

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数-1.72%，创业板指-2.60%，上证50+0.28%，沪深300-0.44%，中证500-3.61%，中证1000-4.80%。两市日均成交额6929亿，较前一周+194亿/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，12月CPI/PPI继续下降、出口在基数效应下转正，经济压力较大；12月M1增速1.3%较上月持平。

利率：中债十年期国债利率-2BP，中美10年期利差+19BP至-165BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净卖出235亿；②上周美股指数标普500指数+1.17%，恒生指数-5.76%，AH比价153.84%；③上周重要股东二级市场净减持1.3亿；④证监会新发2家IPO，数量+0；⑤上周融资余额-89亿；⑥上周偏股型基金新成立份额24亿。⑦DR007利率略有反弹，宏观流动性边际转紧。总的来说，外资卖出（-），重要股东净减持减少（+），融资额减少（平），IPO数量不变（平），偏股型基金发行量较少（-），ETF份额增加（+），DR007上行（-）。资金面中性偏弱。

估值：市盈率（TTM）：上证50为8.97，沪深300为10.47，中证500为20.27，中证1000为31.89。

宏观消息面：

- 1、上周300ETF、50ETF成交大幅放量，基金份额大幅增长，国家队资金通过买入ETF稳定股票市场。
- 2、1月15号MLF利率未下调，低于市场预期。
- 3、上周国内公布了一系列经济数据，整体是符合预期。
- 4、股指期货IC、IM合约贴水幅度持续加深，或与雪球结构产品敲入有关。
- 5、近期美国公布的经济数据整体偏强，市场对美联储今年降息预期减弱，CME利率预测工具显示今年降息次数大概率由上周末的7次下降为5次。

交易逻辑：海外方面，近期美国好坏参半，降息预期修正，美债利率回升。国内方面，12月PMI继续回落，12月CPI和PPI继续负增长，M1增速与上月持平。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。当前各指数估值均处于历史最低分位值附近，股债收益比不断走高，国家队通过ETF稳定市场，建议择机逢低做多。

期指交易策略：择机逢低做多IF。

国债

经济及政策：上周国内公布 12 月份经济数据及全年 GDP 数据，总体符合预期，两年平均增速仍以底部震荡为主，预计进一步下降的空间有限，反弹则取决于后期的政策力度及推出时间。海外美国的经济数据仍有韧性，导致美联储的降息预期有所降温。

1. 国家统计局：2023 年全年国内生产总值 1260582 亿元 比上年增长 5.2%
2. 国家统计局：2023 年全国房地产开发投资 110913 亿元 比上年下降 9.6%；
3. 国家统计局：2023 年 12 月份规模以上工业增加值同比增长 6.8%； 12 月社会消费品零售总额同比增长 7.4%； 2023 年全国城镇固定资产投资 503036 亿元，比上年增长 3.0%；
4. 国家发改委：抓紧出台政策 全面取消制造业领域外资准入限制措施；
5. 国家发改委：多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策 审慎出台收缩性、抑制性举措；
6. 中指研究院：未来 5 年超大特大城市城中村改造预计带动 10 万亿元投资；
7. 工信部：2023 年我国汽车出口首次跃居全球第一；
8. 德国 2023 年全年 GDP 增速下降 0.3%，预期下降 0.30%，前值增长 1.80%；
9. 欧元区 11 月工业产出同比下降 6.8%，预期下降 5.9%；11 月工业产出环比下降 0.3%，预期下降 0.30%；
10. 美国 12 月零售销售环比上升 0.6%，预估为上升 0.4%，前值为上升 0.3%；
11. 美国利率期货交易员押注，美联储在 5 月会议之前不会开始降息；利率互换合约显示，美联储 3 月份降息的可能性已进一步降至 40%左右。

流动性：上周逆回购投放 15670 亿，到期 2270 亿，净回笼 13400 亿；流动性先紧后松，目前维持中性偏紧状态。

利率：1、最新中国十年期国债利率 2.50%，上周回落 1.51BP；美债收益率 4.15%，上周反弹 19BP；DR007 利率周五收于 1.87%。

小结：在政策加码发力之前，经济短期以底部震荡为主，预计进一步回落的空间有限。考虑到近期价格上涨后，贴水收敛，净基差转负，策略上观望。

贵金属

行情总结：截至至 1.19 日盘数据，沪金跌 0.09%，报 480.36 元/克，沪银涨 0.31%，报 5913.00 元/千克；COMEX 金跌 0.06%，报 2031.80 美元/盎司，COMEX 银涨 1.16%，报 23.18 美元/盎司；10 年期美债收益率涨 4.27%，报 4.15 %；美元指数涨 0.77%，报 103.23 ；海外权益市场方面，道琼斯指数涨 0.41%，报 37863.80 ；纳斯达克指数涨 2.28%，报 15310.97 ；伦敦富时 100 指数跌 2.14%，报 7461.93 ；东京日经 225 指数涨 1.09%，报 35963.27 ；显示市场恐慌情绪的 VIX 指数涨 4.72%，报 13.30 。

