

继续关注铜和贵金属多头，白银最为推荐

——大宗商品策略周报20231126

宏观与商品策略研究团队

张文
从业资格号 F3077272
投资咨询号 Z0018864
zhangwen@citicsf.com

屈涛
从业资格号 F3048194
投资咨询号 Z0015547
qutao@citicsf.com

刘道钰
从业资格号 F3061482
投资咨询号 Z0016422
liudaoyu@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

第一部分 市场逻辑跟踪 & 主要投资机会推荐

商品逻辑及机会：继续关注铜和贵金属多头，白银最为推荐

- 近期市场交易热点集中在黑色。我们前期强调，当前为宏观定价，冬储和短期实际需求的不确定性预计不会对期货价格带来影响，万亿国债最早预计24年1月即形成实物工作量。长期看，明年4/5月不被证伪前，可持续交易，但短期建议止盈。
- 前期我们建议，铁矿、焦煤远月价格开始拉升，但back结构延续，结合低库存带来的安全边际，使得我们认为，黑色系远月价格支撑较强。但目前看，这种安全边际正在走弱。尽管现货端目前跟随宏观交易价格出现提振，但是螺纹利润目前仍未真正修复，结合发改委关注铁矿价格，使得原料多头短期进一步向上可能性受限。但在预期交易下，也不建议转空。
- 有色方面，我们建议继续关注铜多头。11月24日，彭博社报道欧盟委员会制定5840亿欧元的投资计划，对欧洲电网进行维护升级，这对铜价形成利好。此外未来加息趋于终止，以及国内经济的刺激预期都对铜价形成支撑。而近期铜冶炼加工费用回落，也预示着短期供给端同样支撑铜价，低库存也带来安全边际。上周建议试仓后，本周建议铜多头继续增仓持有。对于铝，目前铝锭社库拐点已初步显现，对铝价形成一定支撑，然而在季节性消费淡季下，下游消费表现一般，且后期存进口压力，短期市场矛盾有限，预计铝价短期维持偏强震荡走势。对于锌，海外矿端扰动支撑锌价底部，中长期锌价重心有望抬升，然短期国内基本面无明显矛盾，叠加海外LME库存大幅累积，阶段性拖累锌价。
- 贵金属方面，上周五夜盘价格继续突破，白银强于黄金，验证我们观点，建议继续持有。
- 原油方面，EIA调降今年消费预期，叠加美联储和美国政府持续的预期调控，价格明显下跌。我们曾从宏观视角分析WTI原油价格超过80美元/桶将面对需求调控预期压力，结合近期拜登80美元/桶以下继续收储的“预言”，油价近期承压并不意外。然而，近期原油期限结构开始走平，同时EIA调升明年需求预期，欧佩克年底减产预期再度增强，此时WTI油价在70美元/桶附近为需求和供给的平衡点，再次下探空间在收窄。但在美国政府的政策调控预期下，我们认为搏反弹向上风险较大，WTI平衡价格应在70-80美元/桶附近。

- **本周国内煤炭供应较稳**，全国范围的寒潮降温拉动煤炭需求，部分产区煤矿价格开始小幅上涨，港口、进口煤价由跌转稳。北方地区进入供暖季，电厂日耗回升，部分电厂采购需求稍有释放，非电维持刚需采购，港口库存依旧偏高，预计短期煤价或稳中偏涨，大幅连续上涨缺乏强劲支撑，后市应重点关注全国气温变化以及下游库存。
- **农产品方面**，豆类：美豆国内压榨保持增长，巴西出口预期下调，美豆出口下调担忧缓解；美豆收割加速，新作上市压力增大，且巴西大豆播种持续推进，产量预估再创新高。国内方面，豆粕现货成交一般，因猪价低迷，下游备货恐推迟。豆粕库存同环比继续走低，基差或企稳回升。中国大豆进口采购进度提高，留意持续性。多空交织，连粕窄幅运行。**生猪**：气温逐步转凉，压栏客观条件进一步形成，猪价持续走低后，二育询价积极性和实际成交量均有增加，推动猪价近日持续上涨。二育表现来看，北方相对积极，涨价阶段刺激散户惜售情绪，下游屠宰收猪难度提升，被动接受提价。但从情绪变化来看，猪价连续上涨后二育实际成交有转弱倾向，猪价上涨动力或有转弱。长期来看，需求方面，节日效应结束，猪肉的需求处于缓慢恢复阶段，宰量低位反复震荡，**需求对于猪价支撑力度不强。随天气逐步转凉，从10月往后，历史上屠宰企业开工率呈现整体增长趋势，疫前均值来看，10-12月开工率分别为31%、37%、44%，猪肉需求将逐步回暖。但在消费降级趋势下，预计今年需求难有超预期表现。**

板块投资机会：继续关注铜和贵金属多头

板块	逻辑	重点关注
油气	鹰派措辞和预期管理使得价格跌入美国目标安全价位，此时战略库存储备买入进行。期限结构出现走平，但EIA调降今年需求同时调升明年需求，这使得原油价格短期跌势或暂缓，但由于宏观需求端压制，仍不建议多头。供应端来看，油价的下跌可能引发OPEC+在11月会议中继续减产。美国炼厂检修季结束，开工回升对原油需求形成支撑，成品油需求韧性带动库存持续回落。目前期限机构已经走平，	短期价格获得支撑，但仍建议观望为主
煤炭	主产区煤炭供应稳定，本周国内多地区局部发布黄色寒潮预警，气温下降推动下游用电需求稍有改善，电厂日耗小幅回升，非电行业耗能需求延续弱势；坑口煤价走弱，港口调出量均超出调入量，港口价格小幅回调，电厂、环渤海港口库存均有所回落、但仍居于高位，短期采购积极性难有大幅提振，预计短期煤价仍将承压震荡运行。	震荡运行
化工	化工行业综指持稳，塑料聚酯分化，橡胶调整。截至11月24日，化工行业综指持稳，塑料及聚酯行业综指走势分化，橡胶行业指数承压。11月海外需求存扩张隐忧。国内需求方面，10月国内纺服社零增速边际回落，稳增长政策发力下，整体回暖趋势不改；海外需求方面，美国11月Markit制造业PMI不及预期，就业2020年6月来首次收缩，服务商情绪降至7月以来最低点。风险溢价回落，OPEC+会议推迟，油价回落。地缘方面，以色列与哈马斯临时停火协议生效，双方交换人质，风险溢价回落，供需方面，美国11月Markit制造业PMI不及预期，OPEC+会议延迟额外减产悬而未决，油价承压。开工方面，江浙织机开工上行，ABS开工低位震荡。	震荡
贵金属	美国10月财政赤字出现明显走弱，显示美国始终顾忌自身财政赤字情况，24年美国财政退坡概率增大。加息趋于终止，财政投鼠忌器，风险溢价存在，因此贵金属并不看跌，因风险、需求回落、以及通胀因素，价格不排除年底前出现试探前高的超预期表现，这支撑了我们前期建议的抄底买入行为。周五白银大幅拉涨，考虑通胀预期回落，白银库存进一步下降，预计白银价格仍有机会继续向上。综合看，黄金白银短期仍有继续上冲机会，不排除年底创新高可能。	多单持有，可继续考虑买入，白银强于黄金
有色	欧洲电网投资支撑铜价，而未来加息趋于终止，以及国内经济的刺激预期都对铜价形成支撑。上周建议试仓后，本周建议继续增仓持有。对于铝，目前铝锭社库拐点已初步显现，对铝价形成一定支撑，然而在季节性消费淡季下，下游消费表现一般，且后期存进口压力，短期市场矛盾有限，预计铝价短期维持偏强震荡走势。对于锌，海外矿端扰动支撑锌价底部，中长期锌价重心有望抬升，然短期国内基本面无明显矛盾，叠加海外LME库存大幅累积，阶段性拖累锌价。	铜轻仓试仓多头后，本周可继续加仓

板块	逻辑	重点关注
黑色	淡季临近，随着螺纹表观需求不及预期，前期火热情绪有所收敛，黑色板块上涨驱动重新由成材需求拉动向炉料成本支撑转移。近期华南、华东高炉检修结束逐步复产，热卷在需求低迷的情况下库存压力趋增。前期华北高企的钢坯带钢库存随着期现正套砍仓资源逐步流入市场。螺纹尽管低产量低库存的良好状态延续，但电炉的高利润还是给予偏空的话题。相比之下，煤矿安全生产文件给炉料端注入强心剂，铁矿跟随高位震荡，成本支撑强化下黑色板块多空交织。等待双焦这一波情绪过后，盘面定价或转移到热卷板块，叠加铁矿石价格监管趋严，价格或面临小幅回调，贸易商可择机进行冬储。	成材利润未修复下，继续原料多头风险上升，建议短期止盈
建材	玻璃端，深加工订单淡季坚挺，库存天数下行，同比来看订单和库存均高于往年。需求短期韧性仍存，警惕天气影响带来11月表需季节性的走弱。供应端利润高位使得复产预期仍强，且当下产量已经同比去年转正。远月供需预期仍旧走弱，但盘面已有一定基差，因此若后续产销偏强，则盘面仍有收基差驱动，若产销走弱则基本面驱动下行。纯碱端，当前纯碱产量已经部分回来，青海保持3/5成，其余冲击结束，重碱基本平衡略有过剩，基本面不具备大涨的条件。但盘面仍有200左右基差，若情绪持续偏暖，则价格或有修复。	纯碱供应端扰动，波动风险较大
农产品	豆类： 巴西雨量增加，但分布不规律。美豆承压。关注巴西产区降水持续性。国内方面，中国进口大豆采购进度加快，国内大豆供应压力预增。豆粕成交量偏低，下游亏损需求偏弱，随采随用为主。饲料企业库存中性，不存在刚性补库需求。近期猪价有企稳迹象，但补栏和二育仍未启动。下游需求启动仍待观察。预计内外盘维持区间运行。 生猪： 需求方面，南方腌腊零星启动，标肥价差明显走扩，周末两天宰量向上修复；但目前南方气温依旧偏暖，宰量平稳，需求的持续支撑不强，我们将持续关注需求回归的情况。历史上屠宰企业开工率呈现整体增长趋势，疫前均值来看，10-12月开工率分别为31%、37%、44%，但在前冬偏暖的环境下，预计今年需求难有超预期表现。供应方面，综合母猪存栏和生产效率测算来看，目前仍处压力兑现时期，对猪价形成压制。短期来看，月末仍是二育补栏的主要时间窗口期，所以若价格短期回调后出现上行驱动，二育进场积极性会再次提升，从而推动猪价的上行，但留给二育的时间已不多。	生猪显示支撑

主要大宗商品价格跟踪：黑色建材仍偏强，化工品价格大跌

类别	商品主力合约	近一周涨幅 (%)	近一月涨幅 (%)	近一年涨幅 (%)
贵金属	黄金	-1.6	-1.9	14.6
	白银	-0.7	0.7	18.8
有色金属	铜	0.5	1.8	4.5
	铝	-0.2	-1.2	-1.5
	锌	-1.5	-0.1	-11.2
	镍	-5.2	-12.4	-34.9
	不锈钢	-1.5	-6.7	-18.4
黑色	螺纹钢	1.2	8.2	8.0
	热轧卷板	1.0	6.9	7.1
	铁矿石	3.6	13.1	34.8
	焦炭	2.6	11.4	-1.5
	焦煤	2.3	16.5	-3.0
	玻璃	0.8	6.1	25.0
	纯碱	10.1	37.3	-13.6
能源化工	NYMEX天然气	2.7	-11.9	-61.4
	布伦特原油	0.6	-10.0	-5.8
	沥青	0.7	-1.4	1.6
	甲醇	-4.3	-0.8	-7.4
	PTA	-4.3	-0.6	12.1
	PVC	-2.6	-2.5	-1.9

- **美联储11月议息会议纪要措辞中性偏鸽，尽管保留再加息可能，但经济数据及市场隐含利率水平暗示美联储加息周期大概率已经结束。**市场对后续美联储加息的预期小幅波动，12月、2024年1月美联储暂停加息概率分别为97.6%（前值99.8%）、95.6%；市场隐含终端政策利率维持在5.4%附近。美联储议息会议纪要中信息显示：1) 更加关注利率维持时长：11月美联储官员讨论侧重点从加息幅度转变成高利率维持的时长；2) 将继续数据依赖，再加息已不是基准：虽然不能排除还有一次加息，但继续加息可能已不再是基准情形，而是当经济数据有违委员会目标时才会发生，美联储将谨慎前行（“proceed carefully”）；3) 缩表仍将继续，或延长至降息之后：美联储官员认为缩表将会继续，小部分与会者认为在美联储开始降息后仍能持续缩表。4) 经济存在下行风险，通胀存在上行风险：美联储认为罢工与信贷紧缩或导致四季度GDP增长放缓；美联储认为通胀“仍高的不可接受”的同时，认可供需关系再平衡将引导通胀再降温。
- **美国能源与商品价格增速降温，10月CPI超预期回落。**10月美国商品与服务物价走势分化，商品端能源及核心商品物价环比不同程度回落，其中能源同比降幅显著扩大；服务端房价及除房价核心服务增长维持韧性，边际小幅降温，服务端仍为美国通胀主要支撑。往后看，11月、12月美国通胀或受基数效应而获得边际提振；尽管美国10月主要经济数据或受地缘、财政、罢工突发事件影响而承压，此前经济数据尽显韧性。若后续美国经济重振，通胀仍存上行风险。由于市场“降息”计价与美联储收紧主线相左，加之美联储提及通胀风险双向性，预计美联储将持续调整发言姿态“稳定”市场预期。尽管短期通胀数据进展乐观，预计美联储仍将维持利率水平至明年上半年。
- **美国10月零售环比收跌，跌幅小于市场预期。**美国10月零售销售月率 -0.1%（预期-0.30%，前值0.70%）；美国10月核心零售销售月率 0.1%，（预期0%，前值0.60%）。零售销售细分项目大面积下滑，机动车、家具家装、建材等可选销售为主要拖累；保健个护、食品饮料环比领涨。作为美国经济的主要引擎，美国消费者超预期韧性，提振此前美国一些列经济数据。考虑到当前就业市场趋于降温、通胀挥之不去以及借贷成本上升，多余储蓄持续被消耗，当前消费者消费韧性持续性存疑。此前美国各大零售商三季度财报良莠不齐：塔吉特财报显示其营收连续两季度出现下滑，消费者削减可选消费项目支出。沃尔玛三季度盈收亮眼，但表示观察到消费行为谨慎，在所需物品成本高企情况下不断做出权衡以满足需求。

- **10月工业活动疲软，汽车及零部件为主要拖累。**美国10月工业产出月率 -0.6%（预期-0.3%，前值0.30%）。美国10月制造业产出月率-0.7%（预期-0.3%，前值0.40%）。美国10月产能利用率 78.9%（预期79.40%，前值79.70%）。细分项目中耐用品，非耐用品生产活动不同程度下跌，耐用品及汽车零部件生产活动收缩为主要拖累；计算机和电子产品、非金属矿物及服装和皮革制品领涨。或受UAW罢工及其他突发事件脉冲式影响，美国10月主要宏观经济数据均弱势发展。总需求偏弱或带动生产端降温，叠加罢工事件扰动汽车生产，美国10月工业活动承压。
- **10月美国新屋开工、营建许可上升，超市场预期。**美国10月新屋开工总数137.2万户（预期135万户，前值135.8万户），美国10月新屋开工年化月率 1.9%（预期-0.60%，前值7.00%）。美国10月营建许可总数公布148.7万户（预期145万户，前值147.3万户），10月营建许可月率 1.1%（预期-1.40%，前值-4.40%）。
- **美国11月Markit制造业PMI重回萎缩区间、为3个月新低，服务业活动略有扩张、创四个月新高，劳动力市场继续降温。**美国11月Markit制造业PMI初值49.4（预期49.8，前值50），11月Markit服务业PMI初值50.8（预期50.4，前值50.6）。美国11月Markit综合PMI初值50.7（预期50.4，前值50.7），就业分项指数初值降至49.7，新订单分项指数初值创今年7月份以来新高。
- **欧元区GDP增速低迷，2023Q3GDP环比增长四季度以来首次收负，经济前瞻仍承压。**自2022Q4以来，欧元区GDP增速徘徊于0%，2023Q3GDP环比增速首次收负。GDP细分当中，环比正向拉动主要来自于净出口与存货变化，而居民消费以及固定资本形成对于GDP增长连续两个季度零贡献，显示欧元区经济内生动能较弱。9月、10月欧元区通胀超预期降温，超核心通胀进一步回落暗示欧元区产出缺口料进一步下降，欧元区经济动能乏力料逐步传导至通胀。欧元区11月PMI初值回暖，好于市场预期，但仍连续六个月低于荣枯线：制造业PMI初值录得43.8（预期43.4，前值43.1）；服务业PMI初值录得48.2（预期48.1，前值47.8）；综合PMI初值录得47.1。
- **日本2023Q3GDP环比下降，私人消费疲软，企业补库动力减弱，经济复苏脆弱性犹存。**日本2023Q3GDP年化季率环比-2.1%（预期-0.6%，前值4.8%），日本三季度经济增长显著弱于市场预期，前期复苏趋势中断。细分项目中，私人企业投资连续两季度环比收缩，库存连续两季度去化，此前净出口强势正向拉动三季度由正转负，私人消费及私人住宅投资对三季度GDP环比拉动为0%，日本经济复苏脆弱性符合前期预期。

- **社融：政府债支撑社融，居民信贷转弱。** 10月金融数据：中国10月社会融资规模新增18500亿元，预期18300亿元；人民币贷款新增7384亿，预期6412亿；社会融资规模存量同比增长9.3%，预期9.4%，前值9.0%；M2同比同比增长10.3%，预期10.5%，前值10.3%。10月社融增长较快，主要因为地方政府再融资债券密集发行。信贷方面，10月居民贷款同比偏弱但好于4月与7月，反映居民融资需求仍偏弱但有所恢复。
- **财政：收入增速放缓，支出小幅增加。** 总的来看，2022年留抵退税高峰已过，低基数效应逐渐减退，叠加经济复苏的边际放缓，9月财政收入继续回落。财政端支出主要偏向于教育、社保和就业。
- **地产：投资边际转弱，竣工依旧高增。** 地产投资持续转弱主要因为：1) 地产企业现金流偏紧现象维持，近期又有地产企业未及时付息，地产企业拿地意愿不足；2) 10月商品房销售仍然偏弱，“认房不认贷”政策落地后二手房挂牌和成交有所增加，或挤压新房需求。
- **社零：增速持续回升，居民消费意愿边际改善。** 整体来看，社零数据继续改善，同比增速进一步扩大。受汽车家电、通讯器材等消费走强拉动，10月社零同比增速较上月的5.9%升至7.2%。限额以上单位商品零售继续改善，同比增速由9月的5.2%升至10月的8.7%。餐饮消费继续保持较快增长，10月同比17.1%的增速较上月扩大3.3个百分点。
- **工业企业利润边际改善。** 1—9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额54119.9亿元，同比下降9.0%，降幅比1—8月份收窄2.7个百分点。从库存的角度来看，9月的名义库存与实际库存继续抬升。本次的利润好转有所延续，9月工业企业利润数据使得整体制造业专向补库的预期有所增强。亮点在于近期随着民营企业利润的好转，也使得其扩张意愿也有所上升。但从绝对水平来看，需求和利润水平仍保持弱稳态势，仍需需求好转是否持续，以带动补库周期和信用周期。

■ 建筑业景气度跟踪：弱稳

- **房地产：政策激励效果减弱，房地产整体仍偏弱。** 10月大中城市商品房销售明显改善，但全国销售仍弱，11月24日当周，30大中城市商品房成交季节性回升，但同比降幅再度扩大；二手房成交热度仍高，但呈回落趋势。
- **建筑业（施工）需求：偏弱。** 11月24日当周，螺纹与线材表观消费均继续回落；水泥出库量有所回升。
- **建筑业（竣工）需求：有所好转。** 11月24日当周，玻璃表观消费持续升高，PVC表观消费略有增加。
- **基建中观高频跟踪：表现分化。** 11月24日当周，石油沥青开工率继续回升，铜杆开工率回落6.3个百分点至67.7%，球墨铸铁管加工费环比下降0.9%至3160元。
- **挖机与重卡：销量偏弱。** 10月挖掘机销量同比-28.9%（前值-32.6%），印证地产与基建整体偏弱。

■ 制造业景气度跟踪：10月有所走弱，未来2月财政扩张助力经济恢复

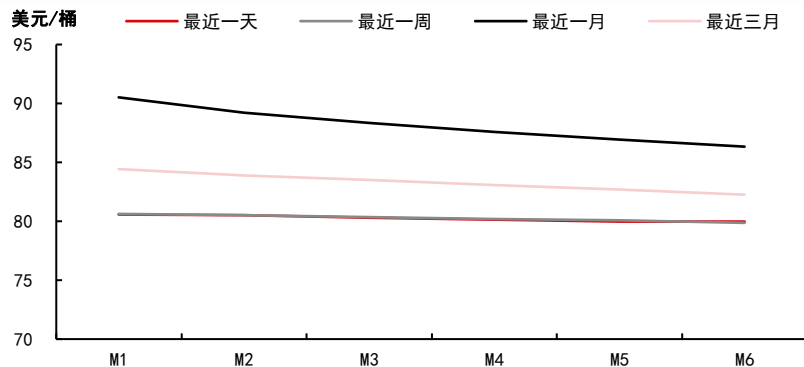
- **PMI：10月有所走弱。** PMI综合指数回落0.7个百分点至49.5%，新订单指数回落1.0个百分点至49.5%。未来2个月我国增发1万亿国债，其中年内安排使用5000亿元。预计财政扩张助力经济继续恢复。
- **发电量：同比增速上升。** 11月23日当周，电厂耗煤环比2.4%，同比3.5%（前值2.1%）。10月下旬，全口径发电量环比0.76%，同比14.3%（前值13.3%）。
- **汽车：轮胎开工率表现分化。** 11月24日当周，半钢胎开工率下降0.3个百分点至72.6%；全钢胎开工率上升3.2个百分点至61.4%。11月前三周乘用车零售表现一般，不过第三周较第二周环比持续改善。
- **出口：总体平稳。** 11月24日当周，中国出口集装箱运价指数环比上涨0.5%。11月中上旬韩国出口同比增长2.2%。

■ 总结：暂时偏弱，预期改善

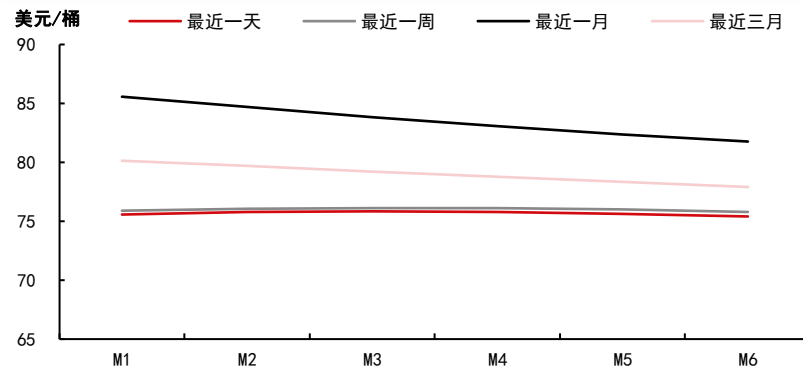
- **房地产与建筑业偏弱。** 10月制造业PMI有所回落，全国商品房销售持续低迷，反映现实需求偏弱。近期财政发力凸显积极信号，需求有改善预期，但政策落地效果仍需继续观察。

