



官方微信



官方APP

## 2023年11月第3周核心策略推荐：

既有、潜在利多且待充分发酵，维持“Risk-On”基本思路

上海 2023.11.19

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：

□ 国内方面：10月部分经济指标回调或走弱，如PMI、出口、固定资产投资等；但社融信贷总量、生产、消费、就业等指标表现较好。此外，政策稳增长导向则愈发明确，包括房企融资支持、城中村改造、地方化债、特别国债发行、24年新增地方政府债专项债提前批等一系列具体措施正在或即将落地。因此，我们认为国内经济复苏的核心驱动动能依旧较为充足。

□ 海外方面：10月美国通胀率超预期下行，美联储加息必要性进一步降低，美元指数、美债收益率双双下行。另结合各相关事件和分析报道看，预计中美两国关系大概率将出现阶段性缓和。以上均利于提振市场风险偏好，强化乐观心态。

□ 综上所述，既有的、潜在的积极因素且待充分发酵，宜维持“Risk-On”基本思路。具体看：1.对权益资产，短期震荡或回调难改上行大势，耐心持仓的预期回报率较为可观；2.对大宗商品，部分“景气修复+低库存+低估值”的品种预期涨幅则依旧较大。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(1) 国债 (卖出T2312, 单边, 持有): 10月宏观数据显示经济复苏出现一定改善, 且目前政策面态度较为积极, 宏观向上趋势较为明确。此前本周MLF超额需求使得市场降准降息预期落空, 叠加目前供给压力仍较高, 资金仍存在较大的波动风险。目前债市估值偏高, 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, 可择机轻仓布空。

(2) 股指 (买入IF2312, 单边, 持有): 国内最新社融及信贷数据虽结构失衡依旧明显, 但在更积极财政政策导向下, 其将大概率将逐步修正, 并体现为中观面业绩的持续改善; 基本面回暖、市场风险偏好预期下, A股估值扩张确定性高、且空间亦较大; 主要利空因素将大逆转, 利于陆股通、股基等主要机构类资金重新大规模回流; 在经济温和复苏阶段, 行业配置应兼顾“进攻性+防御性”, 对应的沪深300指数仍为最优多头标的。

(3) 沪铝 (买入AL2312, 单边, 持有): 云南地区减产已开始推进, 虽然目前落地节奏偏慢, 但不排除受天气因素的影响, 出现二次减产。且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, 最新数据出现回落, 后续压力较小。叠加美元或开启跌势, 铝价下方支撑仍较为明确。

(4) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 持有): 短期行业基本面供需双弱, 行业成本中枢下行幅度减轻, 下游库存水平已处风险区间。盘面资金扰动频繁发生, 持仓量长期维持在历史高位。近月合约操作难度较大, 建议维持轻仓低位做多策略。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(5) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 政策引导显现积极效果, 年末车市进入传统旺季, 产销数据大概率延续增长, 橡胶需求偏向乐观, 而天气影响不时扰动原料供应, 胶水价格表现较强韧性, 港口库存继续下降, 进口基差维持中性, 沪胶基本面积积极因素相对占优。

(6) 甲醇 (买入MA401, 单边, 持有): 产量和到港量都维持高位, 各环节库存有所上升, 不过气头装置预期减产。烯烃需求表现良好, 传统下游需求维持稳定。供需虽然无突出矛盾, 然而煤炭和天然气价格上涨, 同时衍生品市场看多情绪升温, 甲醇继续看涨。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 供应增长节奏不确定性较高, 产业链库存仍相对偏低, 下游采购需求部分释放, 叠加纯碱近远月价差偏高, 纯碱05合约估值相对偏低, 建议多单继续持有。短期继续短期关注纯碱实际产量变化、以及SA312合约纯碱仓单数量。

(8) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 终端需求预期企稳, 下游冬储将提振原料采购, 而事故影响原煤生产, 焦煤供应难有增量, 供需结构依然偏紧, 价格驱动上行概率更高。

(9) 铁矿 (买入I2405, 单边, 持有): 铁水日产同比多增, 进口矿库存偏低, 铁矿期价上行修复贴水, 铁矿05合约多单可继续持有。短期风险在于监管机构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

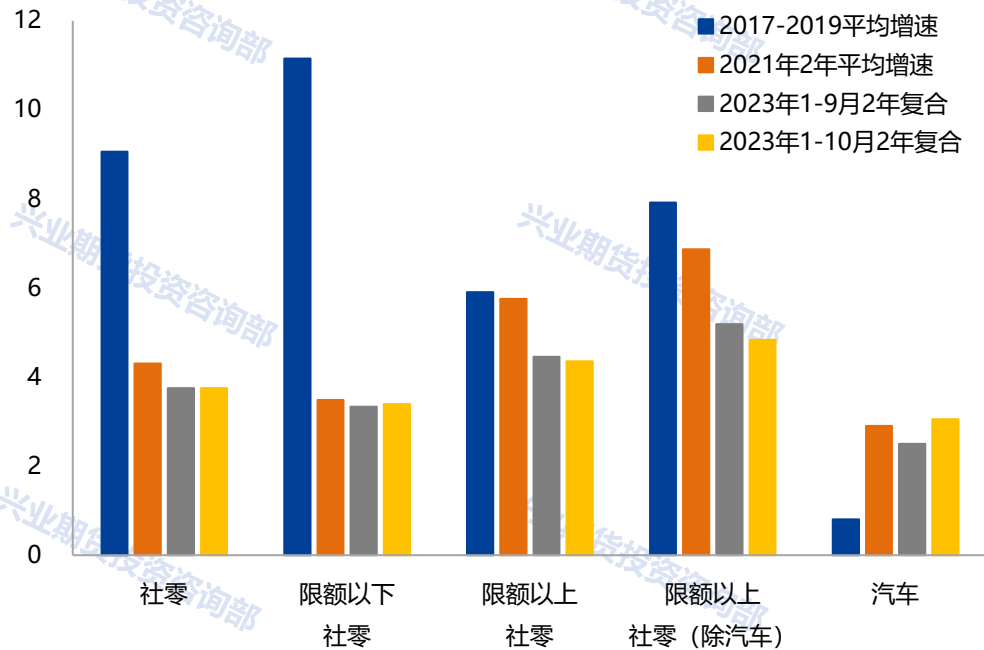
国内：10月部分指标回踩，但政策稳增长、经济向好方向未变

02

国内：美联储加息周期或基本结束，中美关系阶段性缓和

- 10月社零当月同比增长7.6%，前值5.5%，累计同比增长6.9%，前值6.8%，两年复合增速为3.75%，与前值基本持平。
- 10月社零进一步改善，一方面得益于基数，另一方面则受益于双十一消费大促。剔除基数扰动，限额以下消费修复缓慢，限额以上消费中可选消费环比明显改善，新能源汽车、手机等耐用消费品表现较好。

### 社零消费延续改善

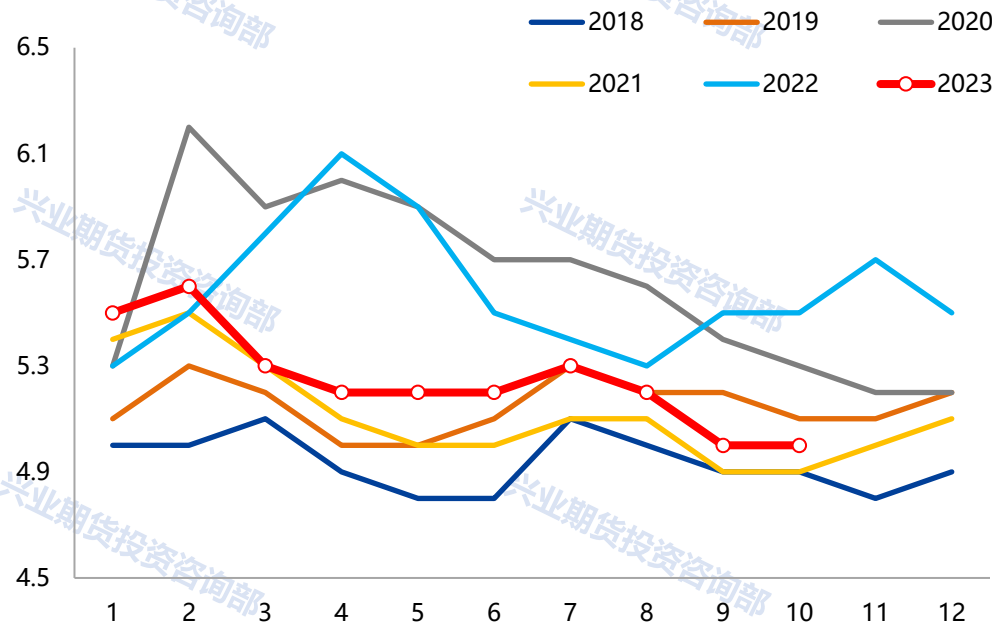


### 限额以上消费 (分结构)

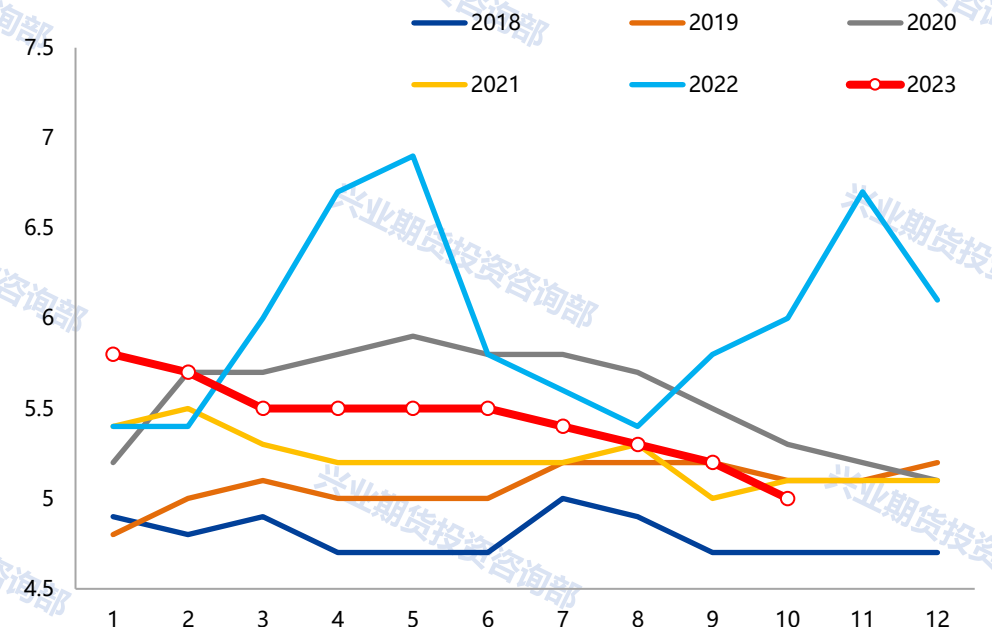
限额以上消费		权重	2017-2019 平均增速①	2021年2年 平均增速②	2023年1-9月2 年平均增速③	2023年1-10月 2年平均增速④	④-②	④-③	④-①	
必选消费	粮食	10.7	10.2	10.4	7.2	7.1	-3.3	-0.1	-3.1	
	饮料	1.7	9.9	17.2	4.5	4.5	-12.7	0.0	-5.4	
	烟酒	3.1	7.6	13.3	7.3	7.3	-6.1	0.0	-0.3	
	服装鞋帽	7.7	6.2	3.1	3.3	2.9	-0.2	-0.4	-3.3	
	日用品	4.3	11.9	11.0	2.8	2.6	-8.4	-0.2	-9.3	
	中西药品	3.8	10.3	8.9	9.1	9.0	0.2	-0.1	-1.3	
可选消费	化妆品	2.3	11.9	11.8	2.1	1.7	-10.1	-0.4	-10.2	
	金银珠宝	1.9	4.5	12.6	7.2	6.9	-5.7	-0.4	2.4	
	体育娱乐	0.7	7.0	15.2	4.8	5.6	-9.6	0.8	-1.4	
	书报杂志	0.9	10.1	5.3	7.0	6.4	1.2	-0.6	-3.7	
	办公用品	2.3	5.4	12.3	0.0	0.2	-12.1	0.2	-5.2	
	通讯器材	3.7	9.1	13.8	2.1	2.2	-11.6	0.1	-7.0	
	石油制品	13.5	7.9	3.4	10.3	9.5	6.1	-0.8	1.6	
	汽车	26.9	0.8	2.9	2.5	3.1	0.2	0.6	2.2	
	家用电器和音像器材	家电音像	4.9	7.9	3.1	0.1	-0.3	-3.4	-0.3	-8.2
		建材	0.9	7.1	8.8	-6.4	-6.4	-15.2	0.0	-13.5
家具		0.8	9.3	3.8	-2.7	-2.7	-6.4	0.0	-12.0	
餐饮	7.6	7.0	4.8	7.5	7.2	2.5	-0.3	0.3		

- 10月城镇调查失业率5%，前值5%，环比持平，高于2018年和2021年同期0.1个百分点，31个大城市城镇调查失业率为5.0%，前值5.2%，已连续4个月下降。大城市的消费水平较高，其失业率的持续降低对经济修复以及消费回升的带动能力显著。
- 未来就业相关政策可能更加聚焦就业结构和收入问题。

### 城镇调查失业率

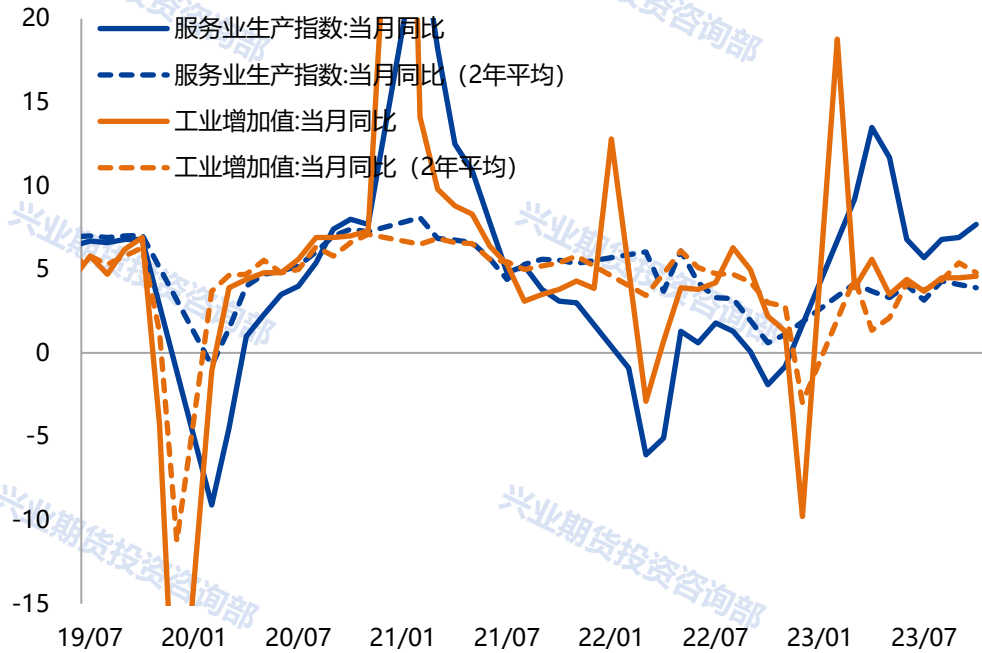


### 31个大城市调查失业率

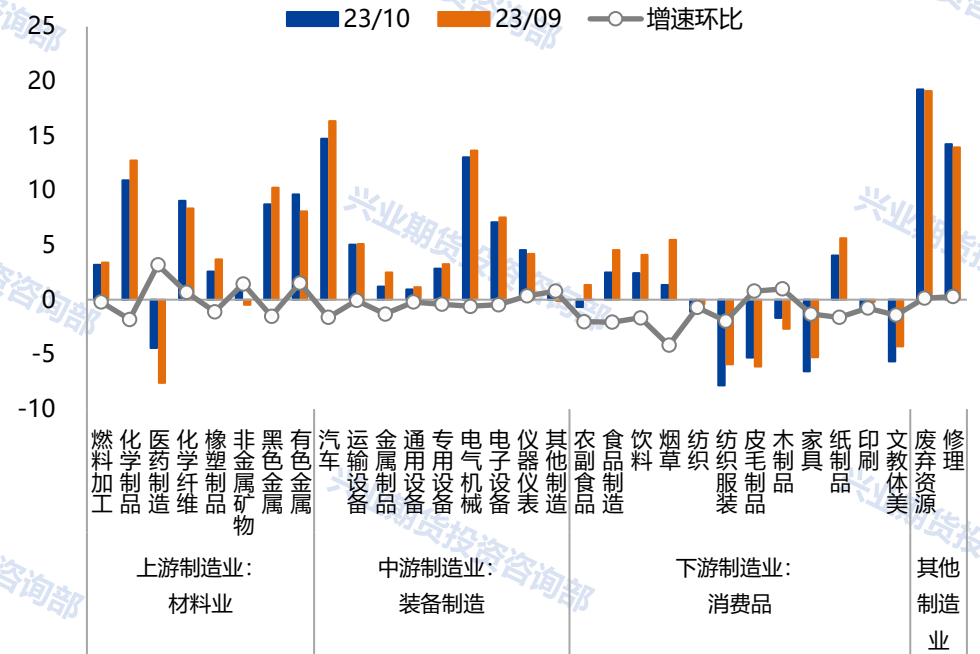


- 10月规模以上工业增加值当月同比增长4.6%，前值4.5%，两年平均增速为4.8%，前值4.5%；10月份服务业生产指数当月同比增长7.7%，前值6.9%，两年平均增速3.9%，前值4.1%。工业及服务业生产指标增速均连续3个月回升。
- 从相关细节来看，出口交货值要好于同期出口，以及汽车、新能源、智能手机相关产业链生产指标维持高位。

### 10月工业生产小幅回升

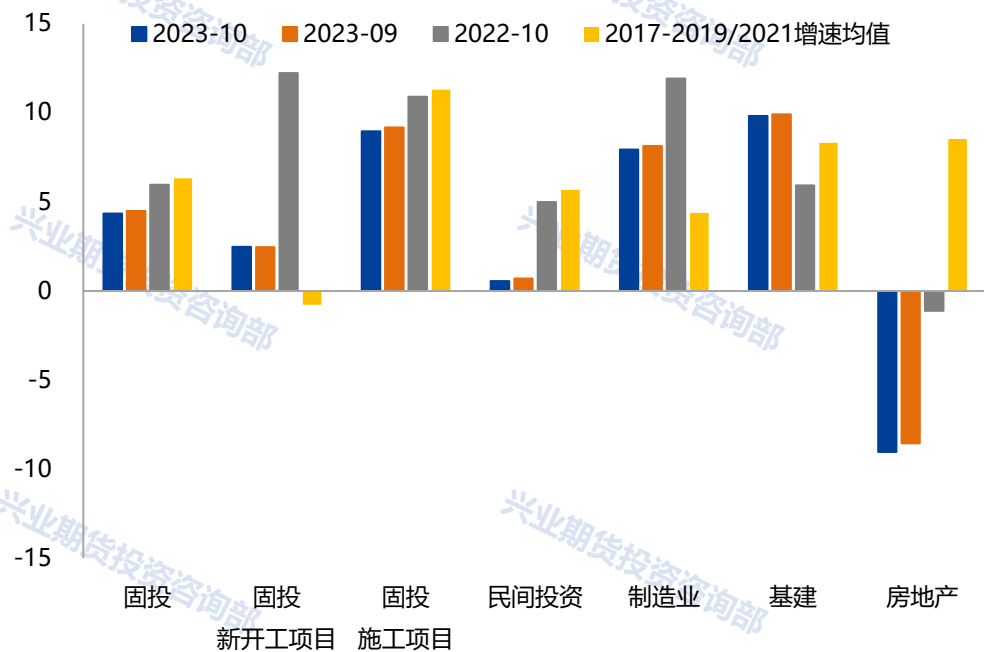


### 工业增加值 (分行业)

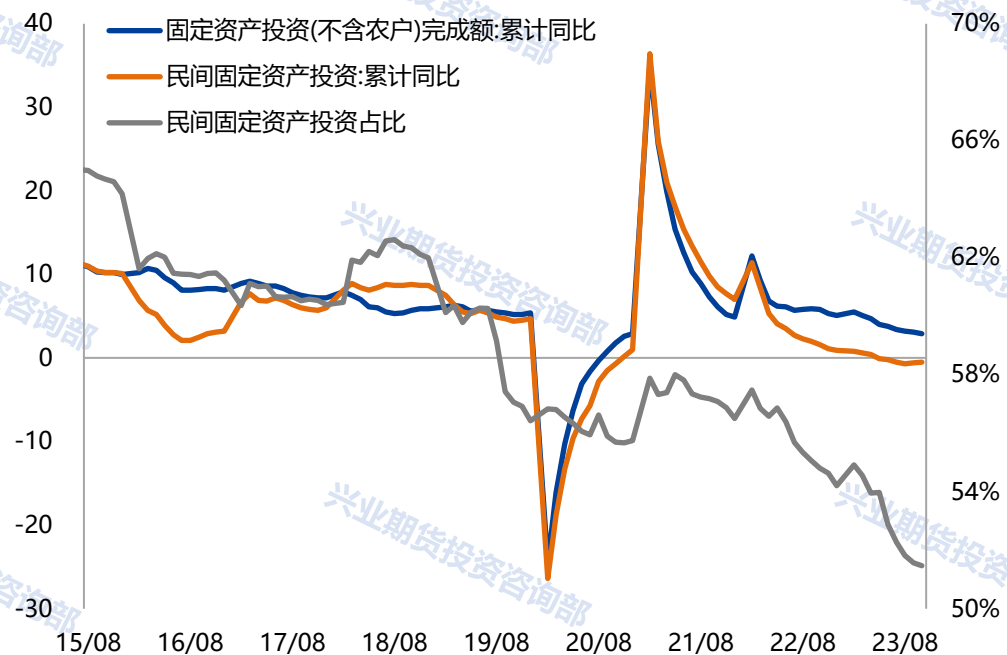


- 10月固定资产投资当月同比增长1.24%，前值2.42%，仅略高于2023年8月数据；1-10月累计同比增长2.9%，累计增速连续第8个月下行。
- 分行业看，基建与制造业投资增速边际放缓，地产投资依然是主要拖累项。分结构看，固定资产投资新开工增速偏低，存量项目施工成为主要支撑。分行业性质看，民间固定资产投资单月增速已连续第3个月回升，第2个月维持正增长。

### 10月固定资产投资增速下行



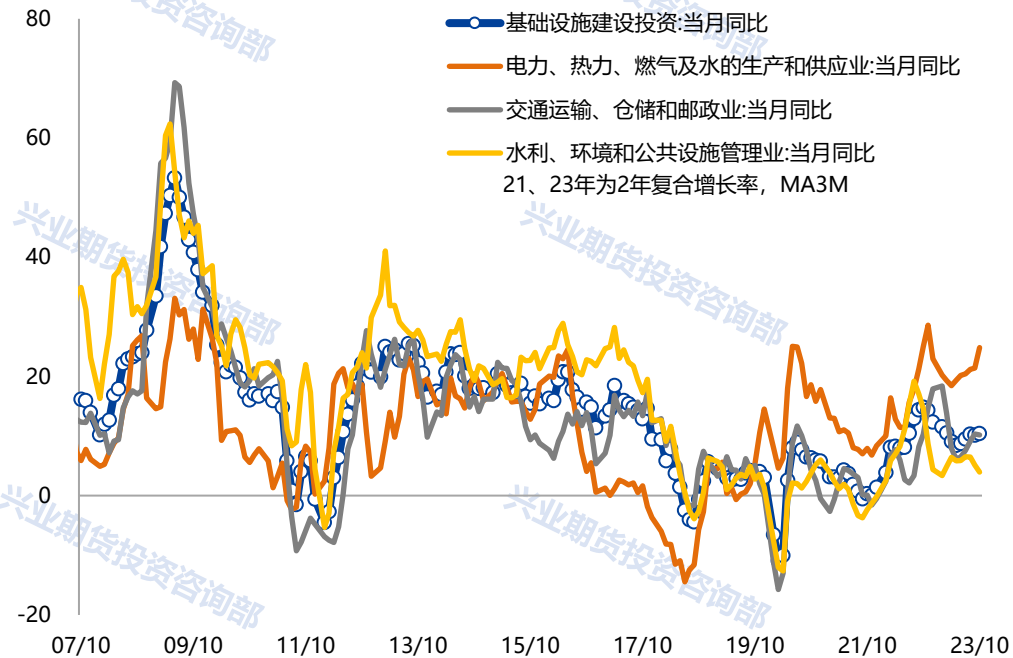
### 10月民间投资企稳回升





10月基建投资当月同比增长5.6%，前值6.8%。10月份基建投资增速放缓可能与专项债发行放缓且剩余额度不足、新增国债发行审批到形成投资需要时间、以及地方化债背景下新开工项目减少有关。展望未来，随着新增发行的1万亿特别国债逐步到位，以及中央下达2024年新增地方政府专项债提前批的可能性，预计对今年底至明年一季度的基建投资增速形成支撑。

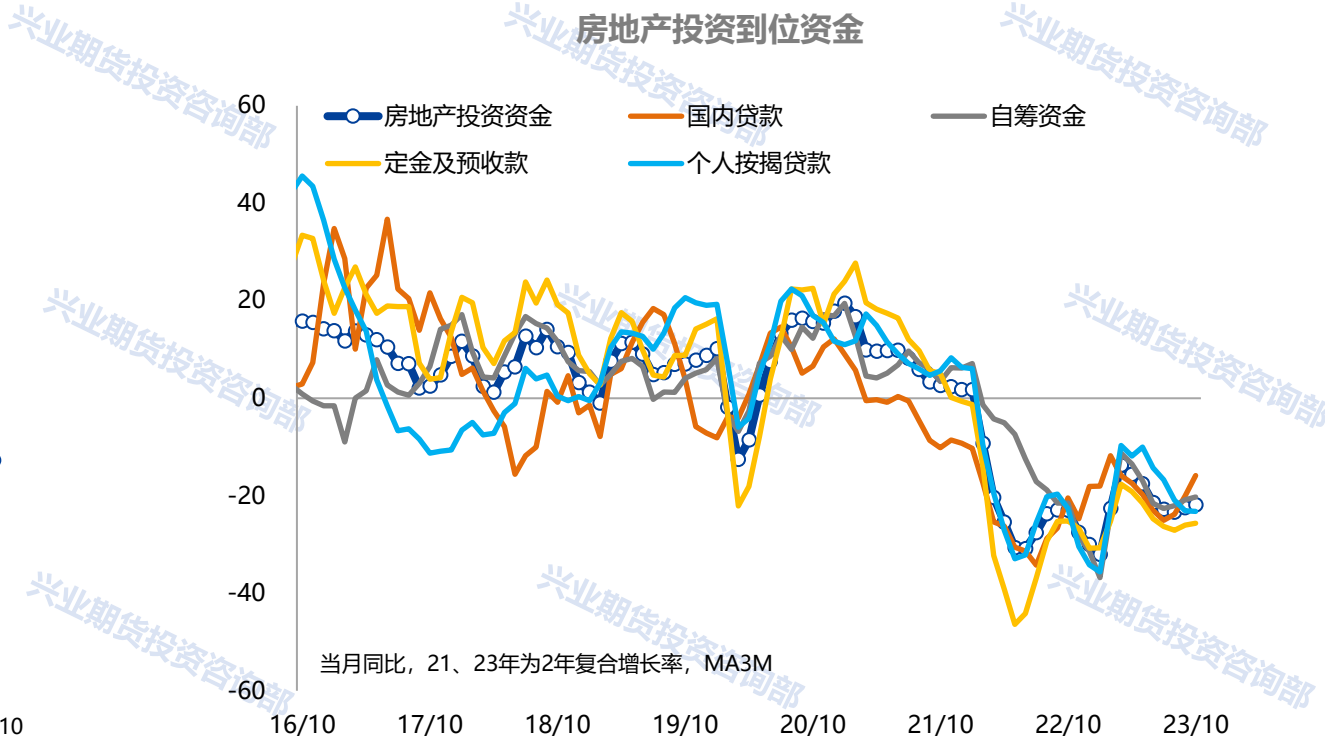
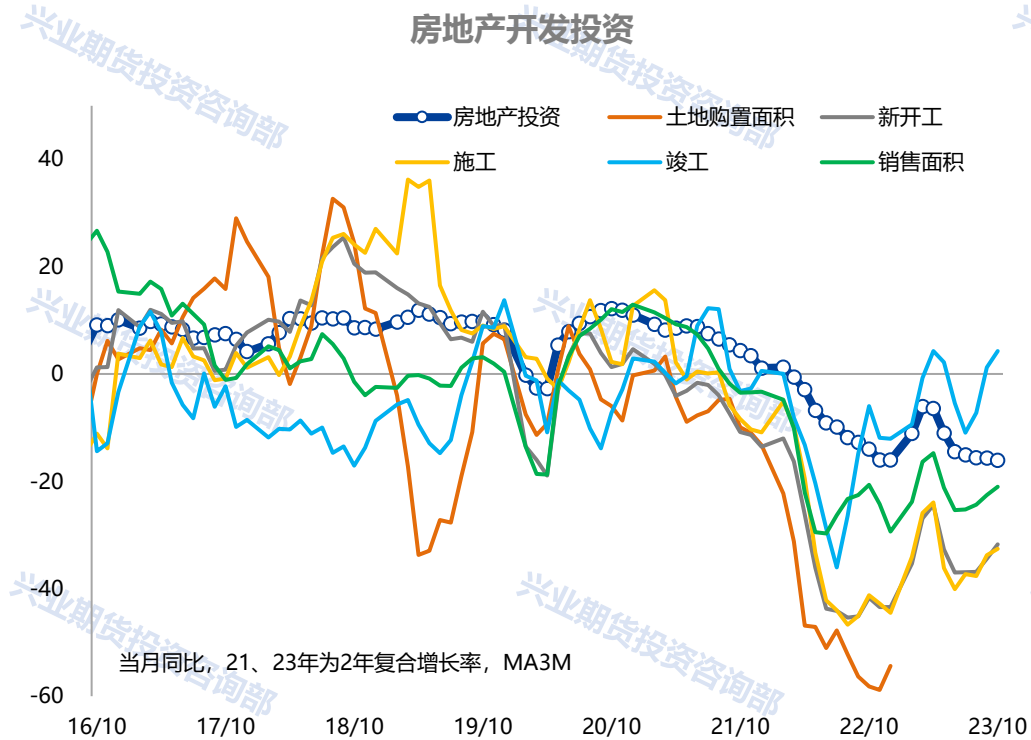
### 基建投资



