

美联储政策预期主导

## 白银 短期振荡回落为主

美联储政策预期的变动将持续左右金融市场。由于市场对过度交易降息预期有所修正,白银短期或以振荡回落为主,但中长期仍具有上行动力。



■ 从姗姗

决定贵金属价格走势的核心因素之一是美联储,更确切地说是美联储何时开始放松货币政策。11月以来,市场关于美联储降息预期逐渐升温,降温时点不断提前,当前市场已经开始交易明年3月降息,全年降息5次,上周五美国11月超预期的非农数据才将这一时点小幅拉回至5月,但也并未改变这一局面。美联储政策预期的变动也将持续扰动金融市场,由于市场对过度交易降息预期有所修正,白银短期或振荡为主,中长期仍具有上行动力。

降息时点仍存分歧

美联储货币政策执行的目标是控制通胀、促进就业以及维持金融稳定。目前来看,美联储抗通胀取得积极进展,逐渐向2%的目标迈进。但就业市场改善程度不一,不同就业指标间仍存在差距,这也表明劳动力市场紧张程度有所放缓,但仍未改善到令美联储放松态度的地步。金融稳定方面,目前美国金融系统并未出现明显超预期的风险事件。此外,美国经济基本面也具有一定韧性,短期高利率对存量的挤压有限,消费仍具有韧性,基本面突然深度下滑的可能性较低。从历史经验来看,从美联储暗示

结束加息到首次降息约有半年时间。因此,在这半年的时间里,市场易受宏观经济数据、美联储官员的表态等影响不断调整政策预期,这一过程中白银价格波动也将加剧。基于芝加哥商品交易所美联储观察工具,市场预计美联储将从2024年6月开始降息,到2024年年底,降息最多可达100个基点。

经济基本面具有韧性

自美国实行高利率政策以来,美国经济表现出较强韧性,虽然部分数据出现走弱迹象,但衰退的风险仍然较低。最新数据显示,美国制造业小幅反弹后再次走弱,服务业需求仍表现强劲,但力度有所减缓。11月Markit制造业PMI较10月有所回落,占经济比重更大的服务业PMI则较10月回升0.2个点,至50.8,较今年二季度数值回落较多;11月ISM制造业PMI指数上升至46.7,仍处于萎缩区间,且打破之前企稳走势,表明制造业仍表现疲软,高利率政策对实体经济的负面影响逐渐显现。

通胀方面,在美联储持续加息以来,美国通胀延续下行态势,但下行速率缓慢,这意味着短期通胀还难以回到美联储2%的目标。值得关注的是,核心通胀是通胀长期支撑项,能源价格是短期干扰项。核心通胀是美国通胀长期支撑项,核心通胀项中房租

占比较大,而房租滞后于房价1—2年,从6月开始美国房价指数上涨,租金后期存在再次上行可能,使得核心通胀仍有可能再度上行。能源通胀是美国通胀短期干扰项,6月以来能源价格的上行带动通胀上行至3.7%,而后能源价格的快速回落使得通胀大幅下行至3.2%。

美国消费或逐渐放缓。其一,2020年以来美国政府的“全民疫情补贴”一度导致美国个人储蓄存款总额超过5.7万亿美元,但2023年8月已大幅减少至0.8万亿美元,甚至已经低于疫情前水平,此前的补贴逐渐被消耗。其二,高利率环境下美国信用卡贷款拖欠率也于2023年9月末达到2.98%,创2013年以来新高。此外,就业市场降温虽有助于通胀下降,但薪资增速放缓亦不利于消费支出,美国居民支付能力减弱也将拖累明年美国消费预期。

综合来看,美国经济基本面仍具有一定韧性,基本面倒逼美联储快速降息的可能性较小,但不排除非基本面因素导致的提前降息情况。

美联储政策预期的变动将持续左右金融市场,短期由于市场对过度交易降息预期有所修正,白银或以振荡回落为主,但中长期仍具有上行动力。白银受工业与投机属性影响,波动预计大于黄金,通胀下行、就业市场放缓,强化了美联储加息周期结束的预期,这对白银价格有支撑。(作者单位:徽商期货)

## 苯乙烯 关注远月做多机会

■ 姚学军

产业链此波自上而下的负反馈始于11月下旬,暂止于12月初,在此期间苯乙烯价格重心随成本端一路下跌,总跌幅超过1000点,主力合约最低下探至7756元/吨。然而自上周二开始,原料端纯苯波动率下降,同时苯乙烯供应缩减不断兑现,期现价格同步低位止跌反弹。

远端供应有望趋紧

从长线角度看,苯乙烯供应端增量有限,明年一到二季度下游投产计划明显高于苯乙烯,供应过剩逻辑中断;相反若计划产能按时落地,苯乙烯供应有望不断收紧,进而成为基本面主要矛盾之一。具体来看,2024年1—6月苯乙烯新增产能仅68万吨,而三大大下游新产能折算苯乙烯消耗量约250万吨,对应的新增供应缺口在182万吨左右。

