



官方微信



官方APP

2023年11月第4周核心策略推荐：

基本面、情绪面持续改善，风险资产将稳步上行

上海 2023.11.26

张舒绮 金融衍生品品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114
杨帆 能源化工品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114
魏莹 工业金属品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895
刘启跃 经济作物品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

联系方式：13761696907
期货从业资格证书编号：F3037345
联系方式：15919951825
期货从业资格证书编号：F3027216
联系方式：17717062790
期货从业资格证书编号：F3039424
联系方式：15659917780
期货从业资格证书编号：F3057626

核心摘要（1）：市场展望

□ 宏观分析要点：

□ 2023年经济实现5%左右增长的目标完成难度已不大，国内经济、通胀、库存、盈利等周期指标已先后于今年三季度见底，2024年有望迎来货币信用周期、经济周期、库存周期共振反弹的阶段，经济延续复苏的趋势确定性较高，但复苏的斜率存在分歧。综合考虑四季度以来各类利好信号指引，如政府于10月大幅上调全年财政预算赤字率、特殊再融资债券快速发行、房企融资支持政策预期增强等，我们认为明年政府预设的经济增长目标可能会维持5%左右不变。但地产周期拖累、消费“超增”概率低、地方财政支出约束、以及基数对消费、基建、制造业投资的影响，2024年经济实现5%增长还有一定难度，大概率需要稳增长政策的进一步支持。即中央主动加杠杆，让财政政策更加积极；货币政策以我为主，适时宽松；基建投资继续发挥经济运行“压舱石”的作用；地产调控政策持续优化，稳定供给，积极落实城中村改造、保交楼等重点工作。

□ 2024年我们也将面临相对缓和的外部环境。包括中美关系阶段性缓和，美国加息周期基本结束，明年经济增速放缓压力下或迎来降息周期。

□ 从微观层面看，近1个月以来，以钢材、铁矿、建材为主的黑色金属板块持续领涨市场，亦从侧面反映了市场情绪与预期的明显改善。

□ 综上所述，我们认为国内基本面、情绪面有望延续改善趋势，预计风险资产将继续上行。其中，估值相对偏低的权益资产多单赔率较优，且胜率也逐步提高；大宗商品中“景气修复+低库存”或“低库存+低估值”的品种上涨预期较强。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (卖出T2403, 单边, 移仓): 从宏观面来看, 虽然复苏节奏偏缓, 但目前政策面态度较为积极, 宏观向上趋势较为明确。而流动性方面, 由于债券供给阶段性走高叠加季节性因素, 资金面波动预计加大。从同业存单利率看, 目前金融体系负债压力较大。年内货币政策进一步宽松空间或有限, 叠加债市估值偏高, 而股票等风险资产吸引力正在逐步抬升, 债市空头盈亏比较优。

(2) 股指 (买入IF2312, 单边, 持有): 国内政策面、基本面正向循环大概率将形成, 利于盈利修复以及增速上修; 大类资产配置价值良好、且市场风险偏好亦将抬升, 利于A股估值扩张、且幅度乐观; 相关负面因素显著弱化, 内外资两端均有乐观期待; 从基本面、估值和筹码结构看, 沪深300指数主要构成行业占优, 其仍是最佳多头标的。

(3) 沪铝 (买入AL2401, 单边, 移仓): 云南地区减产逐步落地, 且不排除受天气因素的影响, 出现二次减产。目前电解铝开工率处历史高位, 后续产量新增空间较为有限。库存方面, 近两周数据出现回落, 后续累库压力较小。叠加美元近期大幅走弱, 铝价下方支撑仍较为明确。

(4) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 新增): 长期看锂资源供给增速相对稳定, 新建项目可能存在相关扰动因素, 24年冶炼端成本支撑有效。由于近月合约受资金面影响尤为明显, 操作难度较大, 建议移仓远月轻仓做多。

核心摘要 (3) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(5) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 政策引导下车市产销延续复苏之势, 需求兑现表现乐观, 而原料产出不及预期, 胶水价格坚挺抬升成本支撑, 供减需增推升橡胶价格中枢, 沪胶上行驱动依然更强。

(6) 甲醇 (买入MA401, 单边, 加仓): 11月产量环比减少2%, 12月气头装置减产, 产量预计进一步下降3%~5%。烯烃需求保持平稳, 传统下游需求有转弱迹象。供应减少幅度预计大于需求, 同时在成本支撑作用下, 甲醇易涨难跌。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 重碱供应偏紧, 纯碱近月交割风险偏高, 叠加纯碱近远月价差过高, 纯碱05合约迎来补涨机会, 建议多单继续持有。短期继续短期关注纯碱实际产量变化、库存、仓单变化情况。

(8) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 安监检查使得焦煤产出不时受阻, 下游冬储推升采购需求, 而低库存特性或加速今年补库持续性及强度, 基本面积积极因素占优。

(9) 铁矿 (买入I2405, 单边, 持有): 高炉生产保持韧性, 钢厂原料补库启动, 铁矿期价仍有上行修复贴水的动能, 铁矿05合约多单可继续持有。核心风险在于监管机构对铁矿采取更加严格的价格调控措施。

期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF401P15000, 新增): 停止抛储提振市场情绪, 成本端存在一定支撑, 建议介入卖看跌期权策略。

宏观

MACRO

01

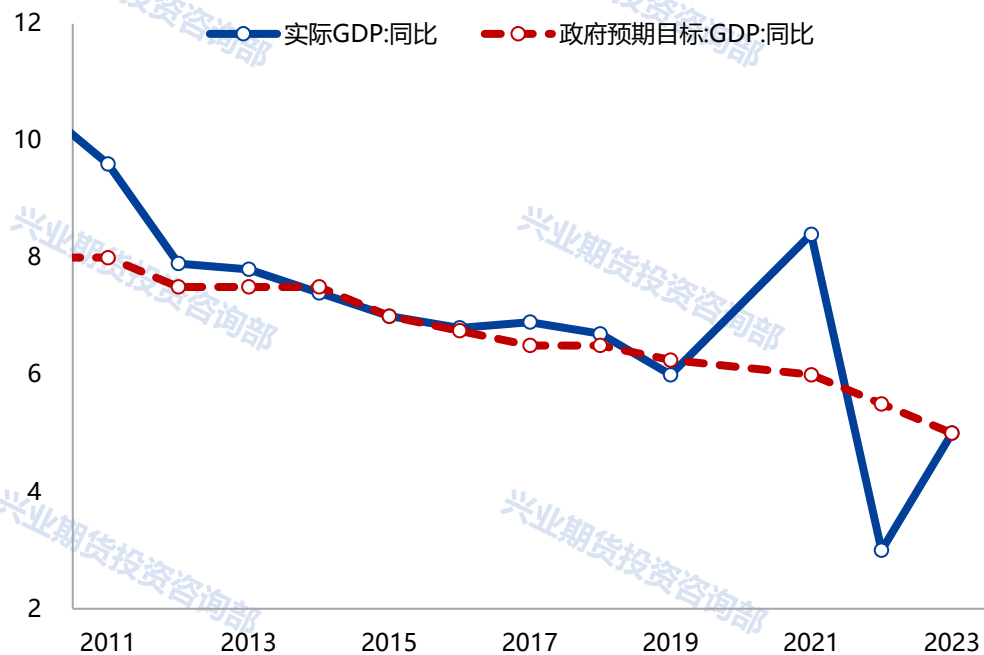
国内：10月部分指标回踩，但政策稳增长、经济向好方向未变

02

国内：美联储加息周期或基本结束，中美关系阶段性缓和

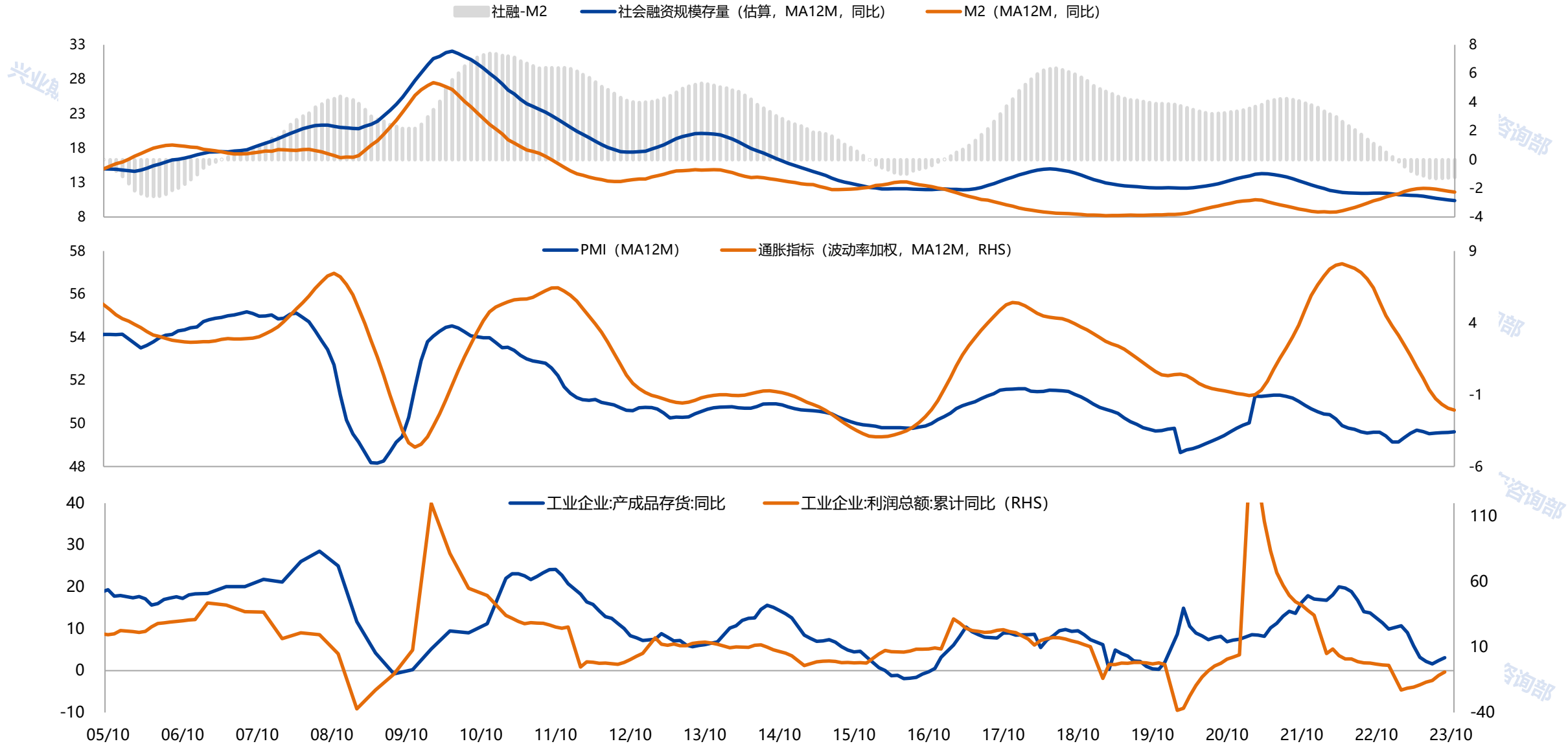
- 2023年国内经济实现5%的增长目标难度已不大。
- 且从周期视角观察，国内经济、通胀、库存、盈利周期指标已基本于三季度先后见底，2024年可能将迎来货币信用周期、经济周期、库存周期共振反弹的阶段，经济复苏的趋势相对明确，但复苏的力度存在分歧。考虑到今年10月政府新出台稳增长政策力度超市场预期，其信号指引作用较强，我们认为2024年经济增长目标大概率维持5%左右不变。

2023年完成5%目标难度不大



2023年完成5%的基本情况

季度	GDP		最终消费 同比	资本形成 同比	净出口 同比	点评
	环比	同比				
2023/03	2.3%	4.5%	3.0%	1.6%	-0.1%	消费强劲复苏，基建、制造业投资发力，地产投资拖累程度下降。
2023/06	0.5%	6.3%	5.3%	2.1%	-1.1%	基数效应有利，消费复苏持续，投资平稳。
2023/09	1.3%	4.9%	4.6%	1.1%	-0.8%	消费、基建、制造业投资放缓，地产投资见底。
2023/12	1.4%	4.4%	-	-	-	消费基数效应有利，基建投资和制造业投资有放缓的风险，地产投资拖累程度可能将降低。
2023.E		5.0%				



三大需求		驱动	拖累	预测
消费		2023年三季度边际消费倾向已回归常态，居民实际收入增速也有所回升。 2023年以来社零口径的通胀低于平均水平，2024年物价回升，或有利于名义消费增速。	疫情期间居民消费“超减”，对应疫后居民信心和消费意愿的反弹动能有限，难以出现消费的“超增”。 疫情以来，实际社零的潜在增速已由疫情前的9%-10%下降至3%-4%。	5%
固定资产投资	基建	2024年基建是宏观经济运行“压舱石”这一逻辑并未发生改变。 中央加杠杆、地方稳杠杆，且财政将保持对基建投资的高支持力度。	高基数。 土地出让收入偏弱和地方政府偿债压力，制约地方政府财政支出能力。	7%~8%
	制造业	2023年国内物价可能基本触底。 2023年四季度，工业企业补库存周期启动，2024年美国或由被动去库向补库周期过渡。 制造业转型升级。	高基数。 出口。	6%~8%
	地产	-	2023年密集的房地产调控政策优化并未扭转地产周期下行的趋势。 开工持续大幅走弱+竣工高增，将对地产投资形成滞后拖累。	-7%~-6%
出口		WTO预计2024年全球贸易量增长3.3%。 2023年三季度国内物价可能基本触底，2024年物价对名义出口增速的拖累减弱。 2024年以跨境出行为代表的服务贸易赤字规模依然小于疫情前平均水平，预计2024年有望继续修复。 2024年美国库存周期由被动去库向主动补库过渡。 基数效应拖累逐步减弱。	2024年上半年欧美经济仍有走弱风险，对我国出口形成一定拖累。	2%~3% 前低后高

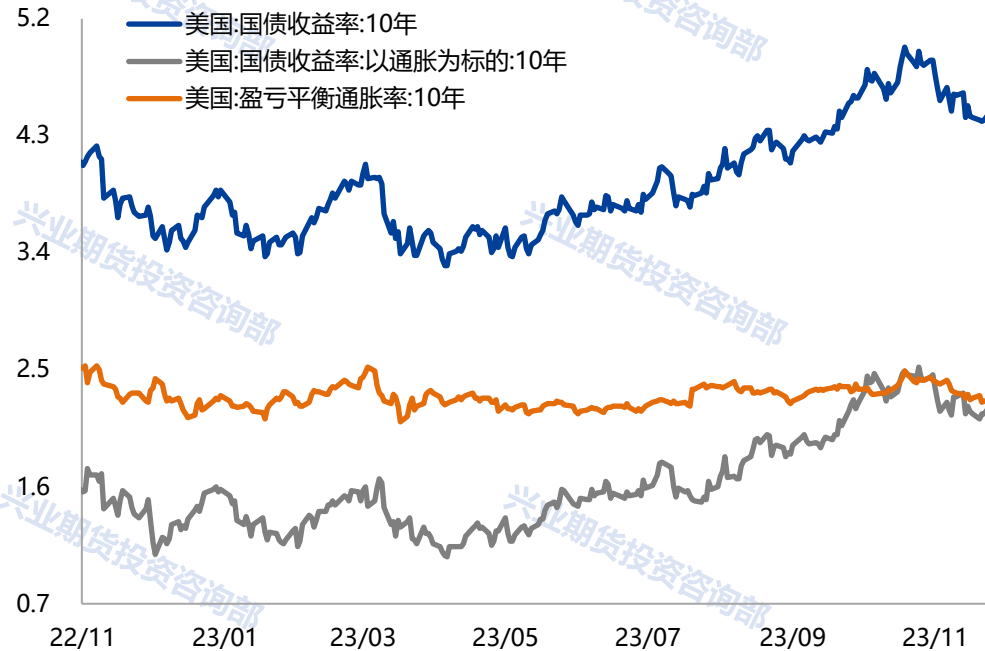
政策	2023年	2024年
经济增长目标	5%左右 (完成难度不大)	5%左右 (缺口在0.6%-0.8%之间)
财政政策 (基建)	<p>预算内</p> <p>狭义赤字率：3%→3.8% 广义赤字率：6.9%→8.9% 地方政府专项债：3.8万亿 国债（10月）：1万亿（5000亿结转2024年，目前尚未完成发行）</p>	<p>预算内</p> <p>狭义赤字率：3%-4% 地方政府专项债：3.8万亿（提前批60%，与2023年持平） 国债：5000亿元（2023年结转） 备选：中央（长期建设国债、特别国债）、地方（盘活债务限额，使用地方化债剩余部分） 中央加杠杆，地方稳杠杆</p>
	<p>预算外</p> <p>地方化债：截至11月19日，已有28个省市已发、待发特殊再融资债券总额13565.1433亿元，1省超2000亿元，2省超1000亿元（9月末全国可用的存量债务置换空间29041亿元）。</p>	<p>预算外（备选）</p> <p>专项建设基金、政策性开发性金融工具等。 PSL重启：支持城中村改造等重点工程。</p>
货币政策	6月与8月接连两次下调政策利率。	<p>外部均衡压力渐趋缓和，货币政策将“以我为主”，且内部稳增长也需货币政策配合，预计降息可期，一旦外部需求出现下行压力，或内需恢复程度不及预期，均可以成为触发政策利率调降的因素。此外，财政政策发力前值，一二季度有降准的可能。</p> <p>此外，关注货币政策配合地方化债、央行是否会新增结构性工具。</p>
房地产	<p>2023年1-7月：因城施策 2023年8月：认房不认贷、下调首付比例及二套房房贷利率、下调存量房贷利率、其他优化政策。 保交楼贷款工具使用缓慢，截至9月底，保交楼贷款额度使用56亿（2000亿额度）。</p>	<p>稳地产，防风险： 房企融资支持政策（50家白名单），继续优化房地产调控政策。继续推进保交楼工作。 城中村改造+保障房建设，预计每年1万亿 老旧小区改造，预计每年0.15万亿</p>

2023年美国宏观经济数据表现超市场预期，居民消费中对利率不敏感部分和政府消费贡献了经济增长中最大一部分环比、同比增量，与过去疫情三年的经济增长动能结构有所区别，主要受益于居民超储、政府积极的财政政策和低基数的拉动作用。

美国经济：季度同比	类型	21/03	21/06	21/09	21/12	22/03	22/06	22/09	22/12	23/03	23/06	23/09
GDP		1.6%	12.0%	4.7%	5.4%	3.6%	1.9%	1.7%	0.7%	1.7%	2.4%	2.9%
个人消费		3.0%	16.4%	7.6%	7.2%	5.0%	2.2%	1.9%	1.2%	2.1%	1.8%	2.4%
商品消费		13.6%	20.3%	6.0%	6.6%	2.3%	-1.2%	0.8%	-0.6%	1.0%	1.2%	2.6%
耐用品消费	利率敏感	28.4%	32.8%	4.5%	5.8%	-0.2%	-3.7%	3.0%	0.1%	3.1%	3.2%	4.9%
非耐用品消费	利率不敏感	6.4%	13.9%	6.8%	7.0%	3.8%	0.2%	-0.5%	-1.0%	-0.2%	0.1%	1.3%
服务消费	利率不敏感	-1.8%	14.4%	8.5%	7.6%	6.4%	4.0%	2.5%	2.1%	2.7%	2.2%	2.4%
私人投资		3.9%	19.8%	4.7%	7.9%	10.5%	9.0%	2.9%	-2.4%	-6.1%	-2.2%	1.8%
固定资产投资		3.8%	14.4%	7.0%	3.8%	3.3%	1.8%	1.1%	-0.8%	-1.8%	-0.5%	0.8%
住宅投资	利率敏感	14.8%	22.7%	7.3%	0.4%	-2.4%	-5.0%	-11.4%	-17.4%	-18.1%	-15.4%	-7.8%
非住宅投资		0.4%	11.8%	6.8%	4.9%	5.3%	4.3%	5.8%	5.6%	4.4%	4.9%	3.7%
其中：建筑	利率不敏感	-12.1%	0.1%	1.4%	-0.9%	-3.1%	-3.4%	-2.7%	0.8%	8.1%	12.3%	13.1%
设备和器械	利率不敏感	2.5%	18.4%	4.6%	1.4%	4.9%	3.5%	7.2%	5.3%	0.2%	0.9%	-1.4%
知识产权	利率不敏感	5.9%	12.2%	11.9%	11.6%	10.3%	9.0%	9.0%	8.3%	6.4%	4.9%	3.8%
私人存货	利率敏感	-29.7%	-49.5%	-93.1%	141.7%	-862.4%	-166.9%	862.2%	-26.7%	-86.2%	-83.9%	14.0%
净出口		53.6%	64.6%	32.5%	23.1%	32.2%	22.7%	1.5%	-3.0%	-18.1%	-16.8%	-4.4%
出口	利率敏感	-5.7%	20.3%	7.1%	6.7%	5.2%	7.4%	11.1%	4.3%	7.3%	2.1%	-0.2%
进口	利率敏感	5.7%	30.4%	13.6%	11.1%	12.7%	11.8%	8.2%	2.1%	-1.0%	-3.9%	-1.4%
政府消费支出和投资		1.4%	-1.8%	-0.6%	-0.2%	-2.3%	-1.6%	-0.6%	0.8%	2.7%	4.1%	4.5%
联邦政府		7.6%	-1.9%	-0.4%	0.6%	-5.2%	-4.0%	-1.9%	-0.1%	3.0%	4.3%	5.5%
国防支出		0.3%	-1.1%	-1.8%	-5.0%	-4.9%	-3.5%	-2.8%	0.2%	2.5%	2.9%	4.9%
非国防支出	利率不敏感	18.3%	-3.0%	1.4%	8.6%	-5.6%	-4.5%	-0.8%	-0.6%	3.5%	6.1%	6.3%
州和地方政府		-2.2%	-1.7%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.2%	1.3%	2.6%	4.0%	3.9%
	利率敏感占比	28.4%	28.2%	27.3%	27.0%	27.1%	26.9%	26.6%	26.3%	26.5%	26.5%	26.6%
	利率不敏感占比	76.0%	76.9%	77.2%	76.5%	77.2%	77.8%	77.7%	77.6%	77.7%	77.7%	77.4%

展望2024年，美国经济增速下行的压力尚存，包括居民资产负债表的健康程度下降（信用卡债务上升、学生贷款偿还重启）、就业市场降温，2023年加息对美国经济的滞后影响可能将在2024年显现，届时2024年中至下半年，美联储货币政策可能将重新转向宽松，对应美债收益率和美元指数向下的压力相对增大。

美国十债收益率 (更新至11.24)



美元指数 (更新至11.24)





