

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数-1.54%，创业板指-6.12%，上证 50-2.48%，沪深 300-2.97%，中证 500-2.71%，中证 1000-3.59%。两市日均成交额 7337 亿，较前一周+214 亿/天。

企业盈利和宏观经济：12 月中国企业经营状况指数（BCI 指数）47.76，数值较 11 月份的 47.76 小幅回升，仍低于 50 分界线。12 月 PMI 回落至 49，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；11 月 M1 增速 1.3%较上月下降 0.6%。

利率：中债十年期国债利率-5BP，中美 10 年期利差-26BP 至-153BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净卖出 55 亿；②上周美股指数标普 500 指数-1.52%，恒生指数-3%，AH 比价 147.21%；③上周重要股东二级市场净减持 4 亿；④证监会新发 2 家 IPO，数量+0；⑤上周融资金额+89 亿；⑥上周偏股型基金新成立份额 8 亿。⑦隔夜 Shibor 利率低位运行，宏观流动性边际转松。总的来说，外资卖出（-），股东减持额较少（平），融资额增加（平），IPO 数量不变（平），偏股型基金发行量较少（-），ETF 份额增加（+），隔夜 Shibor 偏低（多）。资金面中性偏空。

估值：市盈率（TTM）：上证 50 为 9.13，沪深 300 为 10.68，中证 500 为 21.36，中证 1000 为 34.02。

宏观消息面：

- 1、中国人民银行、国家金融监督管理总局发布关于金融支持住房租赁市场发展的意见。
- 2、广州市荔湾区土地开发中心在石围塘征拆现场开出了全市第一张房票，标志着广州探索房票制工作迈出实质性的第一步。
- 3、中方决定对 5 家美国军工企业实施制裁。
- 4、美国就业超预期，12 月非农新增 21.6 万，失业率保持在 3.7%，时薪增速超预期。

交易逻辑：海外方面，近期美国经济数据偏强，降息预期下修，对全球股市产生一定压制。国内方面，12 月 PMI 继续回落，11 月 CPI 和 PPI 降幅扩大，M1 增速继续回落。12 月政治局会议和中央经济工作会议提出要“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。央行重启 PSL 投放，有望促进货币活化。当前各部委已经开始逐步落实重要会议的政策，建议择机逢低做多。

期指交易策略：逢低择机做多 IF。

### 国债

经济及政策：进入四季度，国内经济边际转弱的趋势未见企稳，需求端不足仍是当下基本面的最大现实。预计未来经济的企稳需要政策的发力加码。海外欧美通胀数据继续回落，相对来说美国经济仍有韧性，在前期宽松预期充分释放后，美国的相关数据仍将对后期政策产生一定的干扰。

- 1、国家统计局：12月制造业PMI为49.0% 非制造业PMI为50.4%；
- 2、据乘联会初步预估，12月乘用车市场零售236.1万辆，同比增长9%，环比增长14%；
- 3、2024年提前批地方债额度预下达 地方需在1月份尽快启动发行工作；
- 4、央行发布数据，2023年12月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净5、新增抵押补充贷款3500亿元。期末抵押补充贷款余额为32522亿元；
- 6、上海：调整本市住房公积金个人住房贷款政策；
- 7、美国12月ISM制造业PMI微升0.7点至47.4；
- 8、美国11月营建支出增幅低于预期 前值大幅上修；
- 9、美国12月ADP就业人数为16.4万人，创2023年8月以来新高，预期11.5万人，前值10.3万人。

流动性：年末过后，流动性转为中性偏松，年初逆回购投放数量大幅减少。上周逆回购投放2410亿，到期28390亿，净回笼25980亿。

利率：1、最新中国十年期国债利率2.55%，本周回落1.25BP；2、美债收益率3.99%，上周反弹11BP；3、受流动性边际转松影响，DR007利率上周维持在7天OMO的政策利率之下，截止到1月5日收于1.7671。

小结：在政策加码发力之前，预计经济短期仍难见企稳。加之年后流动性边际转松，近期国债走势偏强。策略上考虑到近期涨幅较大，净基差转负，贴水幅度减小，短期偏震荡为主。

## 贵金属

美联储十二月议息会议中，美联储主席鲍威尔表态偏鸽派，令市场加大对联储货币政策边际转向的预期。贵金属短线出现大涨的行情，12月13日COMEX黄金上涨2.5%，COMEX白银上涨4.77%，美国国债收益率也出现全面下行的走势。但随后的美国经济数据，特别是地产数据以及劳动力市场数据仍具韧性，令市场的“降息预期”有所回落，金银价格均出现了较大幅度回调。本月，COMEX金价小幅上涨0.14%，COMEX白银价格则有所回落，下跌6.81%。内盘价格表现强于外盘，沪金上涨1.4%，沪银价格下跌2.4%。

经济数据：本月发布的美国地产数据显示其房地产市场仍具韧性，美国10月S&P/CS10座大城市房价指数同比值为5.7%，高于前值的4.78%。美国10月S&P/CS20座大城市房价指数同比值为4.87%，高于预期的4.85%及前值的3.92%。美债收益率已经从高位有所回落，进而带动居民住房贷款利率的回落，美国30年期抵押贷款固定利率已经由10月26日的7.79%回落至1月4日的6.62%，预计后续美国的地产数据仍将呈现偏强的趋势。

劳动力市场方面，美国12月ADP就业人数变动数为16.4万人，高于预期的12.5万人和前值的10.1万人。美国12月30日当周首次申请失业救济人数为20.2万人，低于预期的21.6万人和前值的21.8万人。ADP新增就业中，主要的贡献来自于服务业新增就业，为15.5万人，商品生产行业新增就业人数则为9000人。在服务业新增就业分项中，休旅和酒店业新增就业人数达到5.9万人，是服务业中最大的贡献项。12月的ADP就业数据显示美国劳动力市场尚未完全降温，包括非农在内的就业数据将会在未来一段时间对降息预期形成压力。