经济数据：本周发布的美国零售销售数据超预期，显示占美国经济比重较大的居民消费仍具一定韧性，美国 12 月零售销售环比值为 0.6%，超过预期的 0.4%和前值的 0.3%。美国 12 月核心零售销售

环比值为 0.8%，超过预期的 0.2%和前值的 0.7%。就业数据方面，美国至 1 月 13 日当周初请失业金人数为 18.7 万人，低于预期的 20.7 万人。本月发布的 12 月非农就业数据为 21.6 万人，高于预期的 17.5 万人，美国劳动力市场的火热情况仍未消退。联储官员表态：美联储官员博斯蒂克表示，在降息之前需要更多证据表明通胀正在持续趋向 2%的政策目标。若通胀放缓速度较慢，则最好在更长时间内保持较高利率。美联储理事沃勒对于降息的观点也同样偏谨慎，与市场预期有所出入，沃勒表示：若通胀未反弹，今年可以降息，但在下调利率时需要谨慎行事。

金银持仓与成交情况：本周金银价格表现偏弱，内盘贵金属成交量和持仓量均出现下降。沪金持仓量下降 5.38%至 33.53 万手，五日平均成交量由 22.06 万手下降至 19.98 万手。沪银持仓量由 92.27 万手小幅下降至 91.38 万手，五日平均成交量下跌 10.66%至 58.2 万手。COMEX 黄金价格表现偏弱，但五日平均成交量有所增加，截止至 1 月 18 日为 24.24 万手。

美元流动性：本周美元流动性出现较大边际改善情况，隔夜逆回购规模下跌 1048.21 亿美元，余额下降至 1 万亿美元以下。准备金余额增加 549 亿美元，TGA 账户规模增加 457 亿美元。

受到美国经济数据以及联储官员表态的影响，前期市场交易的降息预期有所回落，CME FedWatch 显示当前市场预期美联储三月议息会议维持利率不变的概率为 52.9%，降息 25 个基点的概率为 46.2%。贵金属价格近期呈现震荡偏弱的走势。从中期来看，美联储在今年进入降息周期是具备确定性的，对贵金属应当保持多头思路，但近期金银价格回调压力较大，策略上建议暂时观望，待其回调企稳后结合后续美国经济数据寻找做多机会。沪金主连参考运行区间 475-485 元/克，沪银主连参考运行区间 5750-6200 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价震荡企稳，伦铜收涨 1.02%至 8380 美元/吨，沪铜主力收至 67900 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存增加 0.8 万吨，其中上期所库存增加 0.5 至 4.8 万吨，LME 库存增加 0.2 至 15.8 万吨，COMEX 库存增加 0.1 至 1.9 万吨。上海保税区库存环比增加 0.1 万吨，当周现货进口维持盈利，洋山铜溢价小幅下滑。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水缩至 79.2 美元/吨，现货边际改善，国内上海地区现货升水震荡略升，周五报升水 50 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差小幅缩窄至 1440 元/吨，废铜替代优势降低，当周废铜杆开工率反弹。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率小幅下滑 1.3 个百分点，需求有所走弱。

价格层面，海外权益市场回暖，情绪面边际改善；国内弱现实强预期格局维持，短期市场风险偏好稍弱。产业上看全球铜库存维持偏低，铜矿加工费持续下滑使得冶炼生产利润明显收缩，后续冶炼产量或受影响，因此尽管消费季节性偏弱，但铜价支撑或仍偏强。本周沪铜主力运行区间参考：67000-69000 元/吨。

铝

据 SMM 统计，2023 年 12 月份(31 天)国内电解铝产量 356.2 万吨，同比增长 3.6%。12 月份国内电解铝运行产能虽然环比小幅增长，但云南前期减产的电解槽再无铝水产出，12 月国内电解铝日均产量环比下降 3800 多吨至 11.49 万吨附近。

◆库存： 2024-1-18：铝锭去库 1.4 万吨至 42.1 万吨，铝棒累库 0.4 万吨至 9.35 万吨。

◆进出口：海关总署最新数据显示，2023 年末锻轧铝及铝材累计进口 305.98 万吨，同比增长 28.0%。其中，12 月中国进口未锻轧铝及铝材 32.34 万吨，同比增长 25.2%。2023 年中国铝矿砂及其精矿累计进口铝矿砂及其精矿 14138 万吨，同比增长 12.9%。其中，12 月中国进口铝矿砂及其精矿 1187 万吨，同比增长 17.5%。2023 年 12 月中国出口氧化铝 12.99 万吨，2023 年 1-12 月累计出口 126.47 万吨；2023 年 12 月进口 26.79 万吨，环比增加 107.67%，同比增加 115.70%。2023 年 1-12 月累计进口 182.65 万吨，同比减少 9.63%；12 月氧化铝净进口 13.80 万吨，2023 年 1-12 月累计净进口 56.29 万吨。

