

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数-3.40%，创业板指-4.99%，上证50-4.01%，沪深300-4.17%，中证500-3.72%，中证1000-5.06%。两市日均成交额7719亿，较前一周-328亿/天。

企业盈利和宏观经济：9月中国企业经营状况指数（BCI指数）49.89，数值较8月份的48.98小幅回升，但仍低于50分界线，表明中小企业对经济前景偏悲观，边际小幅转好。9月PMI回升至50.2，站上荣枯线，经济企稳回升；9月CPI和PPI低于预期，9月M1增速2.1%较上月下降0.1%。

利率：中债十年期国债利率+1BP至2.70%，隔夜Shibor利率1.907%，宏观流动性偏紧。中美10年期利差-29BP至-223BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净卖出240亿；②上周美股指数标普500指数-2.39%，恒生指数-3.60%，AH比价146.68%；③上周重要股东二级市场净减持12亿；④证监会新发2家IPO，数量不变；⑤上周融资余额+43亿；⑥上周偏股型基金新成立份额15亿。总的来说，外资继续净卖出（-），股东减持额较低（平），融资额增加（平），IPO数量偏少（+），基金发行量下降（-），资金面偏空。

估值：市盈率（TTM）：上证50为9.74，沪深300为11.10，中证500为22.20，中证1000为36.02。

宏观消息面：

- 1、目前已有22地拟发行特殊再融资债券，总额超9400亿，债券集中发行可能导致流动性紧张，进而波及到股市。
- 2、央行行长潘功胜：进一步推动活跃资本市场、提振投资者信心的政策措施落落地地，不断激发市场活力。
- 3、美欧施压以色列推迟对加沙地面行动，为释放人质谈判争取时间。

交易逻辑：9月官方制造业PMI重回荣枯线上方，工业和消费数据超预期，社融总量超预期，出口增速降幅收窄，各项经济数据有企稳迹象，但CPI和PPI不及预期，M1增速继续回落。政治局会议定调当前经济运行面临新的困难挑战，提出要活跃资本市场。当前各部委已经开始逐步落实政治局会议的政策，汇金开始增持A股。当前指数跌破3000点重要关口，利好政策随时有可能出台，建议逢低积极做多。

期指交易策略：逢低增仓做多IF。

### 国债

主要经济数据：1、国家统计局10月18日发布2023年前三季度国民经济运行情况。初步核算，前三季度国内生产总值913027亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%，三季度增长4.9%。从环比看，三季度国内生产总值增长1.3%；2、国家统计局：1-9月全国固定资产投资375035亿元，同比增长3.1%，其中房地产开发投资增长-9.1%，基建投资增长8.64%；3、9月份规模以上工业增加值同比实际增长4.5%。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长0.36%。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长4.0%；4、9月份社会消费品零售总额

39826 亿元，同比增长 5.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 35443 亿元，增长 5.9%。1-9 月份，社会消费品零售总额 342107 亿元，同比增长 6.8%，其中，除汽车以外的消费品零售额 307270 亿元，增长 7.0%；5、乘联会数据显示，10 月 1-15 日，乘用车市场零售 79.6 万辆，同比去年同期增长 23%，较上月同期增长 14%。10 月 1-15 日，新能源车市场零售 29.4 万辆，同比去年同期增长 42%，较上月同期增长 8%；6、美国 9 月零售销售月率 0.7%，预期 0.30%，前值 0.60%。总体来说，国内多数经济数据在企稳好转，但房地产仍是经济复苏的主要拖累项。海外方面，近期美国主要经济数据表现好于预期，通胀数据总体符合预期，欧洲经济表现相对较差。

流动性：1、10 月 6 日以来，全国已有 20 省市合计披露超 9000 亿元特殊再融资债发行计划；2、上周央行逆回购净投放 14540 亿，到期 6660 亿，回笼 7880 亿；MLF 净投放 2890 亿；3、截止到 10 月 18 日，美联储资产 79331.62 亿美元，本周减少 188.92 亿美元。随着地方特殊再融资债券的大量发行，加之月末效应的到来，预计未来一段时间流动性将持续偏紧。

利率：最新中国十年期国债收益率 2.72%，10Y 美债收益率 4.93%，近期较强的经济数据及油价反弹令美债收益率上周再次反弹创新高。

小结：近期主要经济数据有所企稳，工业、消费及三季度 GDP 等数据表现好于预期。但房地产数据在各地利好政策发布后，表现仍不尽人意，仍是当下国内经济复苏的最大拖累项。近期国债价格的回落主要是流动性偏紧带来的利率反弹，策略上看震荡为主。

## 贵金属

行情总结：沪金涨 4.78%，报 476.68 元/克，沪银涨 2.05%，报 5831.00 元/千克；COMEX 金涨 2.43%，报 1993.10 美元/盎司，COMEX 银涨 2.77%，报 23.53 美元/盎司；10 年期美债收益率涨 6.48%，报 4.93%；美元指数跌 0.49%，报 106.16；海外权益市场方面，道琼斯指数跌 1.61%，报 33127.28；纳斯达克指数跌 3.16%，报 12983.81；伦敦富时 100 指数跌 2.60%，报 7402.14；东京日经 225 指数跌 3.27%，报 31259.36；显示市场恐慌情绪的 VIX 指数涨 12.37%，报 21.71。

国际局势：巴以冲突持续，伊拉克什叶派民兵武装宣布打击美国在伊拉克的军事基地，美军驻中东的多个军事基地遭到袭击。美国国防部发言人表示：美国驱逐舰击落了来自也门的巡航导弹以及无人机。美国总统拜登呼吁美国国会拨款以支持以色列和乌克兰，拜登表示它们对美国的国家安全至关重要。以色列总理内塔尼亚胡视察加沙地带附近的前线作战区域，对士兵表示“以色列终将取得胜利”。