布伦特与WTI：布伦特前端回到Back，WTI维持Contango

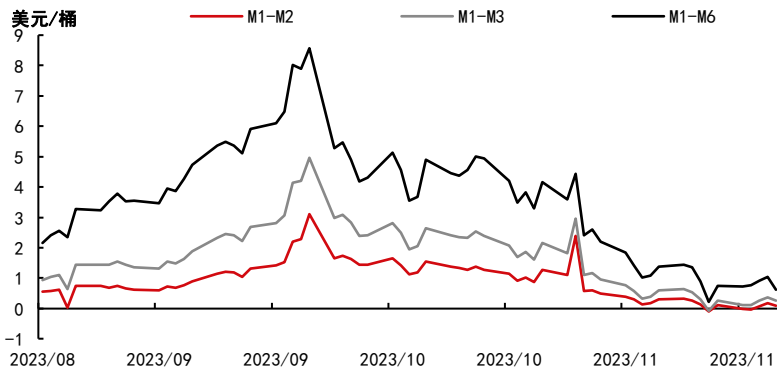
布伦特原油期限结构



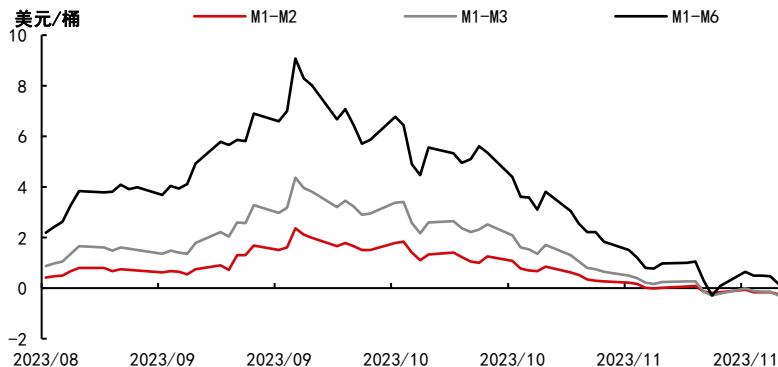
WTI原油期限结构



布伦特原油月差

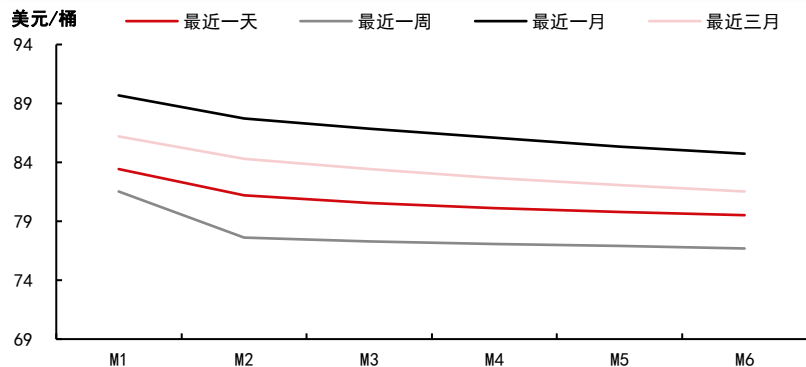


WTI原油月差

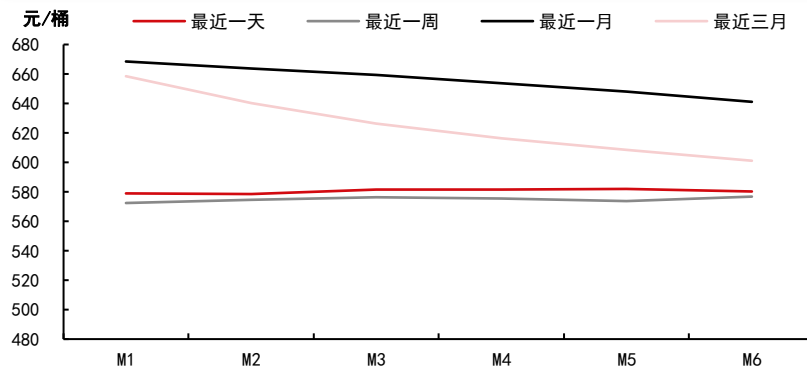


迪拜与SC: SC月差最弱

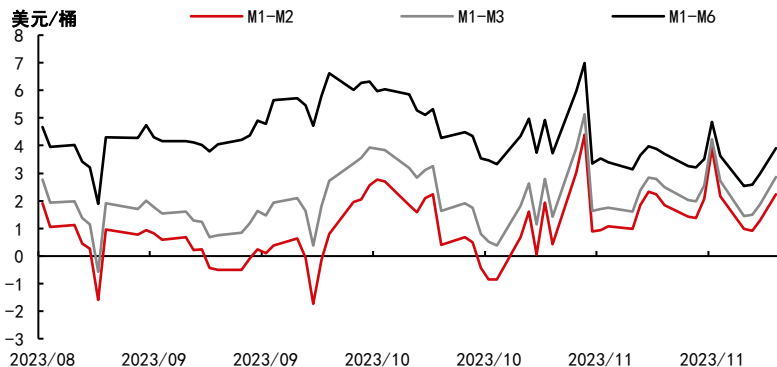
Dubai原油期限结构



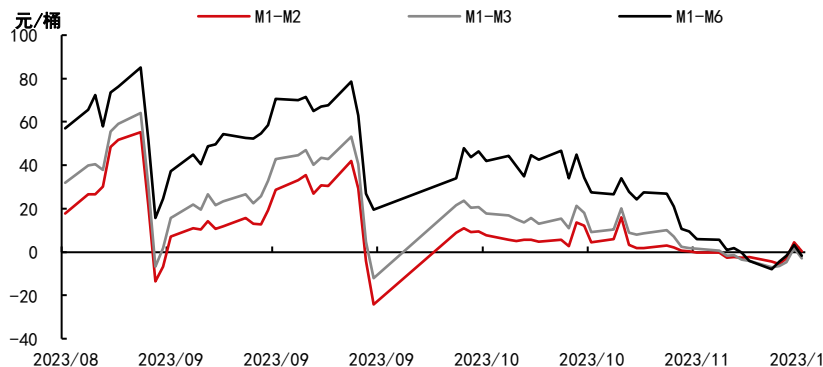
SC原油期限结构



Dubai原油月差

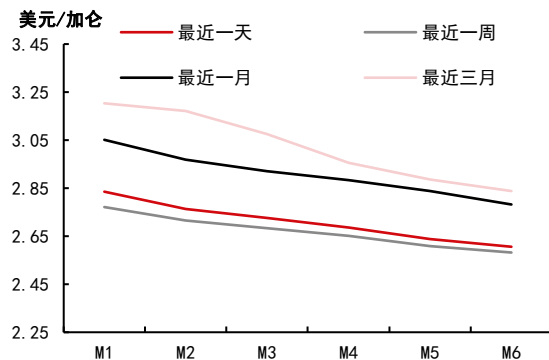


SC原油月差

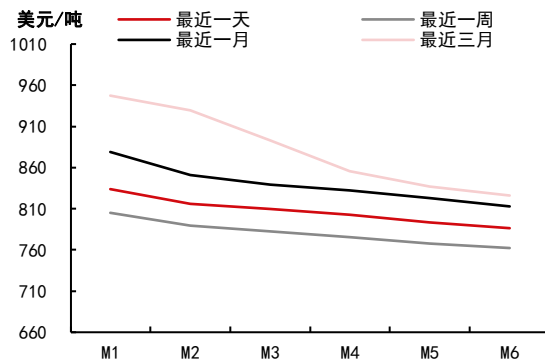


成品油：柴油月差维持相对强势

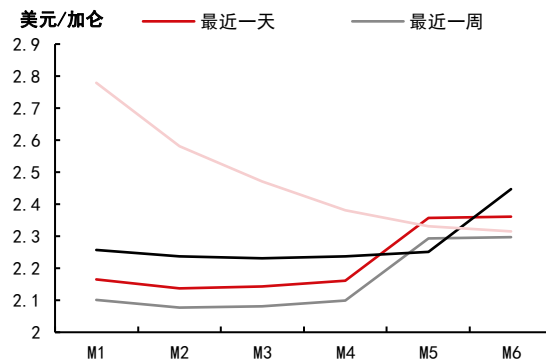
ICE取暖油期限结构



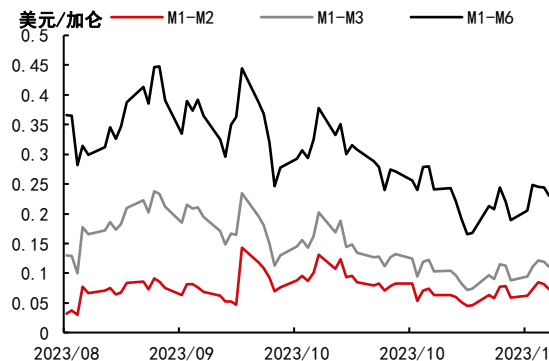
IPE柴油期限结构



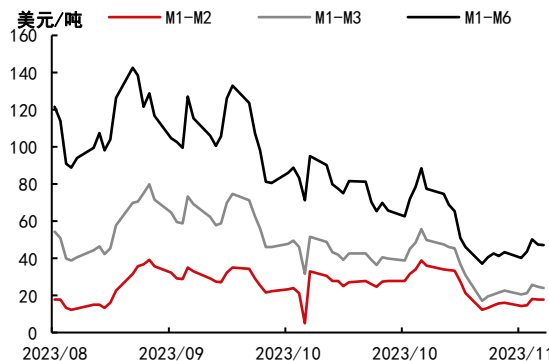
RBOB汽油期限结构



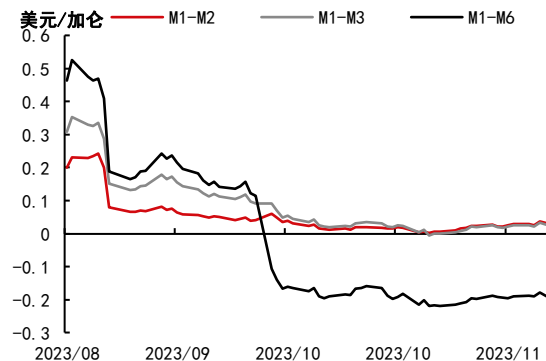
ICE取暖油月差



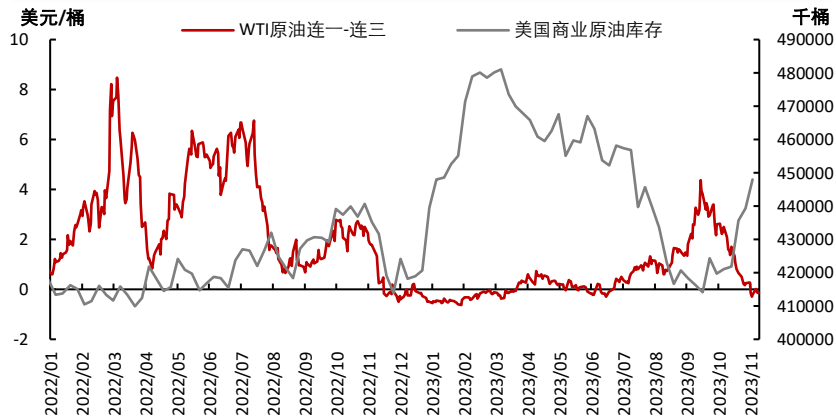
IPE柴油月差



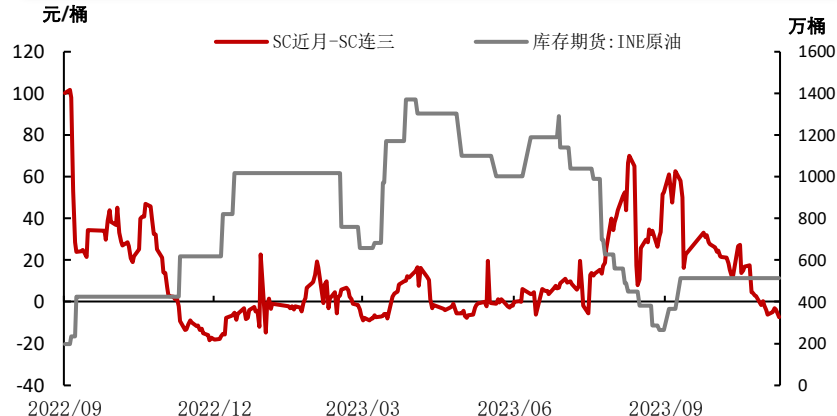
RBOB汽油月差



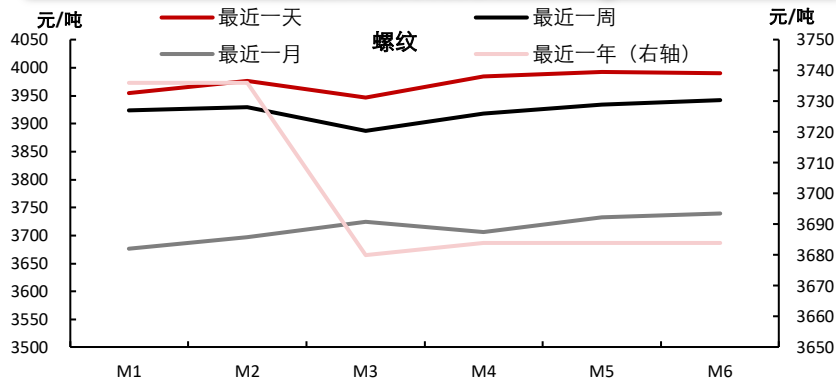
WTI库存回升，月差小幅走弱，远月相对偏强



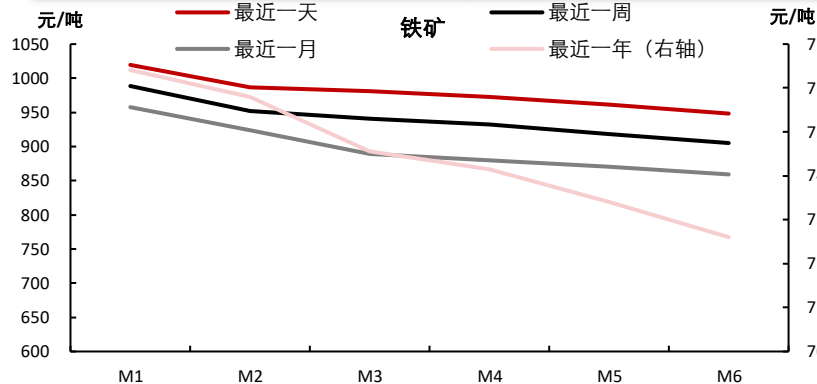
SC库存持稳，月差走弱，远月相对偏强



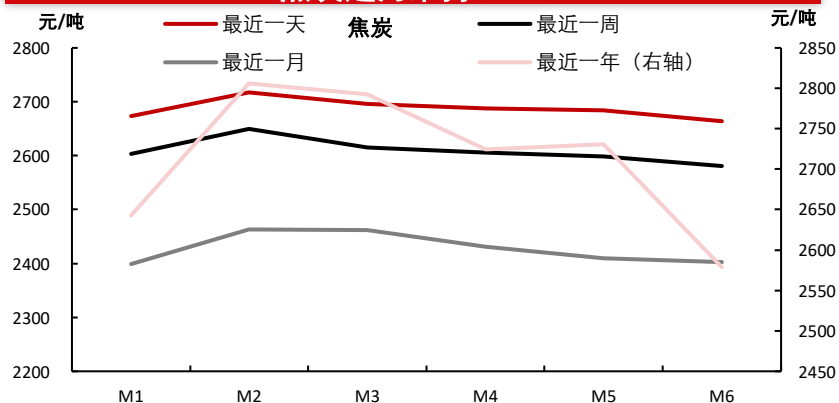
螺纹期限结构转为Contango



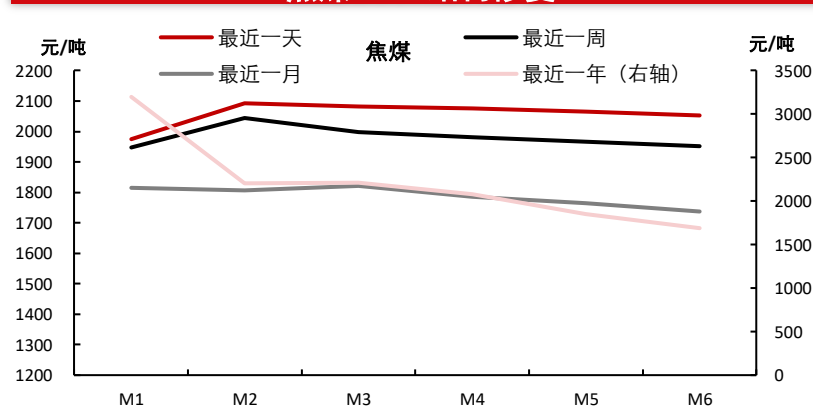
铁矿Back结构延续



焦炭远月维持Back



焦煤Back结构修复

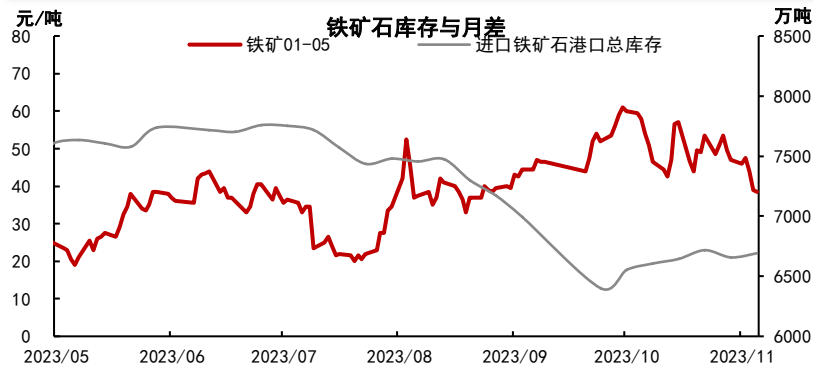


黑板板块：01仍有压力，05相对偏强

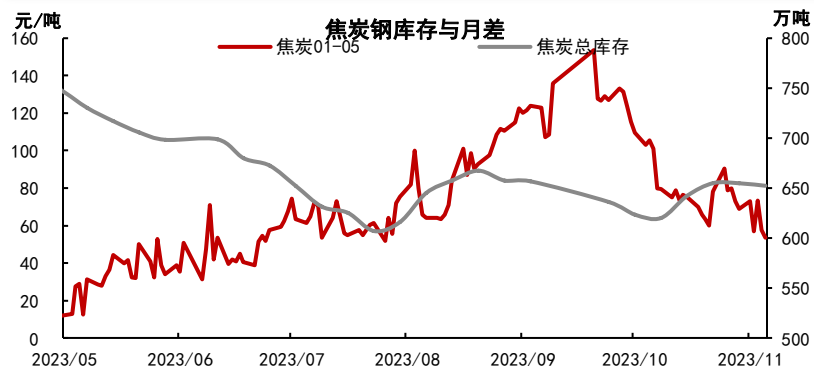
螺纹库存回落，月差走弱，05相对偏强



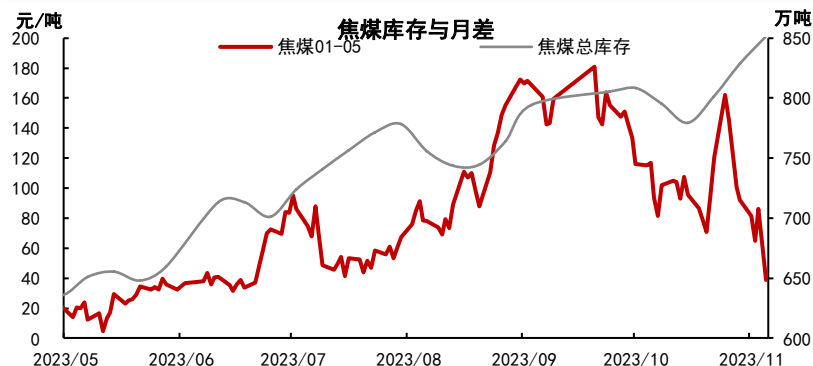
铁矿库存回升，月差走弱，05相对偏强



焦炭库存回落，月差走弱，05相对偏强

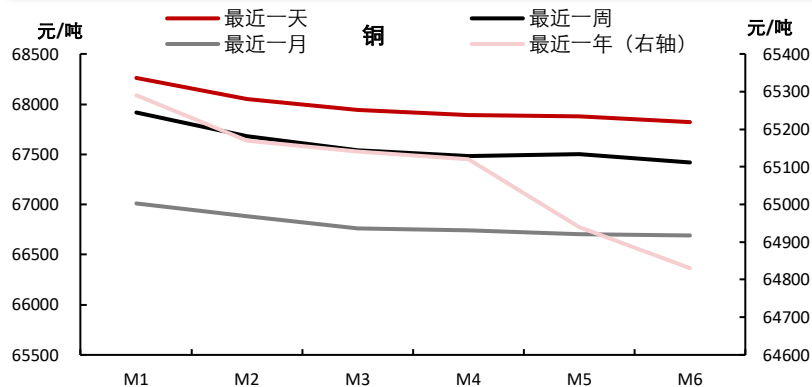


焦煤库存回升，月差走弱，05相对偏强

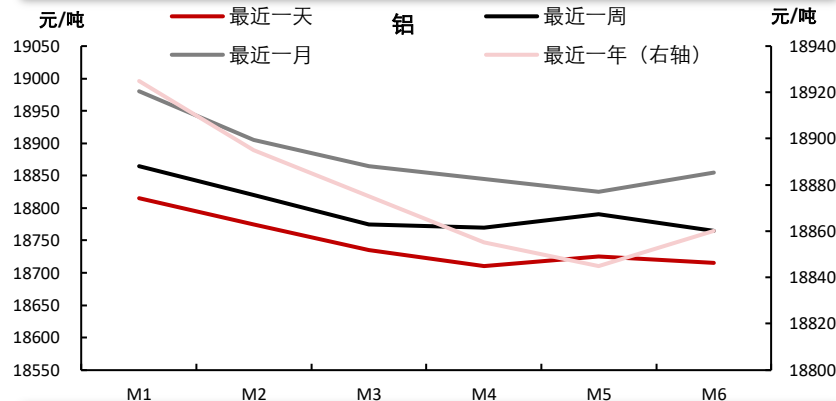


有色板块：铜等Back延续

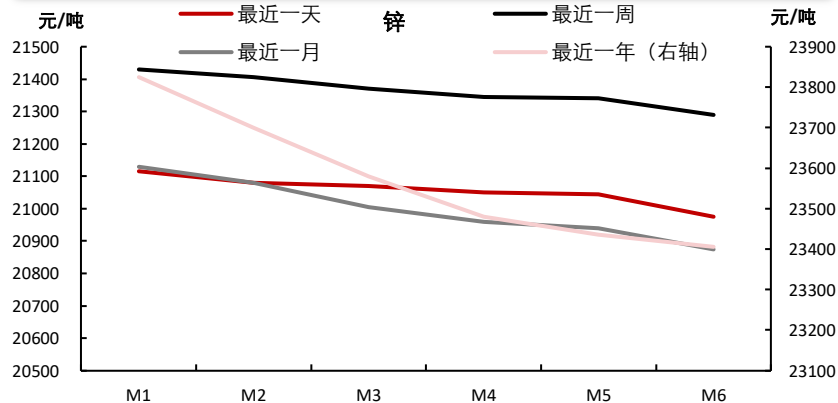
铜延续Back结构



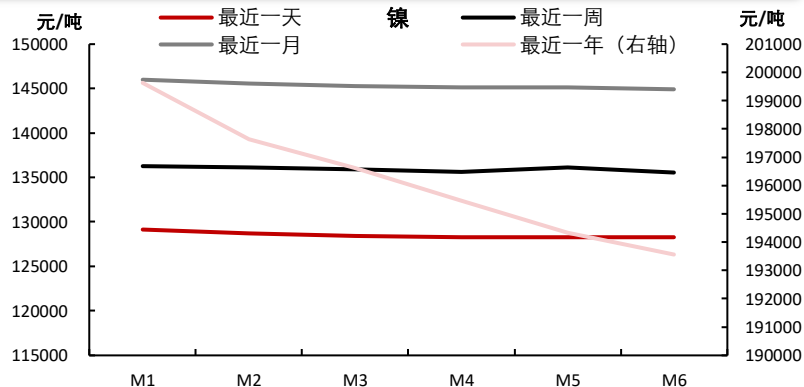
铝Back结构延续



锌Back结构延续

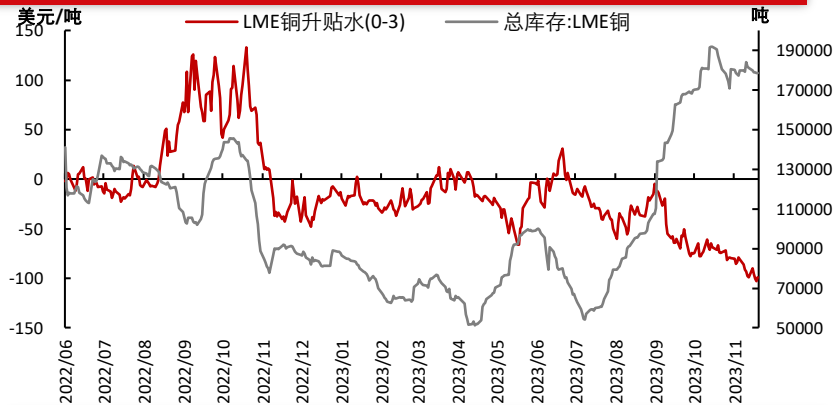


镍期限结构走平

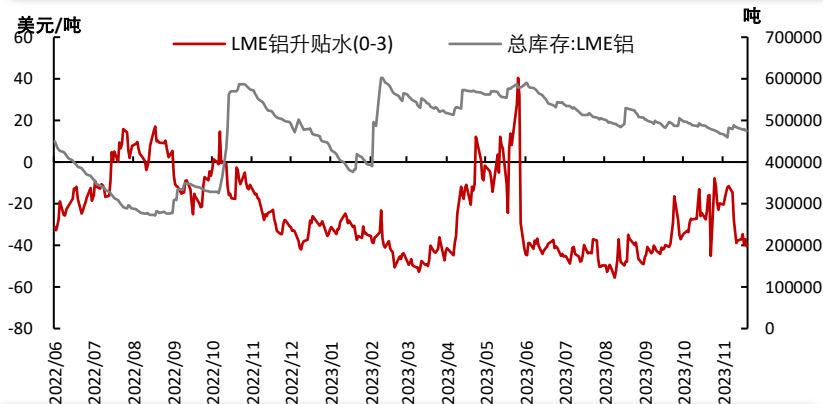


有色板块：预期有所分化

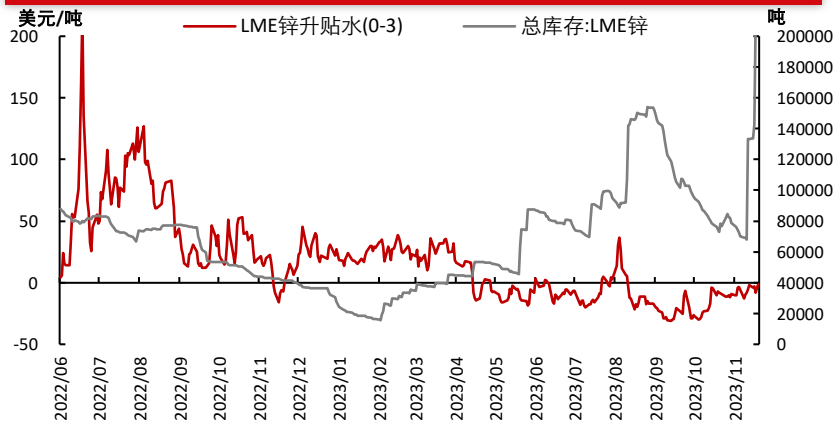
铜库存回落，月差持稳



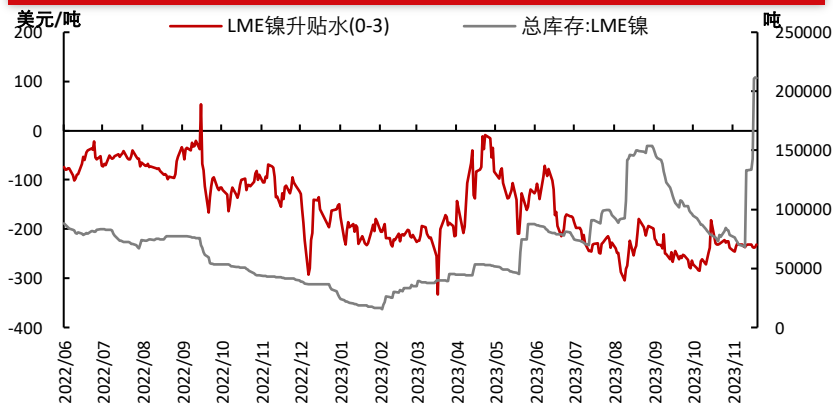
铝库存回落，月差走弱，远月相对偏强



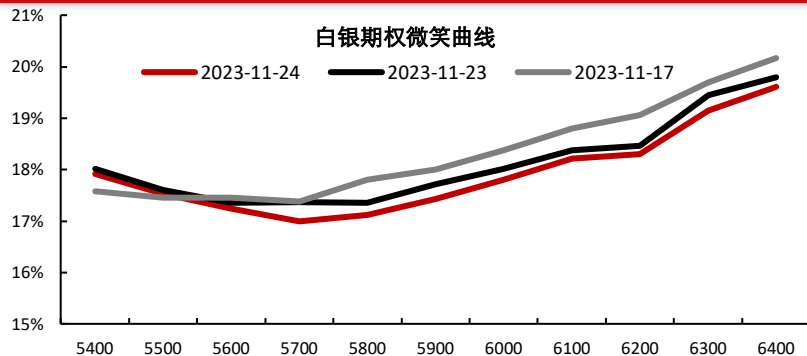
锌库存回升，月差小幅走强，远月相对偏弱



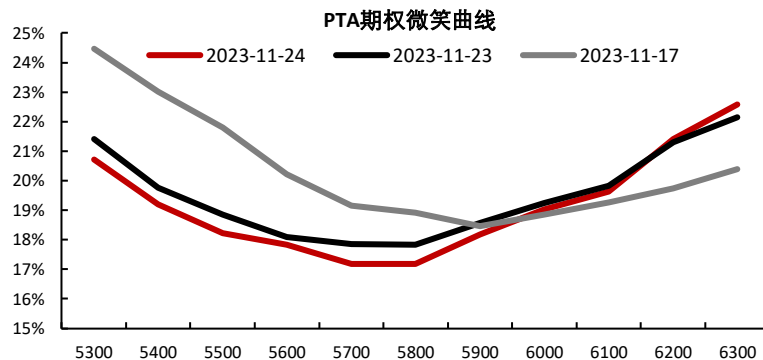
镍库存回升，月差走强，远月相对偏弱



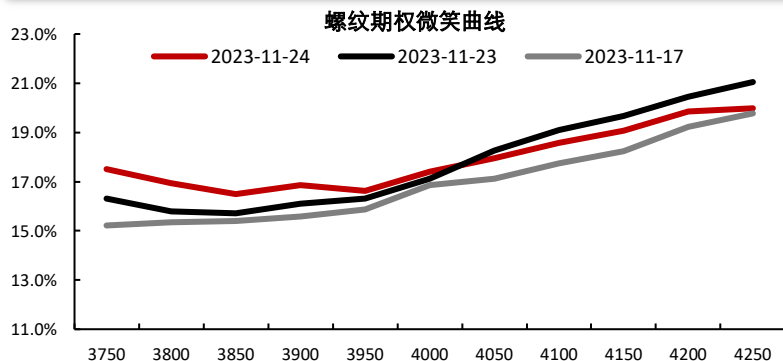
白银期权微笑曲线



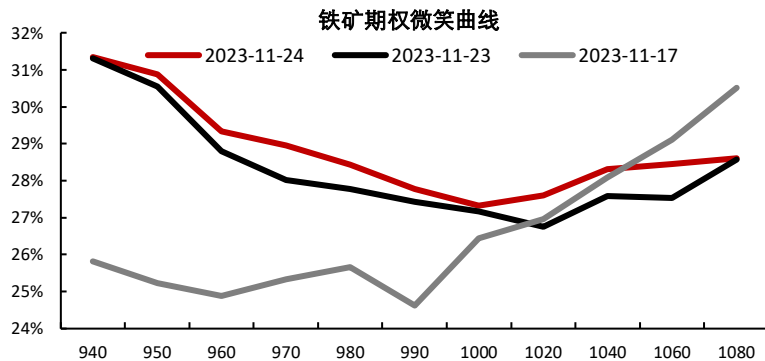
PTA期权微笑曲线



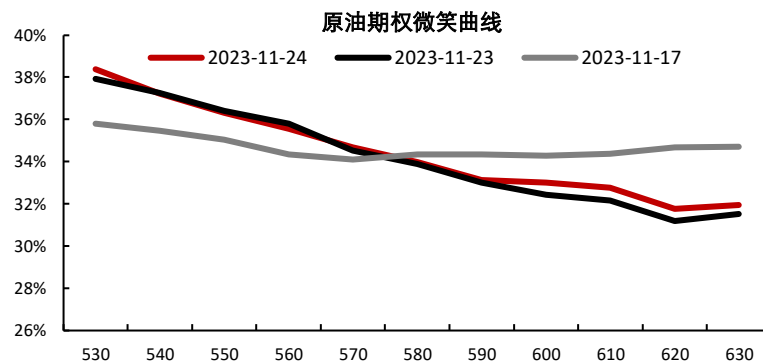
螺纹期权微笑曲线



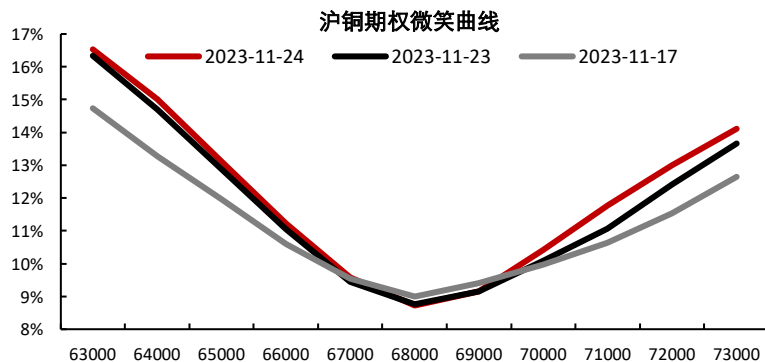
铁矿期权微笑曲线



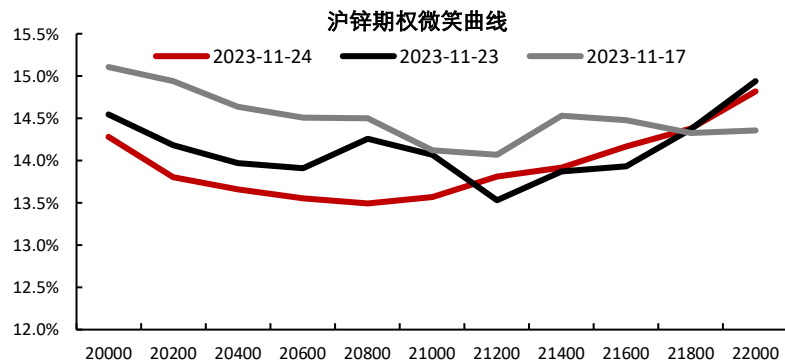
原油期权微笑曲线



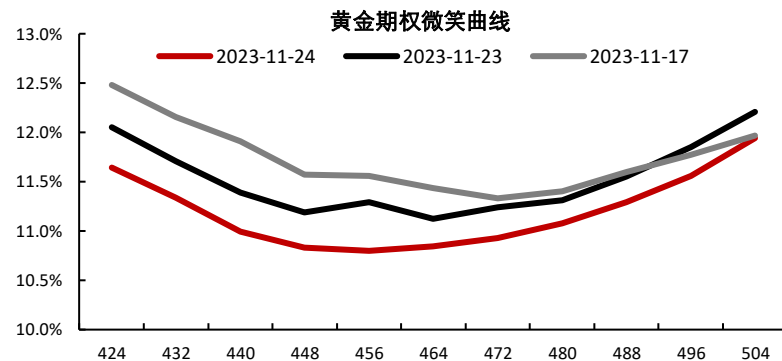
沪铜期权微笑曲线



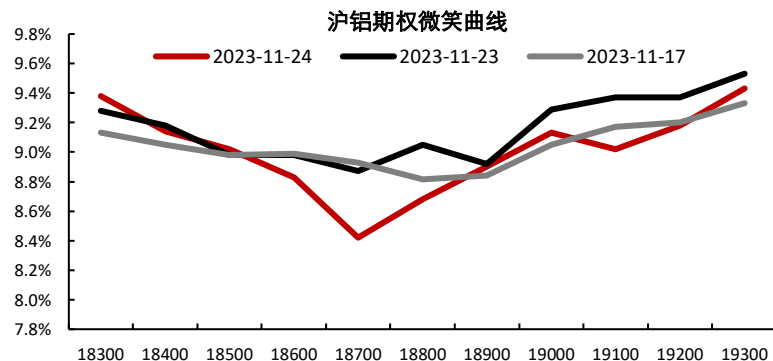
沪锌期权微笑曲线



黄金期权微笑曲线



沪铝期权微笑曲线



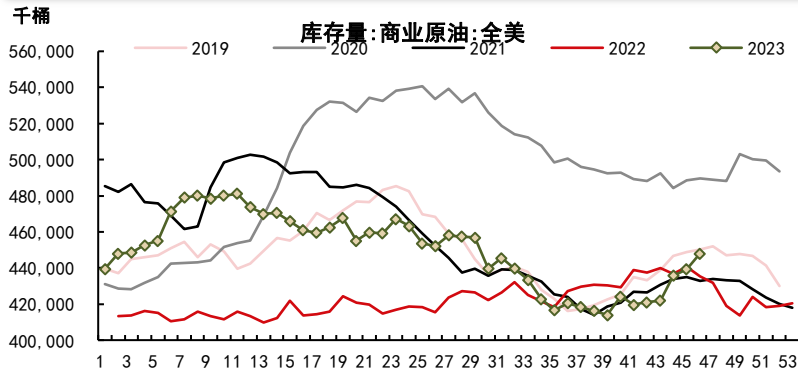
原油：美国原油继续累库、成品油小幅累库

- **美国原油持续累积：**11月17日当周EIA原油库存增加870万桶，预期+116万桶，前值+359.2万桶。
- **美国汽油库存小幅累积：**11月17日当周美国EIA汽油库存增加75万桶，预期-15万桶，前值-150万桶。
- **美国11月17日当周EIA战略石油储备持平，**前值+0万桶。

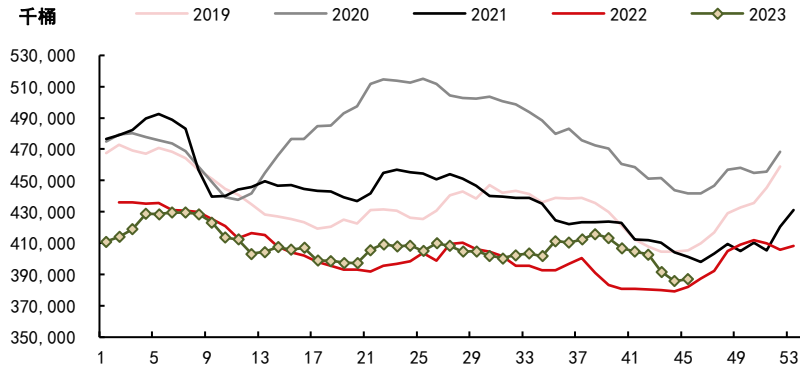
全球石油库存持续回升



美国商业原油库存



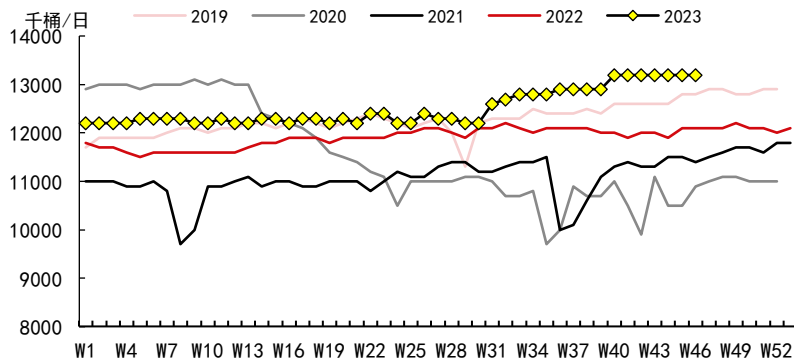
美国成品油库存



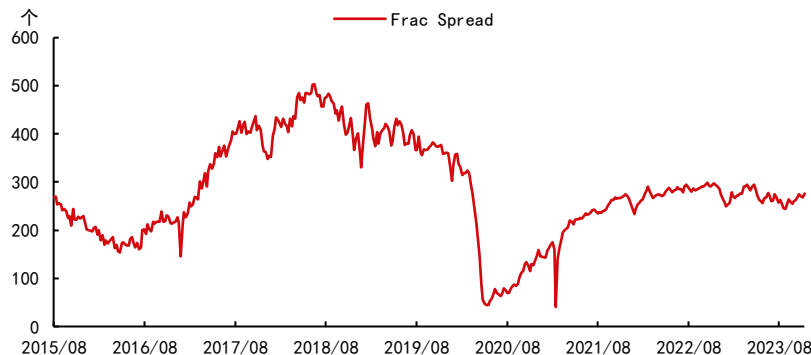
原油：美国原油产量维持高位，钻机维持低位

- **美国原油产量维持高位：**11月17日当周，美国原油产量为1320万桶/日，环比持平。
- **钻机维持低位：**11月24日当周，美国钻机数量为500部，环比持平，四周平均滚动增幅-0.19%。美国本土活跃压裂队数为281个，环比上升5个，四周平均滚动增幅为0.56%。

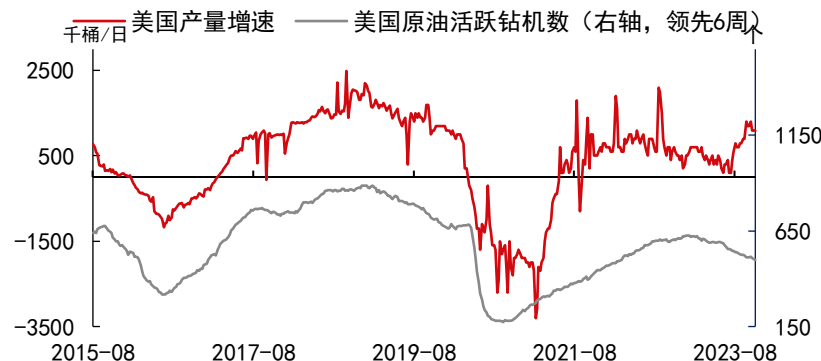
美国原油产量



美国活跃压裂队数



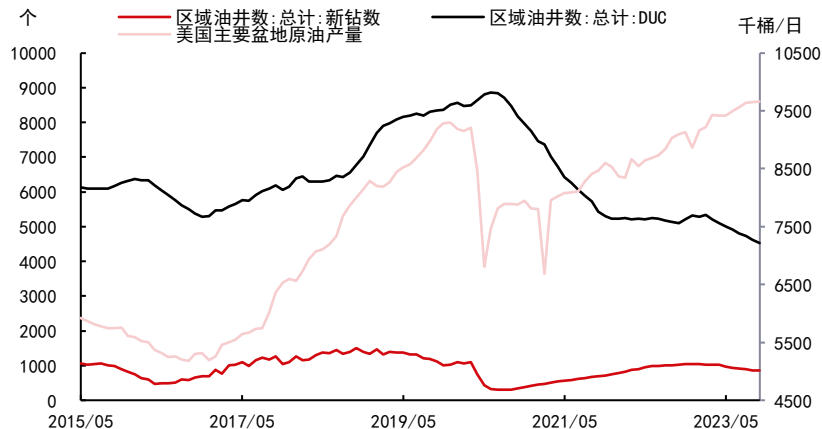
美国原油产量增速与钻机数



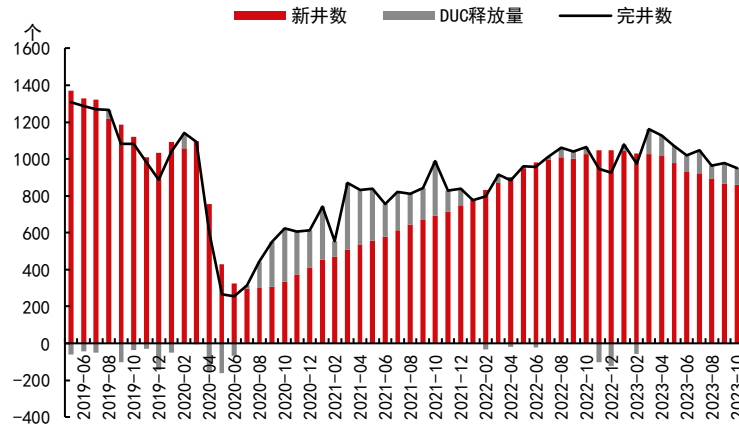
原油：新井完井仍在下降，关注美国产量后期演绎路径

- **新井完井仍在下降，关注美国产量后期演绎路径：**截至2023年10月美国新增钻井859个，环比下降7个；完井数951个，环比下降28个，低于疫情前水平200个左右；开钻未完钻井下降92个至4524个，DUC释放量再次加大，且新井完井仍在下降。

美国产量与钻井数

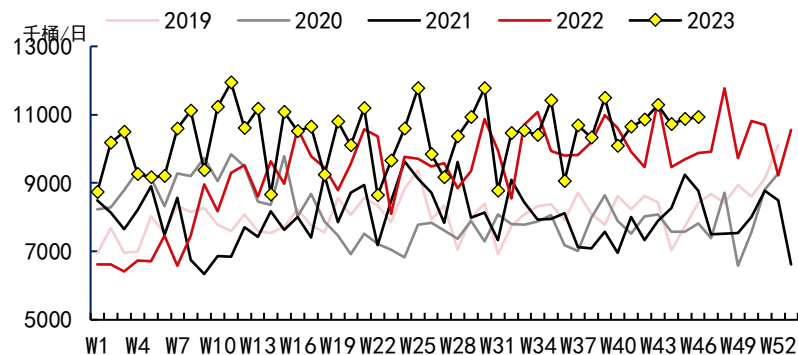


美国完井、新井与DUC释放

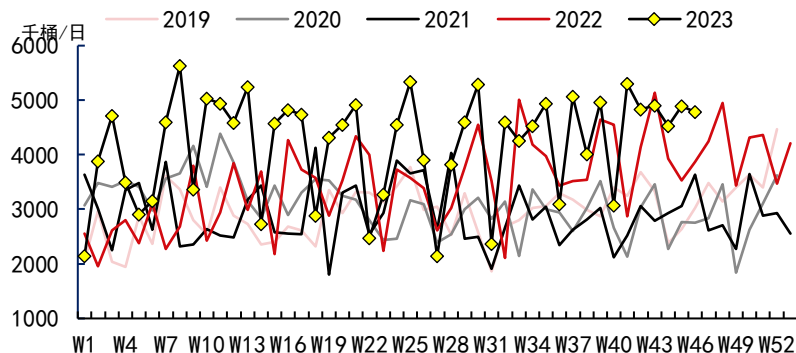


- **美国油品出口维持高位：**11月17日当周，美国油品总出口为1093.7万桶/日，环比上升5.8万桶/日，其中原油出口量为478.6万桶/日，环比下降10.3万桶/日，成品油出口量为615.1万桶/日，环比上升16.1万桶/日。

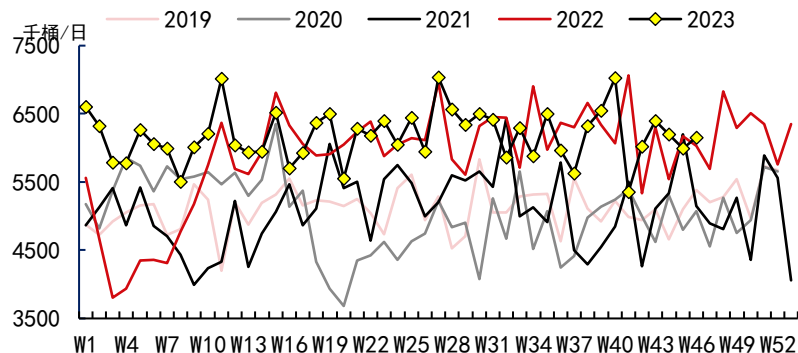
美国油品总出口



美国原油出口



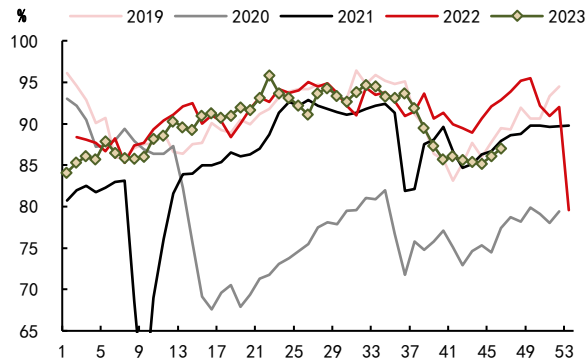
美国成品油出口



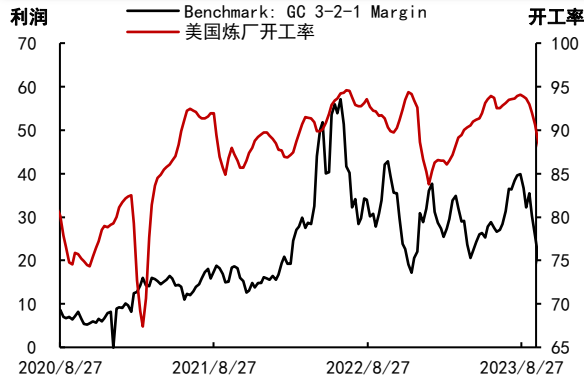
成品油：炼厂开工持续回升，汽油需求高位回落

- 11月17日当周，美国炼厂检修陆续结束，开工率回升0.9%至87%，炼厂3-2-1综合利润小幅回落。
- 11月17日当周，美国汽油产量引申需求量环比回落40.4万桶/日，柴油产量引申需求环比回升3万桶/日；从四周移动平均来看，汽油需求高位回落，柴油需求小幅回升。

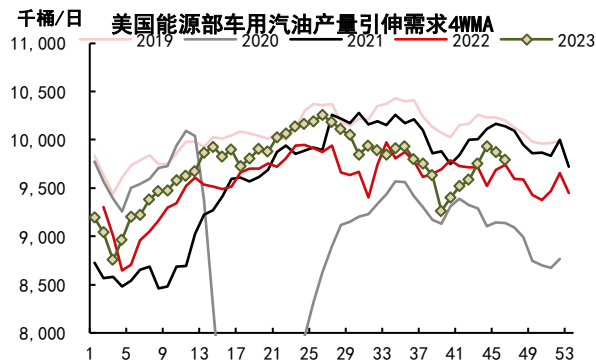
美国炼厂开工率



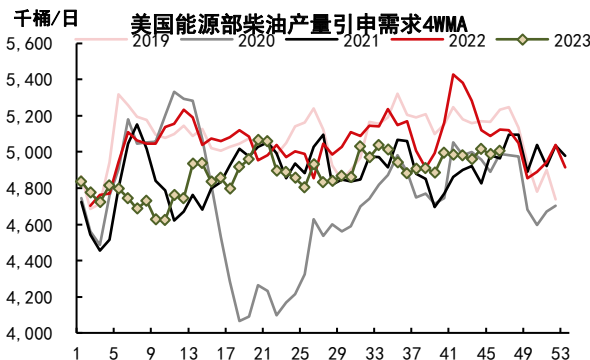
美国炼厂与321综合利润



美国车用汽油产量引申需求4WMA

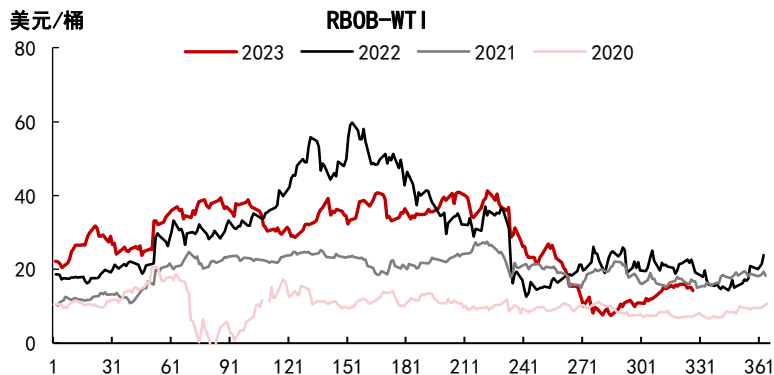


美国柴油产量引申需求4WMA

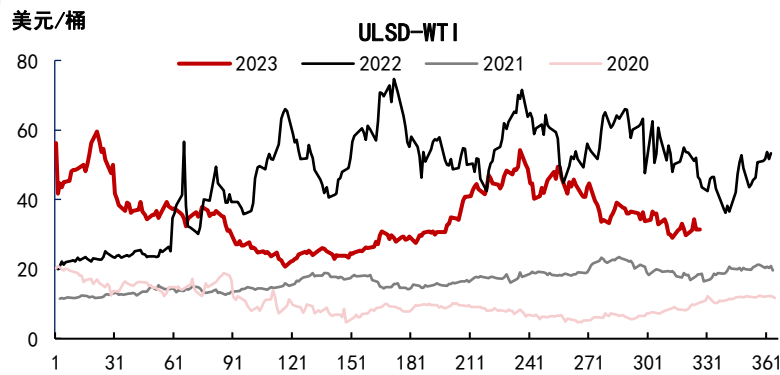


成品油：欧美汽油裂解价差高位震荡

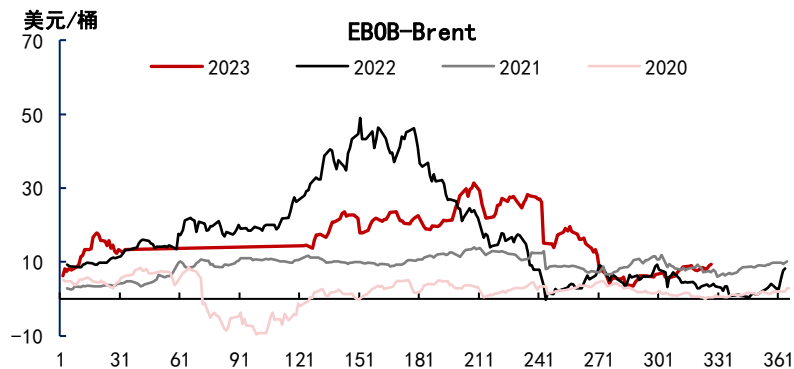
美国汽油裂解价差



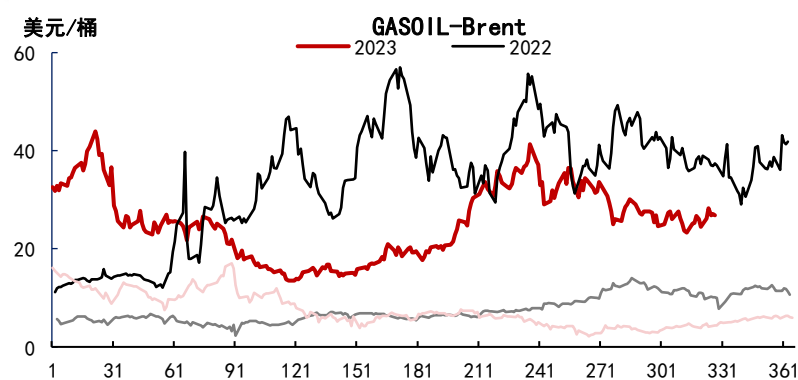
美国柴油裂解价差



欧洲汽油裂解价差



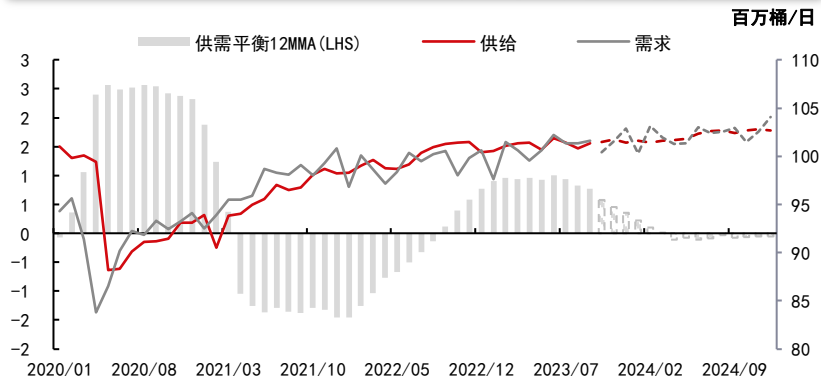
欧洲柴油裂解价差



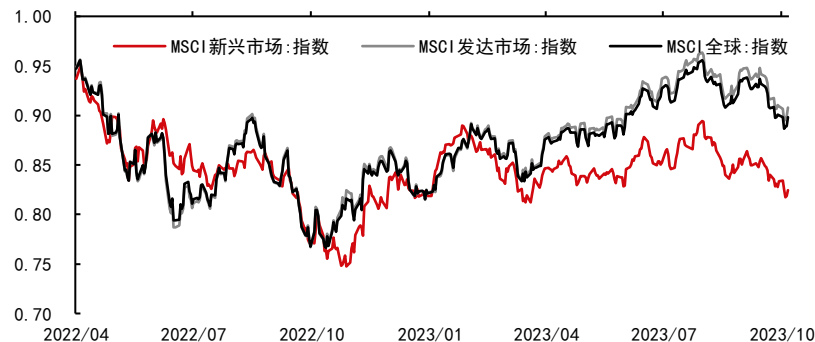
原油：OPEC+挺油价预期增强

- **沙特和俄罗斯延续减产，伊朗产量有所回升。**沙特延续自愿减产100万桶/日的计划至12月底，俄罗斯也表示将30万桶/日的原油出口减量延续至同样期限。伊朗石油部长表示，目前伊朗产量已达到340万桶/天的阶段目标。欧佩克10月份的石油产量比9月份增加了18万桶/日，达到2790万桶/日，主要由尼日利亚、安哥拉、伊朗和伊拉克推动。
- **低油价提振OPEC+减产预期。**尽管OPEC+因为配额问题推迟了26日的部长级会议到本月30日，但目前来看，尼日利亚等国配额可能下调，仍将对原油价格形成支撑。

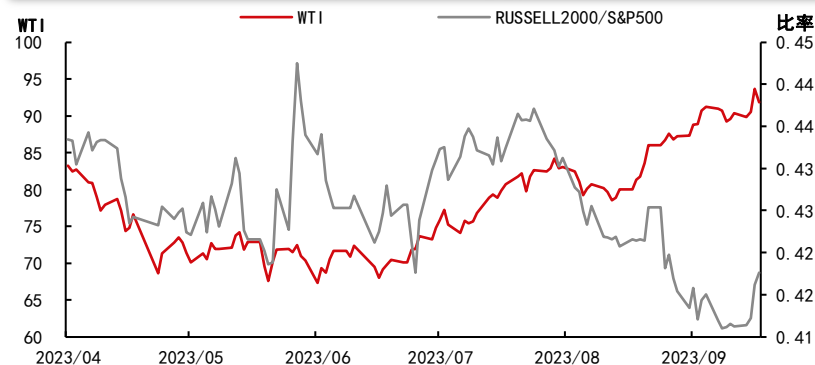
EIA预计2023年下半年原油供需格局趋紧



全球主要经济指数震荡下行



市场乐观情绪恢复受阻



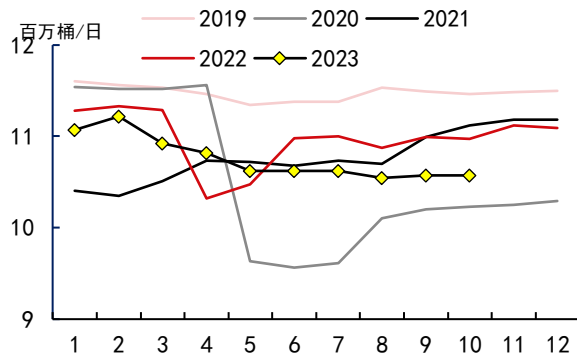
原油：俄罗斯产量整体持稳，原油出口触底回升

■ **俄罗斯减产基本完成**：EIA数据显示2023年10月俄石油产量维持1057万桶/日，基本完成减产目标。

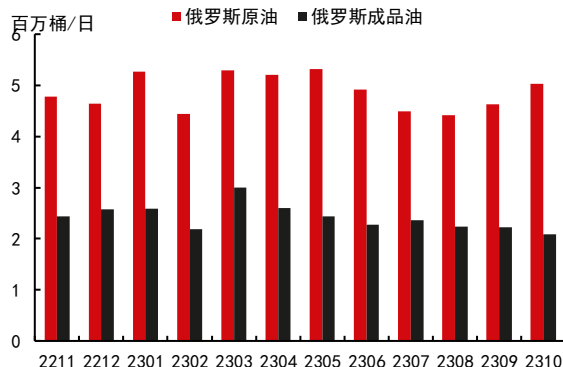
■ **俄罗斯油品出口小幅下滑**：10月俄罗斯原油海运出口503万桶/日，环比上升40万桶/日，成品油海运出口209万桶/日，环比下降13.7万桶/日，合计油品出口量为712万桶/日，环比上升约27万桶/日，成品油出口下降主要因出口禁令影响。