同时，11月耐用品订单数据偏强，美国11月耐用品订单环比初值为5.4%，大幅高于预期的2.4%和前值

的-5.1%，美国11月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比初值为0.8%，高于预期的0.1%和前值的-0.6%。流动性水平：从美联储本周最新的资产负债表数据我们可以看到，逆回购余额出现了显著的边际变化。12月27日，逆回购余额在达到先前11242亿美元低位后出现反弹，当周余额上升413亿美元，达到11655亿美元。逆回购余额的增加对美元流动性形成利空因素，美联储当周的存款准备金余额出现430亿美元的下降。美元流动性的收缩将对贵金属价格以及美国股市形成利空因素。

总结：去年12月美联储议息会议后，市场充分预期联储2024年货币政策出现边际宽松，当前市场预期联储在3月议息会议中降息25个基点的概率为62.7%，维持利率不变的概率为34.3%。但从美国当前经济数据来看，其劳动力市场仍维持火热，耐用品订单数据偏强，贷款利率的下降令其房地产市场具备韧性。预计市场的降息预期将会在后续经济数据发布后出现回落，金银价格当前存在一定的回调风险。中期来看，美联储在今年进入实质性降息是具备确定性的，贵金属操作策略上应保持中长期的多头思路，以逢低买入为主。近期金银价格存在一定回落风险，策略上建议暂时观望。沪金主连参考运行区间为477-485元/克，沪银主连参考运行区间为5700-6100元/千克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价延续年前的回落势头，伦铜收跌1.72%至8475美元/吨，沪铜主力收至68300元/吨。产业层面，上周三大交易所库存减少0.1万吨，其中上期所库存增加0.2至3.3万吨，LME库存减少0.4至16.3万吨，COMEX库存增加0.1至1.8万吨。上海保税区库存环比持平，当周现货进口窗口再度打开，洋山铜溢价逐渐企稳。现货方面，上周LME市场Cash/3M贴水102美元/吨，现货维持偏弱，国内上海地区现货升水稳步抬升，周五报升水280元/吨。废铜方面，上周国内精废价差小幅扩大至2120元/吨，废铜替代优势小幅提高，废铜杆开工率反弹。根据SMM调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率下滑4.3个百分点，需求环比走弱。

价格层面，进入新年海外风险偏好有所走低，对于美联储降息的乐观预期出现一定程度的回摆；中国大体维持“弱现实强预期”的态势。产业上看，1月中国铜下游将逐渐进入季节性淡季，产量和进口量同样有一定回落预期，如果废铜替代量能增加，则供应将有小幅过剩。海外原料端供应扰动犹存，供需双弱格局延续。总体铜价来自宏观和供需面的压力阶段加大，而供应扰动的存在和低库存使得价格在回调后仍有较强支撑。本周沪铜主力合约运行参考：67200-69200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:** 2024-1-4: 铝锭去库 0.3 万吨至 44.3 万吨, 铝棒累库 0.3 万吨至 9.55 万吨。

**进出口:** 据海关数据显示, 2023 年 11 月份国内原铝进口总量达 19.4 万吨, 环比减少 10.3%, 同比增加 75.6%, 1-11 月份国内原铝累计进口总量为 136.7 万吨, 同比增长 153%。2023 年 11 月中国共进口铝土矿 1192.76 万吨, 环比增加 7.19%, 同比增加 1.17%。分国别看, 本次自几内亚进口 800.8 万吨, 环比增加 13.05%, 同比增加 10.03%; 自澳大利亚进口 350.1 万吨, 环比增加 2.3%, 同比增加 23.45%。2023 年 11 月氧化铝进口 12.90 万吨, 环比增加 30.30%, 同比减少 34.22%。2023 年 1-11 月累计进口 155.86 万吨, 同比减少 17.83%; 11 月氧化铝净进口-0.42 万吨, 2023 年 1-11 月累计净进口 42.49 万吨。

**需求端:** 据乘联会初步预估, 12 月乘用车市场零售 236.1 万辆, 同比增长 9%, 环比增长 14%, 今年以来累计零售 2170.6 万辆, 同比增长 6%; 全国乘用车厂商批发 279.6 万辆, 同比增长 24%, 环比增长 10%, 今年以来累计批发 2561.1 万辆, 同比增长 10%。

**小结:** 国内北方地区氧化铝厂受限于国内矿石供应不足以及环保政策导致的被迫减产, 整体产量预期下滑, 国内氧化铝后续供应预期偏紧。电解铝方面, 受低库存影响, 铝价维持高位。消费方面, 乘用车消费保持强势, 铝杆线消费超预期增长。短期内预计将维持震荡走势, 国内主力合约参考运行区间: 18500 元-19500 元。海外参考运行区间: 2150 美元-2350 美元。

## 锌

价格方面, 上周锌价冲高回落, 伦锌收跌 4.43%至 2544 美元/吨, 总持仓 20.23 万手。沪锌 2402 收跌 1.37%至 21250 元/吨, 总持仓 16.08 万手。结构方面, 国内现货升水下探企稳, 价差跟随现货升水小幅上行。海外高库存下现货贴水持续扩大, 价差亦有下滑。比价方面, 上周沪伦比价小幅上行, 进口窗口临近开启。库存方面, LME 库存小幅去库, SHFE 库存小幅累库, 根据 SMM 数据, 上周锌锭社会库存会库存小幅累库至 8.16 万吨, 主要体现在价格高位下游采购减少。供给方面, 进口锌矿减少下矿端延续紧张, 锌精矿加工费维持低位, 国产锌精矿加工费 4200 元/金属吨, 进口锌精矿加工费 80 美元/干吨。炼厂检修增多, 锌锭供应边际存在收紧预期。需求方面, 镀锌端, 北方限产企业大多恢复生产, 本周镀锌企业开工上升 8.49%至 58.52%。合金端, 部分厂商订单减量后开工下滑, 消化库存为主, 本周压铸锌合金开工下降 2.02%至 45.22%。氧化锌, 镀锌厂产出锌渣减少原料相对紧缺, 开工率下降 0.7%至 55.52%。总体需求较上周有所好转, 下游逢低采购较多。下游逢低备库较多, 锌价高位下采购或相对有限。然美指走弱下锌价下方存在支撑, 短期波动为主。主力运行区间参考: 20300-21750 元/吨。