经济数据：美国 9 月零售销售环比值为 0.7%，预期为 0.30%，前值 0.60%。美国 9 月核心零售销售环比值 0.6%，预期为 0.20%，前值 0.60%。零售销售占美国经济较大比重，其能较强的影响市场对于后续美国经济以及联储货币政策的预期，本次零售数据显示美国经济消费端偏强，居民超额储蓄尚未耗尽。

美国新屋开工和营建许可数据偏强，美国 9 月营建许可数为 147.3 万户，高于预期的 145.3 万户。美国 9 月新屋开工为 135.8 万户，虽低于预期，但高于前值的 126.9 万户。高利率环境下，美国房地产市场仍具韧性。

美联储主席鲍威尔表示，美联储正在谨慎地推行加息政策，经济的强劲给支持加息带来了额外证据。美

国通胀依然高于联储政策目标，可能需要经济条件地放缓来拉低通胀。鲍威尔表态总体偏鹰派，但其表达了美国劳动力市场降温的观点，鲍威尔讲话后利率期货降低了后续进一步加息的定价，美元指数走弱，贵金属价格有所上行。

流动性水平：联储资产负债表方面，本周财政部一般账户余额增加幅度较大，TGA 账户增加 1281 亿美元至 8411 亿美元，银行存款准备金规模下降 654 亿美元，逆回购协议余额减少 808 亿美元，总体流动性水平有所收紧。

行情回顾：在九月下旬这一时间点，美联储所发布的对后续经济的预期以及点阵图向市场传递出紧缩货币政策将会维持更长时间的信号，十年期美债收益率快速上升，内外盘贵金属价格承压。但在十月份以来，联储官员表态偏鸽派，淡化持续加息的必要性，美国十年期国债收益率在 9 月非农就业数据发布后出现短线先升后降的走势，表明市场对于联储后续紧缩货币政策的预期有所减弱，叠加国际冲突的升级，贵金属价格短期迎来一定的反弹走势。

行情展望：巴以冲突对于贵金属价格的影响体现在风险事件对于黄金避险价值的提升，相较于白银，黄金是更好的多头标的。目前巴以冲突所带来的避险情绪已经较强的体现在内外盘黄金的价格上涨中，需要注意当风险事件的预期完全被市场所吸收之时，会造成贵金属价格出现较大的回调风险，需要持续关注国际局势的边际变化情况。

COMEX 黄金策略上建议本轮反弹（10 月 6 号开始）上行企稳后逢低寻找做多机会，重点关注北京时间 11 月 2 日联储议息会议中鲍威尔的表态、叠加 11 月 3 日发布的 10 月非农就业数据。沪金主连参考运行区间为 470-485 元/克，沪银主连参考运行区间为 5730-6008 元/千克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价冲高回落，伦铜微升 0.03%至 7940 美元/吨，沪铜主力收至 66230 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存增加 1.2 万吨，其中上期所库存增加 0.1 至 5.8 万吨，LME 库存增加 1.1 至 19.2 万吨，COMEX 库存微降至 2.2 万吨。上海保税区库存减少 0.4 万吨，上周国内现货进口窗口维持开启状态，洋山铜溢价继续抬升，进口清关需求仍强。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水微缩至 68.7 美元/吨，注销仓单比例提升，中国上海地区基差反弹，周五报升水 65 元/吨，期货月间价差小幅扩大。废铜方面，上周国内精废价差小幅扩大至 250 元/吨，废铜替代优势仍低。需求方面，根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率环比提升 2.7 个百分点，需求延续边际改善。

价格层面，当前国内经济总体仍偏弱，但经济支持政策陆续落地使得情绪面相对中性；海外债券收益率维持高位，权益市场存在走弱风险，情绪面偏弱。产业上看国内废铜供应维持偏紧，短期消费改善引起供需关系好转，不过仍要关注需求持续性，由于宏观情绪偏弱，铜价上方仍有压制。本周沪铜主力合约运行参考：65000-67500 元/吨。

## 铝

◆供应端：9月份（30天）国内电解铝产量352.3万吨，同比增长5.5%。9月份国内电解铝日均产量环比增长554吨至11.74万吨左右。1-9月份国内电解铝累计产量达3082.2万吨，同比增长3.13%。9月份国内铝棒等铝水下游开工整体持稳，部分铝厂合金化比例仍出现上调的情况，国内铝水比例环比增长0.4个百分点，同比增长4.9个百分点至73.2%左右。根据SMM铝水比例数据测算，9月份国内电解铝铸锭量同比减少10.9%，1-9月份国内铸锭总量约为912万吨，同比下降12%。

◆库存：据Mysteel统计，10-19，铝锭去库1.2万吨至59万吨，铝棒去库0.2万吨至12.3万吨。

◆进出口：据中国海关总署，2023年9月中国共进口铝土矿1002.41万吨，环比减少13.84%，同比增加22.04%。2023年1-9月，中国共进口铝土矿10672万吨，同比增加13%。中国出口未锻轧铝及铝材47.12万吨；1-9月累计出口425.68万吨，同比下降18.0%。原铝进口200767.7吨，出口7051吨，净进口193716.7吨，同比增加208.7%。

◆需求端：9月份，中国汽车产销分别达到285万辆和285.8万辆，环比均增长10.7%，同比分别增长6.6%和9.5%，产销量均创历史同期新高。1月份至9月份，中国汽车产销累计完成2107.5万辆和2106.9万辆，同比分别增长7.3%和8.2%。