■ 10月俄罗斯往各地原油出口均有所上升，总量已接近回到3-5月高位，成品油出口受出口禁令影响小幅下滑，但11月中旬起禁令即将撤销，预计俄罗斯石油出口量仍有小幅上升空间。

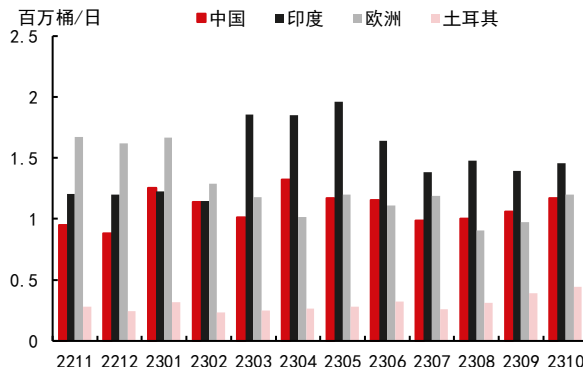
俄罗斯石油产量



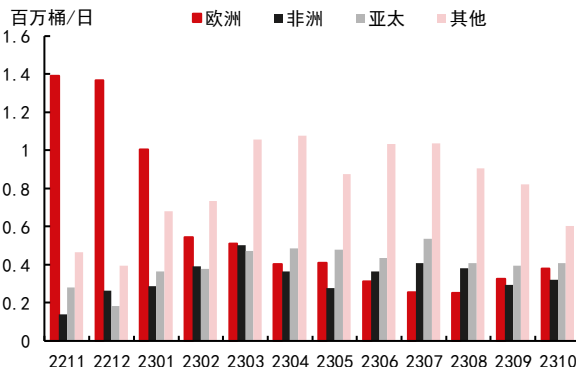
俄罗斯油品海运出口



俄罗斯原油分地区出口



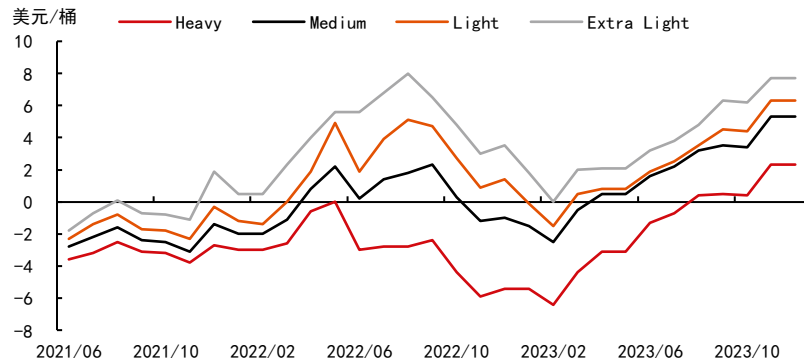
俄罗斯成品油分地区出口



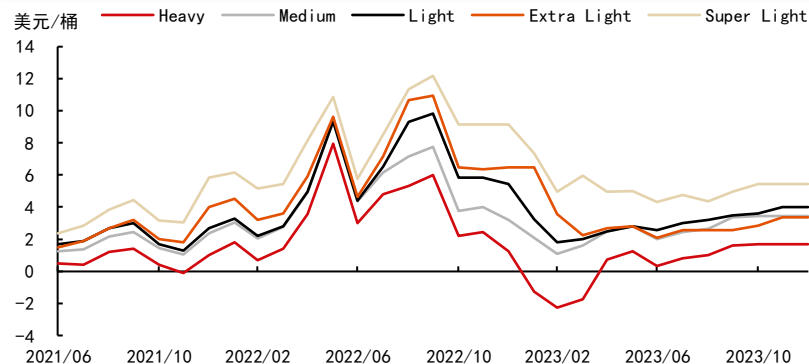
原油：沙特12月往各地OSP维持不变

- **沙特12月往各地OSP维持不变**：12月沙特各类原油往亚洲OSP均维持不变；往地中海以、西北欧与美国各级别OSP亦环比持平。

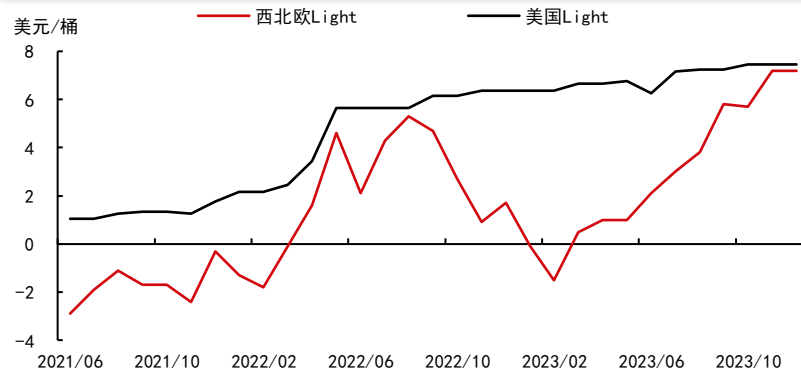
往地中海OSP



往亚洲OSP



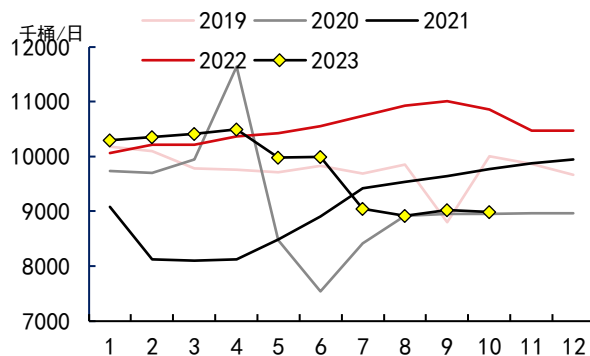
往西北欧、美国OSP



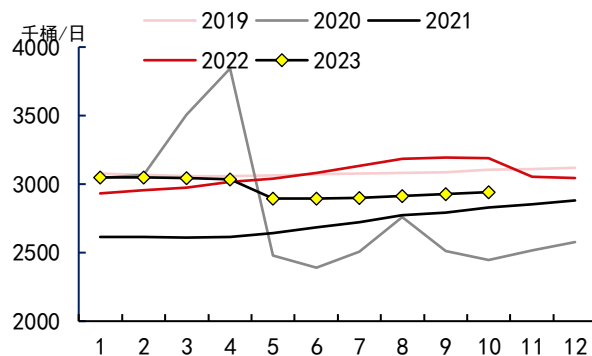
原油：沙特坚决执行减产，阿联酋产量维持稳定

- **沙特产量维持稳定：**2023年10月，沙特原油产量为899.2万桶/日，环比下降2.6万桶/日，足额完成自愿减产；出口量约为610万桶/日，环比基本持平。本月沙特原油生产与出口并无实质性变化。
- **阿联酋产量维持稳定：**2023年10月，阿联酋原油产量为294万桶/日，环比上升1.6万桶/日，出口量约为345万桶/日，环比上升6.7万桶/日。

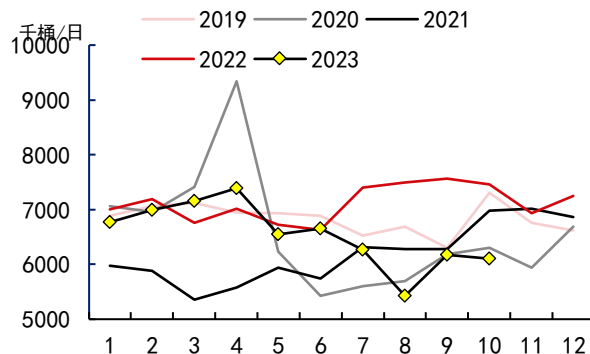
沙特原油产量



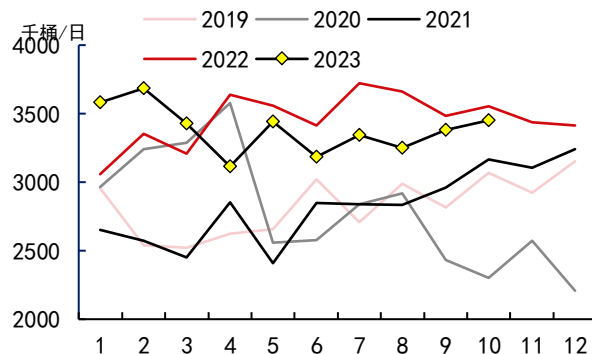
阿联酋原油产量



沙特原油出口量



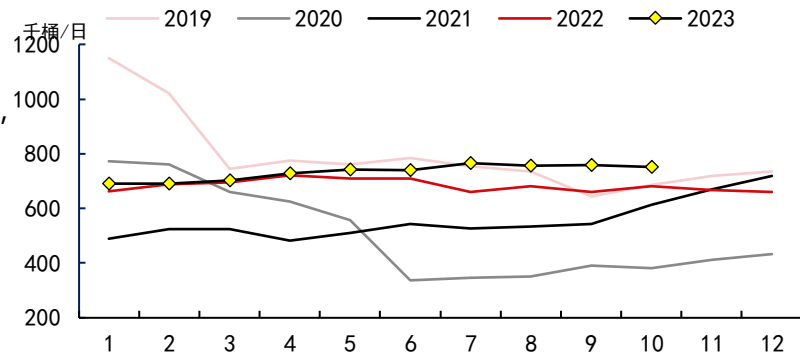
阿联酋原油出口量



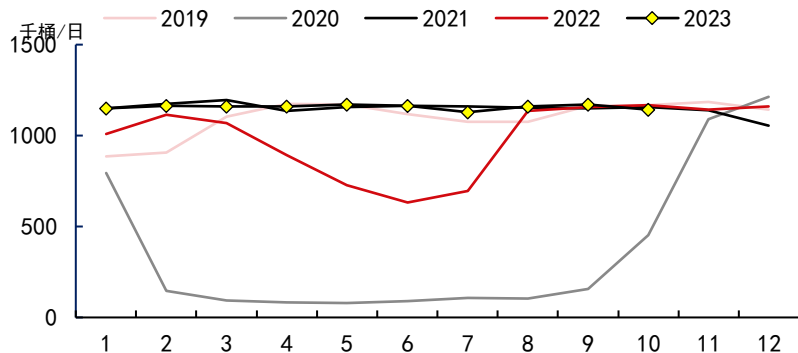
原油：减产豁免国原油产量整体维持稳定

- **伊朗增产速度放缓**：2023年10月，伊朗原油产量为311.5万桶/日，继续上升4.6万桶/日。因巴以冲突美国可能对伊朗每天100多万桶的石油出口实施制裁。
- **利比亚产量维持稳定**：2023年10月，利比亚原油产量114.3万桶/日，环比下降2.6万桶/日，维持正常水平。
- **委内瑞拉产量环比小幅下降**：2023年10月，委内瑞拉原油产量75.1万桶/日，环比下降0.7万桶/日。尽管对委制裁已经解除，但委内瑞拉剩余产能不足，短期增产空间有限。

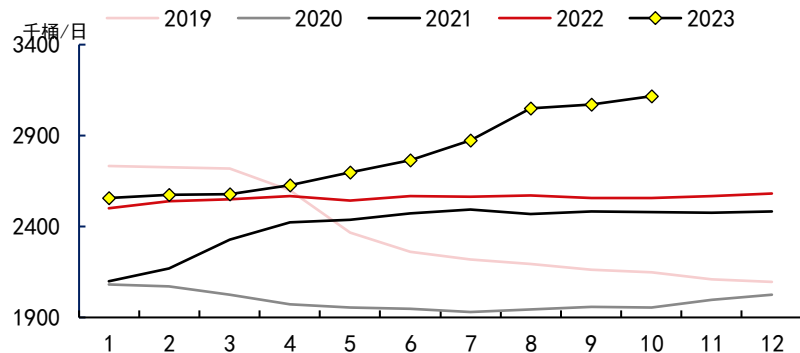
委内瑞拉原油产量



利比亚原油产量



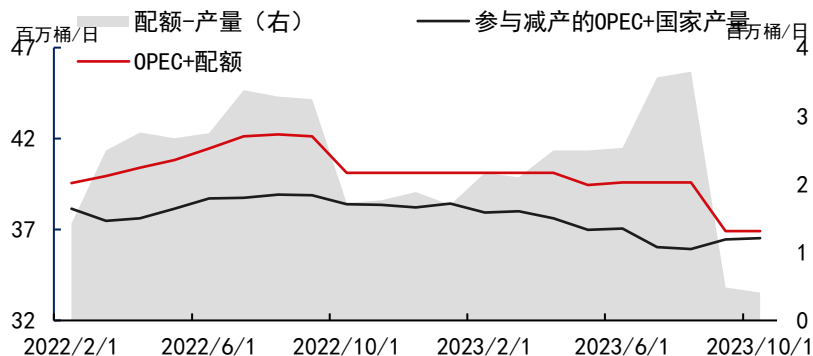
伊朗原油产量



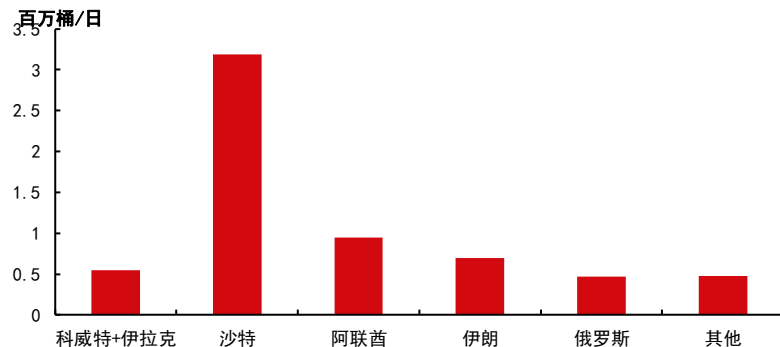
原油：10月OPEC产量继续小幅上升

- **10月OPEC产量环比继续上升：**OPEC 10月产量2790万桶/日，环比上升8万桶/日，剔除豁免国后，实际上升6.7万桶/日，增量主要由尼日利亚、伊朗贡献。10月参与配额生产的OPEC+国家合计原油产量为3651万桶/日，环比小幅上升7万桶/日。
- **OPEC+剩余产能继续上升，高度集中于中东：**截至10月末，OPEC+合计（不含豁免国）剩余产能接近551万桶/日，环比下降3万桶/日，目前剩余产能中的73.49%集中于中东四国，超过50%集中在沙特。

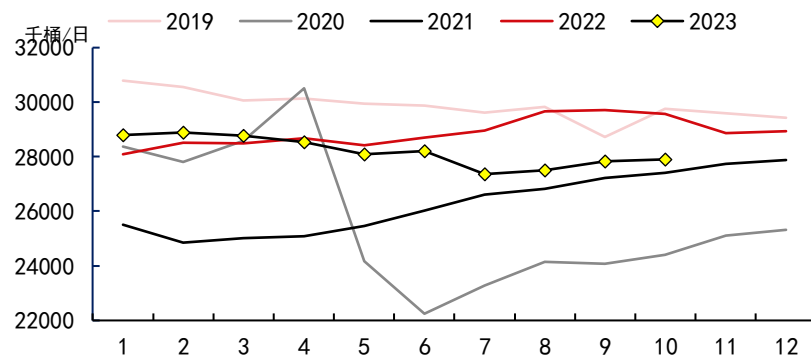
OPEC+产量与配额



OPEC+剩余产能

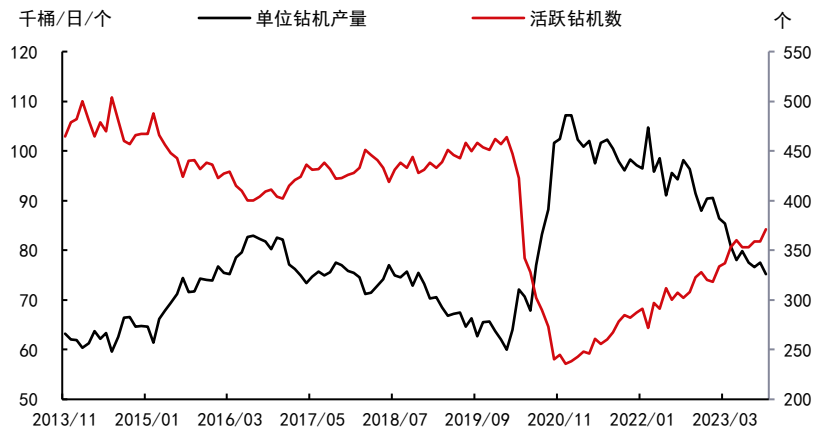


OPEC月度产量

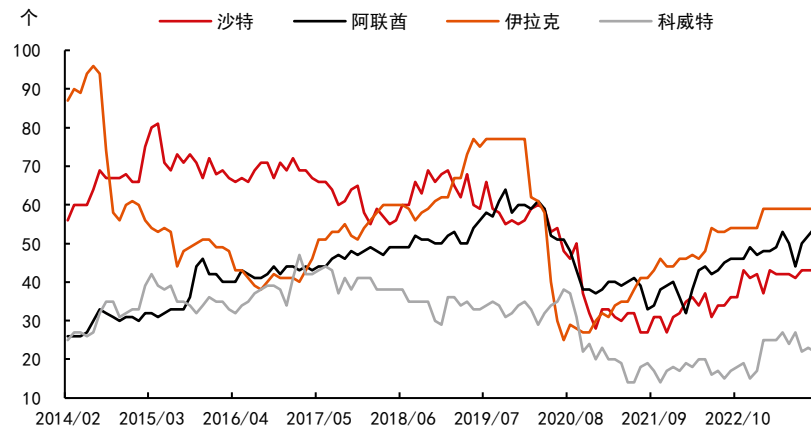


- **OPEC活跃钻机数小幅增加**；2023年10月，OPEC合计活跃钻机数为371个，环比增加12个，中东核心四国的合计活跃钻机数环比上升1个。当前OPEC+生产政策保持稳定，预计活跃钻机数将维持当前区间。

OPEC钻机数与单位钻机产量



中东四国活跃钻机数



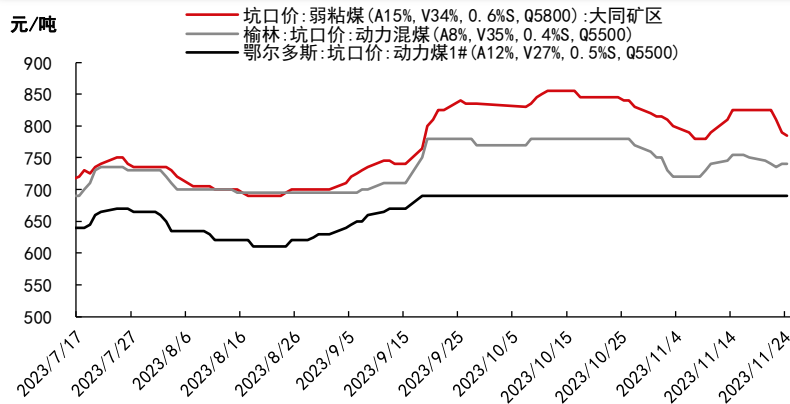
动力煤：国内动力煤价弱势下行，终端需求改善有限

- **本周主产区坑口煤价整体弱势下行，港口、进口煤价小幅回调。**截至11月24日，山西大同弱粘煤坑口价785元/吨(-40)，陕西榆林混煤坑口价740元/吨(-10)，鄂尔多斯坑口价690元/吨、持平于上周。**港口煤价环比回升：**截至11月24日，秦皇岛动力末煤937元/吨(+1)；广州港山西优混1010元/吨(+60)。**进口煤价小幅回温：**截至11月23日，纽卡斯尔动力煤FOB价95.0元/吨(+0.6)，欧洲三港动力煤CIF价119元/吨，持平于上周，理查兹动力煤FOB价94.9元/吨(+2.3)。
- **供给：国内多数煤矿保持正常生产，市场煤供应较稳；大秦线铁路发运量高位震荡，调入、调出均增加，调出量延续反超调入量；环渤海港口调入量小幅回落，调出增加，调入不及调出。**截至11月23日，大秦线发运量为874.1万吨，环比-2.7%，同比+34.2%。
- **需求：电厂采购依旧保持刚性、库存高位运行，非电需求走弱。电厂方面：**10月用电需求环比持续下降，二、三产业用电增速放缓；本周内蒙古、黑龙江、东北地区东部、山东北部等多地区局部发布寒潮黄色预警，出现降温，电厂日耗逐步回升，但电厂库存高位、去化缓慢，预计短期内电厂补库量或难有大规模增加。**非电行业：**维持刚需采购，水泥、钢铁季节性错峰生产，开工率下降。
- **库存：长江港口库存累积，环渤海港口库存高位回落，沿海、内陆电厂可用天数高位回落。**截至11月23日，沿海八省电厂周度平均库存3559万吨，环比-0.5%，同比+13.0%；可用天数18.9天，环比-2.1%，同比+10.3%。内陆17省电厂库存9386万吨，环比+0.5%，同比+12.5%；可用天数25.9天，环比-2.2%，同比+8.2%。
- **总体来看：**目前煤炭市场供应相对稳定，保证长协为主，国内多地区局部发布黄色寒潮预警，气温下降推升日耗，下游需求稍有改善，但对动力煤采购需求依旧偏低，电厂库存有所回落、仍处于高位，短期采购积极性难有大幅提振，非电行业耗能需求依旧偏弱。
- **后市展望：短期来看，**产地煤炭企业依旧扎实落实保供政策，短期市场供需格局保持宽松状态，借助冷空气的到来，以及冬季取暖负荷提高，终端居民用电需求或有所提振，煤价跌幅或将有所收窄，但各环节库存依旧高位，预计短期仍震荡偏弱运行；**长期来看，**随着北方供暖启动，居民供暖用煤需求增加，终端电厂采购节奏或有望加快，长期煤价行情成交重心或上移，上涨空间还要看电厂等下游需求的具体释放情况；而气象局预测今年冬季大概率是暖冬，相较往年电厂补库需求或难有大幅增加，整体涨价幅度有限。
- **风险因素：**突发安全事故、极端天气、港口累库超预期。

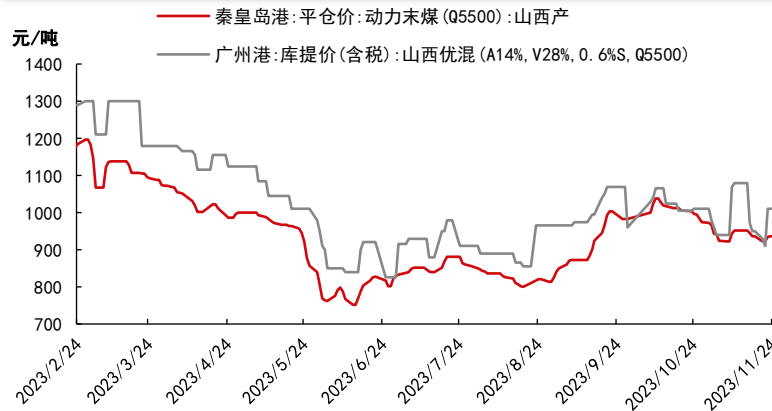
国内价格：坑口煤价偏弱运行，港口煤价小幅回调

- 本周主产地煤矿生产保持稳定，坑口价格小幅回落。截至11月24日，山西大同弱粘煤坑口价785元/吨(-40)，陕西榆林混煤坑口价740元/吨(-10)，鄂尔多斯坑口价690元/吨、持平于上周。
- 本周港口煤价小幅回调，气温下降起到提振市场的作用。截至11月24日，秦皇岛动力末煤937元/吨(+1)；广州港山西优混1010元/吨(+60)。

主产地坑口价格



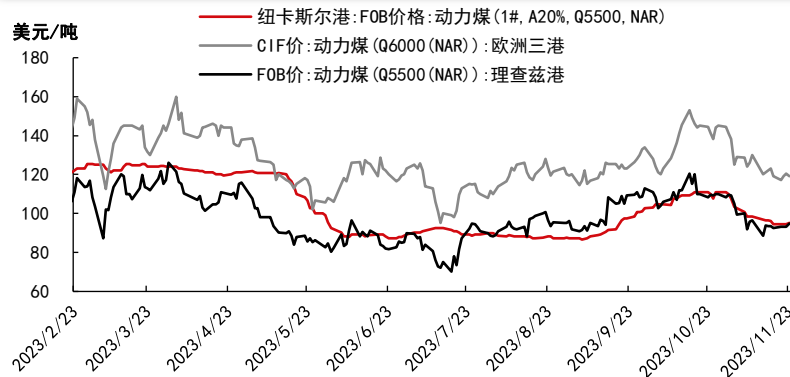
主流港口价格



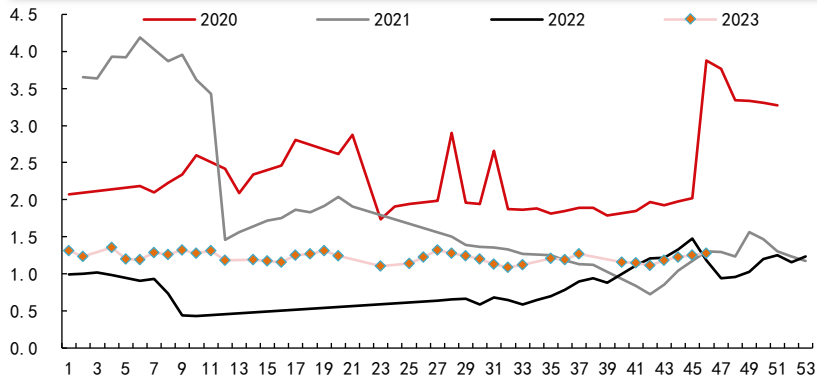
国际价格：进口煤价小幅回温，内外价格比值延续回升

- **本周进口煤价小幅回升：**近期电厂日耗小幅回升，内贸市场弱势下行，进口煤价有所回温。截至11月23日，纽卡斯尔动力煤FOB价95.0元/吨(+0.6)，欧洲三港动力煤CIF价119元/吨，持平于上周，理查兹动力煤FOB价94.9元/吨(+2.3)。
- **内外价格比值小幅回升：**进口煤价小幅上行，而进口煤相比内贸煤仍具有价格优势，截至11月23日，内外价差为1.27 (+0.03)；内外比价能否延续回升，后市应重点关注全国气温变化、电厂接货价格及内贸市场走势。

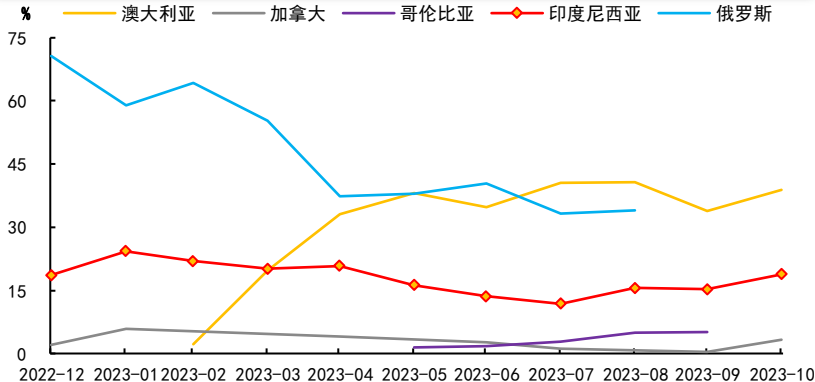
海外主流动力煤价格



内外价格比值



动力煤主要进口来源地分布



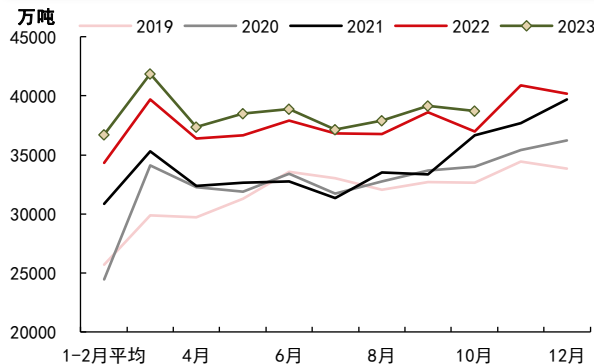
供给：生产小幅走弱，进口量高位回落

国内煤炭供应保持高位：10月

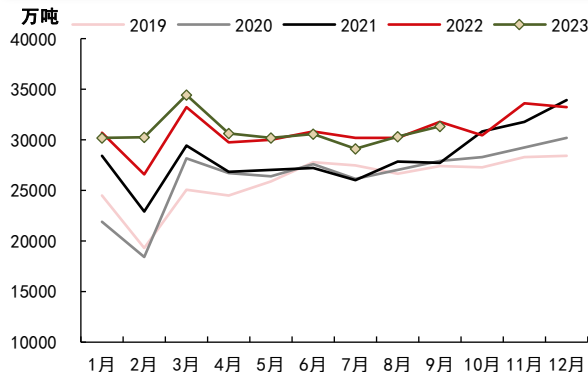
全国原煤生产38708万吨，环比-1.1%，同比+4.7%；9月全国动力煤生产39131万吨，环比+1.3%，同比+3.2%。

进口量持续高位回落：用煤旺季临近尾声，高温天气逐渐过去，10月煤炭进口出现明显回落。但由于去年同期基数偏低，进口同比仍维持高位。10月煤与褐煤进口量3599万吨，同比+23.3%，环比-14.6%；10月动力煤进口1193万吨，同比+143.6%，环比-12.5%。

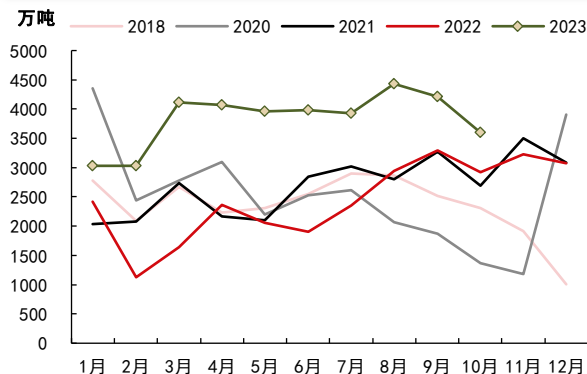
全国原煤生产



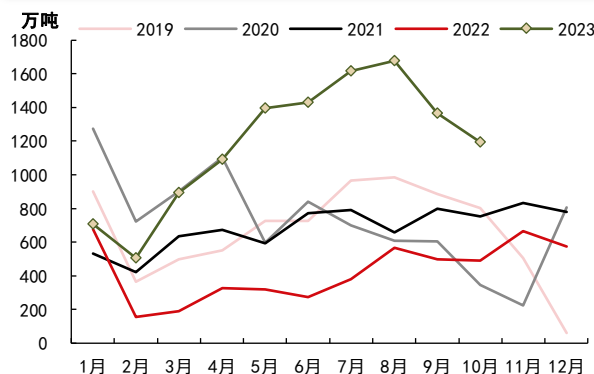
全国动力煤生产



煤与褐煤进口



动力煤进口



供给：大秦线发运量小幅回落，港口调出量均超过调入量

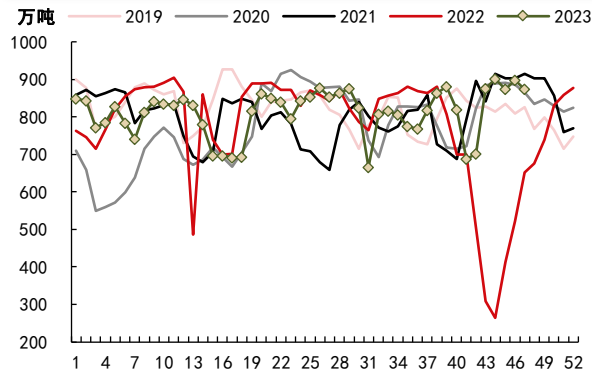
■ 大秦线发运量小幅回落，秦皇岛

港口调入、调出量均回升，调入不及调出。截至11月23日，本周大秦线发运量为874.1万吨，环比-2.7%，同比+34.2%；秦皇岛港调入量为355.6万吨，同比+25.8%，环比+6.2%；秦皇岛港调出量为364.6万吨，同比+47.2%，环比+7.6%。

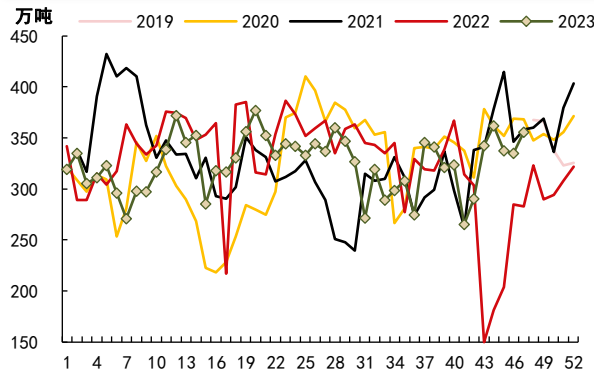
■ 本周环渤海港口调入量小幅回落，

调出环比增加，调入不及调出。环渤海港口调入1304万吨，环比-0.7%，同比+13.7%；调出1352.1万吨，环比+3.0%，同比+41.5%。

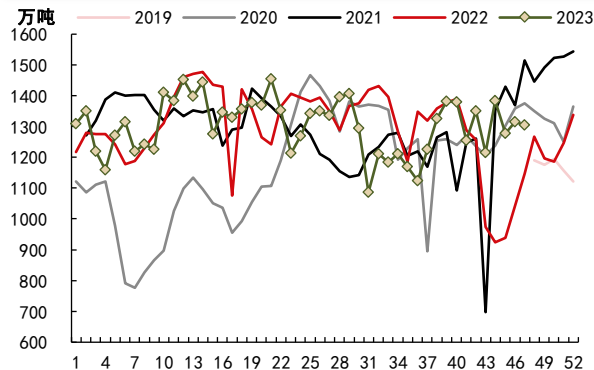
大秦线周发运量小幅回落



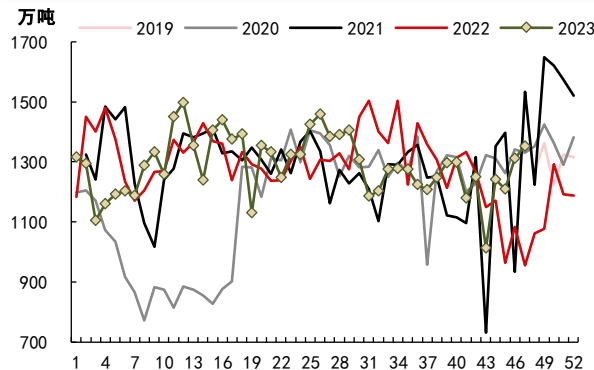
秦皇岛港口调入量小幅回升



环渤海港调入量环比回落



环渤海港调出量延续回升



- 动力煤延续净进口，主要用于电力、建材、化工等消费。动力煤表观消费中，电力消费占比接近七成，其次是建材和化工消费，以9月为例，动力煤消费中用于电力、建材和化工的占比分别为61.4%、8.7%、7.6%。

动力煤供需平衡表										
时间	供需对比	有效供应量	净进口量	消费量	动力煤消费分布					
					电力	建材	化工	冶金	供热耗煤	其他
2023-10	2053.2	31215.5	2776.0	31938.3	61.4	8.7	7.6	4.4	6.9	11.0
2023-09	1951.2	31324.0	3093.2	32466.0	64.6	8.5	7.0	4.5	4.4	11.0
2023-08	-1772.9	30281.2	3427.1	35481.2	67.2	7.4	6.5	4.3	4.1	10.5
2023-07	-3195.3	29126.6	3197.3	35519.2	68.3	7.1	6.0	4.4	3.9	10.3
2023-06	27.5	30537.3	3170.2	33680.0	65.8	7.8	6.0	4.6	4.4	11.4
2023-05	2539.5	30184.4	3252.9	30897.9	64.3	8.7	6.2	5.1	4.9	10.9
2023-04	4662.3	30633.3	3194.6	29165.6	63.2	8.8	6.1	5.4	6.5	10.1
2023-03	3257.3	34455.5	3130.3	34328.5	61.8	8.3	5.5	4.4	10.5	9.5
2023-02	618.3	30239.9	2200.6	31822.2	61.8	4.2	5.3	4.6	15.9	8.2
2023-01	107.5	30224.1	2491.5	32608.1	61.9	4.4	5.6	4.3	15.8	8.0

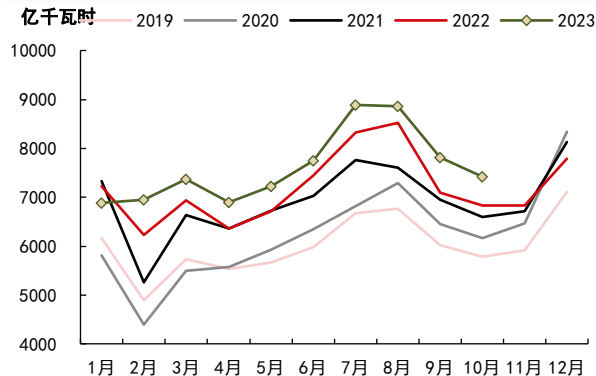
需求：10月用电需求环比持续下降，二、三产业用电增速放缓

■ 10月用电需求环比持续下降。

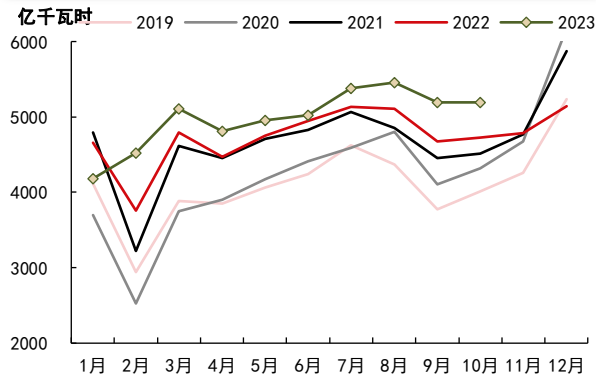
10月全社会用电量7419亿千瓦时，环比-5.0%，同比+8.6%，同比增速较9月回落1.6个百分点；第二产业用电量5194亿千瓦时，略高于上月，同比+9.9%；第三产业用电量1262亿千瓦时，环比-14.0%，同比+14.6%；居民用电量862亿千瓦时，环比-16.7%，同比-5.9%。

■ 10月用电量较9月回落，伴随高温天气消退，大部分地区气温和，10月用电量采购放缓。

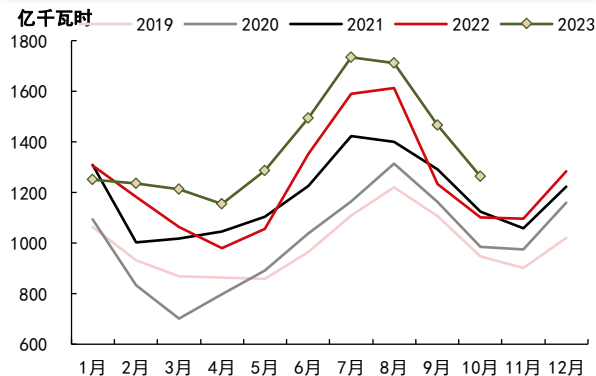
全社会用电量



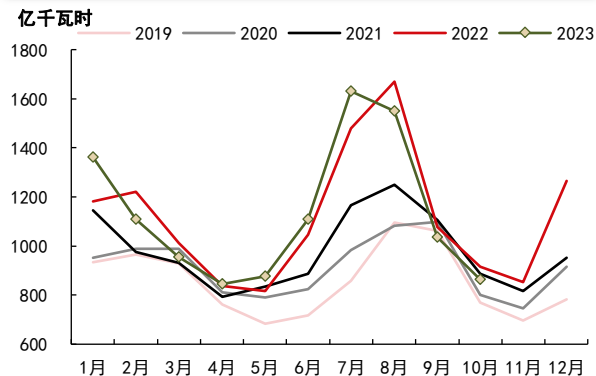
第二产业用电量



第三产业用电量



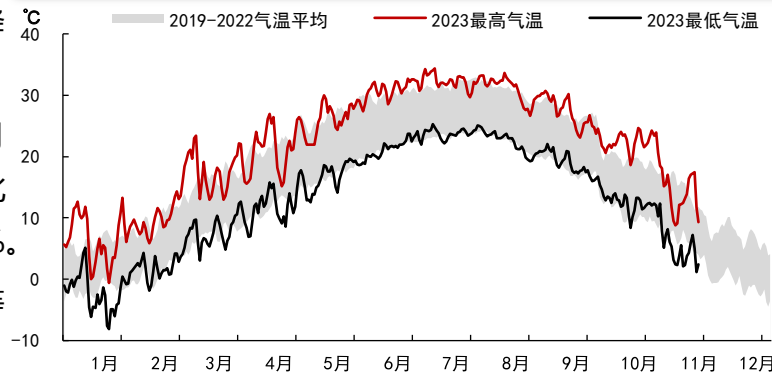
居民用电量



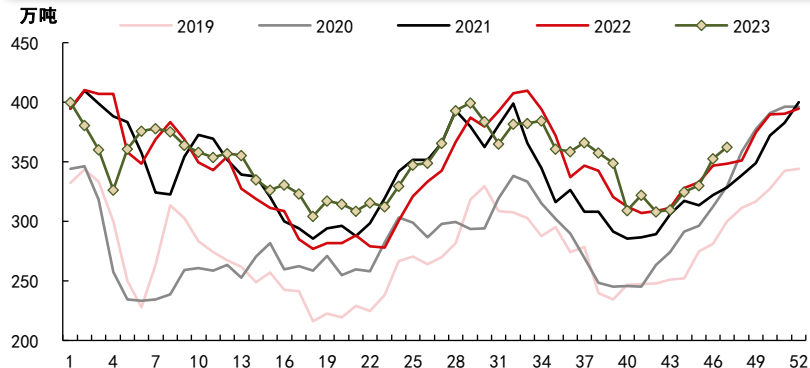
需求：当周多地发布黄色预警推升日耗，非电行业需求持续偏弱

- 本周国内局部地区陆续发布黄色预警，冷空气活动频繁。内蒙古、黑龙江、东北地区东部、山东北部等多地区局部发布寒潮黄色预警，降温明显，日耗增加；而深圳等地区气温30℃+，日耗增长缓慢。
- 北方进入供暖季，电厂采购需求稍有释放，电厂日耗抬升。截至11月23日，本周内陆17省电厂周度平均日耗362.4万吨，环比2.8%，同比4.0%；沿海八省电厂平均日耗189.2万吨，环比+2.2%，同比+2.8%。
- 非电行业耗能需求偏弱。冶金化工等刚需采购较稳定，水泥、钢材等企业错峰生产，需求逐渐回落，整体市场的实际需求仍然受限。