## 铅

价格方面, 上周内盘铅价持续上行, 沪铅 2402 收涨 1.13%至 16055 元/吨, 总持仓 8.25 万手。外盘铅价下探回升, 伦铅收涨 0.44%至 2076 美元/吨, 总持仓 14.04 万手。结构方面, 铅锭基差贴水边际缩窄, 价差亦有小幅提升。上周沪伦比值小幅扩大, 出口盈利下行, 出口窗口关闭。库存方面, 根据 SMM 数据, 铅锭社会库存小幅去库至 6.61 万吨。LME 供给端, 矿端维持偏紧下, 铅精矿加工费维持低位, 进口铅精矿加工费报 40 美元/干吨, 国产铅精矿加工费报 900 元/金属吨, 原生炼厂利润下滑。再生端, 铅废价格再起, 成本压制下再生铅开工率持续下行。上周再生铅厂尚未恢复供应, 部分原生铅厂出现检修减产, 铅锭供应趋紧。需求端, 上周部分蓄电池企业仍在元旦放假, 仅有部分电池厂恢复生产, 总体铅酸蓄电池开工率下降 9.86%至 56.72%。电动自行车蓄电池市场需求偏弱, 汽车蓄电池市场受终端拉动下消费较

好，经销商积极补库。总体来看：再生铅环保减产基本解除但流动货源仍然有限，叠加原生铅厂检修减产下现货趋紧，部分电池厂年前备库推高铅价。短期波动上行。主力运行区间参考：15800-16300

## 镍

期现市场：周五 LME 镍三月收盘价 16345 美元，当日涨跌+1.58%，周内涨跌-1.86%。沪镍主力下午收盘价 123540 元，当日涨跌-1.48%，周内涨跌-4.61%。国内现货方面，SMM 周五纯镍报价 123700-128400 元/吨，均价较前日-900 元，周内-6250 元。俄镍现货均价对近月合约升贴水为-100 元，周内+150 元；金川镍现货升水报 4000-4200 元/吨，均价较前日+450 元，周内涨跌+600 元。

基本面：截止 1 月 5 日，SHFE+LME+保税区显性库存报 8.22 万吨，其中 LME 库存增 408 吨，国内库存降 301 吨。LME 过去一月库存增加超过 1.8 万吨，欧洲和亚洲库存增量显著。SMM 调研国内 12 月电解镍产量有所回升。根据前 11 月数据预计，2023 国内产量约 24.3 万吨，较 2022 年增长 37.4%。镍铁产量 38 万吨，环比 2022 年减少约 2 万吨，印尼来源镍铁进口充足。年底不锈钢排产环比微降，预计全年产量 3230-3250 万吨。前期不锈钢产量减少，10 月以来产业去库明显。1 月 5 日库存报 78.65 万吨，较上周减 2.3%，较 12 月初降约 20%。元旦节前不锈钢下游集中备货，上周市场交投冷清。电池企业进入淡季，上下游价格分歧较大，实际成交有限，硫酸镍报价企稳。

观点：原生镍市场过剩预期未变，但周内全球显性库存累积放缓，LME 小幅累库，国内去库。上周流通镍板有限，现货升水上调。短期关注国内外精炼镍库存变化及电积镍成本支撑，中期关注中国和印尼中间品和镍板实际新增产能释放进度。镍铁方面，现货成交价企稳，基本面维持弱势。不锈钢现货价维持，社会库存小幅下降，处年内较低位置。成本端高镍铁和高碳铬铁等原料企稳支撑，但印尼事件扰动减弱，下游备货谨慎，弱需求现实带低钢价预期，预计现货震荡运行。短期关注国内钢厂生产情况及需求端边际转变。

预计沪镍近期震荡，本周主力合约运行区间参考 115000-135000 元/吨。

## 锡

据 SMM 调研了解，12 月份国内精炼锡产量为 15685 吨，较 11 月份环比 0.8%，较去年同比 4.29%，1-12 月累计产量为 168938 吨，累计同比 1.82%。

**进出口：**根据中国海关公布的数据以及安泰科的折算，锡精矿进口方面，2023 年 11 月我国锡精矿进口实物量 27872 吨，折金属量 6482.6 吨，环比增长 26.5%，同比上涨 11.1%。截至 2023 年 11 月末，我国进口锡精矿实物量总计 23.3 万吨，同比增长 4.6%；折金属总量 6.0 万吨，同比增长 2.0%。精锡方面，进口量进一步增长，出口保持平稳。具体数据统计看，2023 年 11 月我国进口精锡 5346 吨，环比上涨 60.9%，同比上涨 3.3%。截至 2023 年 11 月末，我国共进口精锡 2.9 万吨，同比上涨 2.7%；出口精锡 1.1 万吨，同比上涨 17.0%，累计净进口精锡 2.0 万吨。

**需求端：**11 月华为智界 S7 新车发布，12 月 AI、PC 和 MR 等智能终端芯片产业链将逐步迎来更多利好催化，全球半导体月度销售额连续 8 个月环比提升，国际部分主流机构上调 2024 年全球半导体市场规模预期，行业景气周期整体有望逐步回暖。