◆小结：美联储主席鲍威尔表示，美联储正在谨慎地推行加息政策，经济的强劲给支持加息带来了额外证据。美国通胀依然高于联储政策目标，可能需要经济条件地放缓来拉低通胀。在9月进口铝锭持续增长的情况下，国内铝锭库存依旧维持低位，旺季强势消费支撑铝价。短期内预计铝价震荡行情将延续，更多关注盘面结构变化以及内外比价变化带来的交易机会。国内主力合约参考运行区间：18500元-20000元。海外参考运行区间：2150美元-2400美元。

## 锌

上周锌价延续下滑，伦锌收跌0.33%至2438.5美元/吨，总持仓20.71万手。沪锌主力收跌1.48%至20900元/吨，总持仓17.20万手。库存方面，LME库存减少0.87万吨至7.81万吨。SHFE库存小计减少0.41万吨至3.72万吨，其中期货库存0.83万吨。根据SMM数据，下游工厂原料库存增加605吨至2.66万吨。社会库存增加0.25万吨至10.25万吨。交易所库存有所下滑。供给端，国产锌精矿加工费4900元/金属吨，进口锌精矿加工费105美元/干吨。锌精矿港口库存减少0.1万吨至36.5万吨。矿端偏紧然冶炼厂锌锭供应充裕叠加进口窗口持续开启，供应端延续宽松。需求端，本周镀锌开工率下降2.29点至62.06%，压铸锌合金开工率上升0.49点至50.12%，氧化锌开工率上升0.2点至61.40%，上周环保限产下镀锌开工下滑需求不及预期。终端消费层面亦无较大改善。总体来看，供应端短期宽松，消费端无较大增量，关注后续下游企业开工情况，短期波动向下。运行区间参考：20550-21400。

## 铅

上周铅价止跌回调，伦铅收涨1.93%至2090.5美元/吨，总持仓13.15万手。沪铅主力收涨1.36%至16440元/吨，总持仓12.93万手。再生成本支撑下铅价止跌企稳，然持仓量持续下行。库存方面，LME库存增

加 1.95 万吨至 11.07 万吨。SHFE 库存小计减少 1.6 万吨至 6.12 万吨，其中期货库存 5.81 万吨。根据 SMM 数据，铅锭工厂库存增加 0.39 万吨至 2.08 万吨。社会库存减少 1.35 万吨至 6.7 万吨。国内库存存在交仓后显著下行。供给端，原生铅方面，国产铅精矿加工费 950 元/金属吨，进口铅精矿加工费 45 美元/干吨，原生铅开工率 56.44%，原生铅供应维稳。再生铅方面，废电动车电池均价 9875，再生铅厂原料库存减少 0.72 万吨至 18.18 万吨，再生铅开工率 40.88%，再生铅供应紧张情况有所缓解。需求端，本周铅酸蓄电池开工率为 71.83%，虽然两轮车换电池传统旺季结束，但是汽车起动电池传统旺季开始，下游需求边际向好，关注下游后续开工去库状况。总体来看，上期所交仓后去库明显，下游起动电池板块传统旺季来临，再生原料紧缺稍有缓解，关注下游开工去库情况，短期波动为主。运行区间参考：16050-16800。

## 镍

LME 镍三月合约周内涨 0.32%，周五收盘 18640 美元。周五 SMM 现货价报 150700~155200 元/吨，均价较前日涨 1250 元。俄镍现货对 10 合约贴水 150 元，金川镍现货升水跌 400 元报 3900 元/吨。

国内新增电解镍产线持续爬坡，9 月国内电解镍产量为 24170 吨，环比增 6.6%，同比增 56.4%。9 月国内镍铁产量 3.21 万吨，跌 4.7%，环比减 3.0%。SHFE+LME+保税区显性镍库存环比累库至 5.72 万吨，较上周 LME 去库 319 吨。国内本周去库 605 吨，其中保税区减 600 吨。9 月精炼镍进口降至 0.55 万吨。9 月镍铁进口量 8 月历史高点后回落至 84.96 万实物吨。镍矿进口环比增长企稳至 597 万湿吨。不锈钢 9 月产量环比回落 3.1%，上周佛山+无锡小幅去库，仍处在高位，旺季消费增长不显著。

印尼和国内镍铁产量增长放缓，镍铁供应压力增大，10 月进口延续下降概率大。不锈钢消费不及预期，钢厂排产和产量环比下降，镍铁价高位回落。短期关注国内经济政策和海外资源国产业政策等因素对弱产业链基本面上不锈钢价格支撑。9 月国内三元电池装机市场份额增长，但 10 月前驱体排产情况较差，硫酸镍上行承压。未来关注印尼新建产能释放情况，以及终端需求对硫酸镍供需边际支撑的持续性。10 月镍排产数据环比继续增长，国内精炼镍整体供应过剩压力持续。预计沪镍主力合约震荡偏弱走势，运行区间参考 140000~160000 元/吨。

## 锡

◆供给端：据 Mysteel 调研国内 20 家锡冶炼厂（涉及精锡产能 31 万吨，总产能覆盖率 97%）结果显示，2023 年 9 月精锡产量为 14995 吨，环比增加 46.36%，同比减少 4.19%，2023 年 1-9 月国内精锡产量累计 117966 吨，累计同比增加 0.47%。

◆进出口：9 月份国内锡矿进口量为 7263 吨，环比-73.16%，同比-55%，1-9 月累计进口量为 17.93 万吨，累计同比-2.81%；9 月份国内锡锭进口量为 2924 吨，环比 24%，同比 1%，1-8 月累计净进口量为 1.07 万吨，累计同比 28.48%。印尼 9 月精炼锡产品出口同比下降 16.7%，至 5,834.54 吨，2023 年 1-9 月累计出口 49725 吨，同比下降 14.53%。