◆需求端：2023 年汽车全年产销分别实现了 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比增长 11.6%和 12%，创历史新高。

◆小结：2023 年国内氧化铝总产量 7980 万吨，电解铝产量 4151 万吨。氧化铝供应偏紧格局延续，国内电解铝铝棒均维持去库走势，电解铝库存创历年年初新低。消费方面，乘用车消费保持强势，铝杆线消费超预期增长。考虑到下周开始下游生产厂商开始陆续放假，后续预计铝锭库存将逐步呈现累库态势。短期内预计将维持震荡偏弱走势，国内主力合约参考运行区间：18500 元-19500 元。海外参考运行区间：2150 美元-2350 美元。

锌

上周锌价上探回落，伦锌收跌 1.43%至 2473 美元/吨，总持仓 20.94 万手。沪锌主力收跌 2.08%至 20675 元/吨，总持仓 17.44 万手。价差方面，内盘基差边际下滑，价差小幅上行。沪伦比价下探回升，进口窗口暂时关闭。库存方面，LME 库存减少 0.88 万吨至 20.21 万吨。SHFE 库存小计减少 0.25 万吨至 2.26 万吨，其中期货库存 0.52 万吨。根据 SMM 数据，下游工厂原料库存增加 266.24 吨至 1.07 万吨。社会库存减少 0.63 万吨至 7.09 万吨，去库主要来自下游逢低采买补库。供给端，国产锌精矿加工费 4100 元/金属吨，进口锌精矿加工费 80 美元/干吨，加工费进一步下行，部分炼厂利润承压检修减产，供给边际收紧。初端消费，镀锌端临近过年部分工厂逐步减停产线，本周开工率下降 2.76%至 53.84%。合金端，家用五金及汽车订单有所增加，本周开工率上升 3.28%至 50.00%。氧化锌，半钢胎消费支撑氧化锌开工，饲料于陶瓷终端维持弱势，本周开工率下降 0.4%至 56.50%。总体来看，锌价走势跟随宏观波动明显，美指偏强，有色重心整体下移。然炼厂利润承压检修增加叠加下游间歇逢低采买补库支撑，总体波动为主。主力运行区间参考：20200-21600 元/吨。

铅

上周铅价下探回升，伦铅收涨 0.81%至 2108 美元/吨，总持仓 13.84 万手。沪铅 2403 收涨 0.18%至 16360 元/吨，总持仓 9.63 万手。价差方面，内盘基差边际缩窄，价差小幅上行。内盘矛盾集中，铅价内强外弱下沪伦比价持续上行。库存方面，LME 库存减少 0.74 万吨至 11.22 万吨。SHFE 库存小计减少 2.1 万吨至 3.71 万吨，其中期货库存 3.47 万吨。根据 SMM 数据，铅锭工厂库存减少 0.2 万吨至 0.6 万吨。社会

库存减少 2.05 万吨至 5 万吨。本周发生较大去库主要为交仓后浙江地区下游提取仓单。供给端，原生铅方面，进口铅精矿加工费 40 美元/干吨，国产铅精矿加工费 850 元/金属吨，本周江西、广东等地原生铅厂复产不及预期，原生铅开工率下降 0.91%至 51.79%。再生铅方面，废电动车电池均价涨至 9900 元/吨，再生供应维持紧张，再生铅厂原料库存增加 1.17 万吨至 16.7 万吨，再生铅开工率下降 8.31%至 44.3%。需求端，本周铅酸蓄电池开工率维稳于 76.44%，临近春节电池厂于经销商均进入备库阶段，随春节放假逐步临近，下游开工率或有一定程度下滑。总体来看，春节备库氛围中下游消费提供支撑，上游供给基本恢复，但由于现货预售较多，当下流通货源仍维持偏紧。总体波动为主。主力运行区间参考：16050-16800 元/吨。

镍

期现市场：LME 镍三月收盘价 16040 美元，当日涨跌-0.80%，周内涨跌-1.29%。沪镍主力下午收盘价 127950 元，当日跌 0.24%，周内跌 1.14%。周五 SMM 现货价报 128000-133000 元/吨，周内-925 元。俄镍现货均价对近月合约升贴水为-100 元，周内企稳；金川镍现货升水报 3800-4200 元/吨，周内涨跌-650。

基本面：12 月国内电解镍产量 2.44 万吨，环比增 8.3%，同比增 48.5%。1 月一级镍排产增速放缓，但需求端难以回暖，库存持续小幅增加。截止 1 月 19 日，SHFE+LME+保税区显性库存报 8.89 万吨，较上周增 886 吨。其中，国内库存增 418 吨，LME 库存增加 468 吨。国内镍铁厂部分检修，供应下降，但印尼供给稳定。上周钢厂备货，镍铁成交回暖，报价上调。周内 304 不锈钢现货各地报价普涨 100-200 元。不锈钢仓库到货充足，10 月以来国内去库趋势暂止，1 月 19 日库存报 81.87 万吨，较上周增 2.7%。2023 年国内硫酸镍产量累计同比增 9.7%。但国内三元前驱体和正极材料累计同比 2022 年分别减 3.8%和 5.0%，锂电终端三元占比进一步下滑导致硫酸镍终端市场增长停滞。