**小结：**国内精炼锡产量维持高位，缅甸地区 2024 年锡矿供应仍然存在一定不确定性，海外半导体消费复苏态势明显，进口窗口维持开放的情况下海外库存仍然维持高位，韩国半导体出口数据创新高，海外调高 2024 年半导体市场数据预期，短期内预计锡价维持震荡走势，国内主力合约参考运行区间：190000 元-225000 元。海外伦锡参考运行区间：23000 美元-28000 美元。

## 碳酸锂

期现市场：周五电池级碳酸锂现货价微跌，SMM 电池级碳酸锂报价 93000-100000 元，均价较上一工作日 -400 元，当日跌 0.41%，周内跌 0.52%。工业级碳酸锂报价 87000-91000 元，周内涨 1.14%。碳酸锂期货合约震荡，LC2407 合约收盘价 98650 元，较前日收盘价-1.79%，主力合约收盘价与 SMM 平均报价升贴水为-2150 元。

基本面：1 月 4 日 SMM 国内碳酸锂周产量报 9352 吨，环比上周增 3.0%。终端市场表现依旧可观，但电池材料生产旺季已过，12 月排产下降明显。据以往经验，2024 年一季度需求端难有提振。据 SMM1 月 4 日数据显示，社会库存累库 3112 吨至 69696 吨，其中上游较上周累库 1045 吨至 41340 吨，其他环节累库 2067 吨。碳酸锂库存较 12 月初累计近 8000 吨。1 月 4 日 SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 880-1040 美元/吨，均价与前日持平，周内-5.88%，月内跌 33.79%。外购锂精矿成本崩塌，最优惠矿价碳酸锂单吨成本接近 8 万元。

观点：非洲矿国内一体化盐厂持续爬坡，外购矿利润修复，碳酸锂周度产量连续增加。锂盐消费进入淡季。前期碳酸锂现货贴水期货盘面近万元，持货商考虑盘面交割，现货市场锂盐厂挺价意愿高，拒绝高折扣，锂价企稳。临近周末基差回归，期现套利收窄，同时下游需求显著减少，锂盐累库预期将延续，可能在 2024 年 2 季度达到历史峰值。短期现货预计承压偏弱运行，基本面弱势难以支撑期货盘面强势，关注锂价期现联动，澳大利亚、非洲、江西等地高成本锂矿是否有减停产预期。本周电池级碳酸锂现货参考运行区间 85000-100000 元/吨。

## 黑色建材类

### 钢材

估值：钢材合约基差及价差基本稳定，不存在季节性套利窗口。所有口径统计的钢厂利润在 12 月均出现下降，说明即使铁水产量下修钢厂的议价权仍未回归，自然负反馈行情也难以实现。成本驱动依然是盘面的主导逻辑之一。钢铁在成本估算上的表现是符合此前报告中“钢厂短期内持续低毛利运行”的预期。就下游接受程度而言，钢材价格相对偏高。整体成交与冬储调研结果都比较平淡，说明下游预期和需求无法支撑当前价格。

供应：2023 年 12 月螺纹钢当月累计产量约为 1031 万吨，较去年同期下降 102 万吨；热轧卷板累计产量约为 1270 万吨，较去年同期上升约 50 万吨。12 月份螺纹钢周均供应为 258 万吨，热轧卷板周均供应为 318 万吨。钢联发布的铁水供应数据在 10 月后出现持续的下滑，尤其 12 月中下降速率增加。但从钢厂利润和铁矿石盘面价格来看，我们认为这是数据修正导致的结果，而非实际产量有这么大幅度的上升。因此成本端对于钢材的支撑依然存在，且在炉料矛盾没有有效解决的情况下是难以预期负反馈行情发生的。整体而言，钢厂整体处于亏损的情况下，以销定产对于钢厂而言依然是优先级较高的策略。

需求：2023 年 12 月螺纹钢当月累计消费量约为 969 万吨，较去年同期下降约 153 万吨；热轧累计消费量约为 1306 万吨，较去年同期上升约 82 万吨。12 月螺纹钢周均消费约为 242 万吨，热轧卷板周均消费约为 327 万吨，热卷消费环比变化强于螺纹，符合季节性预期。热卷表观消费在 2023 年末出现回升，从

数据段推测我们认为增量可能主要源于板材出口。目前来看 2024 年一季度钢材需求可能依然是偏弱的，主要支撑是由国内需求坍塌带来的出口大幅上涨。具体消费的强弱还需要观察春节长假前后钢材库存的变动情况，但需求端暂时没有明显的多头驱动。库存：钢材库存整体处于历史同期较高水平。

小结：炉料端的矛盾基本被贴现，但实际还未解决。因此钢材盘面依然由成本驱动主导，且钢厂难以获得利润。钢材自身供需矛盾的影响力暂时而言并不足够去覆盖炉料端的矛盾。不过在板材南北价差逐渐拉开的情况下，北材南下可能会在短期内对钢材价格产生一定压制。整体上市场对于后市钢材消费以及经济转暖的预期看法相对平淡，因此需求偏弱。供应端预期则相对平稳，23-24 年的冬季采暖对于钢材产量造成的影响并不显著。综上，短期来看我们认为钢材价格无论多空暂时均不存在强力的驱动，因此盘面价格维持高位震荡反复拉扯的概率更高。