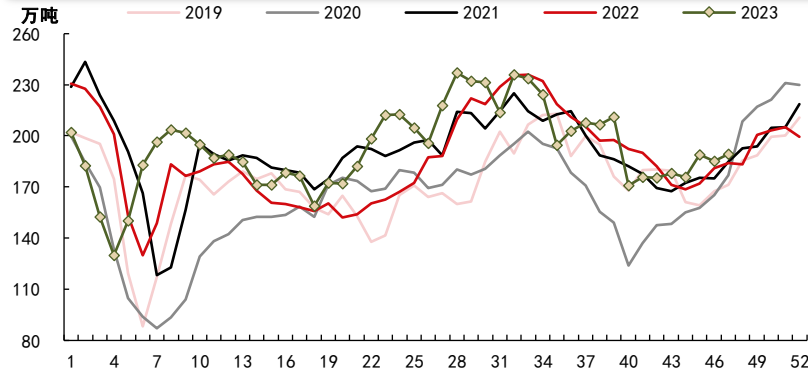
样本城市气温



内陆17省电厂周度平均日耗持续回升

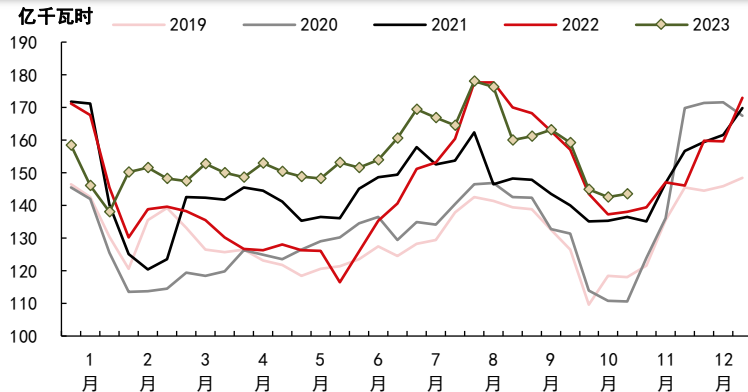


沿海八省电厂周度平均日耗回升小幅回升

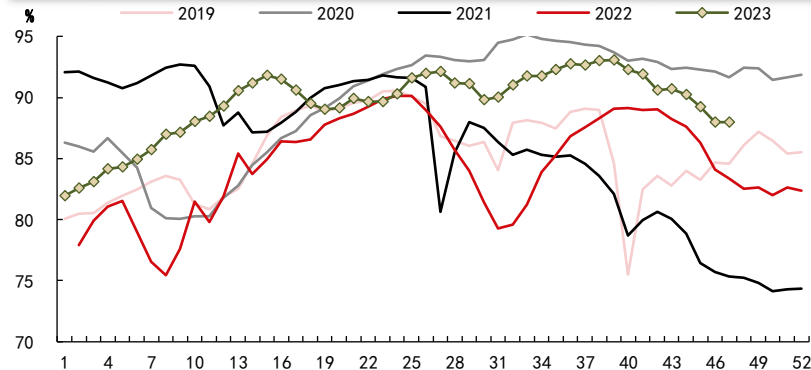


需求：电力用煤需求小幅回升，非电用煤需求淡季持续走弱

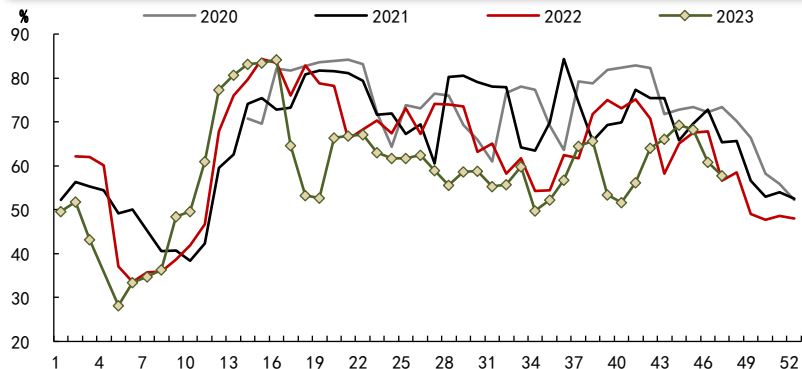
火电发电量10月下旬小幅回升



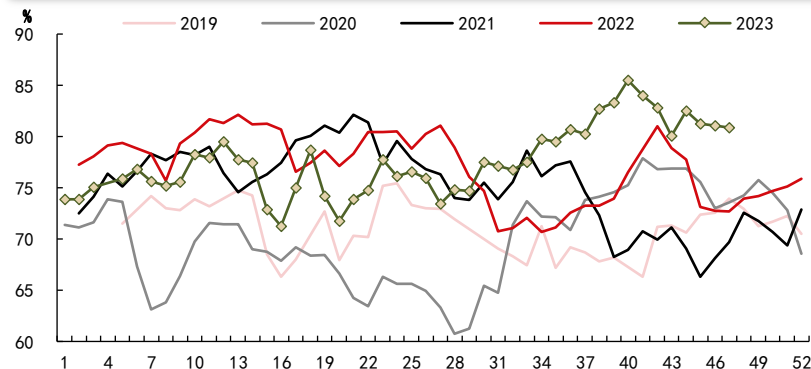
高炉产能利用率87.96%，环比回落0.05个百分点



水泥产能利用率57.74%，环比回落3.05个百分点



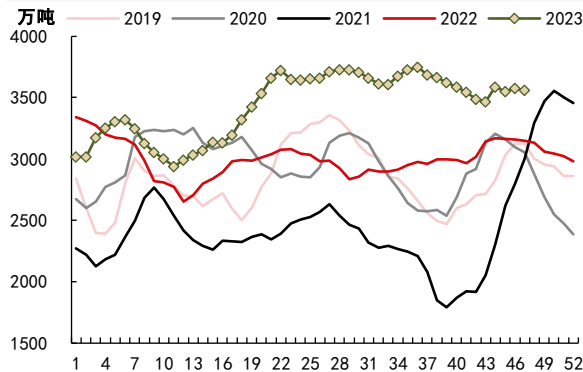
甲醇开工率80.86%，环比回落0.2个百分点



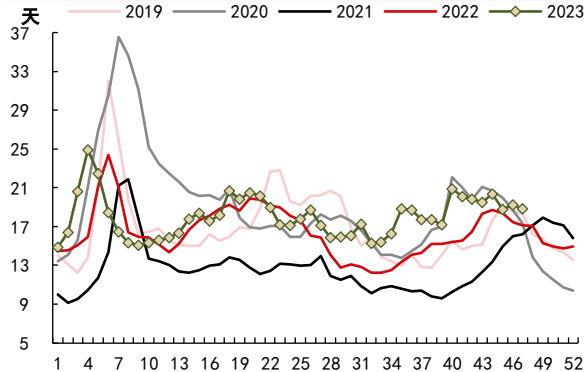
库存：沿海电厂可用天数持续高位回落

- 电厂库存高位震荡，沿海、内陆电厂可用天数高位回落。截至11月23日，沿海八省电厂周度平均库存3559万吨，环比-0.5%，同比+13.0%；可用天数18.9天，环比-2.1%，同比+10.3%。内陆17省电厂库存9386万吨，环比+0.5%，同比+12.5%；可用天数25.9天，环比-2.2%，同比+8.2%。

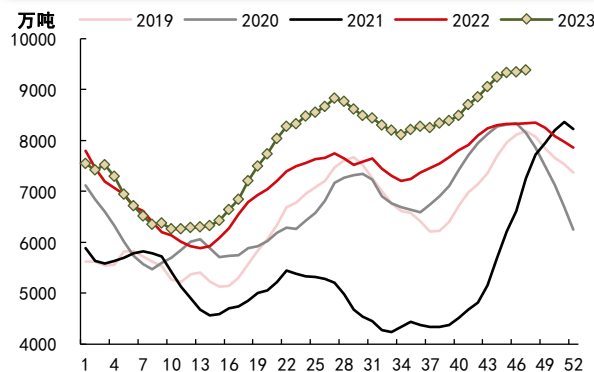
沿海8省电厂周度平均库存



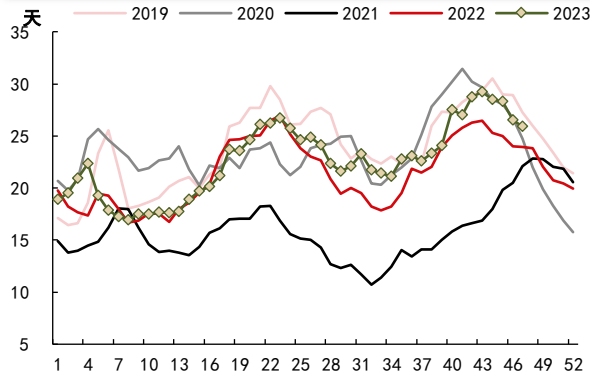
沿海8省电厂可用天数



内陆17省电厂库存



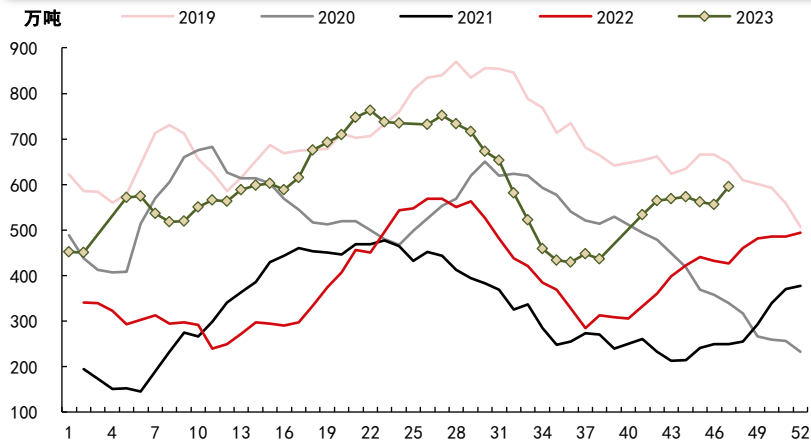
内陆17省电厂可用天数



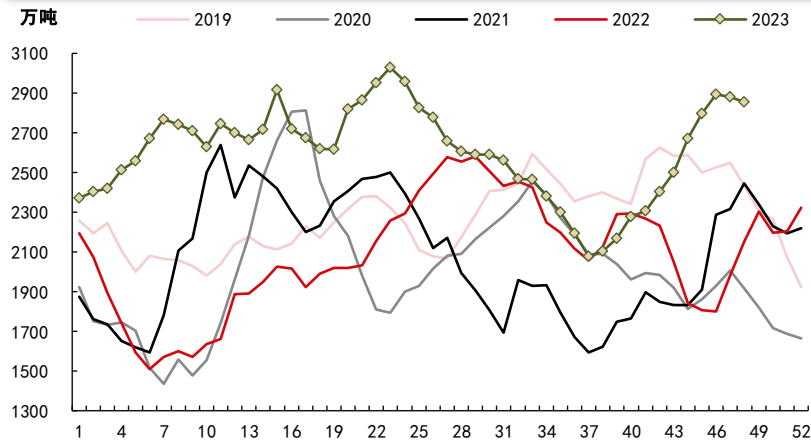
库存：长江港口库存累积，环渤海港口库存高位回落

- 港口调入量环比回落，港口库存从高位回落。长江港口库存595万吨，环比+7.0%，同比+39.3%；截至11月24日，环渤海港口库存2856.0万吨，环比-0.8%，同比+32.7%。

长江口港口库存



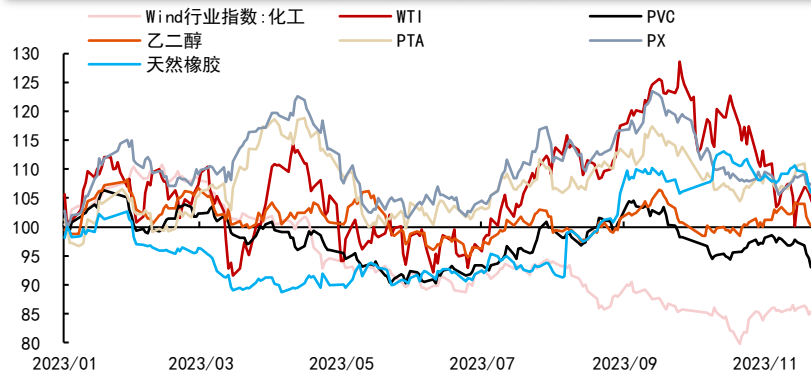
环渤海港口库存



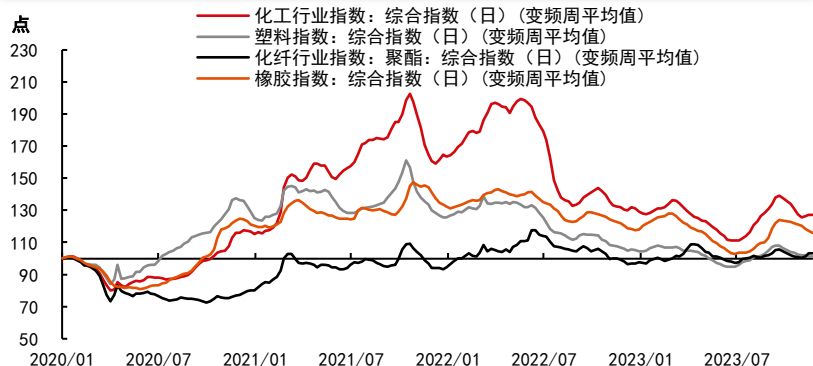
化工：化工行业综指持稳，塑料聚酯分化，橡胶调整

- **化工行业指数：**化工行业综指持稳，塑料聚酯分化，橡胶调整。截至11月24日，化工行业综指持稳，塑料及聚酯行业综指走势分化，橡胶行业指数承压。
- **终端需求：**11月海外需求存扩张隐忧。国内需求方面，10月国内纺服社零增速边际回落，稳增长政策发力下，整体回暖趋势不改；海外需求方面，美国11月Markit制造业PMI不及预期，就业2020年6月来首次收缩，服务商情绪降至7月以来最低点。
- **原料端：**风险溢价回落，OPEC+会议推迟，油价回落。地缘方面，以色列与哈马斯临时停火协议生效，双方交换人质，风险溢价回落，供需方面，美国11月Markit制造业PMI不及预期，OPEC+会议延迟额外减产悬而未决，油价承压
- **开工方面：**江浙织机开工上行，ABS开工低位震荡

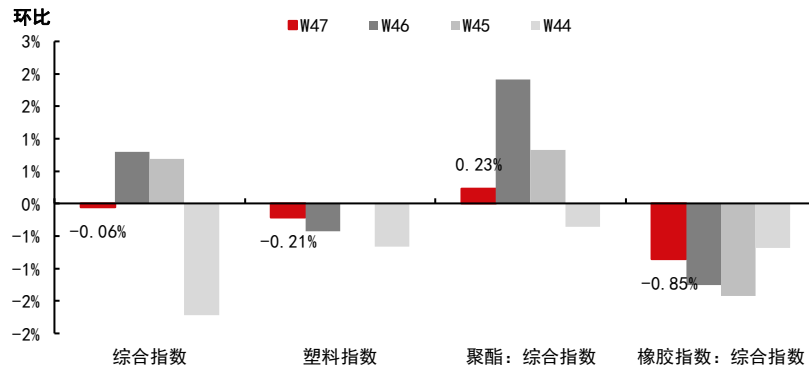
化工各大板块承压运行



化工行业指数



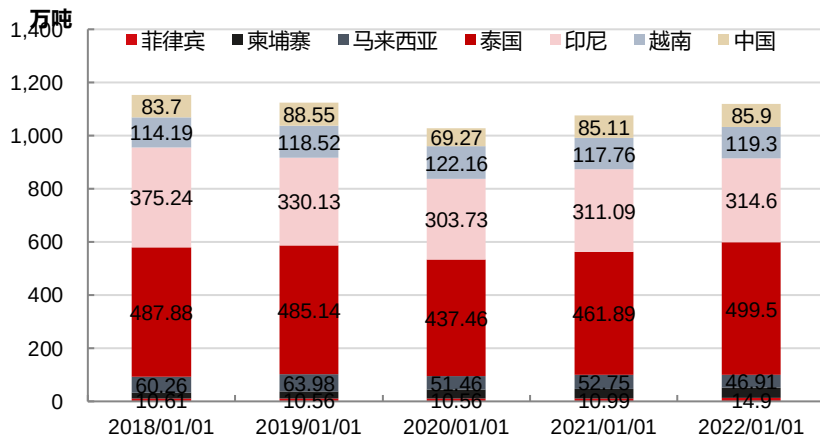
行业指数变动环比



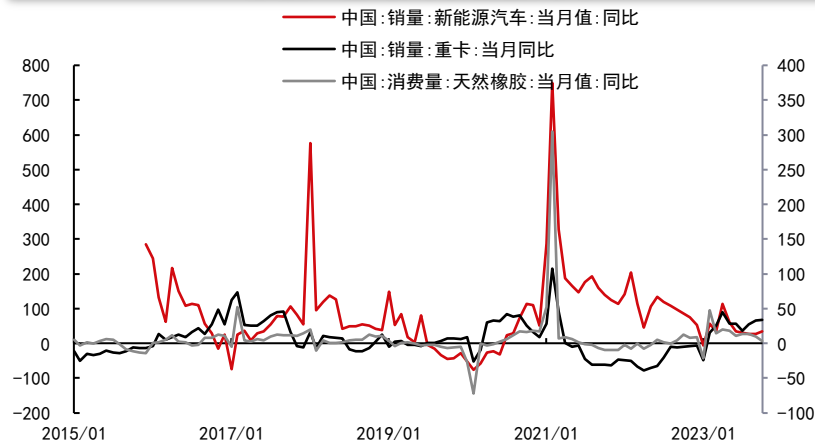
橡胶产业：欧盟零毁林法案及新能源汽车对于橡胶产业影响

1. “零毁森林法案”要求任何个人或企业不能在欧盟市场销售或者对欧盟出口涉及森林砍伐的产品，包括棕榈油、牛肉、大豆、咖啡、可
可、木材、橡胶、木炭和印刷纸制品等。“零毁森林法案”已获欧盟理事会和欧洲议会一致同意，2023年6月9日欧盟官方正式发布了有
关“零毁森林产品法案”公告，这意味着该法案将于2024年12月9日正式实施。就我国来讲，法案涉及的棕榈油、大豆、牛肉、橡胶以
及未来可能纳入法案的玉米等，都是我国主要进口产品，受法案打击的国家巴西、阿根廷、乌拉圭、印度尼西亚等也都是我主要进口来
源地。
2. 消费习惯、产品自身属性对于橡胶拉动：新能源汽车由于自身重量，加速度超出燃油车，对于轮胎需求升级，（PRI、门尼），料推动天
然橡胶需求、新型合成橡胶工业化。

各国橡胶产量



橡胶产量与汽车销量同比



化工宏观国内需求：国内需求企稳，出口增速边际修复

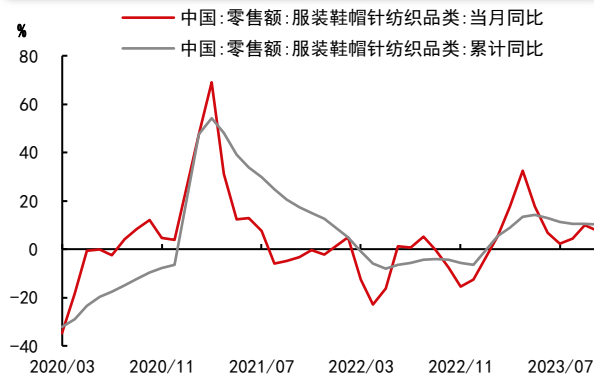
■ 10月国内纺服社零增速边际回落，稳增长政策发力下，回暖趋势不改：

➢ 10月社零数据继续改善，同比进一步扩大，在假期旅游带动下，出行人次同比增长亮眼，旅行相关消费行业消费向好。

10月纺服社零同比边际降温，但回暖趋势不改。

➢ 9月棉纺行业PMI回归荣枯线以上，录得50.6，创4月新高。棉纺行业总量韧性，但存在结构性隐忧：生产量扩张同时，但新订单加速收缩，与纺织企业新订单、库存天数相互印证。因此当前修复带来的上游原材料补库或为短期脉冲。

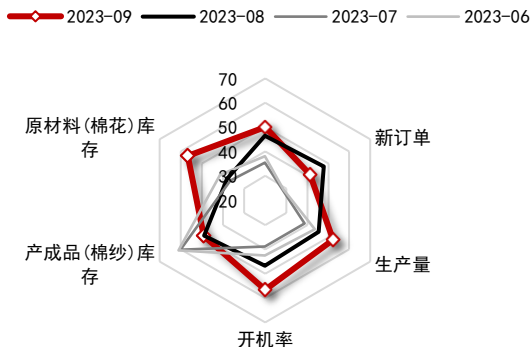
10月社零需求企稳回升



10月纺服出口增速边际修复



9月棉纺行业PMI回归荣枯线



纺织企业新订单偏弱

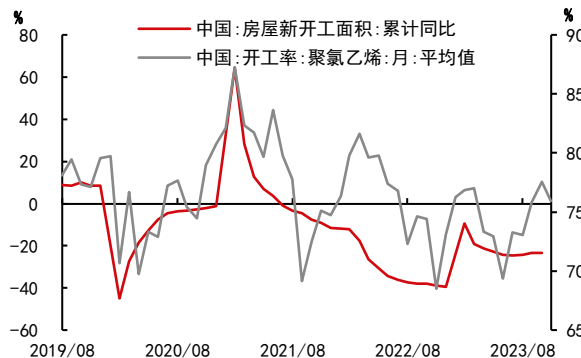


■ 国内地产投资弱势，印度扩张短期受阻，PVC需求上行空间或有限：

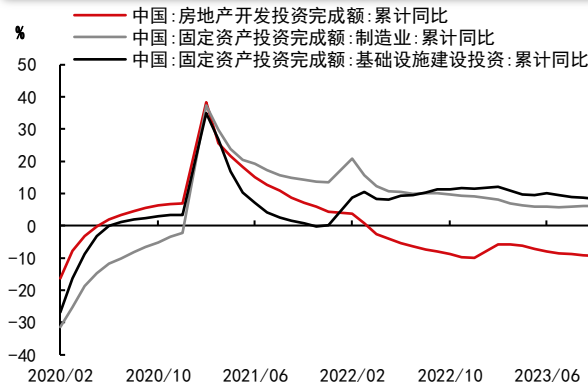
➤ 国内固定资产投资方面，整体来看，三大投资均有所转弱，地产拖累依旧明显。地产投资跌幅继续扩大，新开工、施工低位企稳，竣工维持高景气度，反映相关资金以及保竣工等政策持续发力于竣工端，且结构上挤压前端开工资金，开工面积承压料限制PVC需求上方空间。

➤ 印度需求方面，短期内印度MSCI及印度PMI显示印度扩张增速边际降温，料对未来PVC外需形成边际拖累。

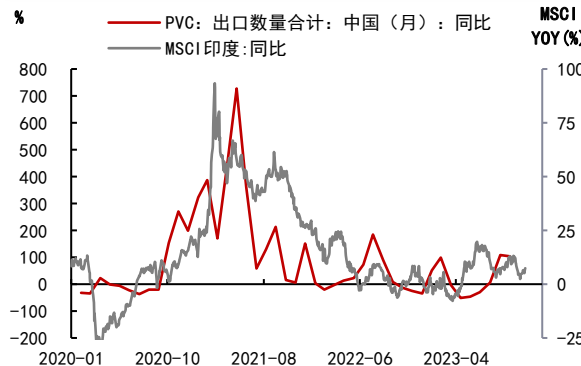
新屋开工面积与PVC开工



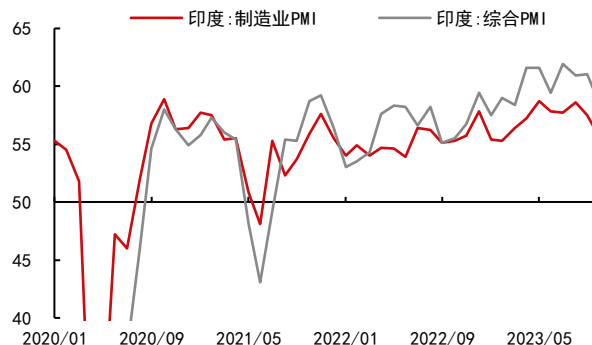
固定资产投资完成额



PVC出口增速与MSCI印度



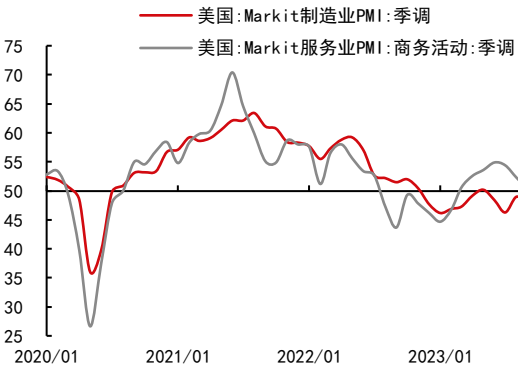
印度PMI上行趋势短期受阻



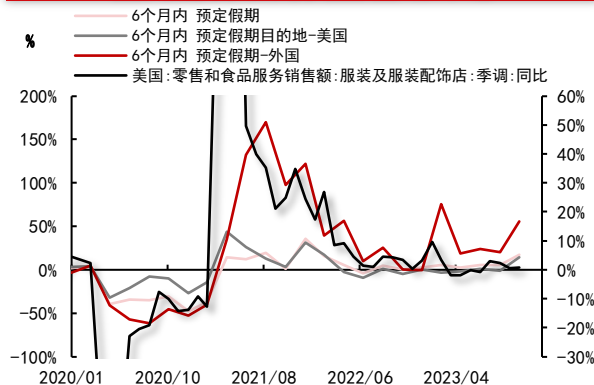
■ Markit PMI显示11月美国经济扩张停滞：

➢ **11月美国Markit PMI显示需求承压背，就业市场自2020年6月以来首次收缩，服务情绪降低。**11月美国制造业服务业Markit PMI分别为50.7、50.8，经济活动仅录得小幅扩张。制造商机情改善，但服务业企业预期降至7月以来最低，因企业强调对消费者支出收紧和经济不确定性挥之不去的担忧

Markit PMI显示制造业服务业分化发展

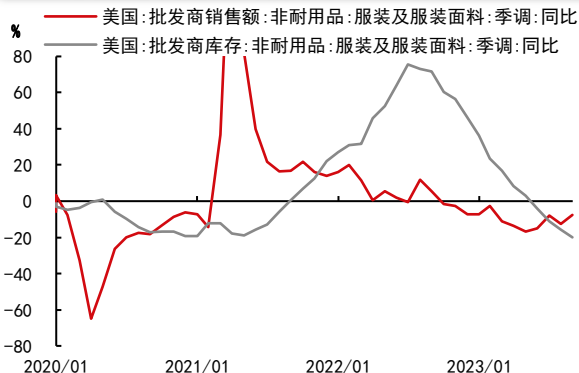


国内出口领先美国假期计划

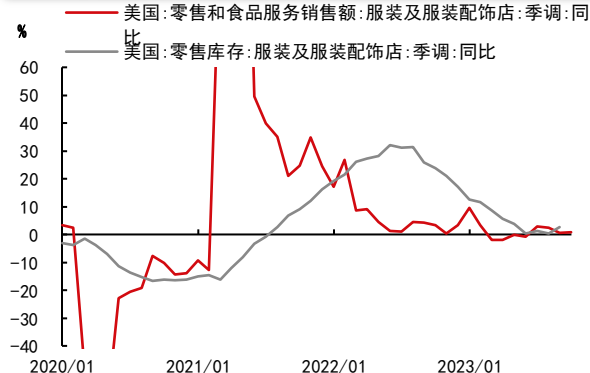


➢ **美国纺服库存周期正在磨底：**从批发商与零售商库存周期来看，批发商销售额增速磨底回升，零售商库存去化速度边际放缓。尽管美国消费者度假计划回暖，但向纺服销售传导顺畅度受阻，或按暗示海外消费者纺服需求几近饱和，终端需求能否带动纺服补库周期开启仍有待观察。

美国批发商销售额同比见底回升



美国零售纺服板块库存小幅拐头



- 原料端，风险溢价回落，OPEC+会议推迟，油价回落。地缘方面，以色列与哈马斯临时停火协议生效，双方交换人质，风险溢价回落，供需方面，美国11月Markit制造业PMI不及预期，OPEC+会议延迟额外减产悬而未决，油价承压。

- 截至11月24日当周，LNG到岸价16.73美元/百万英热值（0.17），截至11月24日，无烟煤价格1150元/吨（-）

- 石脑油、PX价格分化：石脑油CFR韩国651.87美元/吨（27.93）；PXCFR中国主港1009.17美元/吨（-11.16）。

- 乙烯、丙烯价格持平：乙烯CFR中国861美元/吨（-），丙烯CFR中国856美元/吨（-）。

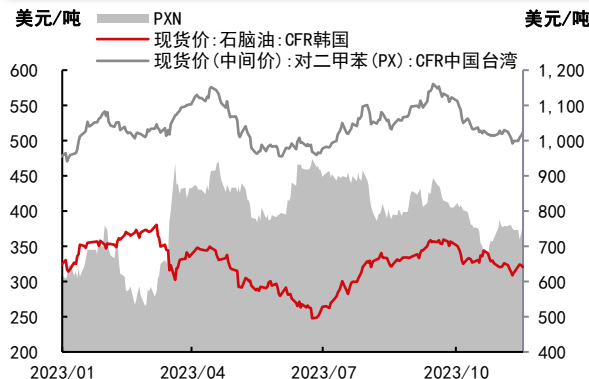
原油价格反弹



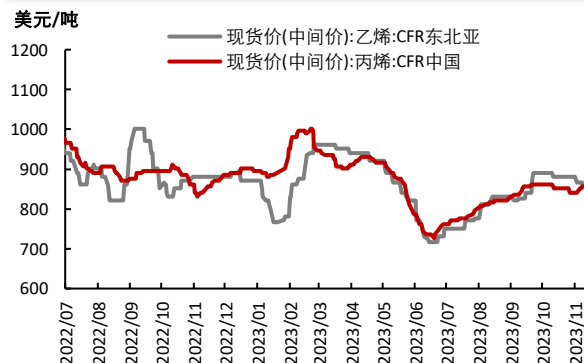
动力煤与甲醇震荡偏弱



石脑油CFR韩国与PX CFR中国分化



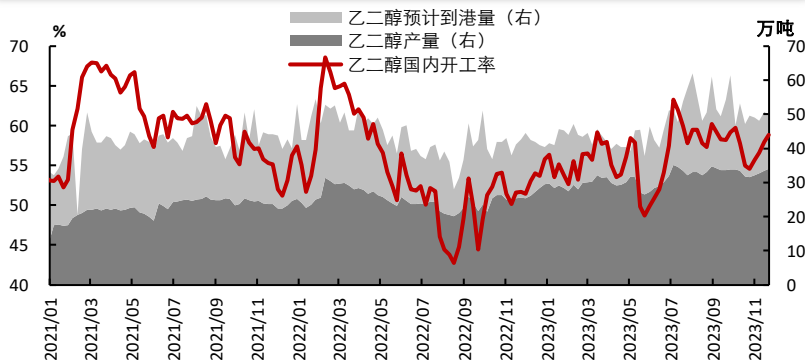
乙烯丙烯价格持平



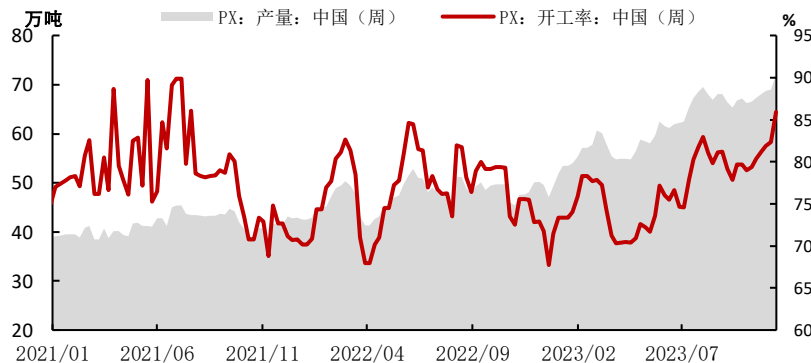
■ 截至11月24日，PX、乙二醇开工回暖，PTA开工走弱：

- PX国内开工率85.96% (+3.58%)
- PTA开工率75.24% (+1.93%)，PTA 生产积极性提升，部分装置有重启和复产的计划，推高 PTA 潜在供应
- 乙二醇开工58.8% (+1.43%)，开工回升；到港量小幅回落，供应整体宽松。