国债

T

01

经济复苏有一定改善，政策信号积极

02

MLF超额续作，降准降息预期落空

03

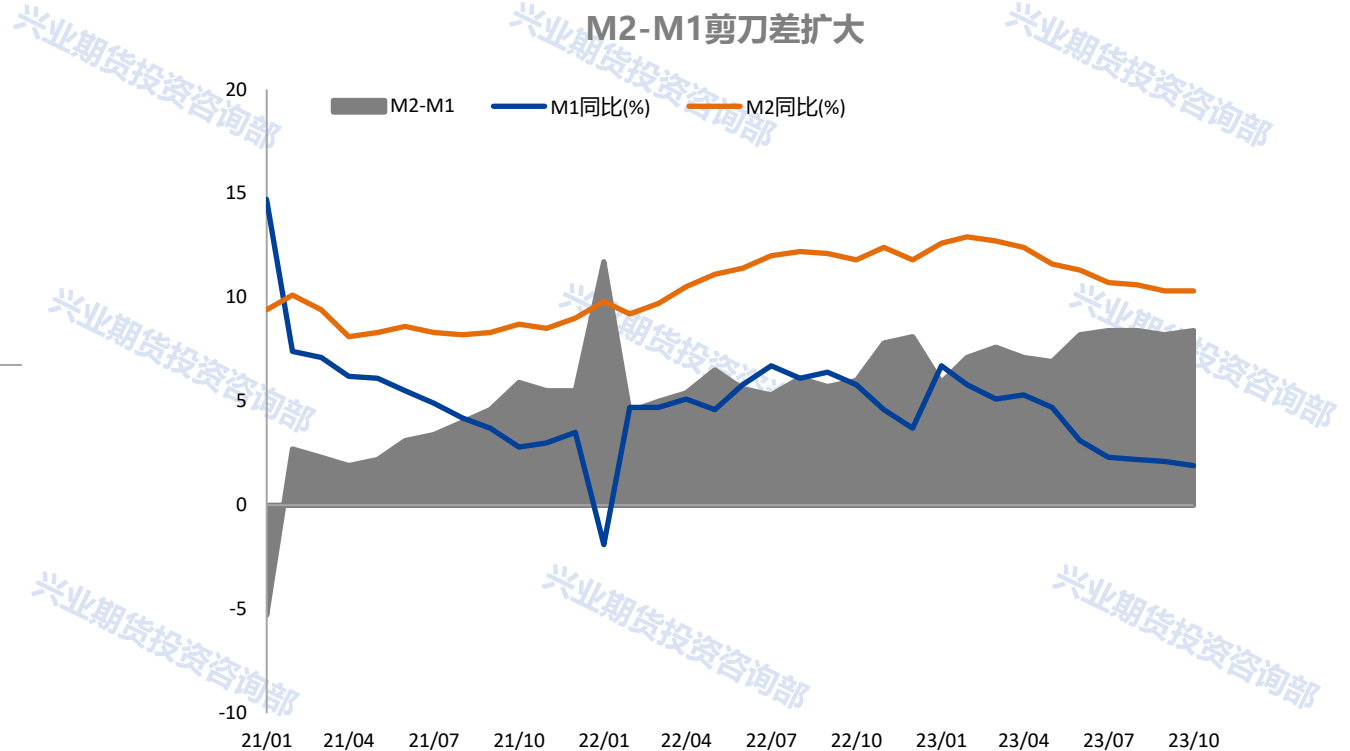
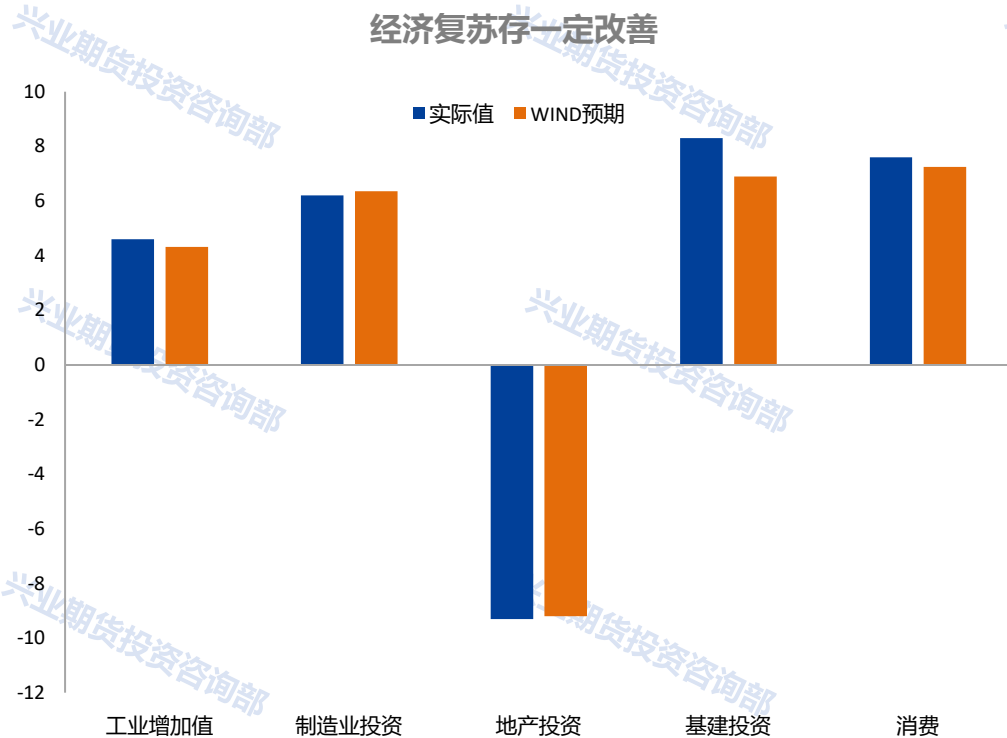
债市供给压力客观存在，资金扰动暂难消退

04

债市估值偏高，十债期货轻仓布空

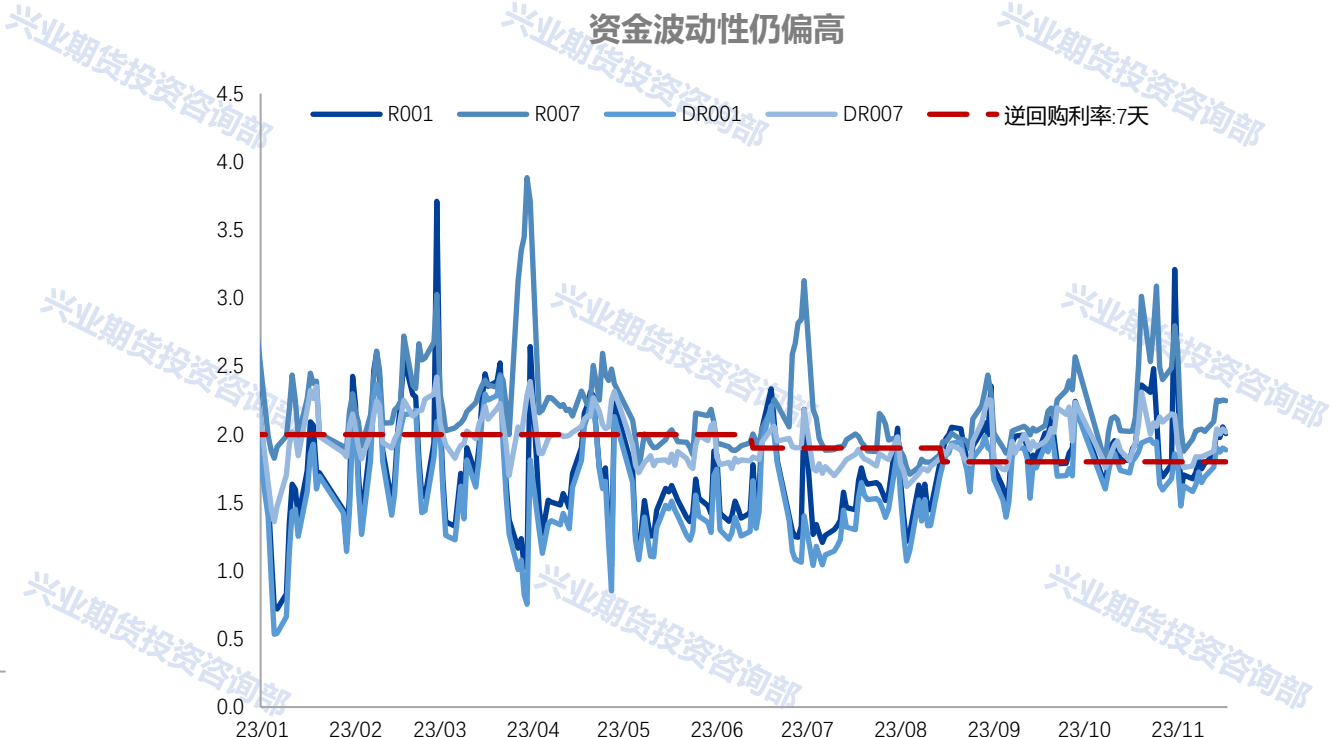
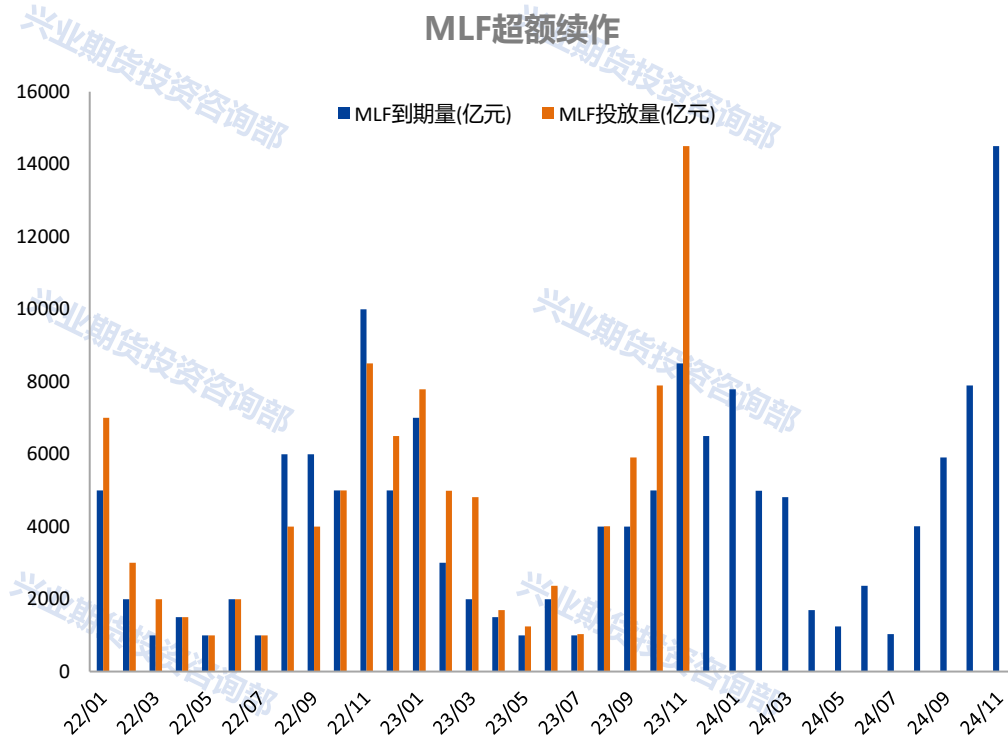
10月经济数据显示国内复苏出现了一定程度的改善，虽然投资增速有所回落，但消费数据持续改善，工业生产保持增长。但金融数据仍显示目前需求较为疲弱，因此对政策支持仍存在必要性。

从近期政策信息来看，整体较为积极。1万亿特别国债、特殊再融资债、城镇村改造等均将在今年后两月以及明年为经济修复提供助力。



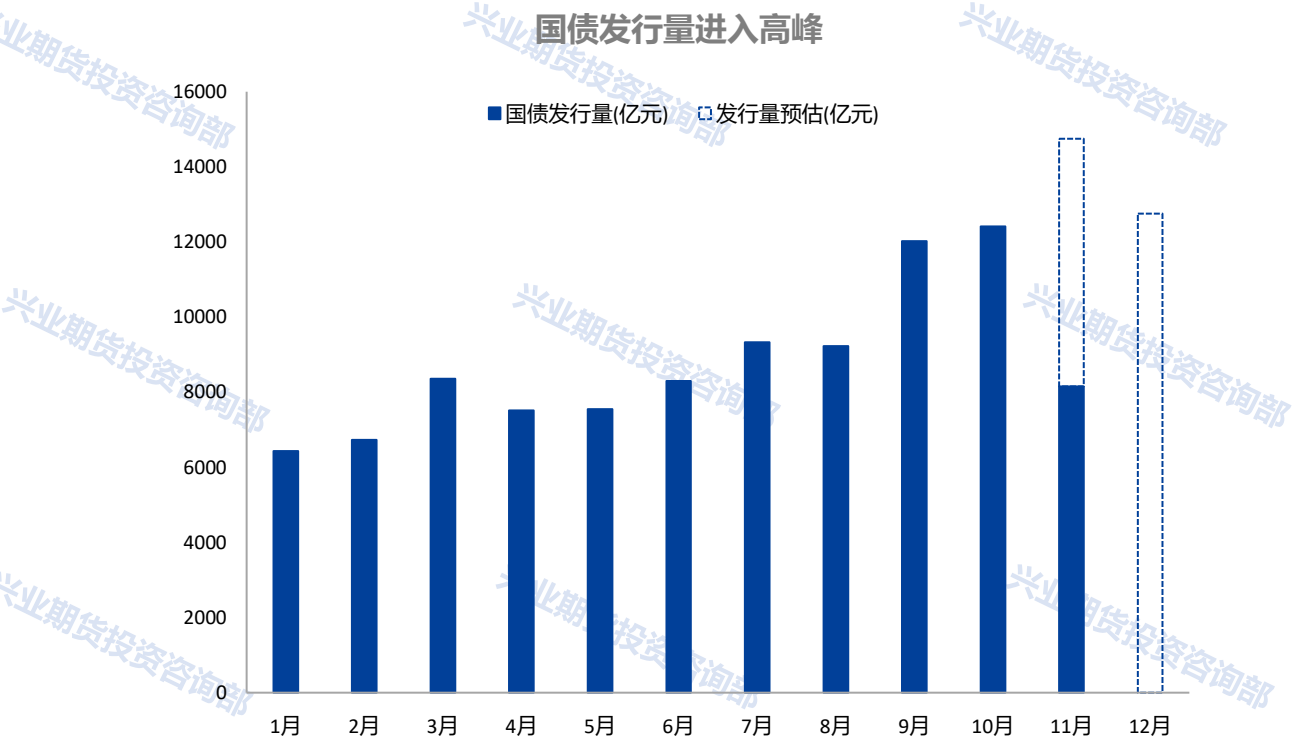
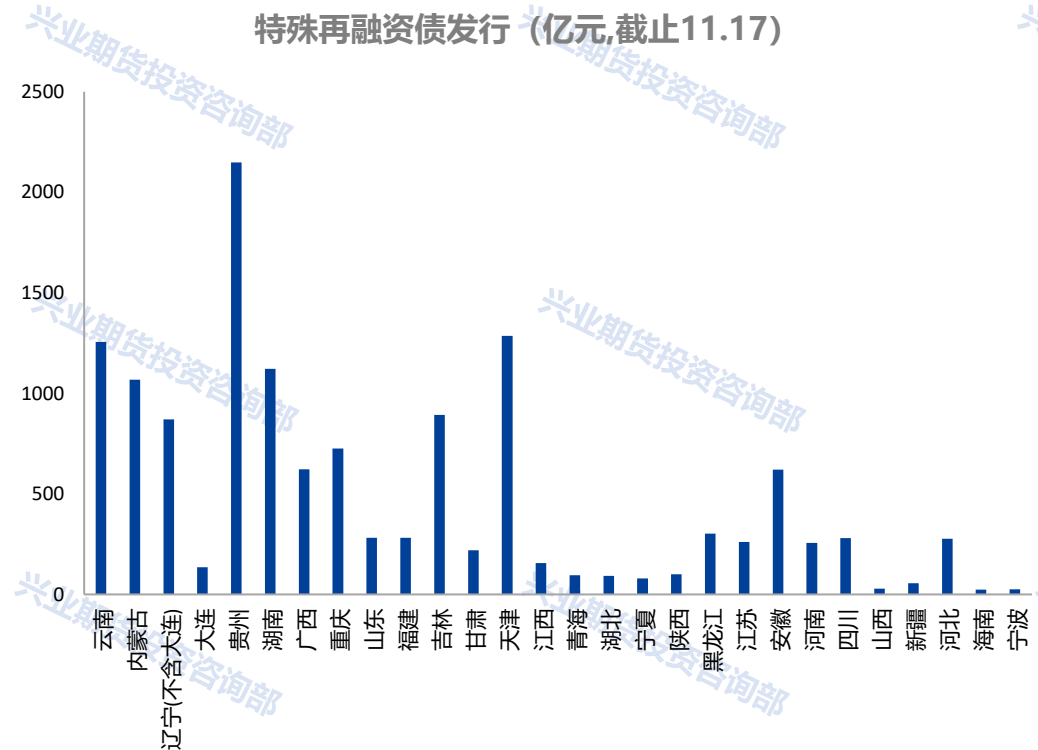
11月15日央行开展了逆回购操作和MLF操作，价格保持不变，但MLF投放量达到了1.45万亿，净投放量6000亿元，创2017年至今的单月最高水准，同时逆回购也净投放210亿元。央行对资金面呵护意图仍较为明确，货币政策仍将延续宽松，但在公告中新增了“对冲税期高峰、政府债券发行缴款等短期因素的影响，同时适当供应中长期基础货币”的表述，后续降准的空间或逐步收窄。

相较于降准，MLF续作存在到期期限，因此资金面的不稳定性将有所抬升，叠加年末因素，资金波动性仍偏高。



随着特别国债发行的落地，11月和12月将进入发行国债发行高峰期。根据已发行国债、赤字规模以及到期量，叠加1万亿特别国债，11月和12月将有2.7万亿国债待发行。

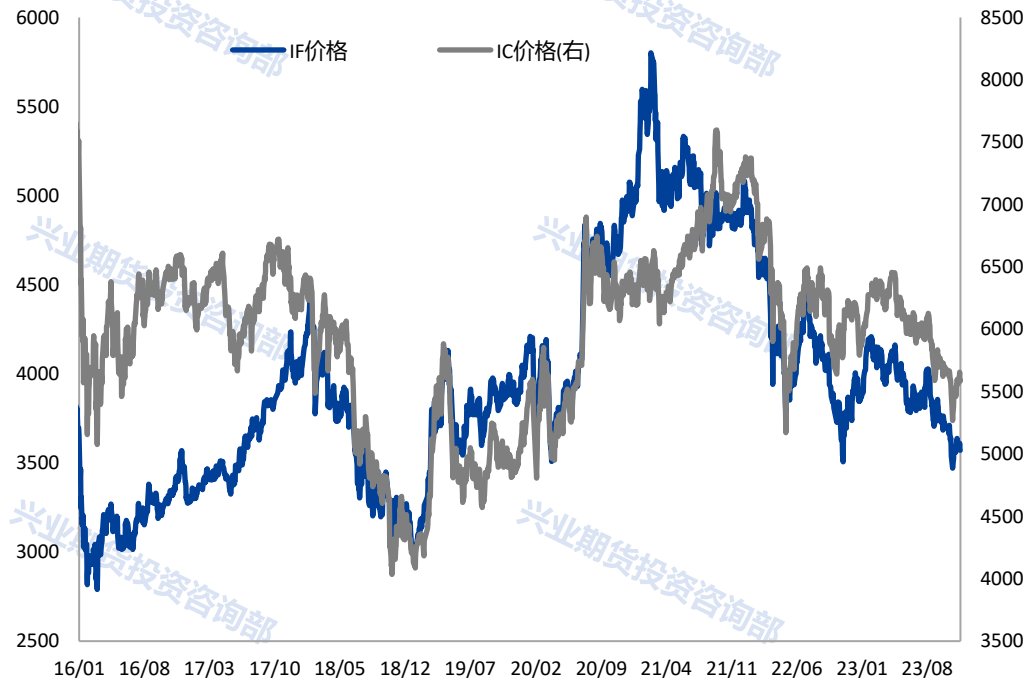
各地特殊再融资债仍在继续发行，天津、吉林、云南、贵州等地已经第三次发行特殊再融资债，根据披露信息，截止11月17日，计划发行量已经超过1.3万亿，供给压力仍较为明确。



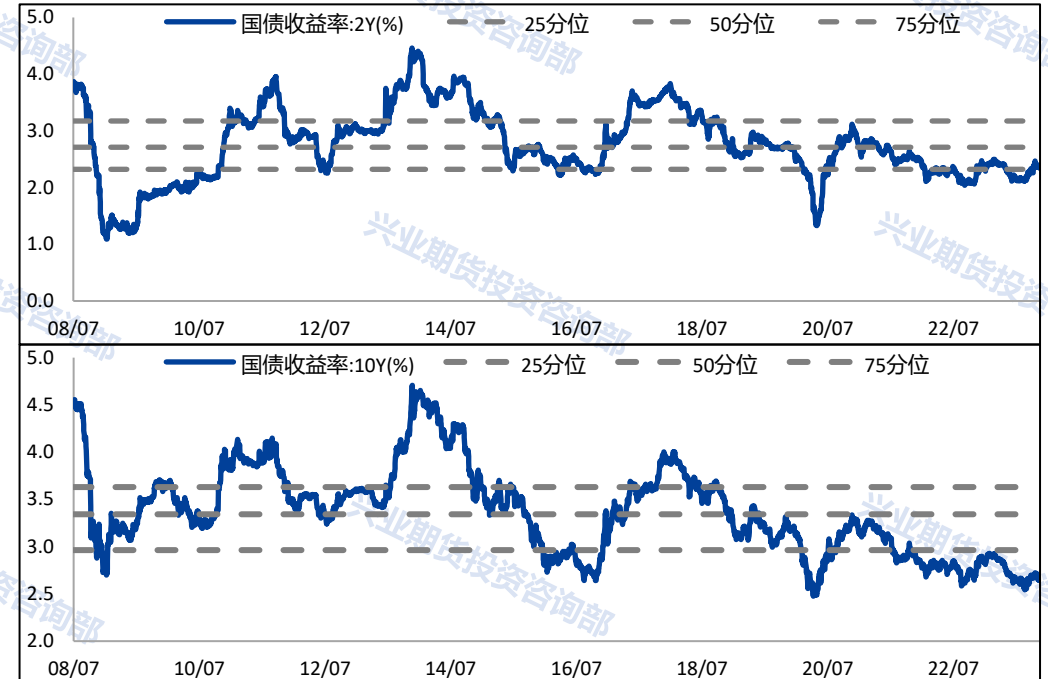
目前经济基本面触底较为明确，但经济复苏斜率仍较为缓慢，积极财政政策仍需货币政策的配合，货币政策大概率维持宽松，但在无进一步宽松政策下，积极财政或强于积极货币，对债市整体偏空。

且由于前期债市大幅上涨，目前估值偏高，且股市等风险资产吸引力正在逐步抬升，债市配置需求大概率将出现走弱，因此债市进一步上行动能较低，长端利率受宏观面影响更为直接，可轻仓试空10年期国债期货。但货币政策仍存在超预期可能，建议严格控制止损位。

股票等风险资产估值偏低吸引力抬升



长端利率处历史低位



股指

IF

01

政策面、基本面正循环将现，利于盈利修复和上调

02

“价值洼地”将被修复，A股估值扩张空间较大

03

负面因素显著淡化，资金面转向积极

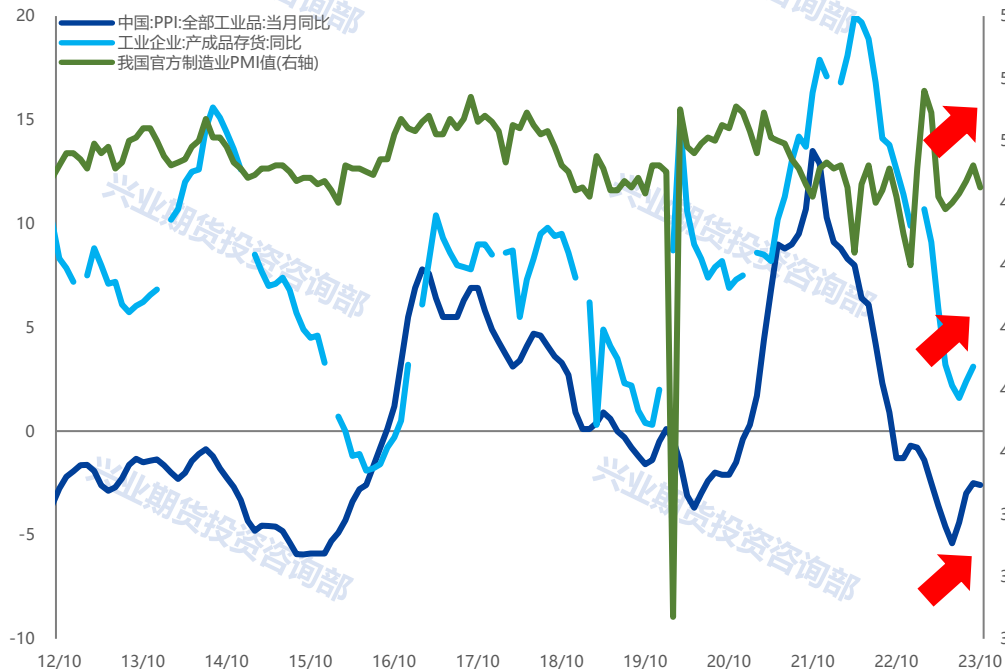
04

从基本面、估值和交易属性看，沪深300指数多头依旧占优

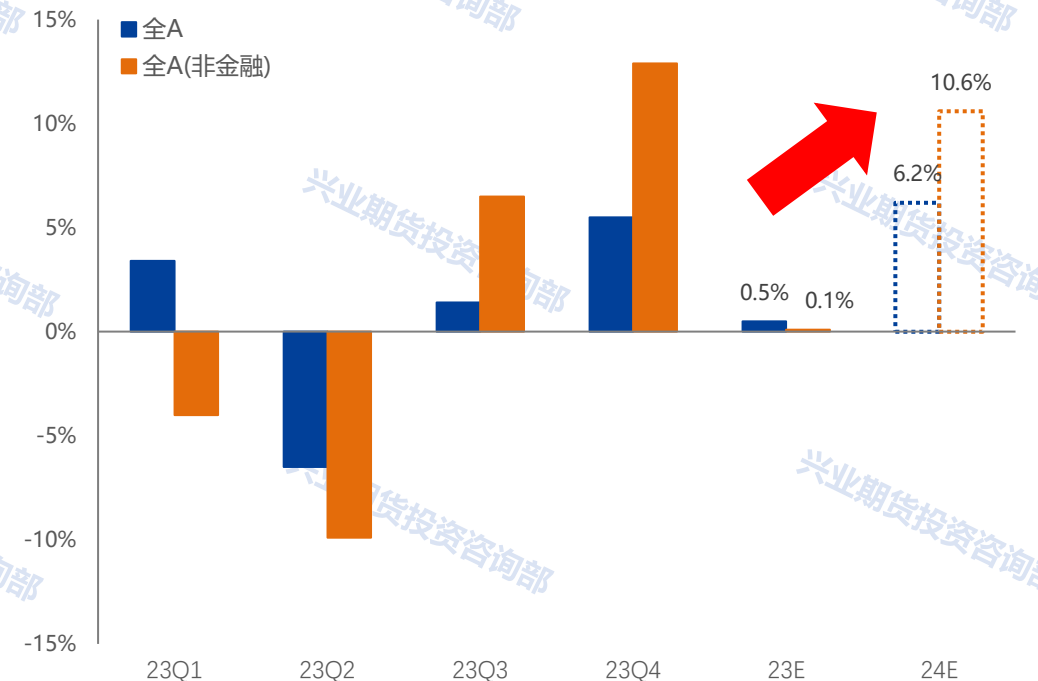
从相关主要经济指标看，基于边际和结构视角、国内宏观经济景气度较前期亦有显著增强。且随政策面各类重磅措施持续加码、且效果兑现，其与基本面的正循环将形成，并持续促进中观面盈利增速的修复和上调。