风险：铁水产量反弹、原材料供应骤减、中美关系大幅缓和等

## 锰硅硅铁

锰硅：

基本面方面，我们看到的显著变化主要来自于需求端，钢联口径的铁水日均产量进入 12 月以来快速回落，月环比-16.28 万吨落至 220 万吨以下，下跌幅度超出市场普遍预期。考虑到三季度钢联口径与统计局口径铁水的劈叉，不排除其中有对数据进行下修的因素，但进入 12 月份以来，各地钢厂确实进入了频繁的检修。此外，原本就已经处于低位的螺纹产量进一步出现显著下滑，周产月环比-16.71 万吨至 244.19 万吨。相较于需求超预期的回落，供给侧的收缩却表现出不及预期情况，虽然宁夏及广西区域依旧维持大幅亏损，且内蒙地区利润水平也显著收窄至盈亏平衡附近，更有宁夏、内蒙“限电”消息的传出，但锰硅周产水平经历了 10 月、11 月的快速收窄后，在 12 月份并未继续收缩，环比基本持稳，仍维持在同期略偏高水平。前期累积的高库存背景下，供给收缩不及预期叠加需求回落的超预期，锰硅供求结构边际改善的条件阶段性被放松，持续给予价格压力。

但考虑当前盘面价格水平已经显著低于宁夏地区成本，价格向下的空间我们认为依旧有限。但需要注意的是，我们注意到近期煤焦端价格出现松动（盘面为主），若市场情绪进一步走弱，这或造成成本的进一步松动，阶段性将给盘面情绪带来进一步的压力。综合来看，我们认为价格当前正在进行二次探底，并期待以此再度挤出剩余过剩产能。基于向下空间有限的判断，做空的意义不大，但在价格底部信号给出之前盲目抄底同样不具备良好的性价比，建议仍旧以观望为主。

硅铁：

基本面方面，硅铁供给水平仍停留在同期高位，产量的去化对于供给的边际改善依旧十分有限。虽然近期市场频繁传出宁夏、内蒙地区限电的消息，但就目前情况来看，实际影响有限，供给的收缩幅度不乐观。同时，我们看到钢材端需求，站在月度环比-16.28 万吨的铁水日均产量水平数据角度，出现了超出市场普遍预期的回落。钢厂在持续维持低利润状态背景下，“终于”在年终选择进行主动的停产检修，从而大大降低了原材料补库的预期。同时，非钢端需求依旧维持疲弱。在供给改善幅度十分有限，需求出现超预期下滑，且市场对于后期预期（来自宏观）出现降温的情况下，盘面价格进入二次探底阶段。

以宁夏地区成本为锚，我们依旧认为当前盘面价格进一步向下的空间相对有限。但在盘面回落并未给出见底信号。同时，我们注意到煤炭端价格近期出现承压回落的状况背景下，我们并不推荐左侧进行建仓抄底的行为。原因在于，市场弱势情绪转差，情绪的带动或有可能带动盘面出现阶段性的非理性行为，在这种背景下，价格对于成本的阶段性偏离或可能超预期。因此，在价格出现见底信号，且向上摆脱下跌趋势之前，我们仍建议以观望等待为主。

## 工业硅

站在估值角度，我们认为当前的盘面处于被低估的水平。进入枯水期以来，西南地区成本随着电价持续抬升，折合盘面目前位于 15700-16000 元/吨附近水平。即使是成本最低的新疆地区，其平均成本折盘面也接近 14800 元/吨（按百川给出的数据）。这意味着当前 14000 元/吨附近的盘面价格应当是十分具备空间的。

站在供求结构角度，随着近期新疆地区产量出现显著回落，整体周产环比月初-1.54 万吨，对于供给压力存在一定的边际明显改善，关注新疆地区后期供给的收缩情况。需求端，我们看到多晶硅在产能不断投放的背景下产量仍持续走高，不断支撑工业硅需求。虽然当前价格表现相对一般，且利润收缩明显，但在仍具备相当利润空间的背景下，我们预计多晶硅对于需求的支撑仍可持续；有机硅以及铝合金产量同样持续维持高位，有机硅处于历史同期的最高水平，铝合金 11 月产量创下年内新高以及历史新高。出口端，11 月份环比同样出现一定改善。

此外，我们看到，虽然工业硅显性库存仍处于高位，但其中仓单库存占了大部分，且在 421#贴水盘面背景下持续快速累积。当前远月升水的背景下，我们预期盘面的库存并不会急于流向市场。这意味着在需求同比明显上升的背景下，当前的社会库存其实边际是朝着变紧的方向变化的，但高位的库存仍是对价格上涨带来压力，造成短期上升动力的不足。因此，结合盘面走势情况来看，我们仍建议等待盘面在重新盘整之后的上涨机会。

## 能源化工类

### 橡胶

节后 NR 和 RU 如期高位下跌。但跌幅有点超预期。尤其是在齐鲁和青岛的短期利多背景下快速下跌，超预期。

2023 年 12 月 30 日，山东中储国际物流有限公司位于山东省青岛前湾保税港区鹏湾路 45 号的存放点发生火灾，涉及 20 号胶标准仓单 88 张。截至 2023 年 12 月 30 日，全市场共有 20 号胶标准仓单 1195 张。或因对非洲橡胶经红海运输成本增加的担心，橡胶反弹。

#### 现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 12100 (0) 元。

标胶现货 1500 (0) 美元。

#### 操作建议：

NR 和 RU 价格弱势。中期看 RU 上方空间小下方空间大。不做多，拟空头配置。

买现货或 NR 主力抛 RU2405 继续中线推荐。



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。

2023年11月中国橡胶轮胎出口量为76万吨，同比增长34.6%；出口金额为1,341,633万元，同比增长30.3%。1-11月，中国橡胶轮胎累计出口量为812万吨，同比增长16.4%；出口金额为14,271,627万元，同比增长19.5%。

3) 轮胎厂开工率后期预期中性

需求方面，截至2024年1月5日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为48.69%，较上周走低0.7个百分点，较去年同期走高4.79个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为70.64%，较上周小幅走低1.28个百分点，较去年同期走高18.82个百分点。国内全钢轮胎市场需求平淡，成交平淡。