观点：节前备货接近尾声，现货升水回调。LME 继续累库，原生镍市场过剩预期未变，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。高镍铁、高镍铬铁、废不锈钢等原料支撑较强，但库存连续两周回升，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，主力合约运行区间参考 118000-135000 元/吨。

锡

◆供给端：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%，总的来说去年国内精炼锡产量小幅上涨，但受缅甸佤邦禁矿持续影响，国内矿端供应愈发偏紧。

◆进出口：中国 2023 年 12 月锡矿砂及其精矿进口量为 16405 吨（折合 4300 金属吨）同比减少 24.85%，环比减少 41.11%，其中 12 月从缅甸的进口量为 13056 吨（折合 2611 金属吨，按照平均品位 20%计算）同比减少 16.69%，环比减少 36.54%；除缅甸外从其他国家 12 月合计进口量为 3350 吨（折合 1689 金属吨）同比减少 34.71%，环比减少 47.24%。

印尼贸易部周四公布的数据显示，印尼 12 月精炼锡出口量为 5,975.37 吨，较上年同期下降 22.5%。印尼 2023 年精炼锡出口量为 68,710.12 吨，较 2022 年的 78,118.44 吨下降 12.04%。

◆需求端：台积电于 1 月 18 日发布 2023 年第四季度财报，23Q4 收入 196.2 亿美元，同比-1.5%/环比+13.6%；毛利率 53%，同比-9.2pcts/环比-1.3pcts。23Q4 营收略超指引，毛利率符合指引，晶圆出货量环比略有增长。3nm 收入高增长，7nm 环比有所复苏，HPC、智能手机收入环比增长明显。2024 年半导体

行业有望持续复苏，AI 和先进封装需求预计持续强劲。

◆小结：国内精炼锡产量维持高位，锡矿加工费再度下调。考虑到缅甸锡矿供应的不确定性以及年初印尼出口许可证带来的潜在出口减少，供应端未来呈现偏紧态势。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：周五碳酸锂现货价企稳，SMM 电池级碳酸锂报价 93000-100000 元，周内涨 0.31%。工业级碳酸锂报价 86600-90000 元，周内涨 0.80%。碳酸锂期货合约震荡，LC2407 合约收盘价 101400 元，较前日收盘价-0.98%，主力合约收盘价与 SMM 平均报价升贴水为-4900 元。

基本面：1 月 18 日 SMM 国内碳酸锂周产量报 8597 吨，环比上周减 5.8%。终端消费进入淡季，乘联会预计本月销量环比 12 月减 15.3%。1 月电池材料生产排产继续下降。据 SMM 1 月 18 日数据显示，周度库存报 73051 吨，较上周增 1504 吨，其中上游增 657 吨，下游及其他增 847 吨。1 月 19 日 SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 850-970 美元/吨，周内跌 1.09%。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：临近春节，上下游厂商节奏性检修。基差贴水扩大，贸易商询价增多，盐厂普遍有挺价意愿。低价工碳需求较好，价格上调。电池材料一季度排产低，下游生产企业因担心库存损益备货谨慎，市场零星交投冷淡。预计 2 月供需双弱，但需求降速更显著，碳酸锂累库预期不变，可能在 2024 年 2 季度达到历史峰值。短期现货大概率震荡，基本面弱勢难以支撑期货盘面持续强势，若缺少事件扰动预期情绪，维持震荡预期。成本端关注高成本矿山生产节奏调整。本周电池级碳酸锂均价参考运行区间 90000-100000 元。

黑色建材类

钢材

成本端：广州天津的板材现货价差处于历史高位，北材南下的窗口被打开。5-10 跨月价差处于历史同期偏低水平，但暂无逻辑驱动 支持正套交易。热轧板卷吨毛利有所修复，目前钢联数据约在亏损 313/元 每吨附近。成本对于钢材价格变化的驱动依然显著。

供应端：本周热轧板卷产量 294 万吨，较上周环比变化-9.9 万吨，较上年单周同比约-1.1%，累计同比约+1.0%。本周日均铁水产量 222 万吨，环比上升 1.1 万吨，市场预期未来 2-3 周间铁水产量将持续回升。目前来看铁矿石需求依然比较旺盛，虽然 周中铁矿盘面价格出现下跌，但短期而言我们认为难以出现很深的回撤。目前钢铁生产企业节前停工以及节后复产的路径节奏相对模糊，因此难以做出有效判断。但整体上，在低利润环境下钢厂以销定产的生产策略并未改变。