◆需求端：9月华为Mate60系列手机、苹果iPhone15 Pro系列手机、问界新M7等诸多终端新品销售持续火爆，虽然半导体产业链各环节公司业绩Q3或继续分化，但半导体月度销售额连续6环比提升，行业景气周期整体有望逐步触底回暖。

◆小结：印尼Kejagung总检察院周二（2023年10月17日）宣布对PT Timah Tbk涉嫌腐败行为的案件进行调查。PT Timah冶炼厂月产能为3500吨锡，但目前尚未充分利用，此行动是否会影响生产线还是未知，需继续跟踪。国内锡矿供应受缅甸禁矿影响大幅度下跌，后续需密切关注缅甸选厂恢复生产后国内锡矿供应情况。受进口大增影响，国内本周锡锭社会库存再度上涨，高位的库存也对锡价形成一定压制。在国内短期预计锡价宽幅震荡运行，内强外弱结构延续，关注10月旺季库存去化带来的结构性交易机会，国内主力合约参考运行区间：200000元-250000元。海外伦锡参考运行区间：23000美元-27000美元。

## 碳酸锂

碳酸锂现货止跌小幅反弹后，周五再次下跌，10月20日SMM电池级碳酸锂报价167000-178000元，周内涨2000元，涨幅1.17%。碳酸锂期货主力合约LC2401周五收盘价151950元，周内大跌10.75%，主力合约与现货贴水20550元（前值250元）。

供给端：SMM统计数据显示，本周碳酸锂产量结束连续9周下滑，报8430吨，环比上周增2.2%。预计10月产量环比9月降6-8%，减量低于节前预期。9月我国进口锂精矿49.97万吨，环比增118.9%，同比增104.6%。1-9月累计进口302.8万吨，同比增53.9%。9月碳酸锂进口13656吨，环比增25.6%，同比增9.02%。1-9月累计进口11.06万吨，同比增5.8%。中资背景的非洲锂矿和阿根廷盐湖碳酸锂进口量增长显著，未来将持续增长。

需求端：据中汽协数据，9月国内新能源汽车产销分别完成87.9万辆和90.4万辆，环比分别增长4.3%和6.8%，同比分别增长16.1%和27.7%。2023年1-9月，新能源汽车产销分别完成631.3万辆和627.8万辆，同比分别增长33.7%和37.5%。据动力电池创新联盟，9月我国动力和储能电池合计产量为77.4GWh，环比增长5.6%，同比增长37.4%。1-9月，我国动力和储能电池合计累计产量为533.7GWh，产量累计同比增长44.9%。新能源汽车和电池数据较市场预期乐观。乘联会数据，10月1-15日，新能源车市场零售29.4万辆，同比去年同期增长42%，较上月同期增长8%。10月正极材料排产环比减少，传统上正极材料11月需求将进一步走低。

库存：SMM口径本周总库存58855吨，周内下降943吨，其中冶炼厂累库828吨，下游及贸易商去库1771吨。

成本端：矿端价格下跌趋势增强，外购矿冶炼厂当前利润水平仍低，现货价反弹和“来料加工”订单增多，减停产冶炼厂可能调用闲置产能。

总结：高成本冶炼厂减产对锂价形成支撑，上游惜售挺价。下游对未来锂供应增长乐观，当前锂价下多

持观望。上下游分歧显著，交投以长协为主，零单成交有限，多为中小材料厂刚需补货。短期关注锂盐厂实际减产强度，四季度进口锂精矿长协价格走向，非洲和新疆锂矿释放，碳酸锂库存变化，以及电动汽车消费利好。周内国内电池级碳酸锂现货均价参考运行区间 160000-180000 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。利润维持低位，在需求缺乏支撑的情况下钢厂议价权较低，因此可能会在未来一段区间内继续维持低毛利运行。

供应：螺纹钢上周产量 256 万吨，环比下降 3.5 万吨；热轧卷板上周产量 309 万吨，环比下降 7.5 万吨。本周日均铁水产量下降 3.5 万吨，至 242 万吨，是铁水供应自 8 月以来最大的单周降幅（实际多数时间仍在上升）。铁水供应的加速下降符合我们此前报告中的预期，我们认为进入四季度后钢厂的减产是将盘面行情拖入负反馈逻辑的重要驱动。因此假如铁水在未来 3-4 周区间能如我们判断的出现持续的趋势性下降，在成本坍塌下负反馈将持续发展。预期热卷供应将在未来 1-2 周持续下降，而螺纹钢供应继续衰减的弹性则相对较弱。

需求：螺纹钢上周表需 300 万吨，环比上升 31 万吨；热轧卷板上周表需 318 万吨，环比上升 3 万吨。我们认为螺纹表需的波动主要与季节性相关，整体上不论螺纹或热卷消费目前均处于历史同期较差的水平。周中公布的经济数据显示三季度经济表现相对良好，因此我们判断四季度难以出现超预期或额外的政策支持。此外，我国出口贸易顺差增速在近月来持续下降，直至 9 月跌入负值（四季度贸易顺差可能难以回暖）。最后则是北方入冬后预计经济活动逐渐收缩，螺纹钢进入用钢淡季。综上，我们判断钢材消费在四季度或“中规中矩”，难以出现超出预期的改善。换句话说，钢材需求端难以构成对负反馈逻辑的证伪。库存：目前市场逻辑并不聚焦于库存，但随产量下降库存逻辑可能会再度上线。