4) 库存中性偏弱

库存方面，截至2024年1月5日，青岛地区天然橡胶一般贸易库存为43.07万吨，较上期减少0.79万吨，降幅1.80%。天然橡胶青岛保税区区内库存为15.15万吨，较上期减少了0.27万吨，降幅1.75%。青岛社会库存58.22(-1.06)万吨。

截至2024年1月5日，上期所天然橡胶库存191014(1063)吨，仓单168420(3200)吨。20号胶库存116223(-10100)吨，仓单109368(-7761)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，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%。

## 聚烯烃

政策端：本周“红海事件”影响再次升温，导致国际油价震荡偏强，但国内能源类大宗商品价格与国际价格背离，国内原油、LPG价格大幅下跌，聚烯烃市场价格信号偏空。

估值：周度跌幅（成本>期货>现货）；聚烯烃基差转正，即使本周利润得到修复，但PP利润仍然相对PE较低，PP相对PE低估。

成本端：WTI原油本周下跌-2.59%，Brent原油本周下跌-2.59%，煤价本周上涨0.76%，甲醇本周下跌-1.40%，乙烯本周下跌-0.95%，丙烯本周下跌-0.90%，丙烷本周上涨0.30%。成本端原油、LPG支撑回落，盘面交易逻辑回归受供需关系，PDH制PP利润得到修复，但是仍然不能改变亏损情况，生产商继续降低产能利用率挺价。

供应端：PE产能利用率82.04%，环比下降-0.95%，同比去年下降-2.83%，较5年同期下降-2.72%，PE本周检修较多，供应端偏紧。PP产能利用率74.19%，环比上涨2.94%，同比去年下降-9.41%，较5年同期下降-23.36%，1月供应端聚烯烃均无新增产能投放，PP检修回归量较大，供应端相对压力较大。

进出口：11月国内PE进口为121.93万吨，环比10月下降-0.40%，同比去年下降-3.76%。11月国内PP进口22.74万吨，环比10月上涨5.50%，同比去年下降-15.97%。人民币汇率升值企稳，预计PE12月进口较11月将有所增加。出口端PE、PP出口量反弹，11月PE出口6.62万吨，环比10月上涨2.41%，同比上涨2.06%。11月PP出口10.54万吨，环比10月上涨7.23%，同比上涨100.86%。海外需求恢复明显，出口上升幅度较大，近期美元指数下跌，人民币汇率升值至7.10震荡，本周PE进口利润回正，1月进口窗口部分打开。

需求端：PE下游开工率下滑明显。开工周度数据显示，PE下游开工率43.09%，环比上涨0.96%，同比下降-5.88%。PP下游开工率53.16%，环比下降-1.04%，同比上涨3.36%。下游采购情绪较低，多数厂家已经处于春节前休假关门状态，刚需采购为主。

库存：本周上游高库存背景下，库存去化力度增强，整体库存压力得到一定程度缓解。PE生产企业库存38.33万吨，本周环比累库3.37%，较去年同期累库0.68%；PE贸易商库存4.08万吨，较上周去库-6.28%；PP生产企业库存50.69万吨，本周环比累库13.53%，较去年同期累库4.26%；PP贸易商库存11.92万吨，较上周累库0.68%；PP港口库存6.22万吨，较上周累库1.30%。

小结：本周“红海事件”影响再次升温，导致国际油价震荡偏强，但国内能源类大宗商品价格与国际价格背离，国内原油、LPG价格大幅下跌，聚烯烃市场价格信号偏空。成本端支撑回落，盘面交易逻辑回归供需关系；供应端1月聚烯烃无新增产能投放，但1月PP检修回归量较大。LL-PP价差将继续走阔，等待价差缩小企稳机会，做扩LL-PP价差。

下周预测：聚乙烯(LL2405)：参考震荡区间(8100-8400)；聚丙烯(PP2405)：参考震荡区间(7400-7700)。推荐策略：LL-PP价差696元/吨，环比扩大15元/吨，建议逢低做多；LL-PVC价差2236元/吨，环比缩小25元/吨，建议逢低做多。

风险提示：原油大幅下跌，PE进口量大幅上升，PP生产商低利润环境坚持投产。

## 农产品类

### 生猪

现货端：12月，国内猪价先落后涨震荡运行，月初北方多地受猪病困扰、局部出现抛售，月中部分企业缩量同时消费启动，月末大猪横行消费减量，具体看河南均价月持平于14.3元/公斤，月内最高15.3元/公斤，最低13.2元/公斤，四川月均落0.8元至14.1元/公斤，月内最高15.3元/公斤。供应端，1月理论和计划出栏量环比减少，部分受到12月过度抛售的影响，北方局部标猪紧缺，表现为南北、标肥倒挂，但另一方面当前体重去化未实际展开，又说明大猪压力仍大；需求端，元旦后屠宰减量明显，同时价格偏弱，表明当前需求低迷，供需两弱下，我们预计1月份现货或先弱后强，临近月底不乏反弹可能，但整体空间或相对有限。

供应端：从已公布的数据来看，12月母猪存栏或进一步去化，同时仔猪出生等数据明显下滑，利好24年尤其是下半年的行情；同样，如果考虑今年春节前后的供应，基础供应由23年一、二季度的母猪提供，减量或有限，行情依旧承压；短期考虑两个，一是屠宰放量后体重不减，二是冻品库存仍居高不下，鲜销率偏低，说明短期供应端仍是个偏过剩的场景。

需求端：总量看今年消费确有转好，但前期的逢节必跌，也说明程度有限，抑或不及预期；春节前消费对价格或仍有脉冲式支撑，但整体看高峰已过，力度后期或难有边际改善空间。

小结：现货端，考虑供应减量、大猪尾部压力和需求潜在预期，1月份或供需双降，现货先弱后强，上下空间均有限；盘面各合约反映节后价格，偏近的03、05等供应压力仍存，且处消费淡季，整体思路逢高抛空，但留意现货节奏、过低不追，更远的07、09等处于减产周期，后期留意回落后的下方支撑。