### 基建投资分项拉动

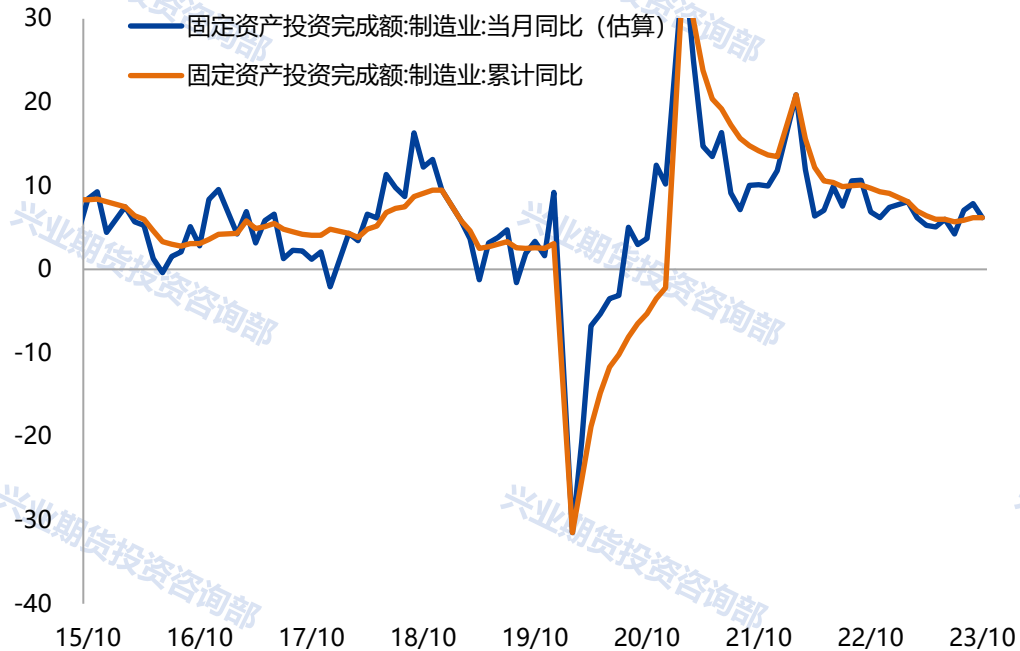
基建投资完成额 (当月同比拉动)	2023年占比	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10
<b>基建</b>	100%	9.9	7.9	8.8	11.7	5.3	6.2	6.8	5.6
基建 (不含电热燃气水)	78%	6.4	6.0	3.7	4.5	3.5	2.9	3.5	2.8
<b>交通运输、仓储和邮政</b>	36%	2.8	2.3	1.0	6.4	5.3	3.0	4.2	2.9
铁路运输	4%	0.6	0.0	0.7	0.9	1.8	0.4	0.4	1.5
道路运输	22%	2.3	0.0	0.1	-0.1	0.3	-0.8	-1.4	-1.2
水上运输	1%	0.1	0.3	-0.2	0.2	0.4	0.2	0.4	0.1
航空运输	1%	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1
管道运输	0%	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
装卸搬运和仓储	5%	0.1	0.5	0.2	2.0	2.3	1.1	1.2	1.1
<b>水利、环境和公共设施管理</b>	43%	2.7	0.5	1.3	-0.5	-2.8	-3.0	-1.3	-2.6
水利管理	6%	0.9	0.6	0.8	0.3	-0.3	-0.7	0.2	0.6
环境管理	4%	0.0	0.1	-0.4	-0.2	-0.4	0.4	-0.2	0.0
公共设施管理	34%	1.7	-0.3	0.7	-0.7	-2.3	-3.1	-1.6	-3.2
<b>电力、热力、燃气及水的生产和供应</b>	21%	3.5	4.5	5.8	4.5	2.5	5.9	3.5	5.0
电力、热力生产和供应	15%	2.9	3.7	4.5	3.6	2.1	4.9	3.0	4.4
燃气生产和供应	2%	0.1	0.3	0.9	0.5	0.3	0.3	-0.1	0.1
水的生产和供应	4%	0.5	0.3	0.5	0.3	0.2	0.4	0.4	0.2

10月房地产投资单月同比下降16.7%，前值18.7%，其中，房地产销售额当月同比下降14.4%，前值19.2%；新开工面积同比下降21.2%，前值15.2%；竣工面积同比增长13.4%，前值23.9%。保交楼政策下竣工延续增长，但地产企业信用风险阶段性缓解并未实质性改善，房企信心不足，投资较为谨慎，新开工难以持续改善。展望未来，稳地产必要性依然存在，有关房企融资支持、城中村改造以及保障房建设等政策值得期待。



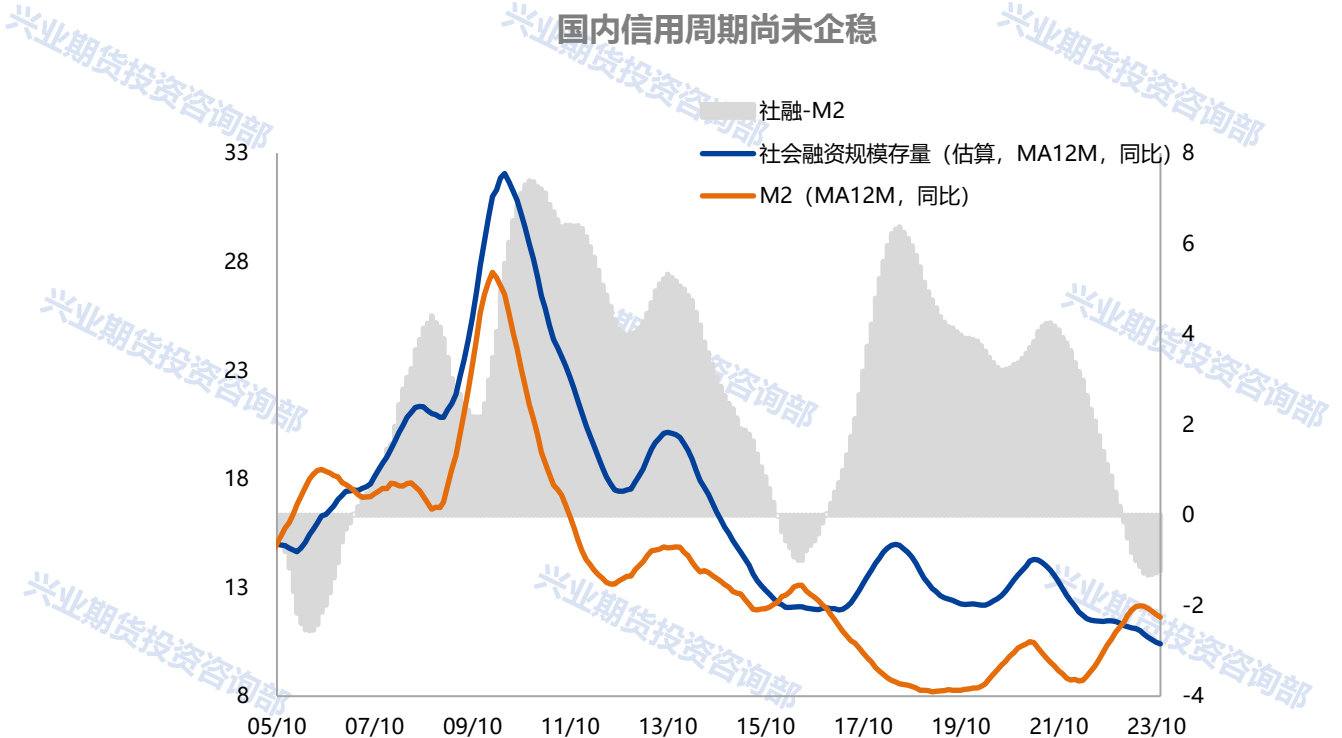
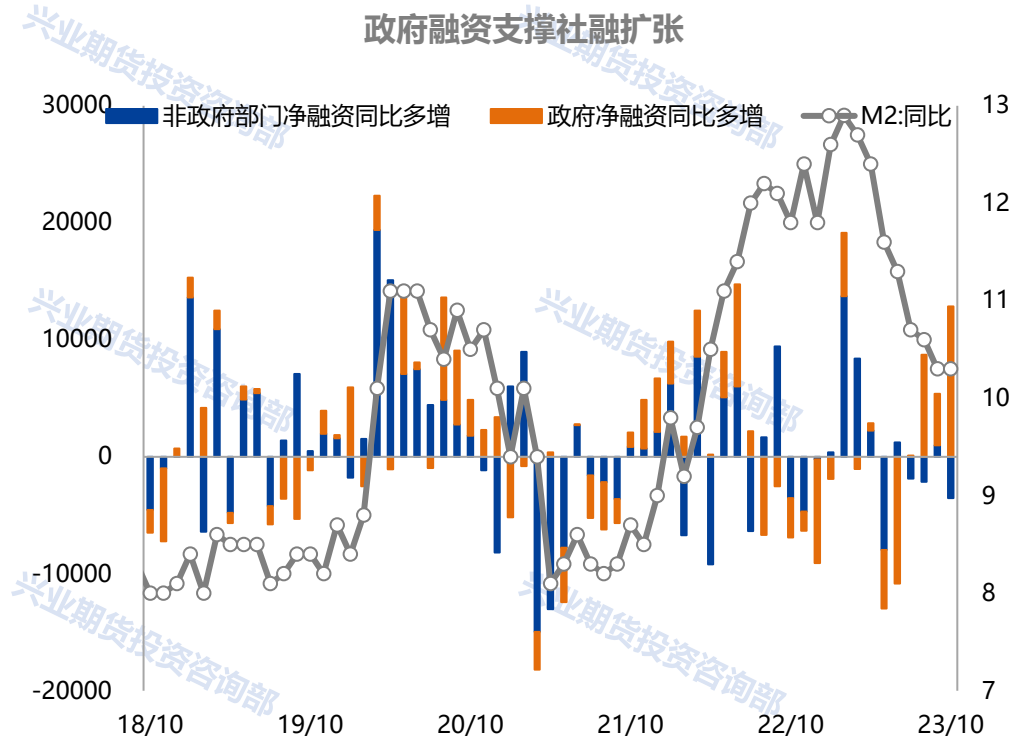
10月制造业投资单月同比增长6.2%，环比下行1.7个百分点，两年平均增速回落至6.5%。分行业看，价格和库存位置相对更为有利的行业，如上游的原材料加工行业和下游部分消费品制造行业，投资增速强于整体制造业，率先反映库存周期的结构性积极影响。

### 10月制造业投资增速回落



板块	行业	库存增速分位数	利润增速分位数	PPI增速分位数	工业增加值增速分位数	库存阶段	制造业投资 (当月同比)		
							23/09	23/10	环比
上游: 原材料加工业	燃料加工	17.2%	41.2%	23.5%	63.9%	主动补库	-8.1	-3.4	4.7
	化学原料	9.0%	5.7%	6.0%	37.6%	主动补库	15.2	12.7	-2.5
	化学纤维	26.2%	34.8%	45.5%	34.0%	主动补库	-17.5	7.6	25.1
	建材	2.9%	4.9%	2.0%	8.8%	被动去库	1.9	9.1	7.3
	钢铁	31.1%	36.1%	33.0%	51.0%	主动补库	2.7	4.8	2.0
	有色冶炼	34.4%	16.8%	56.0%	33.5%	主动补库	15.4	8.8	-6.7
	废旧加工	25.0%	8.5%	39.7%	66.4%	被动去库	-6.5	-3.7	2.7
中游: 设备制造业	金属制品	4.5%	10.7%	13.5%	10.3%	主动补库	12.5	13.1	0.6
	通用设备	12.7%	35.7%	32.5%	9.8%	主动去库	6.8	5.9	-1.0
	专用设备	55.7%	23.8%	25.5%	13.9%	主动去库	11.9	26.5	14.5
	汽车	15.0%	25.8%	1.7%	63.3%	主动去库	29.0	7.1	-21.9
	运输设备	72.1%	59.8%	30.6%	60.9%	被动补库	31.9	-7.3	-39.2
	电气机械	46.3%	57.8%	28.0%	63.4%	主动去库	35.6	28.2	-7.4
	电子设备	15.6%	6.1%	37.0%	7.7%	主动补库	14.0	5.6	-8.4
	仪器仪表	42.6%	23.0%	70.7%	13.4%	主动去库	22.8	23.6	0.8
	设备维修	75.2%	14.7%	54.3%	93.8%	主动去库	49.5	145.0	95.5
	下游: 消费品制造业, 农产品	农副食品	34.0%	3.7%	9.5%	8.8%	主动补库	5.0	11.1
食品制造		18.9%	7.8%	1.5%	6.2%	主动补库	35.6	17.9	-17.7
饮料制造		17.2%	15.2%	55.0%	9.4%	被动去库	7.9	30.0	22.2
烟草制品		82.0%	30.3%	87.5%	41.2%	主动补库	-4.8	17.4	22.2
木材制品		23.0%	39.8%	4.0%	6.2%	被动去库	0.7	-15.9	-16.6
家具制造		0.8%	5.3%	25.5%	6.7%	主动去库	-1.6	-6.7	-5.0
造纸		3.3%	9.8%	2.0%	11.9%	被动去库	33.2	15.5	-17.7
下游: 消费品制造业, 工业品	纺织	37.7%	9.0%	11.5%	10.8%	主动补库	-6.7	7.4	14.1
	纺织服装	2.9%	7.4%	40.5%	10.9%	主动去库	-6.9	-1.8	5.1
	皮革制品	2.9%	15.6%	68.0%	13.3%	主动去库	-1.0	-11.8	-10.8
	印刷	5.3%	8.6%	17.0%	7.0%	主动补库	9.2	-5.6	-14.8
	文教体美	11.5%	10.2%	98.3%	10.2%	被动去库	6.7	-4.3	-11.0
	医药制造	43.9%	5.7%	38.5%	2.6%	主动补库	-4.7	8.6	13.4
	橡塑制品	6.2%	71.3%	5.8%	21.1%	主动去库	21.0	3.8	-17.2
其他制造	6.3%	2.3%	7.8%	10.9%	主动补库				

10月社融信贷总量较好，国内信用周期略有企稳迹象，但结构仍有较大的优化改善空间。广义财政支出提速，对冲居民加杠杆意愿不足和企业中长期贷款连续4个月同比少增的影响。M1同比增速降至低位，企业部门现金流仍显不足，M2同比增速持平，支撑信贷温和扩张。当前金融数据显示的主要问题依然在于内生融资需求的不足，或不利于投资的进一步修复，仍需政策推动信用的企稳回升。



政策	2023年	2024年
经济增长目标	5%左右	<b>5%左右</b>
财政政策	<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）</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（预计与2023年持平，提前批60%） 国债：5000亿元（2023年结转） <b>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）</b> <b>中央加杠杆，地方稳杠杆</b></p>
	<p>预算外</p> <p>地方化债：截至11月8日，已有27地拟发特殊再融资债券：总额12049.3527亿元，3省超千亿（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</p>
货币政策	6月与8月接连两次下调政策利率。	<p><b>外部均衡压力渐趋缓和（美联储加息基本结束，美债收益率见顶回落），中国货币政策将“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。</b></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。 <b>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）。</b></p>	<p>稳地产，防风险 房企融资支持政策，继续优化房地产调控政策。 <b>城中村改造+保障房建设，预计每年1万亿</b> <b>老旧小区改造，预计每年0.15万亿</b></p>

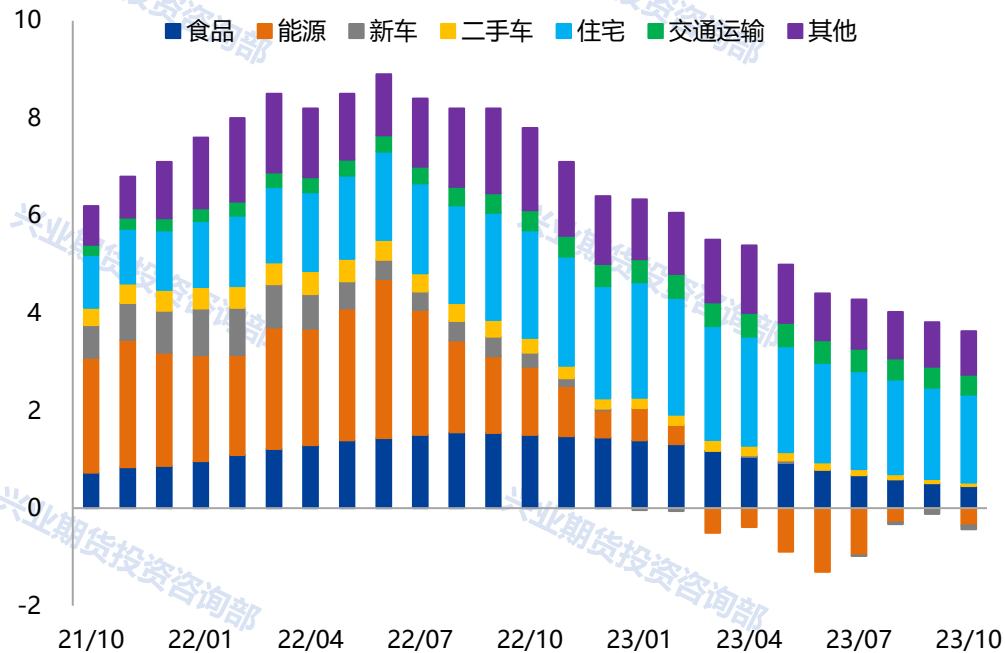


宏观经济指标		单位	统计局经济数据												
			22/09	22/10	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10
经济增长	GDP	单季 %	3.9			2.9			4.5		6.3			4.9	
	PMI	单月 %	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5
生产	工业增加值	单月 %	6.3	5.0	2.2	1.3	-9.8	18.8	3.9	5.6	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6
就业	城镇调查失业率	单月 %	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0
	青年失业率(16-24岁)	单月 %	17.9	17.9	17.1	16.7	17.3	18.1	19.6	20.4	21.3				
投资	固定资产投资	单月 %	6.6	5.0	0.7	3.1		5.5	4.7	3.6	3.1	1.2	1.8	2.4	1.2
	房地产投资	单月 %	-12.1	-16.0	-19.9	-12.2		-5.7	-7.2	-16.2	-20.6	-17.8	-19.1	-18.7	-16.7
	基建投资	单月 %	16.3	12.8	13.9	10.4		12.2	9.9	7.9	11.7	5.3	6.2	6.8	5.6
	基建投资(不含电力)	单月 %	10.5	9.4	10.6	14.3		9.0	8.7	7.9	6.4	4.6	3.9	5.0	3.7
	制造业投资	单月 %	10.7	6.9	6.2	7.4		8.1	6.2	5.3	6.0	4.3	7.1	7.9	6.2
消费	社会消费品零售总额	单月 %	2.5	-0.5	-5.9	-1.8		3.5	10.6	18.4	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6
进出口	出口金额	单月 %	4.9	-1.0	-9.7	-11.4	-11.6	-2.7	11.4	7.3	-12.4	-14.1	-8.4	-6.1	-6.4
	进口金额	单月 %	-0.1	-1.0	-10.7	-7.1	-20.8	4.5	-1.7	-8.1	-6.9	-12.4	-7.2	-6.2	3.0
物价	CPI	单月 %	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2
	PPI	单月 %	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6
	CPI-PPI	单月 %	1.9	3.4	2.9	2.5	2.9	2.4	3.2	3.7	5.4	4.1	3.1	2.5	2.4
流动性	社融	存量同比 %	10.6	10.3	10.0	9.6	9.4	9.9	10.0	10.0	9.0	8.9	9.0	9.0	9.3
	信贷	同比 %	11.2	11.1	11.0	11.1	11.3	11.6	11.8	11.8	11.3	11.1	11.1	10.9	10.9
	M1	单月 %	6.4	5.8	4.6	3.7	6.7	5.8	5.1	5.3	3.1	2.3	2.2	2.1	1.9
	M2	单月 %	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3
	M1-M2	单月 %	-5.7	-6.0	-7.8	-8.1	-5.9	-7.1	-7.6	-7.1	-8.2	-8.4	-8.4	-8.2	-8.4

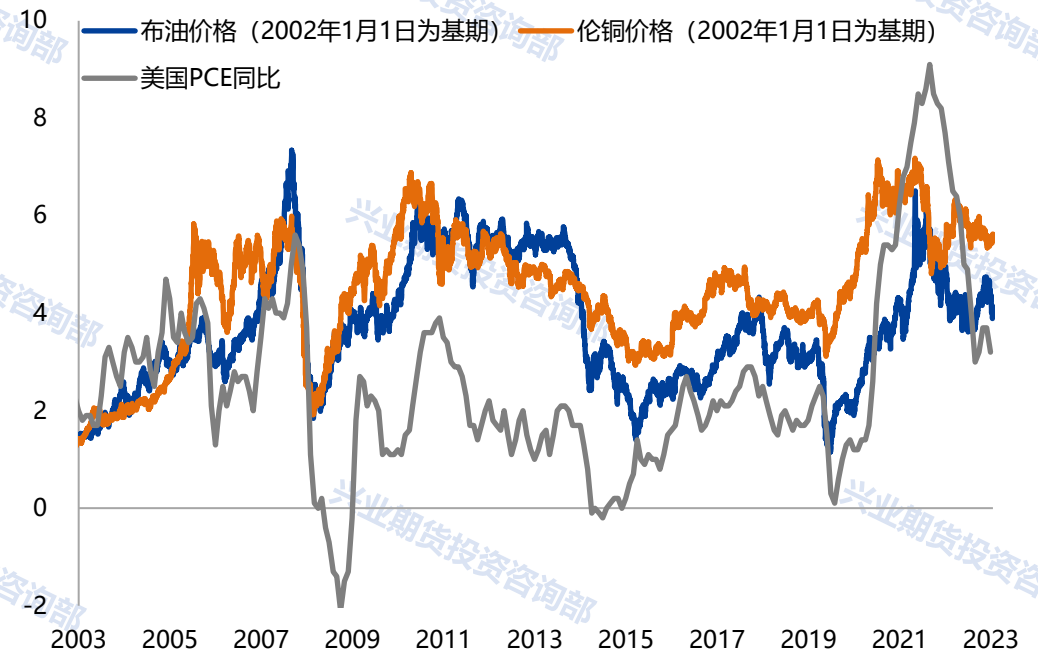
10月美国CPI同比3.2%，核心CPI同比4.0%，低于市场预期。尽管医疗保险价格因统计口径原因反弹，但汽油、房租、二手车、酒店等价格增速疲软使得整体通胀仍得以回落。通胀放缓意味着美联储进一步加息的必要性下降，美国经济软着陆的希望上升。

同时，中美关系阶段性缓和信号增多。

### 美国CPI分项数据

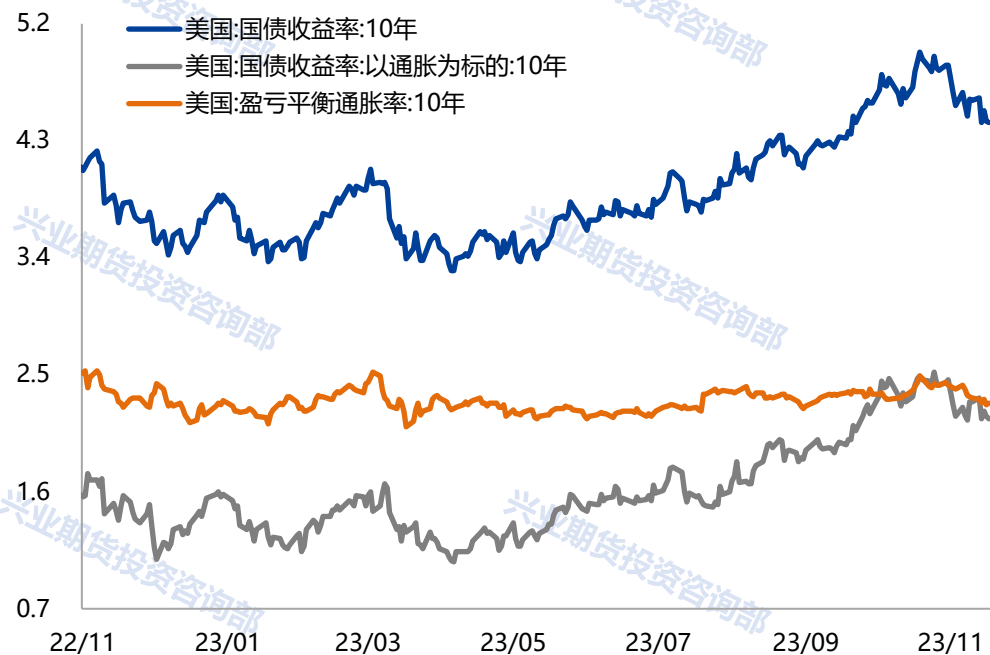


### 国际大宗商品价格走弱 (更新至11.17)



上述消息，一方面提振了市场风险偏好，美元指数和美债收益率双双大幅回落；另一方面，为中国经济复苏阶段创造了相对温和的外部环境，有利于政府将更多工作重心放在稳增长方面，对国内定价的风险资产相对利多。