需求端：本周热轧板卷消费 294 万吨，较上周环比变化-7.9 万吨，较上年单周同比约+3.5%，累计同比

约+5.2%。热轧表观消费环比下滑，符合季节性预期。目前正处于历史同期偏低水平，且预期未来3-4周间会随季节性出现一定下降。就市场情绪而言，当前整体反馈偏悲观。但我们认为整体宏观环境依然宽松，且政府对于经济增速的支撑态度比较坚决。因此宏观需求是存在支撑的，但暂时而言需求的复苏还未得到印证，并不明朗。对于2024年1月板材需求，在下游环境没有显著扰动的前提下，目前认为不会出现和季节性相悖的波动。

库存：库存基本复合季节性，不存在主要矛盾。

小结：炉料成本对于钢材价格的影响在本周出现松动。在钢厂利润较低的情况下我们认为钢材价格依然由成本形成支撑，但炉料与钢材价格波动相关性的下降，说明钢材自身基本面存在与炉料脱钩预兆。不过暂时来看，钢材估值在产业链中依然偏高，供给和需求难以接替成本为钢材价格形成新的支撑。因此在炉料、钢材两方面均不存在显著驱动力的情况下，钢材价格获得了在区间内一定的自主性，却难以摆脱价格中枢所形成的吸引力。综合考虑，我们认为黑色系盘面价格维持高位震荡反复拉扯的概率更高，因此可以在价格中枢下沿逢低择机建立空单。

风险：成本坍塌、悲观预期发酵等。

锰硅硅铁

锰硅：

基本面方面，当前淡季时点，需求继续维持在低位，本周螺纹钢产量继续走弱，铁水产量有所回升，但统计钢厂盈利水平维持在26%附近水平，预计将继续拖累钢厂复产意愿，且在市场对于后市预期偏弱背景下，铁水后期恢复幅度或相较于2022年（疫情放开后预期向好）铁水的大幅回升形成较鲜明的差异。供给侧收缩表现仍不及预期，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，但实际产量并未继续收缩，本周环比继续略有回升，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，仍在持续给予价格上方压力，限制盘面反弹力度。

但考虑当前盘面价格水平已经显著低于宁夏地区成本，价格向下的空间认为依旧有限。但需要注意的是，近期煤炭端价格表现仍旧偏弱，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，我们认为价格当前仍处于底部盘整震荡的阶段，后期能否选择向上以及向上有多少力度，取决于挤出过剩产能的程度。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，硅铁周度产量环比在上周同比显著走低的背景下本周继续小幅回落，供给端边际继续好转。需求端，铁水产量本周继续小幅回升，但整体处于淡季时节，相对有限。同时，我们看到钢厂盈利率仍旧维持在26%附近，低盈利状态预计仍将对钢厂复产意愿造成压制，同时通过对比当前与2022年底预期上的明显差异，后期铁水的恢复进度或将与2023年初以来的快速、明显回升形成差异。此外，非钢端需求依旧维持疲弱。在供给端边际环比改善、需求侧铁水小幅回升背景下，价格有底部趋稳迹象，但上行动力仍相对不足。

此外，以宁夏地区成本为锚，当前盘面价格水平相对合理，进一步向下的空间相对有限。但在盘面并未给出明显见底信号，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

近期，随着春节假期临近，下游采购需求走弱，市场现货价格出现一定松动带动盘面价格出现回落。

但从估值角度，由于 421#与 553#之间价差的显著收窄（明显低于交易所设置的 2000 元/吨水平，反应了有机硅与多晶硅之间需求表现的差异），盘面价格对标的锚一直在于 421#。从主产区 421#生产平均成本折盘面价格来看，区间在（13060，14120），其中，新疆地区为下边界。考虑到西南地区 421#产量占全国比例超过 50%，且西南地区 421#折盘面区间在（13890，14120）。因此，当前盘面 13500 元/吨左右的价格水平明显处于低估状态。

站在供求结构角度，近期整体周产稳定在相对低位（2023 年以来），环比有明显改善。当前新疆地区限产部分尚不明确复产时间，若维持当前产量水平，我们预计 1 月份产量将回落至 31-32 万吨（含 97 硅及再生硅）水平，且 2024 年 Q1 有望稳定在该水平附近，即供给端环比将阶段性维持明显改善的状态。需求端，我们主要的聚焦点仍在于多晶硅，随着产能的持续释放以及当前明显收缩但仍存在的利润，多晶硅产量持续新高，不断支撑工业硅需求，且我们预期这种状态在 2024Q1 仍有望维持。因此，我们根据供求平衡推算，得出 2024Q1 供求阶段将边际趋紧，处于阶段性紧缺状态。

供求结构阶段性改善，叠加春节后下游可能出现的补库行为，工业硅价格或有望在节后出现估值方面的回升，从而带动价格上行，但这一过程带来的价格波动或相对缓慢。期间，需要注意新疆地区供给提前复苏的风险以及一季度煤炭价格的下行带来成本端再度下移的风险。