参照中信证券最新的预测数据，预估2024年全A、全A非金融的盈利增速分别为6.2%、10.6%，较2023年增幅分别为5.5pct、10.5pct。显然，如此相对较大的涨幅，对应分子端业绩因素较强的推涨动能贡献。

国内宏观经济景气度跟踪（截至2023年10月）

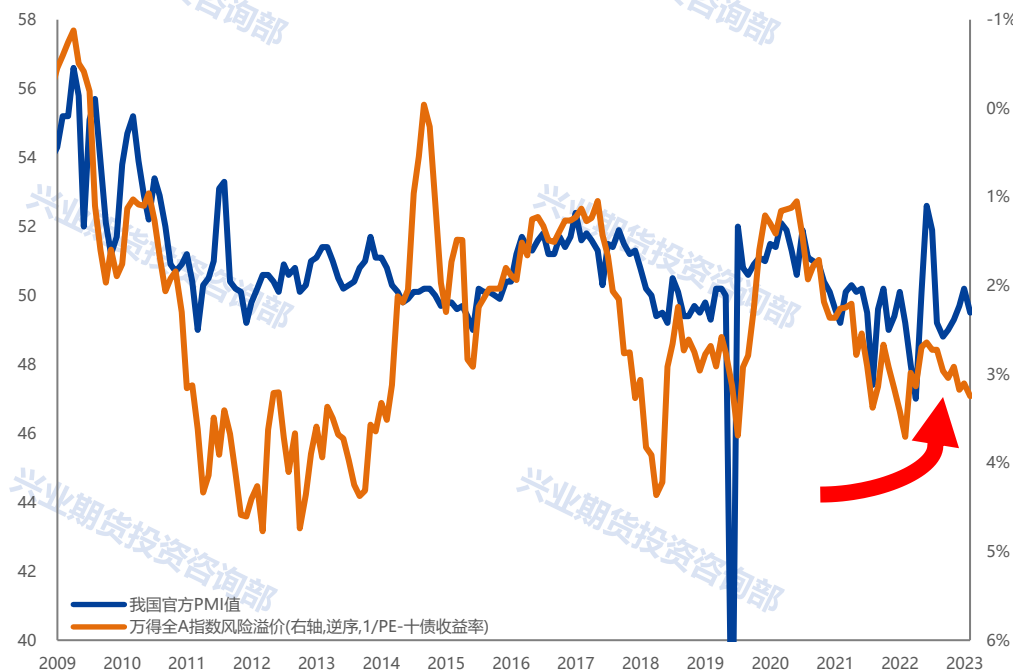


A股2024年业绩增速预测值（中信证券，2023年11月下旬）

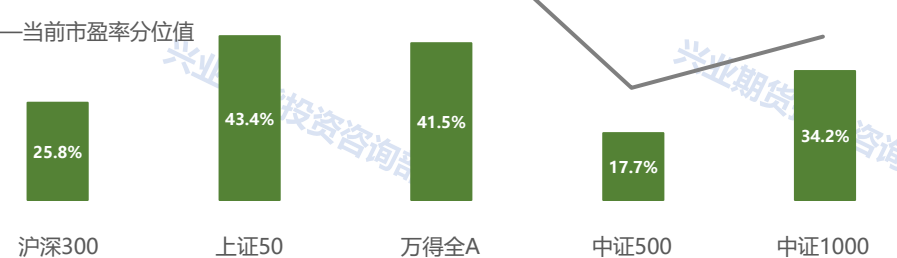
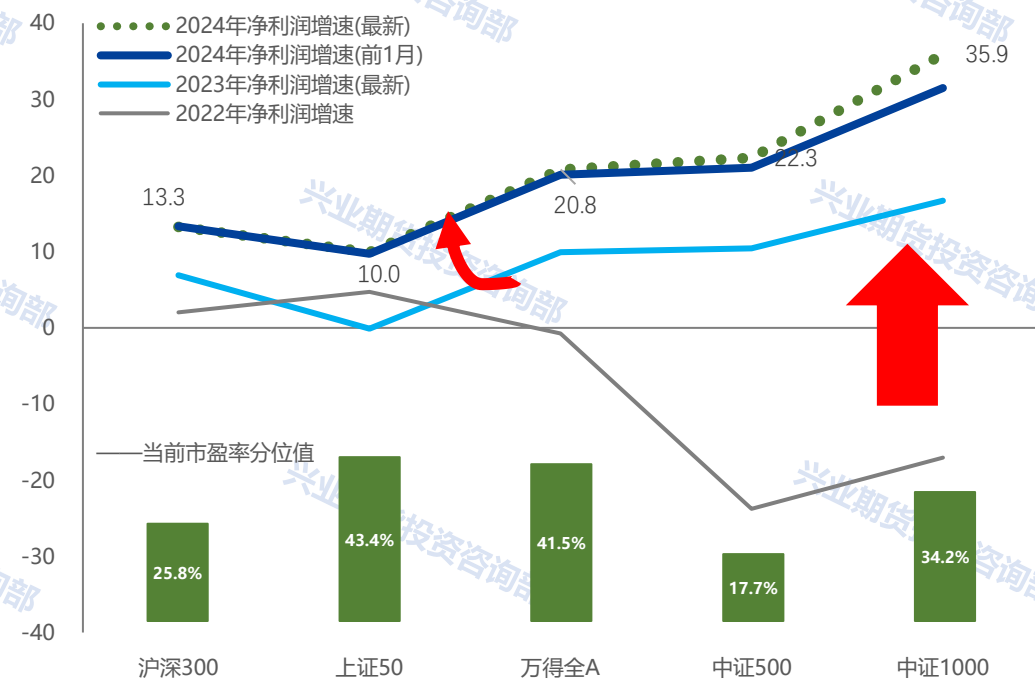


- 因2023年国内经济表现远不及预期、且相关负面扰动亦较多较大，市场信心持续下滑，股债风险溢价亦大幅走高。但随后国内经济复苏形势、及斜率均显著改善，预计风险偏好将对应大幅抬升、风险溢价大幅下移；
- 此外，2024年A股主要指数预期盈利增幅较大，但其估值水平则较低。从二者匹配、收敛角度看，后者将有较大的扩充空间。
- 因此，从大类资产横向对比、单一资产纵向对比看，A股的“价值洼地” 将被修复，且空间较大。

万得全A指数风险溢价、官方制造业PMI值对比（截至2023年10月）



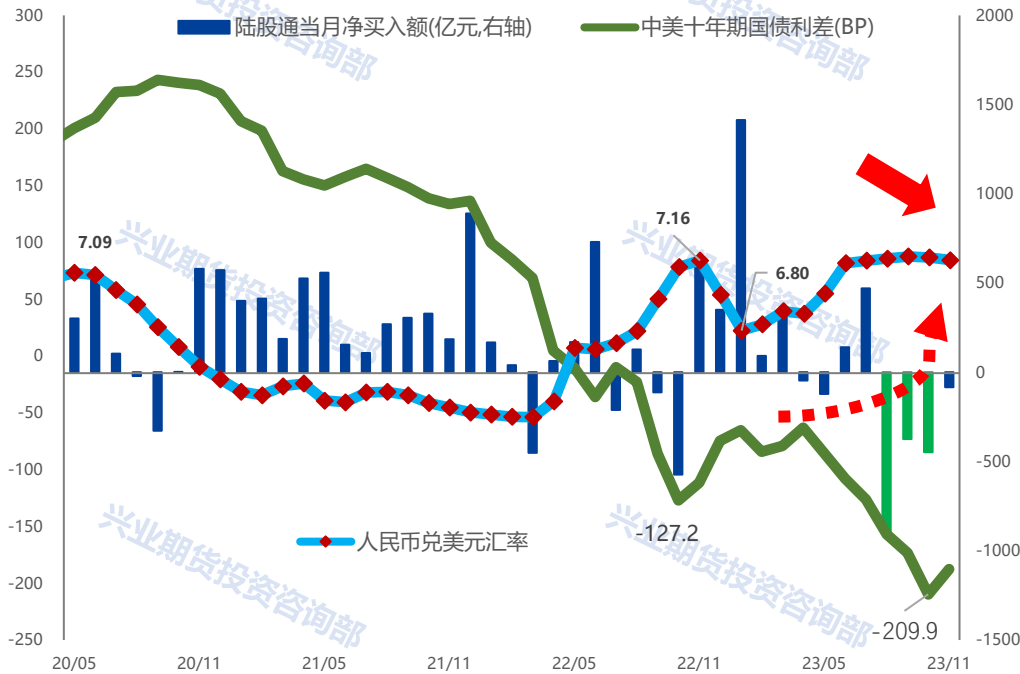
国内A股主要指数净利润增速一致性预期数据（截至2023.11.24）



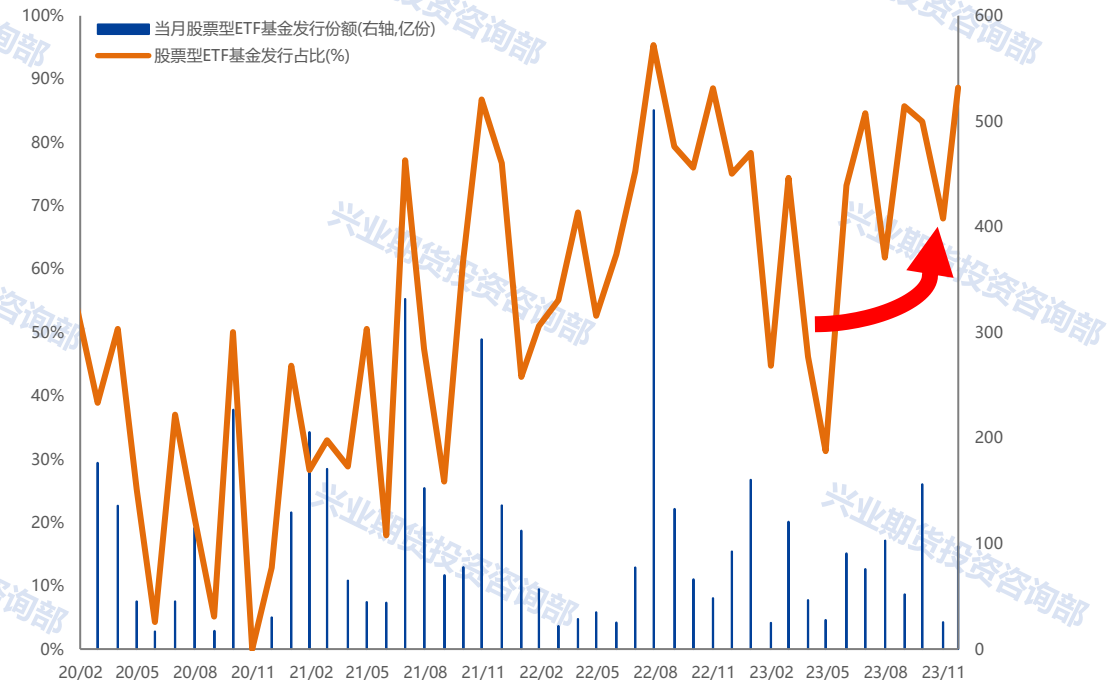
❑ 外资方面：随中美经济预期增速差缩窄、美联储紧缩效应弱化、人民币贬值趋势放缓或逆转，以陆股通为代表的海外资金净流出出现明显转变，整体呈重新回流态势、且规模亦逐步放大。

❑ 内资方面：以被动型的ETF股基为代表，其取代主动型股基成为主要的增量资金。近月来，其入场规模较为显著，且“越跌越买”的行为较多，利于维持和提振市场情绪。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.11.24）



股票型ETF基金发行份额及占比情况（截至2023.11.24）

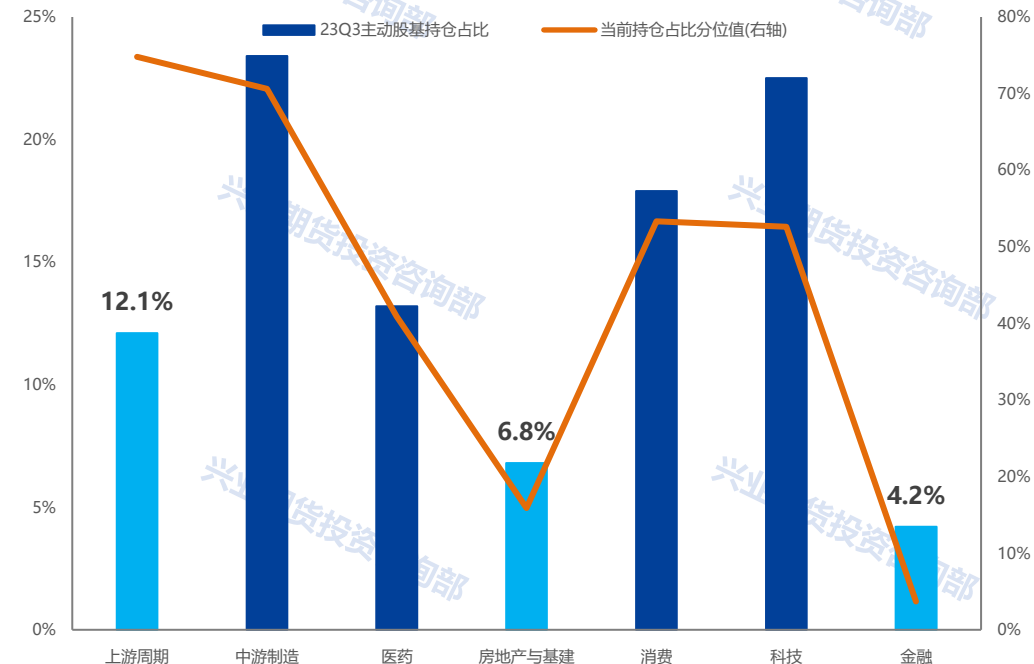


- 从具体行业选择看：（1）随国内经济复苏大势明朗，景气度投资的有效性将显著提高，即突出业绩因素；（2）但当前市场对修复斜率预期偏谨慎，故仍需考虑防御性，即分红特征、估值水平亦是重要因素。基于此，按“业绩、股息率、估值”三大维度进行筛选，相关入选行业在沪深300指数占比最高（最新值为52.1%），其配置价值相对最优。
- 在从23Q3公募基金季报看，较历史数据看、上述相关行业整体持仓占比偏低，即“筹码结构”较优，亦利于涨势的弹性、持续性。
- 综合基本面、估值和交易属性看，当前沪深300指数依旧为最佳多头标的。

基于“业绩、股息率、估值”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.11.24）

简称	最新总市值 (亿, 2023.11.24)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY1)	最新预估 股息率	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
建筑施工	15304	0.5%	2.5%	2.6%	22.8%	9.1	2.77	2.1	3.3	0.9	1.9	1.7
新能源动力系统	14030	0.9%	3.1%	29.8%	36.2%	13.3	0.81	3.6	0.0	1.7	1.8	1.6
区域性银行	10428	1.0%	2.4%	11.3%	7.9%	11.9	5.01	2.4	0.0	2.4	0.9	1.2
白色家电II	8271	1.8%	5.6%	15.4%	10.5%	19.9	4.38	2.8	1.3	0.0	0.2	0.9
半导体	34066	3.8%	2.6%	-18.8%	63.6%	5.4	0.30	4.6	3.2	5.0	3.7	3.9
其他医药医疗	28294	6.0%	1.3%	-20.4%	23.5%	10.4	1.34	3.2	2.8	4.4	4.3	3.2
酒类	43678	6.7%	7.7%	20.0%	20.7%	24.3	2.35	10.9	18.5	0.8	1.0	4.9
专用机械	16670	10.4%	9.7%	31.0%	37.7%	9.5	1.07	0.4	0.0	2.3	2.6	1.9
消费电子	13303	10.4%	6.5%	25.5%	56.2%	8.7	0.96	1.8	0.0	2.8	2.2	1.5
电源设备	17830	10.9%	14.6%	17.1%	21.8%	14.1	2.04	3.5	4.0	1.6	1.9	2.0
保险II	22472	11.5%	17.9%	10.8%	28.8%	9.6	3.35	3.9	8.6	0.0	0.1	2.5
工业金属	8861	12.4%	15.6%	13.2%	19.0%	10.7	1.91	0.5	0.0	3.2	2.2	1.0
电气设备	15732	16.2%	17.4%	17.9%	17.8%	10.7	1.20	1.8	2.5	1.6	2.8	1.8
航空航天	8835	18.1%	20.1%	49.5%	36.6%	6.9	0.50	0.8	0.7	2.6	1.0	1.0
通用设备	11736	19.0%	16.9%	35.0%	37.1%	8.3	0.83	0.2	0.0	1.8	3.2	1.3
计算机设备	11256	20.3%	17.4%	45.8%	34.3%	9.2	1.24	1.1	0.0	1.6	1.2	1.3
其他军工II	9343	20.3%	18.9%	55.9%	51.0%	7.4	0.62	0.7	0.0	2.0	2.4	1.1
通信设备	9832	26.9%	25.1%	19.7%	41.5%	8.4	0.74	0.6	0.0	2.2	2.5	1.1
证券II	33307	30.9%	29.7%	23.9%	12.9%	6.7	1.39	6.3	3.8	6.7	1.1	3.8
中药生产	10924	46.8%	32.2%	40.7%	37.3%	8.4	1.51	1.0	1.2	1.2	2.8	1.2
相关筛选行业四大股指权重占比合计(剔除净利润增速过低或下年度大幅下修、ROE值及股息率过低行业)								52.1	50.0	44.9	39.6	38.9

主动股基在各大风格板块的持仓结构（截至23年Q3）





橡胶

RU

01

汽车产销有望延续增长，需求预期偏向乐观

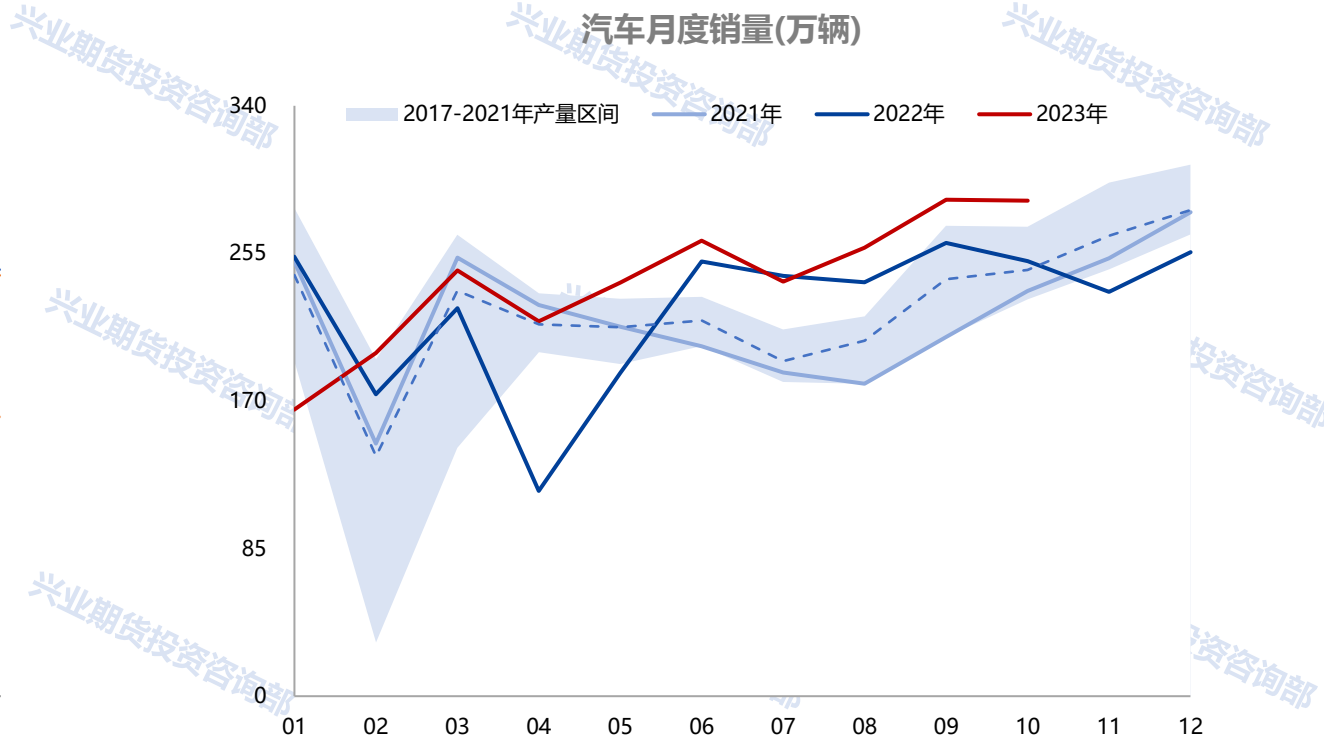
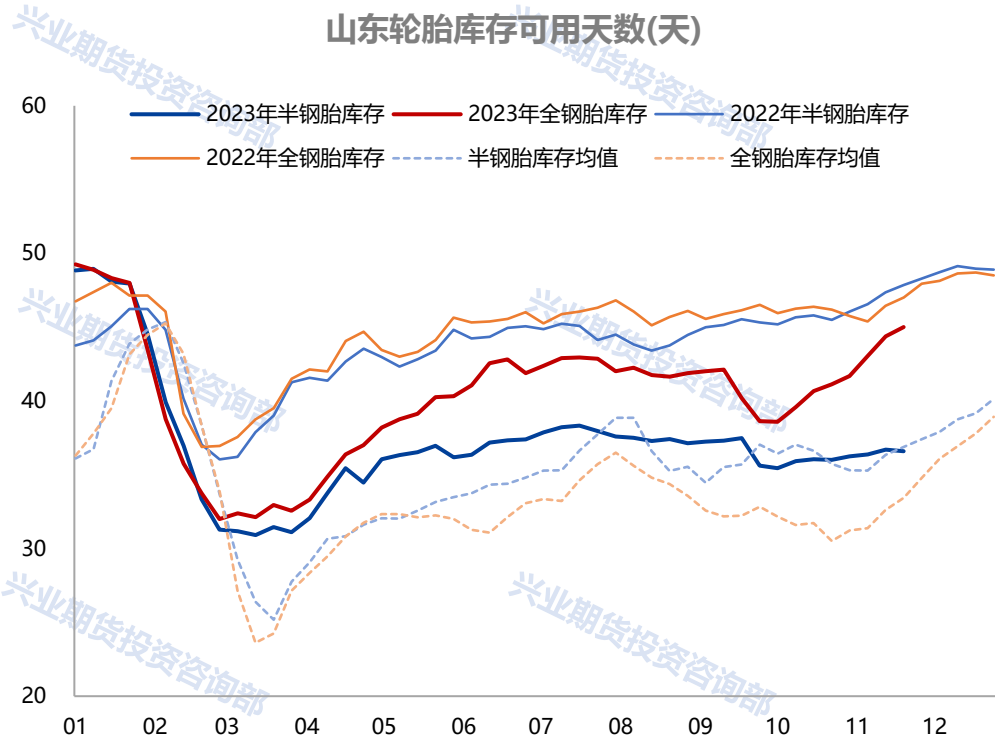
02