### 美债收益率高位回落（更新至11.17）



### 美元指数回落（更新至11.17）





# 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

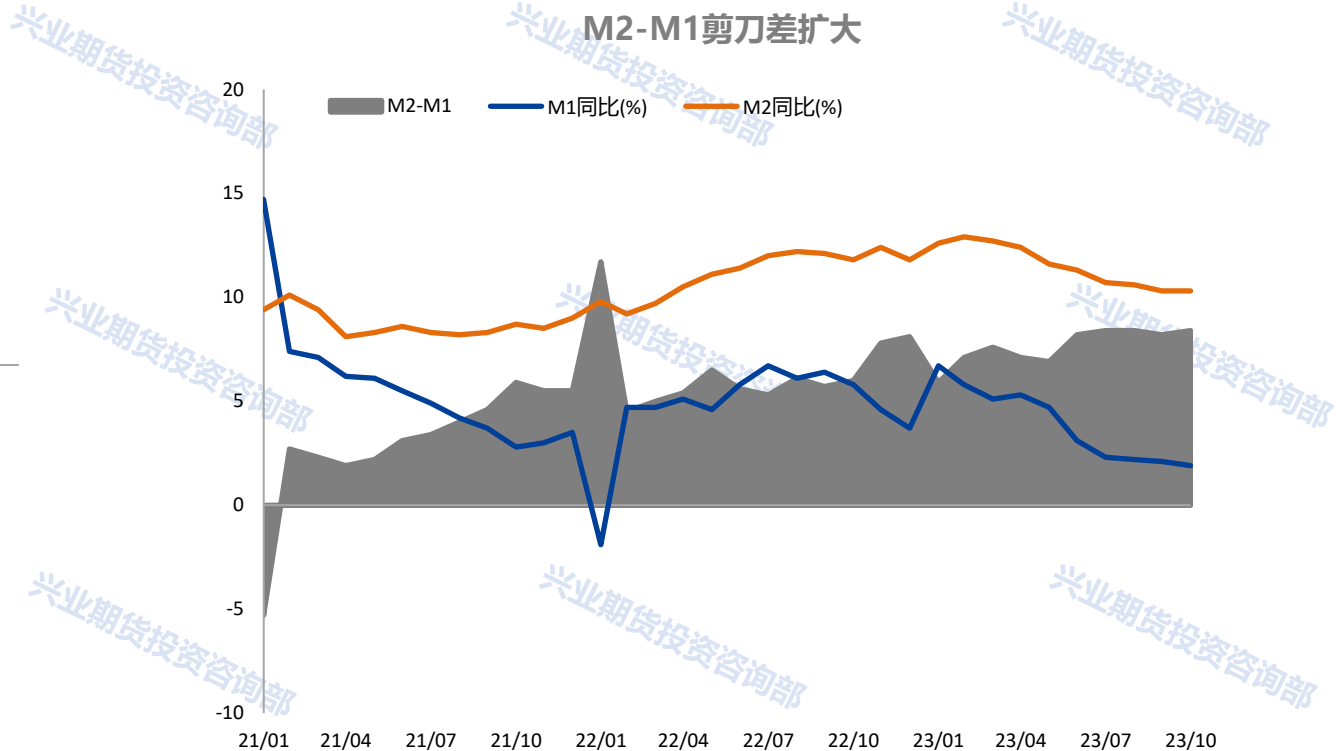
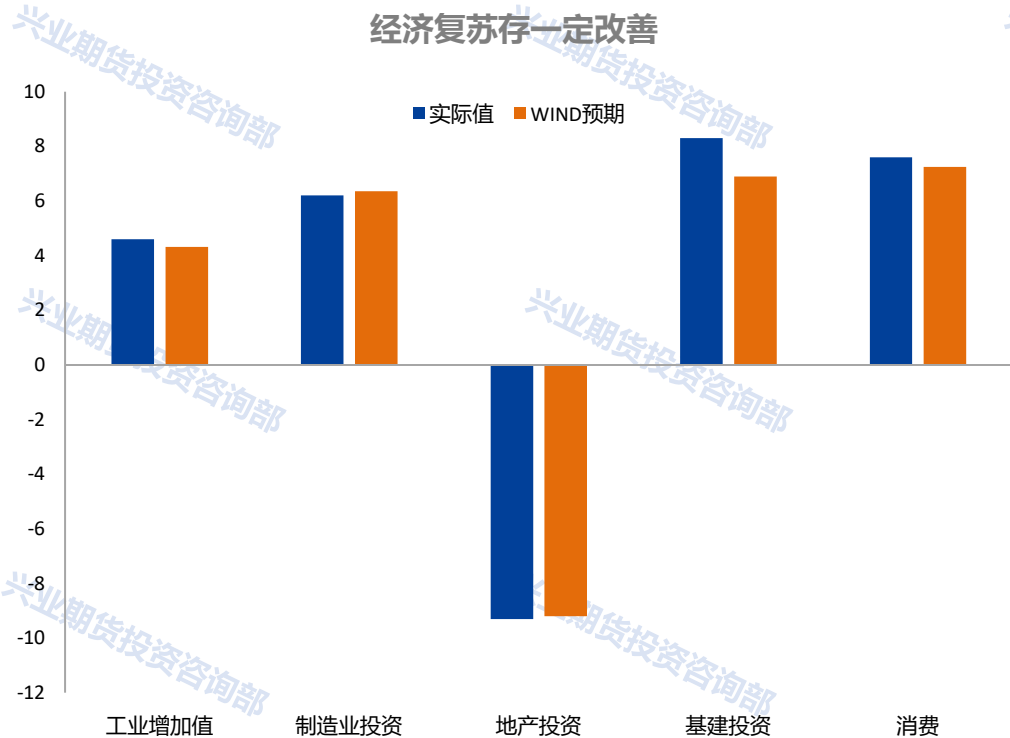
债市供给压力客观存在，资金扰动暂难消退

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。

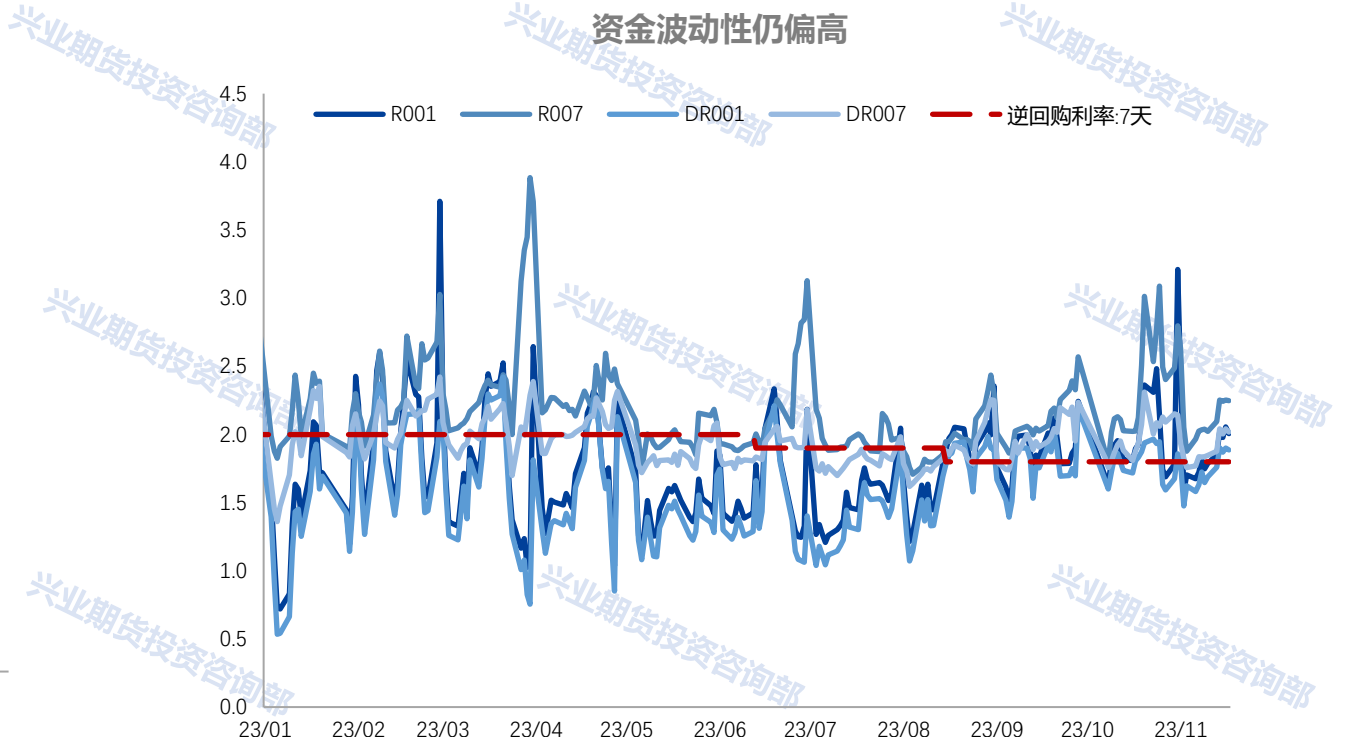
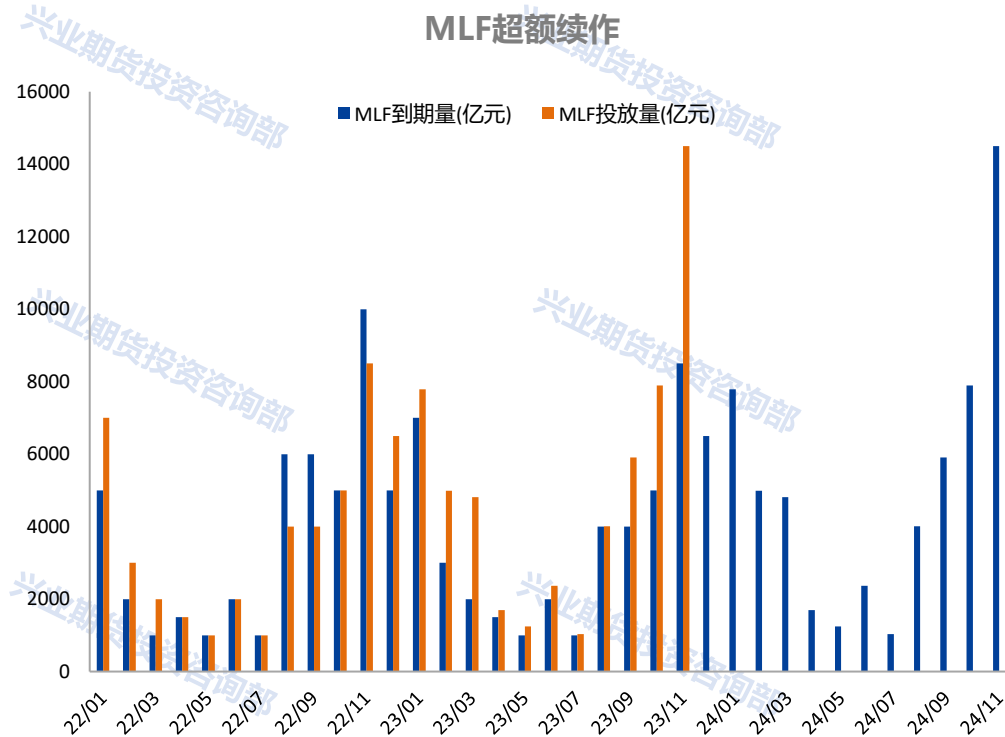
从近期政策信息来看，整体较为积极。1万亿特别国债、特殊再融资债、城镇村改造等均将在今年后两月以及明年为经济修复提供助力。





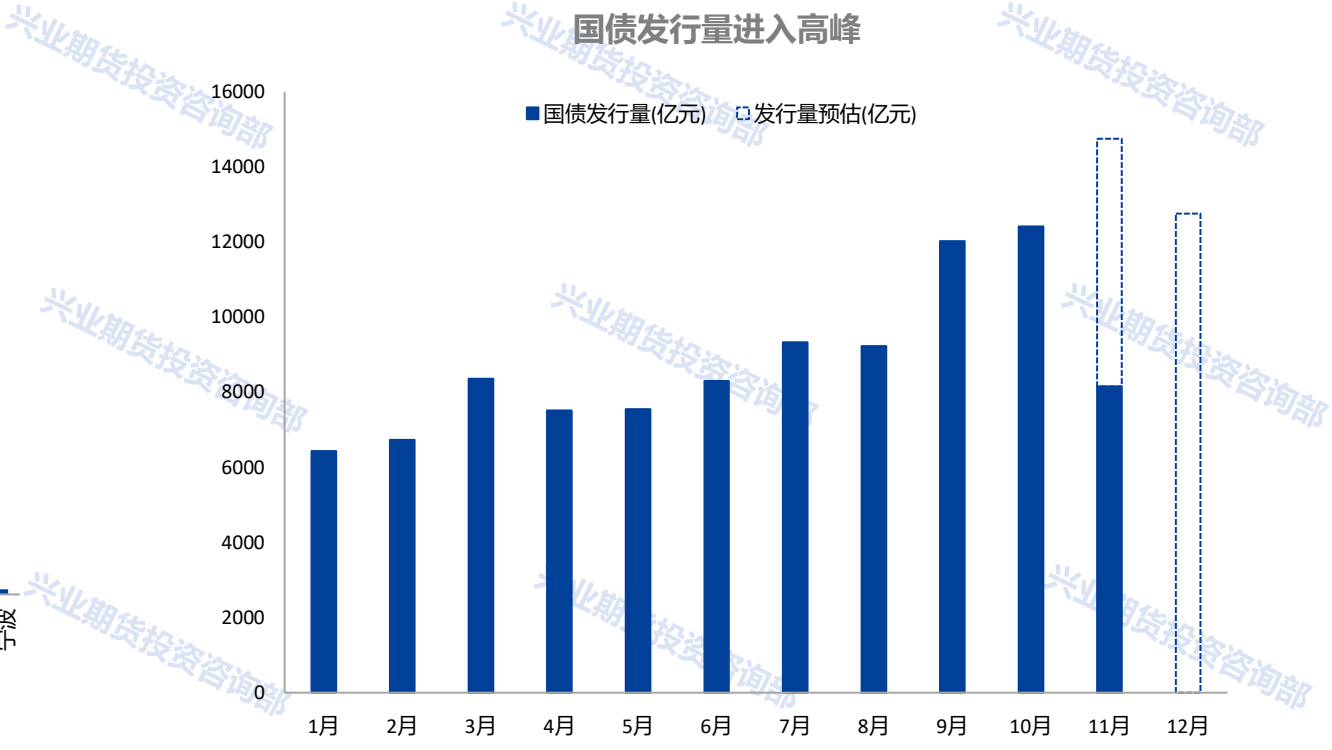
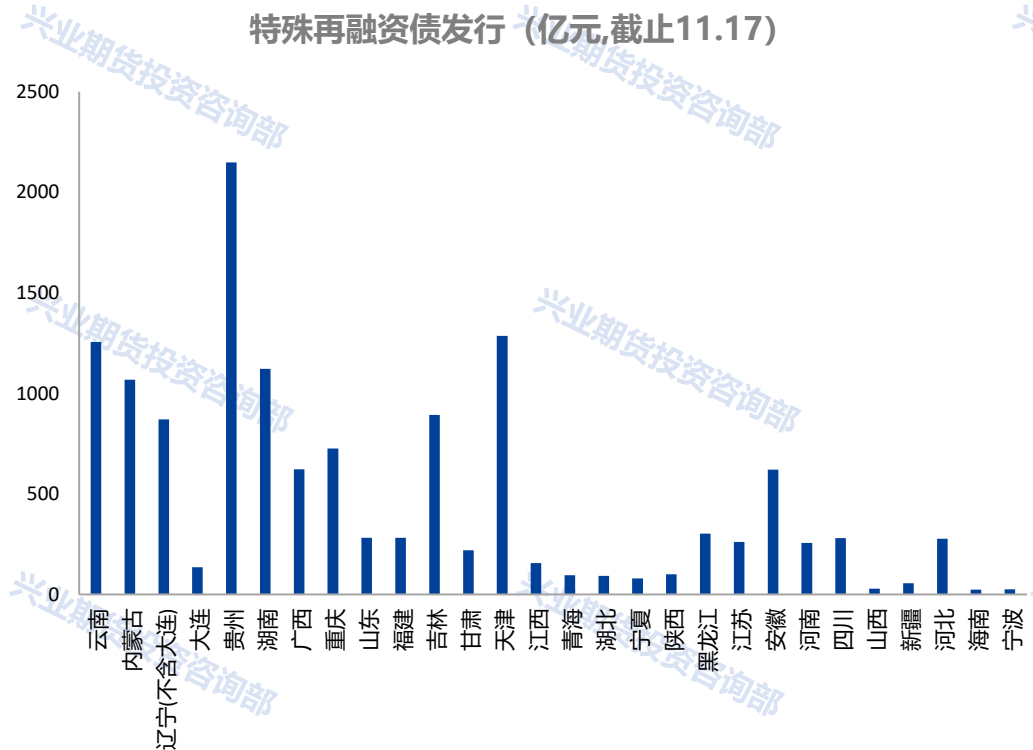
11月15日央行开展了逆回购操作和MLF操作，价格保持不变，但MLF投放量达到了1.45万亿，净投放量6000亿元，创2017年至今的单月最高水准，同时逆回购也净投放210亿元。央行对资金面呵护意图仍较为明确，货币政策仍将延续宽松，但在公告中新增了“对冲税期高峰、政府债券发行缴款等短期因素的影响，同时适当供应中长期基础货币”的表述，后续降准的空间或逐步收窄。

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。

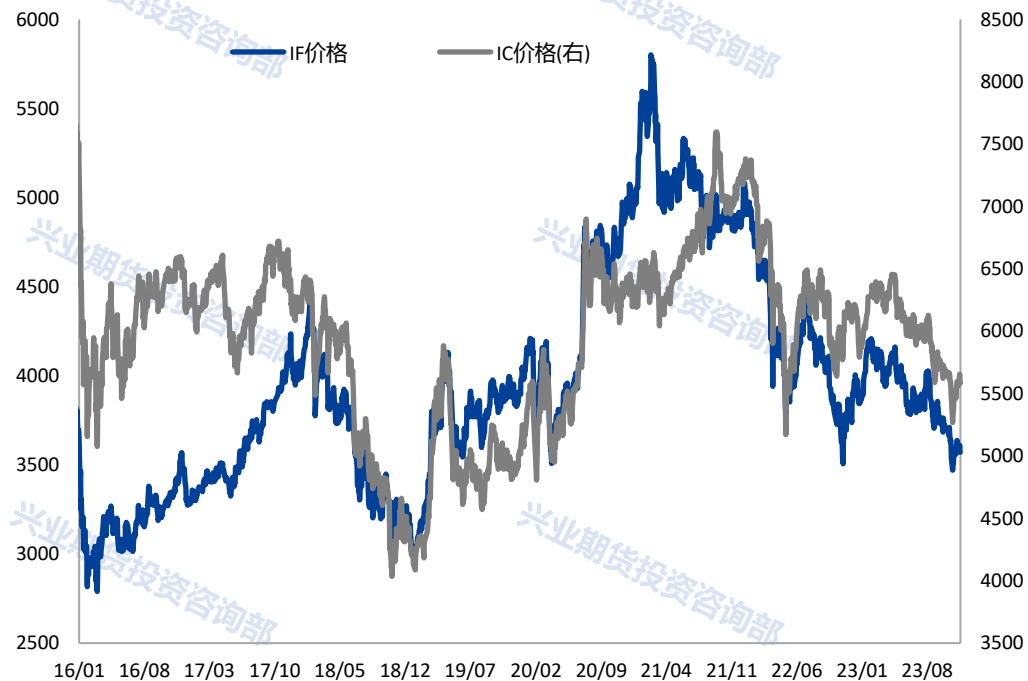
各地特殊再融资债仍在继续发行，天津、吉林、云南、贵州等地已经第三次发行特殊再融资债，根据披露信息，截止11月17日，计划发行量已经超过1.3万亿，供给压力仍较为明确。



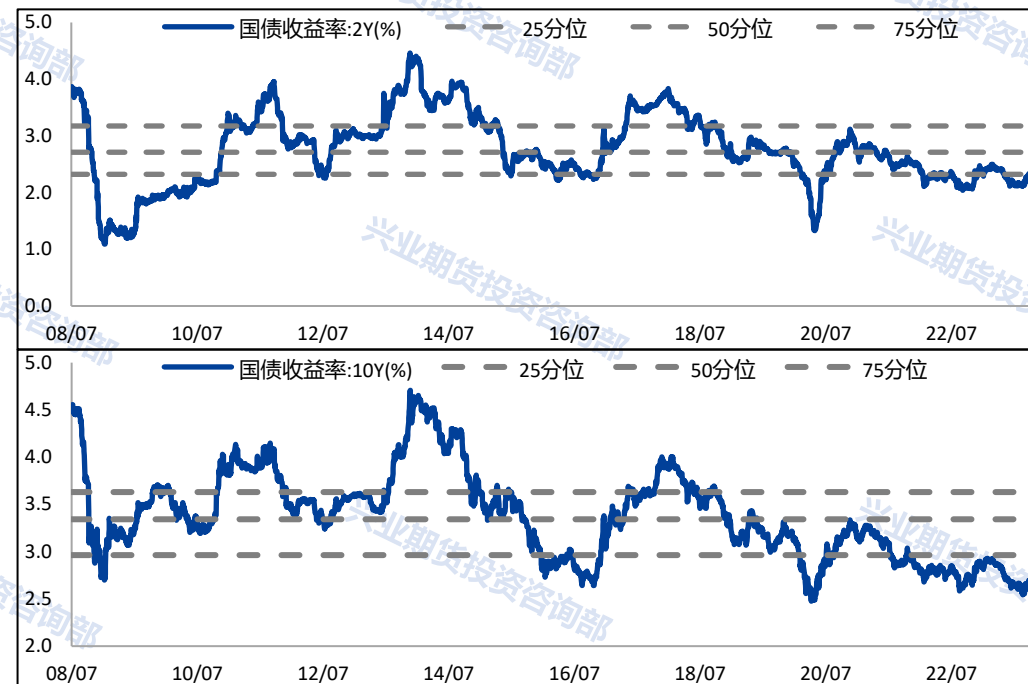
目前经济基本面触底较为明确，但经济复苏斜率仍较为缓慢，积极财政政策仍需货币政策的配合，货币政策大概率维持宽松，但在无进一步宽松政策下，积极财政或强于积极货币，对债市整体偏空。

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

积极财政将持续推进“宽信用”、盈利将显著改善

02

估值将重回扩张、且潜在空间较大

03

主要利空因素将逆转，主要机构类资金大规模回流可期

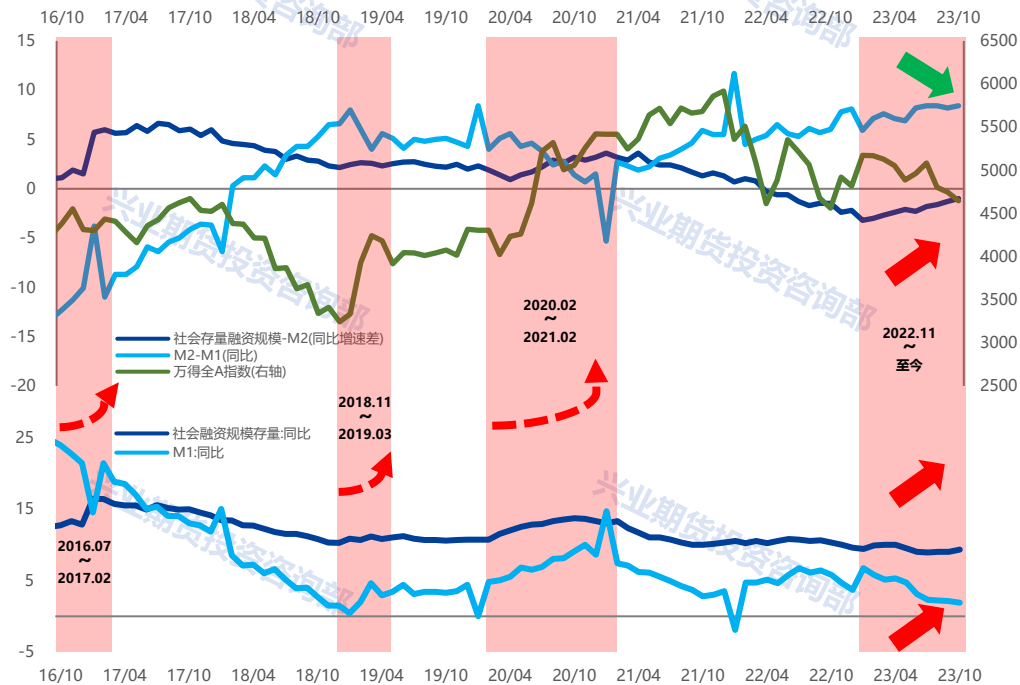
04

兼顾“进攻+防御”，沪深300指数配置价值仍最高

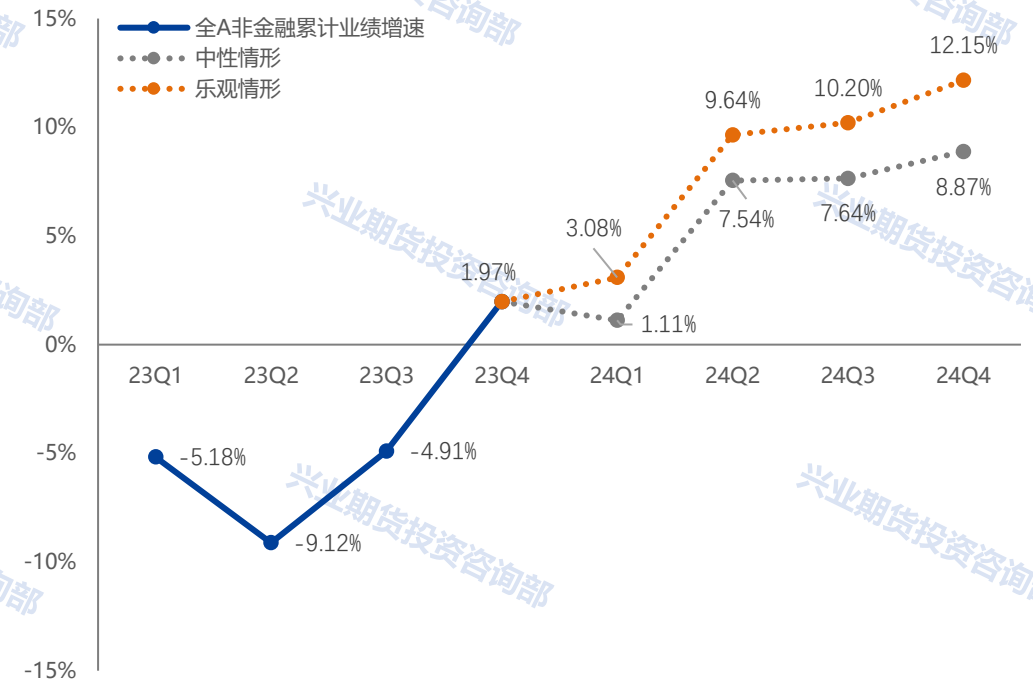
从国内最新社融及信贷指标看，其总量表现尚可、但结构则依旧不佳，与地产、基建端需求不佳，以及企业信心预期疲软等直接相关。而随相关重磅积极财政加码措施的大举推进，以及经济基本面内生修复动能逐步恢复，预计“宽信用”进程的总量、及结构特征均将呈持续强化或优化态（包括M1绝对增速回升，M2-M1增速剪刀差缩窄，社融存量规模-M2增速走阔等），并最终体现为中观面业绩的显著改善。

参照国盛证券自上而下相关预测值，预估24Q1、24Q2、24Q3、24Q4全A非金融累计盈利增速分别为3.08%、9.64%、10.2%和12.2%（乐观情形），可作为佐证。