能源化工类

橡胶

1 月 1 日后 NR 和 RU 如期高位下跌。但跌幅有点超预期。市场反弹到后期，转跌。

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。齐鲁石化装置 12 月 23 日发生故障。可能影响下游丁二烯（17 万吨，2.9%），丁苯（23 万吨），顺丁（8 万吨，4.5%）的生产。也有消息说顺丁橡胶可能不受影响。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 12300（0）元。

标胶现货 1520（0）美元。

操作建议：

中期看 RU 上方空间小下方空间大。不做多。

拟等待反弹作为空头配置，拟 14000-14450 之间，按照均匀节奏配置空头。
买现货或 NR 主力抛 RU2405 继续中线推荐。

1) 重卡数据有恢复。

2023 年，中国汽车行业迈进 3000 万辆新时代，商用车行业企稳回升，产销也超过 400 万辆。重卡以 91.1 万辆的销量收官。

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 19 日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 59.73%，较上周微幅走高 0.48 个百分点，较去年同期走高 42.44 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 72.44%，较上周小幅走高 0.29 个百分点，较去年同期走高 48.32 个百分点。全钢轮胎替换需求比较平淡，库存相对充足。半钢轮胎出口订单支撑依旧较强，轮胎厂库存相对低位。

4) 库存中性偏弱

库存方面，截至 2024 年 1 月 19 日，上期所天然橡胶库存 204024(9647) 吨，仓单 185750 (7380) 吨。20 号胶库存 103018 (-10181) 吨，仓单 92835 (-13912) 吨。截至 2024 年 1 月 19 日，青岛地区天然橡胶一般贸易库库存为 43.99 万吨，较上期增加 0.45 万吨，增幅 1.03%。天然橡胶青岛保税区内库存为 15.21 万吨，较上期减少了 0.18 万吨，降幅 1.18%。青岛社会库存 59.2 (0.27) 万吨。

5) ANRPC 产量小增。

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

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

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

2023 年 10 月，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%。

甲醇

供应端开工继续走高，同比处于高位水平。进口到港继续回升，短期供应仍以走高为主。需求方面，传统需求继续回落为主，烯烃装置开工走低，港口 MTO 装置负荷本周环比维持，需求整体小幅走弱。库存方面，随着到港回升以及下游开工走弱，港口库存本周走高。内地企业库存受买方积极性提升，下游拿货增多，进一步去化，整体处于低位水平，内地供需仍相对偏紧。总体看短期供应充足，需求有所回落，基本面仍偏弱，但随着库存去化到合理水平加上二月进口缩量，预计甲醇向下空间有限，关注原料煤炭走势。策略方面，单边观望。

尿素

供应端开工见底回升，后续日产将快速回到高位水平，供应压力将再度走高，供应仍略显宽松，企业利润或有进一步回落压力。需求端随着现货快速下跌后市场拿货有所增加，企业预收有所好转，但因终端观望情绪浓厚，现货价格仍在进一步走低，复合肥走货一般，原料按需采购，成本支撑偏弱。国际方面，国际价格表现弱势，国内现货价格高，出口无优势，短期出口无望。库存方面，短期需求减弱，本周企业库存有所走高，但绝对水平仍相对可空，后续随着供应回归，预计企业库存压力将逐步回升。总体来看，后续国内尿素供需转宽松格局未改，偏弱对待。策略方面，单边关注逢高空配机会，套利方面逢低关注月间正套机会。