云南产区临近停割，海外原料价格亦表现坚挺

03

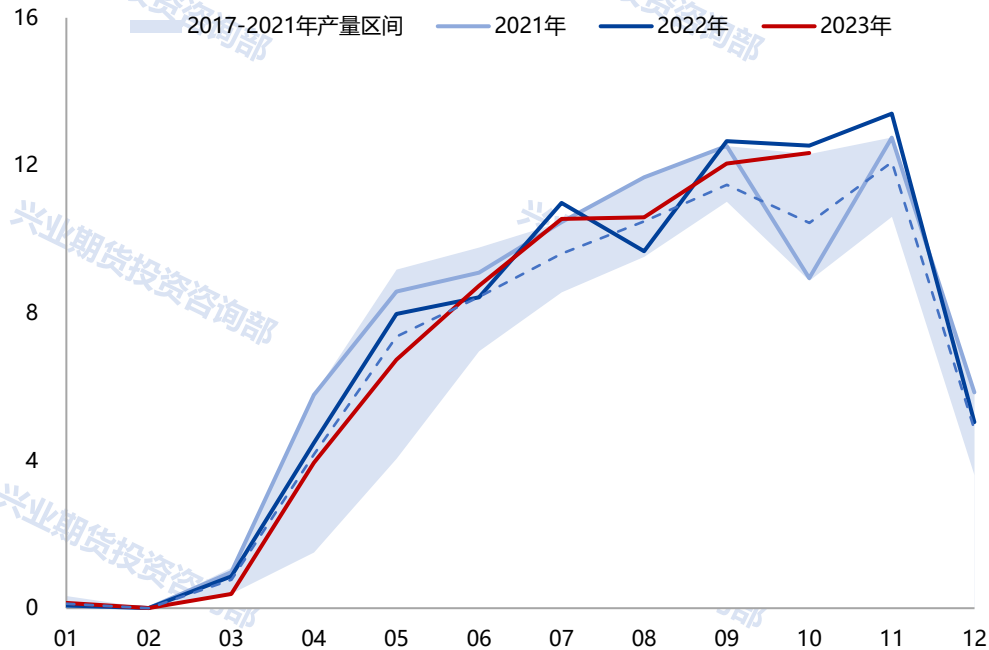
库存结构继续优化，基本面积极因素占优

需求方面，全钢胎累库继续拖累开工意愿，但半钢胎产线开工积极、开工率维持在同期高位水平，需求传导尚未受阻；而年末时期临近，汽车产销进入传统旺季，厂商让利及经销商主动清库有望进一步激发乘用车市场消费潜力，且政策施力仍在推进，橡胶需求预期维持乐观。

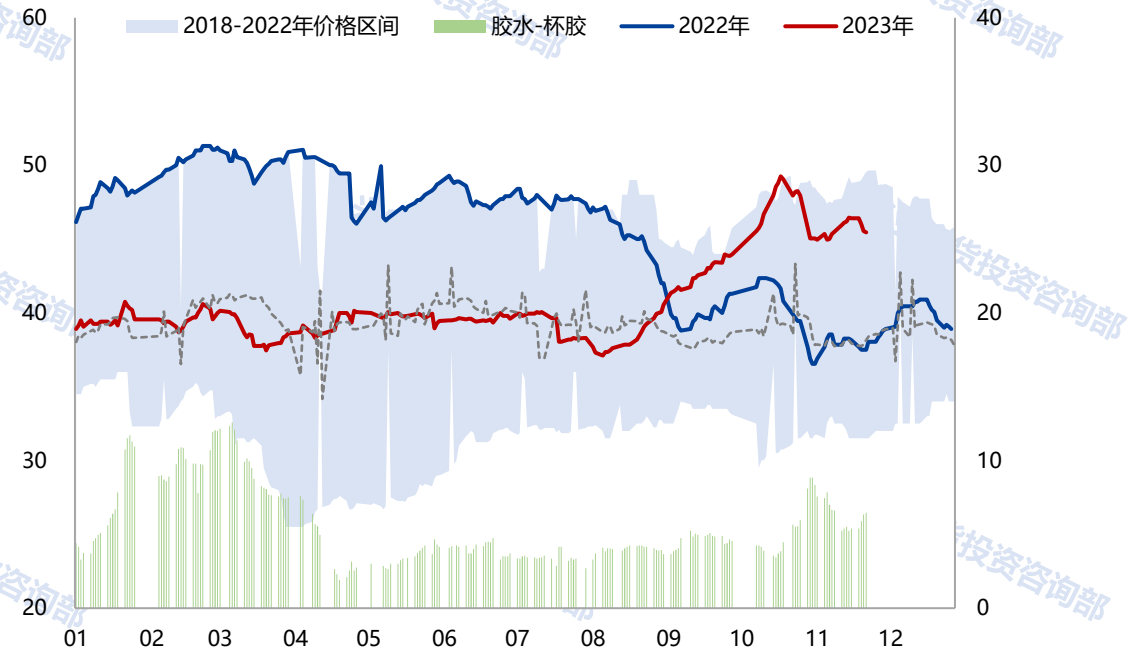


供应方面，云南产区将于近两周停割，国产胶减产大势已定，而本轮厄尔尼诺事件进入峰值强度时期，气候因素对割胶作业及生产环节的负面影响或将加剧，泰国旺产季放量预期部分落空，合艾市场胶水价格维持相对高位，天然橡胶供应端存在一定不确定性。

中国天然橡胶月度产量季节性(万吨)

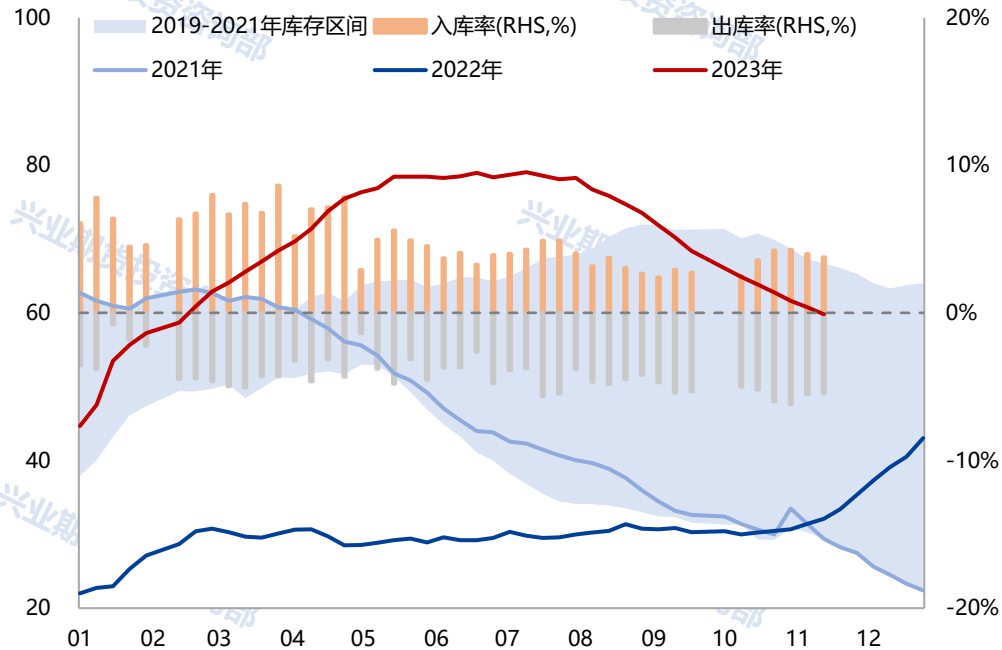


泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)

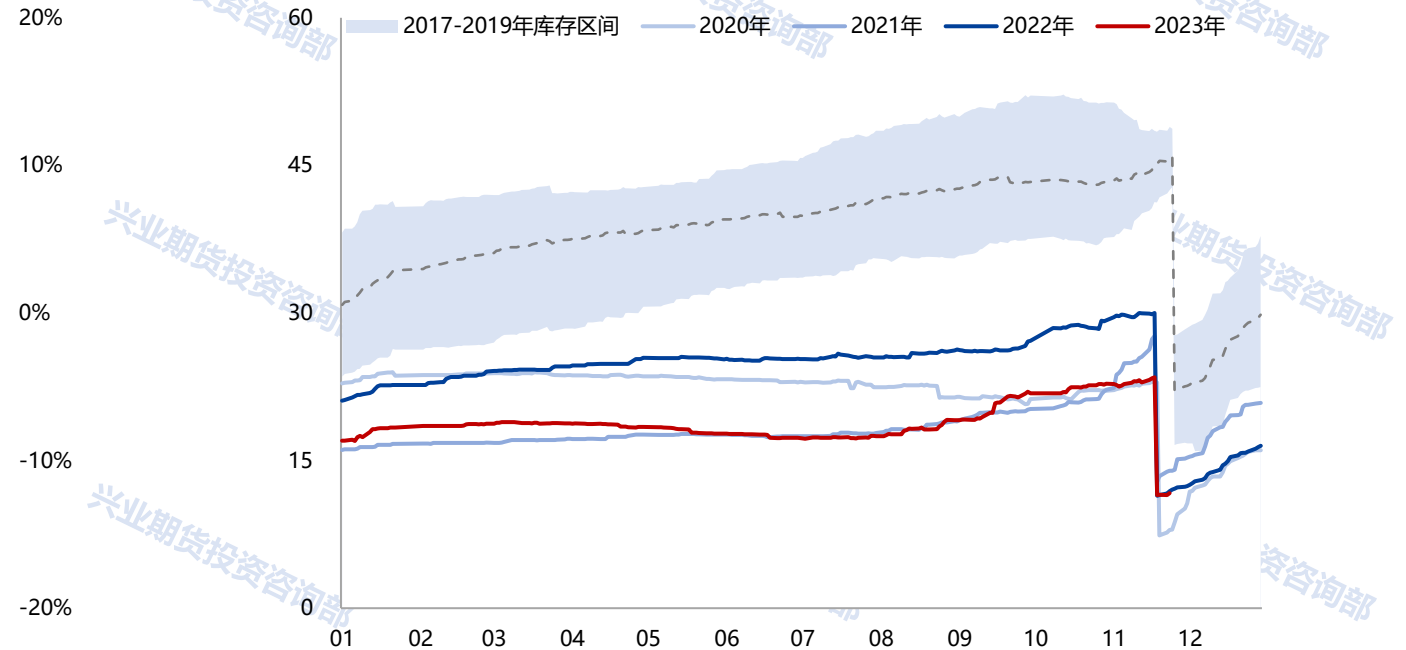


- 库存方面，青岛一般贸易库存出库率高增、带动港口继续去库，而老胶仓单注销使得期货库存降至近年次低水平，橡胶库存结构不断改善。
- 综合来看，政策引导下车市产销延续复苏之势，需求兑现表现乐观，而原料产出不及预期，胶水价格坚挺抬升成本支撑，供减需增推升橡胶价格中枢，沪胶上行驱动依然更强。

青岛一般贸易库存水平(万吨)



天然橡胶期货库存(万吨)





甲醇

MA

01

国内产量稳定，各环节库存减少

02

烯烃需求平稳，传统需求转弱

03

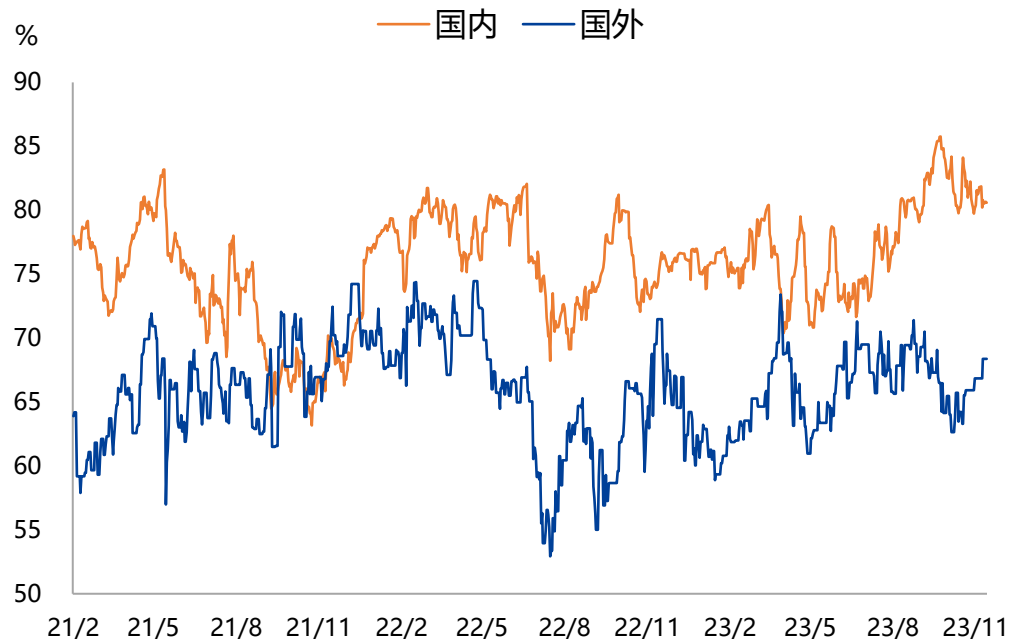
成本支撑作用仍在，市场出现看空情绪

能源化工品种策略（甲醇）：国内产量稳定，各环节库存减少

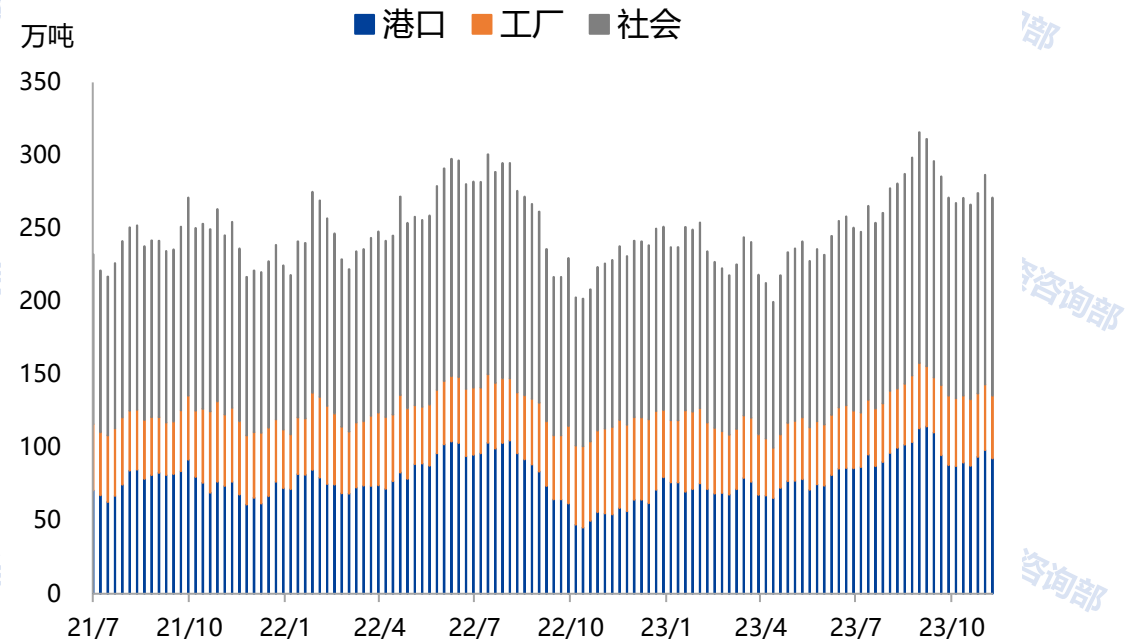
国内甲醇装置开工率下降0.15%，产量维持在172万吨。海外装置开工率提升2.5%，产量已经攀升至高水平。11月产量环比减少2%，12月气头装置停车后，产量预计进一步下降3%-5%，甲醇供应将趋紧。

上周到港量为33万吨，除江苏外其他各港口到港量均减少，港口库存减少6万吨。需求平稳，生产企业库存下降2万吨，社会库存减少8万吨。目前港口库存和社会库存处于57%分位，生产企业库存维持在中等偏低水平，给予甲醇价格强有力支撑。

国内产量保持稳定 (截至11.24)



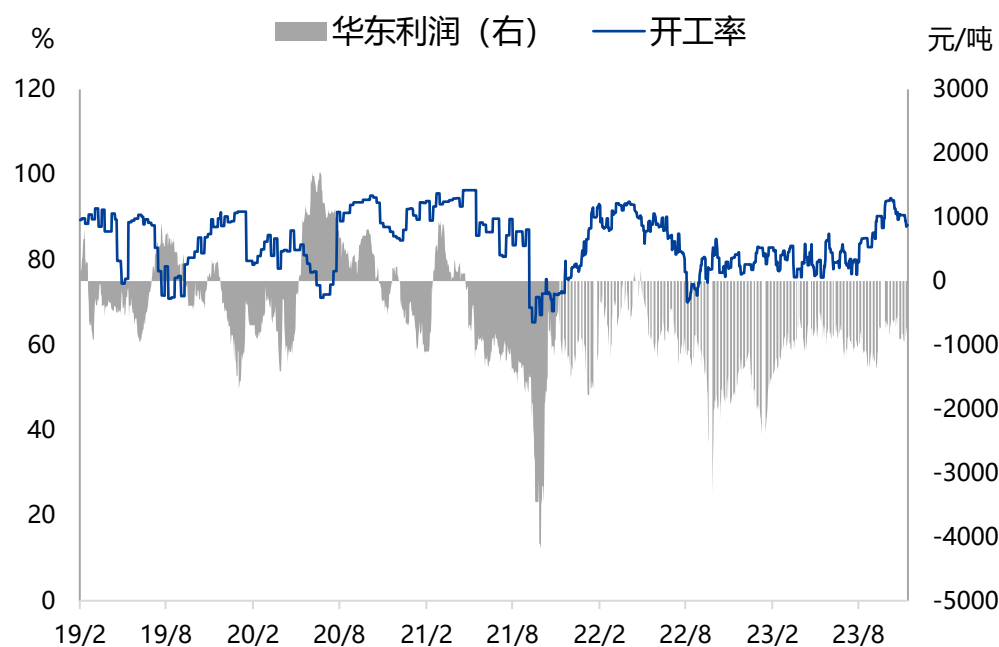
各环节库存减少 (截至11.24)



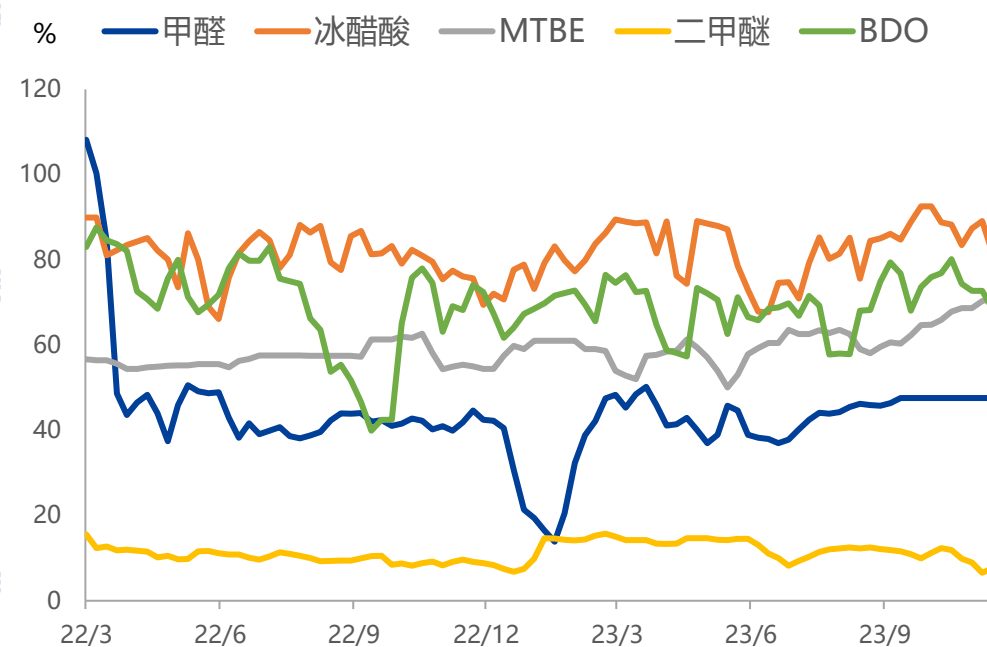
新疆恒有MTP装置如期重启，甲醇制烯烃开工率提升至91%。上周烯烃企业的甲醇采购量为22万吨，年内平均水平为23万吨。当前生产利润处于年内偏高水平，装置集中停产的可能性较低，预计12月烯烃需求都将保持良好。

安徽华谊故障停车，醋酸开工率下降6%，醋酸价格再度下跌，利润降至年内低位。MTBE利润良好，开工率持续创新高。新产能投放加剧供应过剩，BDO开工率进一步下降。甲醛暂时未进入淡季，开工率保持稳定。二甲醚需求低迷，开工率处于低位。传统下游普遍面临供应宽松的问题，一旦开工率下降将限制甲醇价格上涨。

甲醇制烯烃需求稳定 (截至11.24)



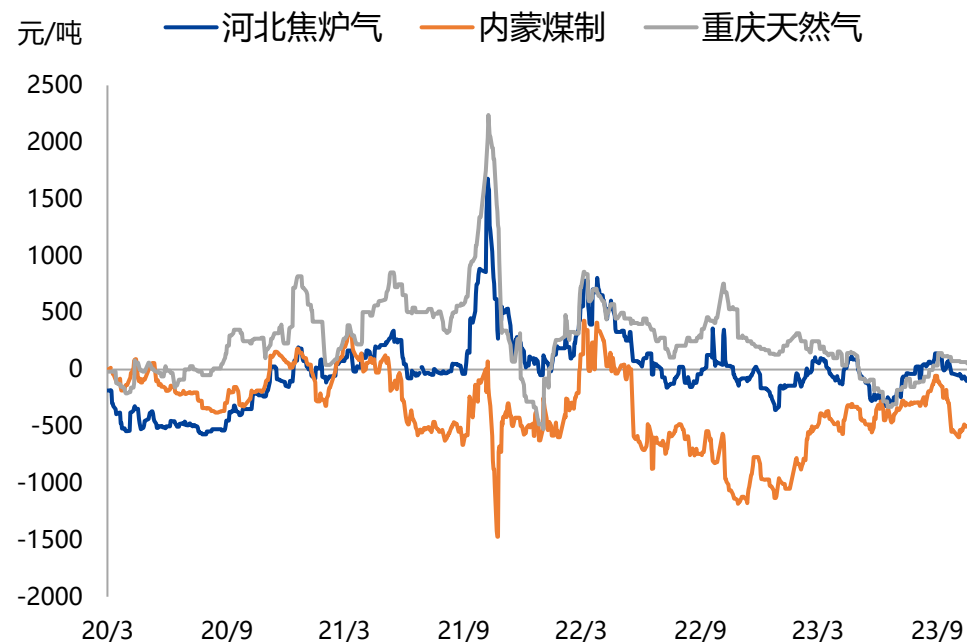
BDO和醋酸开工率下降 (截至11.24)



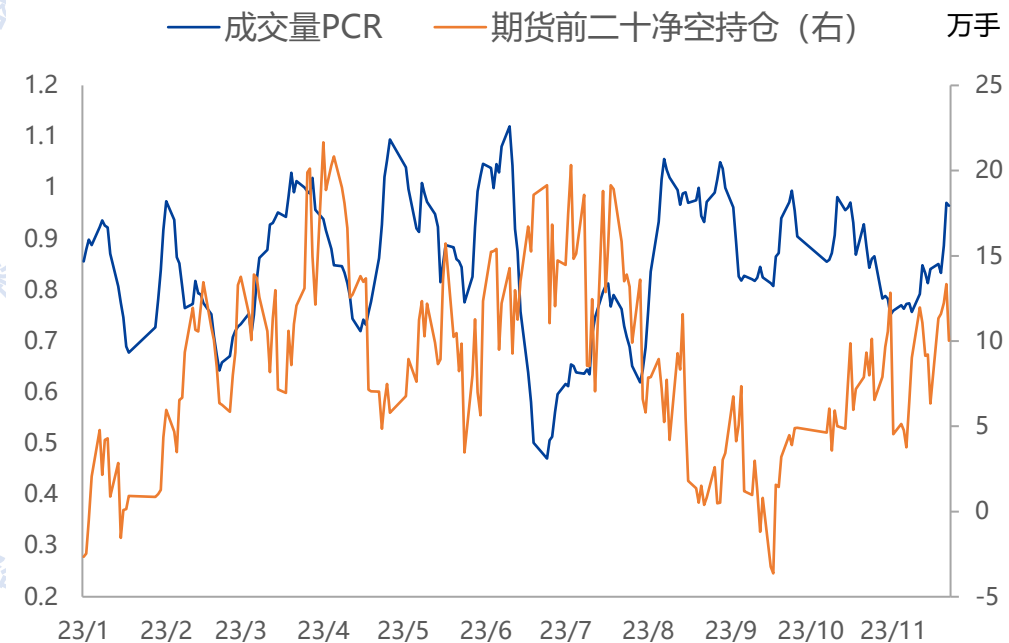
煤炭供应充足且各环节库存偏高，价格难以上涨。国内预期暖冬，天然气供应压力较小。能源价格窄幅震荡，各工艺制甲醇利润也无明显变化。冬季能源价格表现坚挺，对甲醇形成较强支撑。

近一周期货前二十席位净空持仓量达到8月以来最高。看跌期权成交活跃，成交量和持仓量PCR已经进入看空区间内。此外现货样本企业看涨比率减少至2%。以上三类指标均反映市场看空情绪。

各工艺利润无变化 (截至11.24)



衍生品市场呈现看空情绪 (截至11.24)