## 鸡蛋

现货端：受持续供过于求的影响，12月国内蛋价从高位大幅回落，月底因业者逢低补库略有反弹，但难成气候，具体看黑山月跌0.4元至3.9元/斤，月最低3.6元/斤，辛集月跌0.34元至3.93元/斤，月最低3.71元/斤，销区回龙观月跌0.61元至4.13元/斤，东莞月跌0.34元至4.19元/斤；供应端整体平稳，老鸡淘汰仍不顺，成本下滑，市场心态偏悲观，需求表现整体一般，养殖端对节前备货仍有预期，维持1月蛋价平稳震荡判断，重心或不高。

补栏和淘汰：年内补栏数据偏高，截止12月补栏量8672万羽，同比+17%，环比-2.5%；年内淘鸡出栏量偏低，养户惜售延淘为主，鸡龄持续处于偏高位置，当前鸡龄在518天，环比小幅下滑，老鸡积累偏多利空当期蛋价。

存栏及趋势：截止12月末在产蛋鸡存栏为12.1亿只，环比+0.2%，同比增加2.6%，较年内低点+2.8%，盈利积累叠加成本下移预期，加上延淘，未来存栏逐步增加的态势不变，至24年5月的理论存栏量达12.65亿只，但留意阶段性老鸡加速出清，或影响存栏节奏。

需求端：替代品普遍便宜，除少量节前补货，整体需求增量或有限。

小结：年初现货表现弱于预期，表明市场形势仍是供大于求，元旦后现货仍有反弹可能，只是供应增成本降背景下幅度或受限，现货情绪偏弱，叠加延淘和成本下行预期，盘面淡季的02-06合约维持持空、反弹抛空思路。

## 蛋白粕

国际大豆：美豆12月上半月处于偏弱震荡状态，12月下旬跌幅较大。一方面12月上旬巴西中西部历史性的降水偏少，另一方面阿根廷降雨充沛，如果说这种天气形势对于南美丰产的不确定性支撑了上旬的偏弱震荡，那么12月中下旬GFS及ECMWF模型对于降雨预期的一致转好则成为12月下旬美豆快速下跌的催化剂。美国及巴西大豆到港成本自12月初至1月5日下跌150-200元/吨，升贴水持稳，主要是期货盘面下跌导致到港成本下跌。截至12月21日一周美国2023/2024年度大豆出口净销售为98.39万吨，总合约比去年少655万吨，美豆的销售进度还比较快，按USDA预估23/24年度美国仍有1200万吨左右大豆待售。巴西预计12月对华出口约350万吨，同比增加200万吨。天气方面，12月巴西主产区马州、戈亚斯降水不足，历史性低位，预计有所减产，去年减产的南里奥州据官方预估今年恢复性增产68%，总体来看巴西的产量还是在1.52-1.55亿吨左右。阿根廷12月降雨形势较好。1月天气正如盘面下跌所体现，近期巴西迎来充沛降雨，预计持续到1月14号左右，阿根廷1月开头降雨偏少，1月后期预报降雨量中性，同时12月降雨较多，能够提供较好生长条件。

国内双粕：本月国内豆粕单边走势跟随美豆，3-5 价差在 12 月 20 号左右因备货启动等因素小幅上涨，随后在美豆跌破支撑位后快速回落，全月 3-5 价差大部分时间维持在 400 以上的高位。12 月国内油厂大豆预估到港 826.7 万吨，油厂大豆压榨 792.6 万吨，油厂大豆月末库存 696 万吨，五年同期最高。钢联预估 1 月油厂大豆到港 754 万吨，能够覆盖 1 月份的季节性备货需求。2 月 560 万吨，3 月 530 万吨，按季节性的表观消费来推，后续油厂大豆、豆粕的库存量或仍偏高，预计 1、2 月是高位维持的状态，3 月可能有部分去库。

观点小结：目前对巴西产量的预估在 1.52-1.55 亿吨，马州、戈亚斯 11、12 月的降水偏少预计有所减产，但南里奥格兰德州今年预计恢复性增产，阿根廷丰产预期较足，南美产量预计仍然历史最高，美豆的运行区间承压，所以单边目前看豆粕 05 跟随美豆偏空为主。近期豆粕 05 合约在 3200、3000 元/吨分别有美豆、巴西的种植成本支撑，更深度的跌幅需要看巴西出口季与美豆竞争后升贴水的下行，而 1 月份一般存在季节性的备货需求，因此短期可能会偏弱震荡。中期从目前的大豆进口预估和季节性消费来看似乎近两个月油厂库存将在高位维持而不是大幅去库，反弹抛空为主。

## 油脂

马棕：由于马棕 10、11 月同比增产幅度较高，12 月马棕形成偏空的基调，期间原油大幅回落及南美大豆天气形势改善也拖累油脂，全月马棕在 12 月初跟随原油快速下跌后，维持偏弱震荡趋势。展望后市，12 月东南亚产区降雨仍然略偏少，高频数据显示马棕 12 月预计小幅去库，产量环比下降，同比持平。油脂当下供应仍然较充足，未来几个月马棕季节性减产去库预计仍然会到来。大方向的预期印尼减产需要等到 2024 年下半年。在当前供需矛盾不突出背景下，由于处于季节性去库周期，马棕相对于原油的价差处在一个中性的位置，全月在粕类下跌明显情况下，油脂则跟随原油相对强势。

国内油脂：本月国内油脂库存从月初的 230 万吨小幅去库到月末的 223 万吨，主要是棕榈油去库 10 万吨左右，豆油持平，菜油则累库。后期棕榈油预计仍然维持季节性的平稳进口和去库，豆油因为大豆压榨量下行而有季节性去库，菜油库存按往年规律来看还将在高位维持。