聚烯烃

1. 政策端：本周伊朗与巴基斯坦在霍尔木兹海峡附近发生摩擦，该事件如果继续发酵，将对全球能源产品价格造成巨大影响。
2. 估值：周度涨幅（期货>现货>成本）；聚烯烃基差转负，即使本周利润下滑，但PP利润仍然相对PE较低，PP相对PE低估。
3. 成本端：本周市场尚未对沙特阿美大幅下调亚洲原油官价以及OPEC12月石油产量上升过多回应，原油价格企稳反弹。WTI原油本周上涨2.86%，Brent原油本周上涨2.18%，煤价本周下跌-0.33%，甲醇本周无变动0.00%，乙烯本周上涨0.97%，丙烯本周上涨3.22%，丙烷本周上涨1.16%。成本端原油、LPG支撑回归，盘面交易逻辑回归受供需关系影响较强，PDH制PP利润下滑，生产商继续降低产能利用率挺价。
4. 供应端：PE产能利用率81.85%，环比下降-0.68%，同比去年下降-8.91%，较5年同期下降-5.70%，PE本周检修较多，供应端偏紧。PP产能利用率76.19%，环比下降-2.14%，同比去年下降-5.05%，较5年同期下降-20.37%，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。
5. 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。
6. 需求端：聚烯烃下游开工率低位震荡，或将进入季节性淡季。开工周度数据显示，PE下游开工率43.40%，环比上涨0.60%，同比上涨73.60%。PP下游开工率52.39%，环比下降-0.98%，同比上涨68.95%。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。
7. 库存：本周上游高库存背景下，PE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37.22万吨，本周环比去库-11.32%，较去年同期累库12.79%；PE贸易商库存3.49万吨，较上周去库-10.07%；PP生产企业库存48.22万吨，本周环比去库-1.93%，较去年同期累库20.61%；PP贸易商库存10.60万吨，较上周去库-1.85%；PP港口库存5.84万吨，较上周去库-2.83%。
8. 小结：本周伊朗与巴基斯坦在霍尔木兹海峡附近发生摩擦，该事件如果继续发酵，将对全球能源产品价格造成巨大影响。成本端市场尚未对沙特阿美大幅下调亚洲原油官价以及OPEC12月石油产量上升过多回应，原油价格企稳反弹，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。
9. 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(7200-7500)。
10. 推荐策略：LL-PP价差831元/吨，环比扩大79元/吨，建议逢低做多；LL-PVC价差2315元/吨，环比扩大121元/吨，建议逢低做多。
11. 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：上周国内猪价先涨后落，整体表现略强，前半段市场抗价增多，且雨雪降温影响调运，北方率先走强，后半段受需求跟涨缓慢影响，价格再度承压，具体看河南均价周涨0.3元至14.3元/公斤，四川均价周涨0.7元至13.8元/公斤；下周北方集团出栏量或仍不多，对低价存有抵触，南方供应量仍大，因而实际供应量或依旧充裕，需求端随着春节临近以及降温后消费提升，屠宰量存进一步提升的预期，支撑价格下限，整体看预计下周猪价先落后涨，幅度有赖于市场情绪的变化。

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，减量有限，行情依旧承压；短期考虑两个，一是屠宰放量后体重降速不快，或暗示大猪供应压力仍存，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：短期屠宰水平偏低，但价格拉涨不及预期，整体消费偏差叠加部分前置是主要原因；本周降温和节前备货在即，市场对现货涨价仍存预期，支撑盘面驱动略微向上，但考虑当前基础供应、体重以及冻品等压力，估值端难以支撑盘面进一步走高，维持短期近月略强、月间正套，但中期逢高抛空的思路，若现货好于预期，空头端可适当远移。

鸡蛋

现货端：上周国内蛋价先涨后落，在持续供大于求以及市场偏悲观心态的影响下，备货表现不及预期，具体看黑山大码蛋价周涨0.2元至3.8元/斤，辛集周落0.11元至3.67元/斤，销区回龙观周涨0.14元至4.2元/斤，东莞周涨0.05元至4.09元/斤；供应端整体平稳，前期库存蛋部分流出，增加市场压力，成本坍塌背景下，市场备货心态悲观，需求方拿货意愿保守，供大于求，预计下周市场暂稳，局部稍涨，随后仍有落价风险。

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514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：节前备货不及预期，市场心态悲观下，盘面提前走季节性下跌预期，当前下跌糅合了部分供应增长和成本塌陷的逻辑，且现货偏弱背景下难以证伪，在盘面跌破成本以及淘鸡放量前，建议继续空头思路，持空抛空为主。

蛋白粕

国际大豆：本周美豆继续单边下跌，南美天气偏好，市场对南美丰产预期较足。盘面及升贴水均下跌，大豆到港成本降约 50-160 元/吨，美国大豆升贴水报价稳定，巴西升贴水下 40-50 美分/蒲。截至 1 月 12 日前一周末美豆新增净销售 78.1 万吨，美豆销售进度同比仍偏慢。后市南美天气预计仍然正常，本周巴西南部降雨较多，中部、北部较少，下周预计充沛降雨回归。根据历史及天气预报数据，阿根廷 1 月的降雨预计偏少，但 12 月降水较多，阿根廷农业部于 18 号的月报中表示大部分地区土壤水分充足。如若最终南美丰产实现，美豆则有在种植成本之下运行的可能，后续美豆或仍有下跌空间。

国内豆粕：本周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，周五收盘时仅 135 元/吨附近。根据 Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况显示，第 3 周（1 月 13 日至 1 月 19 日）125 家油厂大豆实际压榨量为 182.4 万吨，开机率为 52%；较预估低 2.64 万吨。预计第 4 周（1 月 20 日至 1 月 26 日）国内油厂开机率小幅上升，油厂大豆压榨量预计 195.59 万吨，开机率为 56%。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。预估 2 月 560 万吨，3 月 530 万吨。本周豆粕成交逐渐增加，饲料企业库存天数同比偏低，预计年前仍有备货需求。按季节性的表现消费来推，后续油厂大豆的库存量明显偏高，豆粕预计去库，近月合约承压。