### 国内信用周期、A股走势对比（截至2023年10月）



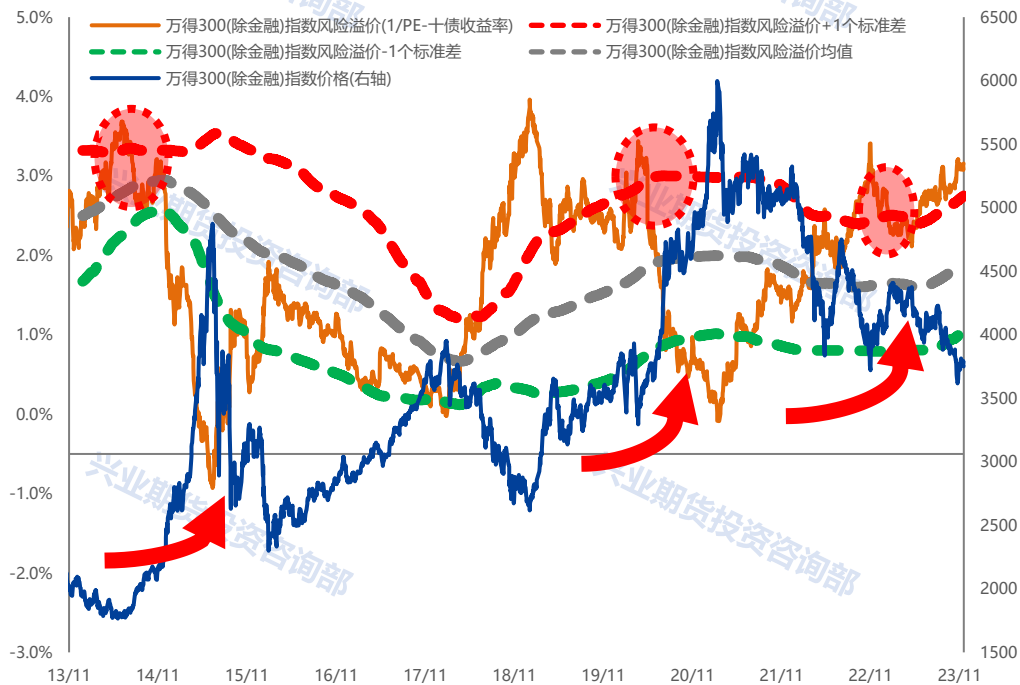
### 全A非金融2024年累计业绩增速预测值（国盛证券，2023年11月中旬）





- 从大类资产横向对比看，以万得300指数（除金融）股债风险溢价为代表：一般而言，当其值超过“均值+1个标准差”、即权益资产显著低估。
- 再从纵向历史看，将A股主要指数历轮低点市盈率进行对比，当前其整体亦处中位数或偏下区间。
- 考虑2023年Q4、2024年A股盈利将显著改善，以及相对、绝对估值水平偏低的现状，其将重新扩张、且潜在空间较大。

万得300指数(除金融) 风险溢价走势、及涨跌幅对比 (截至2023.11.17)



A股主要指数历轮低点市盈率分位值对比 (截至2023.11.17)

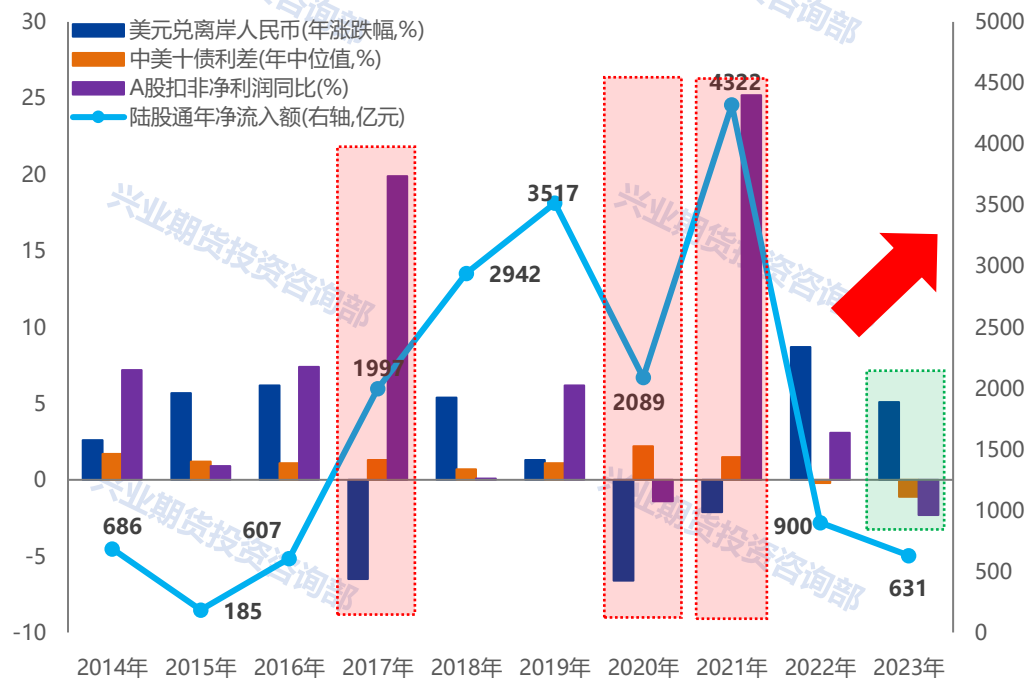
代码	指数	2012/12/3	2013/6/25	2016/1/28	2018/10/18	2022/4/26	2022/10/31	2023/11/17	中位数(市盈率)	当前分位值(市盈率)
000001.SH	上证指数	10.2	9.7	12.5	11.1	11.2	11.4	12.7	11.2	40.5%
399001.SZ	深证成指	14.0	13.6	27.4	16.2	20.8	24.0	22.1	20.8	36.7%
000300.SH	沪深300	9.5	8.9	10.7	10.5	11.2	10.3	11.1	10.5	26.8%
399006.SZ	创业板指	28.8	47.2	52.5	27.0	40.1	37.4	29.1	37.4	2.3%
000016.SH	上证50	8.7	7.8	8.4	9.3	9.5	8.3	9.8	8.7	43.2%
881001.WI	万得全A	11.9	12.0	17.1	13.1	15.2	15.8	17.1	15.2	43.2%
000905.SH	中证500	26.1	28.4	37.7	16.7	15.6	22.1	22.7	22.7	18.7%
000852.SH	中证1000	63.6	63.6	66.6	18.9	24.0	28.6	39.2	39.2	35.0%
000015.SH	红利指数	8.1	6.8	7.2	7.3	5.4	4.7	5.5	6.8	15.2%

(\*\*分位值起始时间点为2011/7/14)

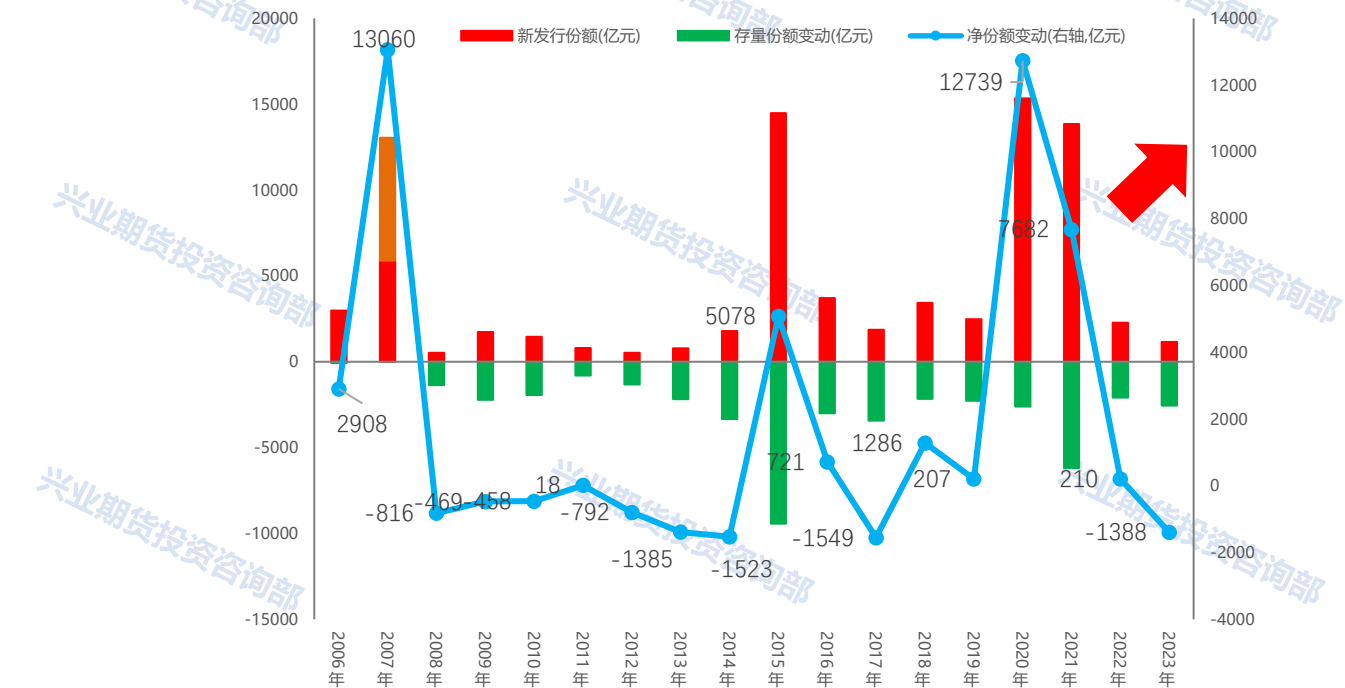
因美国经济、通胀韧性强于预期、国内经济恢复情况则不及预期，导致2023全年中美汇差、利差，以及盈利表现均朝向不利于A股的方向行进，并最终体现外资的大幅净流出、以及股基等中长线资金入场意愿匮乏。

但展望后市，上述利空因素大概率将全面逆转：随A股大势企稳回暖，其配置价值将逐步抬升，进而重新激发各类主要机构投资者风险偏好。再从均值回归规律看，对比过往情况，其潜在规模非常可观。

### 中美汇差、利差、A股盈利增速，及陆股通资金净流动额对比（截至2023年11月中旬）



### 普通股票型+偏股混合型+灵活配置型基金新发行与存量份额变动情况（截至23Q3）



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49%），其配置价值相对最优。

而从23Q3季报看，上述入选行业多数处于被动去库或主动补库阶段，意味业绩的确定性、弹性均占优，可作为上述判断的有力印证。

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2023.11.17）

简称	最新总市值 (亿,2023.11.17)	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
区域性银行	10369	0.1%	2.2%	11.3%	7.9%	11.9	5.04	2.4	0.0	2.4	0.9	1.2
建筑施工	15377	0.6%	1.6%	12.8%	23.2%	9.1	2.76	2.1	3.3	0.9	1.9	1.7
白色家电II	8165	0.9%	4.0%	15.4%	10.5%	19.9	4.44	2.8	1.3	0.0	0.2	0.9
新能源动力系统	14477	2.3%	1.8%	26.3%	36.2%	13.3	0.78	3.6	0.0	1.7	1.8	1.6
环保及公用事业	9111	3.2%	0.7%	23.8%	11.8%	7.8	1.76	0.1	0.0	0.9	1.9	1.0
酒类	43283	4.8%	6.2%	20.0%	20.7%	24.3	2.37	10.9	18.5	0.8	1.0	4.9
半导体	35267	6.0%	1.6%	-18.0%	63.6%	5.5	0.28	4.6	3.2	5.0	3.7	4.0
化学制药	18124	8.5%	2.9%	6.3%	12.6%	8.2	1.05	1.9	3.9	3.4	4.2	2.0
专用机械	17099	13.7%	8.3%	31.3%	37.7%	9.5	1.04	0.4	0.0	2.3	2.6	1.9
电源设备	18543	13.7%	15.2%	17.5%	21.8%	14.2	1.99	3.5	4.0	1.6	1.9	2.1
工业金属	8952	14.7%	14.9%	13.7%	18.9%	10.7	1.89	0.5	0.0	3.2	2.2	1.0
消费电子	13695	16.7%	4.4%	25.8%	56.2%	8.7	0.94	1.8	0.0	2.8	2.2	1.5
电气设备	15981	18.6%	18.9%	18.3%	17.8%	10.8	1.18	1.8	2.5	1.6	2.8	1.8
其他军工II	9529	22.6%	18.9%	62.8%	48.0%	7.7	0.61	0.7	0.0	2.0	2.4	1.1
通用设备	11993	24.4%	15.4%	35.8%	37.1%	8.3	0.80	0.2	0.0	1.8	3.2	1.3
航空航天	9062	25.3%	13.4%	51.0%	30.7%	7.0	0.49	0.8	0.7	2.6	1.0	1.0
计算机设备	11764	27.3%	23.3%	46.8%	34.3%	9.3	1.19	1.1	0.0	1.6	1.2	1.3
中药生产	10396	33.5%	19.1%	40.6%	37.3%	8.4	1.59	1.0	1.2	1.2	2.8	1.2
证券II	34195	38.1%	26.3%	23.4%	12.9%	6.7	1.36	6.3	3.8	6.7	1.1	3.8
通信设备	10398	45.4%	28.1%	19.8%	41.5%	8.4	0.70	0.6	0.0	2.2	2.5	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)								49.0	47.2	41.4	37.3	37.1

相关一级行业库存周期状态跟踪（截至23年Q3）

行业名称	库存周期所处阶段	存货同比	收入同比	归母净利润同比	资本开支同比	在建工程同比	23Q3存货分位值	23Q2存货分位值
有色金属	主动补库	12%	6%	-23%	32%	27%	49%	44%
钢铁	主动补库	1%	-6%	-35%	-12%	-48%	37%	7%
石油石化	主动补库	-4%	-1%	-4%	17%	-19%	26%	20%
基础化工	被动去库	-4%	-7%	-46%	14%	10%	4%	6%
轻工制造	被动去库	-11%	-4%	-4%	-2%	-19%	0%	1%
国防军工	主动补库	10%	14%	6%	21%	25%	36%	34%
汽车	被动去库	5%	16%	31%	29%	17%	31%	54%
家用电器	主动补库	-5%	6%	12%	1%	7%	20%	17%
建筑装饰	主动补库	4%	7%	3%	7%	6%	30%	27%
环保	主动补库	1%	3%	-4%	-4%	-2%	16%	14%
交通运输	主动补库	-1%	1%	50%	17%	6%	35%	0%
电子	被动去库	-5%	-6%	-33%	-23%	-28%	11%	13%
计算机	主动补库	0%	2%	2%	3%	6%	6%	0%
传媒	被动去库	-1%	6%	22%	-2%	-2%	20%	24%

# 橡胶

RU

01

年末旺季助力车市产销，半钢胎开工维持高位

02

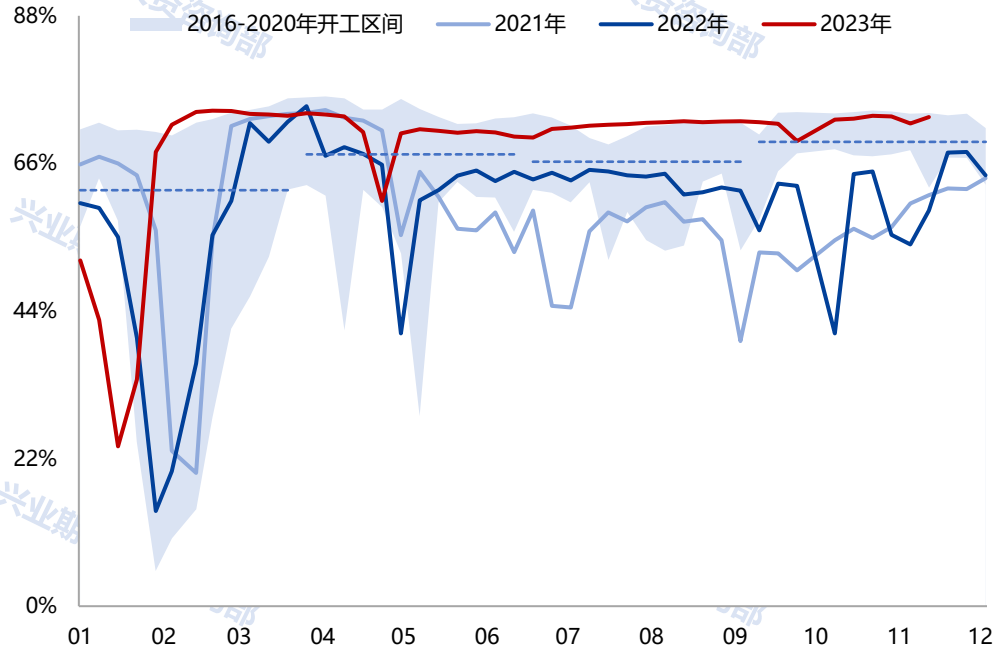
泰国原料放量预期部分落空，云南产区临近停割

03

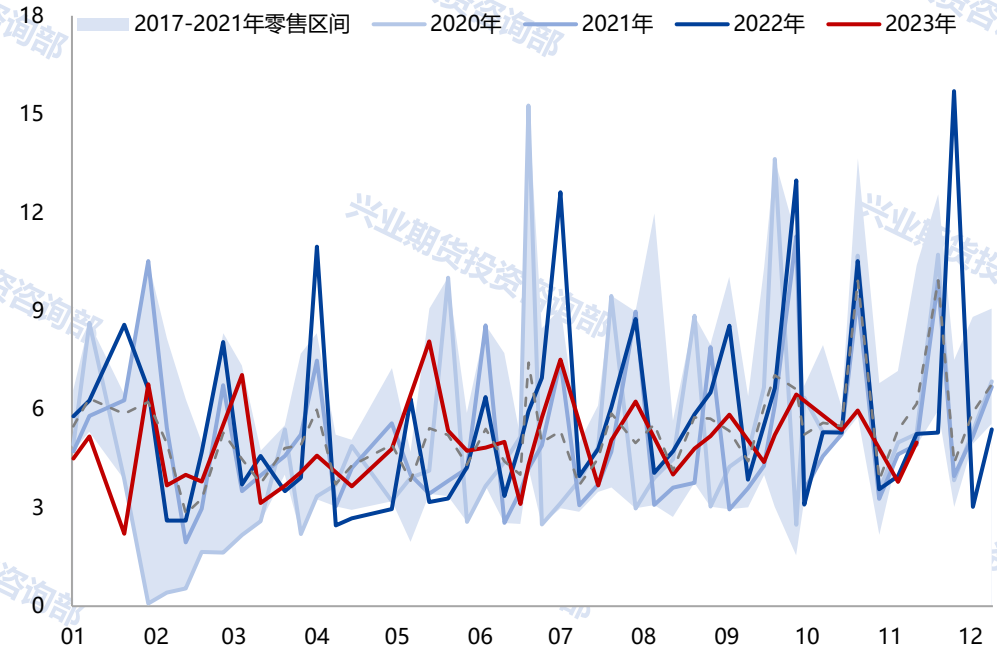
库存结构继续改善，基本面积积极因素占优

需求方面，全钢胎库存累库、拖累产线开工意愿回落，但半钢胎开工率维持在同期高位水平，需求传导尚未受阻；而年末车市进入产销旺季，厂商让利叠加经销商主动去库，乘用车零售市场潜力有望得到进一步激发，橡胶终端需求预期乐观。

### 半钢胎开工率季节性

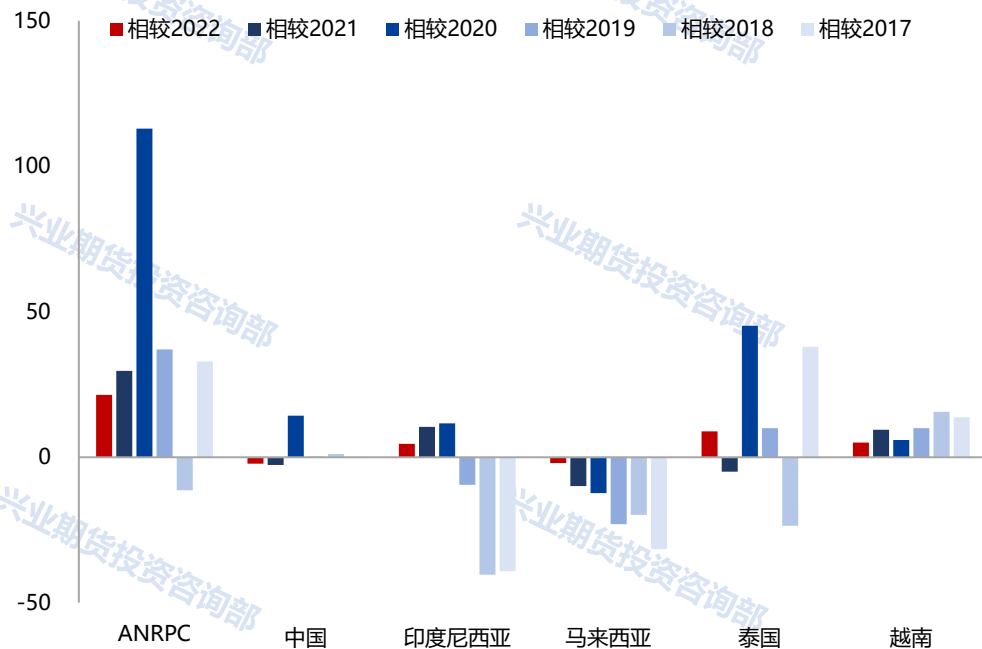


### 乘用车日均零售

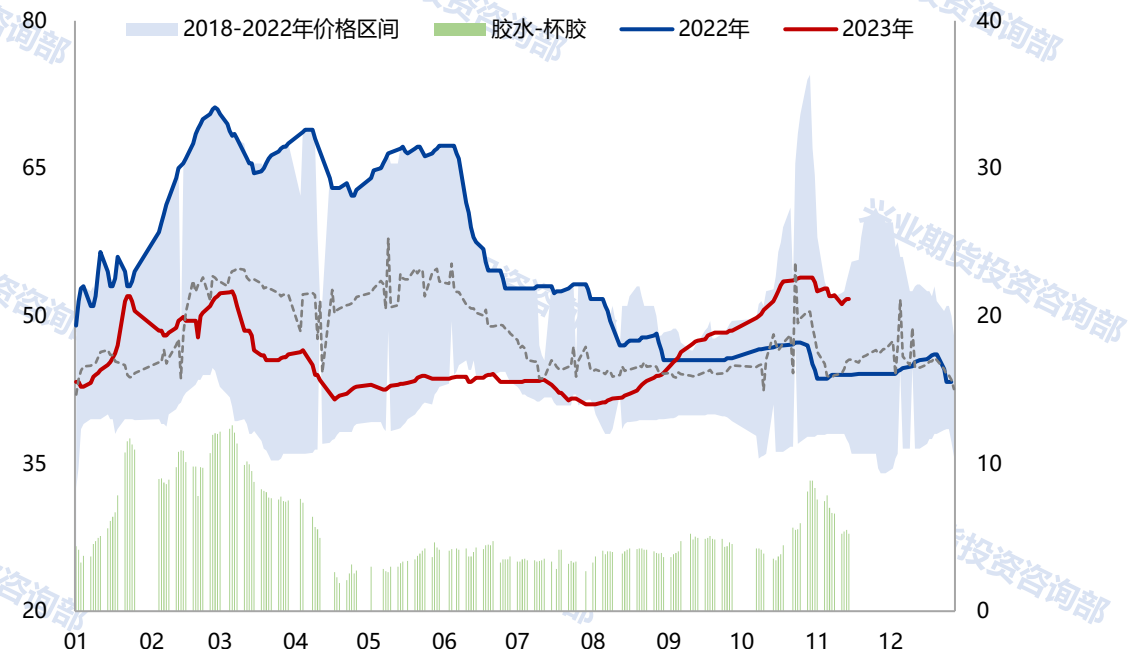


供应方面，ANRPC天然橡胶产出同比增长，但累计增幅较前值明显回落，国产胶全年减产大势已定，云南地区将于月末前后进入停割阶段；另外，据NOAA监测数据显示，本轮厄尔尼诺现象渐入峰值强度，气候变动对天胶生产的负面影响或将加剧，泰国产区旺产季放量预期部分落空，合艾市场胶水价格表现坚挺亦能印证以上看法，天然橡胶供应端不确定因素增多。

### 2023年1-10月天然橡胶产量增减(万吨)



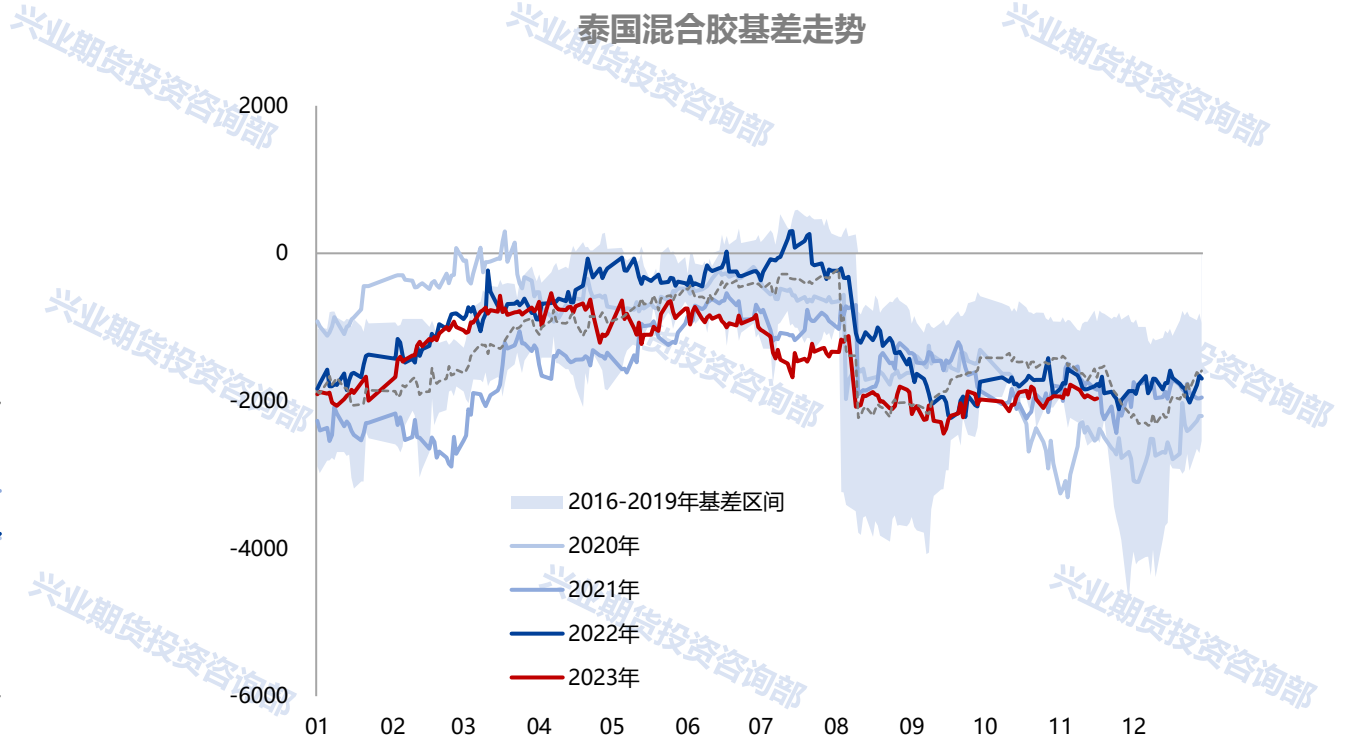
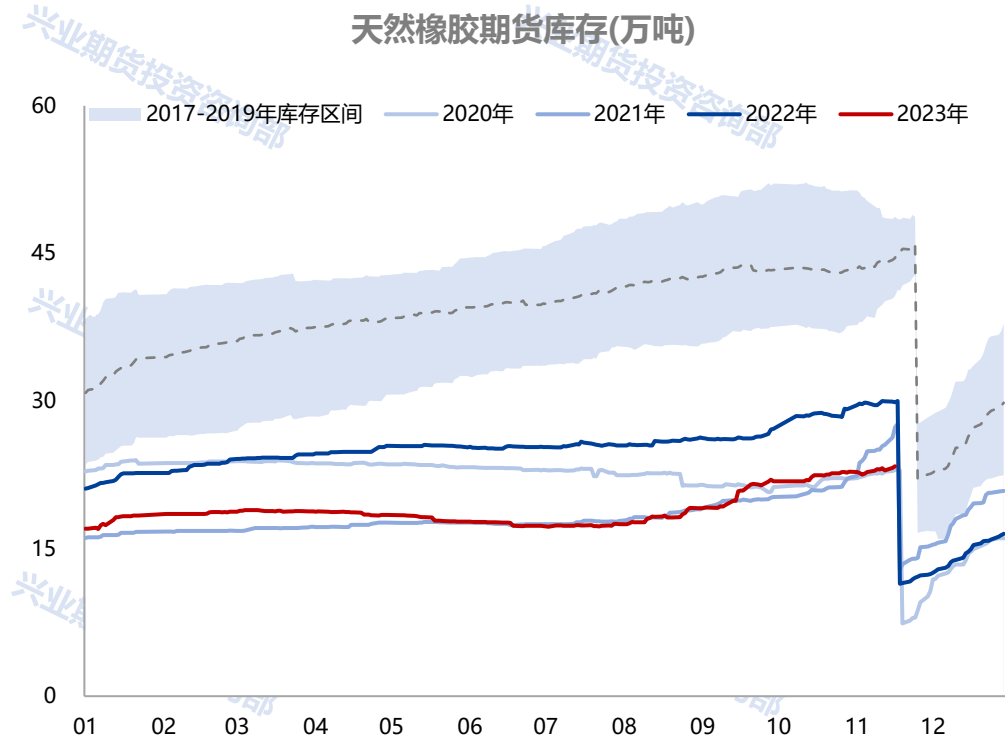
### 泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)