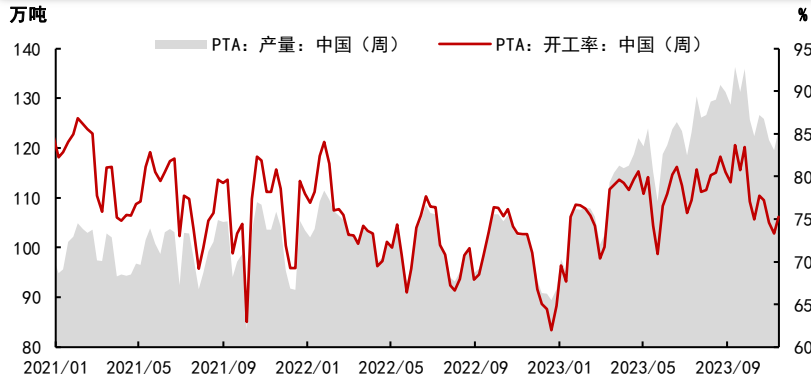
乙二醇开工上行



PX开工上行



PTA开工下滑



下游需求：聚酯开工回升，涤纶长丝库存继续累积

■ 截至11月24日，聚酯开工率87.5

(1.05)，本周聚酯开工小幅回落。

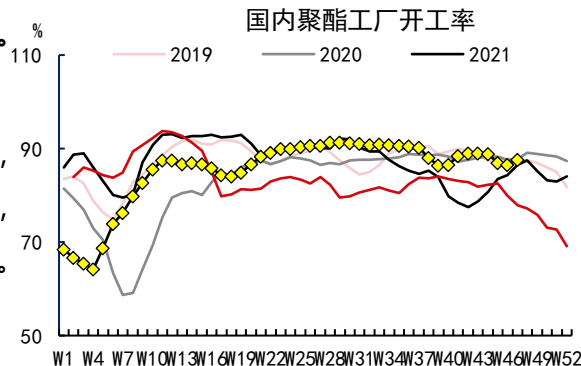
■ 下游库存天数不同程度累积。

- POY库存天数17.7天 (0.5天)，
- DTY库存天数28.7天 (0.3天)，
- FDY库存天数22.4天 (0.6天)。

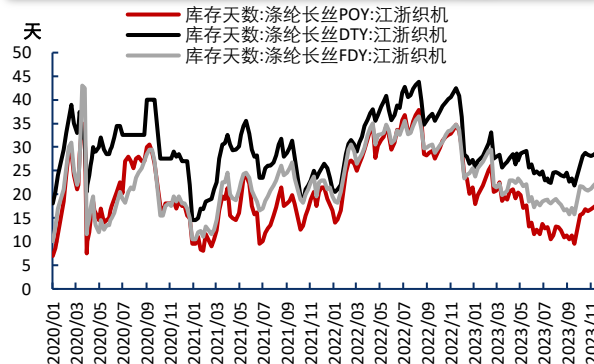
■ 贸易端来看，截至11月17日，织物成交季节性回升：

- 轻纺城五日成交均量1001.4万米，环比5.21%。
- 长纤织物807万米，环比9.86%；
- 短纤织物 194.2 万米，环比-10.59%。

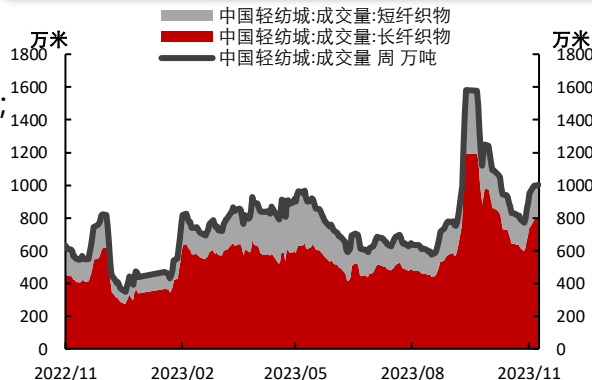
国内聚酯工厂开工率



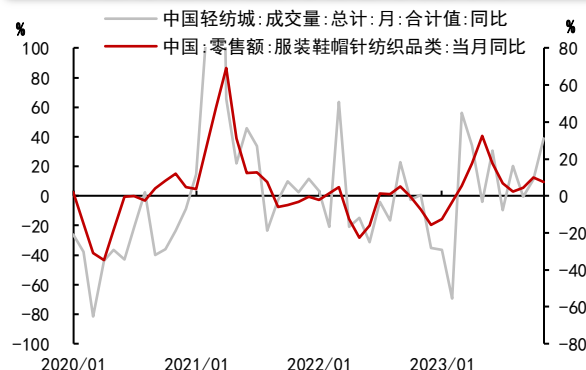
POY、DTY、FDY库存天数



轻纺城成交量

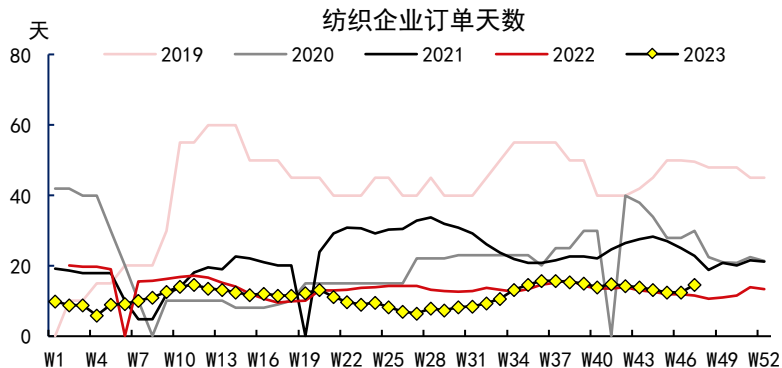


轻纺城成交量与纺服零售同比

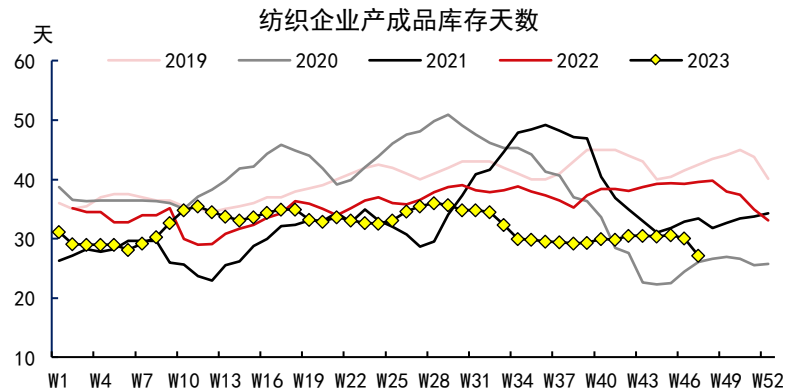


聚酯产业链：纺织企业库存周期改善势头放缓

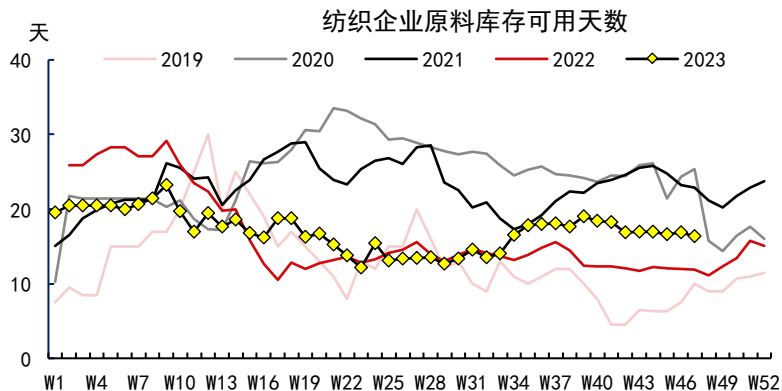
纺织企业订单天数上行受阻



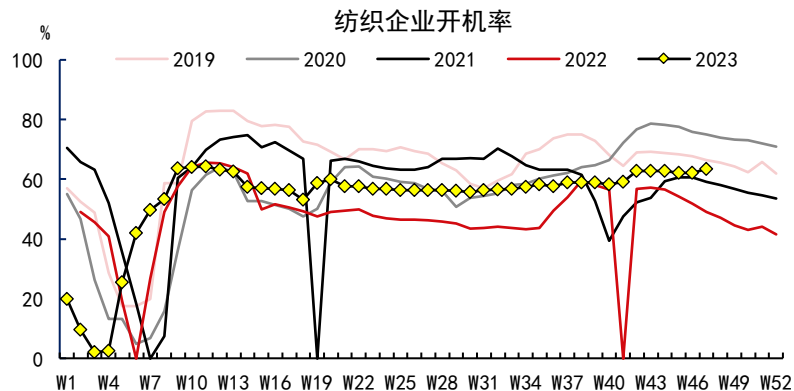
纺织企业产成品库存天数小幅下降



纺织企业原料库存天数回升放缓

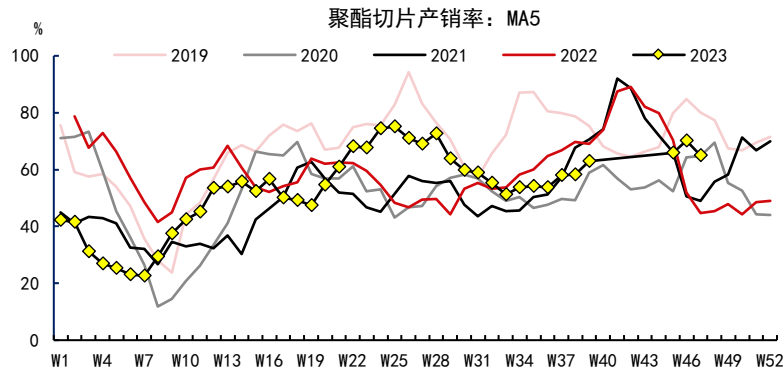


纺织企业开工持稳

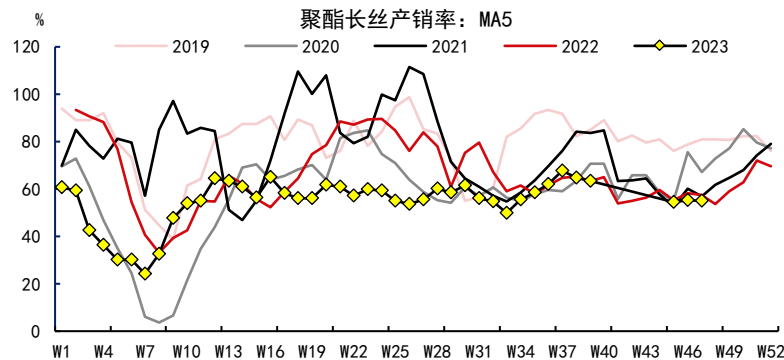


聚酯产业链：长丝短纤产销周度下降，采购量上行

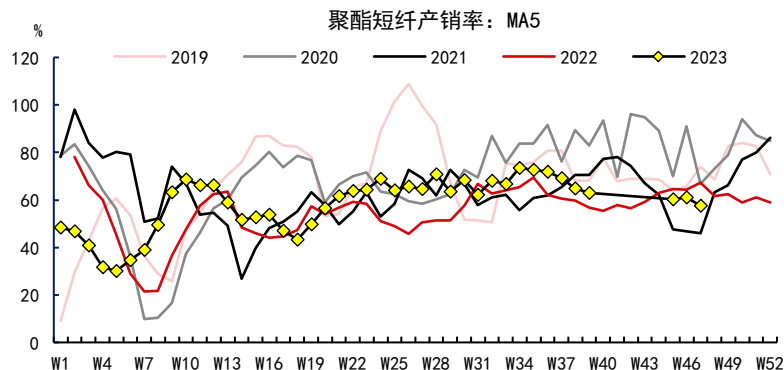
聚酯切片产销下降



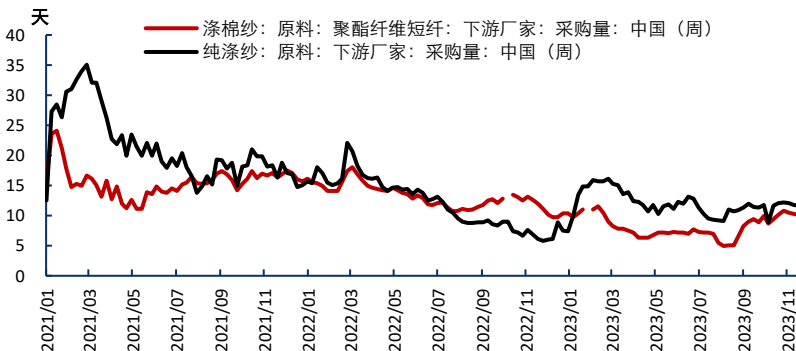
聚酯长丝产销上行



短纤产销率周度下降



纯涤纱下游厂家采购量反弹

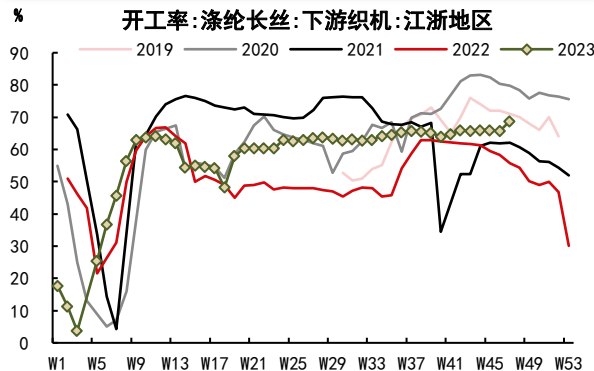


化工开工：江浙织机开工上行，ABS开工低位震荡

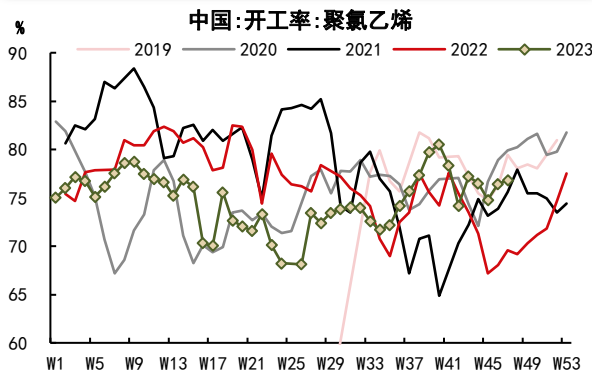
■ 截至11月24日当周，江浙织机开工上行，ABS开工低位震荡：

- 下游江浙织机开工持稳于68.84% (+3.07%)
- PVC开工季节性回暖76.82% (+0.38%)
- EPS开工季节性回落至55.4% (-)
- ABS开工底部反弹至75.4% (-)

江浙织机开工上行



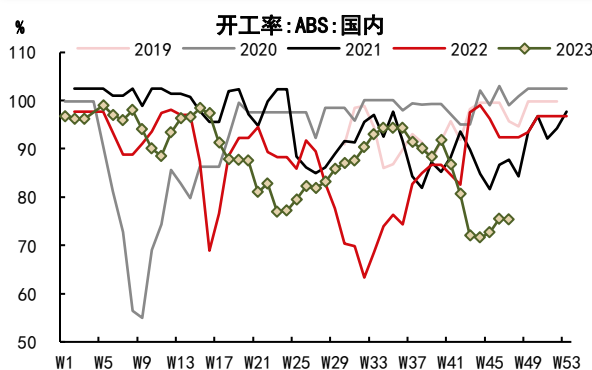
PVC开工回升



EPS开工季节性回落



ABS开工弱于季节性



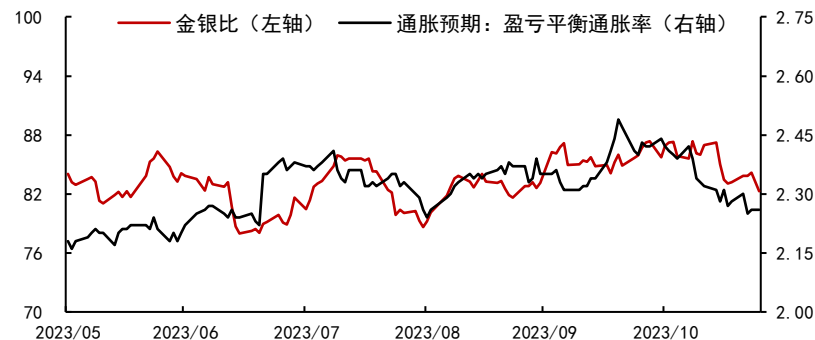
贵金属一周市场情况：外盘贵金属再度拉升

黄金	单位	最新一周	上一周	周度环比变化量	周度环比变化率
沪金	元/克	465.90	473.44	-7.54	-1.59%
comex黄金	美元/盎司	2003.70	1983.50	20.20	1.02%
沪金基差	元/克	-0.47	-2.52	2.05	-81.35%
内外价差	元/克	5.39	13.53	-8.15	-60.19%
COMEX黄金库存	吨	638.86	639.25	-0.39	-0.06%
SPDR ETF持有量	吨	882.28	883.43	-1.15	-0.13%
CFTC黄金投机净多仓	张	155376.00	166216.00	-10840.00	-6.52%
美债收益率-10年	%	4.47	4.44	0.03	0.68%
美国抗通胀债券利率-10年	%	2.21	2.16	0.05	2.31%
美国10年期盈亏平衡利率	%	2.26	2.28	-0.02	-0.88%
金银比	点	82.19	83.43	-1.24	-1.49%
标普500指数	点	4559.34	4514.02	45.32	1.00%
VIX波动率指数	%	12.46	13.80	-1.34	-9.71%
美元指数	点	103.44	103.83	-0.39	-0.38%
白银	单位	最新一周	上一期	周度环比变化量	周度环比变化率
沪银	元/千克	5872.00	5912.00	-40.00	-0.68%
comex白银	美元/盎司	24.38	23.78	0.61	2.54%
基差	元/克	-27.00	-22.00	-5.00	22.73%
内外价差	元/克	268.72	399.39	-130.66	-32.72%
COMEX白银库存	吨	8604.02	8588.08	15.94	0.19%
CFTC白银投机净多仓	张	22398.00	18253.00	4145.00	22.71%
COMEX白银库存	公斤	8604.02	8588.08	15.94	0.19%
iShare白银持有量	吨	13690.93	13595.47	95.46	0.70%

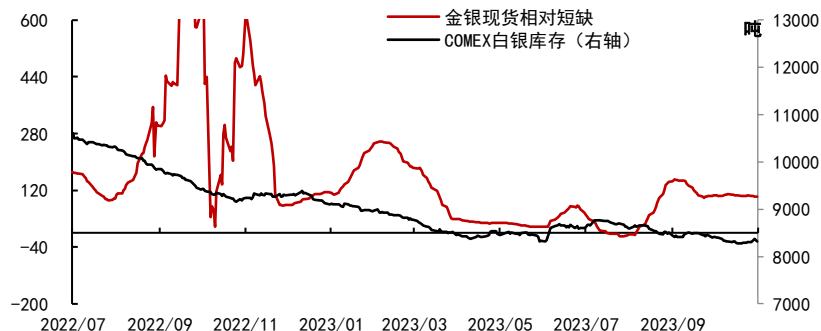
白银逻辑：库存进一步下降，金银比回落支撑白银向上

- 我们曾在去年二季度推荐，关注金银比与通胀预期的反向相关性，取得良好效果。但去年9月我们发现，白银相对黄金明显坚挺，之前负相关性减弱，显示低库存下，白银金融投资需求主导了相对估值过程，此时金银比与通胀预期关系转正，我们可以据此进行比价交易。
- 近期随着国内汇率端企稳，内外价差平复，金银比与通胀预期关系重新可以作为内盘交易关注重点。在美国通胀和经济数据走弱的背景下，近期金银比回落，同时白银库存进一步下降，这支撑贵金属尤其是白银价格进一步向上。

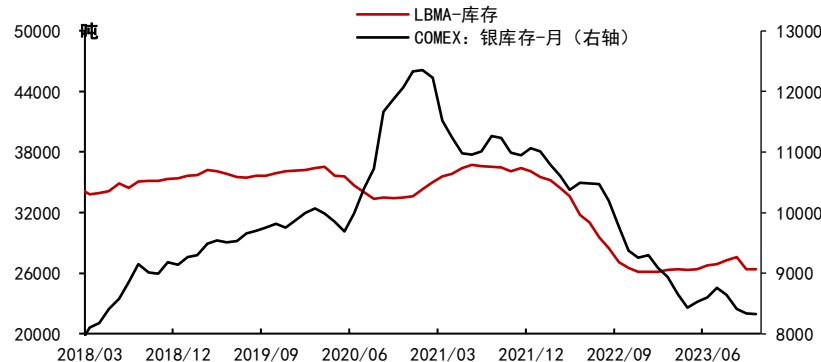
金银比与通胀预期关系转正



近期白银现货相对短缺程度

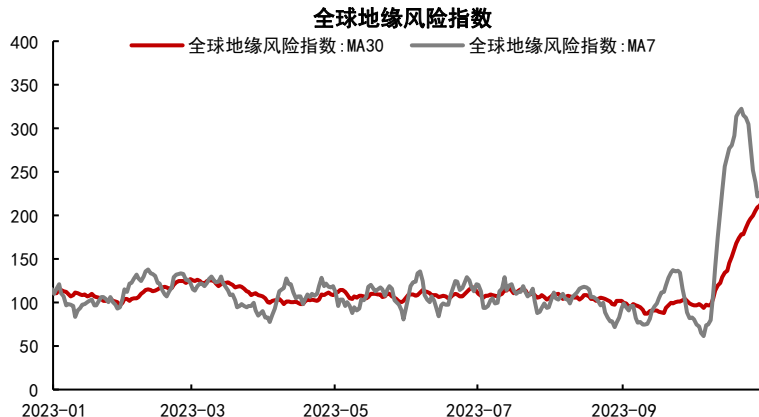


LBMA白银库存重新回落，comex库存续降

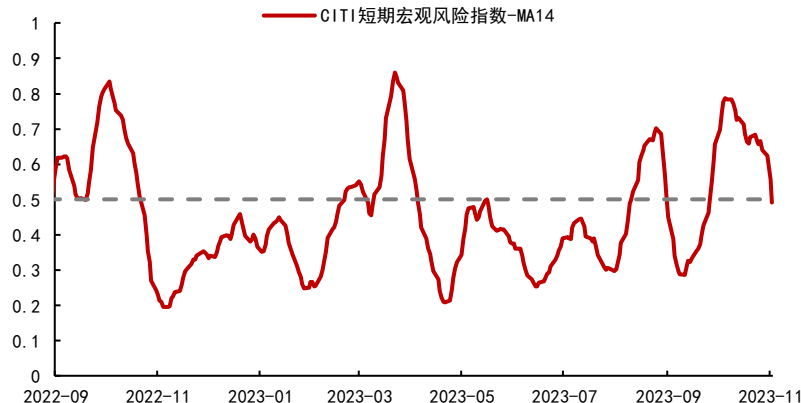


- **巴以冲突最新进展：**
 - 1、美国对以色列在加沙地区行动的态度由前期支持变为调解。**美国国务卿布林肯再次访问中东，行程甚至包括在约旦河西岸与巴勒斯坦总统阿巴斯进行会谈。同时，布林肯敦促以色列“暂停”对加沙的袭击，“为调解留出空间”，“美国继续相信实现和平的最佳途径是通过两国解决方案”。美国总统拜登也表示加沙的“人道主义停火”正在取得进展。另一方面，美国国防部发布的一份备忘录显示将不再允许其高级军事领导人前往以色列，也不再鼓励美国国会议员在以色列与哈马斯在加沙地带发生冲突期间对以色列进行访问。
 - 2、如果实现人质获释，加沙停火有望达成。**以色列总理表示“拒绝不涉及交还以方人质的暂时停火”。但随着卡塔尔等国的调解，哈马斯在前期已释放多名人质的情况下表示未来将陆续释放更多外国人质。

地缘风险指数有所回落



花旗宏观风险指数有所回落



- 贵金属在本轮经济周期中之所以是持续关注资产，主要原因是美国选择加息收紧需求调控通胀的路径，必然使得经济走弱，通胀回落，加息中止后降息在未来发生，尽管时间方面会有扰动。因此，贵金属的绝对趋势价格分析要点在于节奏变化。我们的观点是，美国通胀数据超预期，油价拉动PPI数据大幅上行，使得美联储预计仍将较长期维持高利率政策。但是，近期偏鸽派的措辞，也显示美国政府对于债务问题以及经济与通胀的权衡也在持续，维持高利率环境对经济的打压，但也不希望债券利率继续上行带来新的风险。因此前期建议多单抄底，可以继续持有。

美联储9月经济预测摘要：经济调升，失业率调降，通胀调升与一季度形成差异

经济数据	中位数				中位趋势			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
真实GDP预测	2.1	1.5	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0
今年6月预测	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0
失业率预测	3.8	4.5	4.5	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3
今年6月预测	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3
通胀预测	3.3	2.5	2.2	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0
今年6月预测	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0
核心通胀预测	3.7	2.6	2.3		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	
今年6月预测	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4	
目标加息路径								
联邦基金利率预测	5.6	5.1	3.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-3.9	2.5-3.3
今年6月预测	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8

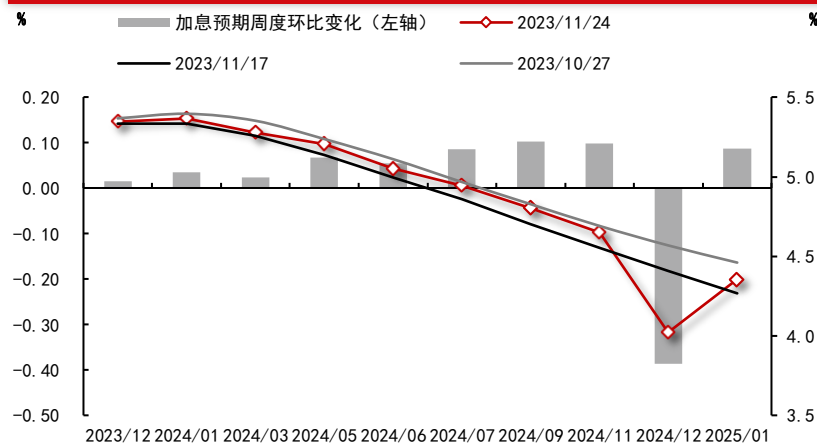
美联储加息预期观测：美联储继续谨慎前行

- 10月美国宏观经济数据显示总供给总需求均偏弱发展，通胀超预期下降，市场计价货币政策边际宽松预期，隐含利率曲线整体下移。美联储11月议息会议纪要措辞中性偏鸽，尽管保留再加息可能，但经济数据及市场隐含利率水平暗示美联储加息周期大概率已经结束。市场对后续美联储加息的预期小幅波动，12月、2024年1月美联储暂停加息概率分别为97.6%（前值99.8%）、95.6%；市场隐含终端政策利率维持在5.4%附近。
- 美联储议息会议纪要中信息显示：1) 更加关注利率维持时长：11月美联储官员讨论侧重点从加息幅度转变成高利率维持的时长；2) 将继续数据依赖，再加息已不是基准：虽然不能排除还有一次加息，但继续加息可能已不再是基准情形，而是当经济数据有违委员会目标时才会发生，美联储将谨慎前行（“proceed carefully”）；3) 缩表仍将继续，或延长至降息之后：美联储官员认为缩表将会继续，小部分与会者认为在美联储开始降息后仍能持续缩表。4) 经济存在下行风险，通胀存在上行风险：美联储认为罢工与信贷紧缩或导致四季度GDP增长放缓；美联储认为通胀“仍高的不可接受”的同时，认可供需关系再平衡将引导通胀再降温。

12、3月、6月FOMC市场隐含利率走势



市场计价美联储加息进入尾声



美国制造业：制造业重回萎缩区间，劳动力市场继续降温

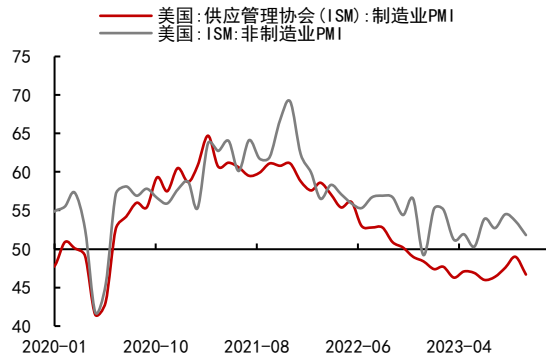
- 美国11月Markit制造业PMI重回萎缩区间、为3个月新低，服务业活动略有扩张、创四个月新高，劳动力市场继续降温。

➢ 美国11月Markit制造业PMI初值49.4（预期49.8，前值50），11月Markit服务业PMI初值50.8（预期50.4，前值50.6）。美国11月Markit综合PMI初值50.7（预期50.4，前值50.7），就业分项指数初值降至49.7，新订单分项指数初值创今年7月份以来新高。

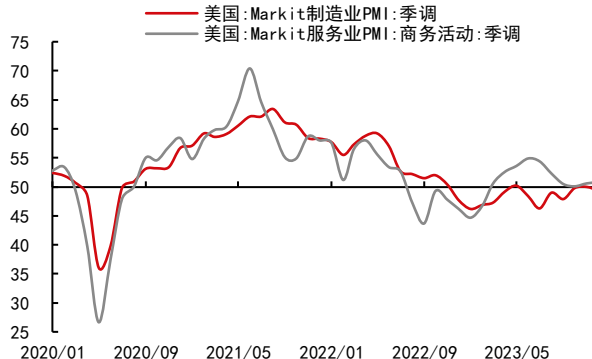
- 受民用飞机订单的剧减和罢工事件对汽车和零部件订单拖累影响，美国10月耐用品订单环比大幅下滑，显著不及预期。

➢ 10月耐用品订单环比下跌5.4%（预期下跌3.2%），9月前值从上涨4.6%大幅下修至上涨4.0%。其中，扣除运输类的耐用品订单环比持平（预期上涨0.1%）；核心资本货物订单（扣除飞机的非国防资本耐用品订单）10月环比下跌0.1%（预期上涨0.1%）。

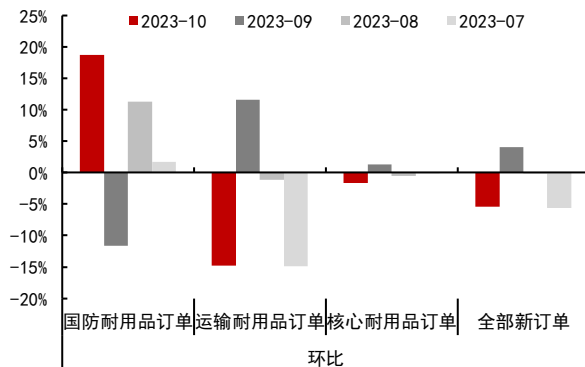
ISMPMI显示美国10月经济边际降温



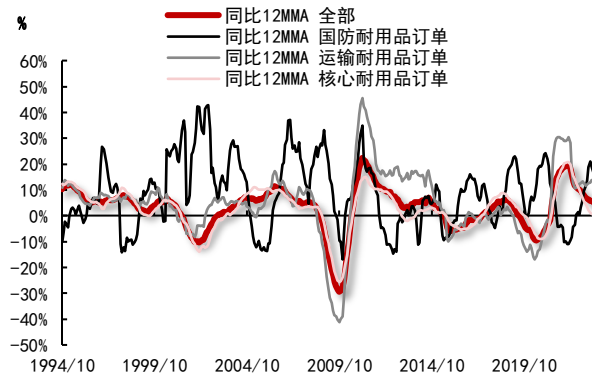
Markit PMI显示11月制造业萎缩



耐用品订单：环比



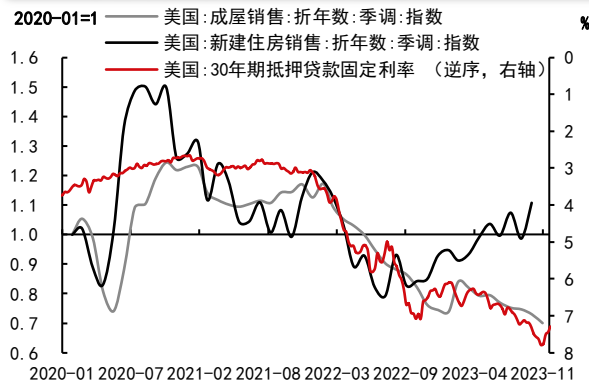
耐用品订单：同比



美国地产：成屋库存低位促进新屋建设链条改善

- **美国新屋开工、营建许可上升，超市场预期。**美国10月新屋开工总数137.2万户（预期135万户，前值135.8万户），美国10月新屋开工年化月率 1.9%（预期-0.60%，前值7.00%）。美国10月营建许可总数公布148.7万户（预期145万户，前值147.3万户），10月营建许可月率 1.1%（预期-1.40%，前值-4.40%）。
- **尽管购屋成本高企，但有限的二手房上市量正引导购房者转向新建住宅。**在抵押贷款利率上升的背景下，建筑商持续提供更低的融资利率和其他例如修改住宅构造以降低成本等激励措施以释放新屋需求。
- **美国10月成屋销售总数379万套（预期393万套，前值395万套），连续五个月环比下滑。**库存不足叠加购房成本和融资成本的增加导致房屋销售市场受到冲击。

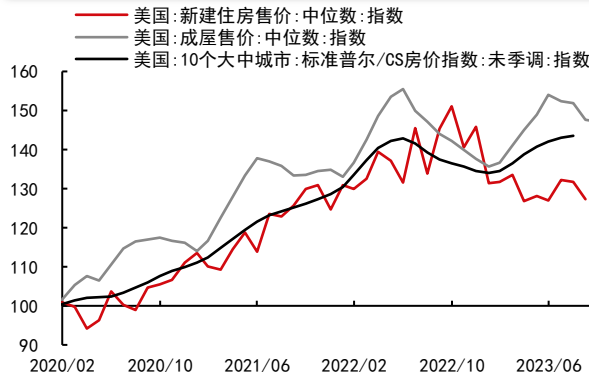
美国新屋、成屋销售与30FRM



成屋销售持续走弱



9月美国新建住房中位数下降



美国新屋开工逐步修复



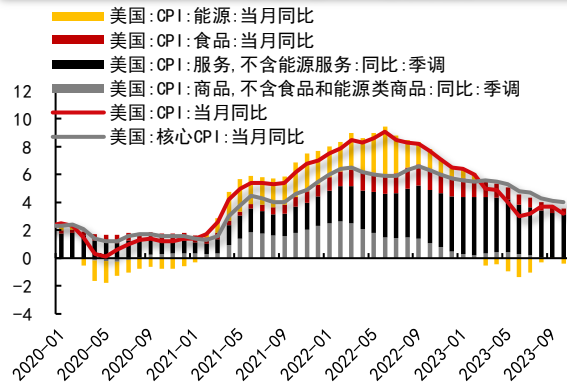
美国通胀：能源与商品价格增速降温，10月CPI超预期回落

■ 美国能源与商品价格增速降温，10月

CPI超预期回落:10月美国商品与服务物价走势分化，商品端能源及核心商品物价环比不同程度回落，其中能源同比降幅显著扩大；服务端房价及除房价核心服务增长维持韧性，边际小幅降温，服务端仍为美国通胀主要支撑。

- **往后看，11月、12月美国通胀或受基数效应而获得边际提振；**尽管美国10月主要经济数据或受地缘、财政、罢工突发事件影响而承压，此前经济数据尽显韧性。若后续美国经济重振，通胀仍存上行风险。由于市场“降息”计价与美联储收紧主线相左，加之美联储提及通胀风险双向性，预计美联储将持续调整发言姿态“稳定”市场预期。尽管短期通胀数据进展乐观，预计美联储仍将维持利率水平至明年上半年。

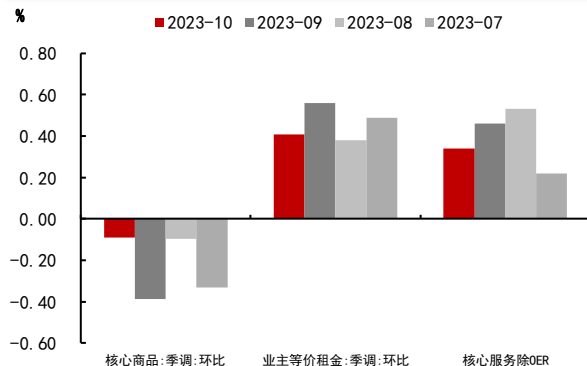
美国CPI与核心CPI及细分



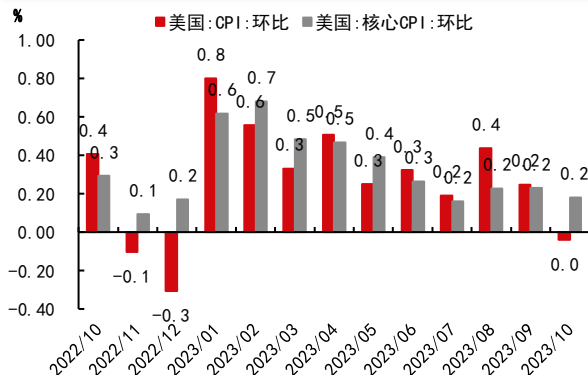
通胀四大分类



三大通胀细分项环比



CPI、核心CPI环比

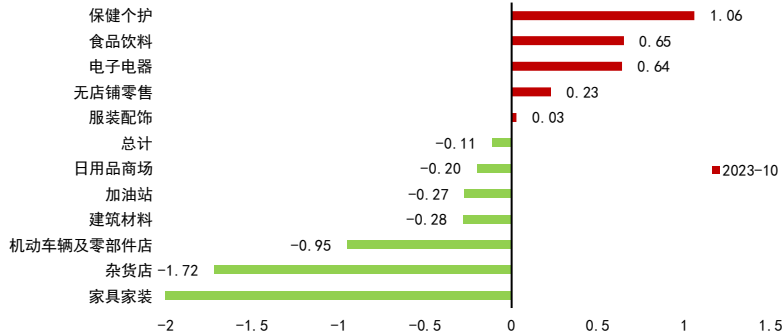


美国消费：美国10月零售环比收跌，跌幅小于市场预期

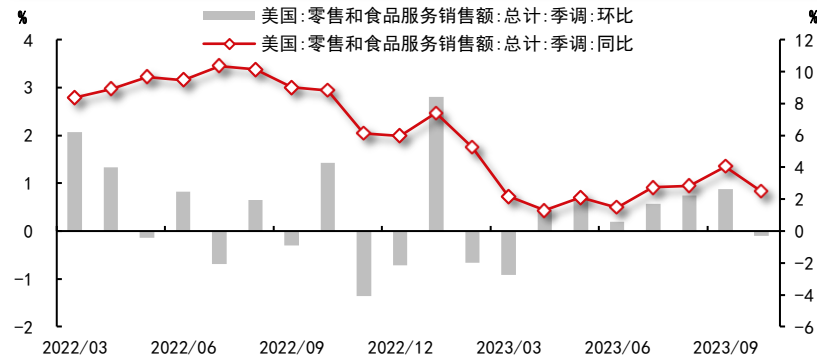
- **美国10月零售环比收跌，跌幅小于市场预期。**美国10月零售销售月率 -0.1%（预期-0.30%，前值0.70%）；美国10月核心零售销售月率 0.1%，（预期0%，前值0.60%）。零售销售细分项目大面积下滑，机动车、家具家装、建材等可选销售为主要拖累；保健个护、食品饮料环比领涨。作为美国经济的主要引擎，美国消费者超预期韧性，提振此前美国一些列经济数据。考虑到当前就业市场趋于降温、通胀挥之不去以及借贷成本上升，多余储蓄持续被消耗，当前消费者消费韧性持续性存疑。**此前美国各大零售商三季度财报良莠不齐：塔吉特财报显示其营收连续两季度出现下滑，消费者削减可选消费项目支出。沃尔玛三季度盈收亮眼，但表示观察到消费消费行为谨慎，在所需物品成本高企情况下不断做出权衡以满足需求。**

10月必需消费零售销售大幅增长

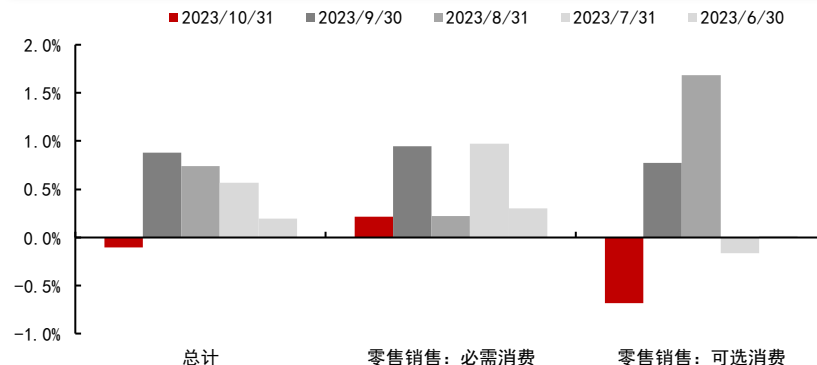
美国零售销售细分环比



零售销售同比与环比



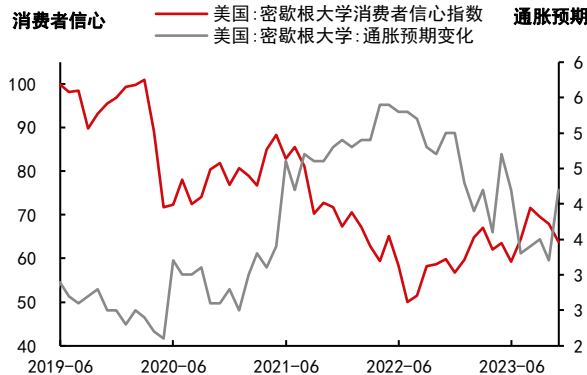
10月必选消费环比下滑



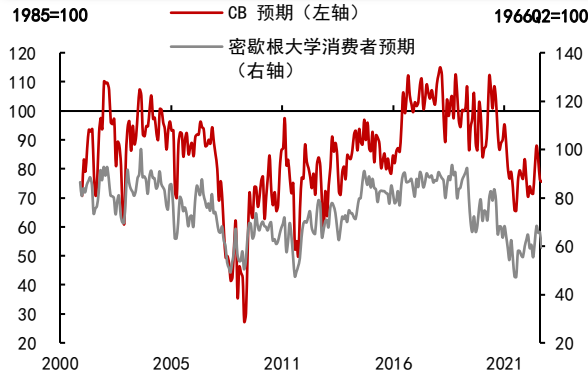
美国消费：11月消费者信心下降，通胀预期抬头

- 11月美国消费者信心继续下降，通胀预期创新高。美国11月密歇根大学消费者信心指数初值继续降至60.4（预期63.8，前值63.8），分项指数均较10月都有所下降，其中，现况指数初值65.7（预期70.3，前值70.6）；预期指数初值56.9（预期61，前值59.3）。通胀预期方面，11月的未来1年通胀预期初值升至4.4%，前值4.2%，为今年5月以来的最高水平。5年通胀预期初值升至3.2%，前值3%，为2011年以来的最高水平。
- 根据密歇根大学，11月当前和预期的个人财务状况均略有改善，但长期经济前景下滑了12%，部分原因是高利率带来的负面影响的担忧日益加剧。

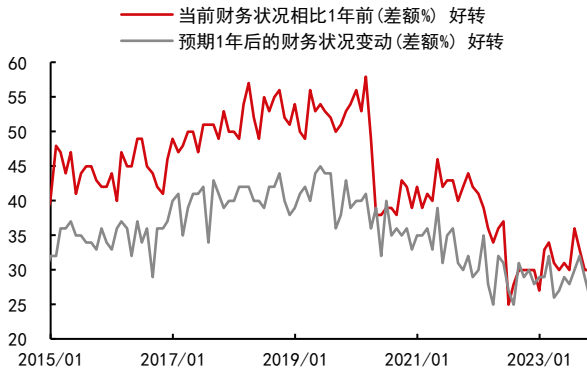
消费者信心下降，通胀预期上升



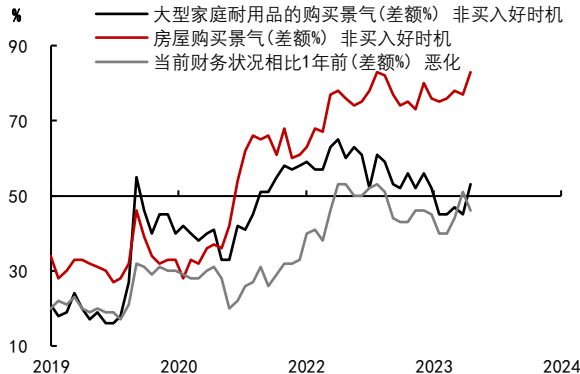
近两个月，美国消费者信心反复



居民预期财务状况好转比例上升



消费者信心细分恶化状况上升

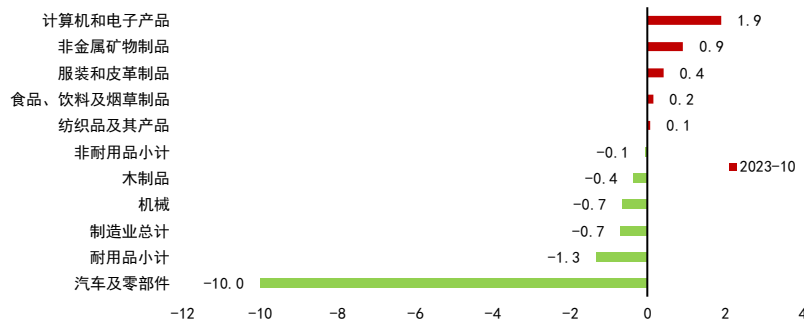


美国工业生产：10月工业活动疲软，汽车及零部件为主要拖累

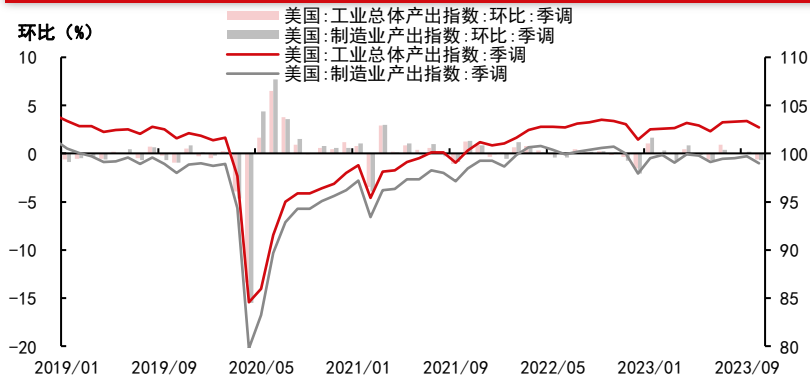
- **10月工业活动疲软，汽车及零部件为主要拖累。**美国10月工业产出月率 -0.6%（预期-0.3%，前值0.30%）。美国10月制造业产出月率-0.7%（预期-0.3%，前值0.40%）。美国10月产能利用率78.9%（预期79.40%，前值79.70%）。细分项目中耐用品，非耐用品生产活动不同程度下跌，耐用品及汽车零部件生产活动收缩为主要拖累；计算机和电子产品、非金属矿物及服装和皮革制品领涨。或受UAW罢工及其他突发事件脉冲式影响，美国10月主要宏观经济数据均弱势发展。总需求偏弱或带动生产端降温，叠加罢工事件扰动汽车生产，美国10月工业活动承压。

汽车及零部件拖累美国10月工业产出

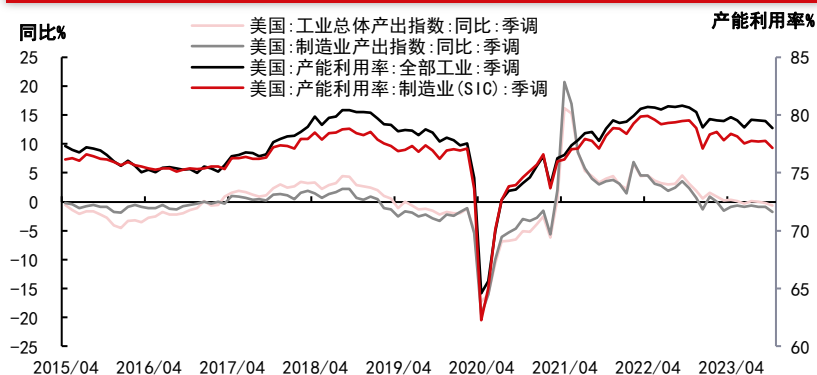
美国工业生产指数细分



美国10月工业产出回调超预期



美国10月工业产能利用率下滑



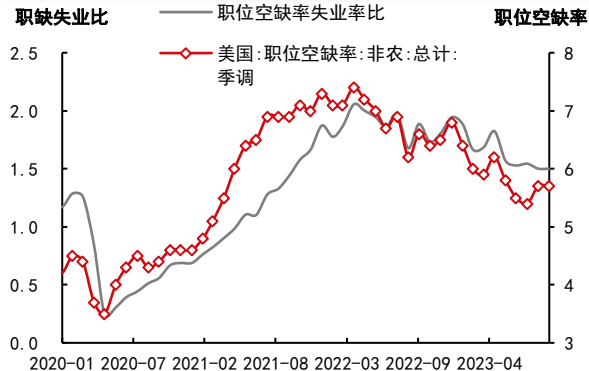
美国劳动力市场：9月劳动力需求韧性但仍处下行通道

■ 9月劳动力需求韧性但仍处下行通道。

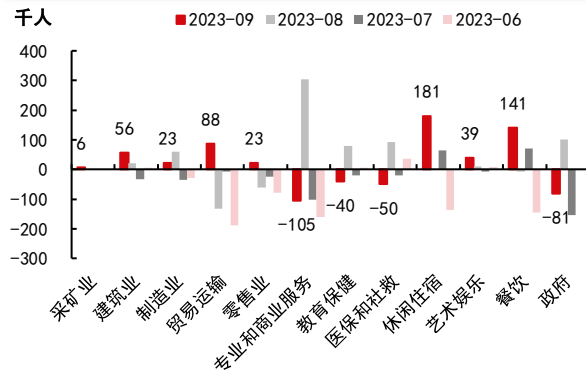
美国9月JOLTs职位空缺955.3万人（预期925万人，前值961万人）。职位空缺细分中休闲住宿及餐饮行业录得显著增长，建筑、贸易运输及零售录得不同程度上升；专业商业服务、教育保健医保社会救助职位空缺收缩。此外，从劳动力流动数据来看，9月裁员人数环比大幅收缩，雇佣离职人数环比持平，显示劳动力供给偏紧的同时，在劳动力需求收缩情况下劳工流动仍不活跃。