沪铝

AL

01

枯水季即将来临，国内产量增长受制约

02

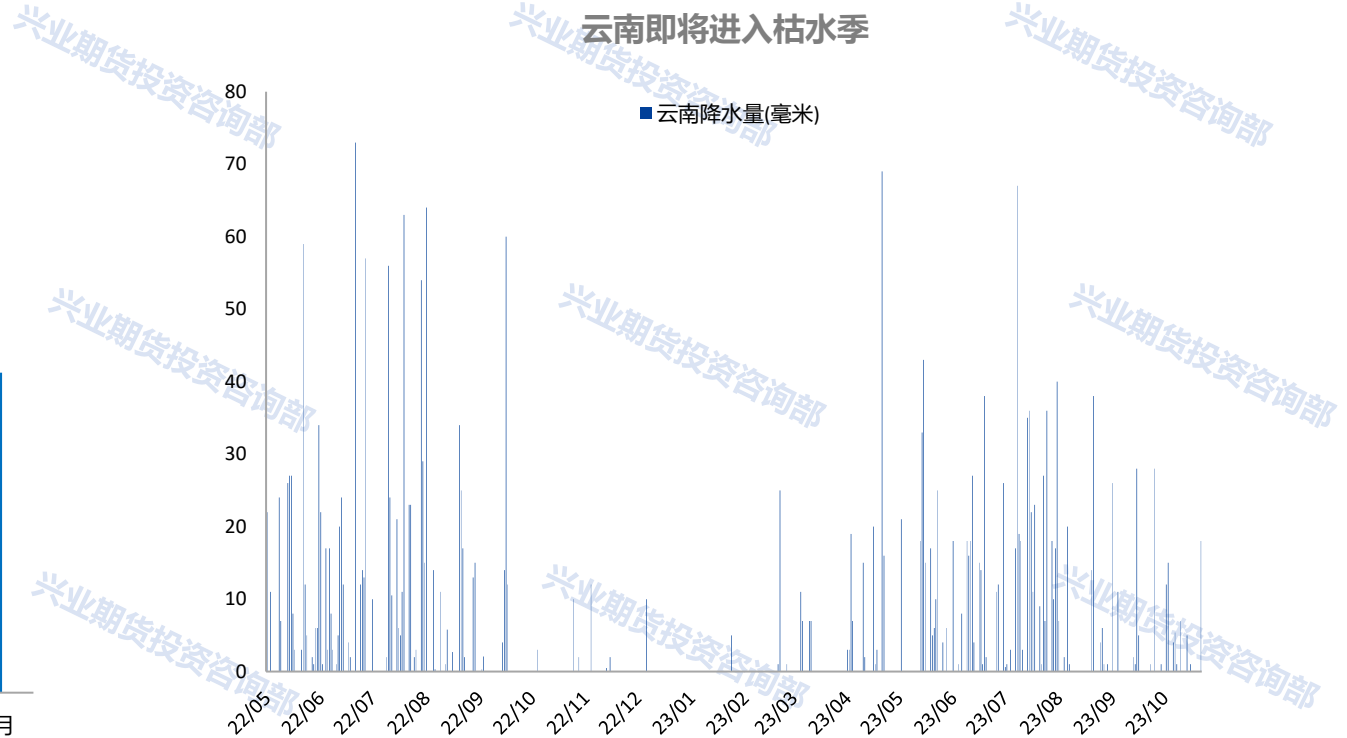
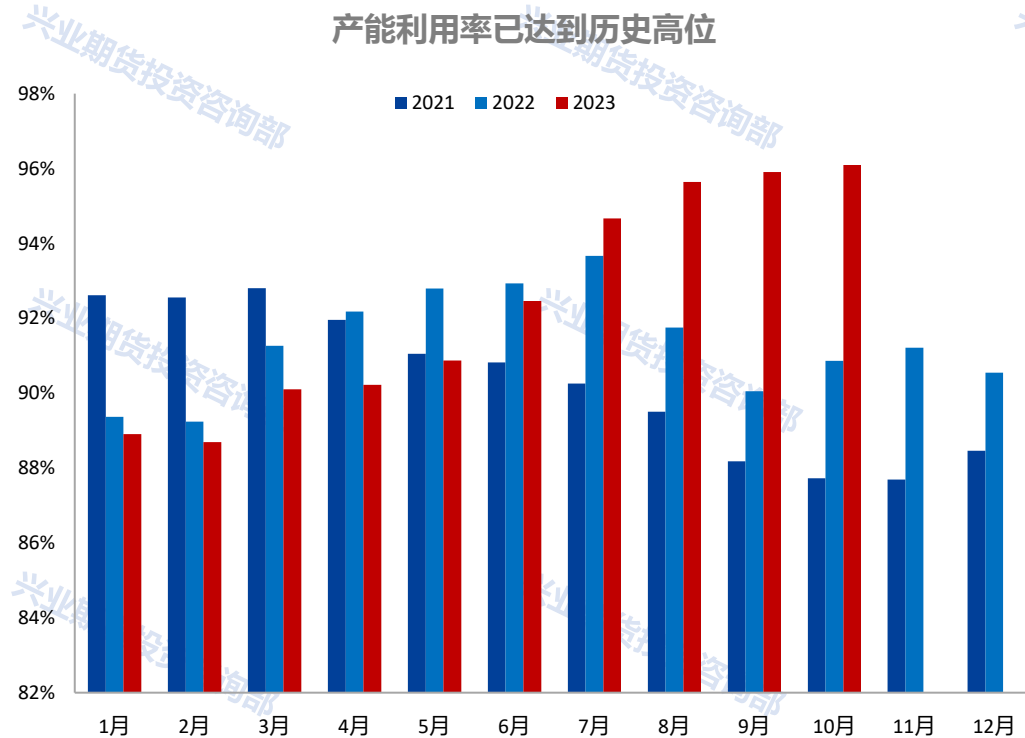
开工率表现尚可，需求存潜在利多

03

美元或开启跌势，库存现见顶迹象

根据MYSTEEL数据，10月份电解铝运行产能达到了4308.75万吨，产能利用率再度刷新历史新高，超过96%。从季节性特征来看，冬季电解铝的产能利用率大概率将出现回落。

水电铝的占比持续抬升，而水电供给的季节性特征较强。根据市场消息，云南地区电解铝企业已经开始逐步减产，计划减产规模预计为115万吨。目前部分企业已经开启停槽，虽然减产速度偏慢，但云南枯水季较长，且天气存不确定性，不排除像去年一样出现二次减产。



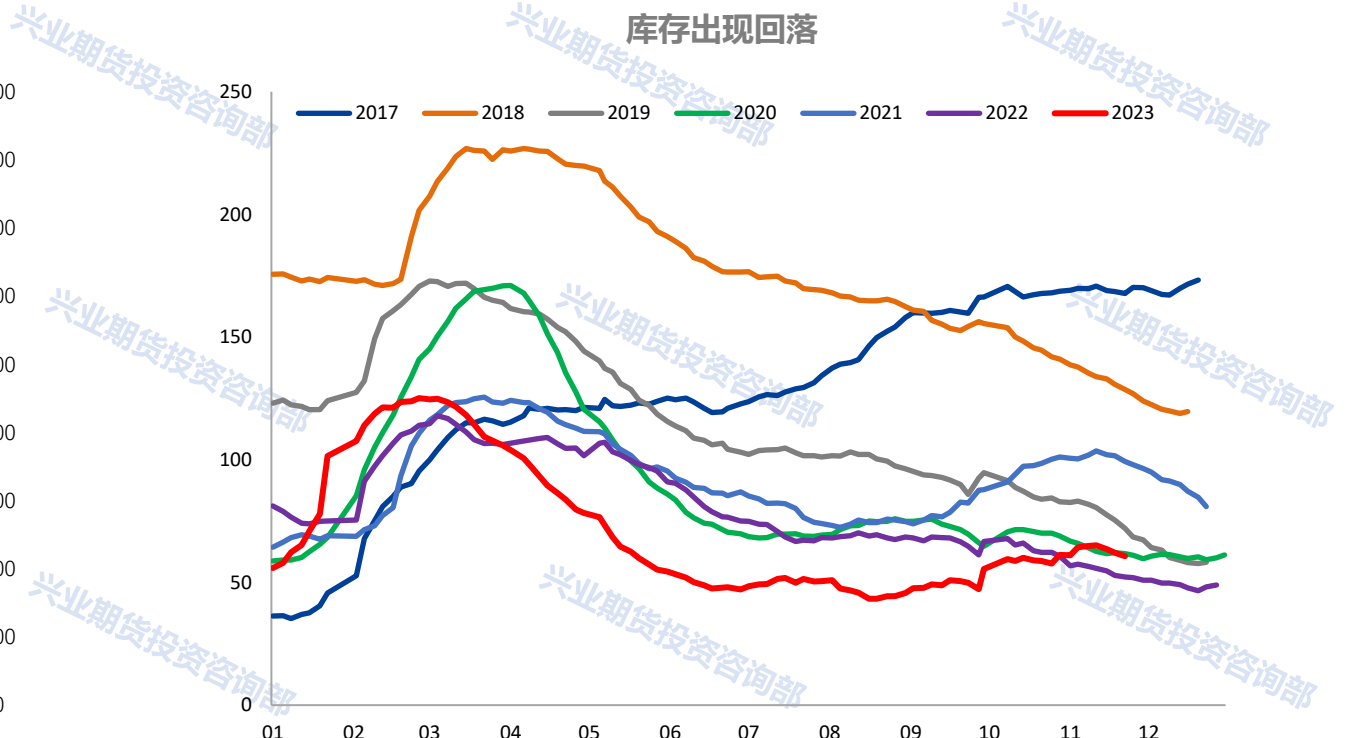
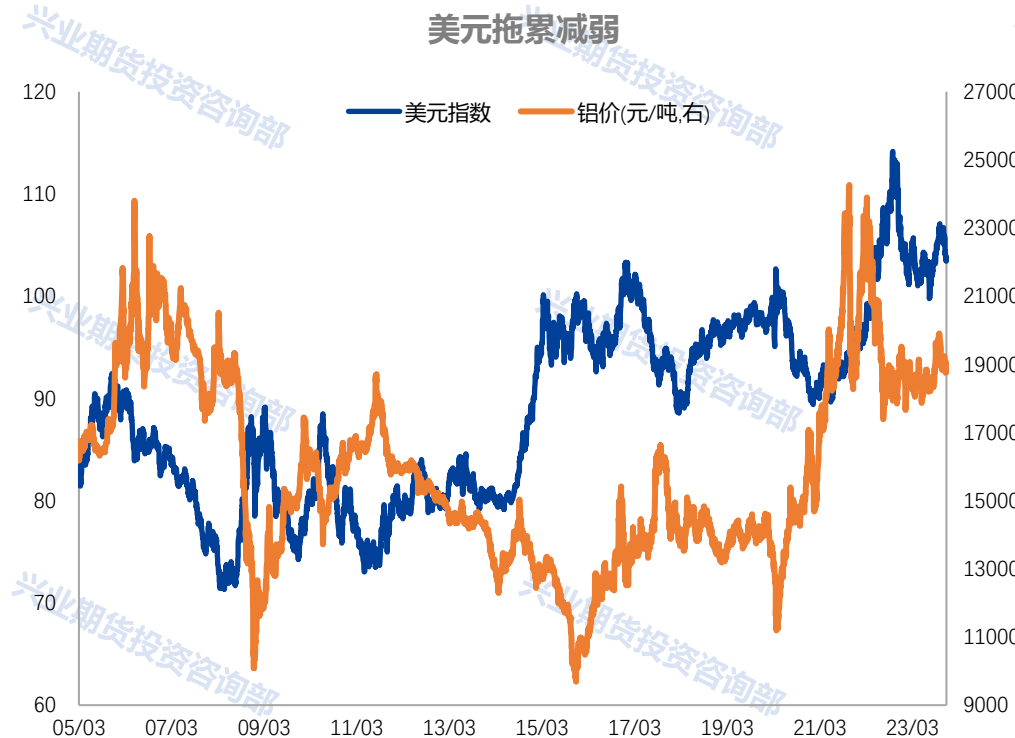
受季节因素的影响，铝将逐步进入需求淡季，但从开工率来看目前整体表现尚可。且近期财政刺激政策不断发力，基建板块修复对铝需求存在支撑。若后续刺激政策进一步加码，下游需求存在潜在利多。

下游开工率

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铝合金开工率(%)												
2018	60.76	50.24	62.18	63.11	63.01	57.75	56.75	54.90	56.55	53.34	54.39	52.26
2019	53.12	42.11	55.88	56.91	54.11	49.52	49.67	48.75	53.24	55.68	57.53	56.79
2020	41.33	12.00	39.80	47.02	46.83	46.59	45.82	49.81	53.88	55.20	55.08	51.94
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98	48.43	48.01	43.48	41.15	40.26	45.85	47.00
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24	38.60	37.18	29.50	44.63	41.97	42.76	52.16
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	54.26	52.28	53.21	53.20	56.09	56.18		
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	50.52	50.41	50.74	49.10	53.32	49.70		
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	66.35	64.89	64.69	60.80	66.95	68.44		

▣ 市场对本轮美联储加息或已完成的预期不断抬升。美元指数近期维持在104下方，在紧缩周期结束的背景下，美元仍有续跌空间，整体对有色金属存利多。

▣ 库存方面，10月以来库存出现持续抬升，但目前仍处于偏低水平。且根据MYSTEEL公布的最新库存数据显示，近两周库存已经再度出现回落。从季节性角度来看，后续库存压力较低。



碳酸锂

LC

01

短期产量环比下滑，明年供给增速放缓

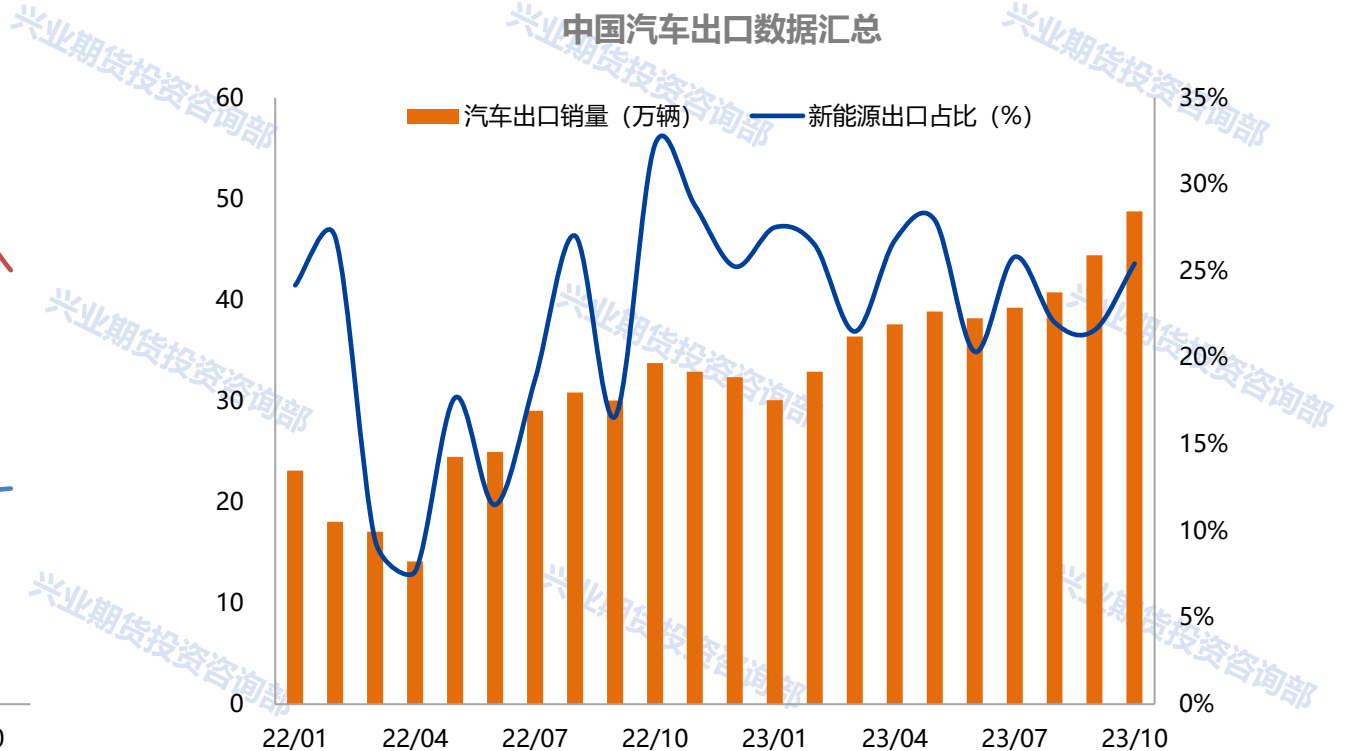
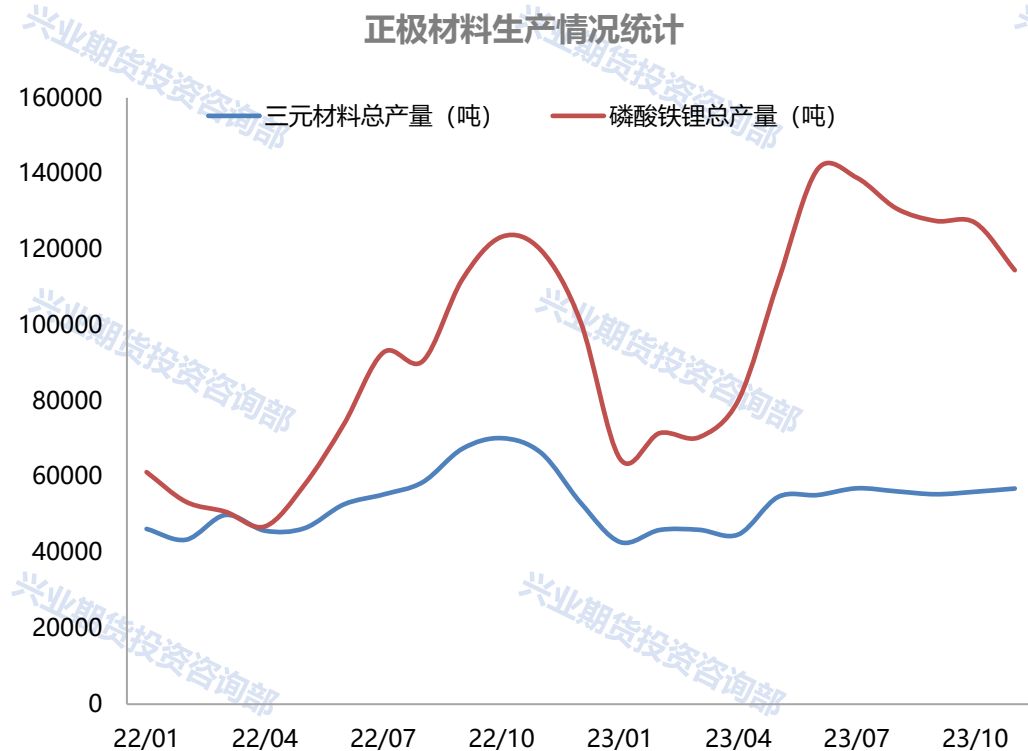
02

材料环节竞争格局激烈，终端汽车出口向好发展

03

成本曲线保持陡峭，盘面博弈属性浓厚

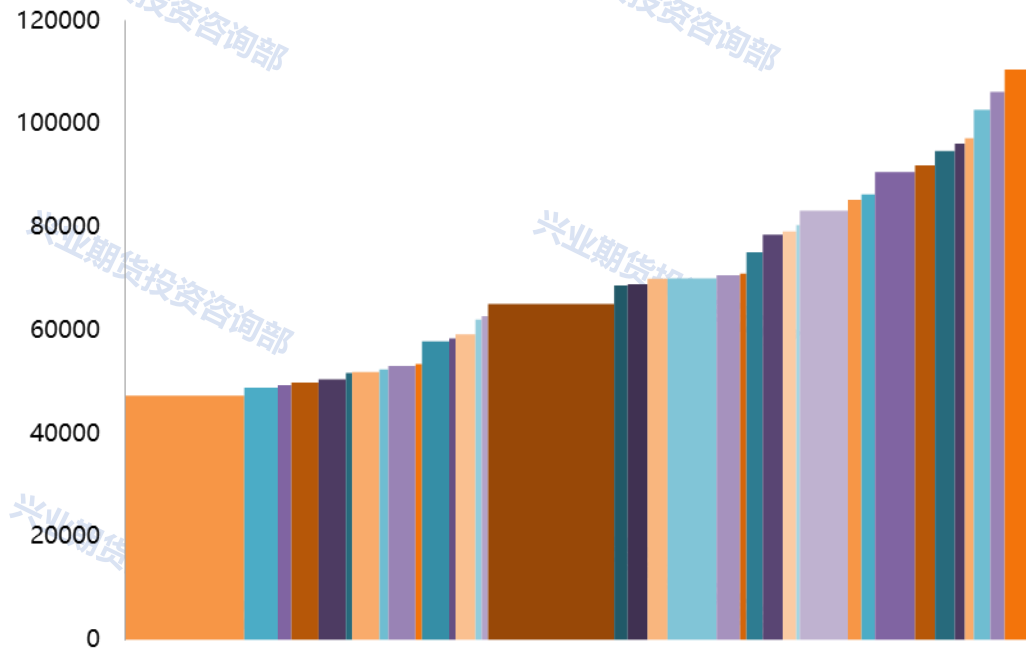
- 正极材料方面，磷酸铁锂产量扩张行为快速收缩。由于终端需求偏好发生改变，LFP逐渐取代NCM成为主流供应技术路线。受到前期企业持续扩产影响，LFP已呈现明显过剩，近期随着需求减弱产量也持续下滑；反观NCM，整体供应情况维持相对平稳。
- 汽车出口方面，海关数据体现中国汽车出口保持向好格局。一方面，汽车出口总量出现同比增长超预期情况，证明了我国汽车品牌竞争力有所提高；另一方面，新能源车出口占比维持在正常区间，且随着各国电车接受程度提高，预计有进一步提升潜力。



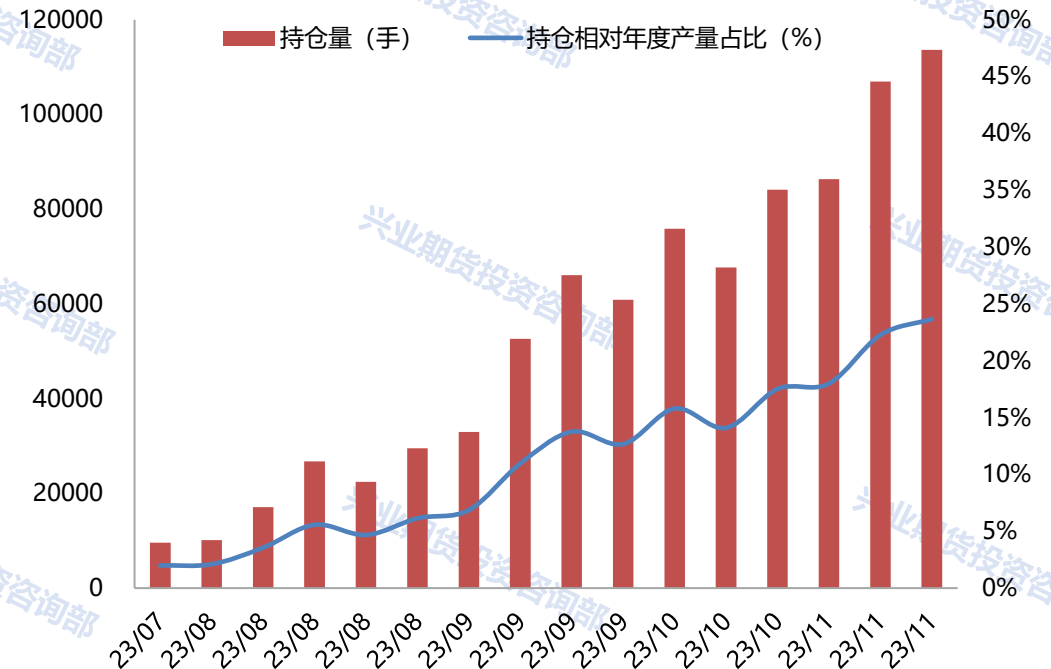
□ 远期成本方面，2024年全球锂资源冶炼一体化成本保持陡峭。综合考虑环保、社区、税率、资源等因素，我们判断锂盐生产成本将无法回到历史极低位置。市场主流资源供应集中在盐湖、辉石及云母，意味着低成本项目无法满足仍在上升的全球锂资源需求。

□ 盘面持仓方面，碳酸锂合约持仓量仍未出现明显缩量情况。当前合约持仓手数已有约四分之一的全年锂盐产量，后续如何减仓将成为重要关注点。近月合约资金扰动行为愈发明显，盘面单日振幅也有增大迹象，预估多空双方仍将持续博弈，波动率保持高位。