小结：我们认为钢材节前的下跌所反映的是旺季需求难以兑现的弱现实，而负反馈逻辑则并未完成贴现。主要原因是钢厂利润并未出现显著的回升，相反在钢材盘面价格下跌的同时利润下降。但上周铁水大幅下降引动的铁矿石价格下跌，则可能是负反馈逻辑的起始。因此假如逻辑链条通畅，我们预期在接下来的 1-2 周区间观察到：11) 钢厂利润的回升；22) 铁水以及钢材产量的持续下滑；33) 钢材价格盘面下跌。这三点本质上是负反馈逻辑所造成的结果，因此可以被用来反向印证逻辑。整体而言，随着我们此前报告中提出的弱现实、负反馈链条逐步被印证，钢材盘面价格也进入趋势性的下跌区间。我们认为负反馈逻辑在本周刚被盘面价格所印证，但还未被完全贴现。因此钢材价格可能在未来 1-2 周区间维持偏弱偏空运行。

风险：铁水产量难以受控、炉料供应意外骤减等

## 锰硅硅铁

锰硅：

据钢联数据显示，近期我们密切关注的钢厂盈利率水平已经持续回落至本周的 19.04%，已经低于上次“负反馈”发生时 20%附近水平。对此，我们认为“负反馈”的压力在持续增大。同时，我们也观察到本周铁水产量环比出现较明显回落，环比-3.51 万吨，虽然绝对值仍处于 240 万吨以上高位。对于节后的行情，对于整个黑色系而言，我们一直认为关注的核心因素在于铁水的走向，显然当前盘面也正如我们预期的，在对该因素进行反应，原材料价格本周均有所回落，而其中基本面相对最差的铁合金已经领先于铁矿、双焦大幅回落。其中，锰硅自身不断累积的供求劈叉（不断走高的供给与持续低迷的需求之间的矛盾）无疑在这期间加大了价格的回调压力。

对于后续的行情，我们认为价格的弱势并未完全体现完毕，盘面仍将延续弱势。随着价格快速的回落，悲观的预期可能已经大部分体现在盘面之中，但这并不意味着建议左侧进行“抄底”操作，一则站在客观层面，价格走势并未摆脱下行趋势；二则，“负反馈”情绪仍在酝酿之中，尚未得到证实并充分演绎；此外，商品氛围依旧偏悲观。因此，我们建议当前位置暂且观望，等待悲观情绪充分的释放。

硅铁：

钢厂盈利率持续走低至 19.04%，同时铁水产量本周出现较明显回落，环比-3.51 万吨，虽然仍处于 240 万吨以上高位水平。我们认为这意味着“负反馈”的压力在持续增大，这也是当前黑色系整体行情的关键因素所在。除此之外，煤炭端价格存在下行压力（详见公众号专题《焦煤：秋风萧瑟天气凉》），催生成本区间的下移预期。在这样的背景下，节后硅铁出现连续的大幅回落，回调幅度接近 8%或 600 元/吨。

就当前盘面价格来看，价格尚未摆脱弱势，但当下的价格水平之上，我们认为悲观的预期可能被盘面提前反应，至少时大部分。这并不意味着我们建议提前进行左侧的布局反弹行情，主要基于当前：1）“负反馈”尚未发生，情绪未充分释放；2）商品氛围处于偏空环境，不利于价格的反弹；3）客观角度，盘面走势仍未摆脱下跌趋势。但我们可以看到：1）期现基差在下跌过程中被大幅拉大；2）供应端出现回落迹象，且产区利润显著恶化；3）同时，盘面价格向下已经打至前期低点附近水平，向下的空间暂时有限。这些因素组成后期，盘面情绪释放充分、商品氛围转好后的反弹基础，但不是当下。因此，在当前的阶段，我们建议盘面暂时观望为主，等待盘面的盘整。

## 工业硅

本周，工业硅盘面价格维持震荡，从客观走势角度，日线级别盘面仍处于回调周期之中，但周线角度，价格仍处于上升周期之中，酝酿上攻的平台底部。

基本面角度，本周工业硅产量环比继续上升，周产再创新高，其中新疆、四川、云南地区均有所增长，供给仍给予价格持续的压力。相比之下，多晶硅本周产量同样继续回升，在利润以及持续释放的产能支撑下周产再度创下新高，但幅度有所减弱。我们仍将其视为工业硅下游需求未来的主要支撑方向。大幅投放的产能以及价格、生产利润的企稳回升构成了我们认为多晶硅将继续释放工业硅需求支撑力度的重要落脚点。但有机硅在库存累积以及持续亏损拖累下，产量释放依旧受限。

虽然多晶硅需求持续助力，但随着前期下游补库需求的减弱，供应压力提升、库存累积以及需求端有机

硅及铝合金需求未如预期释放带来近期硅价的持续疲弱。此外，11月份仓单集中注销后，无法重新注册的大量仓单库存如何消化，以及将对市场现货价格的冲击是我们目前担忧的一个问题，这或使得11月份硅价或持续存在压力。

但往后期看，从枯水期供应的减量预期、需求未来的释放预期以及成本估值角度（我们认为枯水期的成本中枢将上抬至15500元/吨至16000元/吨区间附近，这意味着当前的盘面价格仍处于一个相对低估的水平），我们对枯水期合约的价格并不看衰，且认为依旧存在反弹的机会。但考虑当前商品的回调氛围，11月份预计面临的现货压力等因素，暂时不建议进行左侧布局交易，建议等待盘面盘整后的右侧机会。