□ 库存方面，保税区内库存重回降库趋势、一般贸易库存出库率高增，带动青岛港口继续去库，而临近停割云南现货库存难有显著增量，沪胶老胶仓单面临注销，橡胶库存结构继续改善，库存端对价格的支撑有望走强。

□ 综合来看，政策引导显现积极效果，年末车市进入传统旺季，产销数据大概率延续增长，橡胶需求偏向乐观，而天气影响不时扰动原料供应，胶水价格表现较强韧性，港口库存继续下降，进口基差维持中性，沪胶基本面积积极因素相对占优。







# 甲醇

MA

01

国内外产量保持稳定，各环节库存加速积累

02

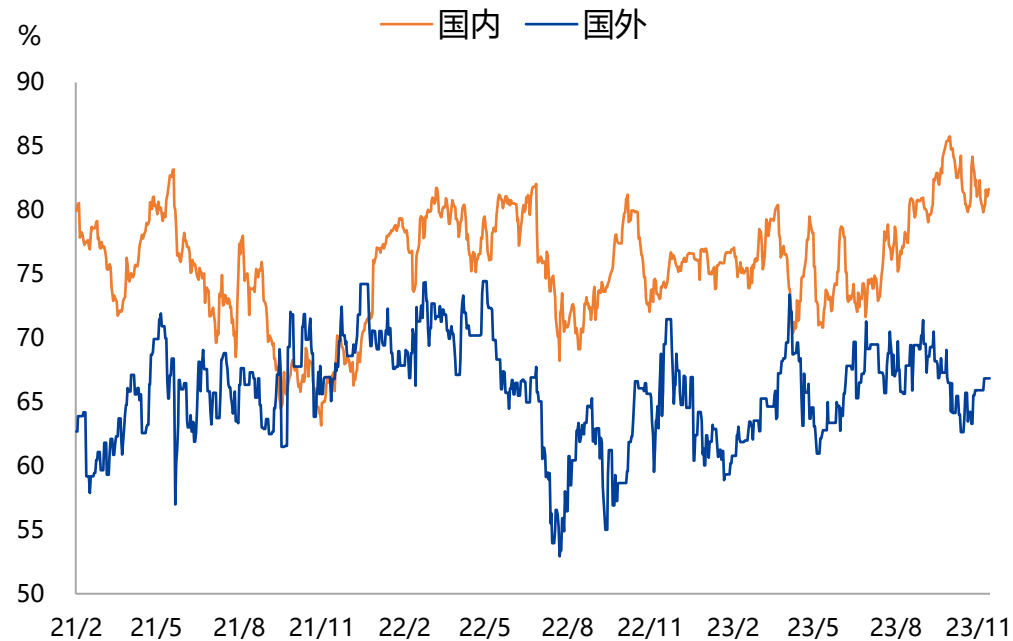
烯烃需求保持良好，传统需求维持稳定

03

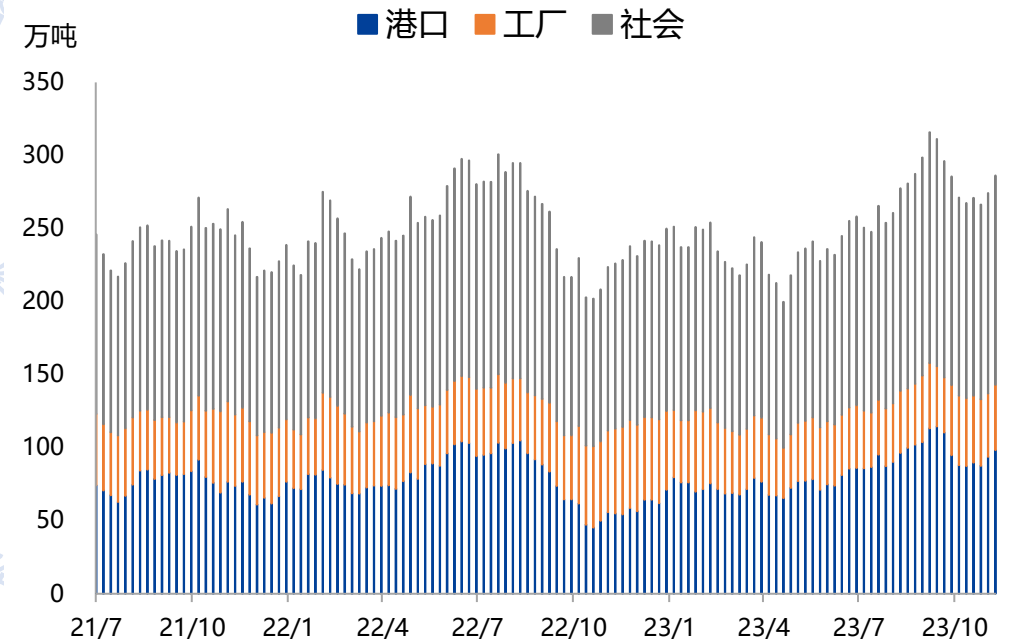
冬季存在成本支撑作用，衍生品市场看多情绪升温

- 近期装置运行稳定，国内甲醇装置开工率下降0.25%，产量降至172万吨。海外装置开工率提升1%，产量从10月低水平回升至目前中等水平。月底国内多套检修装置计划重启，产量预计明显提升，而气头装置集中检修预计出现12月初，未来供应存在较强不确定性。
- 上周到港量下降至32万吨，虽然江苏到港量明显减少，但是提货量减少，港口库存增加5万吨。西北需求转弱，生产企业结束去库。社会库存加速积累。目前港口库存和社会库存已经达到65%分位，生产企业库存维持在中等水平，如果库存进一步增加，将对甲醇现货价格产生利空作用。

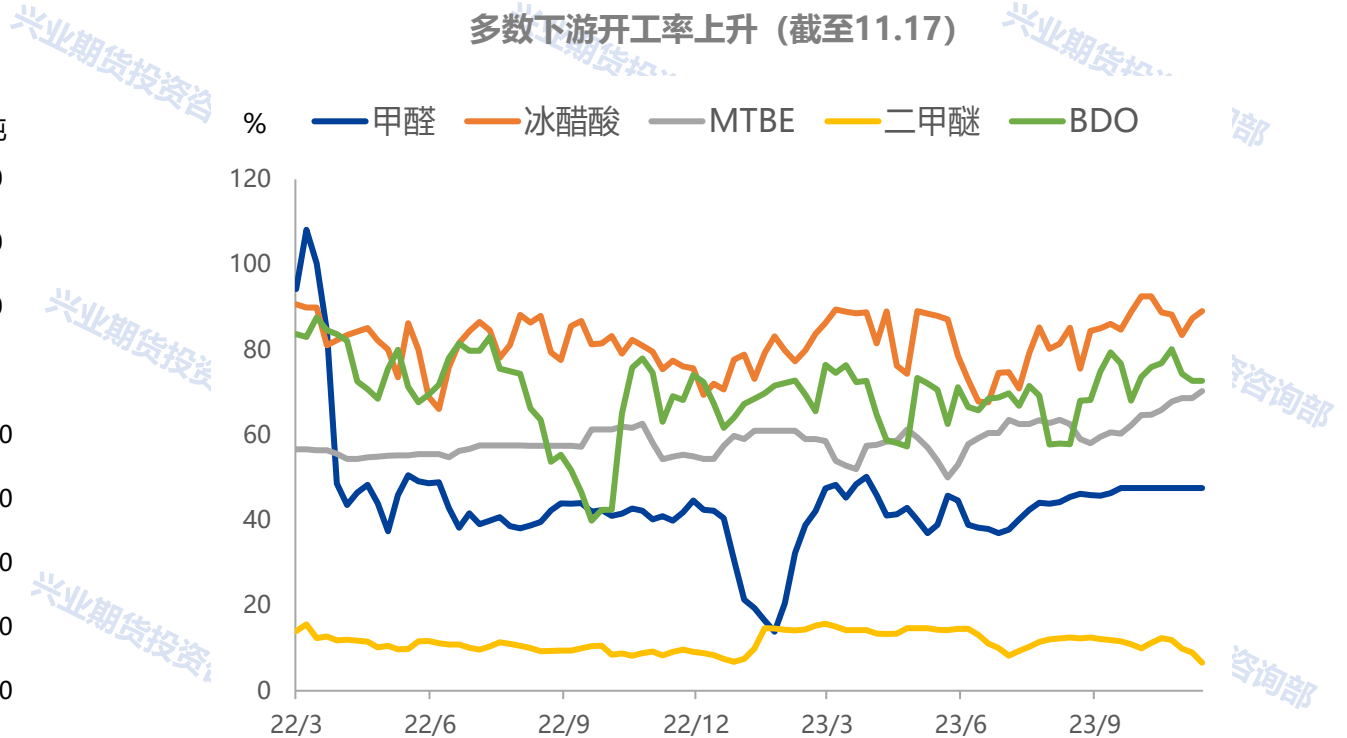
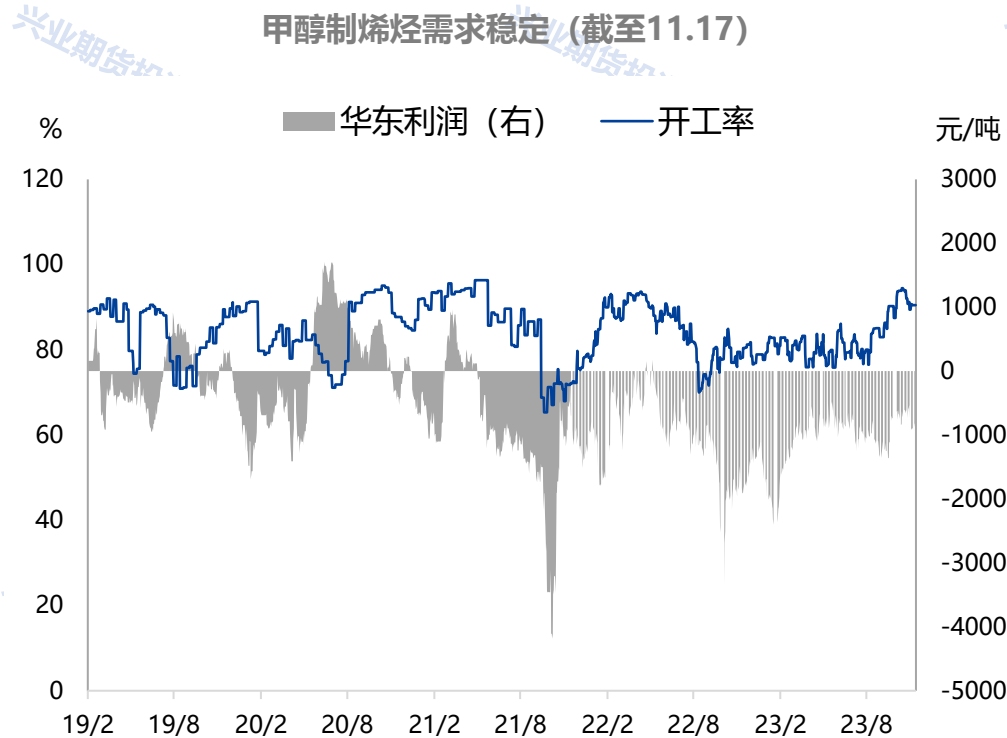
### 国内外产量保持稳定（截至11.17）



### 各环节库存加速积累（截至11.17）



- 甲醇制烯烃开工率维持在90%，下周大唐多伦停车，新疆恒有重启，开工率预计跌至88%。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11-12月烯烃需求都将保持良好。
- 醋酸开工率上升0.4%，不过价格短暂反弹后再度下跌，亏损可能导致减产。MTBE利润良好，开工率再创新高。终端需求良好，BDO开工率结束下降，另外新产能即将投放。甲醛暂时未进入淡季，开工率保持稳定。二甲醚需求低迷，开工率达到年内最低。传统下游景气度出现分化，未来需求总量预计降低。



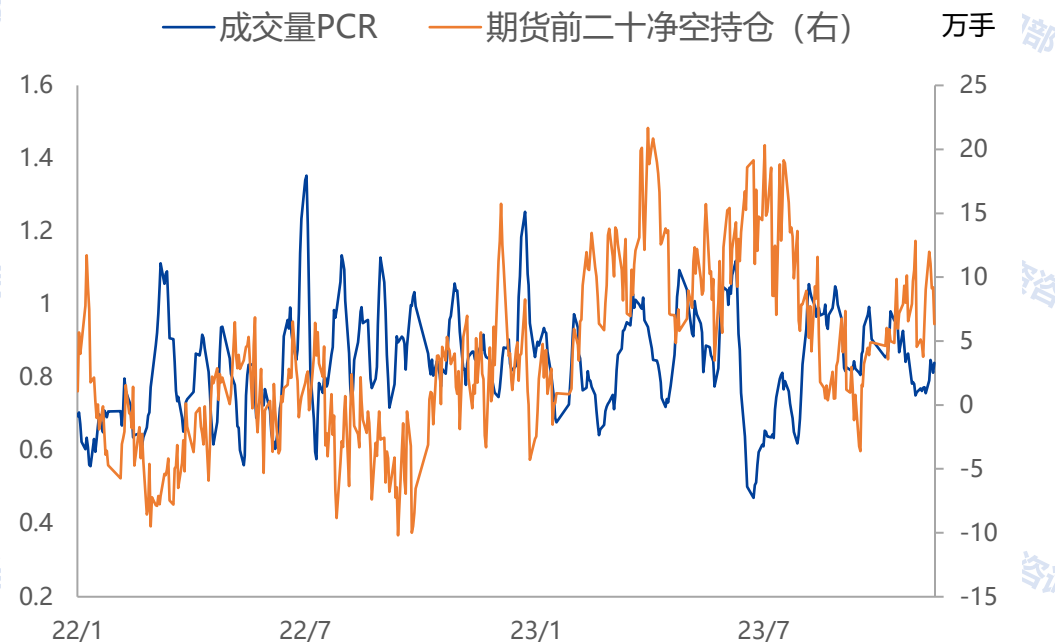
随着采暖季来临，煤炭和天然气需求好转，价格也迎来上涨。上周天然气和焦炉气工艺的利润减少40元/吨，煤炭工艺减少100元/吨。冬季能源价格表现坚挺，对甲醇形成较强支撑。

近一周期货前二十席位净空持仓明显减少，由周一的12万手减少至周五的6万手。看涨期权成交活跃，成交量和持仓量PCR均处于看多区间内。此外波动率已经下降至20%以下，处于年内最低水平，未来期货大幅上涨的概率正在增加。

### 各工艺利润下降 (截至11.17)



### 衍生品市场看多情绪升温 (截至11.17)





# 沪铝

AL

01

枯水季即将来临，国内产量增长受制约

02

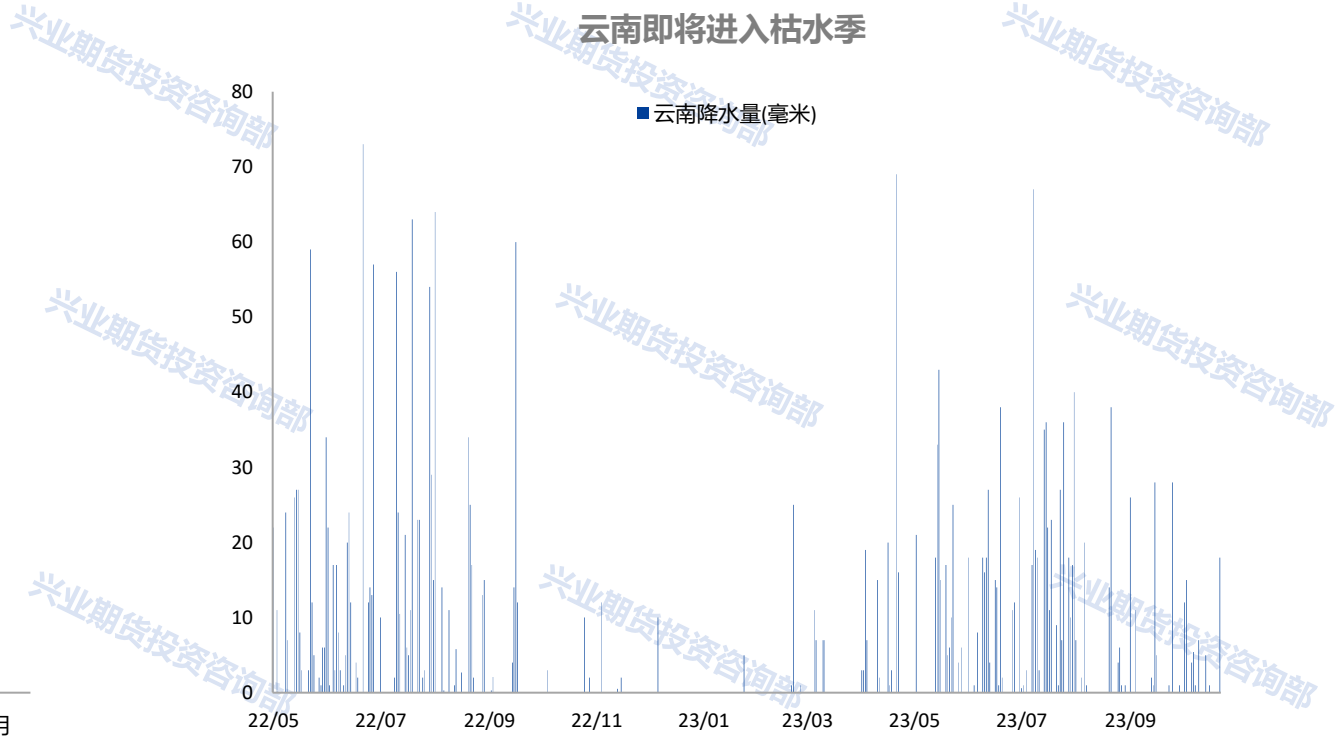
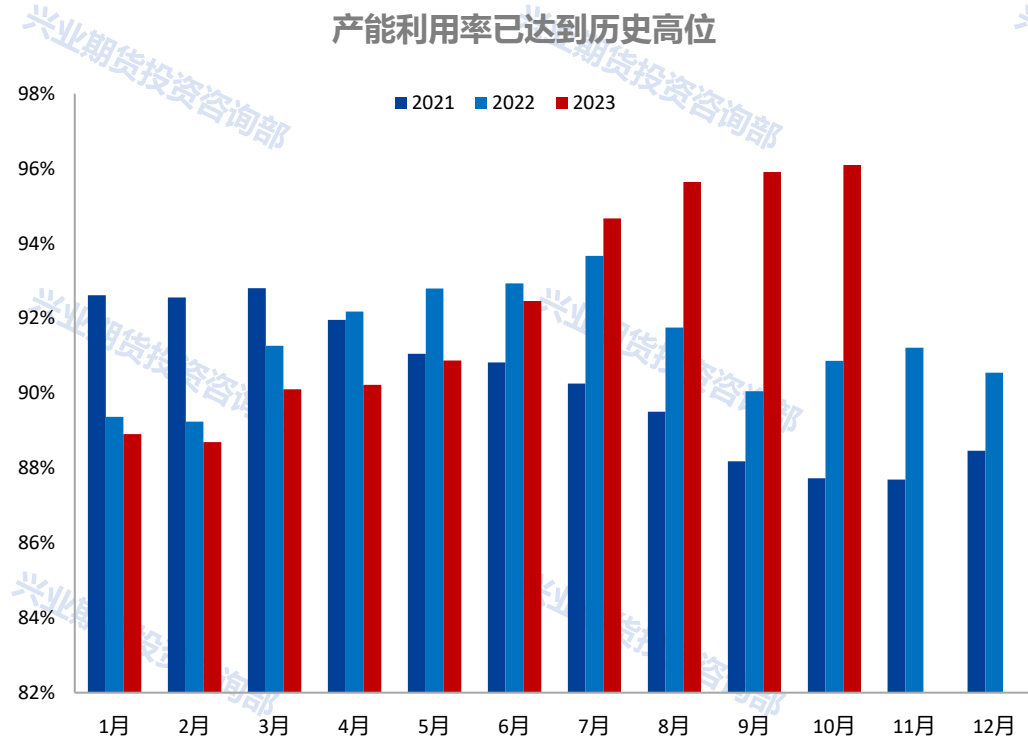
开工率表现尚可，需求存潜在利多

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。



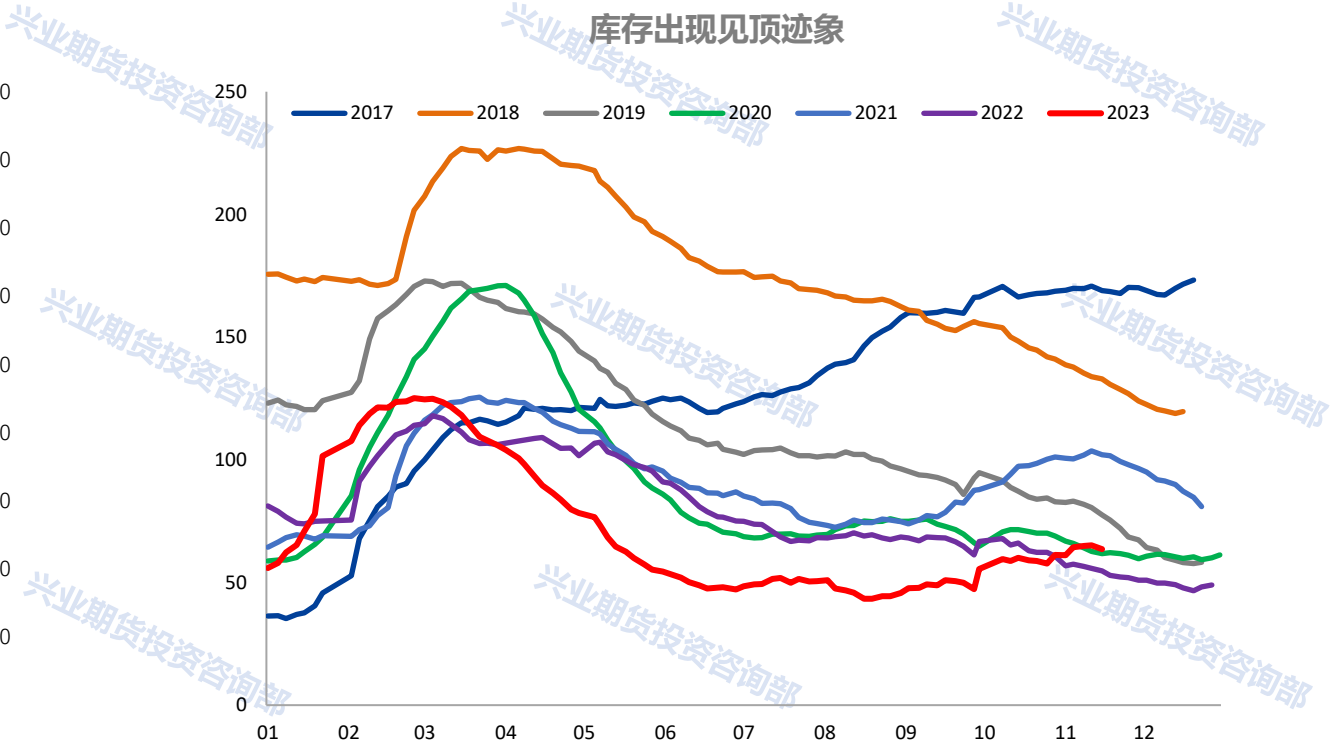
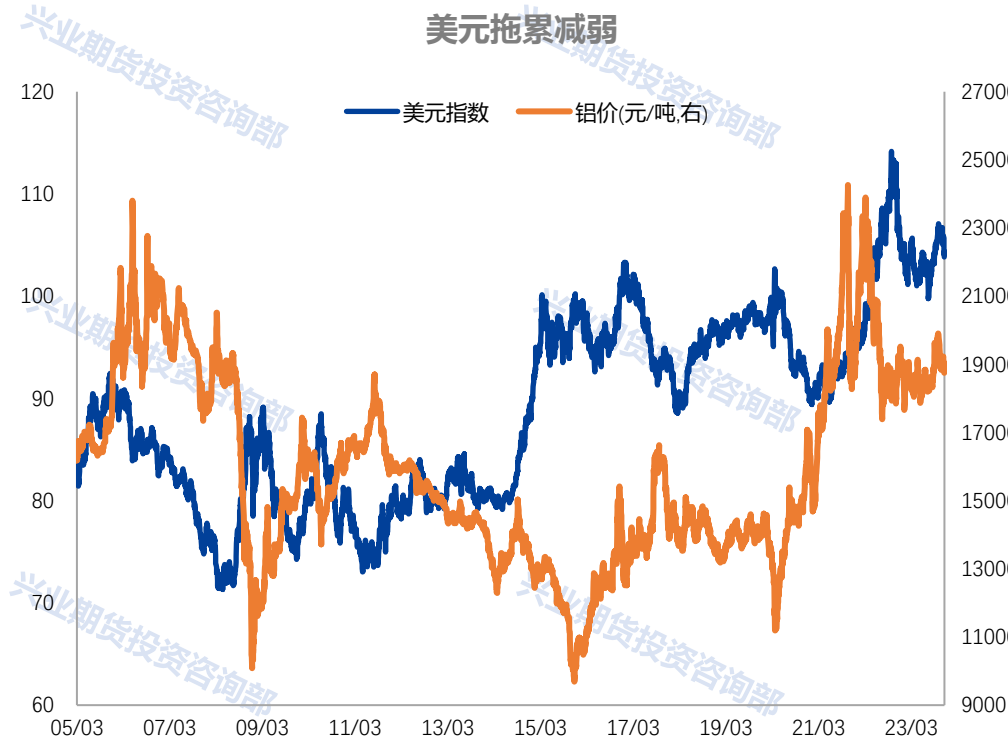


受季节因素的影响，铝将逐步进入需求淡季，但从开工率来看目前整体表现尚可。且近期财政刺激政策不断发力，基建板块修复对铝需求存在支撑。若后续刺激政策进一步加码，下游需求存在潜在利多。

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		

- 美国最新CPI和PPI数据均出现超预期回落，市场对通胀粘性的担忧大幅回落，本轮美联储加息或已完成。美元指数本周跌破104关口，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，目前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