2024年全球锂资源一体化生产成本（元/吨）



碳酸锂合约持仓情况统计





纯碱

SA

01

纯碱周产环比回升，但供应瓶颈依然存在

02

重碱需求平稳增长，轻碱周度出库量维持高位

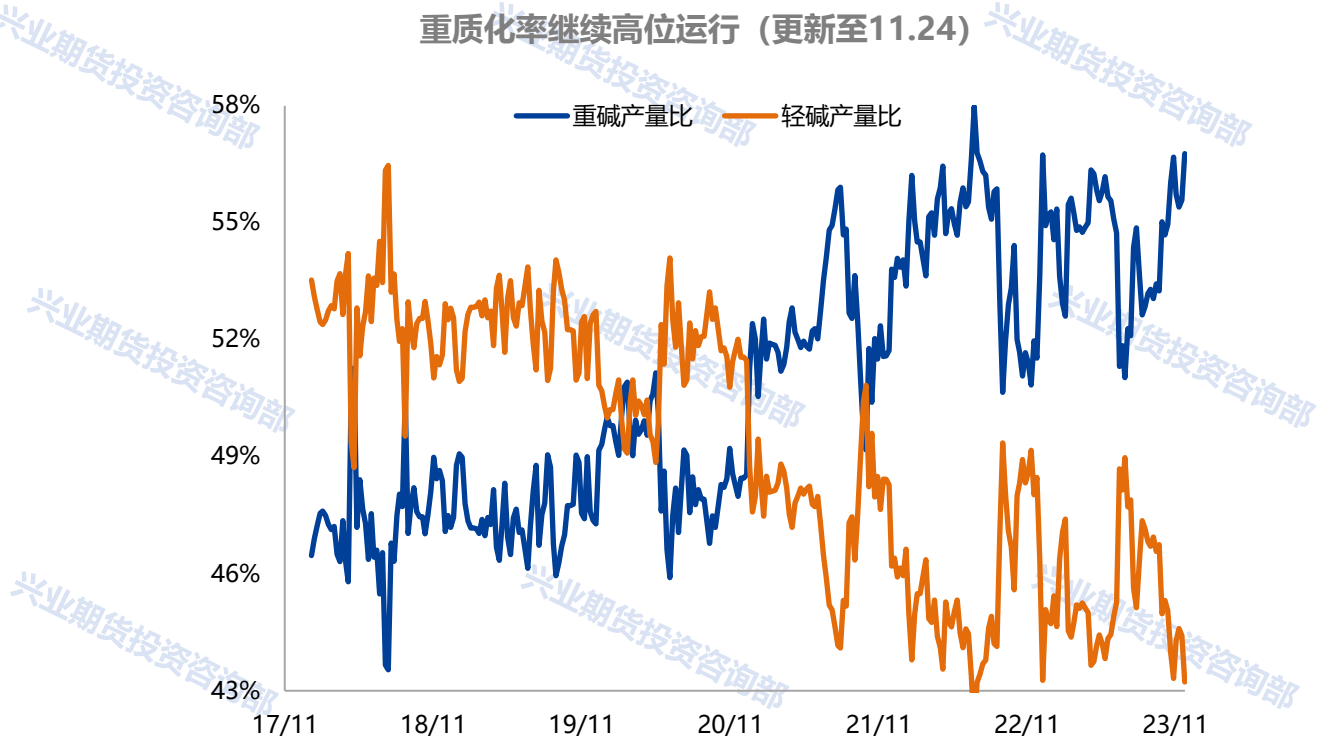
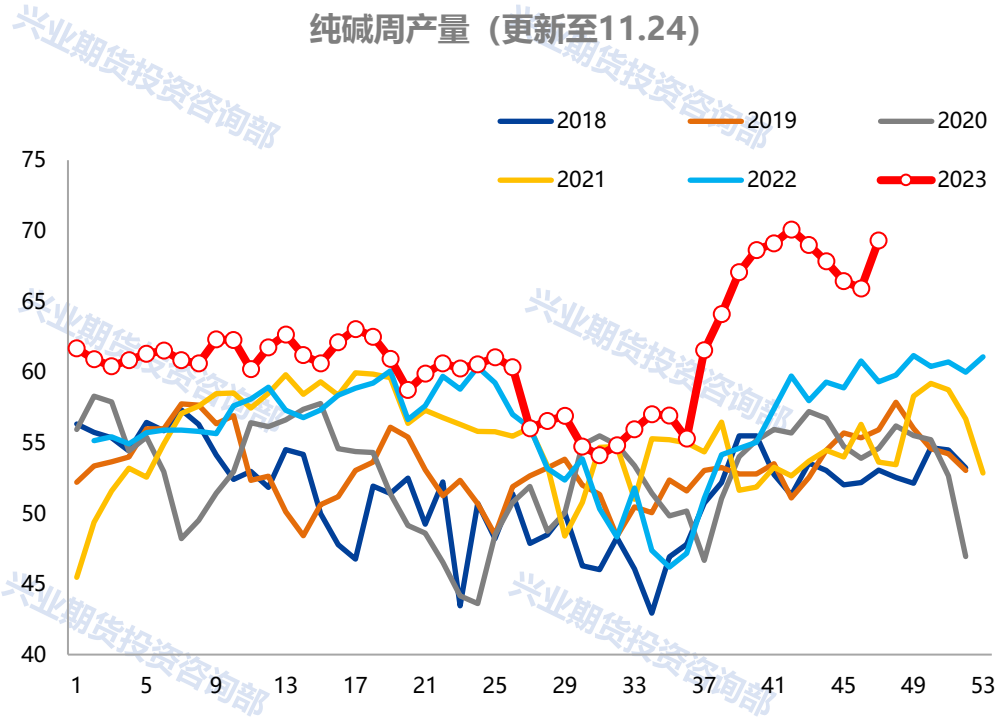
03

碱厂库存下降，下游玻璃厂原料补库

04

近月交割风险拉高近远月价差，05合约或迎来补涨机会

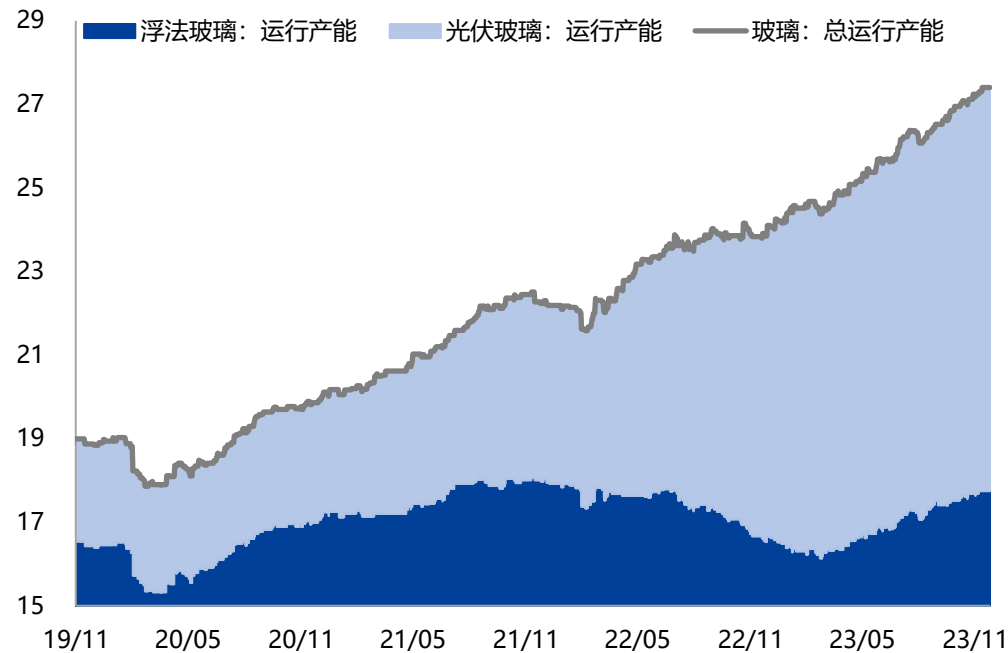
□ 本周隆众调研，纯碱实际周产量恢复至69.15万吨，前值65.92万吨，结束了连续4周的下降。新装置尚无投产消息，环保督察组已入驻青海等5个省份，青海地区碱厂也仍未恢复正常生产，叠加设备短停时有发生，预计纯碱周产量还将在69-70万吨附近徘徊。我们建议仍以权威第三方机构公布的产量数据为基础，持续评估供应增长的节奏。此外，碱厂重质化率小幅回升，逼近历史极高值，若无新装置的投放，重碱周产量大概率难以出现较大幅度的增长。



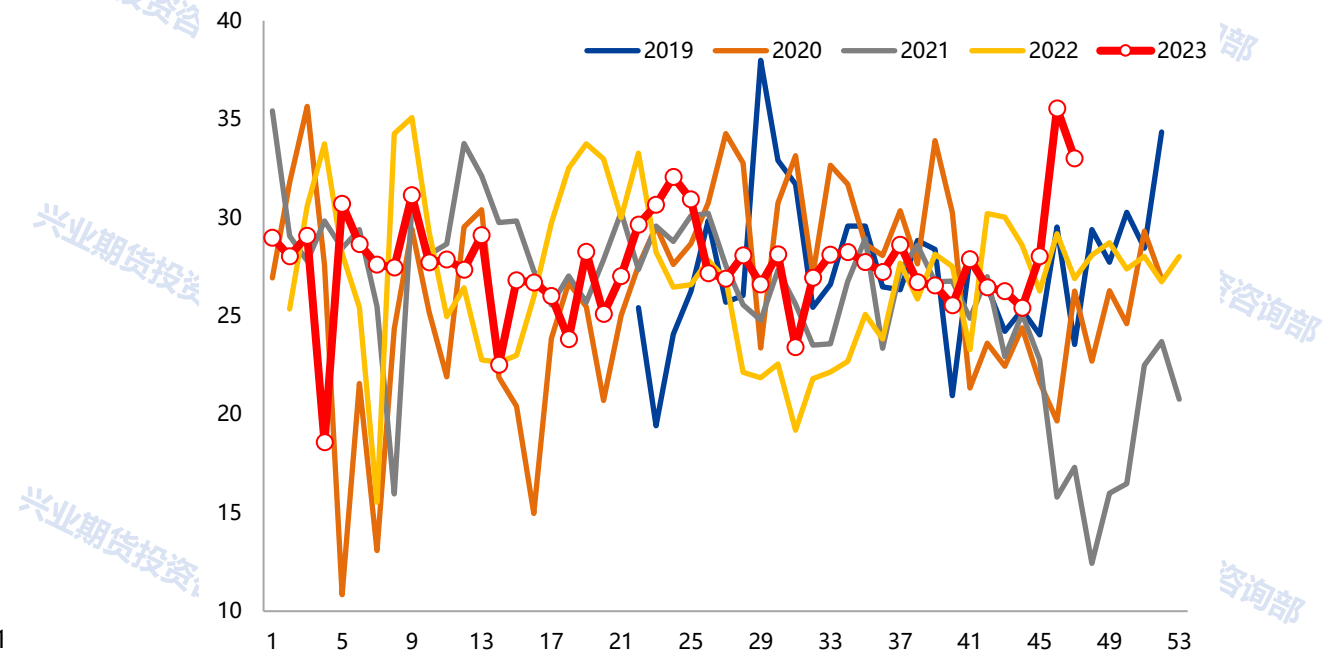
■ 重碱：本周玻璃运行总产能保持平稳，刚需平稳。浮法玻璃下游正处于年底赶工期，下游深加工企业原片库存11.7天，待发订单21.7天，分别较10月底减少1.4天和增加0.2天，深加工企业将维持刚需以上的采购节奏。而浮法玻璃厂库存压力有限，玻璃库存规模折日产大约11.3天，预计去库将持续。光伏玻璃产能基本维持每月点火1-2条的节奏稳步扩张。以上均有利于支撑重碱需求平稳增长，以及阶段性补库需求的释放。

■ 轻碱：三季度以来，轻碱周度表需基本围绕刚需中枢27万吨窄幅波动，整体表现平稳。本周轻碱周度表需小幅降至33.01万吨，前值35.54万吨，依然处于高位，或与下游补库有关。

玻璃运行总产能稳步增加（更新至11.24）

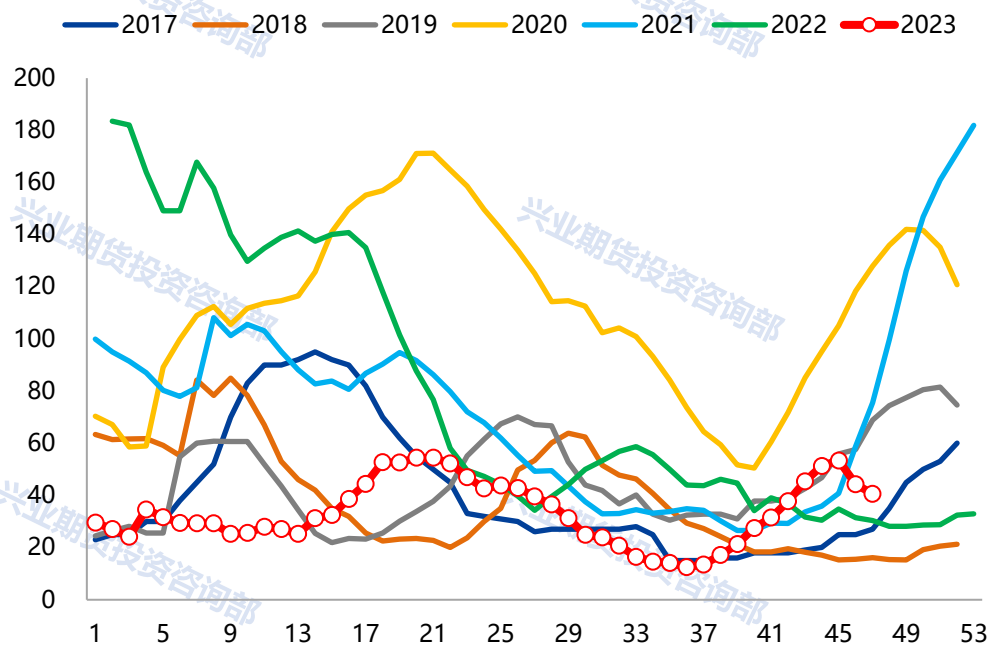


轻碱出库量大幅增加（更新至11.24）

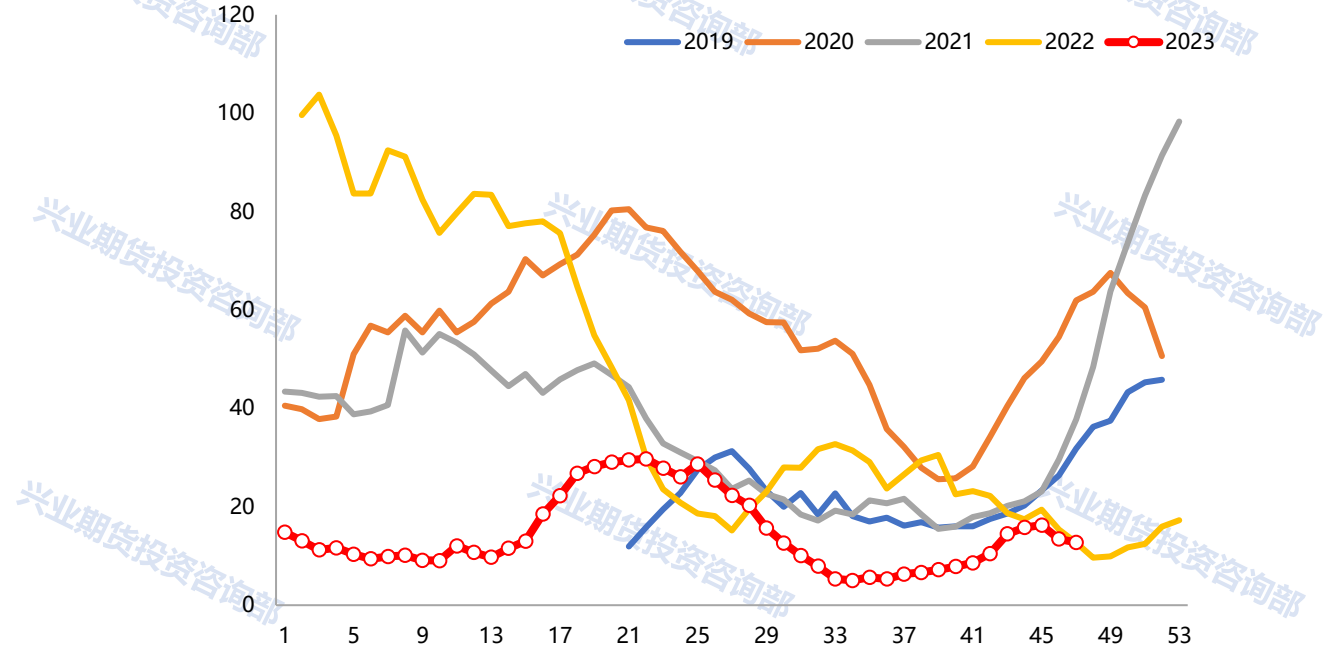


10月以来，纯碱产业链库存依然处于近3年的低位：（1）本周碱厂纯碱库存40.59万吨，环比减少3.71万吨（-8.37%），其中重碱库存环比减少0.66万吨至12.76万吨，碱厂待发订单小幅降至11+天；（2）纯碱交割库库存环比减少2.4万吨至1.7万吨；（3）下游玻璃厂纯碱库存可用天数环比增加1-2天至12-13天，厂内+待发可用天数18-19天。本周纯碱产量回升，库存由上、中游向下游转移，玻璃厂有一定采购补库需求释放。

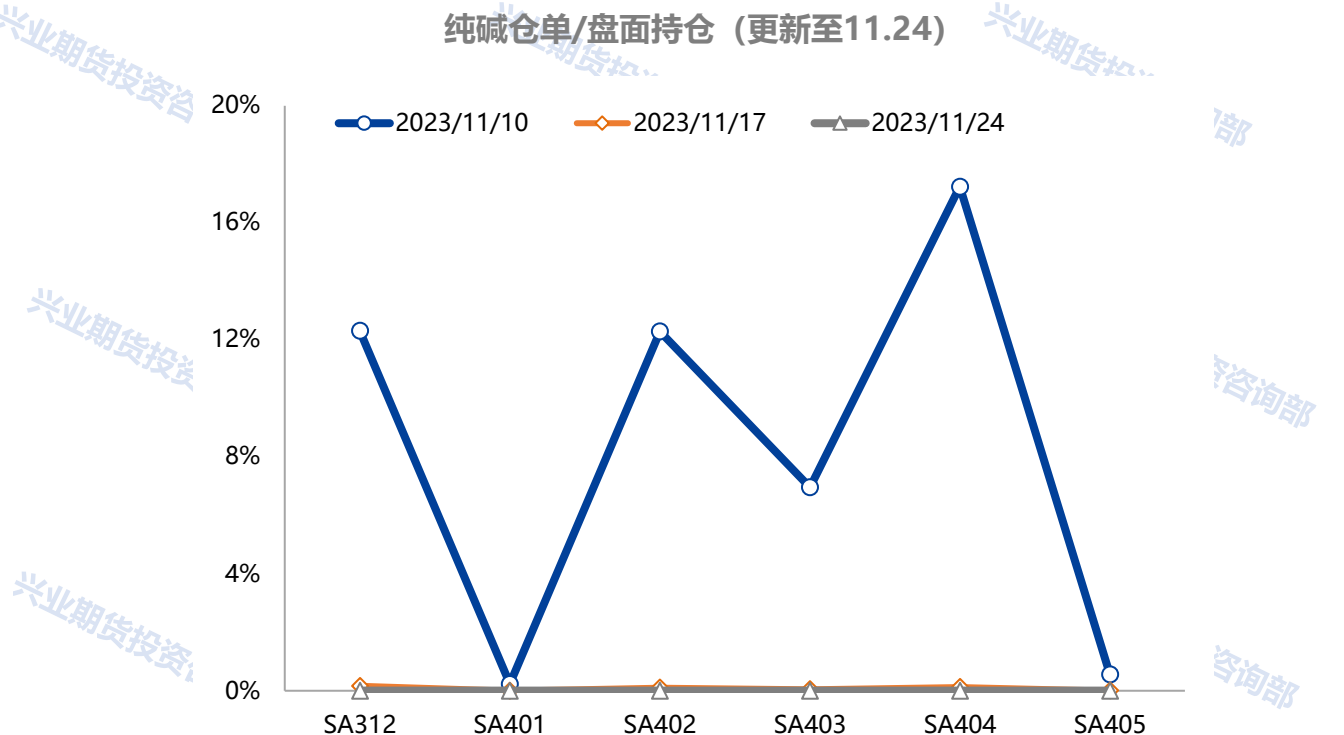
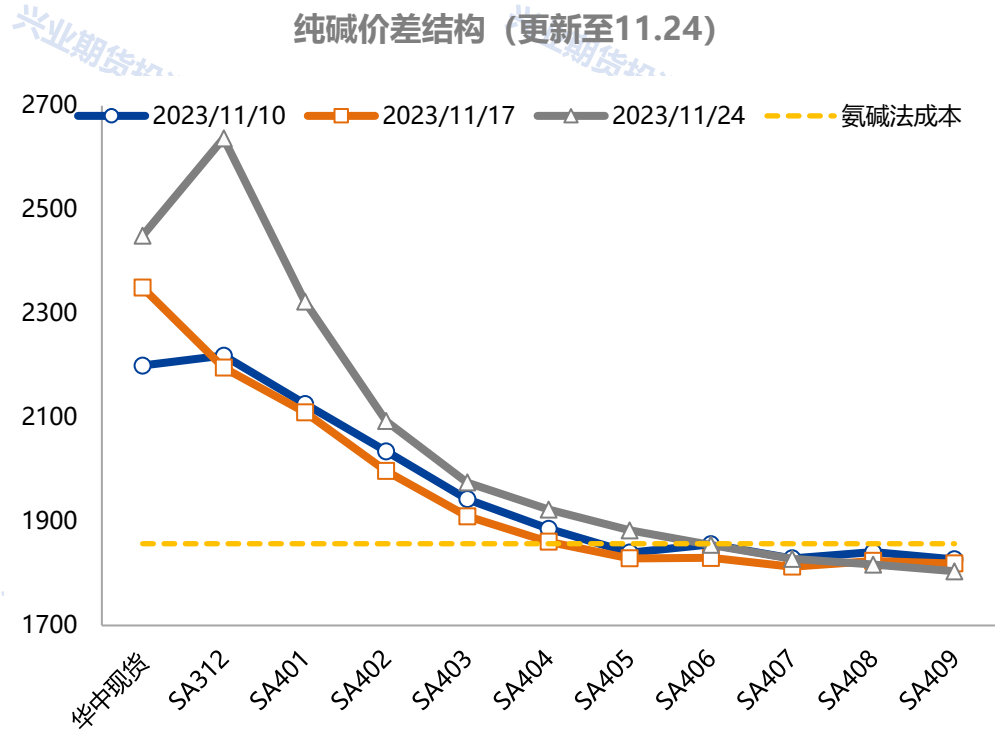
碱厂纯碱库存 (更新至11.24)



碱厂重质碱库存 (更新至11.24)



目前纯碱产业链低库存、刚需稳中有增的格局短期难以发生实质性逆转，若无供应增长的配合，纯碱期现价格共振上涨的概率相对较高。其中重碱供需结构相对更为突出。综合重碱周产、库存、刚需、仓单、以及盘面合约持仓规模评估，纯碱12合约和01合约卖方交割风险偏高，易形成期现价格共振上涨的局面。受纯碱近月期货强势的影响，纯碱1-5价差也创下历史新高，若近月无下跌驱动，大概率远月将迎来补涨机会。建议纯碱05合约多单继续耐心持有。未来需持续关注纯碱产量、库存、仓单的实际变化情况。





