其中 LME 镍库存报 48360 吨，周内累库 1950 吨，国内累库约 400 吨。MYSTEEL 调研 11 月不锈钢排产环比下降约 3%，8 日不锈钢社会库存环比上周减-3.6%。

精炼镍基本面未出现明显边际变化，周内受宏观预期好转低开高走。原生镍供给宽松未变，镍价大幅反弹尚缺少有力驱动。上周高镍铁报价再创年内新低。不锈钢厂排产预计恢复，需求方面稍有好转，叠加

镍价反弹带动，不锈钢价跟涨。周内佛山+无锡库存减 3.6%。整体上，不锈钢成本支撑下移，基本面短期维持弱势，预计现货偏弱运行。短期关注国内钢厂排产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，硫酸镍产量和价格继续回落。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持续反弹，预计本周震荡运行，运行区间参考 115000~140000 元/吨。

锡

供给端：据 SMM 调研了解，11 月份国内精炼锡产量为 15560 吨，较 10 月份环比 0.24%，较去年同比-3.95%，1-11 月累计产量为 153253 吨，累计同比 2.16%。进入 12 月份，云南地区冶炼企业生产计划较为稳定。预估精炼锡产量维稳，11 月份小幅减产的江西某冶炼企业计划于 12 月份继续小幅减产，另外江西某家冶炼企业近期公布年底停产检修计划，预估 12 月份精炼锡产量将有一定程度的下降。

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：全球半导体行业在 2023 年整体处于相对低迷阶段，国内消费电子率先复苏，拉动半导体消费环比呈现稳步上升态势；海外半导体消费也在三季度触底，环比呈现修复态势。光伏的超预期增长带动国内进口窗口开放，海外锡锭持续流入国内。

小结：供应端在缅甸锡矿正常清关状态下并未出现异常波动，需求端海外企稳，国内在光伏和新能源汽车的带动下维持高位，锡价后续预计震荡行情延续，国内主力合约参考运行区间：190000 元-220000 元。海外伦锡参考运行区间：22000 美元-26000 美元。

碳酸锂

期现市场：周五碳酸锂现货价延续跌势，SMM 电池级碳酸锂报价 125000-118500 元，均价周内跌 8.85%。工业级碳酸锂报价 101500-109000 元，均价周内跌 13200 元。碳酸锂期货合约周内剧烈波动，前两日触及跌停，周三波动，后两日涨停封板。周五 C2401 合约收盘价 102300 元，较前日收盘价涨 7.01%，周内涨 1.33%。主力合约收盘价与现货贴水 16200 元，周内期价超跌后基差持续修复。

基本面：SMM12 月 8 日国内碳酸锂周产量报 8945 吨，环比上周减 0.4%，连续 4 周下降，11 月产量环比增约 5%。随着利润收窄，外购矿冶炼厂有减产计划，甚至部分高成本一体化锂盐厂可能考虑减产，12 月碳酸锂产量增长并不乐观。需求端电池材料生产旺季已过，11 月预计环比碳酸锂需求减少。据 SMM12

月 8 日调研数据，上周国内碳酸锂去库 72 吨，其中锂盐厂去库 300 吨，下游及贸易商累库 228 吨。12 月 8 日 SMM 锂精矿均价 1615 美元/吨，周内降 6.65%。以国内外锂精矿报价测算，冶炼利润持续亏损。

观点：基本面弱势持续，近期高成本冶炼企业生产调整，碳酸锂社会库存延续小幅下降，未能驱动锂价企稳。电池材料生产步入淡季，12 月排产环比减少可观，下游生产企业对碳酸锂需求走低。然而，近期碳酸锂期货行情波动剧烈，期现贸易商加紧备货，上游企业考虑通过盘面交割，周五以来市场缺乏低价现货和交割电碳流通。短期现货出现反弹概率较大，期货端当前市场看多情绪强劲，关注交易所披仓单和预报交割披露，盘面持仓以及期现联动持续性。本周国内电池级碳酸锂现货均价参考运行区间 110000-130000 元/吨。

黑色建材类

钢材

估值：钢材合约基差及价差基本稳定。5 月合约当前略微升水，在历史上相对罕见。钢联公布的钢厂利润在 11 月中有所回升，其中电炉利润上涨幅度较为显著。但我们计算的高炉盘面利润以及现货利润却仍然维持低位，与调研利润结果基本相符。我们认为黑色金属冶炼延压业的毛利率可能在短期内难以回升，本质是产品过剩以及过度竞争所带来的囚徒困境，导致钢厂企业议价权持续偏低。