从短中线角度看,在产能不变的前提下,应重点关注开工变化趋势。进入12月后,检修装置数量有增无减,损失量不断增加,开工不断下滑,截至12月8日,苯乙烯周度开工率在66.92%,已跌至近5年最

低点。据统计,部分检修装置将于12月下旬回归,届时开工率将有所回升,但幅度仍有限,苯乙烯供应近、远端压力均不大。

需求向上弹性更大

笔者对于明年终端总体表现,现阶段仍持谨慎态度,但节奏上看苯乙烯下游正处于季节性淡季,且宏观层面积极信号偏多,因此仍可期待后市旺季需求表现。

目前来看,三大大下游在上游主动让利下修复了部分估值,EPS和PS已具备一定盈利空间,ABS仍处于大幅亏损之中。开工方面,亏损持续压制ABS表现,EPS则主要受淡季压制,PS受到利润修复的提振作用,最新开工分别在74.4%、51.39%、64.7%。综合来看,12月至明年1月直接下游将进入探底阶段,需求难有正面效应,但春节过后旺季阶段或打开向上弹性。

库存方面,当前全产业链苯乙烯库存水平不高,工厂库存上周去化0.85万吨,至14.57万吨,位于中性略偏高水平;港口库存上周累积0.63万吨,至6.81万吨,位于绝对低位水平。若明年春节累库幅度不大,再配合供需格局趋紧,苯乙烯价格上涨潜力将被

快速激发。

原料大跌风险降低

上游原材料大跌后,价格底部逐步出现利好因素支撑,原油继续大跌需经济衰退逻辑驱动,主观上我们认为概率慢慢变小。汽油在低裂差背景下跟随原油为主。而纯苯长周期供需依旧偏紧,阶段性利空已充分兑现,价格再度暴跌风险较小。

上周产业链各环节产品表现分化,原油及汽油价格重心再下一个台阶,纯苯下跌速率却大大放缓,情绪修复给予价格支撑。苯乙烯绝对价格企稳反弹,非一体化利润在-685元/吨、PO/SM生产利润在-18元/吨,短期基本面优于纯苯,预计估值仍有上行空间。

综合分析来看,中短期苯乙烯下游利润修复,整体继续走弱幅度不大,供应端缩减预期慢慢兑现,基本面驱动略偏向上,但力度不足以支撑价格上涨,单边价格继续跟随原料走势。展望后市,原料负反馈或进入尾声,苯乙烯供需存在趋紧预期,12月至明年1月逢低可考虑布局长期多单。

(作者单位:新湖期货)

持仓分析

## 沪胶 空头优势减弱

■ 阎振兴

昨日,沪胶期货2405合约呈现缩量减仓、振荡小幅上涨的走势。盘中期价重心上移至13560元/吨一线附近,最高上涨至13690元/吨,最低下探至13475元/吨。收盘时小幅收涨0.82%,至13565元/吨。持仓略微减少1659手,至143600手,降幅达1.14%。

交易所多空持仓排行榜前20席位数据显示,沪胶期货2405合约持仓出现多空双减的态势。其中,多头合计减持957手,至68376手;空头合计减持2524手,至98353手。由于空头主力合计减持空单数量超过多头主力合计减持多单数量,导致净空头寸缩小至29977手。

具体来看,沪胶期货2405合约多头前20席位中,减持多单的有9家。其中,减持多单数量超过

500手的有1家,为国泰君安期货席位,大幅减少1002手。另外,减持多单数量介于100手至500手之间的有6家,分别为华泰期货席位、东证期货席位、广发期货席位、银河期货席位、国投安信期货席位和宝城期货席位,分别减少288手、275手、168手、460手、213手和140手。剩余2家减持不足100手。

空头前20席位中,减持空单的有13家。其中,减持多单数量超过500手的有2家,分别为中信期货席位和银河期货席位,分别大幅减少1301手和727手。另外,减持空单数量介于100手至500手之间的有5家,分别中银期货席位、东证期货席位、华泰期货席位、海通期货席位和南华期货席位,分别减少242手、241手、299手、292手和157手。剩余6家减持不足100手。

值得注意的是,当日多空排行榜前20席位中,有2家进行多翻空操作。国泰君安期货席位在减

持1002手多单的同时增持279手空单,中信建投期货席位在减持2手多单的同时增持204手空单,表明上述席位认为后市继续反弹动力不足,反手布局空单。

采取空翻多操作的席位则有3家。数据显示,中信期货席位在减持1301手空单的同时增持144手多单,国贸期货席位在减持19手空单的同时增持650手多单,方正中期席位在减持30手空单的同时增持116手多单,表明上述席位仍然看涨后市。

昨日,沪胶期货2405合约多空排行榜前20席位中,由于空头主力合计减持空单数量超过多头主力合计减持多单数量,导致净空头寸缩小至29977手。同时,空翻多席位也超过多翻空席位,表明空头优势逐渐减弱。因此,预计后市沪胶期货2405合约料维持振荡偏强的走势。