铁矿

01

钢厂盈利回暖，高炉生产保持韧性

02

高日耗叠加低库存，钢厂采购补库需求增加

03

发运连续回落，到港或将季节性下行

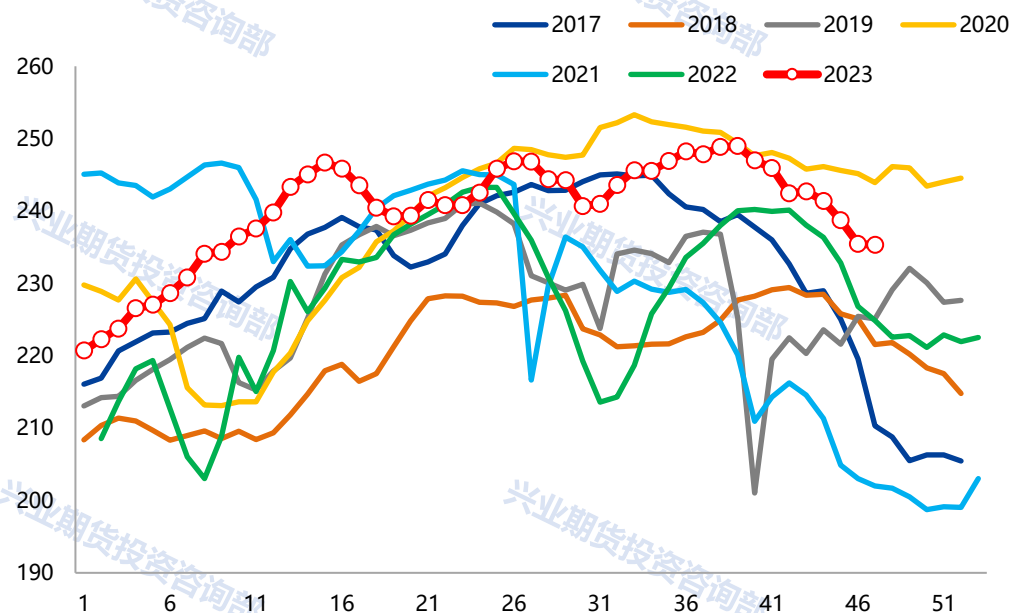
04

铁矿基本面偏强，但监管风险较高

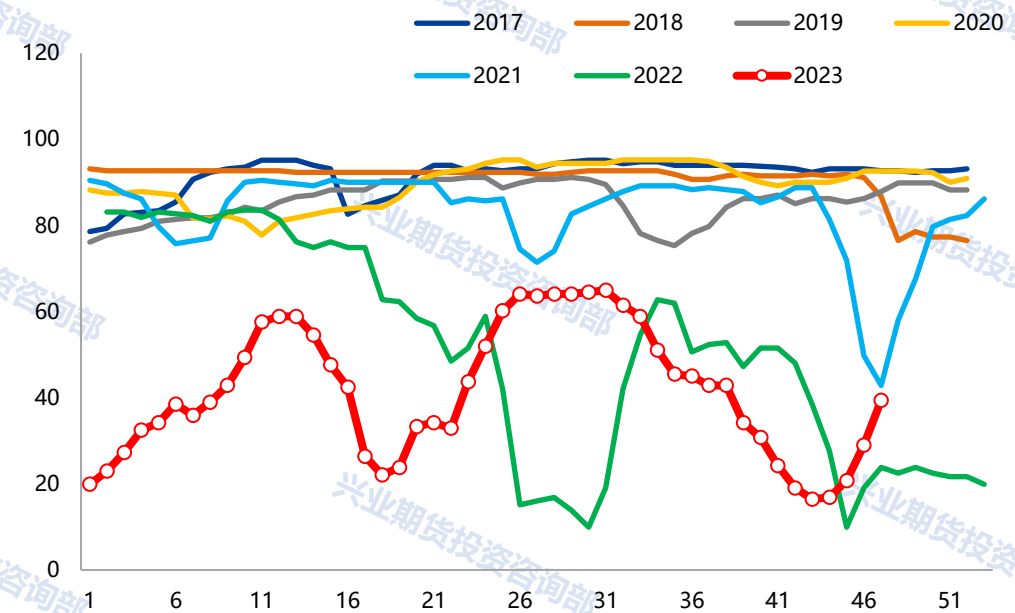
在行政性限产约束的情况下，高炉生铁保持韧性。本周钢联口径247家钢厂日均铁水产量环比微降0.14万吨至235.33万吨，较前高累计下降13.66万吨，但增幅扩大至12.77万吨。钢厂盈利连续第4周回升，本周钢联口径247家钢厂盈利比例环比回升10.39%至39.39%。

现阶段粗钢供需矛盾有限，高炉缺乏明确减产驱动，日均铁水产量有望保持同比大幅多增状态。

247家钢厂日均铁水产量 (更新至11.24)

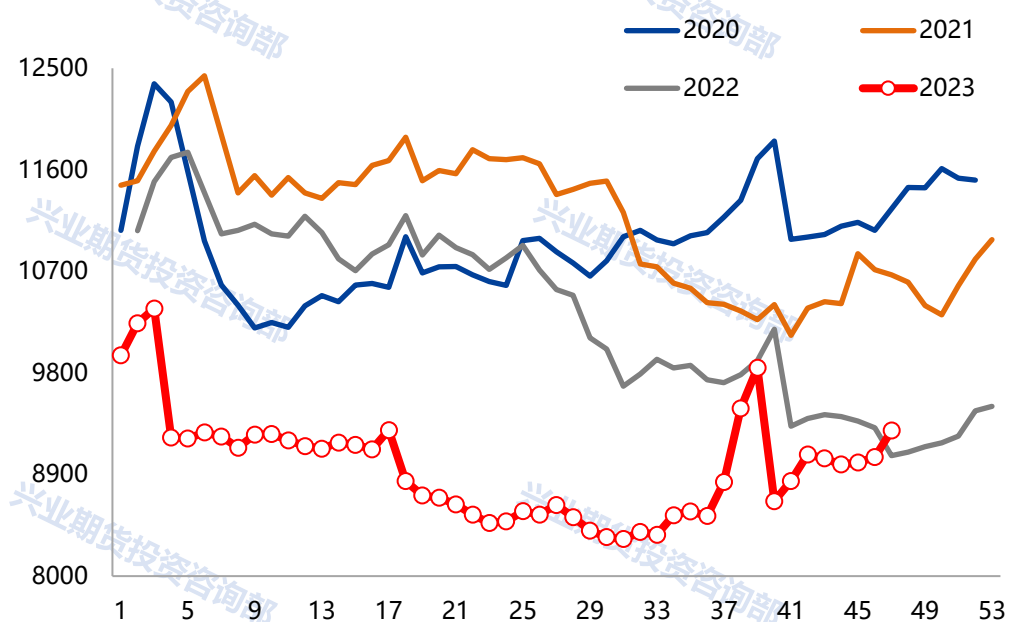


247家钢厂盈利比例 (更新至11.24)

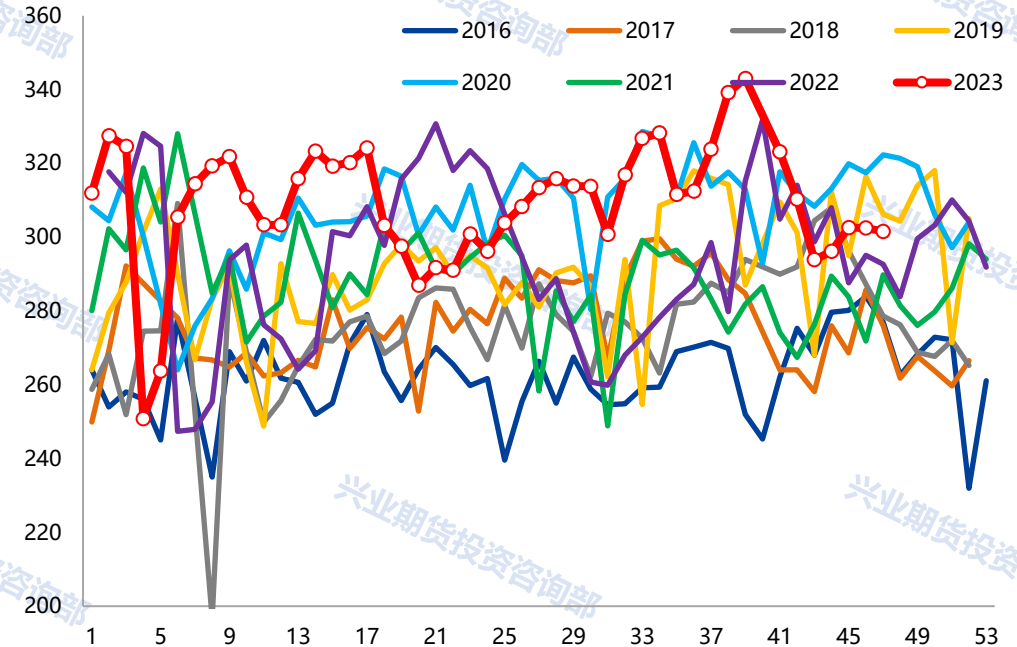


进入11月下旬，钢厂原料冬储已启动。本周钢厂进口矿库存环比大增236万吨至9290.1万吨，已高于同期约192万吨。从历史数据观察，2020年-2022年钢厂进口矿冬储规模大约在500-600万吨左右，持续时间一般在2、3周以上时间，预计钢厂进口矿冬储补库的影响还将持续一段时间。

247家钢厂进口矿库存 (更新至11.24)

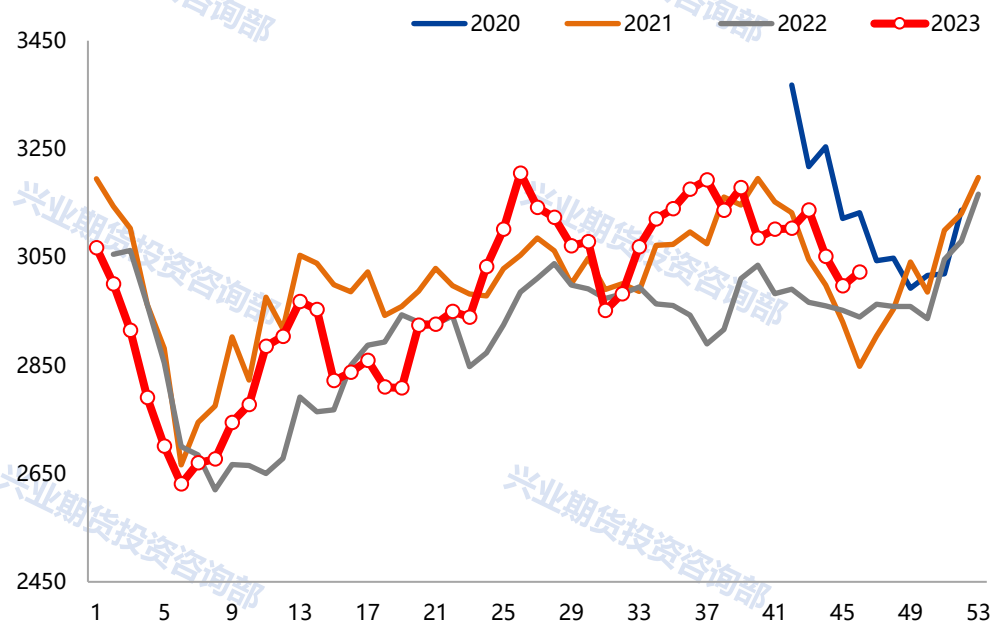


45港日均疏港量 (更新至11.24)

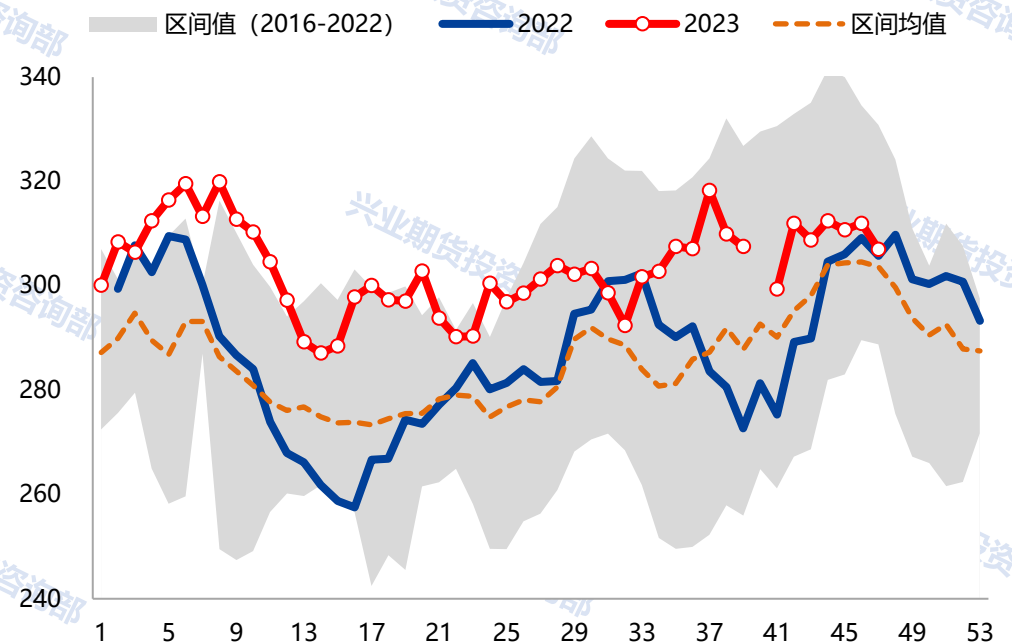


10月以来，我国45港铁矿到港量整体保持平稳，而同期全球铁矿发运量环比季节性回落，从发运至到港的船期角度推算，年内后续铁矿到港量季节性下行的可能性较高。年末12月全球铁矿发运冲量的影响将主要体现在1月后的到港数据上。供给端暂无超预期或超季节性的利空。

全球铁矿发运量（更新至11.17）



45港进口矿到港量（更新至11.24）

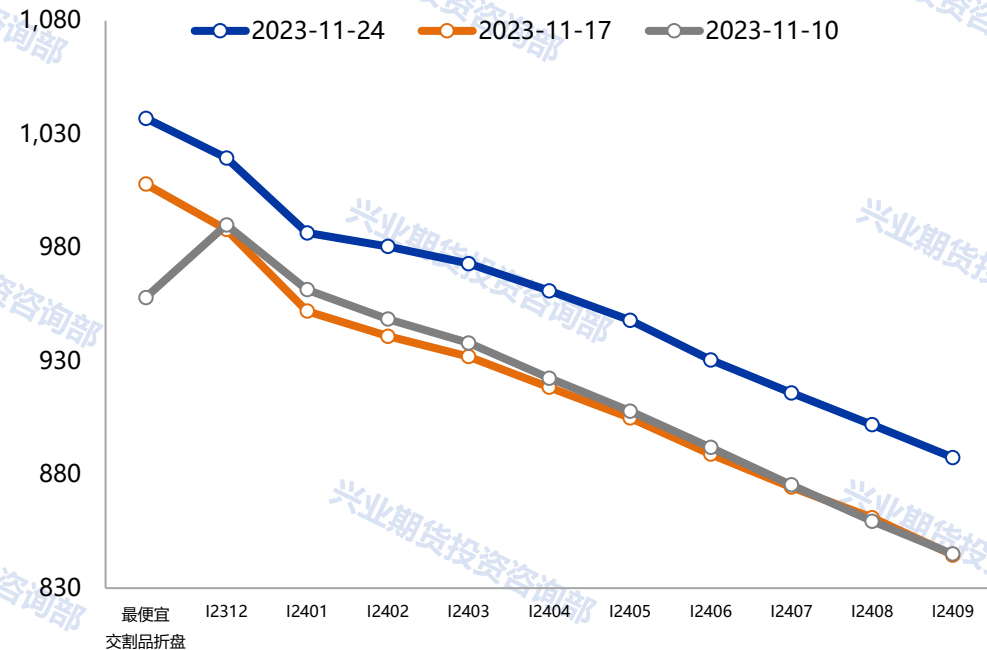


国内进口矿库存仍偏低，截至本周五，钢厂+港口及港口进口矿库存仅为2020年初的87.4%。低库存背景下，高炉铁水日产同比偏高、钢厂对进口矿冬储补库还将持续一段时间，铁矿基本面偏强，铁矿期货价格上行修复基差驱动偏强。不过，随着铁矿期货主力合约逼近1000的整数关口，监管部门连续出手调控铁矿价格，警惕监管部门出台超预期严厉的调控措施的可能。激进者铁矿05合约多单耐心持有；谨慎者则止盈离场等待重新入场的信号。

国内进口矿库存（更新至11.24）



铁矿价差结构（更新至11.24）



焦煤

JM

01

产地安监局势维持高压，焦煤供应占比季节性走低

02

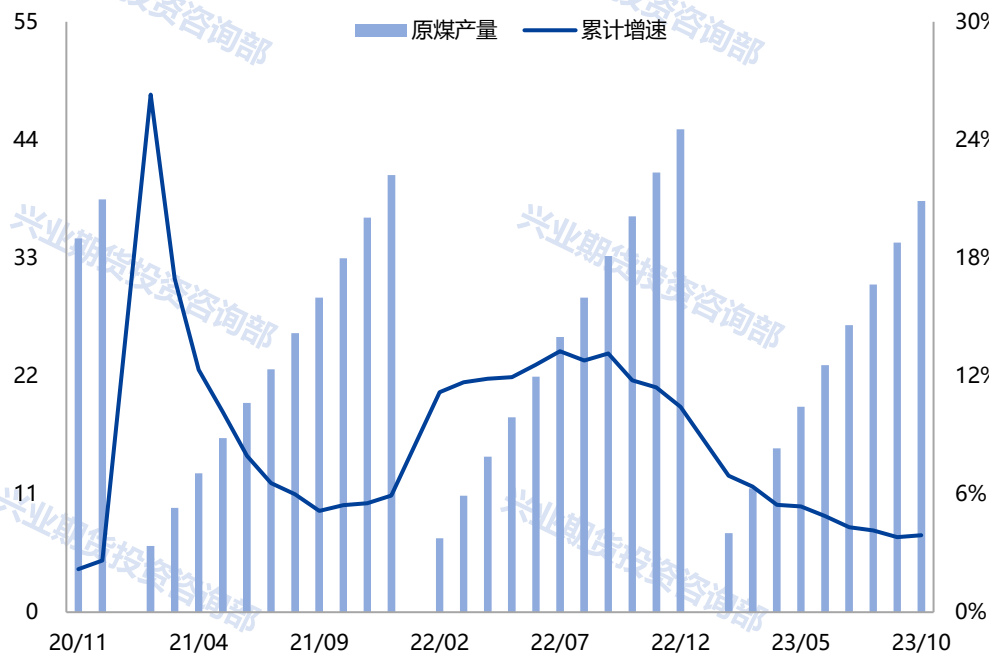
终端需求预期企稳，冬储补库逐步启动

03

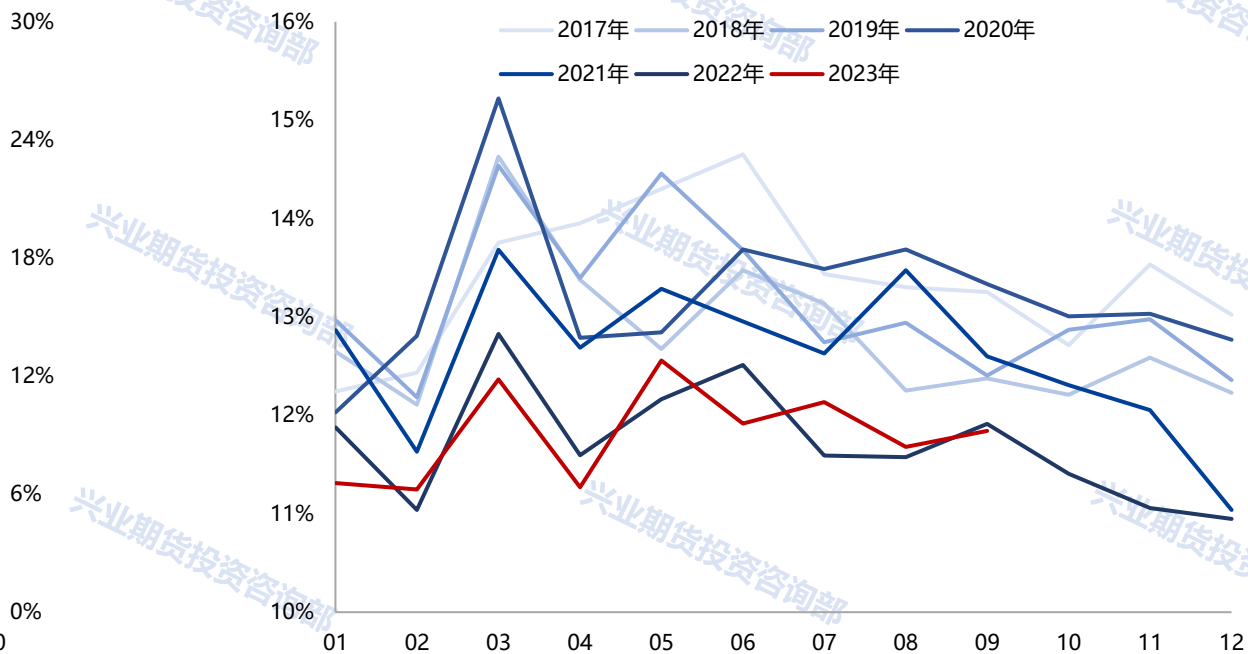
坑口竞拍氛围活跃，焦煤整体库存仍处低位

供应方面，澳大利亚硬焦煤价格回落、进口窗口或将开启，海外焦煤边际增量显现；但国内原煤产量累计增速降至低位，事故影响余温尚存，产地安全检查频率及强度不断增加，坑口安监局势难有放松，且焦煤生产占比季节性走低，临近年关部分完成年度排产计划的煤矿有减产可能，焦煤供应端维持收紧预期。

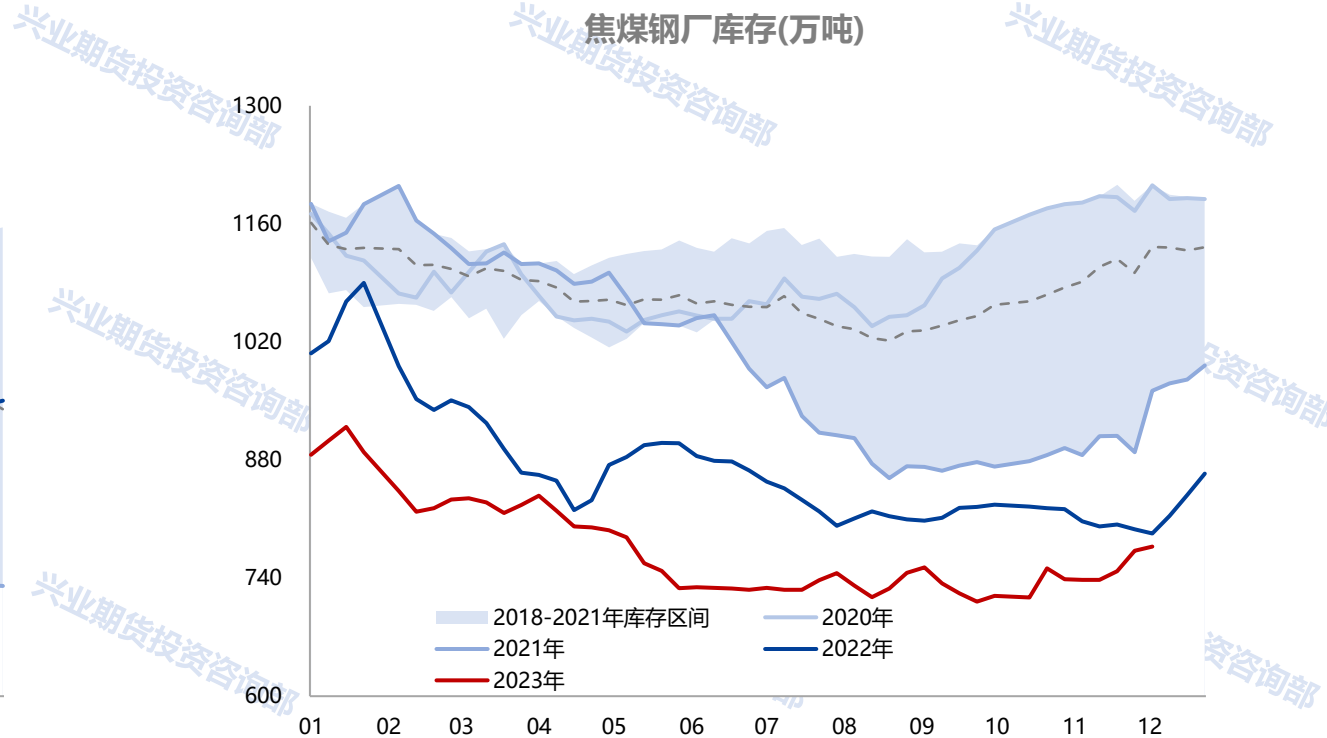
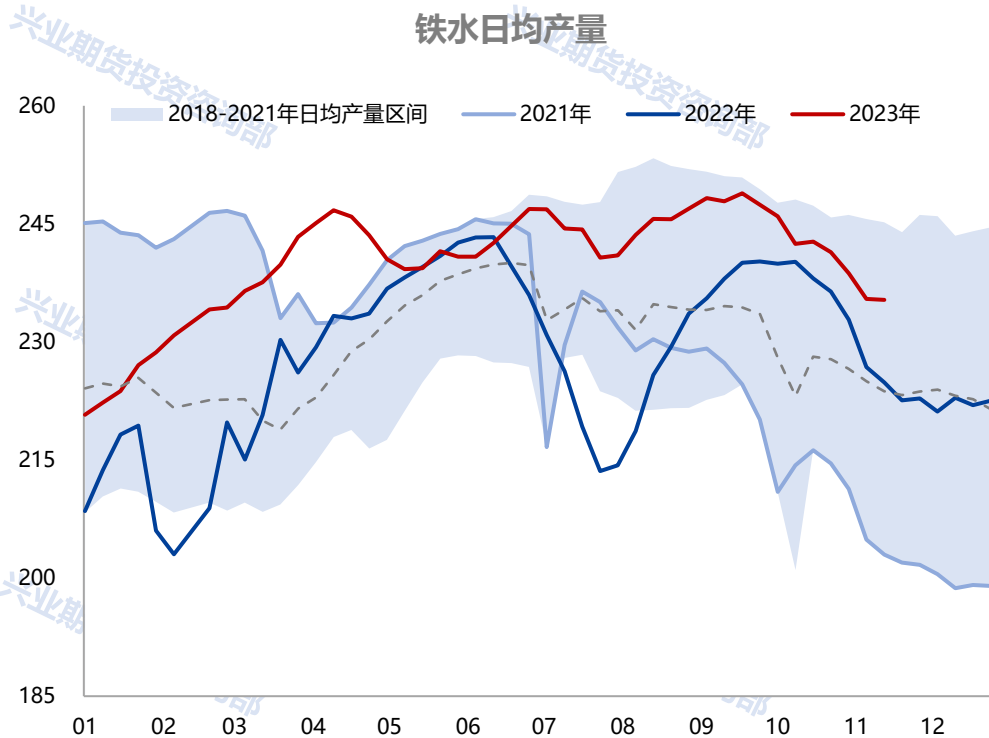
全国原煤产量累计值及累计增速