近期产量保持平稳，未来供给增量来源集中

02

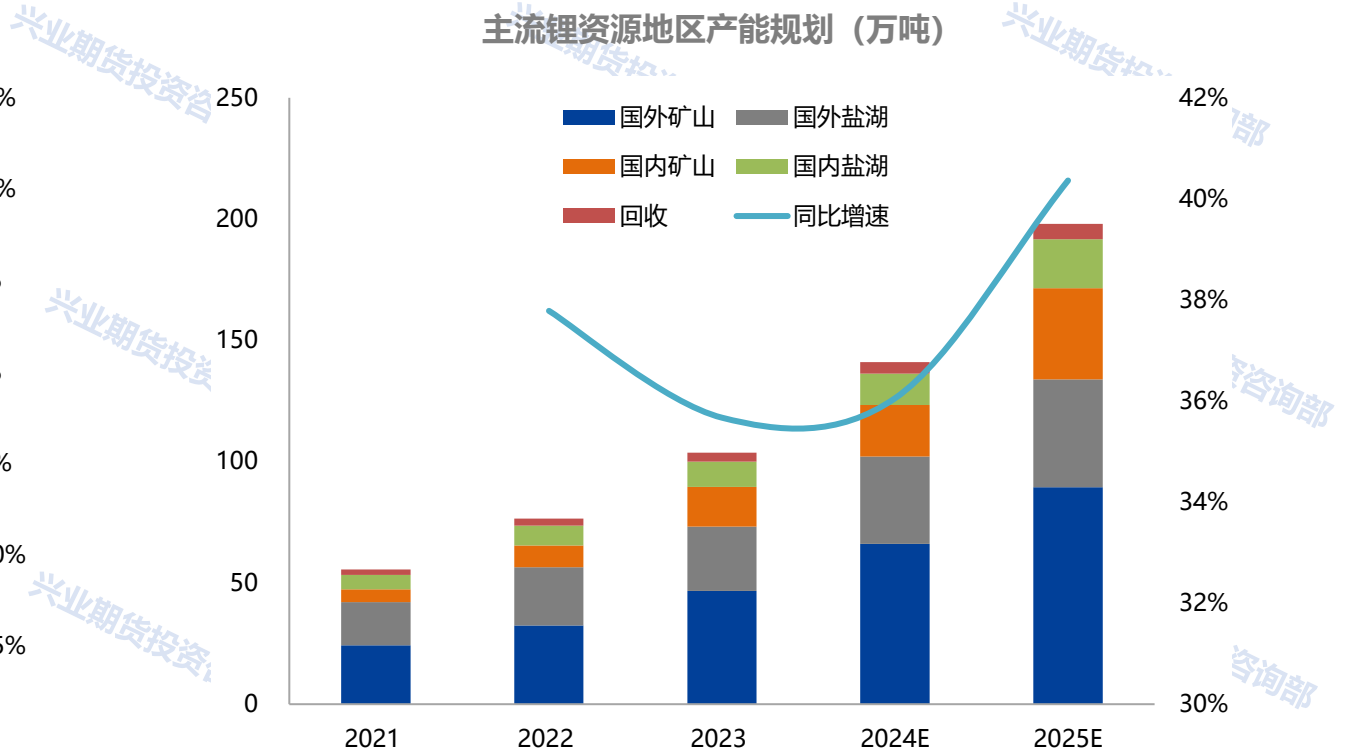
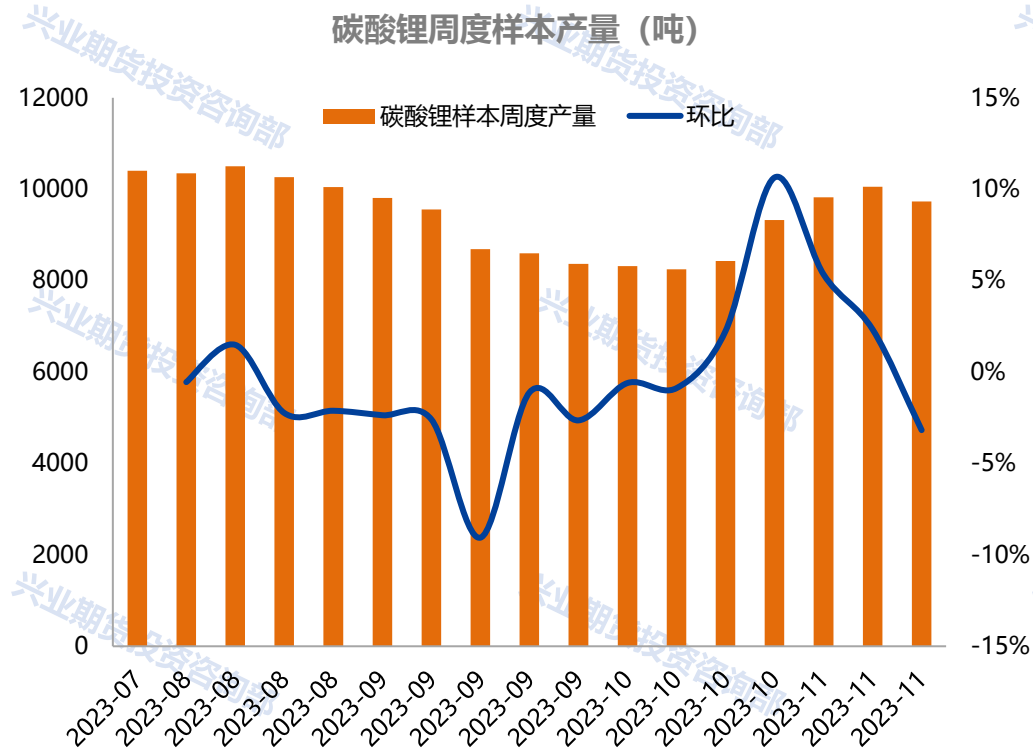
正极产能扩张差异明显，新能源渗透率逐步增加

03

成本曲线走势相对陡峭，下游库存处于低分位值

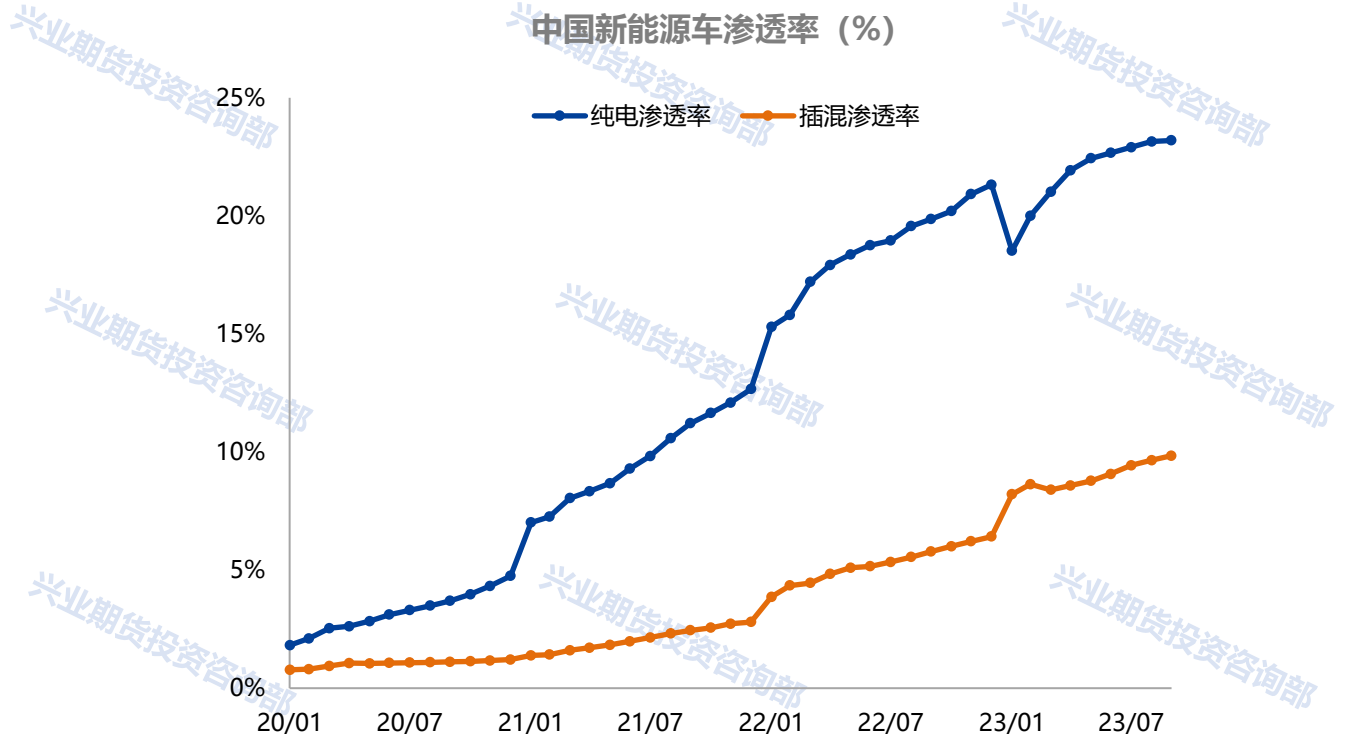
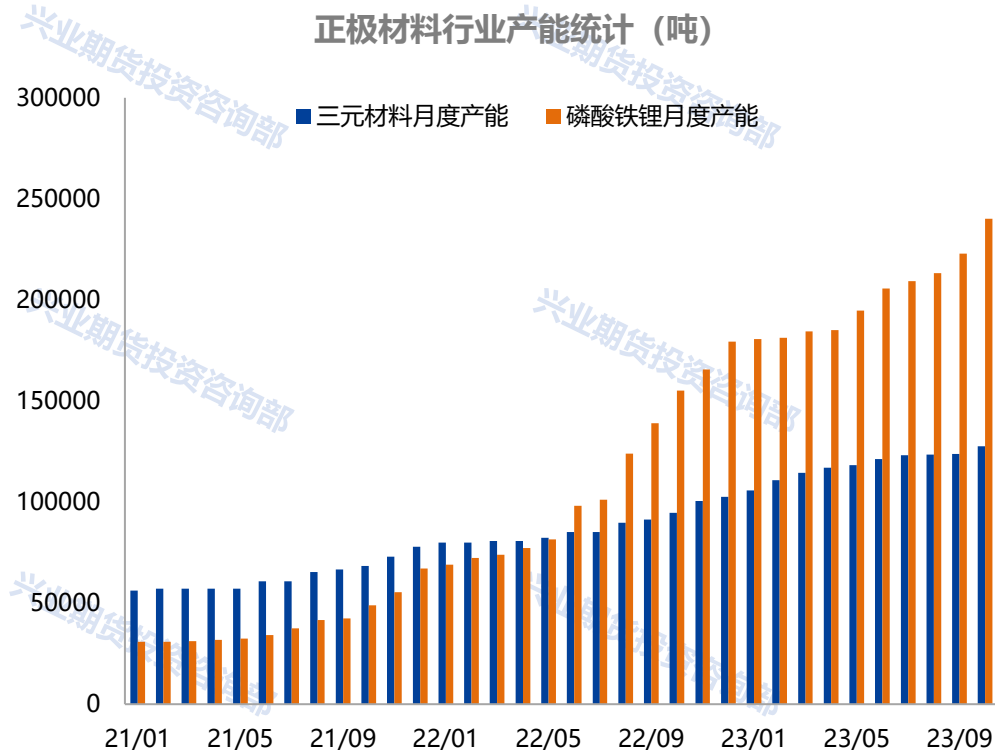
产量方面，锂盐现货价格持续下行背景下，部分企业已开始酝酿新一轮减产措施。虽前期锂矿价格有跟随下跌迹象，但近期下跌幅度已明显收窄，外采企业利润修复戛然而止。截至本周现货成交价格仍未止跌，预计后续产量将呈现环比负增长的弱势格局。

产能方面，当前对未来锂资源释放不应保持过于乐观的心态，据不完全统计今年已有相当数量企业发表不同程度的延期公告。一方面锂盐价格变动将直接影响企业投产积极性，另一方面资源丰富国度的政策导向、环保意见及外资审核均存在较大不确定性。



□ 正极材料方面，自2022年中起LFP技术已超越NCM技术成为主流供给增量。磷酸铁锂高性价比将有利于下游企业进一步降本增效，叠加新能源车补贴驱动退场逐步转向市场驱动为主。但磷酸铁锂产能过剩幅度正逐渐加剧，这将导致材料环节竞争格局恶化。

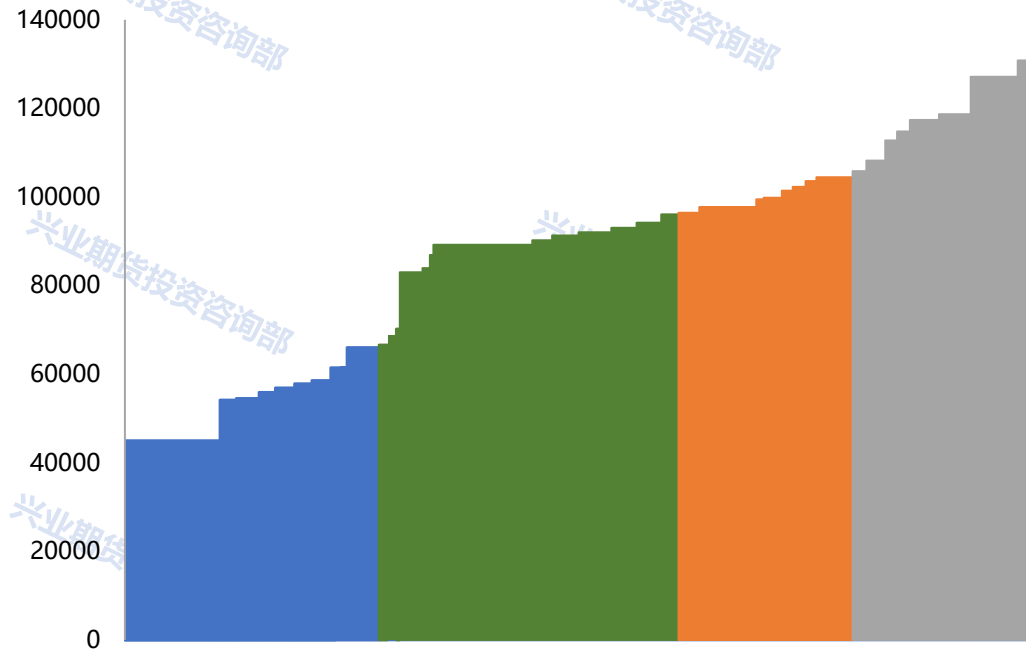
□ 新能源车方面，从增速角度看新能源车扩张脚步有所放缓，但分析近期电车渗透率情况未出现明显断崖下跌。短期由于受多重因素扰动电车增速放缓还将维持一段时间；中长期视角看，汽车电动化转型已进入不可逆阶段，渗透率仍会呈现趋势向上的发展。



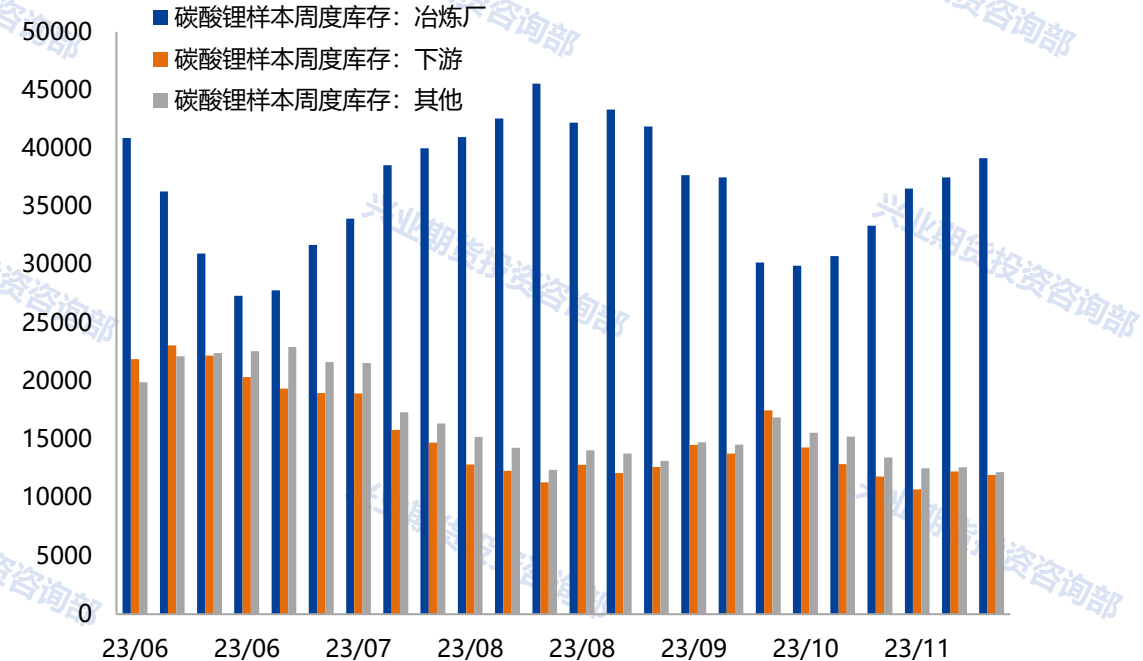
□ 成本方面，因原料来源广泛，碳酸锂冶炼成本分布较为分散。值得注意的是不同制备路线产能所占比例均衡，未出现单一原料垄断市场的情况。这意味着市场虽有低成本产能存在，但行业中枢仍落在中高成本区间，且警惕低成本产能扩张速率偏缓。

□ 库存方面，周度数据看冶炼厂库存维持小幅累库趋势，但若二次减产发生，生产企业库存压力有望缓解。因近两年产成品价格波动过于剧烈，下游环节始终维持最低安全库存标准，预估产业保持买涨不买跌的购货心态，原料囤货意愿相对偏弱。

### 锂资源冶炼现金成本分布（元）



### 碳酸锂周度库存统计（吨）





# 纯碱

SA

01

纯碱周产连续4周下行，重质化率接近历史极高值

02

玻璃运行产能稳步增加，轻碱周度出库量大幅回升

03

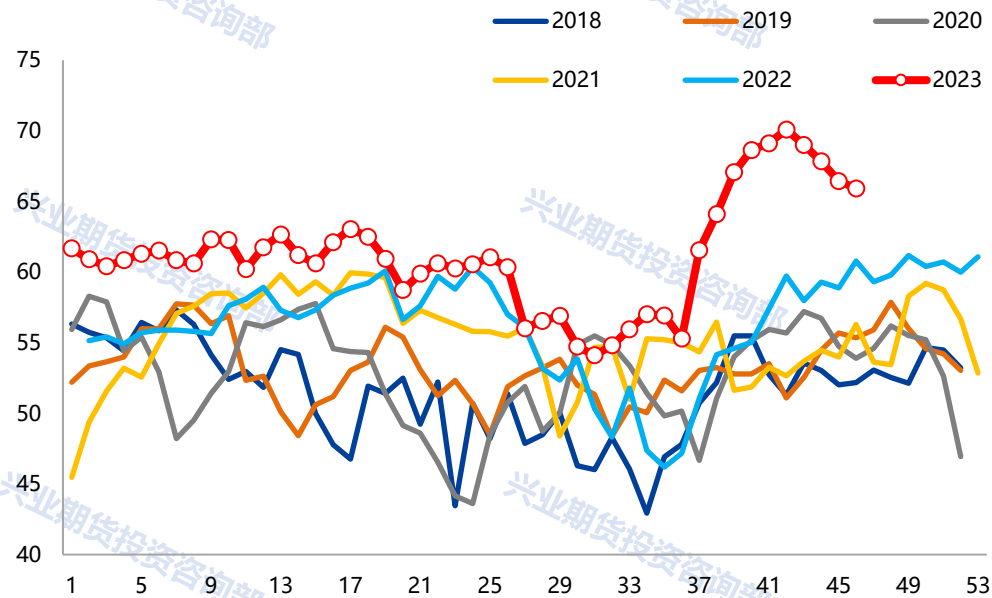
供应增长不及预期，纯碱累库偏慢，下游存在补库需求

04

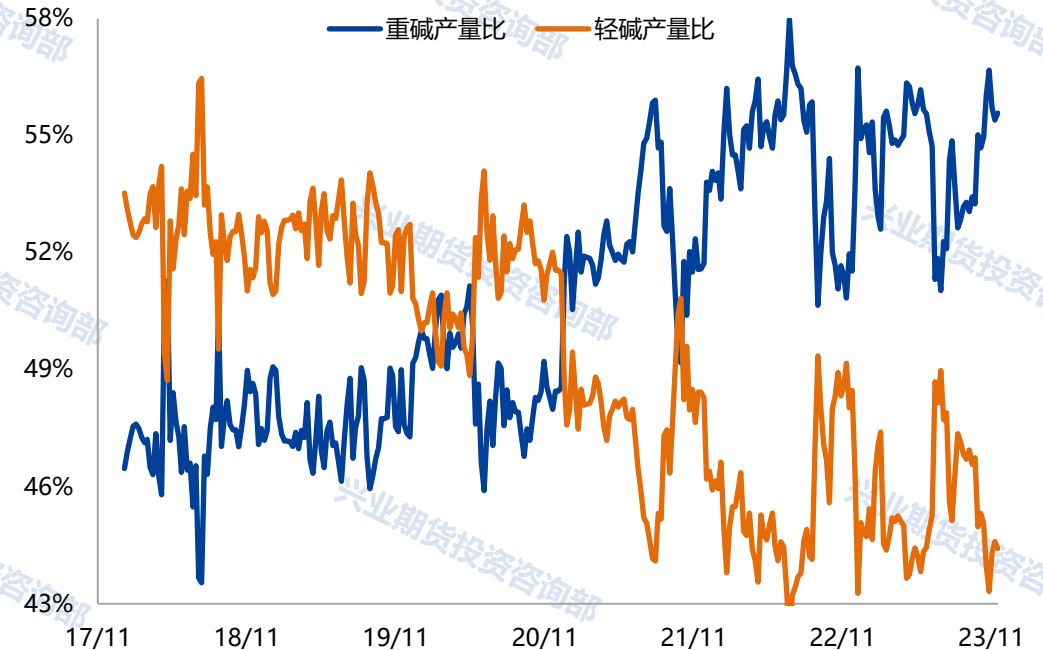
纯碱期货快速上行修复贴水，未来关注实际产量变化节奏

□ 由于新装置实际投产节奏略不及预期，青海地区碱厂维持减量生产状态，以及华东、华北部分装置短期降负，本周纯碱实际产量降至65.92万吨，已连续4周下降。市场中纯碱供给端的消息多空分歧较大，尤其对于远兴装置点火、金山装置提产、以及青海地区碱厂恢复与否，消息众说纷纭，莫衷一是。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。据隆众估算，下周开工及产量将回到89%和69万吨附近。此外，碱厂重质化率依然处于历史极高值附近，若无新装置的投放，重碱周产量也难以出现大幅增长。

### 纯碱周产量（更新至11.17）



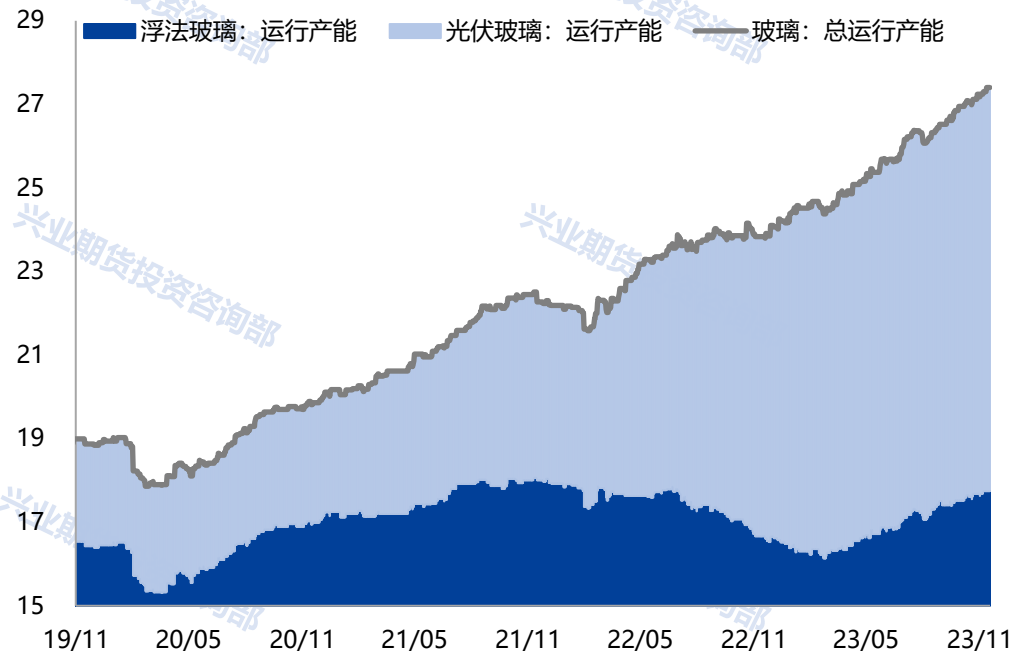
### 重质化率继续高位运行（更新至11.17）



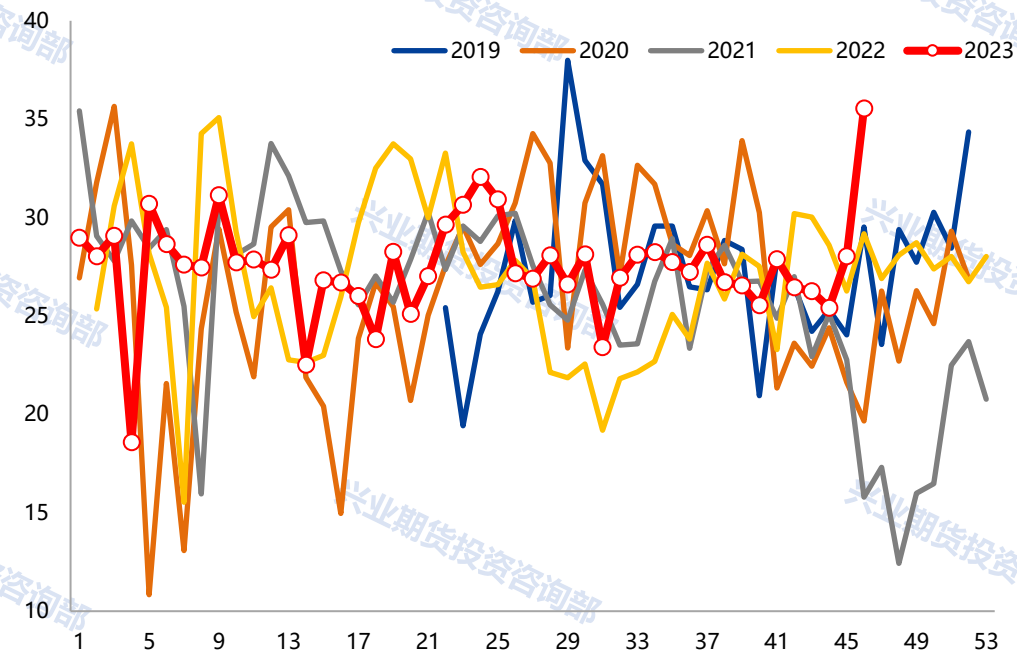
■ 重碱：玻璃运行总产能稳步增加。本周合盛硅业1000吨光伏玻璃窑线点火。截至11月17日，玻璃运行总产能较2022年底净增加30130t/d，其中浮法玻璃运行产能净增13630t/d，光伏玻璃运行产能净增16500t/d。据隆众调研，下周浮法有一条增量计划，光伏保持平稳。

■ 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。本周轻碱周度表需大幅回升至35.54万吨，或许与下游补库有关。