- 高频数据显示美国劳动力需求强度或难以出现趋势性反弹。从Indeed网站职位指数来看，美国总体职位公布仍处下行趋势，其中软件行业劳动力需求收缩明显。截至10月20日当周，仅零售与食物准备公布指数录得小幅环比增长。

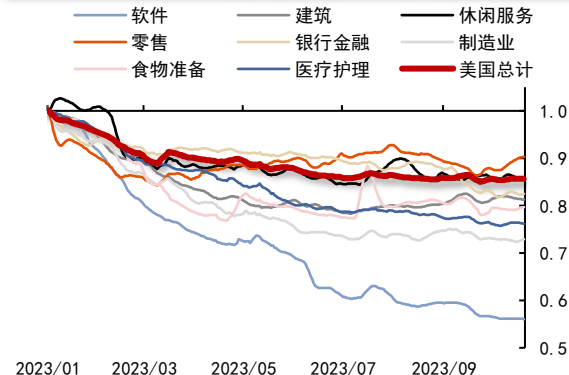
9月劳动力需求韧性



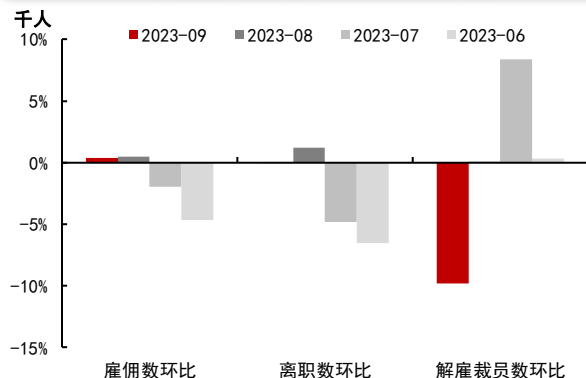
专业商业服务职缺增长亮眼



Indeed网站职位公布细分



9月解雇裁员人数显著收缩



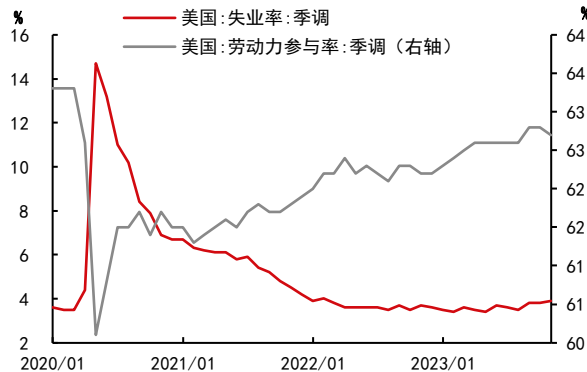
美国劳动力市场：10月新增非农不及预期，劳动力市场边际转宽

■ 10月新增非农不及预期，劳动力市场边际转宽。美国10月季调后非农就业人口15万人，预期18万人，前值下修至29.7万人，10月新增非农人数录得6个月以来最低水平，延续下行趋势。**新增就业细分当中，商品服务新增就业均录得不同长度放缓，商品生产方面，受UAW罢工影响，1) 福特及通用等工厂中劳动力闲置；2) 薪资协议达成或带来人工成本上升并激发制造业裁员；服务生产方面，随着暑期消费进入尾声，休闲酒店业新增就业快速回落。**

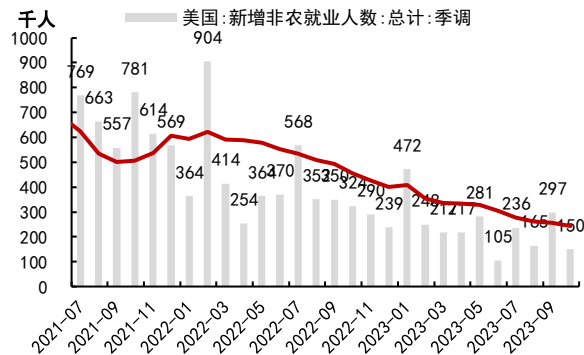
➢ 10月失业率3.9%，劳动力参与率62.7%，失业率上升与劳动力参与率下降并为本轮经济周期中劳动力市场恶性转宽。

➢ 10月商品生产工时持平，服务生产工时下滑。10月商品生产工时持平40.5小时；服务生产工时由32.7小时降至32.6小时。一线生产员工薪资短期内环比加速，但非农全部员工与一线员工薪资增速长期保持下行趋势。

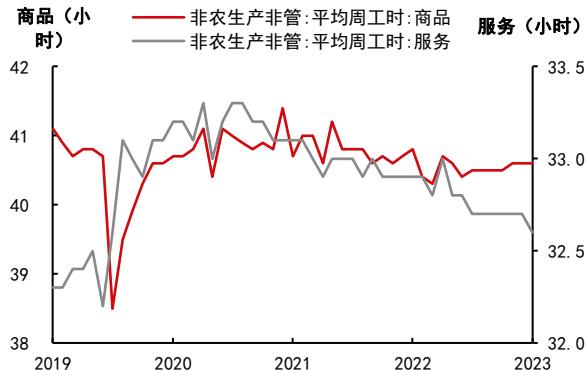
失业率、劳动力参与率持平前值



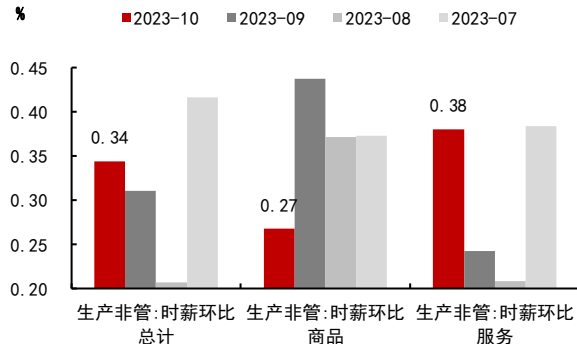
美国新增非农就业人数趋势性下行



商品周工时回落，服务生产工时持平



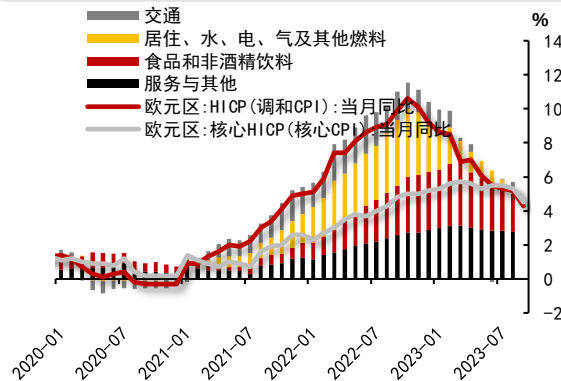
商品生产人力资本小幅边际加剧



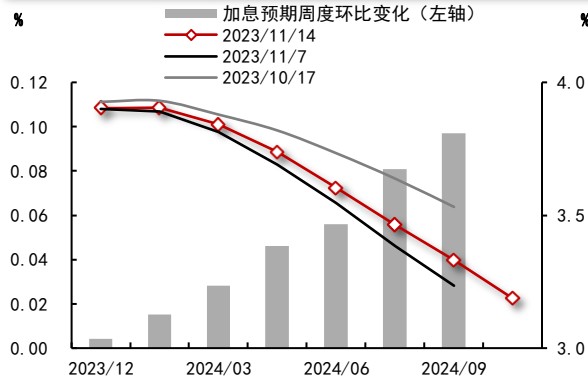
欧洲经济：欧盟委员会制定电网投资计划，关注财政扩张可能

- 欧元区11月PMI初值回暖，好于市场预期，但仍连续六个月低于荣枯线：制造业PMI初值录得43.8（预期43.4，前值43.1）；服务业PMI初值录得48.2（预期48.1，前值47.8）；综合PMI初值录得47.1。
- 欧元区GDP增速低迷，2023Q3GDP环比增长四季度以来首次收负，经济前瞻仍承压。欧元区经济动能乏力料逐步传导至通胀。拉加德此前发言警示当前通胀快速回落或为暂时，仍然需要密切关注能源价格，未来几个月或出现再通胀。如果维持利率足够长时间，将有助于通胀率恢复到目标水平，目前讨论降息为时尚早。当前，市场预计欧央行12月大概率维持当前利率，并且或将于明年二季度初降息。
- 11月24日，彭博社报道欧盟委员会制定5840亿欧元的投资计划，对欧洲电网进行维护升级。欧元区3%赤字限制暂停将于年底到期，欧盟需拟定新的财政协议框架。由于欧元区经济持续承压，欧元区各国料动用财政政策托底经济增长。

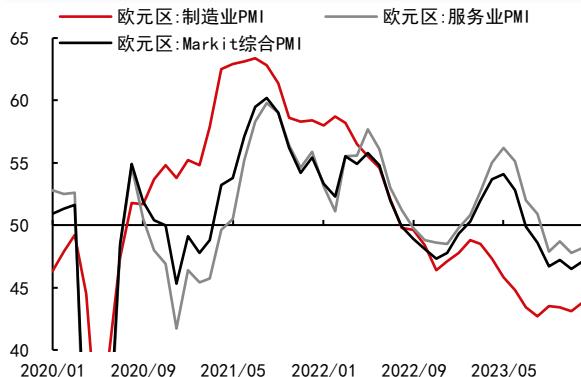
欧元区通胀加速降温



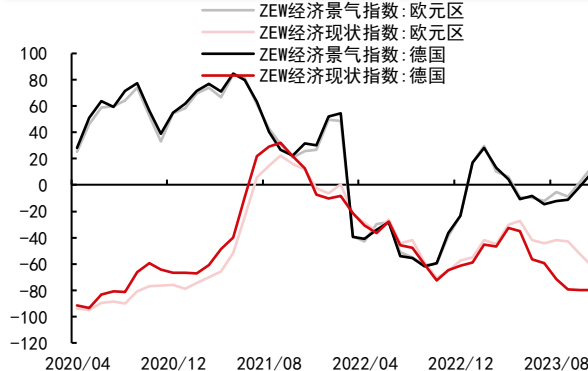
欧洲央行市场隐含利率



欧元区PMI



ZEW经济指数

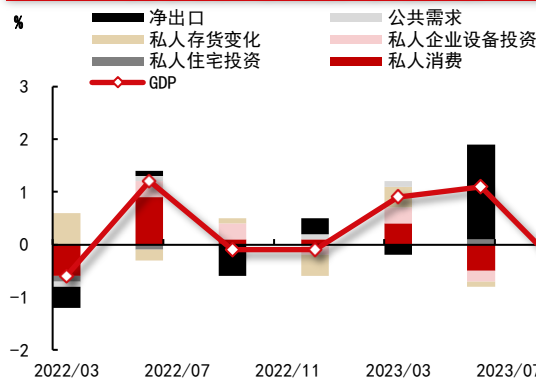


日本经济：日本2023Q3GDP环比下降，复苏脆弱性犹存

■ 日本2023Q3GDP环比下降，私人消费疲软，企业补库动力减弱，经济复苏脆弱性犹存。日本2023Q3GDP年化季率环比-2.1%（预期-0.6%，前值4.8%），日本三季度经济增长显著弱于市场预期，前期复苏趋势中断。细分项目中，私人企业投资连续两季度环比收缩，库存连续两季度去化，此前净出口强势正向拉动三季度由正转负，私人消费及私人住宅投资对三季度GDP环比拉动为0%，日本经济复苏脆弱性符合前期预期。

■ 往后看，通胀高位仍施压私人消费，中国、美国等其他贸易伙伴经济前景不确定性或继续抑制企业支出。经济疲软或将与美日利差一同拖累日元汇率，输入性通胀或进一步拖累日本经济内生动能，支撑日本央行“耐心地”实施宽松货币政策。日本央行仍需为薪资-通胀良性循环的形成提供良好环境，故BOJ短期仍需保持宽松货币政策，且将谨慎向市场传达货币政策“正常化”意图。

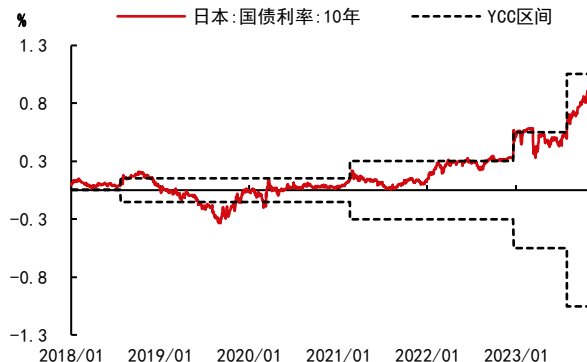
日本GDP及细分环比贡献



日本通胀及核心通胀



日本10年收益率上探1%参考上限



美日利差与美元兑日元同步



三、有色金属：供需有趋松预期，有色价格走势分化

海外经济：美联储11月暂停加息后，美国10月非农就业、通胀数据均低于预期，零售销售数据回落，进一步增强了美联储后续继续暂停加息的预期，美元指数下降，市场情绪回暖，提振有色。但与此同时也增加了市场对于在海外高利率背景下，经济回落的风险。此外，周内公布的数据表现偏弱，美国10月成屋销售低迷，11月欧元区制造业PMI仍维持在低位。

国内经济：政府债带动社融增速回升；国内央行以及金融监管机构承诺确保为房地产行业提供融资支持，共同化解地方债风险。

美联储货币政策：美联储公布11月继续暂停加息，符合市场预期，且鲍威尔发言略偏鸽派，12月暂停加息概率继续增加。目前Fed Watch数据显示2023年12月联储加息25bp和不加息的概率分别为4.5%和95.5%，加息概率周环比继续减少。

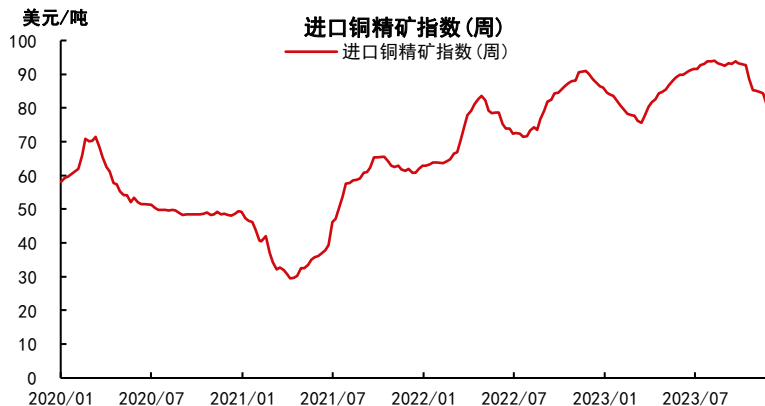
具体品种展望：

- **铜：**随着近期美国通胀、非农就业超预期降温，市场对于美联储暂停加息的预期继续增强，但本周随着联储公布11月会议纪要以及近期初请失业金人数不及预期，美元指数小幅反弹又一定程度上抑制铜价上方空间。国内方面，政策端仍有支撑，因此近期市场情绪整体偏乐观。基本面支撑略显不足，近期现货高升水导致下游订单表现不够理想，精废价差进一步扩大，供需有趋松预期。短期来看，现货偏紧支撑铜价；但中长期来看，海外高利率背景下仍存经济回落的担忧，且供需偏松预期有望兑现，铜价有望下移。
- **铝：**在云南减产逐步落地、进口货源减少、铝锭出库好转的情况下，目前铝锭社库拐点已初步显现，对铝价形成一定支撑。展望后续，随着云南减产对于到货影响逐步体现，且11月进口原铝货源流入将有所减少，后续铝锭库存有望继续去化，短期内现货呈现偏强走势，然而在季节性消费淡季下，下游消费表现一般，且后期存进口压力，短期市场矛盾有限，预计铝价短期维持偏强震荡走势。
- **锌：**随着美国10月通胀、就业数据超预期降温，美元走弱，叠加国内政策端支撑仍在，市场情绪阶段性缓和。供给端，国内月度锌锭产量仍处于高位，供给压力较大，但从远期来看，海外矿端供应存收紧预期。需求端，消费淡季叠加北方再度环保限产，国内锌消费再度走弱，国内锌锭库存虽受周内锌价回落有所下降，但本周海外库存继续大增。综合来看，海外矿端扰动支撑锌价底部，中长期锌价重心有望抬升，然短期国内基本面无明显矛盾，叠加海外LME库存大幅累积，或阶段性拖累锌价。

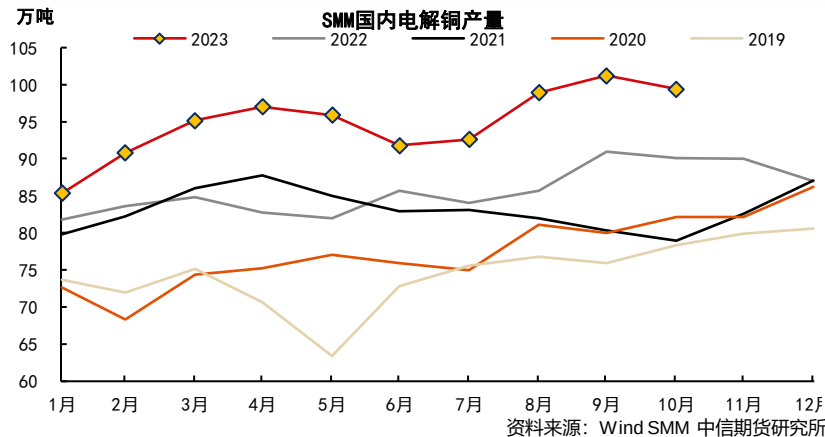
三、有色金属-铜主要逻辑：矿端扰动及现货偏紧支撑铜价

- **行情回顾：**本周铜价窄幅震荡。周初，受海内外宏观情绪偏暖的影响，美元指数继续走低，铜价小幅升高。周中，美联储11月会议纪要公布，表明将长期维持限制性政策，隔夜美元指数结束跌势，小幅反弹，铜价承压。此外，由于近两周沪铜价格回升，精废价差持续走阔，下游开工回落，高铜价及高升水抑制铜消费，供需有趋松预期。截至周五，上期所阴极铜（连三）报收67890元/吨，周变动0.6%；LME铜报收8440美元/吨，周变动1.6%。
- **宏观：**美国10月CPI低于预期，进一步强化了联储结束其货币政策紧缩周期的预期；而国内方面，政策端仍有支撑，央行以及金融监管机构承诺确保为房地产行业提供融资支持，共同化解地方债风险，宏观情绪阶段性回暖。周内，随着联储公布11月会议纪要，表明将长期维持限制性政策，美元指数结束跌势，小幅反弹。此外，上周初请失业金人数不及预期，美元指数继续小幅反弹。
- **供给：**月度产量仍然维持高位。原料端，铜矿TC继续降至81.36美元/吨，矿端偏松背景边际继续松动。冶炼端，10月SMM国内电解铜产量99.38万吨，环比下降1.82万吨或1.8%，同比增加10.3%，且较预期的99.6万吨减少0.22万吨。1-10月累计产量为947.99万吨，同比增加96.74万吨，增幅为11.36%。10月产量略不及预期主要是由于：1) 粗铜加工费始终处于年内低位，不少炼厂受制于粗铜紧张；2) 新增产能并没有如期到来，SMM预计12月才会有较多的新增产量释放出来。展望后续，据SMM，11月仅有2家炼厂有检修计划，但粗铜紧张的局面仍然会影响部分炼厂，叠加新增产能尚未释放，预计11月增量有限，环比或仅小幅增加，产量为100.12万吨，环比增幅0.74%。

TC本周继续下滑



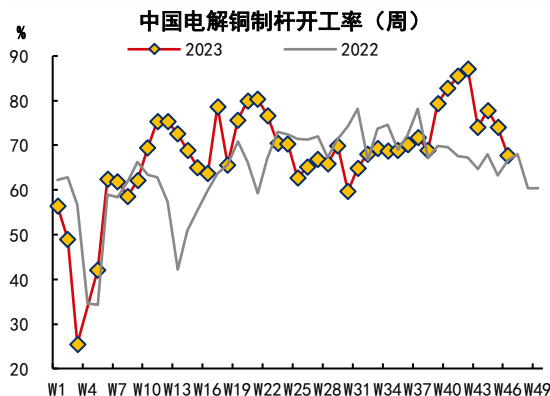
国内电解铜产量11月环比减少1.8%



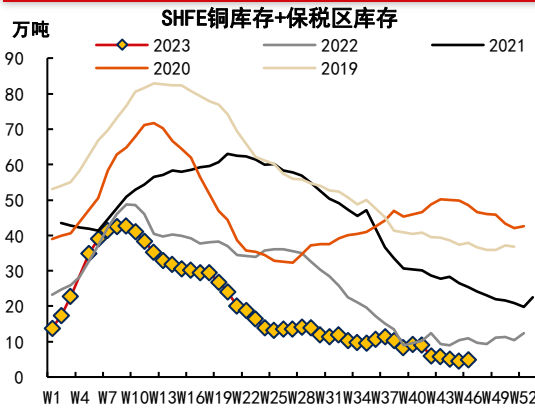
三、有色金属-铜追踪：高升水继续抑制下游消费

- **需求：**高升水继续抑制下游消费，新订单继续减少。本周开工环比继续回落6.32个百分点至67.7%。根据SMM调研，本周铜价仍然居高，现货升水高企对下游需求抑制明显，企业表示仅周三升水回落能感受到订单量稍有增加。随着在手订单量的持续减少，预计精铜杆行业开工率将持续下滑。库存方面，本周现货升水居高，企业有意控制成品库存，周成品库存量较上周环比下降。精废价差方面，本周精废杆平均价差扩大至为1308元/吨（前值1106元/吨），继续对精铜消费产生负面影响。
- **库存：**本周SMM全国主流地区铜库存环比回升0.72万吨至5.7万吨，较去年同期下降5.64万吨。分地区来看，上海及江苏地区库存有所增加，这主要是由于周内进口铜到货量增加叠加高升水抑制下游消费，导致华东地区库存上升。而受冶炼厂检修和减产影响，广东地区库存继续减少，以消化仓库为主。海外方面，LME+COMEX库存周环比减少约0.12万吨至20.16万吨。
- **综合来看，**随着近期美国通胀、非农就业超预期降温，市场对于美联储暂停加息的预期继续增强，但本周随着联储公布11月会议纪要以及近期初请失业金人数不及预期，美元指数小幅反弹又一定程度上抑制铜价上方空间。国内方面，政策端仍有支撑，因此近期市场情绪整体偏乐观。基本面支撑略显不足，近期现货高升水导致下游订单表现不够理想，精废价差进一步扩大，供需有趋松预期。短期来看，现货偏紧支撑铜价；但中长期来看，海外高利率背景下仍存经济回落的担忧，且供需偏松预期有望兑现，铜价有望下移。

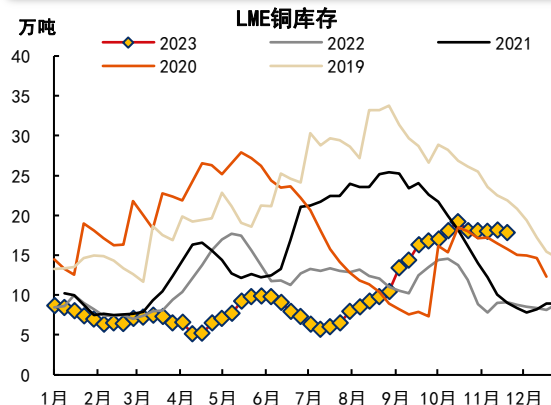
电解铜制杆开工率继续下降



国内铜库存环比继续增加



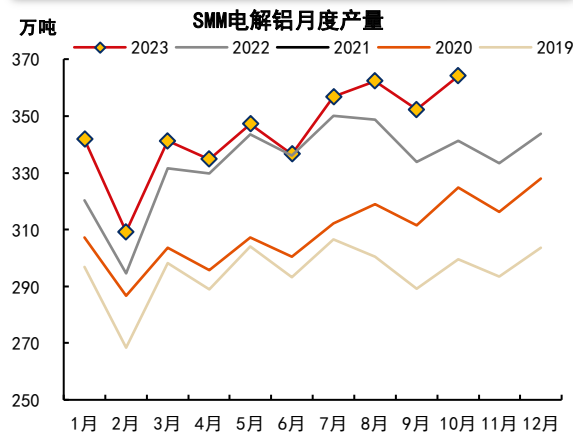
LME铜库存周环比小幅减少



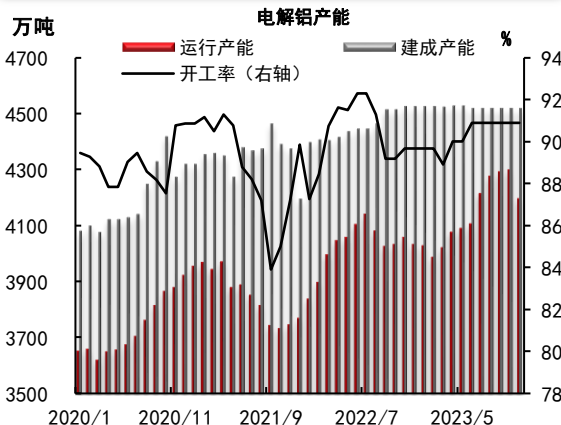
三、有色金属-铝主要逻辑：需求未有改善，库存拐点初现

- **行情回顾：**本周铝窄幅震荡运行。宏观面，美联储11月会议纪要公布，表明将长期维持限制性政策，隔夜美元指数结束跌势，小幅反弹，铝价承压。基本面，供应端减产逐步实施，社库小幅去库支撑铝价，但下游消费仍然表现一般，且后续存进口压力，价格窄幅震荡为主，截至本周五，上期所铝（活跃合约）报收18775元/吨，周内变动-0.5%；LME铝报收2225美元/吨，周变动0.4%。
- **供给：**云南省内再度面临减产。近期云南减产消息频频传出，据悉，省内四家铝厂减产幅度不等（9%-40%），根据企业反馈的减产幅度测算，预计总减产规模115万吨，11-12月份影响产量在13万吨附近。然而，实际落地需要时间，在减产实际有所体现前，对铝价的驱动暂时较为有限。10月（31天）国内电解铝产量364.1万吨，同比增长6.7%，环比增加3.3%；10月国内电解铝日均产量环比增长至11.75万吨左右。1-10月份国内电解铝累计产量达3445.8万吨，同比增长3.5%。据SMM，10月国内电解铝产能环比波动较小，仅四川等地有部分少量增产，另外青海部分企业有1万吨的常规检修。截至目前国内电解铝建成产能约为4519万吨，国内电解铝运行产能增长至4299万吨附近，全国电解铝开工率约为95.1%，环比增长0.1个百分点。展望未来，11月初，因电力供应不足，云南铝厂面临减产，部分企业仍在争取更多的电力供应，后续不排除有减产幅度下降的预期。SMM预计到11月底国内电解运行总4198万吨附近，11月（30天）国内电解铝总产量达345万吨左右，同比增长3.4%。进口方面，10月进口量环比大幅增加，11月至今国内现货进口窗口关闭随后打开，预计海外原铝货源流入减少。

10月国内电解铝产量环比增3.3%



10月国内电解铝运行产能提高



电解铝利润环比上升



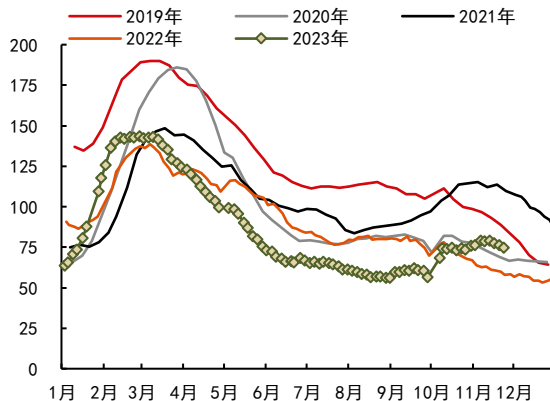
三、有色金属-铝追踪：需求未有改善，库存拐点初现

- **需求：**本周国内铝下游加工龙头企业开工率维稳，保持63.4%，与去年同期相比下降3.1个百分点。分板块来看，据SMM，本周多数铝加工板块开工率已度过淡季带来的产销量缩减阶段，开工率平稳运行，仅铝型材开工率出现较小下降，基本符合此前预期。展望后续，合金、型材等板块的需求预计均有缩减空间，铝带箔需求缺少回暖预期，线缆虽然目前生产稳定但排产计划也已开始放缓。综合来看，自11月中旬以来，铝市场的淡季氛围逐渐加强，短期内开工率将受到需求疲软的制约。
- **库存：**库存拐点初现，但仍需观察进口及到货节奏的影响。本周国内电解铝锭社会库存64.4万吨，较上周四库存减少3.3万吨。近期在云南开始减产、铝锭出库好转、进口流入减少的影响下，铝锭社库拐点初步显现。但是展望后续，不排除进口货源以及到货节奏对去库的干扰。海外方面，LME铝库存本周环比减少0.79万吨至47.4万吨。
- **综合来看，**在云南减产逐步落地、进口货源减少、铝锭出库好转的情况下，目前铝锭社库拐点已初步显现，对铝价形成一定支撑。展望后续，随着云南减产对于到货影响逐步体现，且11月进口原铝货源流入将有所减少，后续铝锭库存有望继续去化，短期内现货呈现偏强走势，然而在季节性消费淡季下，下游消费表现一般，且后期存进口压力，短期市场矛盾有限，预计铝价短期维持偏强震荡走势。

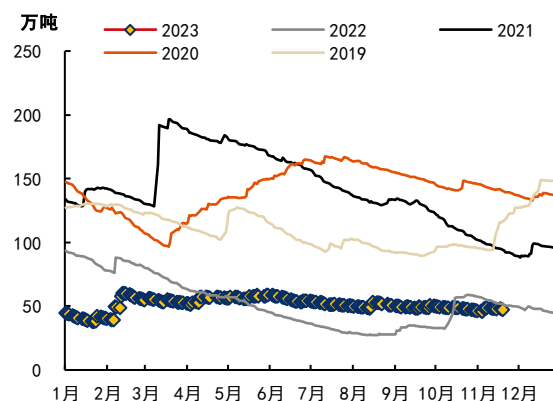
铝下游加工企业开工率本周维稳



国内铝库存周环比减少



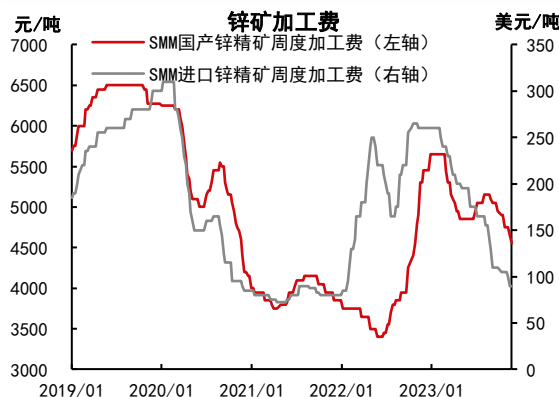
LME铝库存本周环比减少



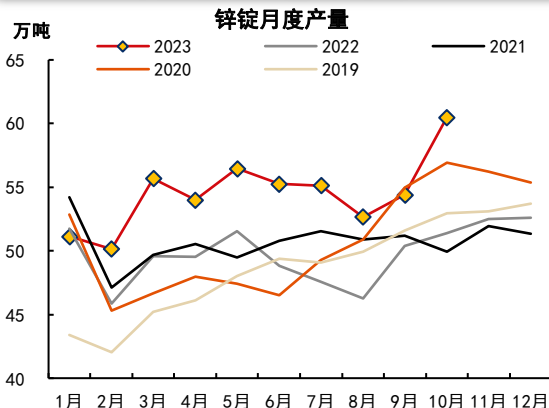
三、有色金属-锌追踪：海外库存继续大幅增加，锌价弱势运行

- **行情回顾：**本周锌价以弱势运行为主，价格继续小幅回落。周初受上周美联储鹰派发言再起，有色盘面整体承压。继上周海外LME大幅交仓后，本周LME库存继续大幅增加，增至8月以来新高，拖累锌价。此外，在11月19日-11月23日环保管控下，北方镀锌企业停产增加，整体消费不佳，锌价走势疲软，截至周五，上期所锌（连三）报收21345元/吨，周变动-1.3%；LME锌报收2559美元/吨，周变动-0.1%。
- **供给：**海外矿端扰动继续，国内精炼锌产量超出预期。10月SMM中国精炼锌产量60.46万吨，环比上涨6.06万吨，同比增加17.6%，超出预期的59.42万吨。据SMM，增产的主因：除湖南和甘肃的冶炼厂检修外，其他企业基本恢复正常生产，市场扰动因素较少，企业生产积极性较高，同时合金销售较好，也带动一部分增量。展望11月，受云南部分炼厂常规检修以及限电限产的影响，预计国内精炼锌产量环比下降0.6万吨至59.86万吨。海外方面，今年海外锌矿减产较多，Nyrstar 旗下位于田纳西州的两个锌矿宣布减产，影响年度产能约6万吨，今年累计减产的锌矿已经超过 30 万吨，远期锌矿供应或将收紧。此外，本周位于俄罗斯联邦布里亚特共和国的Ozernoye采矿和加工综合体发生火灾，再度引发市场对于矿端供给的担忧，助推锌价。

加工费周环比下降



10月精炼锌产量环比增11%



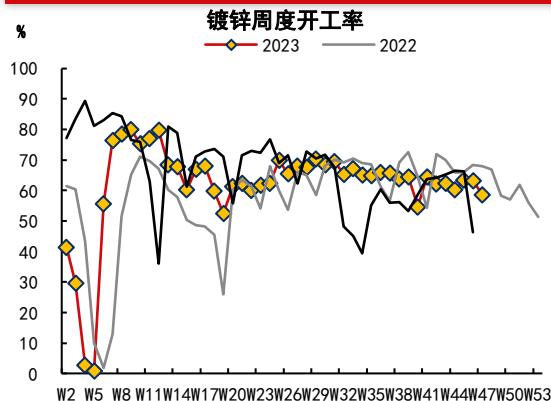
精炼锌冶炼利润周环比下降



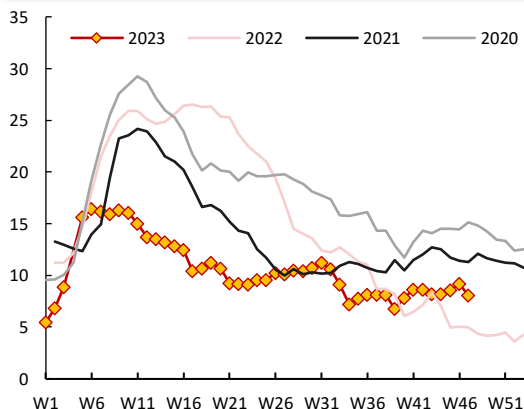
三、有色金属-锌追踪：海外库存继续大幅增加，锌价弱势运行

- **需求**：本周锌价明显回落，锌下游板块表现不一。分板块来看，镀锌开工率环比回落4.72个百分点，压铸环比回升0.75个百分点，氧化锌环比回升0.3个百分点。其中，镀锌开工回落主要是由于环保限产再现，且限产力度有所加强除环保A级企业自主减排以外，其余企业均有停产情况。此外，部分黑材仍处在缺货情况，且周内黑色价格偏高，下游采买意愿下降，镀锌管销售情况转淡，成品库存累积。
- **库存**：本周国内库存有所下降，但海外库存继续维持大幅交仓。SMM七地锌锭库存总量为9.37万吨，周环比下降0.99万吨，这主要是由于周内锌价明显回落，下游企业逢低补库导致库存下降明显。海外方面，本周LME继续大幅交仓，库存周环比大幅增加7.8万吨至21.1万吨。
- **综合来看**，随着美国10月通胀、就业数据超预期降温，美元走弱，叠加国内政策端支撑仍在，市场情绪阶段性缓和。供给端，国内月度锌锭产量仍处于高位，供给压力较大，但从远期来看，海外矿端供应存收紧预期。需求端，消费淡季叠加北方再度环保限产，国内锌消费再度走弱，国内锌锭库存虽受周内锌价回落有所下降，但本周海外库存继续大增。综合来看，海外矿端扰动支撑锌价底部，中长期锌价重心有望抬升，然短期国内基本面无明显矛盾，叠加海外LME库存大幅累积，或阶段性拖累锌价。

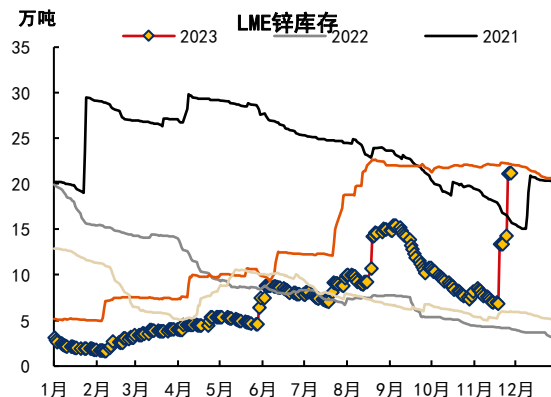
本周镀锌开工率小幅上升



国内锌锭库存小幅减少



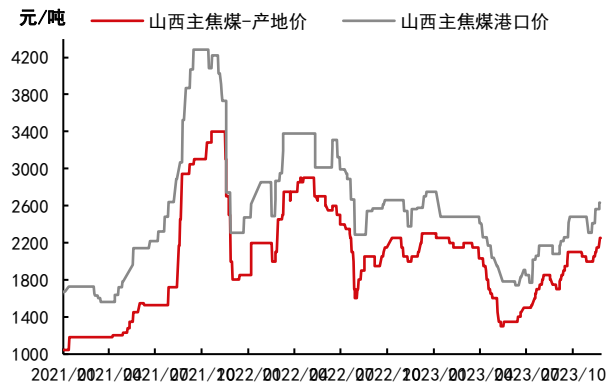
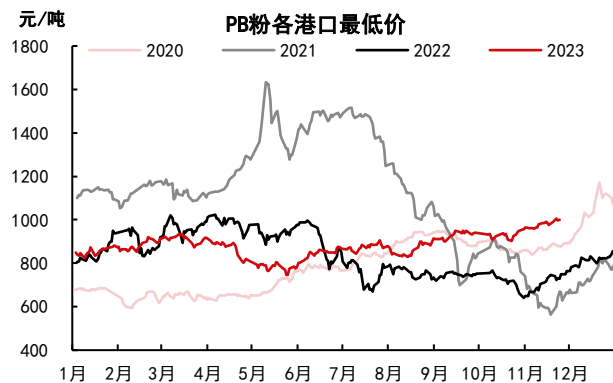
LME锌库存继续环比明显增加



- 淡季临近，随着螺纹表观需求不及预期，前期火热情绪有所收敛，黑色板块上涨驱动重新由成材需求拉动向炉料成本支撑转移。近期华南、华东高炉检修结束逐步复产，热卷在需求低迷的情况下库存压力趋增。前期华北高企的钢坯带钢库存随着期现正套砍仓资源逐步流入市场。螺纹尽管低产量低库存的良好状态延续，但电炉的高利润还是给予偏空的话题。相比之下，煤矿安全生产文件给炉料端注入强心剂，铁矿跟随高位震荡，成本支撑强化下黑色板块多空交织。等待双焦这一波情绪过后，盘面定价或转移到热卷板块，叠加铁矿石价格监管趋严，价格或面临小幅回调，贸易商可择机进行冬储。
- 成材价格震荡偏弱运行：前期检修高炉复产，板材产量增幅较为显著，钢厂库存累库，不过社会库存去化速度依然良好，制造业韧性犹存。不过后续在供给增量下预计库存将承压。长材在经历了下游补库和终端赶工后需求下滑，消费呈现出季节性回落的特征。但供给端在电炉利润修复的背景下依然没有增量，库存继续低位去化，形成下方支撑。整体看，**板材和钢坯风险持续积累，成本端面临价格监管风险，盘面预计震荡偏弱运行。**
- 铁矿价格震荡偏弱运行：港口及钢厂库存依然偏低，基本面维持紧平衡状态。虽然钢厂利润有所回升，但铁水产量依然承压，原料的刚需支撑减弱。目前铁矿价格估值偏高，**基本面影响减弱，叠加市场监管力度加大，矿价将偏弱震荡。**
- 煤焦端，继上周离石某煤矿发生火灾事故后，本周柳林和中阳地区又相继发生事故，目前影响产能在3000万吨左右，供应持续收紧，同时国务院安委会办公室决定对山西矿山安全生产工作开展帮扶指导，帮扶指导工作组于2023年11月下旬进驻，至2024年5月结束，供应收紧预期加强。需求端，钢厂盈利好转，铁水产量同比高位，刚需支撑较强，同时受期现走强影响，中下游补库意愿有所提升。总体来说，钢厂盈利好转，铁水下行空间有限，刚需支撑较强，冬储行情仍值期待，叠加供应收紧预期加强，盘面存在较强支撑。**近期重点关注煤矿安检、钢厂生产节奏以及宏观情绪。**