供应：2023 年 11 月螺纹钢当月累计产量约为 1023 万吨，较去年同期下降 128 万吨；热轧卷板累计产量约为 1248 万吨，较去年同期上升约 31 万吨。11 月中螺纹钢周均供应为 256 万吨，热轧卷板周均供应为 312 万吨。铁水供应在 11 月中持续下降，但降幅不及预期，绝对水平依然偏高。假如产量能够维持在超过 230 万吨日的水平，则对于 2024 年来说，年初的铁水产量将远高于历史同期平均（仅次于 2021 年）。这对于铁矿石价格以及焦煤价格来说是比较强烈的利多因素。在今年限产政策偏宽松的情况下，不同钢材品种供应的结构差也难以体现。整体而言，在利润依然偏低的情况下，我们认为以销定产对于钢厂而言依然是较优的策略。

需求：2023 年 11 月螺纹钢当月累计消费量约为 1117 万吨，较去年同期下降约 175 万吨；热轧累计消费量约为 1282 万吨，较去年同期上升约 24 万吨。11 月中螺纹钢周均消费约为 280 万吨，热轧卷板周均消费约为 320 万吨，热卷消费环比变化强于螺纹，符合季节性预期。据了解 11 月中对于钢材需求增长拉动较大的依然是出口以及制造业。强预期逻辑依然在有序运行并逐步影响现实（我们认为钢材 5 月合约的价格将很大程度上决定冬储的定价以和强度）。钢材需求存在转暖的迹象，但需要注意欧美反倾销调查后可能会出现出口大幅下滑带来的影响。

库存：热卷库存开始改善，螺纹钢维持低库存运行。钢材库存变动基本复合季节性。

小结：钢材价格在成本驱动下持续走强，而强预期则对炉料价格形成支撑，驱动黑色价格在 11 月整体走强。虽然进入 12 月后，1 月合约临近交割，但目前市场交易现实的欲望并不强烈。此外，在强预期下钢材基本面也在逐渐被撬动，例如近期市场投机氛围较一个月前出现显著改善。我们认为在炉料的矛盾未被改善之前钢材价格可能难以出现较大的回调，成本逻辑在强预期的护持下仍将支配盘面波动。但在炉料紧缺逻辑自 8 月以来被持续交易的情况下，其所能造成的边际效应同样在缩减。因此我们判断钢材价格或将在 4000 元吨左右反复拉扯，直至更加系统性的事件发生触发逻辑变迁。潜在的事件包括经济工作会议发布更具影响力的政策、中美关系缓和、铁矿石价格过高触发政策风险、炉料供应骤减等。

锰硅硅铁

锰硅：

本周，我们看到锰硅供应端环比继续出现明显回落，截至本周，已环比上月底累计减少 3.58 万吨至 20.77 万吨/周。供给端在利润大幅、持续恶化的背景下，过剩产能开始持续出清，这是对于价格而言，变化向好的变化。但需要注意到当前供给水平仍处于同期偏高水平，在今年以来累积了大量库存的背景下，供给端的压力仍需要产量的进一步压减进行释放缓解。需求端，我们看到螺纹产量环比基本持稳，维持在低位水平。但钢联口径下铁水产量本周出现大幅回落（存在向统计局数据修正的可能），环比-5.15 万吨至 229.3 万吨，虽然其中有季节性的因素以及数据修正的可能（统计局数据 9 月份以来就在持续走低）。虽然需求侧数据上铁水需求呈现下滑，但无疑，在亏损持续发力减少供给的情况下，叠加下游即将开展的原材料补库（强度待定），我们认为供求结构边际上正朝向向好的方向转变。除此之外，当前盘面价格已经跌破宁夏地区成本线，在未看到宁夏成本端有显著下移的驱动之前，我们依旧认为短期下方的空间有限。且盘面已经给出了止跌信号，更加证实了我们的观点。

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，我们目前仍偏向于价格短期向下空间有限，但向上存在明显压力，且缺乏有效驱动的观点，价格短期或仍继续震荡盘整，等待方向的进一步选择。