## 能源化工类

### 橡胶

橡胶回落。价格偏高，宜谨慎。

23年国庆假期后走势偏强。或因为泰国天气和国内需求预期转好有关。但泰国天气利多预期将减弱。

#### 现货

上个交易日下午16:00-18:00 现货市场复合胶报价12200（0）元。

标胶现货1480（0）美元。

#### 操作建议：

RU2311升水不合理。

基本面没有大的矛盾。长期看难以支持升水长时间维持，短期看市场做多热情衰退。

基本面没有大的矛盾。长期看难以支持升水长时间维持，短期看市场做多热情回落。建议买NR主力抛RU2409继续推荐。

#### 1) 重卡数据有恢复。

2023年9月，国内重卡销售8.6万辆，环比增长2成，同比增长超6成，实现“8连涨”，2023年9月，货车销售32.6万辆，同比增长36.5%；1~9月累计销售259.2万辆，累计增长17.8%。其中，9月，重卡销售8.6万辆，同比增长65.6%；1~9月累计销售70.7万辆，累计增长35.1%。

#### 2) 轮胎出口后期预期转差。

数据显示，中国轮胎产销量及出口景气度较好，有所下滑。8月，中国橡胶轮胎出口总量，为80万吨，同比增长19%，环比减少1万吨；

出口金额约为141.16亿元，同比增长18.8%。其中，新的充气橡胶轮胎出口量，为77万吨，同比增长19.5%，环比减少1万吨；出口金额为136.29亿元，同比增长19.7%。

按条数计算，8月新的充气橡胶轮胎出口量，为5466万条，同比增长13.6%，环比减少223万条。

1-8月，中国橡胶轮胎累计出口量，为589万吨，同比增长13.3%；出口金额为1035.13亿元，同比增长18%。其中，新的充气橡胶轮胎累计出口570万吨，同比增长13.8%；出口金额为997亿元，同比增长18.7%。按条数计算，前8月，中国累计出口新的充气橡胶轮胎41147万条，同比增长7.4%。

### 3) 轮胎厂开工率后期预期中性

需求方面，需求方面，截至2023年10月20日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为64.82%，较上周走高0.92个百分点，较去年同期走高13.03个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为72.93%，较上周小幅提升0.14个百分点，较去年同期走高7.87个百分点。轮胎库存有增，出口订单好；配套需求正常。

### 4) 库存中性偏弱

截至2023年10月20日，上期所天然橡胶库存246145（2395）吨，仓单225180（5790）吨。20号胶库存76104（3326）吨，仓单73383（2319）吨。

### 5) ANRPC产量累计同比增加1.6%。

2023年08月，橡胶产量1171.5千吨，同比4.84%，环比9.08%，累计7424千吨，累计同比1.60%。

2023年08月，橡胶出口902.9千吨，同比-3.04%，环比0.40%，累计6743千吨，累计同比-1.78%。

2023年08月，橡胶消费899千吨，同比4.94%，环比0.72%，累计6982千吨，累计同比4.40%。

2023年08月，中国消费量569千吨，同比12.07%，环比1.61%，累计4390千吨，累计同比12.51%。

## 甲醇

短期供应有所收缩，但装置多数短停为主，供应仍维持在高位水平，煤炭高位走弱，企业利润小幅改善仍旧偏低。进口端10月小幅回落但11月预期仍偏高。需求端当前烯烃仍维持高位开工，警惕意外停车带来的需求走低风险，传统需求整体开始回落。库存方面，在国内高产量以及进口高位下港口去库难度加大，预计港口库存将维持在高位水平。总体来看，当前需求仍较好，但盘面绝对价格水平仍不低且供需难有明显改善，短期将逐步承压。建议观望为主，冲高不追，若盘面有深度回调可以考虑作为板块内多配品种。

## 尿素

盘面连续大幅上涨，当前市场焦点集中在出口端，9月出口119万吨，超出市场预期，最新印标价格折算下来也明显高位国内现货出厂价，短期现货仍有冲高动力。总体来看，消息发酵带动下游拿货增加，企业库存压力小，生产端日产仍相对高位，但部分装置停车计划陆续落地，多数集中在11月份，因此后续新装置叠加四季度限产，日产预计维持在相对高位，但继续上冲空间也相对有限。需求端当前最主要的驱动还是市场对于出口政策的放松预期以及后续潜在的淡储需求。策略方面，短期现货与盘面仍有冲高动力，但当前绝对价格已不低，盘面冲高不追，若后续出现深度回调仍可关注逢低作为板块内多配品种。另外关注出口政策的变动，若出口受限，当前高位的日产将导致国内供应仍呈过剩格局。

## 苯乙烯

苯乙烯港口及厂库均去库，自身负荷维持回落。下游负荷节后回升，基本面数据偏好。纯苯端，下游开工复产兑现，负荷回升，然港口补充有限，提货回升带动纯苯港口库存持续去化。目前10月纯苯外盘小幅倒挂，港口纯苯仍是偏强格局。原油强势，苯乙烯下端成本支撑较强，然高价不利于下游提货，预计盘面区间震荡，建议单边观望，月间逢高反套。

## PVC

PVC开工维持高位，10月计划检修兑现，本周开工小幅回落，后续检修偏少，预计开工仍将维持较高。厂库库存小幅去库。价格先跌后涨，FOB天津同步下移后，出口小幅回升，下游开工维持。台塑报价下调100美金/元，成交回升。成本端，电石开工维持高位，利润大幅亏损，后期有减产可能，然目前边际装置氯碱综合来看，仍有利润。预计PVC震荡偏弱。