(作者单位:宝城期货)

菜粕 反弹高度有限

■ 赵克山

受进口大豆卸港延迟等突发消息影响,上周二在豆粕期货上涨引领下,郑州菜粕期货强劲反弹。展望后市,美国农业部月度报告中性偏空,南美白豆丰收有望,加之国内菜粕供应宽松依旧,菜粕期货反弹高度料较为有限。

美农报告中性偏空

上周五,美国农业部月度报告出炉,本月报告对美豆2023/2024年度数据未做调整,期末库存维持在2.45亿蒲式耳的水平,高于市场平均预估的2.43亿蒲式耳。报告将2023/2024年度巴西大豆产量从上月预估的1.63亿吨下调至1.62亿吨,但高于市场平均预估的1.6016亿吨,从而使得报告显示出一定的利空色彩。报告出台后,美豆期货应声而跌,拖累周一内盘豆粕和菜粕低开低走。

目前美国大豆压榨状况较好,完成报告预估压榨水平问题不大。但由于上年度巴西大豆丰产,至今巴西大豆出口量仍居高不下,使得美豆出口面临较大压力,美豆出口完成美国农业部的预估数字有一定难度。美国农业部上周四发布的出口销售报告显示,截至11月30日,美国2023/2024年度大豆净销售量为151.76万吨,比前一周减少20%,比四周均值降低21%。截至目前,本年度美豆出口进度为近4年来同期最低水平。

巴西产区旱情缓解

受厄尔尼诺现象影响,今年巴西大豆产区南涝北旱,播种进度比上年慢10个百分点左右,各市场机构纷纷下调巴西大豆产量。但由于播种面积增加,而且目前处于播种和生长早期,南涝北旱对最终产量并不存在决定性影响,因此今年巴西大豆丰产仍是大概率事件。而且还应注意到,由于降雨较多,墒情较好,阿根廷大豆产量将大幅度恢复,目前市场预计在4800万吨以上,加之巴拉圭、乌拉圭等南美国家大豆同样增产,2023/2024年度南美大豆增产几成定局。

另外,12月4日,加拿大统计局(StatCan)发布了基于农户调查的主要作物产量报告。其中预计2023/2024年度加拿大油菜籽产量为1830万吨,高于9月预测的1740万吨,比上年减少2%,符合业内预期。

国内菜粕供给宽松

由于加拿大油菜籽丰收,近几个月我国进口菜籽到港量较大。根据船期统计,11月、12月预计到港达15船,合计近100万吨。由于压榨利润尚可,沿海地区油厂开工率偏高,菜粕产出量、库存维持偏高水平。据统计,上周沿海油厂菜籽压榨量为8.6万吨,周环比增加0.4万吨;油厂菜粕库存为2.74万吨,周环比增加1.26万吨,为近3年来同期最高水平。但是目前为冬季,水产养殖基本停滞,主要用于水产饲料生产的菜粕需求降至冰点,饲料厂菜粕提货较为消极。据监测,上周油厂菜粕提货量为3.73万吨,周环比减少0.55万吨,大幅低于去年同期7万吨以上的水平。

综上所述,有关部门严格大豆进出程序,部分油厂卸货延迟,开工放慢,可能造成短期内豆粕现货短缺,推动价格上涨。但后期大豆、菜籽进口量较大,粕类供应充裕,且随着南美白豆产区降雨增多,干旱炒作式微,国内外油脂油料难以持续走强,加之国内菜粕供应宽松,菜粕持续走强难度较大。

(作者单位:金期投资)

技术解盘

玻璃 短线触顶



玻璃主力2405合约上周最高触及2029元/吨,周线上收一长上影K线,显示上档卖压逐渐增加,当前延续回调态势。日线上,上周后两个交易日K线形成高位争线形态,本周一继续下探跌破争线的低点,预示短线仍维持调整;短期均线系统的乖离率较大,也存在修复的需求。不过,10日均线附近,也即上涨过程中的整理区间中枢1880元/吨,也具备一定的支撑。综合看,期价触顶回落,短期维持高位调整的概率极大。操作上,可以在5日均线不突破的前提下逢反弹参与回调,下方目标1850—1870元/吨区间。

纸浆 光头阳线



纸浆主力合约2401周线上见顶6388元/吨后,走出大幅回调的行情,最低跌至5350元/吨,跌幅19.40%,不过上周开始触底反弹,以光头阳线报收,当前正在挑战5周均线的压力。日线上,上周四开始放量反弹,期价目前已运行至短期多空分水岭20日均线附近,短线遭遇获利回吐盘的卖压,周一冲高回落,当仍未跌破关键支撑5670元/吨,若随后几日能在该位置以上整固,后市延续反弹的概率较大。综合看,期价在换月前后维持反弹的思路不变。操作上,低位多单适量减仓,逢回调在远月合约不跌破5740元/吨的前提下参与新多单。

(中原期货 李卫红)