硅铁：

本周，硅铁产量环比小幅回落，但幅度依旧有限，仍处于同期偏高水平。当前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，本周铁水出现明显回落，但存在数据向统计局口径修正的可能（统计局数据上，9 月份以来持续走低，与钢联劈叉），包括金属镁以及出口在内的非钢需求表现持续偏弱。供给高位、需求回落以及当前处于高位水平的库存仍在给予价格压力。

但近期“双碳”方面的形式存在趋严迹象，国务院于周四晚印发的《空气质量持续改善计划》中再度提及对于高耗能产业的管控，同时提倡大力发展新能源使用，减少煤炭的消费，这或对铁合金供给侧产生扰动，不排除类似能控时期阶段性“限电”的可能，对于价格存在预期提振。

此外，考虑到盘面价格水平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小幅回落，幅度十分有限，持续低于预期。虽然四川、云南地区产量已经显著回落（符合季节性），其中四川周产量回落至历史同期新低水平，云南地区回落至去年同期水平，但新疆地区在成本存在优势，持续拥有利润的背景下加快生产，周产量环比再度显著提升，+0.36 万吨至 4.44 万吨，继续创下新高，并显著对冲了西南地区产量减量，导致枯水期供应收缩的预期迟迟无法兑现，工业硅供给压力在枯水期无法得到有效释放，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，并仍将持续，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 15500-16000 元/吨附近水平，且四川地区工业硅生产持续亏损，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）价格向上的估值空间是存在的，但受限于新疆地区产量的持续攀升，向上的动力迟迟无法兑现，盘面预计将继续维持震荡盘面。但近期，“双碳”存在趋严的迹象，国务院于周四印发的《空气质量持续改善行动计划中》再度提出对高耗能产业进行管控，对供应端造成扰动预期，这可能成为缓解当前供给压力的新途径，但暂时仍需跟进观察。

能源化工类

橡胶

橡胶下跌近尾声。或震荡整理。

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（0）元。

标胶现货 1470（10）美元。

操作建议：

橡胶下跌近尾声。或震荡整理。单边暂无推荐。

RU2405 升水不合理。升水未来 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。买现货或 NR 主力抛 RU2405 继续推荐。

关注买 BR2401 空 BR2405 的试错机会。

1) 重卡数据有恢复。

中汽协发布数据，11 月份汽车产销分别完成 309.3 万辆和 297 万辆，环比分别增长 7%和 4.1%，同比分别增长 29.4%和 27.4%。商用车 11 月份产销分别完成 38.8 万辆和 36.6 万辆，环比分别增长 2.6%和 0.3%；同比分别增长 64.9%和 44.6%。

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 8 日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 59.37%，较上周走高 0.16 个百分点，较去年同期下滑 0.64 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 72.72%，较上周小幅走低 0.13 个百分点，较去年同期走高 6.29 个百分点。

4) 库存中性偏弱

库存方面，截至 2023 年 12 月 8 日，青岛地区天然橡胶一般贸易库库存为 46.28 万吨，较上期减少了 0.76 万吨，降幅 1.61%。天然橡胶青岛保税区区内库存为 15.37 万吨，较上期减少 0.46 万吨，降幅 2.91%。青岛库存 61.65（-1.22）万吨。

截至 2023 年 12 月 8 日，上期所全乳胶库存 169500（13048）吨，仓单 131570（9240）吨。20 号胶库存 107856（4032）吨，仓单 97070（5140）吨。交易所和青岛 89.39（0.49）万吨。

5) ANRPC 产量小增。

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%。

2023 年 10 月，橡胶产量 1307.2 千吨，同比 5.59%，环比 8.97%，累计 9942 千吨，累计同比 2.20%。

2023 年 10 月，泰国产量 489.1 千吨，同比 3.27%，环比 8.57%，累计 3895 千吨，累计同比 2.33%。

2023 年 10 月，马来产量 34 千吨，同比 6.92%，环比 3.03%，累计 298 千吨，累计同比-6.31%。

2023 年 10 月，越南产量 178.2 千吨，同比 27.29%，环比 18.88%，累计 1052 千吨，累计同比 5.02%。

2023 年 10 月，橡胶出口 926.3 千吨，同比 4.42%，环比 10.13%，累计 8475 千吨，累计同比-1.90%。

2023 年 10 月，橡胶消费 933.9 千吨，同比-1.49%，环比 0.93%，累计 9018 千吨，累计同比 6.32%。

2023 年 10 月，中国消费量 564 千吨，同比 3.52%，环比-1.57%，累计 5563 千吨，累计同比 11.98%。

甲醇

盘面冲高回落，仍维持震荡格局。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 利润再度压缩，下游产品弱势下预计 MTO 将维持在低位水平。总体来看后续供需难有大矛盾，预计价格仍以区间震荡为主。策略方面，单边来看，短期供需都在高位，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。