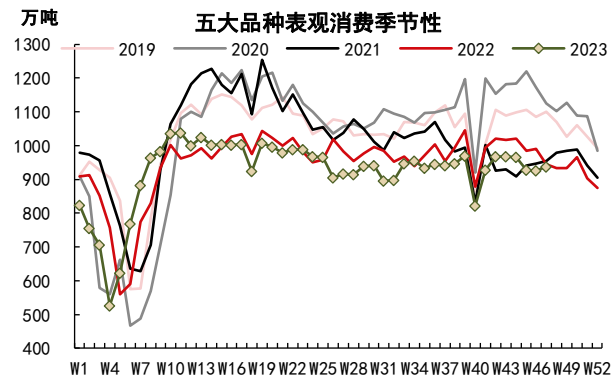
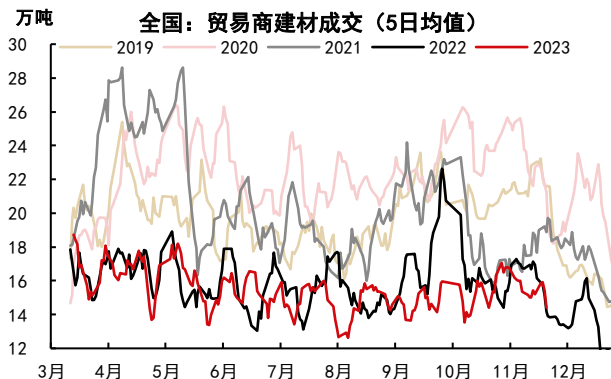
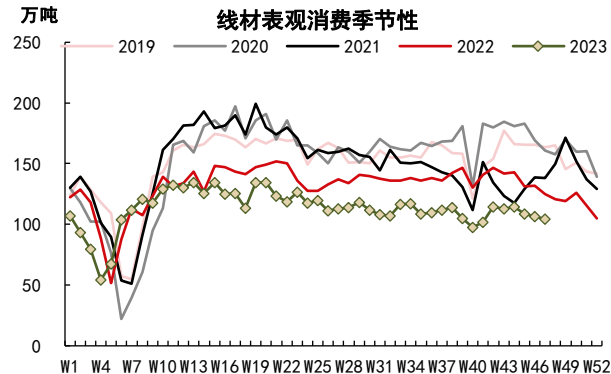
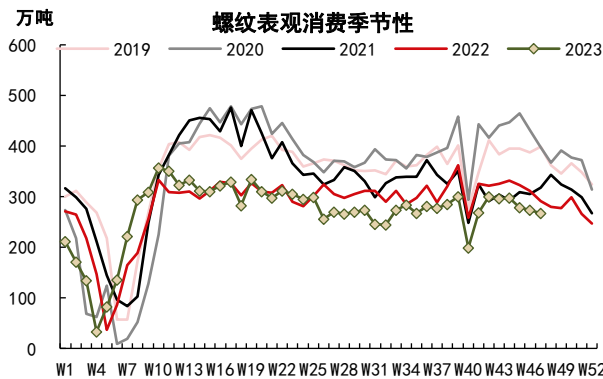
四、黑色板块：需求拉动向成本支撑转移

- 上周板块震荡运行。
- 一方面，近期宏观提振情绪有所提振，中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，三季度经济数据优于市场预期，核心城市地产销售政策仍在不断放松。
- 另一方面，铁水边际滑落，但仍位于高位，对于原料有现实需求，支撑价格，产业利润向下传导不畅。
- 原料端，铁矿有所累库、双焦供需矛盾不大。



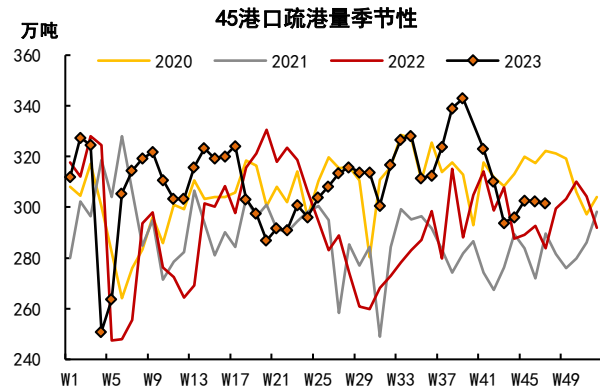
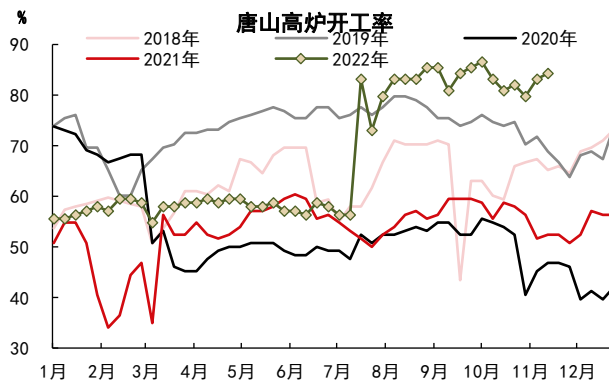
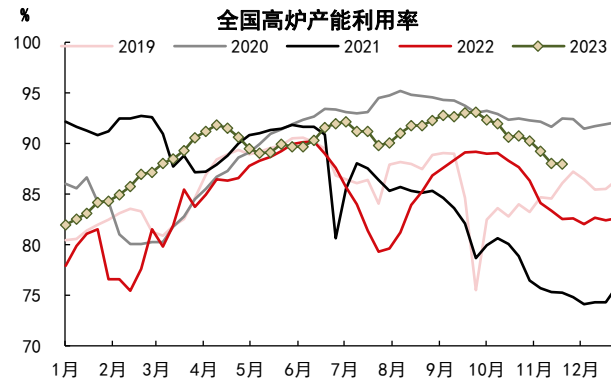
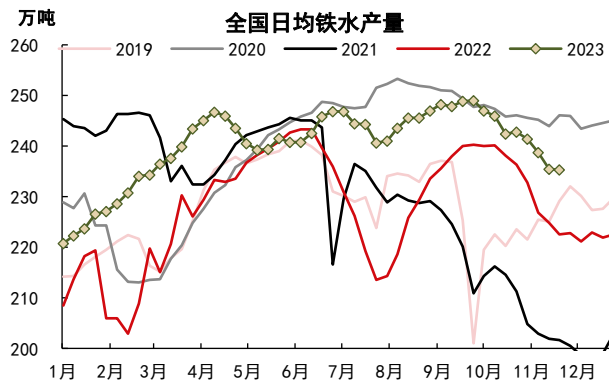
四、黑色板块：终端需求进入淡季

- 螺纹表需仍维持弱势，但库存压力不大。
 - 旺季结束，钢材需求整体弱势，但仍维持韧性。
 - 基建端实物工作量逐步释放，对钢材需求形成边际支撑。
- 但资金不足仍然是主要矛盾，当前专项债已形成规模，关注增量资金对基建的边际拉动。



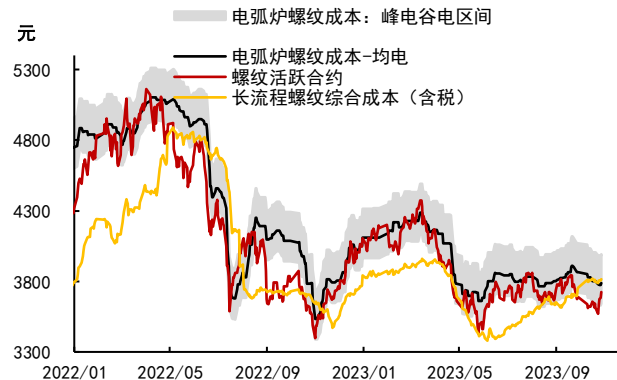
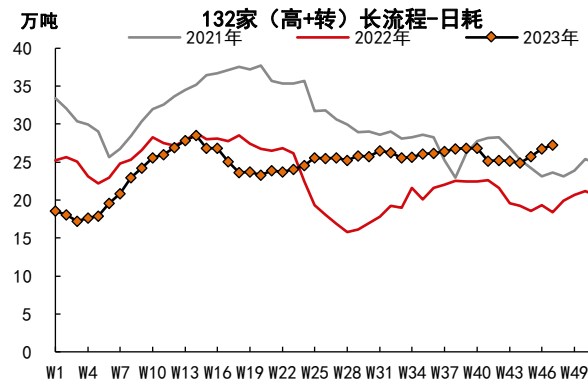
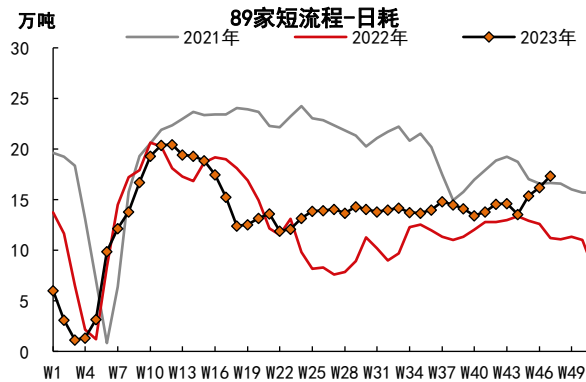
四、黑色板块：供给——铁水产量环比小幅下降

- 本周铁水日产235.33万吨，环比下降0.14万吨。
- 铁水产量环比延续回落，但仍维持高位。库存支撑减弱，钢企刚需补库支撑原料现实。

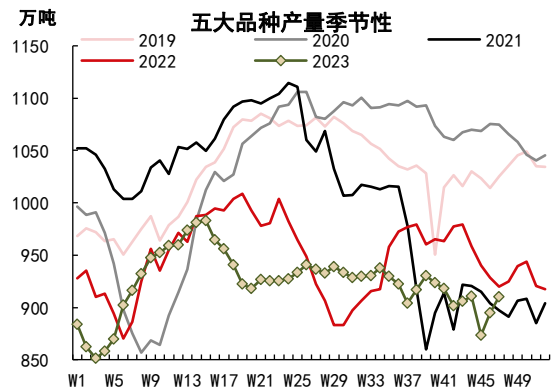
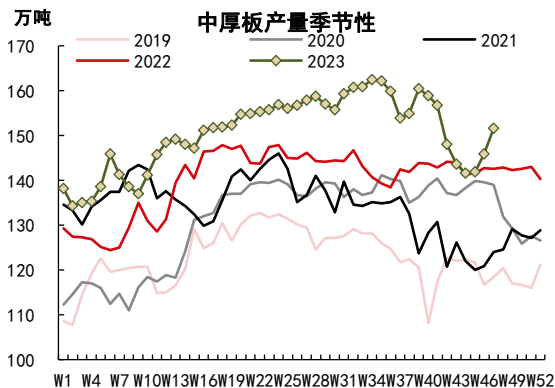
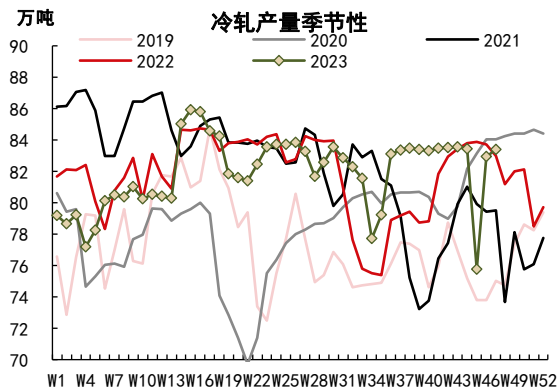
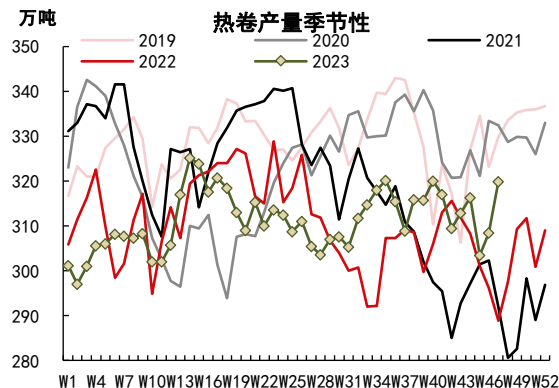
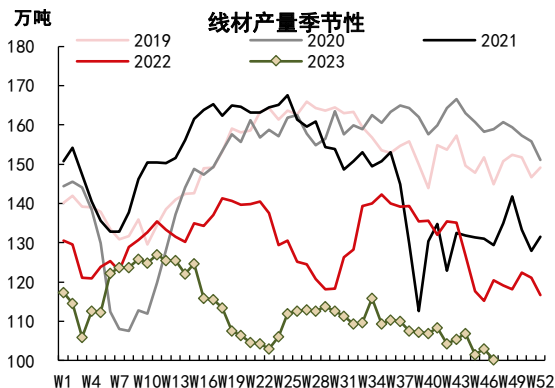
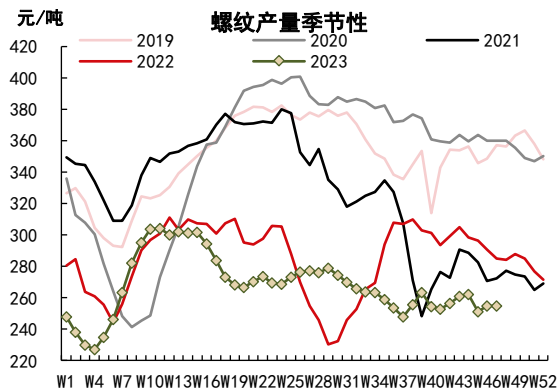


四、黑色板块：供给——废钢日耗有所回升

- 总量角度看：钢厂面临“囚徒博弈”博弈，利润导向下，钢厂减产并不流畅，废钢日耗下行缓慢。
- 结构性角度看：废钢铁元素性价比高于铁水，废钢日耗降幅弱于铁水。

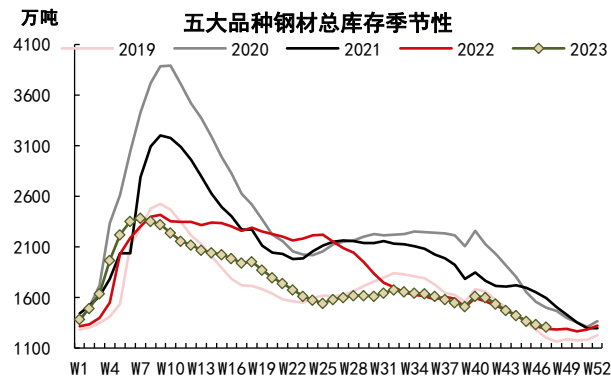
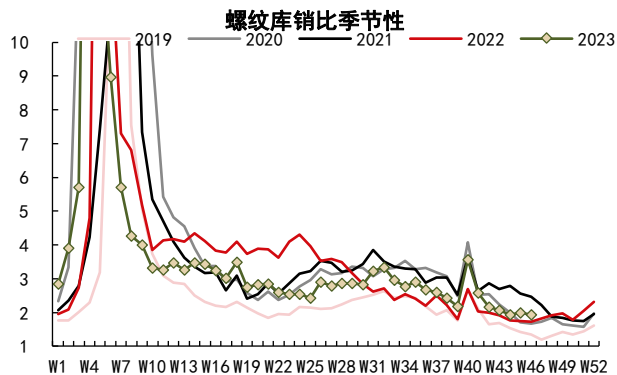
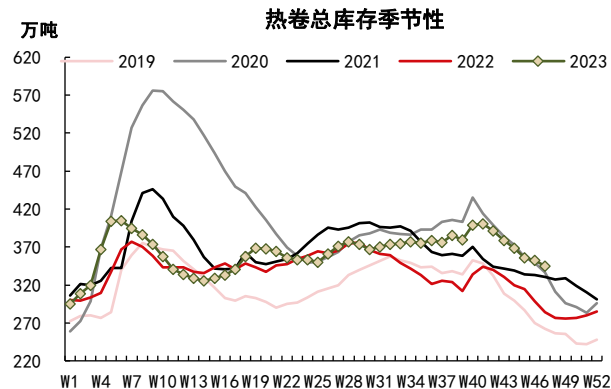
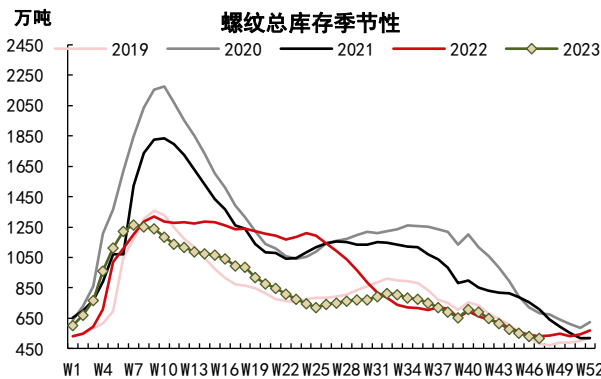


四、黑色板块：供给——成材进入淡季



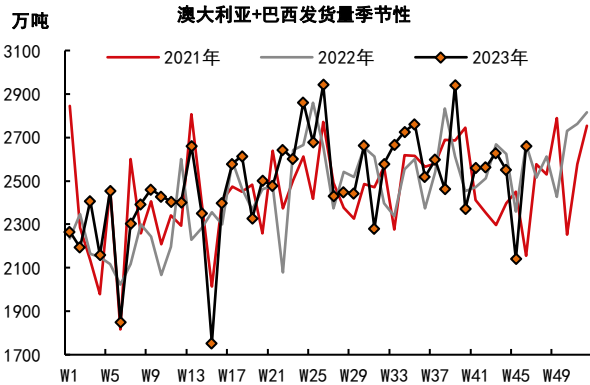
四、黑色板块：钢材库存维持低位

- 钢材库存有所去库，地产开工大幅下滑，基建资金缺乏，钢材需求维持弱势，但仍有韧性。
- 目前库存处于相对低位，热卷矛盾大于螺纹，整体累库压力有所减弱。

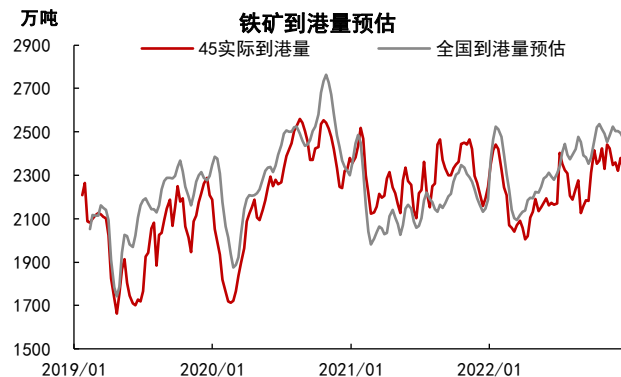


四、黑色板块：铁矿——总量矛盾

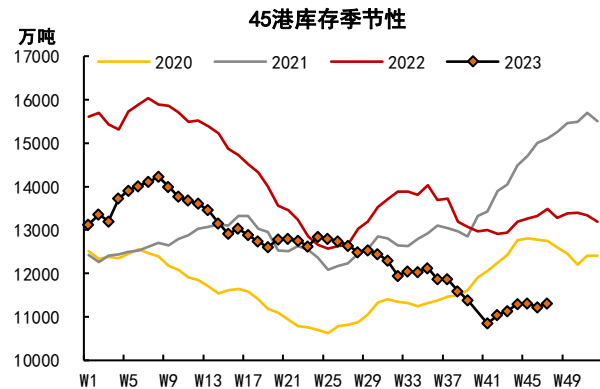
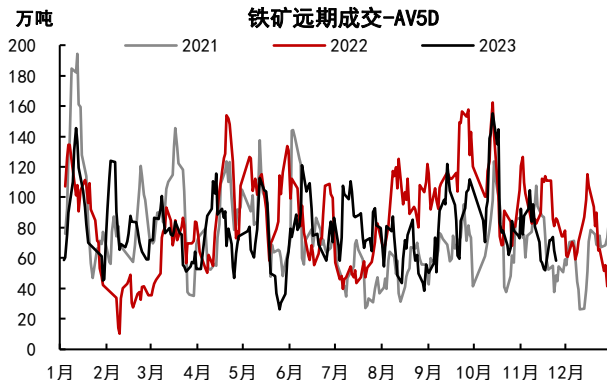
- 澳洲方面发运共计1911万吨，环比增加256万吨；三大矿山中仅FMG发运小幅下降，其余两大矿山发运增加。



- 澳洲非主流矿山发运239万吨，环比增加99万吨，澳矿发往国内比例维持83%。

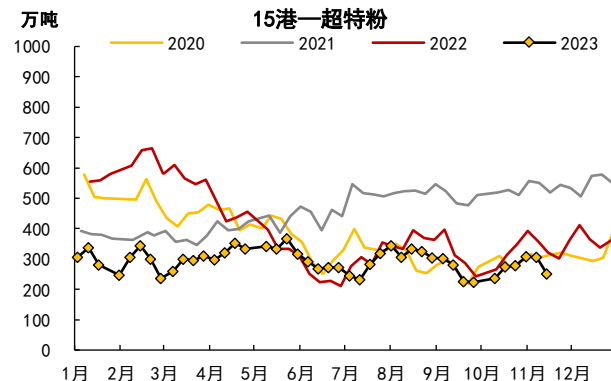
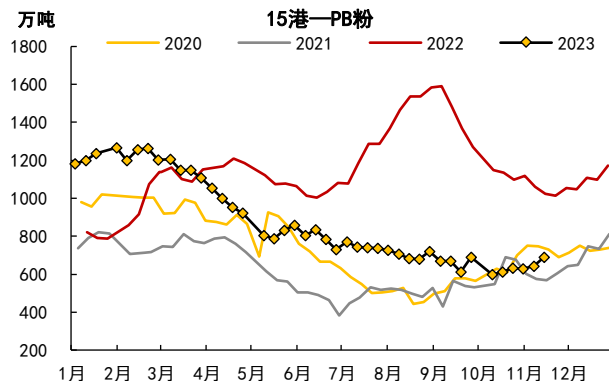
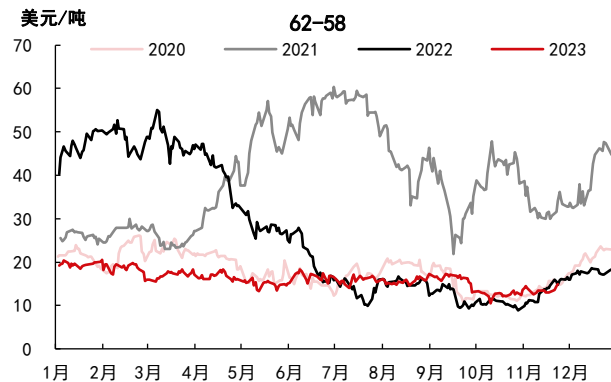
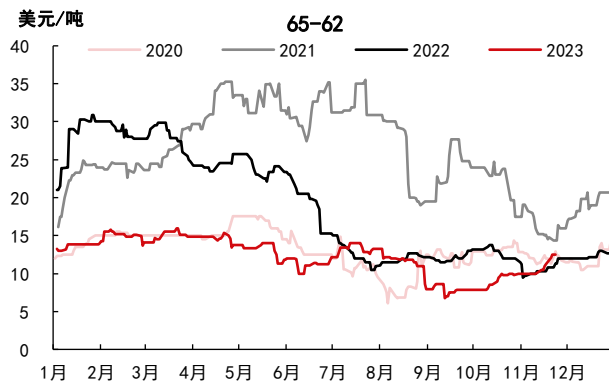


- 目前澳洲港口检修基本结束，后续发运或有所企稳。



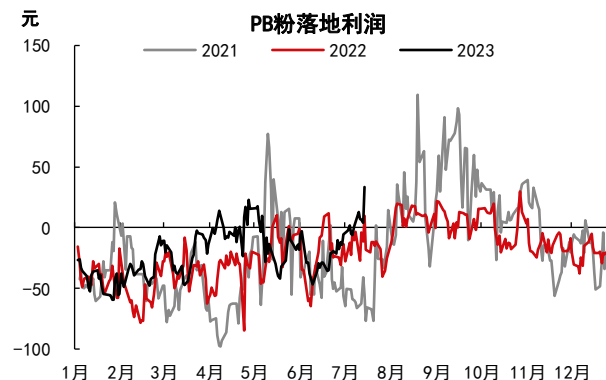
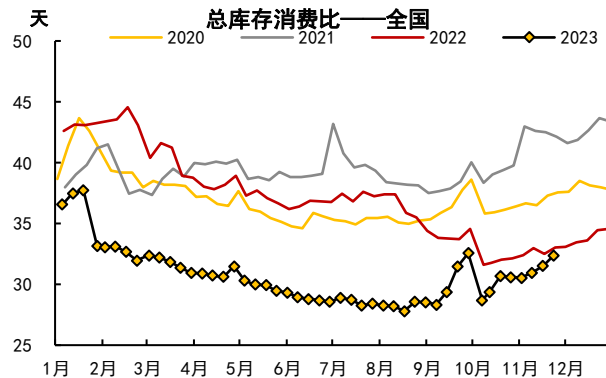
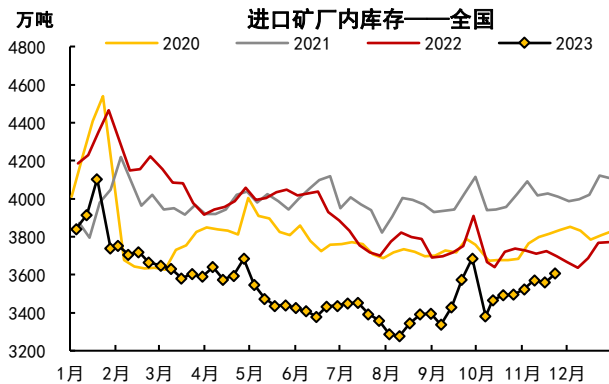
四、黑色板块：铁矿——结构性矛盾

- 钢厂利润目前较低，钢企采购高品矿意愿回落，倾向于降低入炉品位以降低成本，高低品价差维持较低水平。



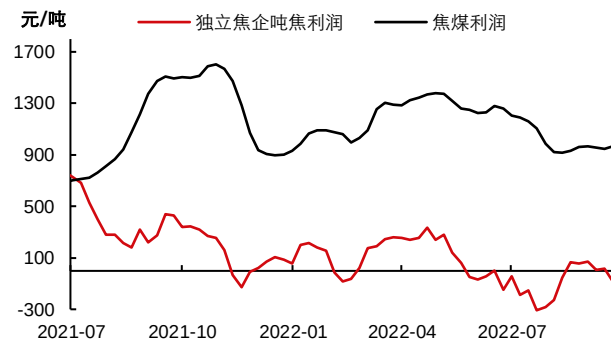
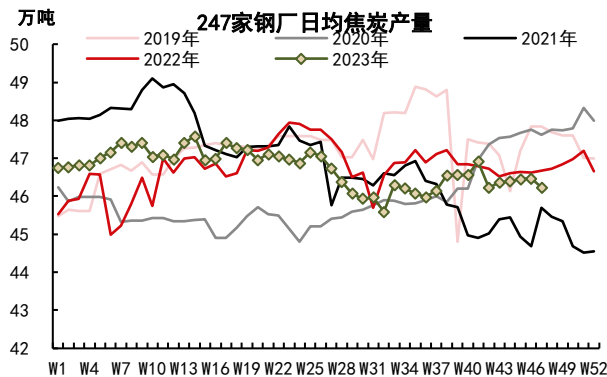
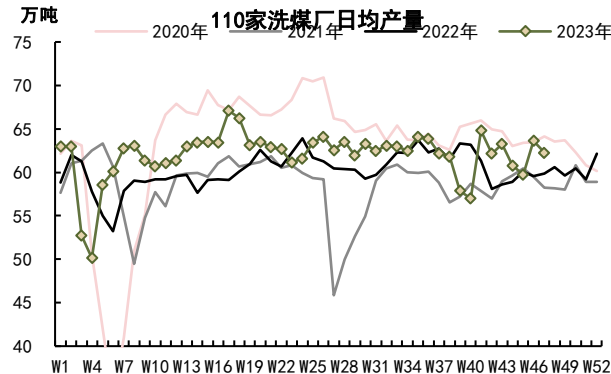
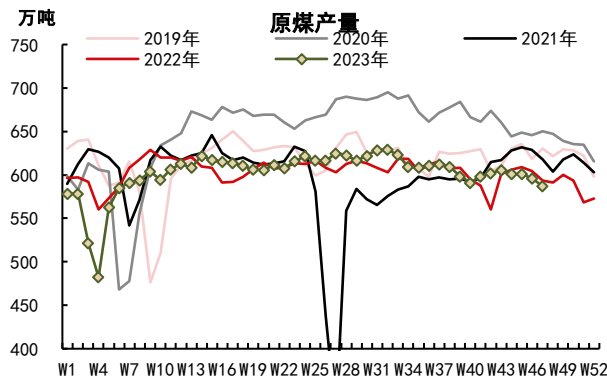
四、黑色板块：铁矿——总结

- 港口及钢厂库存依然偏低，基本面维持紧平衡状态。虽然钢厂利润有所回升，但铁水产量依然承压，原料的刚需支撑减弱。目前铁矿价格估值偏高，基本面影响减弱，叠加市场监管力度加大，矿价将偏弱震荡。



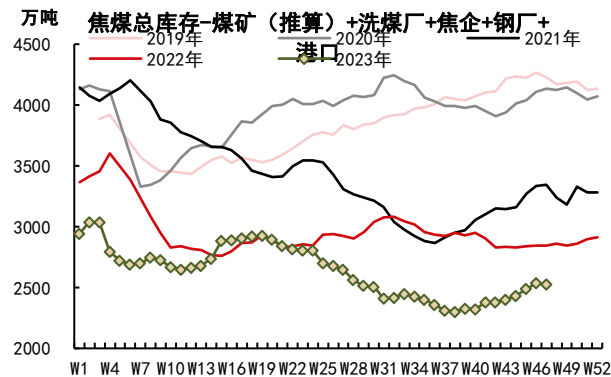
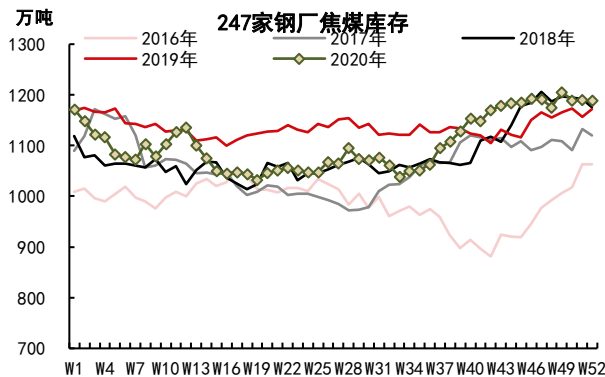
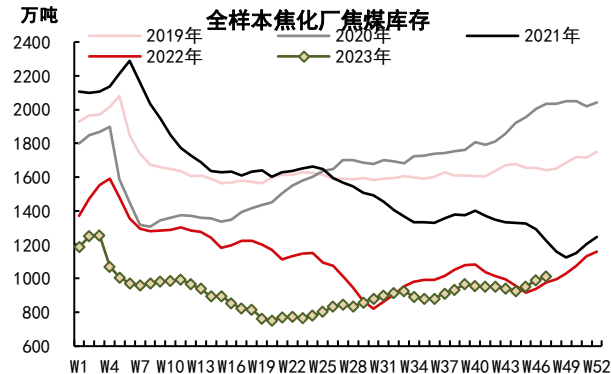
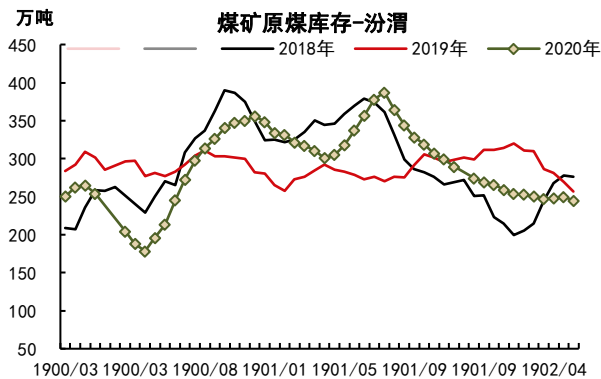
四、黑色板块：煤焦

- 继上周离石某煤矿发生火灾事故后，本周柳林和中阳地区又相继发生事故，目前影响产能在3000万吨左右，供应持续收紧，同时国务院安委会办公室决定对山西矿山安全生产工作开展帮扶指导，帮扶指导工作组于2023年11月下旬进驻，至2024年5月结束，供应收紧预期加强。



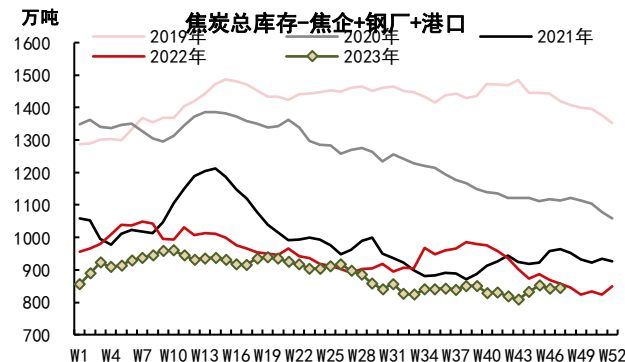
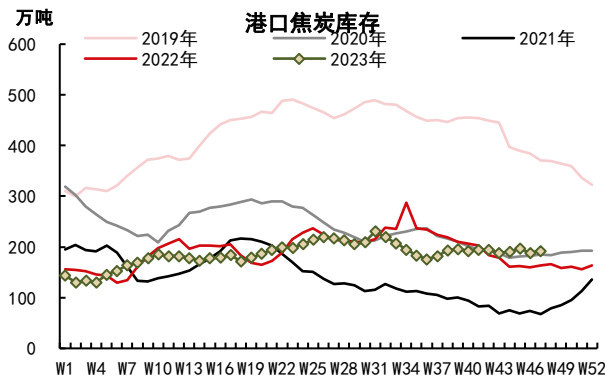
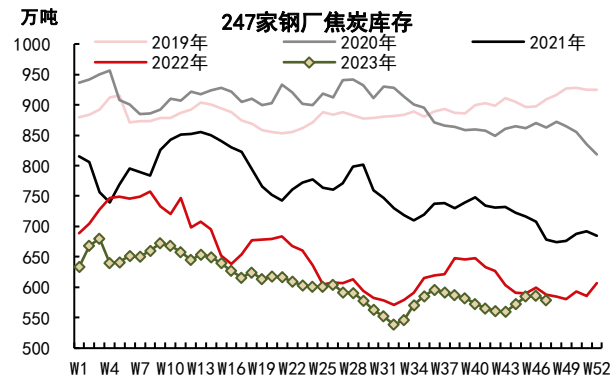
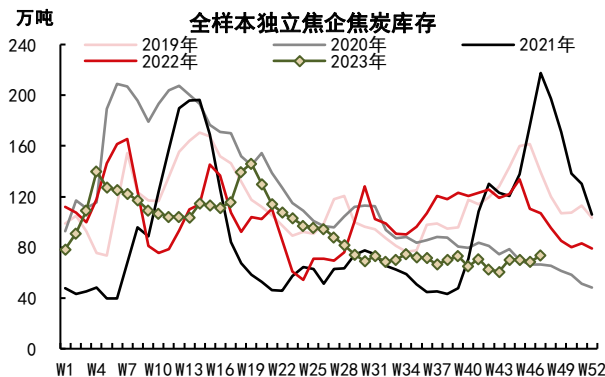
四、黑色板块：焦煤总结

- 钢厂盈利好转，铁水产量同比高位，刚需支撑较强，同时受期现走强影响，中下游补库意愿有所提升。总体来说，钢厂盈利好转，铁水下行空间有限，刚需支撑较强，冬储行情仍值期待，叠加供应收紧预期加强，盘面存在较强支撑。近期重点关注煤矿安检、钢厂生产节奏以及宏观情绪。



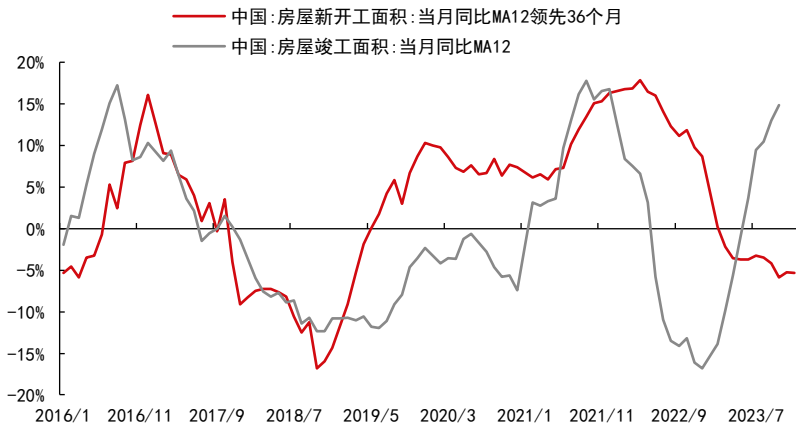
四、黑色板块：焦炭总结

■ 钢厂盈利好转，铁水产量同比高位，短期刚需支撑较强。入炉煤成本上升，焦企首轮提涨落地，亏损边际改善，然焦企提产意愿依旧有限，二轮提涨开启，焦钢博弈持续。总体来说，钢厂盈利好转，铁水下行空间有限，刚需支撑较强，冬储补库仍值得期待，同时成本支撑抬升，盘面存在较强支撑。后续重点关注钢厂生产节奏、炼焦成本以及宏观情绪。



- **玻璃**：深加工订单淡季坚挺，库存天数下行，同比来看订单和库存均高于往年。需求短期韧性仍存，警惕天气影响带来11月表需季节性的走弱。供应端利润高位使得复产预期仍强，且当下产量已经同比去年转正。远月供需预期仍旧走弱，但盘面已有一定基差，因此若后续产销偏强，则盘面仍有收基差驱动，若产销走弱则基本面驱动下行。地产政策消息冲击，宏观预期回暖，现实需求韧性，价格震荡回暖，关注后续产销，若产销持续偏强，则价格震荡偏强，反之价格震荡走弱。
- **纯碱**：总结来看，基本面供需仍旧过剩，但过剩更多在轻碱端，重碱端在限产下紧平衡甚至由于新产量扰动出现缺口，若后续环保限产延续且金山远兴投产未出，则重碱没有累库预期，盘面可能大幅修复基差至现货价格水平。当前纯碱产量已经部分回来，青海保持3/5成，其余冲击结束，重碱基本平衡略有过剩，基本面不具备大涨的条件。但盘面仍有200左右基差，若情绪持续偏暖，则价格或有修复。

竣工逐渐补上缺口



到位资金有所下滑



■ 本周玻璃期货价格震荡运行。

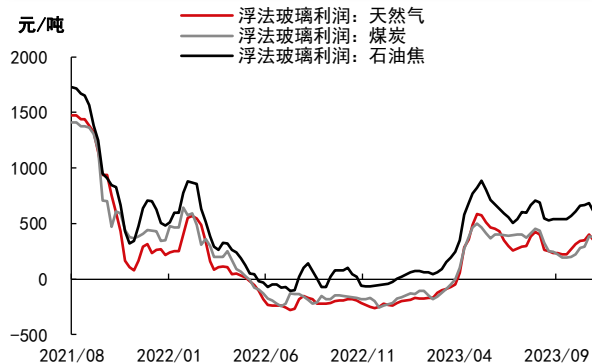
玻璃现货价1860元/吨，玻璃主力期货1731元/吨。玻璃即时利润全线恢复至正值，冷修概率减低。

■ 纯碱价格震荡运行。纯碱现货价2550元/吨，周纯碱主力期货2294元/吨。

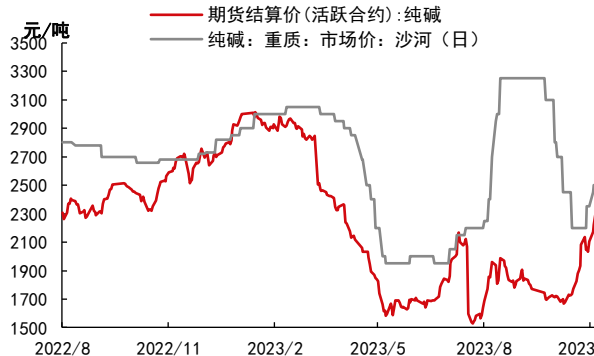
玻璃期价及现货价格



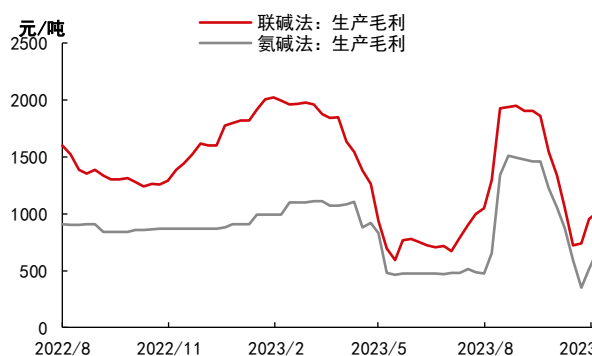
玻璃即时利润



纯碱期价及现货价格

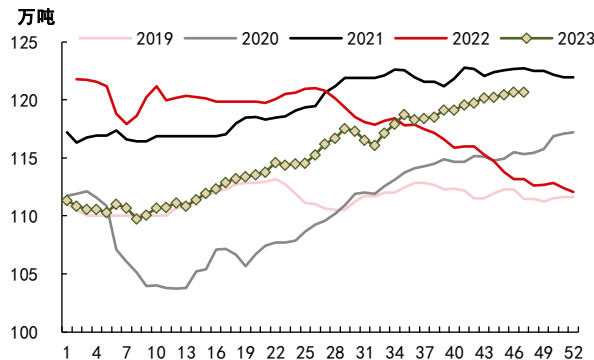


纯碱即时利润

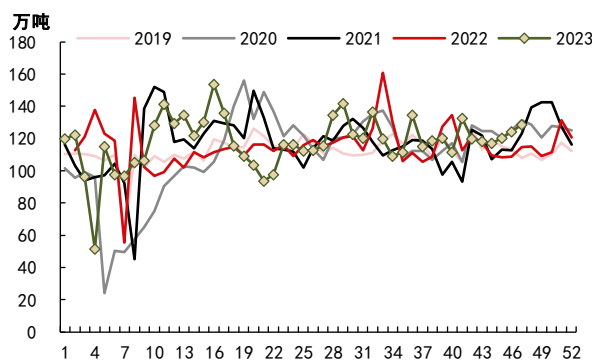


- 地产销售回升是解决当前地产困境重要途径，房企资金紧张是制约当前竣工的根本原因。
- 政策预期带动补库需求，但短期真实需求仍旧偏弱。近期地产开发资金来源同比再度转弱，或预示玻璃短期需求难以修复。
- 地产销售回升是解决当前地产困境重要途径，房企资金紧张是制约当前竣工的根本原因。
- 全国浮法玻璃样本企业总库存3899.1万重箱，环比-3.9%，同比-46%。