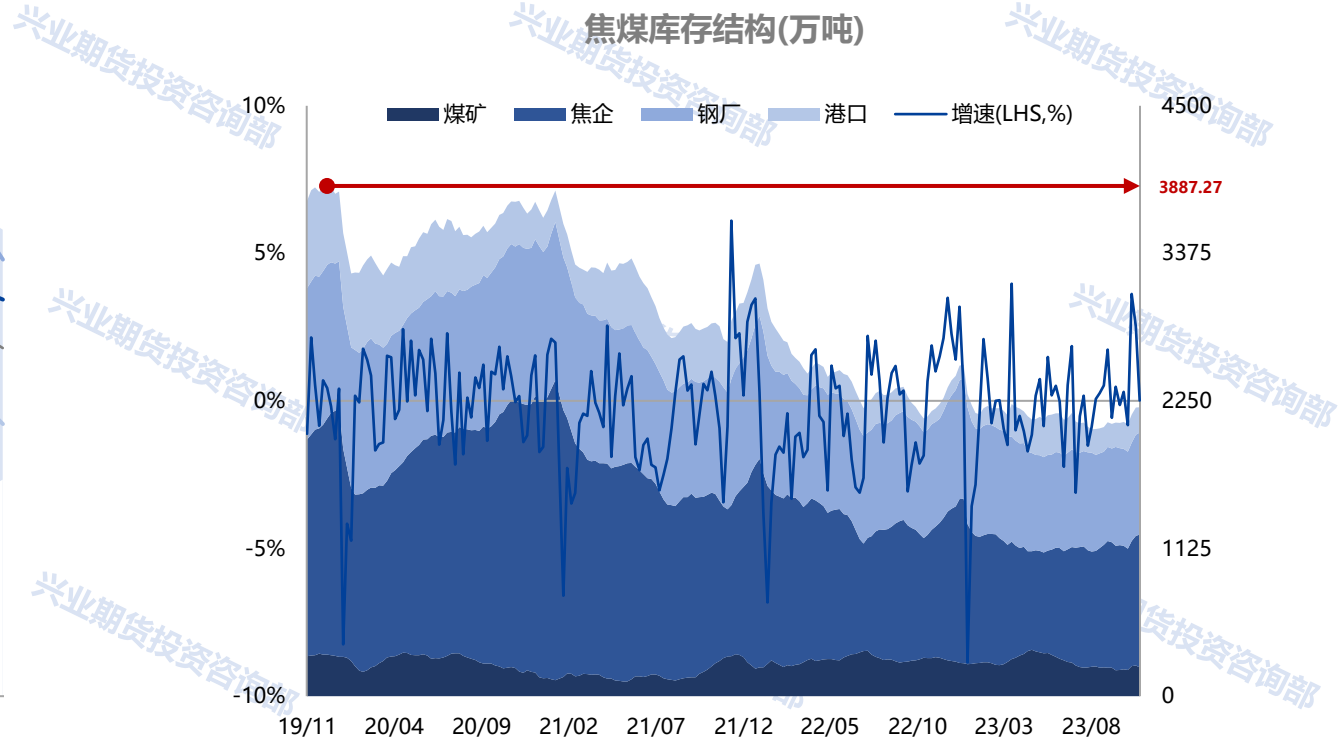
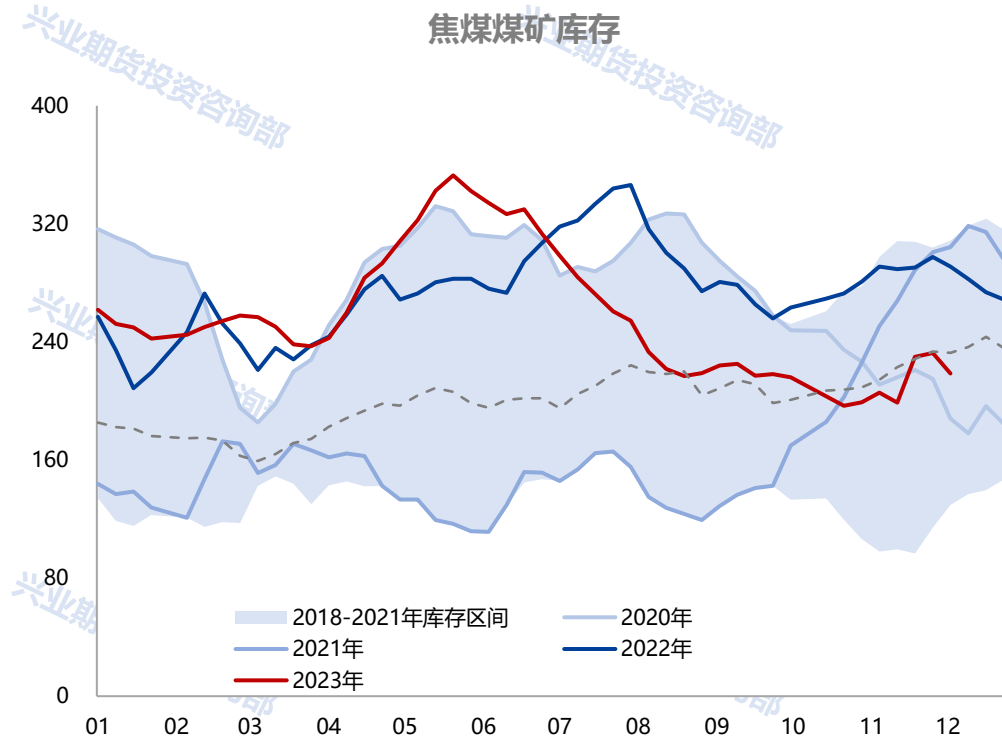
炼焦煤生产占比季节性



需求方面，铁水产量如期下滑、但235万吨的日产水平依然处于近年同期高位，需求兑现预期企稳；而原料冬储陆续启动，煤矿坑口竞拍氛围回暖，钢焦企业焦煤库存均处低位水平，补库意愿相对充足，采购需求逐步回升。



- 库存方面，下游补库加速矿山库存去化，贸易环节入市积极，焦煤库存向下游转移，整体库存水平处于低位，对价格支撑相对较强。
- 综合来看，安监检查使得焦煤产出不时受阻，下游冬储推升采购需求，而低库存特性或加速今年补库持续性及强度，基本面积积极因素占优。



棉花

CF

01

停止抛储提振市场情绪，且不排除有收储可能

02

籽棉收购价格趋稳，成本端支撑仍存

03

国内终端消费或复苏，海外服装去库周期进入尾声

04

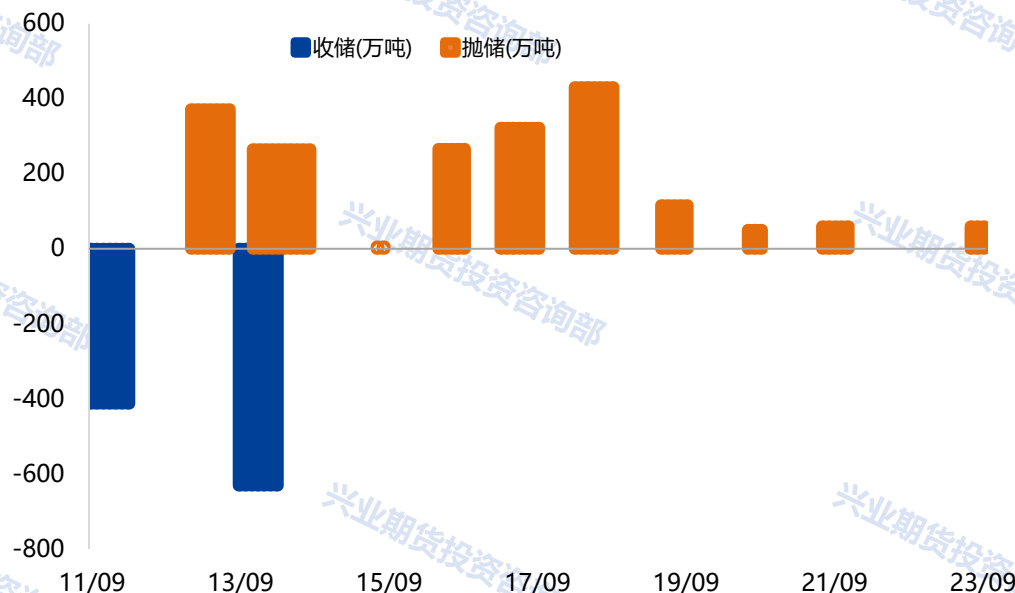
下方存在支撑，继续卖出看跌

截止11月14日储备棉累计成交88.47万吨，基本抵消本年度减产影响。11月15日停止抛储提振市场情绪，缓解棉价下行压力。储备棉库存偏低，或有收储可能。

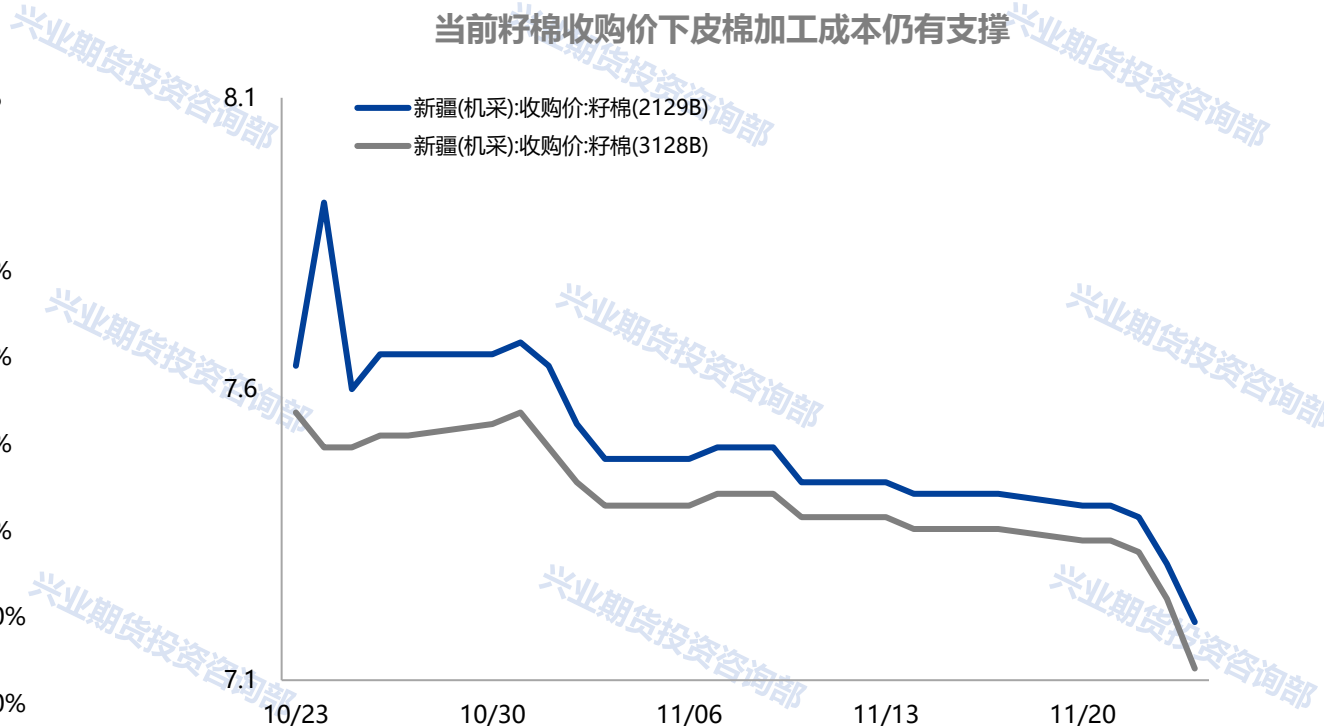
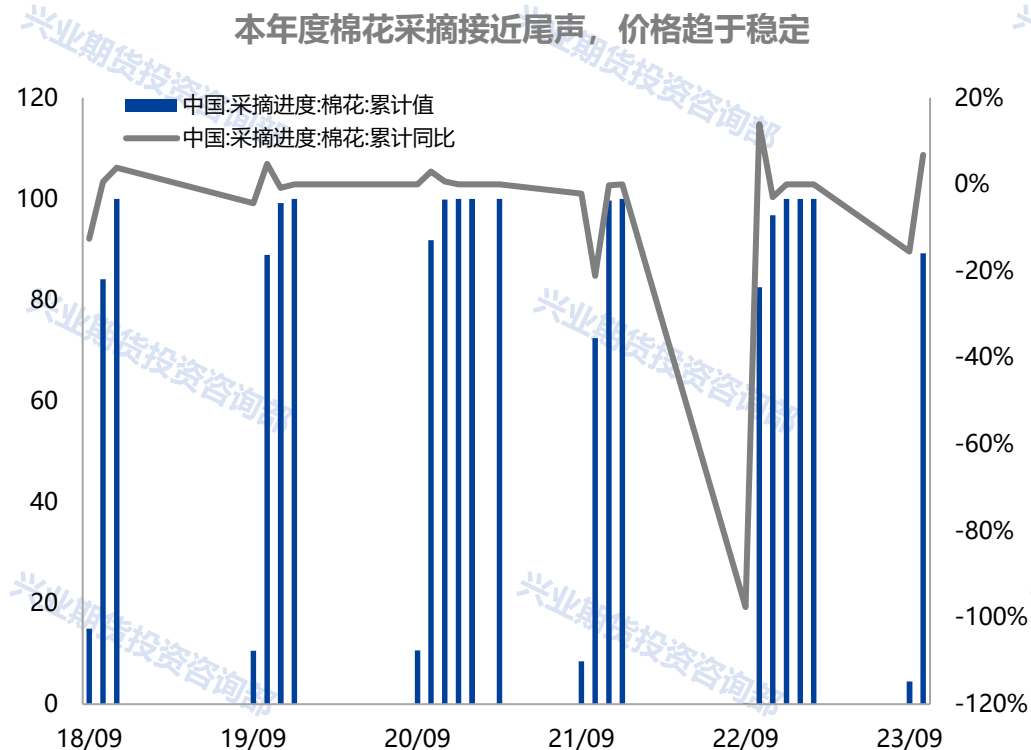
前期抛储基本抵消本年度减产影响

		2021-22	2022-23	2023-24			
				10月	11月	月度调整	同比
中国	产量	583.5	668.4	587.9	587.9	0.0	-12.0%
	消费	734.8	816.5	816.5	816.5	0.0	0.0%
	进口	170.7	135.7	217.7	228.6	10.9	68.5%
	期末库存	828.8	814.3	801.3	812.2	10.9	-0.3%
美国	产量	381.5	315	279.1	285	5.9	-9.5%
	出口	315.3	277.9	265.6	265.6	0.0	-4.4%
	期末库存	88.2	92.5	61	69.7	8.7	14.7%
全球	产量	2494	2539.7	2451.7	2470.3	18.6	-2.7%
	消费	2524	2415.1	2521	2510.4	-10.6	3.9%
	出口	940.5	806.3	941.3	942.9	1.6	16.9%
	进口	930	810.8	941.2	942.8	1.6	16.3%
	期末库存	1663.2	1808	1740.2	1774.4	34.2	-1.9%

储备棉库存偏低，或有收储可能

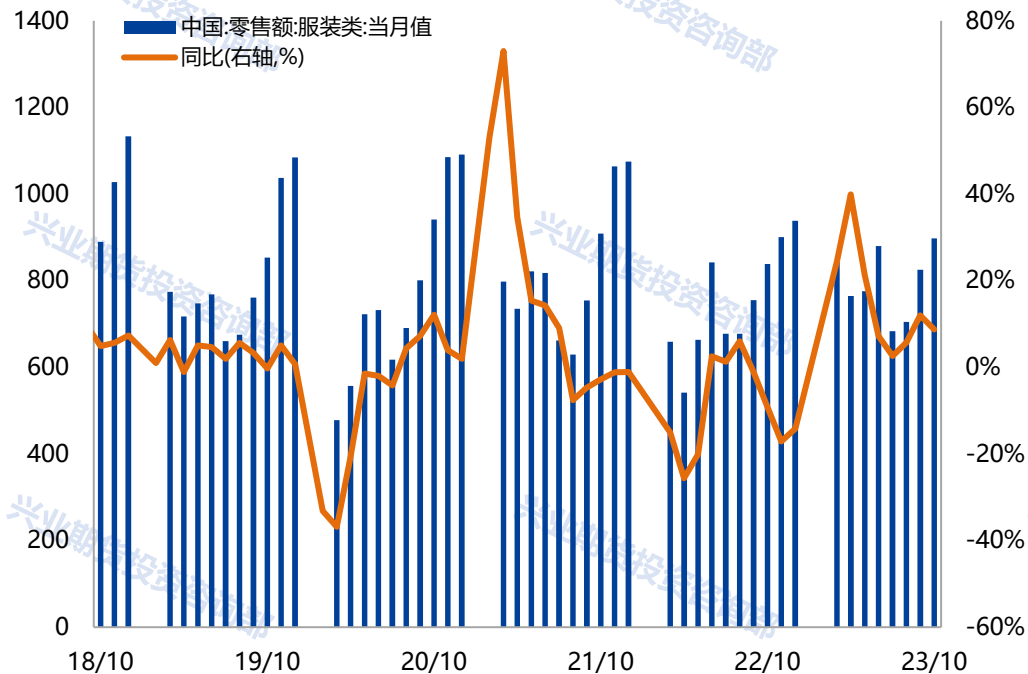


- 11月中旬棉花采摘接近尾声，新疆地区部分棉农仍持观望态度，交售进度有所减慢。截至11月15日，全国棉花采摘进度99%，同比快3个百分点；交售进度89.5%，同比慢1.7个百分点；预计籽棉价格也趋于稳定。
- 目前南北疆机采籽棉收购价分别为7.05元/公斤和7.12元/公斤，对应加工成本分别为15984元/吨和16221元/吨。相比于当前郑棉期货价格水平仍然期现倒挂，成本支撑仍存。

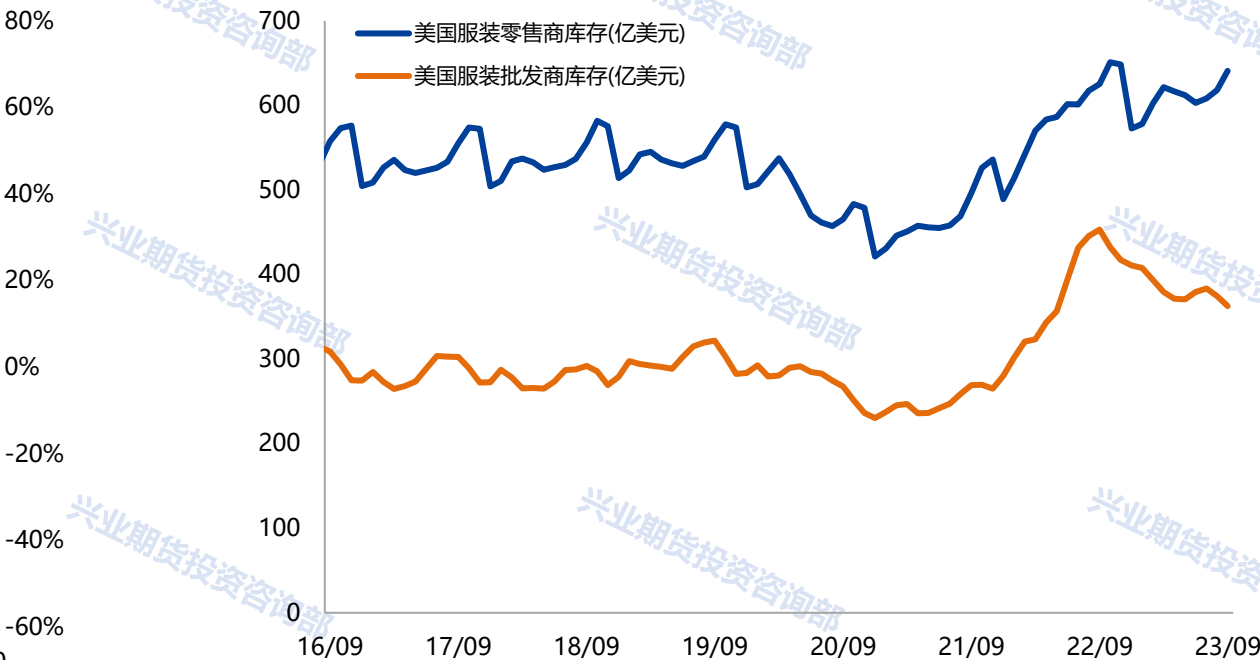


- 国内消费已进入底部，在宏观政策宽松的情况下，服装终端消费或逐步复苏。
- 美国批发商库存情况看，同比已接近往年水平，且本轮去库已持续一年时间、或已进入尾声，预计未来将开启补库，有利于棉花需求。

宽松宏观环境下，服装终端消费或复苏



美国服装库存去库周期或即将进入尾声

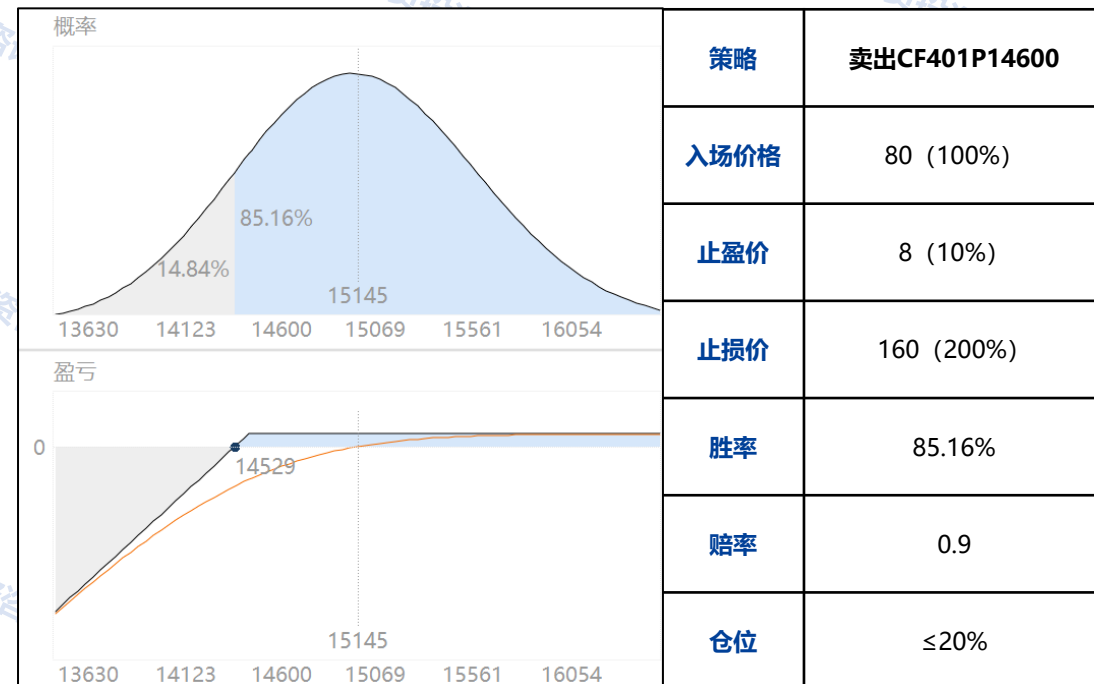


- 上周历史波动率增加3%，主力平值隐含波动率增加1.5%。最新成交量PCR显示看空，持仓量PCR显示看多，由于深度虚值看涨期权价集中了大量的持仓量，持仓量PCR并不能准确反映市场情绪。此外隐含波动率微笑也反映看空情绪。综上，棉花期权波动率偏低，情绪偏空。
- 由于棉花期货一度跌至15000附近，卖出CF401P15000止损离场。尽管期权指标不利于卖出策略，但考虑到棉花期货下方仍然存在支撑，建议卖出CF401P14600。

期权主要指标 (截至11.24)

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.99	0.59	16.75%	17.35%
百分位	85.4%	25.9%	44%	17%
说明	看空情绪	看多情绪	波动率中等	波动率极低

棉花卖出看跌期权交易参数 (截至11.24)



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386