尿素

受气头停车消息提振，盘面短期表现偏强，12 月预计日产将回到 16 万吨的水平，同比仍将维持高位。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。

聚烯烃

盘面震荡先弱后强，分析如下：1. 基差缩小，现货跟随期货能动性较滞后。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. 上游库存高位持续累库，中游库存加速去化，下游交投情绪低落；5. 需求端，下游开工率有所回落。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 月或将面临进口量上升压力。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，油价走势波动较大，市场避险情绪较浓。

聚乙烯 PE01 合约收盘价 8057 元/吨，上涨 125 元/吨，现货 8030 元/吨，上涨 30 元/吨，基差-27 缩小元/吨，扩大 95 元/吨。上游开工 85.40%，环比下降-1.65%。周度库存方面，生产企业库存 45.84 万吨，环比累库 3.92 万吨，贸易商库存报 4.27 万吨，环比去库 0.14 万吨。下游平均开工率 46.25%，环比下降-1.57%。LL1-5 价差-7 元/吨，环比扩大 35 元/吨。

聚丙烯 PP01 合约收盘价 7468 元/吨，上涨 26 元/吨，现货 7500 元/吨，下跌 15 元/吨，基差 32 元/吨，缩小 41 元/吨。上游开工 74.96%，环比上涨 2.68%。周度库存方面，生产企业库存 54.99 万吨，环比累库 1.73 万吨，贸易商库存 13.08 万吨，环比累库 0.44 万吨，港口库存 6.39 万吨，环比累库 0.08 万吨。下游平均开工率 54.82%，环比下降-0.72%。PP1-5 价差 4.00 元/吨，环比扩大 23 元/吨。

农产品类

生猪

现货端：11 月猪价总体不及预期，呈重心下降式的来回拉锯，上旬受猪病等影响偏弱，中旬消费有限转好后上游开始抗价，下旬供应问题再度爆发后重新转弱。具体看河南均价月涨 0.6 元至 14.2 元/公斤，最低 13.6 元/公斤，最高 14.6 元/公斤，四川均价月涨 0.3 元至 15 元/公斤，本月初延续偏弱至今，河南报价 13.4 元/公斤；展望 12 月，供求集中较量，基础供应压力或仍偏大，包括前期压栏导致的后置以及提前出栏引发的前置供应，叠加冻品出货，集团缩减出栏计划或能部分缓解抛压，需求端继续放量的可能性大，仍需警惕不及预期的可能，现货走势或前低后高，阶段性脉冲式反弹，幅度偏谨慎。

供应端：从前期母猪和仔猪数据推，年底至明年3月前，基础供应压力仍大；从体重和屠宰量的反馈关系看，屠宰同环比持续放量，对应下来的体重环比仍处增势，中期是个供应过剩的场景；从机构给的出栏和存栏数据看，供应仍未到拐点，总体结论是，今年春节前猪多、不缺。不过积极的因素也在酝酿，但更多作用于远月，一是11月开始能繁母猪存栏开始明显下降，二是仔猪生产数据也在转差，有理由相信明年淡季过后猪价存在回暖的空间。另外，短期需要关注疫病、大肥出栏、标肥差变化等带来的节奏影响。

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：盘面大幅下跌后剧烈反抽，远月涨幅领先，市场经历由疫病、暖冬弱消费等恐慌性定价后迎来反扑，远月开始计价当期的产能损失，但更多来自情绪性的反应，充分换手背后由盘面先行来给出升水，尚未得到现货的确认，后期关注现货兑现情况，短线情绪偏强反弹或延续，中线仍关注消费兑现后淡季合约逢高抛空的可能，月间反套思路。

鸡蛋

现货：11月份，国内蛋价整体先稳后涨，月内下游逢低补库，但终端承接有限，且涨价后老鸡淘汰再度受阻，月底至12月初现货初步露出疲态。具体看，黑山大码蛋价月涨0.2元至4.3元/斤，月内高4.3元/斤，辛集月涨0.27元至4.27元/斤，月内最高4.36元/斤，销区回龙观月涨0.15元至4.74元/斤，东莞月涨0.17元至4.51元/斤。12月市场或延续供强需弱状态，价格大概率继续承压，供应端新开产缓慢增多，同时淘鸡鸡龄仍偏高，需求端整体表现一般，关注月末至下月初备货带动现货可能。