### 玻璃运行总产能稳步增加（更新至11.17）

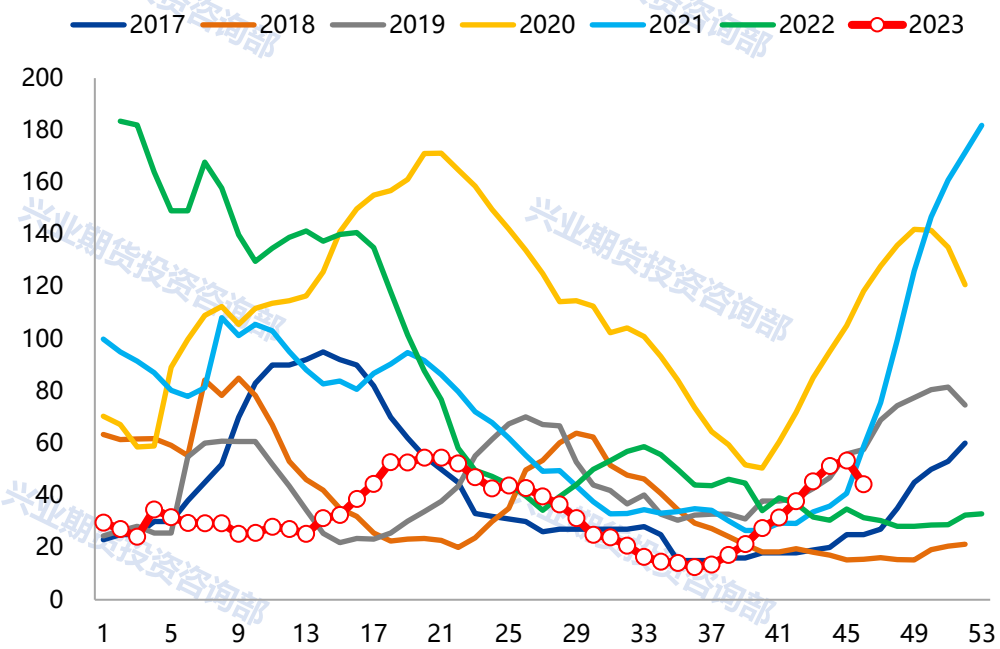


### 轻碱出库量大幅增加（更新至11.17）

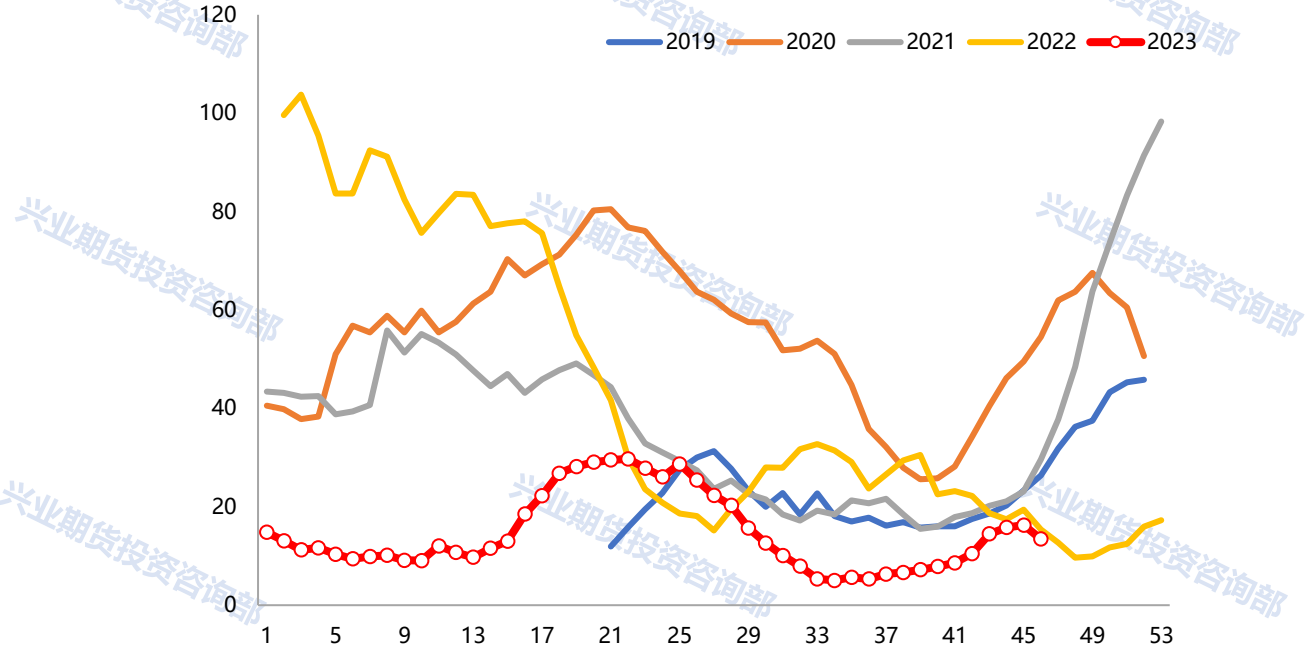


- 10月以来，纯碱供应实际增长略不及预期，而需求稳中有增，纯碱库存积累幅度也低于预期，纯碱产业链库存依然处于近3年的低位。其中重碱供给增长约束强，而玻璃厂日耗稳步增加，重碱库存增长幅度相对更低。
- 纯碱产业链库存偏低，四季度下游存在一定补库需求待释放，若无供应增长的配合，纯碱价格上行的风险值得警惕。

### 碱厂纯碱库存（更新至11.17）

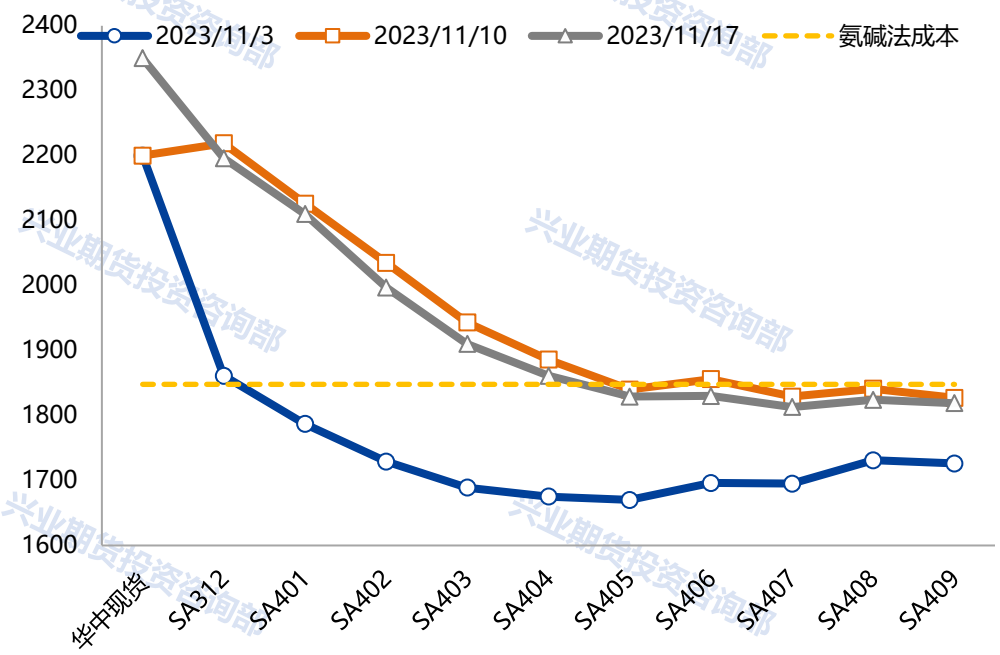


### 碱厂重质碱库存（更新至11.17）

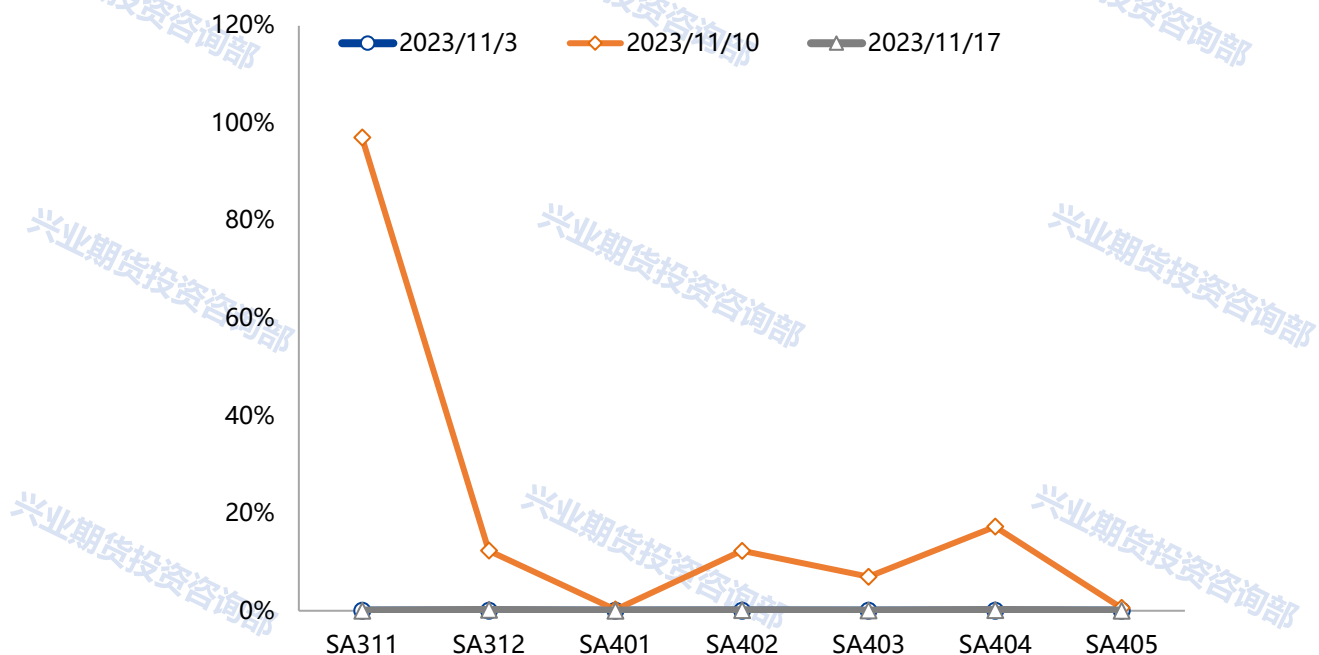


□ 由于供应实际增长不及预期、刚需稳步增长、产业链库存偏低致下游存阶段性补库需求、且重碱供需相对更紧，近期纯碱期货上行修复贴水的驱动偏强。虽然11月以来纯碱期价的大幅上行，本周纯碱近月合约基差已大幅收敛，但考虑到宏观氛围转暖、纯碱供应短期面临增长节奏的不确定性以及长期中纯碱高成本产能出清的可能、纯碱近远月价差相对偏高等因素，我们认为纯碱05合约估值仍中性偏低，建议多单轻仓持有。短期继续短期关注纯碱实际产量变化、以及SA312合约纯碱仓单数量。

纯碱价差结构 (更新至11.17)



纯碱仓单/盘面持仓 (更新至11.17)



# 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，支撑钢厂刚需采购

03

发运连续回落，到港或将季节性下行

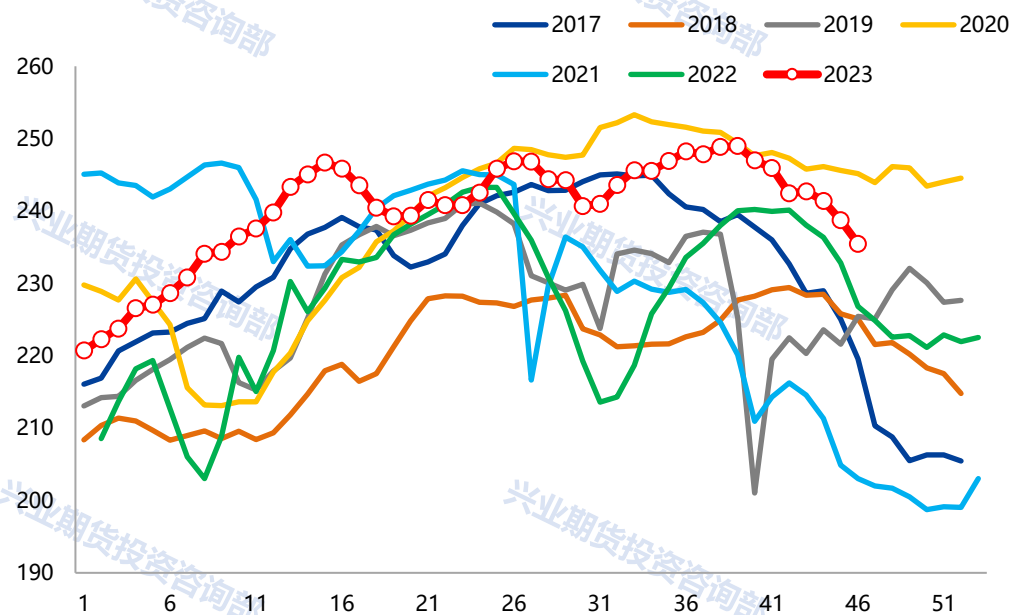
04

铁矿基本面偏强，但监管风险较高

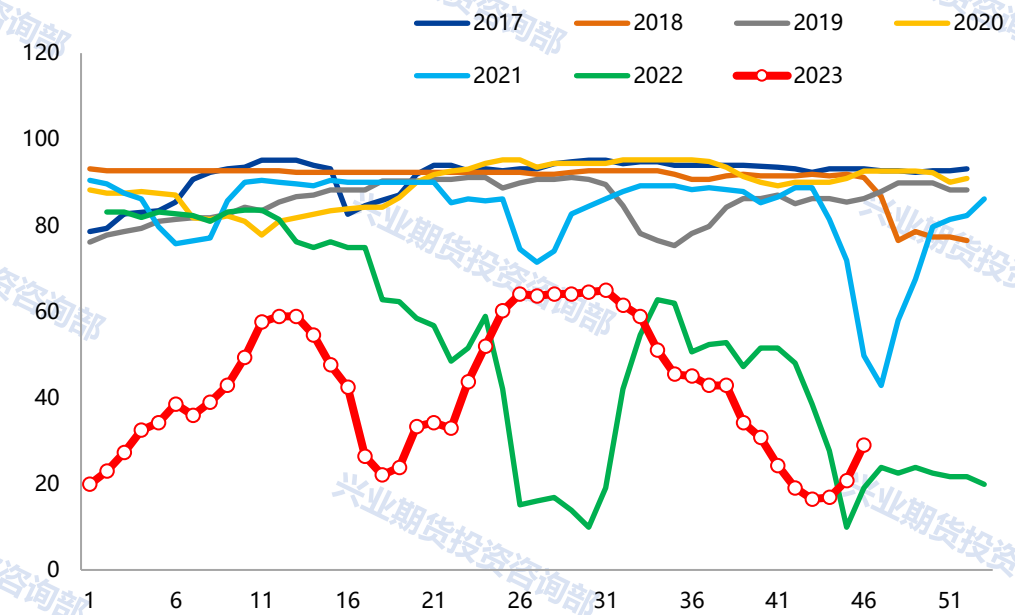


高炉生铁产量季节性下行。本周钢联口径247家钢厂日均铁水产量环比减少3.25万吨至235.47万吨，较前高累计下降13.52万吨，但依然同比多增超10万吨。钢厂盈利继续好转，本周钢联口径247家钢厂盈利比例环比回升8.22%至29%。若无行政性限产约束，预计高炉产量下行斜率偏缓，铁水日产将继续保持同比多增状态。

### 247家钢厂日均铁水产量 (更新至11.17)

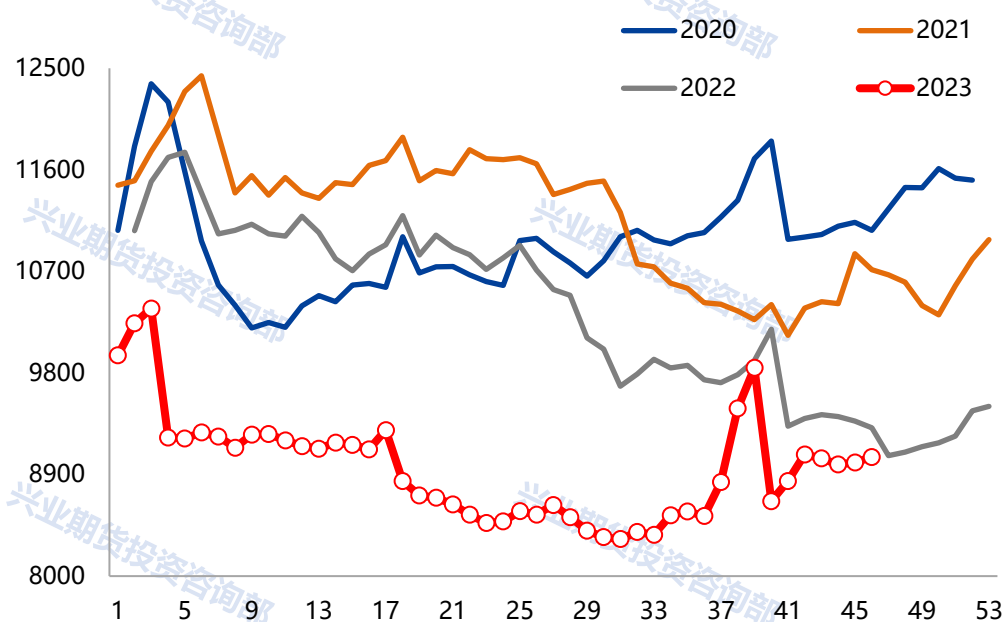


### 247家钢厂盈利比例 (更新至11.17)

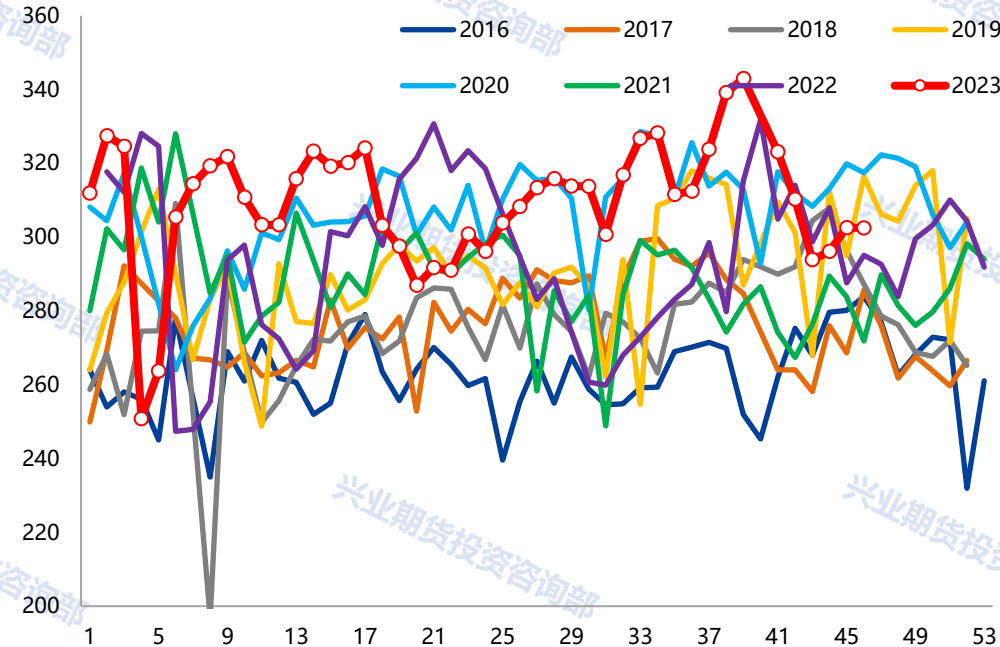


□ 由于高炉生产同比多增，且钢厂进口矿库存仍处于2020年以来同期绝对低位，支撑钢厂刚需采购。进入11月中下旬，钢厂往往需要开始对原料进行冬储补库，本周钢厂煤焦库存增幅较为明显，但无论从钢厂进口矿库存，还是45港铁矿日均疏港量数据看，钢厂对铁矿的冬储补库尚未明显启动。若钢厂补库开始，或进一步增强铁矿期现价格向上的弹性。

### 247家钢厂进口矿库存 (更新至11.17)

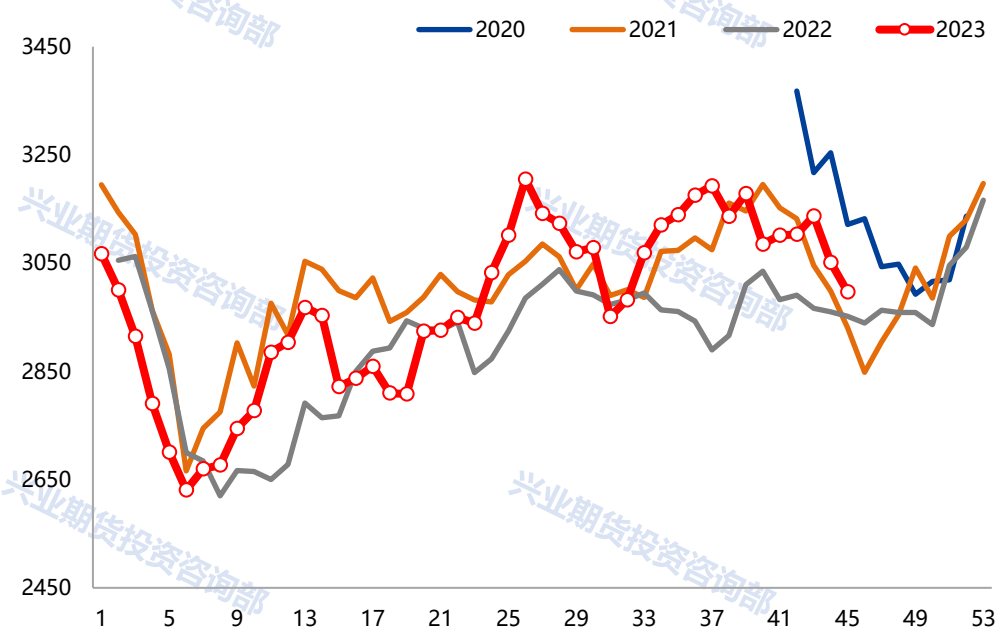


### 45港日均疏港量 (更新至11.17)

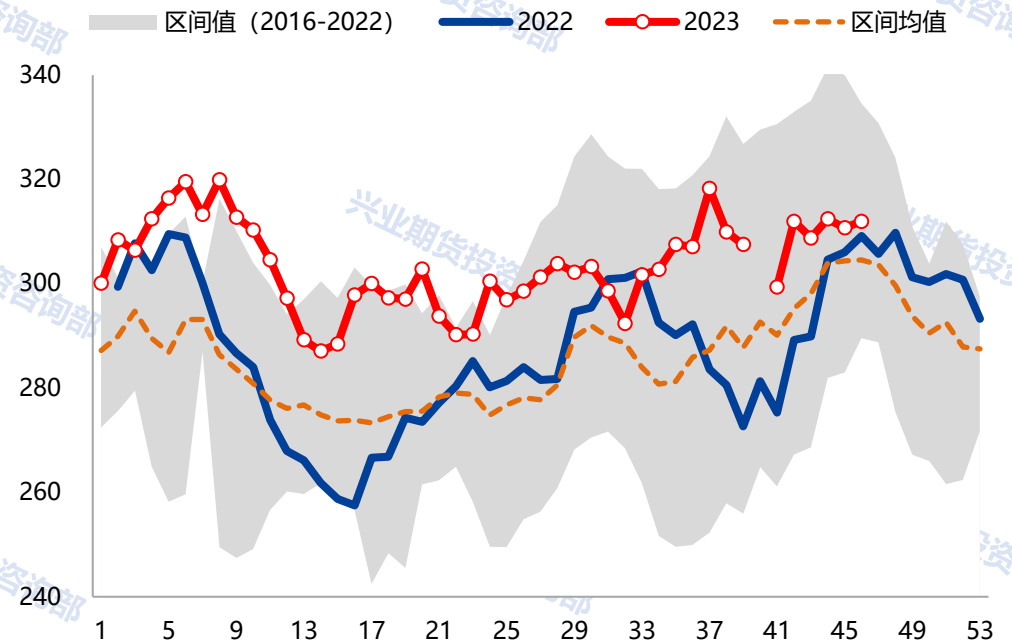


10月以来，我国45港铁矿到港量整体保持平稳，而同期全球铁矿发运量环比季节性回落，从发运至到港的船期角度推算，年内后续铁矿到港量季节性下行的可能性较高。年末12月全球铁矿发运冲量的影响将主要体现在1月后的到港数据上。供给端暂无超预期或超季节性的利空。

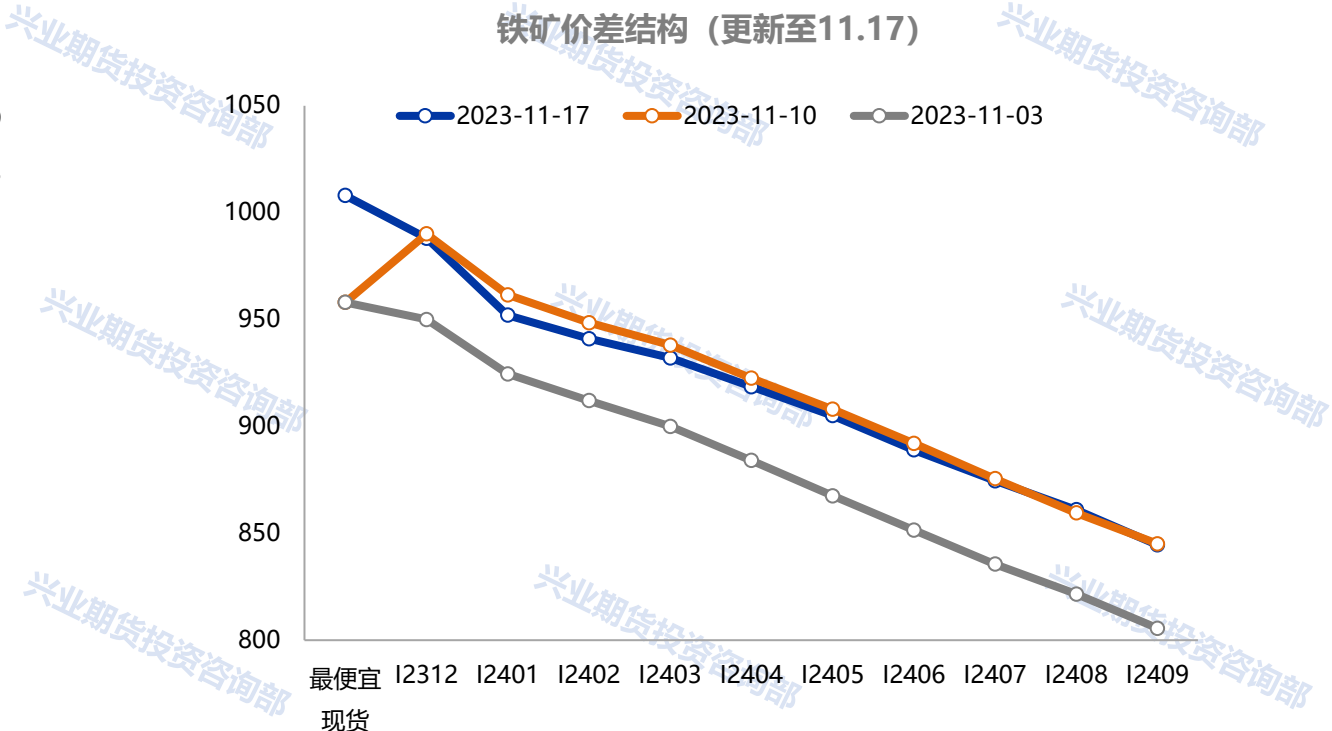
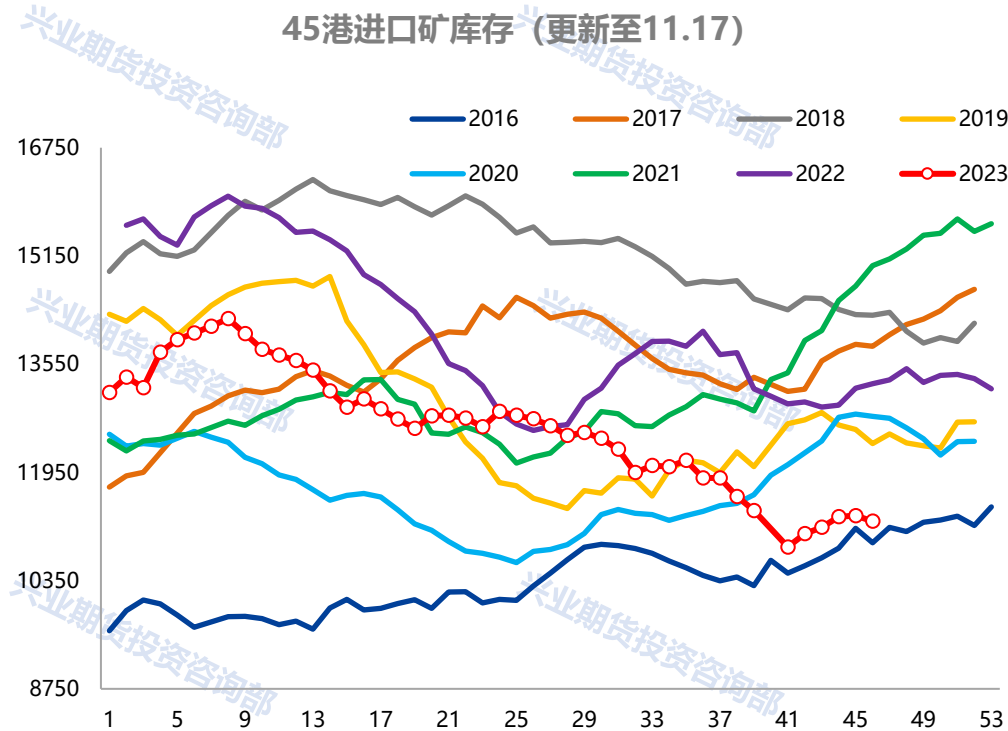
### 全球铁矿发运量 (更新至11.10)