观点小结：CONAB 及 USDA 均对南美产量有较高的预期，美豆及豆粕的运行区间承压，所以单边目前看豆粕 05 跟随美豆偏空为主。此外，盘面当前已有较大回撤，1 月底可能会出现季节性的年前备货，行情可能出现反弹，但随后随着南美大豆上市美豆或有进一步下行空间，建议反弹抛空为主。

油脂

马棕：本周棕榈油单边上涨走势，一方面高频数据显示马棕 1 月前 15 日同环比减产幅度较大，另一方面粕类的供需形势明显弱于油脂，资金多油抛粕，周中战争等消息面也提振原油，为油脂价格带来支撑。本周产地降水偏多，可能也是 1 月产量不及预期的原因。展望后市，大方向上看今年产地棕榈油产量可能在去年附近水平，油脂的价格中枢也预计同比持平。中期几个月马棕进入季节性减产去库期，将相对偏强。

国内油脂：上周国内棕榈油成交同环比均较好，豆油成交环比上涨，累积成交仍然一般。钢联预估 1 月棕榈油到港 23 万吨左右，后期棕榈油预计仍然维持季节性的平稳进口，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：欧洲现货菜油本周小幅上涨 0.76%，棕榈油本周上涨 3.07%。印度现货植物油及进口报价本周全部录得上涨。国际豆棕价差本周由 2 美元/吨跌至 -26.58 美元/吨左右。

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。马棕 12 月小幅去库，1 月以后随着产量季节性减产预计去库趋势更明确，此外，粕类中期几个月的供需形势预计弱于油脂，市场走出油强粕弱趋势。估值上，马棕生柴价差当前处于中性略高的位置，预计跟随当前偏强的原油震荡为主，建议逢低买单边或逢低多油空粕策略。价差上，从原料端看，大豆、菜籽丰产，棕榈油有减产可能性，适合豆棕缩。

白糖

国际市场回顾：上周 ICE 原糖期货价格上涨，周五 ICE 原糖 3 月合约收盘价报 23.56 美分/磅，较之前一周上涨 1.93 美分/磅，或 8.92%。据印度糖厂联合会 (NFCSF) 最新公布的数据显示，2023/24 榨季截至 1 月 15 日，印度共有 511 家糖厂开榨，同比下降 8 家；甘蔗入榨量为 1.56 亿吨，同比下降 0.12 亿吨，降幅 7.69%；产糖量为 1487 万吨，同比下降 113 万吨，降幅 7.6%。据泰国甘蔗及糖业委员会办公室近日公布的数据显示，泰国 2023/24 榨季截至 1 月 14 日，累计甘蔗入榨量为 2863.86 万吨，同比减少 236.93 万吨，降幅 7.64%；含糖分为 11.43%，同比下降 1.11%；产糖率为 9.224%，同比减少 1.158%；累计产糖量为 264.16 万吨，同比减少 57.75 万吨，降幅 17.94%。

国内市场回顾：上周郑糖震荡上涨，周五郑糖 5 月合约收盘价报 6390 元/吨，较之前一周上涨 109 元/吨，或 1.74%。海关总署公布数据显示，2023 年 12 月我国进口食糖 50 万吨，同比减少 1.97 万吨，降幅 4.3%。2023 年 1-12 月累计进口食糖 397 万吨，同比减少 129.89 万吨，降幅 24.7%。2023/24 榨季截至 12 月累计进口食糖 186.25 万吨，同比增加 9.12 万吨，增幅 5.15%。

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 棉花期货价格上涨，周五 ICE 3 月棉花期货合约收盘价报 83.89 美分/磅，较之前一周上涨 2.71 美分/磅，或 3.34%，因美棉出口数据良好。美国农业部周五公布的出口销售报告显示，截止 1 月 11 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 42 万包，较之前一周增加 60%，较前四周均值增加 85%。其中对中国大陆出口销售净增 22.77 万包。当周美国棉花出口装船 25.77 万包。较之前一周增加 13%，较前四周均值增加 15%。其中对中国大陆出口装船 14.63 万包。

国内市场回顾：上周郑棉期货价格上涨，周五郑棉 5 月合约收盘价报 15925 元/吨，较之前一周上涨 405 元/吨，或 2.61%。现货方面，上周纺织市场成品库存压力较小，销售利润空间略有好转，但因棉价快速上涨，纺企对皮棉原料采购维持随用随买，贸易商转手相对积极，整体市场成交略好。轧花厂新棉销售积极性较强，现货市场购销进度有所加快。海关总署公布的数据显示，中国 12 月棉花进口量为 26 万吨，同比增加 54.9%。2023 年全年累计进口量为 196 万吨，同比增加 1.1%。

观点及策略：从中期来看，纺纱利润走弱，且后续消费能否持续存疑，棉价缺乏较强的向上驱动，预计郑棉在 16000 元/吨区间或面临较大的套保压力，策略上建议目前观望，待纺织企业开机率等产业链数据走差后择机做空。

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

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

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	