补栏和淘汰：11月补栏延续中性偏高，卓创口径补栏量为8892万羽，环比增加1.9%，同比增加16.6%，今年1-11月补栏总量为9.3亿羽，同比去年的8.5亿羽增加了9.4%，补栏回升是未来存栏回升的主要推力；淘鸡方面，现货走势不及预期，淘鸡出栏略有增多，鸡龄从高位有所下滑，但仍维持在524天的偏高水平，年底一般对应于淘汰高峰，关注蛋价表现不及预期后促淘的可能。

存栏及趋势：截止11月末，卓创口径在产蛋鸡存栏恢复至12.07万羽，同比增加2.2%，环比年内低点增加2.5%；由前期补栏滞后4-5个月推导，考虑正常16-17个月淘鸡的假设下，未来存栏或继续稳步上升，至明年4月份的理论存栏为12.55亿羽，相比目前增加了4%，同比增幅5.8%；未来淘鸡出栏可能影响存栏增加的节奏，但供应增加的趋势可信。

需求：全年消费基本平稳，具有一定脉冲的特点，需求端还需要考虑替代品和消费场景的变化，年内肉品和蔬菜等普遍跌价，价值疫情放开后消费场景更多集中到户外，因此整体看鸡蛋消费表现略微弱于前两年。

小结：供应持续但缓慢增多，老鸡淘汰量仍不大，需求表现一般，阶段性因备货有脉冲增加可能，现货整体趋势或继续向下，盘面受现货和成本驱动，维持偏空思路。

白糖

国内行情回顾：上周受外糖大跌影响，郑糖主力合约增仓破位下跌，1-5 和 5-9 月差大幅走强。盘面价格重挫拖累现货市场，集团积极降价想促销，但期现基差走强，现货价格较期货价格升水过高，且短线价格大幅波动，中下游企业不敢备货，现货成交清淡，产区价格较销区价格贴水进一步加深，销区库存低，但市场信心不足。产销数据方面截至 11 月底，2023/24 榨季全国共生产食糖 89 万吨，同比增加 4 万吨。全国累计销售食糖 32 万吨，同比增加 16 万吨；累计销糖率 35.7%，同比加快 17.6 个百分点。

国际行情回顾：上周外盘重挫，因印度政府指示糖厂不要使用甘蔗汁或糖浆生产乙醇。印度政府正式通过限制乙醇生产来增加糖供应。这些举措将有助于减少从甘蔗汁中提取约 214 万吨糖用于制造乙醇。起初因泰国、印度减产，预计明年一季度三大主产国出口量仅 700 万吨，但印度政府调整生产策略使得食糖供应额外增加 200 万吨，基金多头大量撤离市场，导致原糖价格崩塌式下跌。

观点及策略：受印度生产政策改变影响，原糖价格大幅下跌，市场陷入恐慌。按照目前原糖 23 美分/磅的价格计算，国内配额内进口成本约 5950 元/吨，理论上郑糖仍有下跌空间，但短线价格跌幅过大，策略上建议观望，等待反弹后再择机建仓。

棉花

国内市场回顾：上周郑棉价格触底反弹，部分纱厂销售情况略有好转，一方面下游织造和服装等环节有少量节前备货，另一方面棉价止跌回升，对于下游采购稍有支撑。从数据来看，纺纱厂开机率连续第三周回升，织布厂开机率连续第二周回升，纺纱厂纱线库存连续第二周去库，下游消费边际转好。

国际市场回顾：上周四美棉花期货大幅上涨，因美国棉花出口强劲。USDA 周四公布的出口销售报告显示，截止 11 月 30 日当周美国棉花出口装船为 13.92 万包，较之前一周增加 57%，较此前四周均值增加 50%。但周五美棉从高位回落，因 USDA 在 12 月供需报告中将 2023/24 年度全球棉花消费量下调。

核心观点：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，现货市场开始有所回暖，短期棉价深跌概率有限。但从中期来看，棉纱高库存的矛盾仍在，缺乏较强的向上驱动。策略上短线可小量试多，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。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	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	