## 农产品类

### 生猪

现货端：局地二育入场，叠加上游惜售压栏，上周国内猪价反弹后回落，需求偏弱以及猪病多发令上方压力仍大，具体看河南均价周涨0.3元至15.4元/公斤，四川均价周持平于15.8元/公斤；供应端，10月理论和计划出栏仍偏大，规模场计划进度完成一般，局部猪病有所增多，叠加母猪淘汰情绪升温，整体供应压力有增无减，需求环比有所增加，但整体没有大的亮点，供大于求背景下预计现货表现依旧偏弱，局部有加速走低迹象。

供应端：供应端呈现结构性分化。长期看，一方面从母猪推，当前至今年10月份供应仍呈增加态势，但如果考虑冬季疫情缓解带来的存活率上升，以及去年以来整体产能去化幅度不够，下半年整体供应增势或持续至年底，基础供应压力仍大；另一方面前期行业过于悲观，将降体重执行到底，叠加疫病的影响，当前市场的显著特征就是大猪紧缺，标肥差提前倒挂，考虑肥猪对标猪的指引和分流作用，又将在阶段性受情绪影响助推现货投机，其结果就是涨价前置，压力后移。短期来看，当前屠量绝对水平和环比水平偏高，而体重小幅增加，价格偏弱，表明供应端仍存小幅积压的情况。

需求端：上半年需求同比有恢复，但明显不及市场预期；下半年考虑两个，一个是存在季节性转好的空间，另外宏观转暖对消费有刺激，但考虑替代品普遍跌价，仍不宜过分乐观。

小结：基础供应压力仍大，标猪充斥市场，二育入场增多但拉涨作用微弱，叠加局部猪病增多以及淘汰母猪情绪增加，拖累标猪价格，供大于求背景下预计现货易跌难涨，且局部有走出加速下跌迹象；盘面跟随现货为主，各合约相对现货仍有升水，近月维持偏空思路，远月短期跟随但长期留意下方支撑。

## 鸡蛋

**现货端：**下游低位补货，整体需求依旧低迷，上周国内蛋价稳定为主，局部低位小幅上涨，黑山大码蛋价周跌0.1元至4.3元/斤，辛集周跌0.16元至4.11元/斤，销区回龙观周跌0.11元至4.56元/斤，东莞周落0.25元至4.43元/斤；供应基本正常，库存略有下滑，下游需求仍表现一般，采购积极性不高，预计下周现货市场稳定为主，个别市场小幅调整。

**补栏和淘汰：**蛋价强于预期，高成本下养殖户利润尚可，9月补栏数据继续向好，卓创口径9月补栏8570万羽，环比+2.4%，同比+14.4%，叠加前期偏高补栏的积累影响，未来供应呈逐步增加态势不变；淘鸡方面，鸡龄持续维持在524天的偏高水平，在饲料以及蛋价水平偏高背景下，延淘成为主流，但10月跌价后关注淘鸡出栏有无放量可能，或阶段性利好蛋价。

**存栏及趋势：**9月底在产存栏12.03亿只，基本符合预期，环比回升0.6%，同比回升1.6%，存栏增长符合趋势，蛋价偏好，老鸡延淘叠加前期补栏偏高是存栏增加的主因。趋势上，今年一二季度补栏鸡苗逐步进入开产期，加上老鸡延淘，预计未来供应逐步回升，当前至年底，在产存栏维持增加态势，且预测年底存栏将升至近几年高位。

**需求端：**本次双节备货及期间消费好于预期，一方面市场对节日消费预期过高，但节后有不及预期可能，另一方面在整体经济环境下行背景下，“口红效应”导致鸡蛋消费逆势走好。我们预期短期消费归于平静，但降温后消费仍有回暖可能。

**小结：**备货需求偏弱，叠加成本回落，鸡蛋现货表现不及预期，反弹迟迟未出现，走势弱于传统季节性，但老鸡淘汰放量预期下，现货向下空间也有限，受此影响近月震荡为主，低位适量短多参与；远月走势偏弱，长期关注下半年需求兑现后给出高点后的抛空机会。

## 蛋白粕

**国际大豆：**美豆上周上涨为主，源于供应端巴西干旱导致播种进度较慢及河流缺水阻碍运输，需求端出口销售数据逐步回暖。咨询机构Patria Agronegocios上周五表示，巴西农户已种的大面积占23/24年度大豆预计总面积的29.84%，低于去年同期的37.60%，Patria称，种植面积亦低于过去五年的平均水平。上周大豆到港成本受美豆反弹影响回升，美西11月升贴水报价仍然维持相对巴西较低状态，上周升贴水报价暂稳；驳船运费上周继续下降至往年平均水平，关键港口的水位仍然偏低，预期有所回升。

**国内豆粕：**上周豆粕跟随美豆小幅上行，基差上周偏弱震荡。根据Mysteel农产品对全国主要油厂的调查情况显示，第42周（10月14日至10月20日）123家油厂大豆实际压榨量为203.12万吨，开机率为59%；较预估低15.35万吨。预计第43周（10月21日至10月27日）国内油厂开机率小幅下调，油厂大豆压榨量预计193.03万吨，开机率为56%。大豆压榨量仍然高于10月到港量，11月到港量预计900万吨，超出月度压榨水平，但本月底停机较多，开机率下调，预计阶段挺价。本周国内豆粕前三日现货成交较好，后两日市场情绪低迷，成交转弱。

**观点：**巴西播种期干旱、出口数据及之前的月度报告为美豆提供支撑，升贴水暂稳，但美豆销售合约总额仍然比往年少1000万吨，出口压力仍然存在，预计美豆维持震荡运行。国内方面，到港量预计逐渐增加，下游生猪亏损严重，需求端受抑制。但油厂有停机挺价，估计豆粕01有支撑，短期震荡运行区间在3800-4000，上方面临压力。