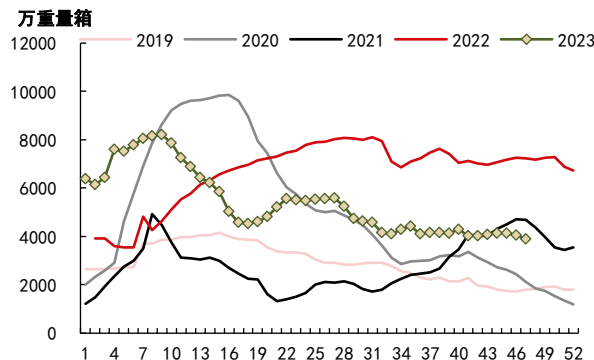
玻璃产量



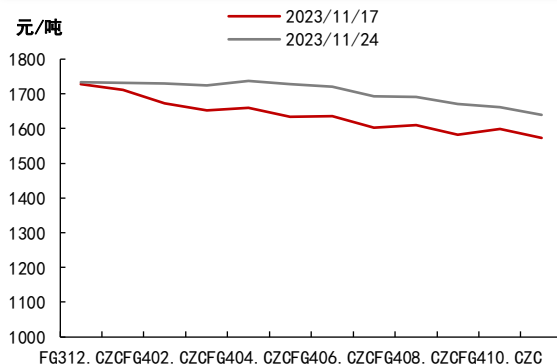
玻璃表需



玻璃库存

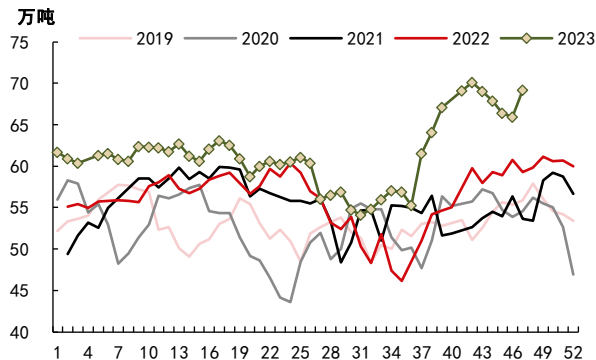


玻璃曲线

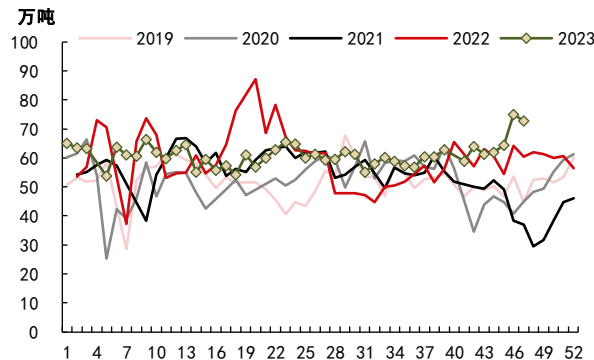


- 周内产量环比增加3.23万吨，仍处于高位，库存有所累积，但绝对水平仍处于低位。
- 浮法玻璃当前全行业逐步有利润后，预计后续将会逐步复产，日熔将会缓步提升。
- 纯碱库存累库，本周库存为40.59万吨，环比-8%，同比34%。

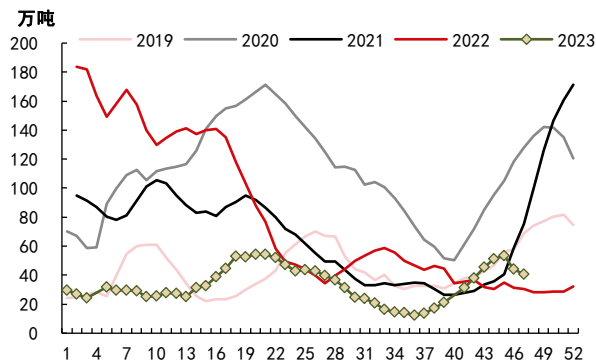
纯碱产量



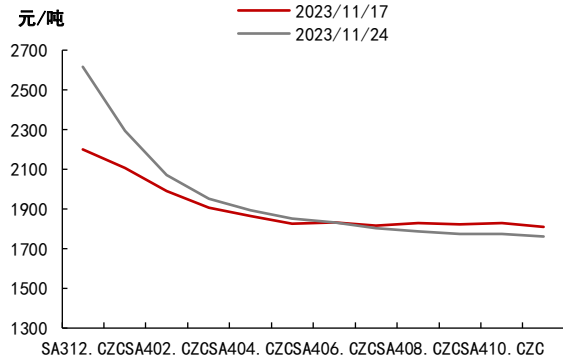
纯碱表需



纯碱库存



纯碱曲线



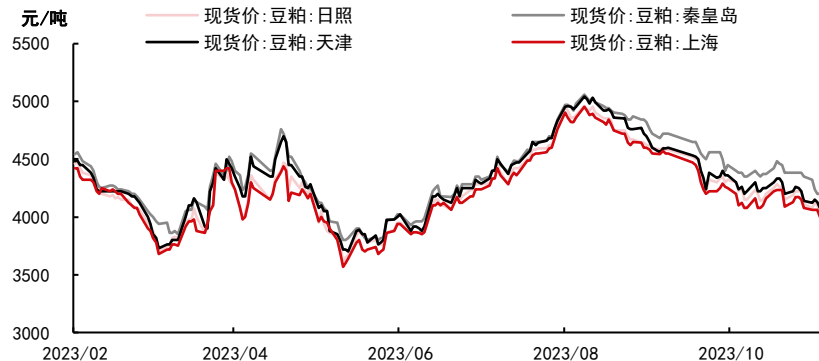
豆类行情回顾：巴西降雨改善，美豆承压

- 本周美大豆下行，CBOT大豆主力合约周三收盘价1330.25美分/蒲式耳；内盘方面，黄大豆2号与豆粕主力合约震荡。现货价格方面，国内主流厂商豆粕现货报价区间4000-4200元/吨。
- **变动逻辑：**巴西雨量增加，但分布不规律。美豆承压。关注巴西产区降水持续性。国内方面，中国进口大豆采购进度加快，国内大豆供应压力预增。豆粕成交量偏低，下游亏损需求偏弱，随采随用为主。饲料企业库存中性，不存在刚性补库需求。近期猪价有企稳迹象，但补栏和二育仍未启动。下游需求启动仍待观察。预计内外盘维持区间运行。

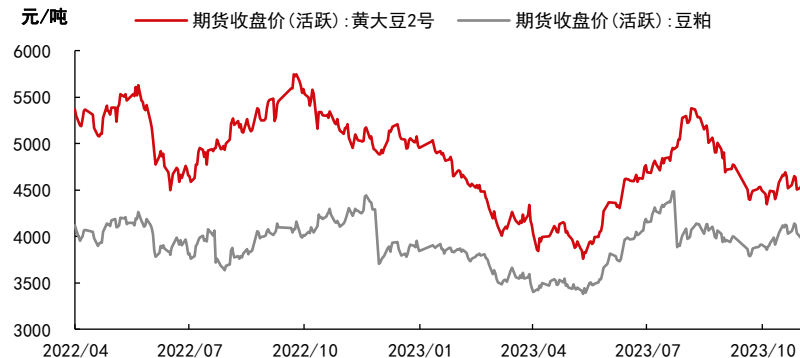
CBOT大豆期货价格



豆粕现货价格



大商所豆类期货价格



美豆11月供需表：单产上调，结转库存增加

USDA11月供需报告预计2023/24年度美豆单产为49.9蒲/英亩，上调产量0.25亿蒲式耳。压榨与出口未作调整，期末库存上调0.25亿蒲式耳。

美豆	2021/22	2022/23 EST.	2023/24 Proj. (Sep)	2023/24 Proj. (Oct)	环比
百万英亩					
种植面积	87.2	87.5	83.6	83.6	0.00
收割面积	86.3	86.2	82.8	82.8	0.00
蒲式耳/英亩					
单产	51.7	49.6	49.6	49.9	0.30
百万蒲式耳					
期初库存	257	274	268	268	0.00
产量	4465	4270	4104	4129	25.00
进口	16	25	30	30	0.00
总供应	4738	4569	4403	4428	25.00
压榨	2204	2212	2300	2300	0.00
出口	2158	1992	1755	1755	0.00
留种	102	97	101	101	0.00
损耗	6	0	27	26	-1.00
总需求	4464	4301	4183	4182	-1.00
期末库存	274	268	220	245	25.00
农场均价（美元/蒲）	13.3	14.2	12.9	12.9	0.00
库销比	5.70%	6.23%	5.26%	5.86%	0.60%

全球大豆11月供需表：期初、期末库存下调，产量、压榨上调

全球大豆产量减少了183万吨，期末库存减少363万吨，压榨需求上涨了75万吨。巴西、阿根廷大豆产量预期维持不变，全球大豆库存小幅下调。

单位：百万公吨		初始库存	产量	进口	压榨	国内总需求	出口	期末库存
全球	10月	101.89	399.5	165.75	328.49	383.28	168.24	115.62
	11月	100.31	400.42	165.75	329.47	383.68	168.29	114.51
美国	10月	7.3	111.7	0.82	62.6	66.08	47.76	5.98
	11月	7.3	112.39	0.82	62.6	66.06	47.76	6.68
阿根廷	10月	17.5	48	5.7	34.5	41.75	4.6	24.85
	11月	17.21	48	5.7	34.5	41.75	4.6	24.56
巴西	10月	31.45	163	0.45	55.75	59.7	97.5	37.7
	11月	33.44	163	0.45	55.75	59.7	97.5	39.69
中国	10月	36.8	20.5	100	97	120	0.1	37.2
	11月	33.79	20.5	100	98	120.5	0.1	33.69

供应—南美种植：南美主产区近几周的降水形势尤为关键

- 截至11月18日，巴西2023/24年度大豆播种面积达到预期面积的65.4%，慢于去年同期进度75.9%。中西部主产区种植进度均慢于去年同期。巴西产区累计降水仍偏少，关注降水量和持续性，预计巴西大豆产区天气炒作延续。过去一周巴西全国降雨有所增加，但仍然较少，平均气温仍然高于历史平均水平。未来一周，巴西降雨分布不均，气温仍然偏高。

- 截至11月22日，阿根廷大豆目前已播种34.8%，去年同期为12%，预期2023/24年度阿根廷大豆种植面积为1710万公顷（去年为1620万公顷）。先前阿根廷部分主产区降雨较好，气温适宜，未来一周阿根廷多数产区降雨量持平于历史平均水平，气温偏高。

巴西大豆种植进度（65.4%）

Soja - Safra 2023/24

(Esses 12 estados correspondem a 96% da área cultivada)

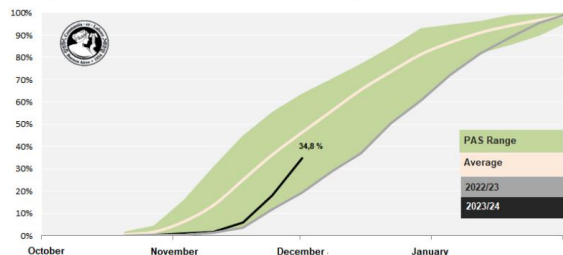
Semeadura

Estado	Semana até:		
	2022 19/Nov	2023 12/Nov	2023 18/Nov
Tocantins	60.0%	25.0%	60.0%
Maranhão	40.0%	14.0%	15.0%
Piauí	38.0%	5.0%	10.0%
Bahia	52.0%	10.0%	30.0%
Mato Grosso	98.8%	88.1%	91.1%
Mato Grosso do Sul	96.0%	80.0%	87.0%
Goiás	76.0%	53.0%	62.0%
Minas Gerais	74.0%	41.9%	45.5%
São Paulo	90.0%	85.0%	91.0%
Paraná	90.0%	73.0%	84.0%
Santa Catarina	40.0%	36.0%	53.0%
Rio Grande do Sul	34.0%	16.0%	24.0%
12 estados	75.9%	57.6%	65.4%

阿根廷大豆播种进度(18%)

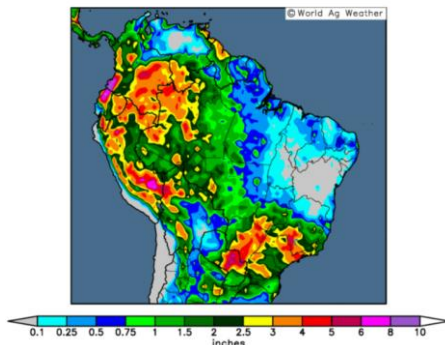
SOYBEAN PLANTING: NATIONAL PROGRESS

Data As of November 23, 2023



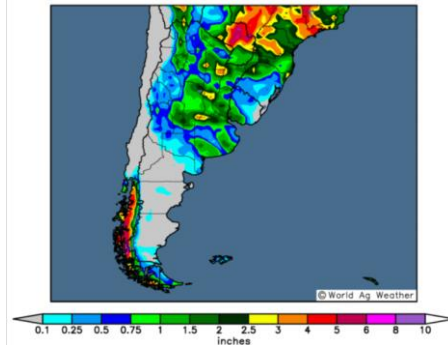
巴西未来降水预测

GFS High-Resolution Precipitation Forecast
Days 1-7: 00UTC 24 Nov 2023 - 00UTC 1 Dec 2023
Model Initialized 00UTC 23 Nov 2023



阿根廷未来降水预测

GFS High-Resolution Precipitation Forecast
Days 1-7: 00UTC 24 Nov 2023 - 00UTC 1 Dec 2023
Model Initialized 00UTC 23 Nov 2023



供应—南美出口：巴西出口能力充裕

- 根据巴西全国谷物出口商协会（Anec）的调查数据显示，今年1-11月份巴西大豆出口量或将接近9811万吨，远高于去年同期。
- Mysteel农产品统计数据显示，截止到11月23日，巴西各港口大豆对华排船计划总量为286万吨，较前一周减少9万吨。发船方面，截止到11月23日，11月份以来巴西港口对中国已发船总量为325万吨，较前一周增加99万吨。截至11月23日，阿根廷主要港口（含乌拉圭东岸港口）大豆对华排船9.8万吨，环比增加6.9万吨，11月已发船5.9万吨，环比持平。

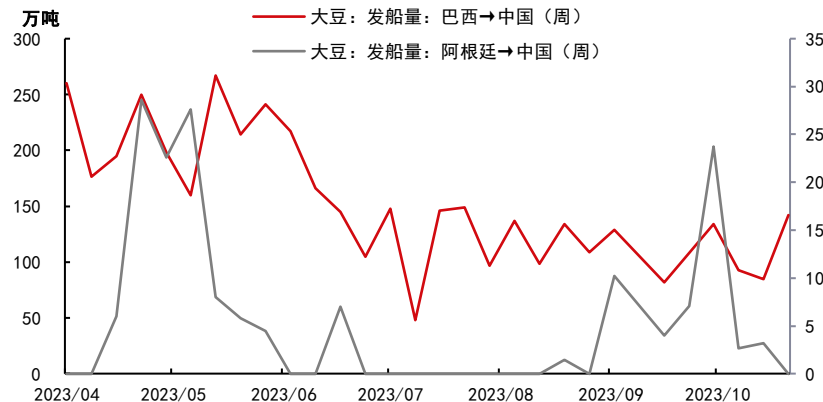
巴西：2022 x 2023 年出口比较

	Soybeans		Δ Ton
	2022	2023*	
January	2,282,275	944,384	- 1,337,890
February	9,113,470	7,547,430	- 1,566,039
March	12,163,029	14,440,022	2,276,993
April	11,362,634	14,046,673	2,684,039
May	10,268,250	14,433,506	4,165,256
June	9,946,704	13,835,761	3,889,057
July	7,009,173	8,640,790	1,631,617
August	5,050,276	7,607,823	2,557,547
September	3,585,441	5,547,332	1,961,891
October	3,589,751	5,957,275	2,367,524
November*	1,918,350	4,996,012	3,077,662
December	1,515,151		
Total of the Year	77,804,504	97,997,008	

* 2023: Estimate based on shipment schedule

2022: Full month

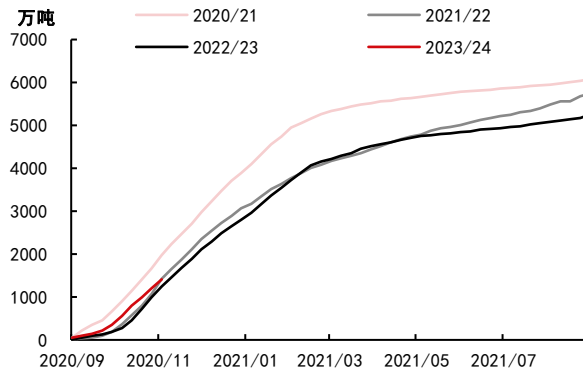
南美发船情况



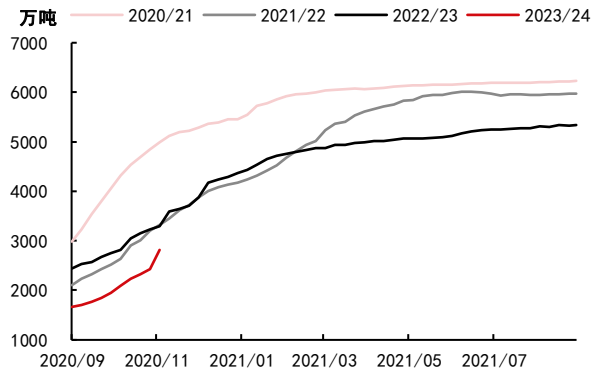
美豆需求：出口销售进度慢于去年同期

- 截至2023年11月9日当周，USDA出口销售周报显示，美国2023/24年度大豆净销售量为392万吨。当周出口量为199万吨；累计出口1398.32万吨；累计销售2815.94万吨（同期3288万吨）。截至11月13日当周，美豆出口检验量161.53万吨（前值194.72万吨，同期243.42万吨）。
- 豆油是美国生柴生产的重要原料，受美国生柴需求的提振，美豆国内压榨保持增长。10月份大豆压榨量将创下历史同期最高纪录，达到1.90亿蒲式耳。

美豆周度



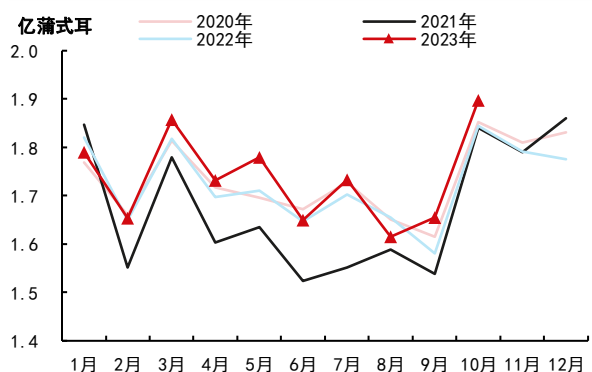
美豆销售进度



美豆压榨利润



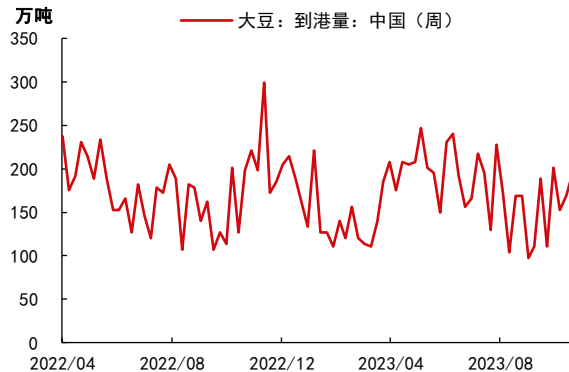
美豆压榨量



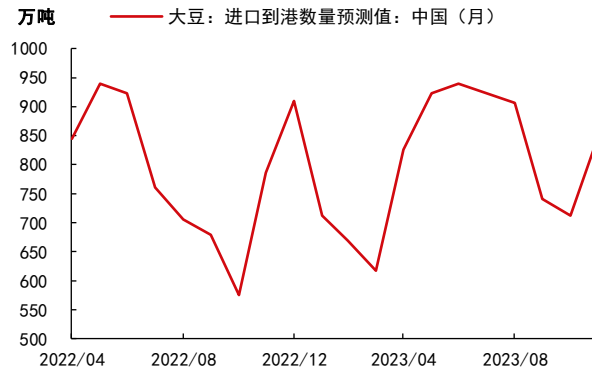
供应—大豆到港：10月大豆进口量515.76万吨

- 据Mysteel数据统计，11月11日至11月18日国内主要地区的111家油厂大豆到港共计30船(船重按6.5万吨计)，约195万吨大豆。
- 海关数据显示，2023年10月大豆进口量为515.76万吨，同比24.69%，1-10月累计大豆进口8241.48万吨，同比增长14.60%。

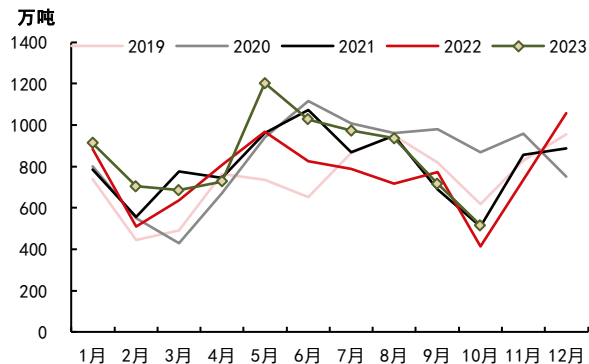
大豆到港量



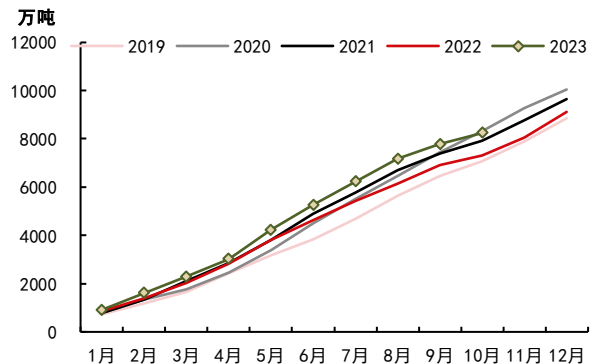
大豆到港量预测值



大豆进口量



大豆进口总量



库存：油厂豆粕库存环比下行

- 11月10日当周，国内主流油厂豆粕库存59.22万吨，油厂豆粕库存环比下行。
- 11月24日港口大豆库存698.25万吨。

豆粕库存



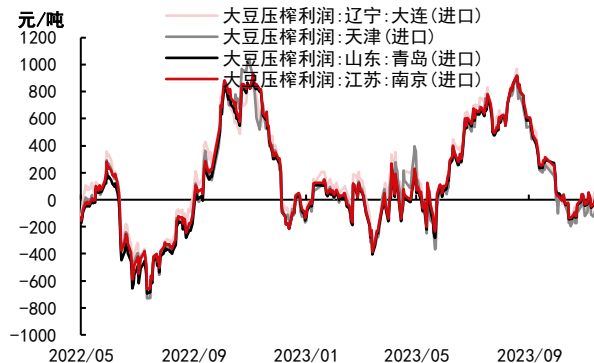
大豆港口库存



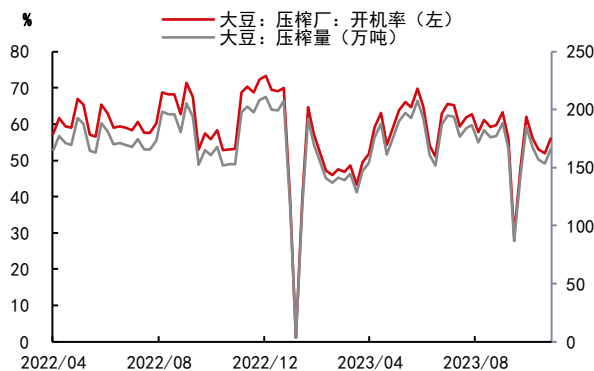
需求：进口大豆压榨利润下行

- 根据钢联数据，截至11月17日当周，豆粕表观消费量为134.87万吨（上周为117.56万吨）。2023年9月，饲料当月产量2801万吨，同比增加0.4%，环比下跌0.01%。
- 农业农村部统计的10月能繁母猪存栏量4210万头，环比下降0.71%，同比下降3.86%。

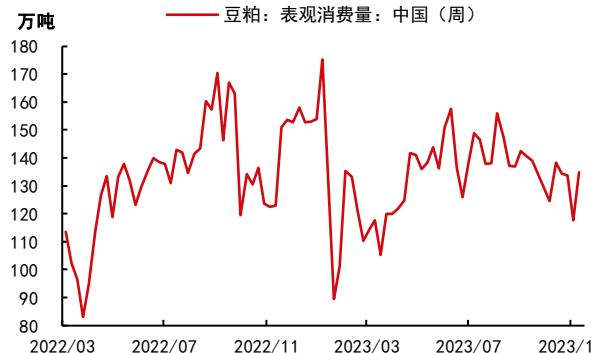
大豆压榨利润



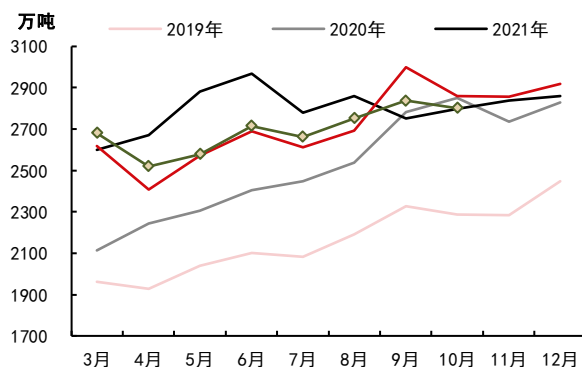
大豆压榨开机量



豆粕表观消费量



饲料产量当月值



生猪价格：供给压力兑现，关注需求回归

- 本周全国生猪出栏均价14.83元/公斤，周环比涨幅3.20%，月环比降幅1.85%，年同比降幅36.52%。
- **近期价格变动逻辑：**需求方面，南方腌腊零星启动，标肥价差明显走扩，周末两天宰量向上修复；但目前南方气温依旧偏暖，宰量平稳，需求的持续支撑不强，我们将持续关注需求回归的情况。历史上屠宰企业开工率呈现整体增长趋势，疫前均值来看，10-12月开工率分别为31%、37%、44%，但在前冬偏暖的环境下，预计今年需求难有超预期表现。供应方面，综合母猪存栏和生产效率测算来看，目前仍处压力兑现时期，对猪价形成压制。短期来看，月末仍是二育补栏的主要时间窗口期，所以若价格短期回调后出现上行驱动，二育进场积极性会再次提升，从而推动猪价的上行，但留给二育的时间已不多。
- **操作建议：**观望为主。
- **风险因素：**消费不及预期，二育不及预期，疫情，政策。

生猪出栏价

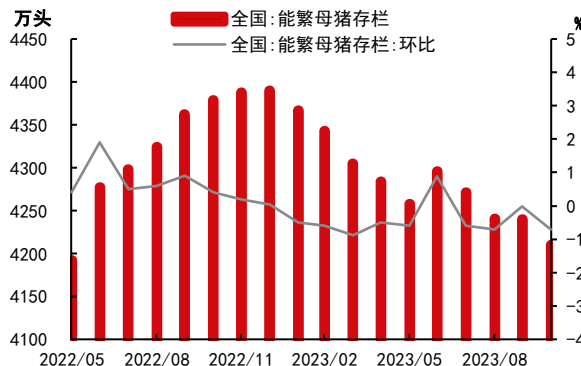


主力合约价格

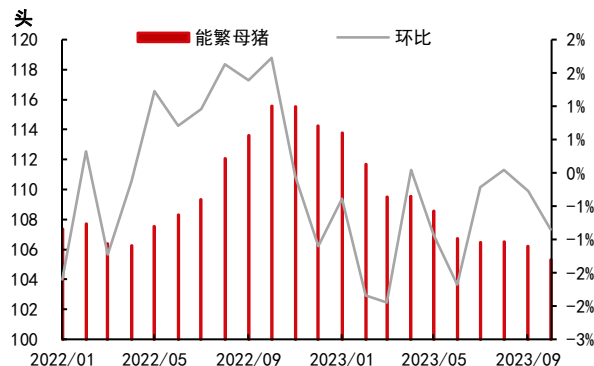


- 农业农村部统计的10月能繁母猪存栏量4210万头，环比下降0.71%，同比下降3.86%。涌益统计10月样本点能繁产能环比-0.85%，同比-8.87%。
- 根据涌益咨询，当前二三元母猪比例大于在9:1，母猪生产效率的提高，也有助于提高整体供应。2023年10月，二元占比达93%。母猪价格作为母猪补栏的辅助指标，11月23日当周，全国22省市平均母猪价格29.77元/公斤，周环比上涨0.02元/公斤。

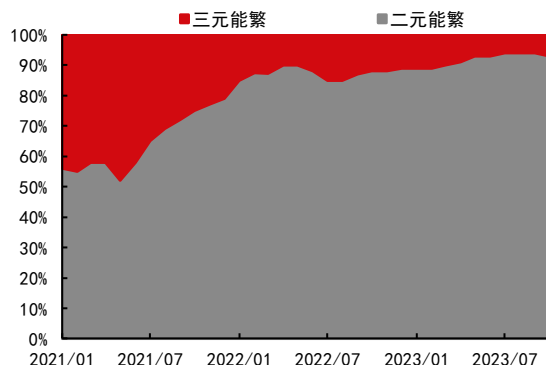
能繁母猪存栏量（农业部）



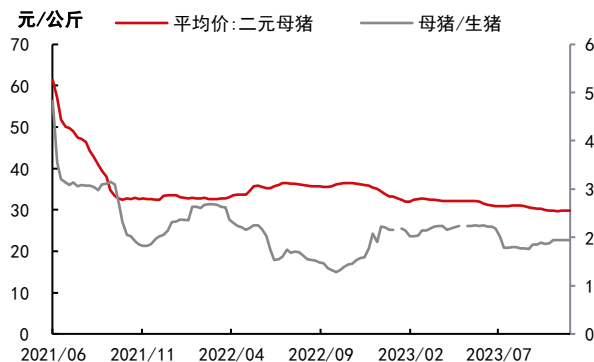
能繁母猪存栏量（涌益）



能繁母猪存栏结构

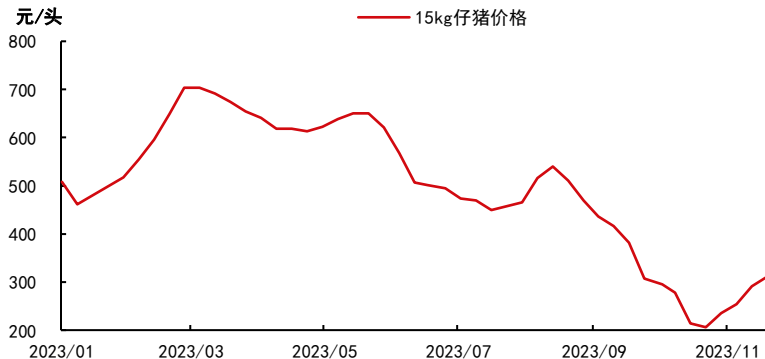


母猪价格及母猪/生猪

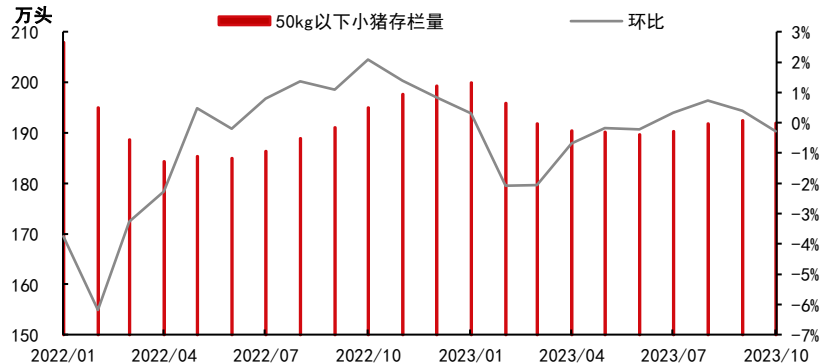


- 仔猪价格作为中期供给的辅助指标，且受调运影响较低，是较好的修正中长期观测指标。涌益咨询监测本周15KG仔猪市场销售均价为312元/头，较上周环比上调6.85%，本周仔猪价格继续回暖。
- 据涌益咨询，截至2023年10月，样本小猪存栏192万头，月度环比变化-0.28%，小猪存栏环比下跌。

仔猪价格



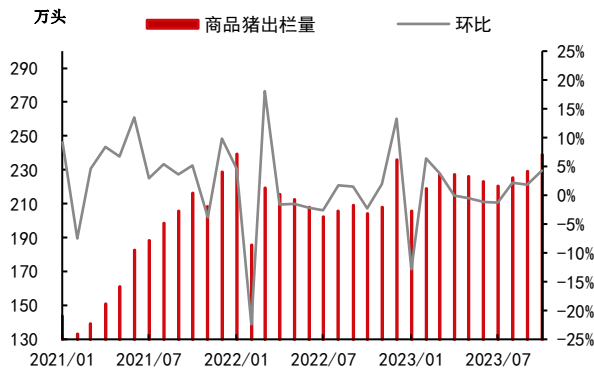
小猪存栏量



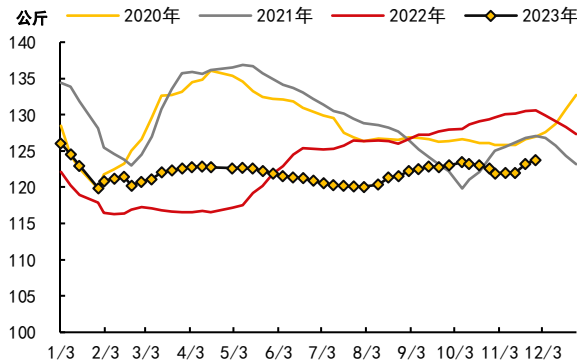
供应端—短期：短期出栏体重受压栏、二育以及猪病影响

- 根据涌益咨询公布的样本数据，2023年10月生猪出栏量239万头，环比变动4.26%。
- 本周全国出栏平均体重为123.79公斤，较上周继续增加0.58公斤，环比涨幅0.47%。本周大体重猪出栏继续增加，养殖户压栏动作幅度减小，大猪择机出栏，且除极个别区域外，猪病情况也陆续好转，后期天气寒冷，大猪需求量或继续增加。本周90公斤以下小体重猪整体出栏占比为5.84%，较上周持平。本周150公斤以上大体重猪出栏占比6.21%，较上周增加0.32%。

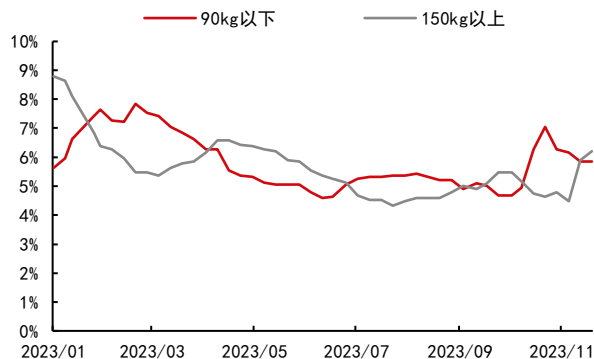
生猪出栏量（涌益）



2020年来出栏生猪均重



出栏结构



175公斤与标猪出栏价差

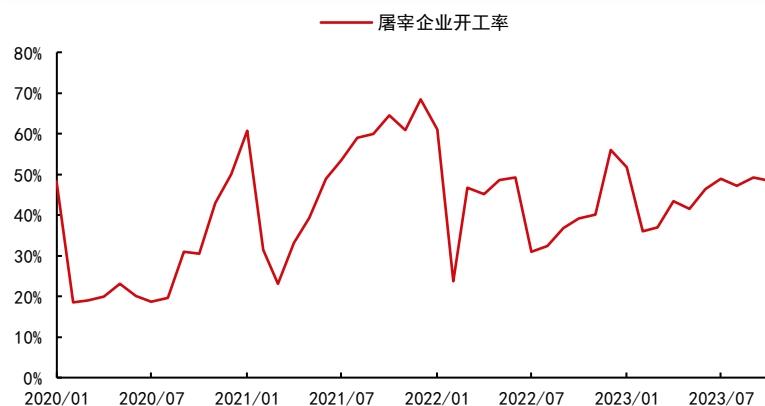


- 本周全国屠宰量走势呈先增后降趋势。据涌益咨询数据显示，本周统计样本屠宰企业平均屠宰量为168428头/日，环比上周上涨1.14%。短期内宰量变动需关注腌腊及灌肠等猪肉产品走货情况，宰量不乏仍有一定上升空间。
- 涌益咨询数据显示，10月的屠宰企业开工率为48.5%，环比上月下降0.7%。

屠宰量



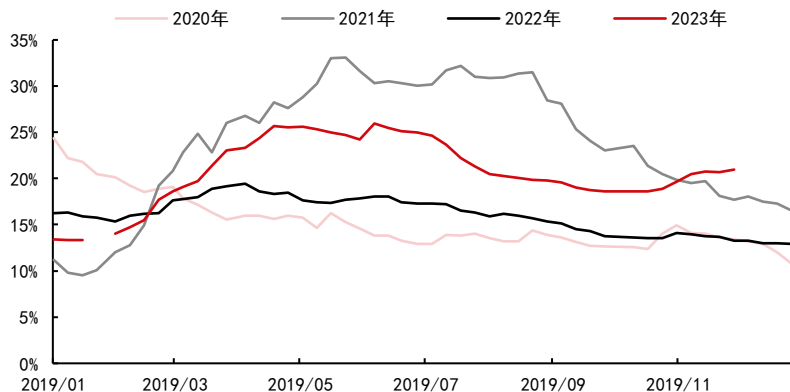
屠企开工率



库存端：入库情绪谨慎，库存率仍在高位

- 据涌益咨询数据显示，本周统计多样本全国冻品库容率20.93%，较上周走高0.23%。本周冻品库存呈现窄幅微增状态。下周来看，全国气温或继续下降，关注南方区域腌腊消费情况。

样本冻品库存率（季节性）

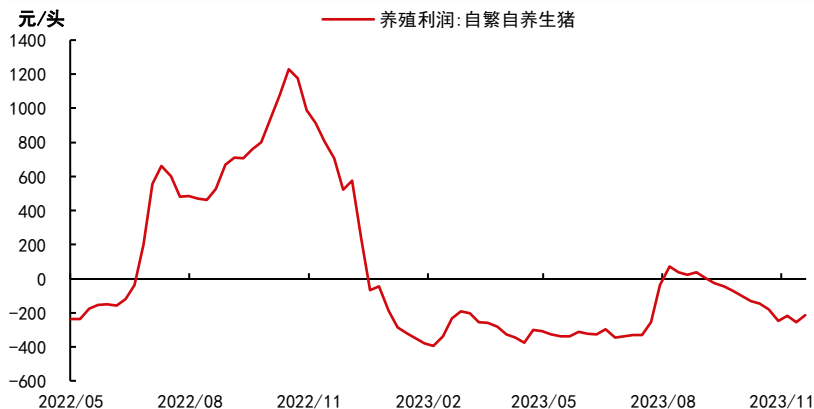


冻品库存率



- 利润方面，截至到23年11月24日这周，全国自繁自养利润为-212.55元/头，较上周上涨了43.77元/头；全国外购仔猪育肥利润为-115.21元/头，较上周上涨了60元/头。

自繁自养养殖利润



外购仔猪养殖利润



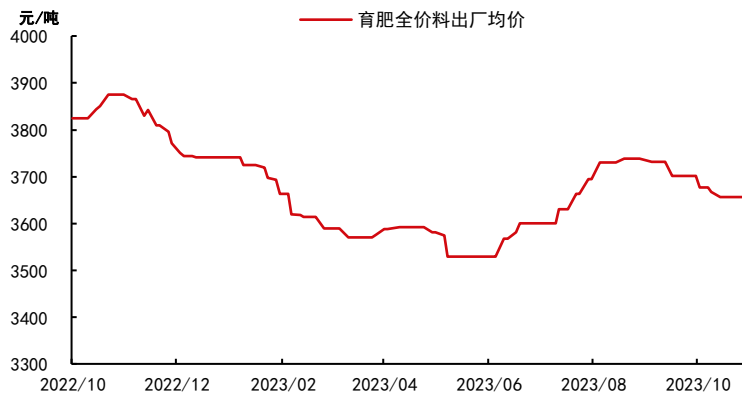
成本端：育肥全价料出厂均价环比不变

- 饲料及其原料的涨跌对猪周期影响有限，成本主要是由仔猪价格、饲料价格、豆粕、玉米价格构成。行业集中度提升，资金雄厚的企业抗跌能力较强，一定程度上抵消原料价格上涨带来的产能出清，猪价寻底又被动延长。总体上，原料对猪价及猪周期的影响并不明显。
- 饲料原材料价格环比变动不大，豆粕价格有所下行。截至11月23日当周，育肥全价料出厂均价环比不变。饲料原材料价格方面，周内全国玉米现货均价2642.29元/吨，豆粕现货均价4159.6元/吨。

原材料价格走势



育肥全价料出场均价



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致
謝