### 45港进口矿到港量 (更新至11.17)



铁水产量保持韧性、钢厂及港口进口矿库存偏低、叠加钢厂对铁矿进行冬储补库的预期尚存，铁矿基本面偏强，铁矿期货价格上行修复基差驱动偏强。随着铁矿期货主力合约一度逼近1000的整数关口，连续创新高，引发监管部门对铁矿价格调控政策的收紧，本周大商所第三次对铁矿进行限仓，发改委通过发文、调研等方式向市场释放调控信号，盘面资金大幅离场，短期调整压力较大。不过，鉴于价格调控政策收紧难以实质性改变基本面情况，预计铁矿价格短期调整到位后仍具备上行动能。激进者，建议铁矿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。



# 焦煤

JM

01

进口市场或有补充，但事故扰动国内原煤生产

02

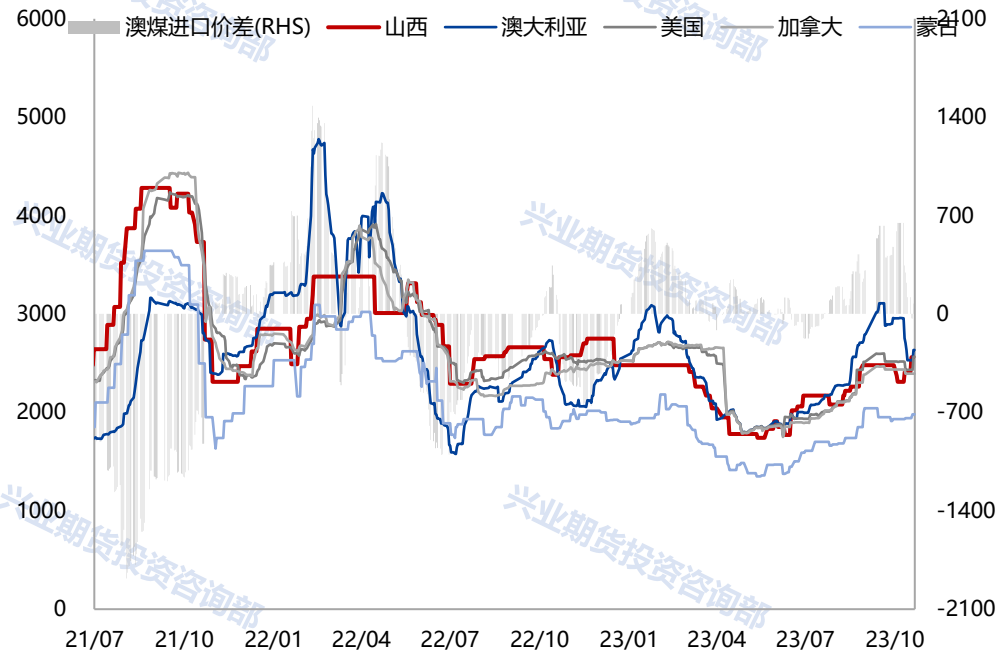
现实刚需存在企稳预期，原料冬储将陆续启动

03

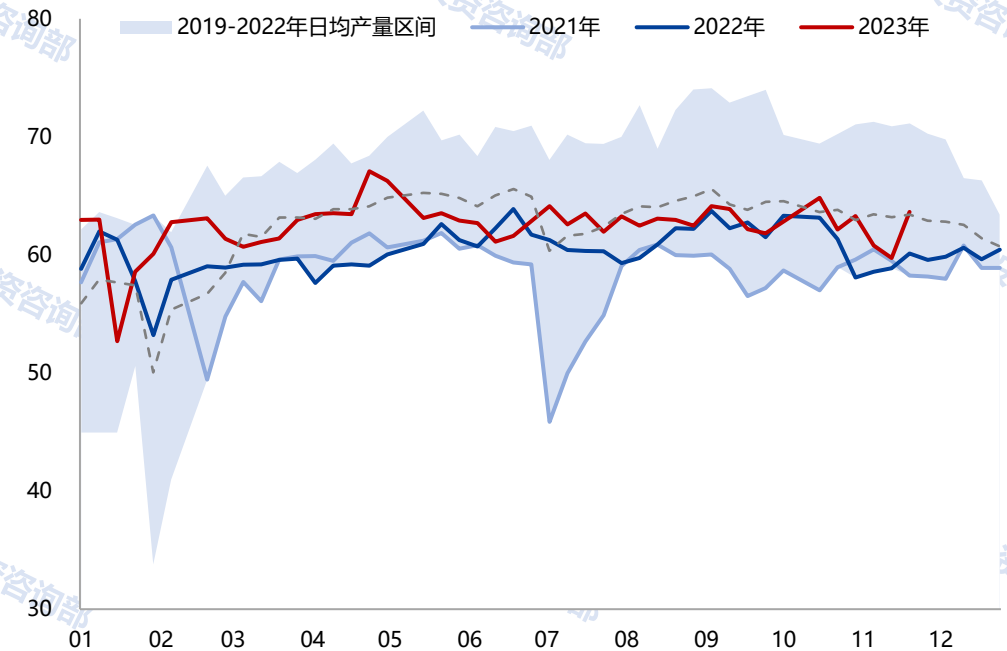
钢焦库存依然低位，现货市场表现乐观

供应方面，海外需求支撑不足导致澳洲硬焦煤价格回落，进口价差快速收窄，进口市场存在边际增量可能；但国内焦煤供应仍受限于煤矿安全检擦，吕梁事故导致当地矿井存在减产停产预期，坑口安监高压局面料继续升温，而临近年关原煤生产阻力增强，洗煤厂产能利用率亦有概率向电煤倾斜，焦煤供应端维持偏紧态势。

### 主要进口国代表焦煤贸易价格

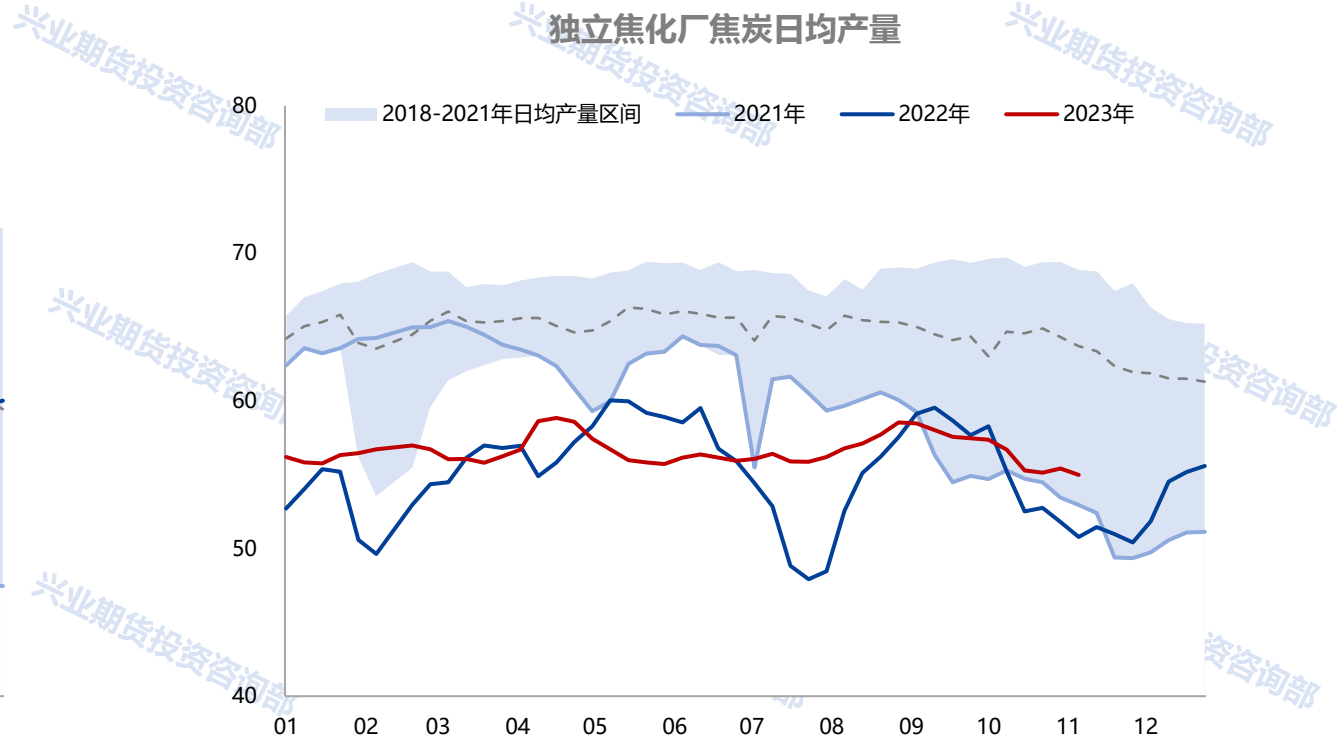
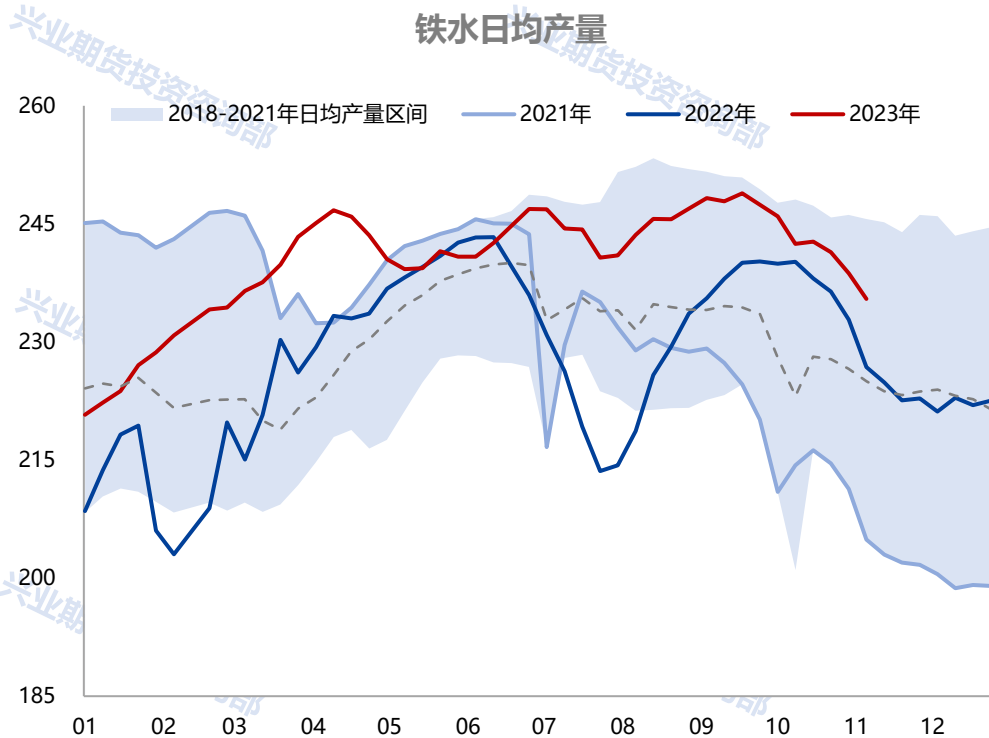


### 洗煤厂焦煤日均产量



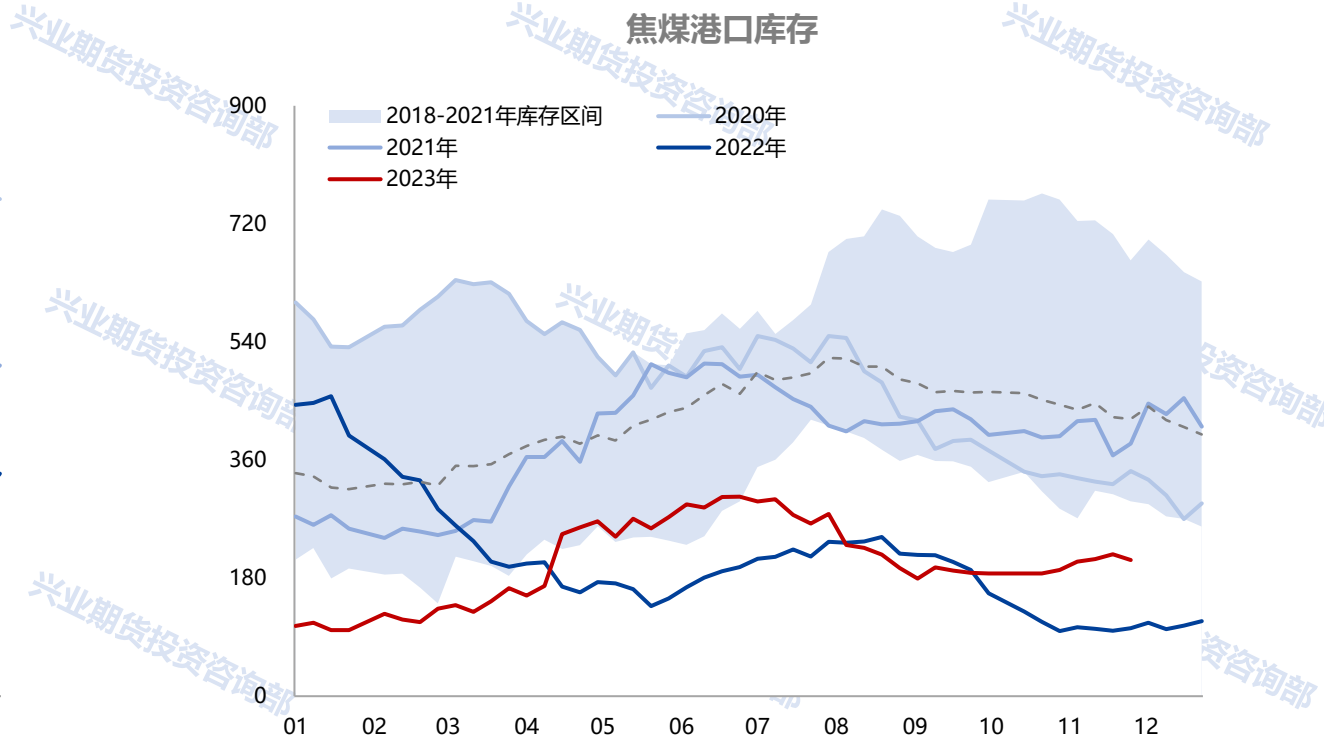
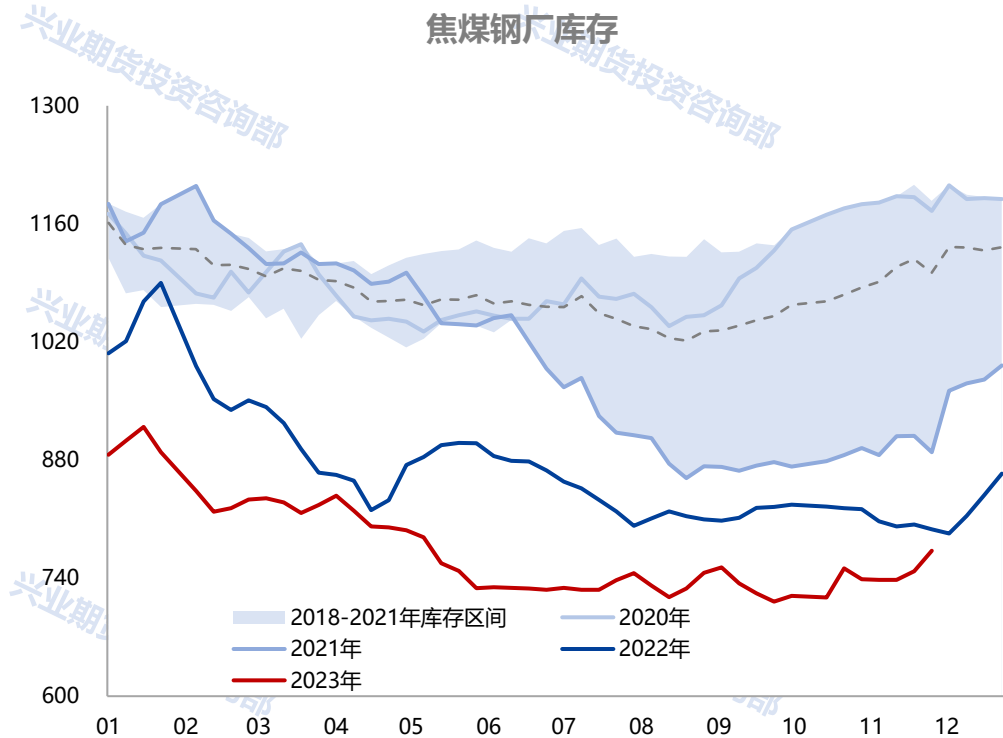


需求方面，铁水日产如期下降，但钢材价格回暖、钢厂盈利能力增强，生产积极性有所提升，且焦炭首轮提涨落地，北方环保管控因素减弱，产业链利润同步修复，需求兑现预期或将企稳；另外，原料冬储陆续开启，钢焦企业阶段性补库推升采购需求，焦煤坑口竞拍快速回暖。



库存方面，钢焦企业原料库存尚处同期低位，供应受限使得矿山库存未有显著增长，而港口焦煤贸易询价逐步增多，各环节低库存特性将提升原料补库强度及持续性。

综合来看，终端需求预期企稳，下游冬储将提振原料采购，而事故影响原煤生产，焦煤供应难有增量，供需结构依然偏紧，价格驱动上行概率更高。



# 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，成本端有一定支撑

03

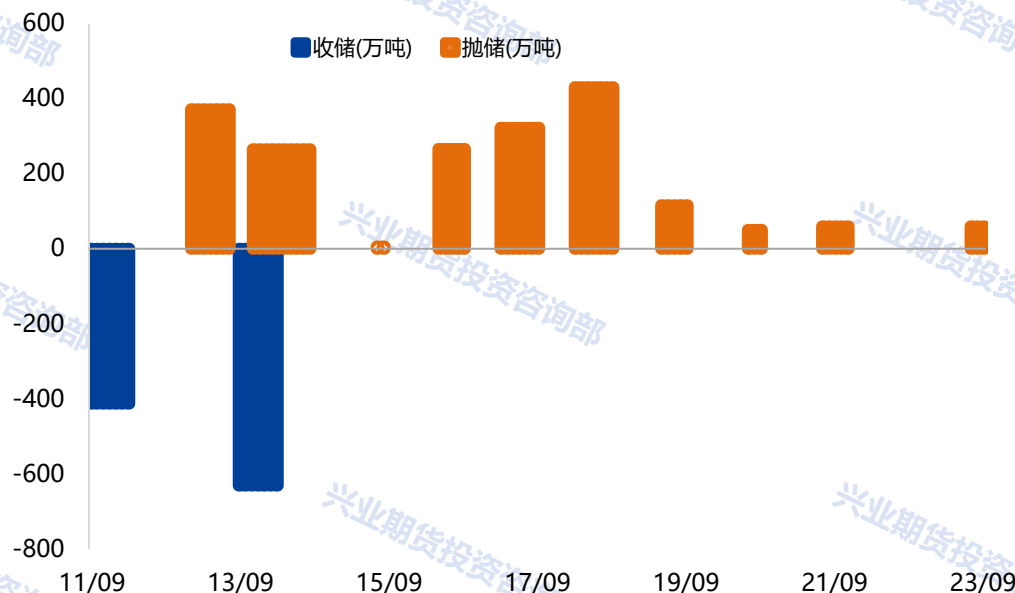
卖出看涨止盈，新增卖出看跌

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。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

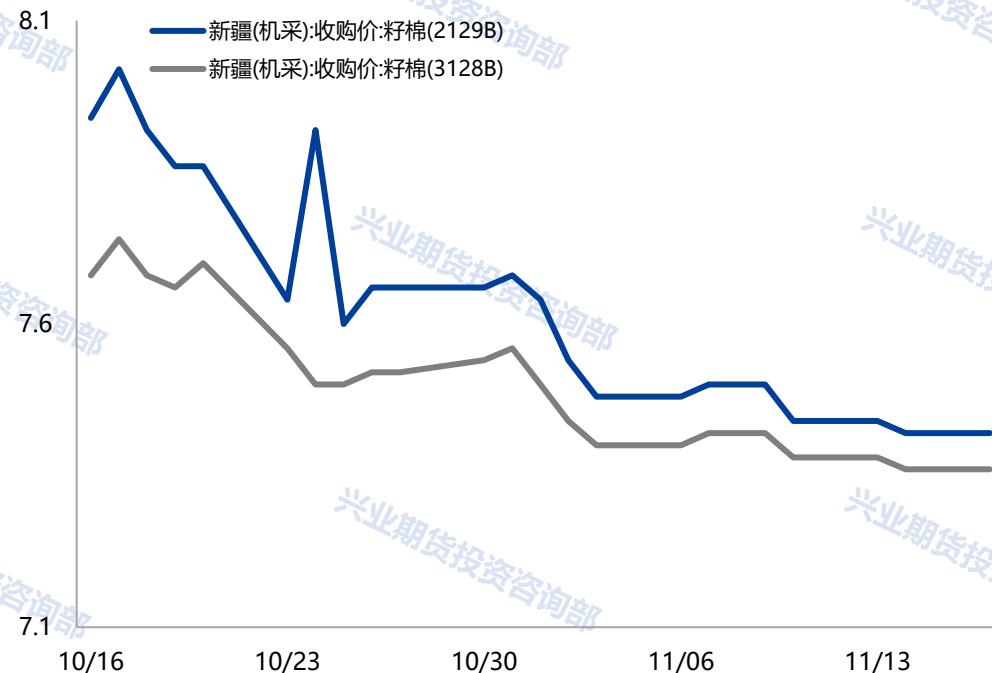


▣ 新年度新疆籽棉收购价格逐步趋稳，目前对应皮棉加工成本分别为北疆16445元/吨和南疆16432元/吨，成本端对棉价有一定支撑。

新疆机采籽棉收购对棉价有一定支撑 (11.17)

地州	县/市	平均价	地州	县/市	平均价
博州	博乐市	7.2	巴州	库尔勒市	7.3
	精河县	7.1		尉犁县	7.2
塔城地区	乌苏市	7.2	轮台县	7.1	
	沙湾县	7.15	阿克苏地区	阿克苏市	7.3
伊犁州	奎屯	7.3	库车市	7.2	
昌吉州	呼图壁县	7.3	沙雅县	7.2	
	玛纳斯县	7.3	新和县	7.2	
	昌吉市	7.3	阿瓦提县	7.15	
第四师			喀什地区	巴楚县	7.2
第五师		7.25	莎车县	7.15	
第六师		7.3	麦盖提县	7.2	
第七师		7.35	伽师县	7.25	
第八师		7.3	岳普湖县	7.21	
			第一师		7.15
			第二师		7.2
			第三师		7.25
<b>北疆：7.27</b>			<b>南疆：7.20</b>		

新年度新疆籽棉收购价格趋稳



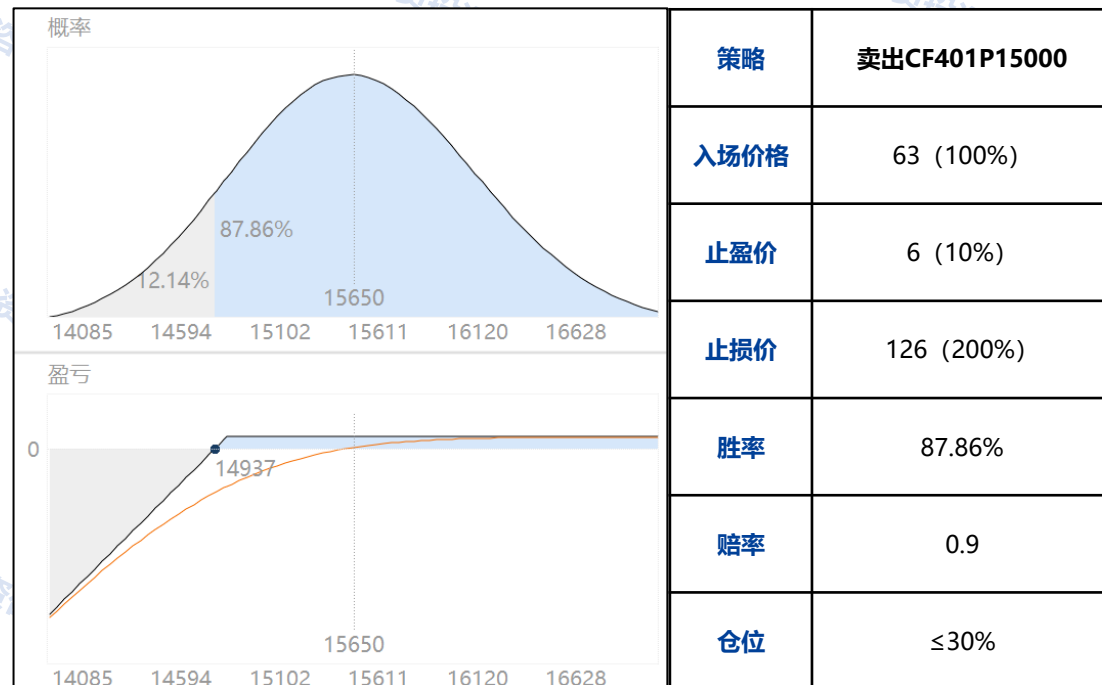
□ 上周波动率进一步下降，主力平值隐含波动率已经达到2020年至今的4.5%百分位水平。最新持仓量PCR显示看多，成交量PCR显示看空，不同行权价的成交量和隐含波动率结构都反映看多情绪。综上，期权市场主要指标显示中性偏多的情。

□ 考虑到棉花现货和期货价格可能反弹，建议卖出CF401C17000止盈离场，新增卖出看跌期权，行权价选择成交量最大的15000，由于波动率较低不利于卖出策略，因此建议仓位不宜过高。

期权主要指标 (截至11.17)

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.9	0.63	14.30%	15.80%
百分位	81.50%	30.40%	23%	4.50%
说明	看空情绪	看多情绪	波动率低	波动率极低

棉花卖出看跌期权交易参数 (截至11.17)





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](http://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