## 油脂

马棕：上周马棕前三日延续涨势，后两日触及区间高位后回落。基本面看，展望10月，从季节性来看增产减产皆有可能，最新的SPPOMA预估10月1-15日环比减产0.73%，出口目前船运机构预测增加5.5-10.76%之间，消费放均值36万吨左右，马棕10月的库存预计累库15-20万吨至245-250万吨，库存预计处于近五年高位水平。22/23年度，马棕总产量1838万吨，同比增加23万吨，总出口1534万吨，同比减少19万吨，其国内消费偏好，因此马棕当前库存与21/22年度相当，比往年均值高25万吨左右。印尼的棕榈油库存水平较低，比前四年均值低120万吨左右。

国内油脂：上周国内油脂同样在周四左右触及高位回落，国内植物油现货跟随期货走势。截至2023年10月16日（第41周），全国重点地区豆油、棕榈油、菜油三大油脂商业库存总量为209.56万吨，较上周减少12.93万吨，降幅5.81%；同比2022年第41周三油脂商业库存153.87万吨增加55.69万吨，增幅36.19%。展望未来两个月，棕榈油预计仍然累库，菜籽和大豆到港量较多，整体偏宽松，油厂开机节奏成了影响豆油和菜油库存的重要影响因素。

国际油脂：欧洲豆油、菜油上周偏强高位运行，葵油棕榈油底部阶段企稳，欧洲现货植物油表现较强。印度现货植物油上周前三日较强，后两日小幅下滑。截至9月1日印度植物油总库存达350万吨，环比下降23.5万吨。印度9月进口油脂偏少，预计10月进口将回升。

观点小结：几大贸易国的植物油库存及马棕库存仍然处于高位，库存量水平与价格运行中枢关系较大。同时新作平衡表对需求的预期较高，宏观形势的不稳定放低需求预期，都对油脂上方形成压力。供应端降水形势延续偏差，10月降水预报明显较弱，厄尔尼诺预期有所下调仍维持中高强度，预计油脂波段震荡运行。

## 白糖

国内消息：据海关总署公布数据显示，2023年9月我国进口食糖54万吨，同比减少23.71万吨，降幅30.7%。9月进口量略低于预期。2023年1-9月累计进口食糖211万吨，同比减少138.91万吨，降幅39.7%。9月我国进口糖浆及预拌粉17.58万吨，同比增加7.85万吨。2023年1-9月累计进口税则号170290项下三类商品（主要为糖浆和预拌粉）140.22万吨，同比增加50.56万吨，增幅56.41%。

国际消息：10月18日印度对外贸易总局(DGFT)发布通知宣布，印度所有食糖品类的出口限制已延长至10月31日以后。该限制不适用于按照特定配额向欧盟和美国出口的食糖。Williams发布的数据显示，截至10月18日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为142艘，此前一周为128艘。港口等待装运的食糖数量为707.62万吨，此前一周为600.16万吨。巴西港口运输压力增加，食糖出口遭延误。

观点：印度新榨季产量预测进一步下调，印度对外贸易总局宣布所有食糖品类的出口限制已延长至10月31日以后，使得今年四季度至明年一季度国际食糖贸易流预期将非常紧缺，原糖价格仍谨慎看涨。目前盘面价格已经跌破配额内生产成本，在巨大的内外价差修复前，国内供应缺口将一直存在，继续单边下跌的可能性不大，盘面估值低。但国储抛储，低关税配额增发使得四季度大量进口到港，以及国内已开始新榨季生产，短期供应增加，9月库存去化速度已明显放慢，市场情绪悲观，策略上建议区间交易，低买高平。

## 棉花

供应：政策供应压力大（1）7月31日至10月20日累计成交总量78.63万吨，成交率82.94%。本周储备棉总成交率40.62%，环比上周下滑26.79%；（2）截止10月20日，新疆棉累计加工量50.5万吨，同比去年增加15万吨；上周机采棉收购均价集中在7.5-7.8元/公斤左右，较前周下跌0.01元/公斤。（3）9月棉花进口量同比增加15万吨。

需求：下游需求萎靡（1）上周纺纱厂开机率71.7%，环比前周下降0.6%；（2）上周织布厂开机率43.7%，环比前周上升0.9%；（3）上周五纺纱即期利润680元/吨，环比前周五上涨596元/吨。

库存：棉花商业库存仍处于低位（1）上周进口棉花港口库存30万吨，环比前周增加0.1万吨；（2）上周内地棉花库存21.77万吨，环比前周下降0.74万吨；（3）上周新疆棉花库存40.22万吨，环比前周增加0.93万吨。（4）纺纱厂纱线库存27.6天，环比前周增加1.2天。

核心观点：从基本面来看，新棉开始大量上市，9月进口量同比大幅增加，以及储备棉持续销售，导致供应压力大。并且在金九银十的旺季，下游纺纱厂开机率仍持续下滑，消费萎靡。同时棉价下跌也形成了负反馈，在收购市场上，轧花厂收购意愿越发谨慎，籽棉收购价下跌。在下游纺织市场上，棉价走低使得原料采购更趋谨慎，储备棉成交率降至低点。从宏观面来看，美债收益率攀升至多年新高，周五A股市场上证指数跌破3000点，商品市场普遍下跌，市场情绪悲观。展望后市，短期棉价下跌幅度较大，已跌破新棉生产成本，同时内外价差收窄，纺纱利润转正，叠加棉花库存处于历史同期低位，预计短线出现单边下跌行情概率较小，但较大幅度反弹缺乏动力，策略上建议维持观望。

## 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。

## 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
陈张澧	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	