国际油脂：欧洲现货菜油本月缓慢下跌，全月下跌 13.6%，棕榈油本月下跌 5.6% 左右。印度现货植物油及进口报价也是维持下跌趋势，整体下跌幅度 5% 左右。国际豆棕价差本月由 100 美元//吨跌至月末 6 美元/吨左右，1 月初有所回升，目前价差在 34.81 美元/吨。

观点小结：大方向油脂暂时看不到减产，由于需求增加，新年度油脂价格中枢可能与去年持平。根据目前主流机构的预估，12 月库存可能小幅去库，1 月以后随着产量季节性减产预计去库趋势更明确，对油脂价格有一定支撑。供需矛盾不突出的情况下，预计与原油走势更为密切，马棕生柴价差当前处于中性的位置，预计跟随原油震荡为主，若原油站稳 70 美元/桶中枢，6800 的棕榈油或是底部区间。

## 白糖

国际市场回顾：上周 ICE 原糖期货价格小幅上涨，上周五 ICE 原糖 3 月合约收盘报价 21.1 美分/磅，较之前一周上涨 0.61 美分/磅，或 2.98%，因泰国和印度产量同比下滑。据印度糖厂协会（ISMA）公布的数据显示，截至 12 月底印度累计产糖量为 1118 万吨，较去年同期下降 94 万吨。据泰国甘蔗及糖业委员会办公室（OCSB）公布的数据显示，截至 12 月底泰国累计产糖 134 万吨，较去年同期下降 59 万吨。

国内市场回顾：上周郑糖期货价格基本持平，上周郑糖5月合约收盘报6308元/吨，较前一周上涨1元/吨，或0.02%。上周全国12月产销数据公布，数据表现良好。全国12月单月产糖230万吨，同比减少10万吨；单月销糖138万吨，同比增加3万吨。工业库存150万吨，同比下降25万吨。

观点及策略：在原糖大幅下跌后短期风险基本释放，并且泰国及印度逐步兑现减产预期，预计原糖在18-20美分/磅成本线有较强支撑。国内方面，当前因进口利润倒挂已经持续超过两年时间，国内库存大幅去化，若对低关税糖浆及预拌粉进口进行管控，未来国内产销缺口问题会被放大，配额外进口成本将重新成为价格的锚定。当前糖价接近广西生产成本，继续深跌概率有限，策略上建议逢低择机买入。

## 棉花

国际市场回顾：上周ICE棉花期货价格小幅下跌，上周五ICE3月棉花期货合约收盘价报80.10美分/磅，较之前一周下跌0.85美分/磅，或1.05%，因周度美棉出口数据转弱。美国农业部上周五公布的出口销售报告显示，截止12月28日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增13.11万包，较之前一周减少65%，较前四周均值减少24%。当周美国棉花出口装船为21.32万包，较之前一周减少8%，较此前四周均值增加15%，其中向中国大陆出口装船14.76万包。

国内市场回顾：上周郑棉期货价格小幅上涨，上周五郑棉5月合约收盘价报15615元/吨，较前一周上涨160元/吨，或1.04%。纺织企业年前备货需求良好，支撑棉价继续上涨。从数据来看，纺纱厂开机率连续第七周回升，织布厂开机率连续第六周回升，纺纱厂纱线库存连续第六周去库。但棉纱等成品销售利润走弱，需求的持续性有待观察。

观点及策略：目前现货市场持续回暖，下游产业链数据边际变化转好，支撑盘面价格上涨。但从中期来看，棉纱高库存的矛盾仍在，且纺纱利润走弱，会导致市场在15500-16000元/吨区间将逐步面临套保压力，棉价缺乏较强的向上驱动，策略上建议目前观望，待反弹至成本上方做空。

## 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。报告的撰写并未顾及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

## 研究中心团队

【五矿期货研究中心团队】					
姓名	职务	组别	研究方向	从业资格	交易咨询
孟远	总经理	主持研究中心工作		F0244193	
吴坤金	高级分析师、组长	有色金属组	有色、铜、锌	F3036210	Z0015924
王震宇	分析师		铝、锡	F3082524	Z0018567
钟靖	分析师		镍	F3035267	
曾宇轲	分析师		碳酸锂、镍	F03121027	
张世骄	分析师		铅、锌	F03120988	
蒋文斌	投研经理、组长		宏观金融组	宏观、国债	F3048844
夏佳栋	分析师	股指		F3023316	Z0014235
钟俊轩	分析师	贵金属		F03112694	
石头	首席分析师	黑色建材组	黑色	F03106597	Z0018273
赵钰	分析师、副组长		黑色、钢材、铁矿	F3084536	Z0016349
郎志杰	分析师		玻璃、纯碱	F0284201	
李昂	分析师		热卷、动力煤	F3085542	Z0018818
陈张滢	分析师		铁合金、工业硅	F03098415	
谢璇	分析师		铁矿、双焦	F03097319	
李晶	首席分析师、组长	能源化工组	能化	F0283948	Z0015498
张正华	高级分析师		橡胶、20号胶	F0270766	Z0003000
刘洁文	分析师		甲醇、尿素	F03097315	
汪之弦	分析师		燃料油、天然气	F03105184	
徐绍祖	分析师		塑料、PP	F03115061	
施洲扬	分析师		苯乙烯、PVC	F03096823	
王俊	高级分析师、组长	农产品组	农产品、生猪鸡蛋	F0273729	Z0002942
杨泽元	分析师		白糖、棉花	F03116327	Z0019233
斯小伟	分析师		豆粕、油脂	F03114441	
郑丽	研究助理	研究支持、研究服务和合规管理		F03087338	