

美加息预期反复宏观承压，佉邦禁锡矿开采加剧矿端供应紧张

有色-基本金属行业周报

报告摘要:

► 贵金属：美国经济数据略高于预期，加之通胀担忧令加息预期反复

本周 COMEX 黄金下跌 1.71% 至 1,946.10 美元/盎司，COMEX 白银下跌 2.39% 至 23.45 美元/盎司。COMEX 黄金库存增加 290,690 金衡盎司，COMEX 白银库存减少 2,051,647 金衡盎司。本周金银比略升至 83.01。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 83,605.18 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓减少 3,030,32 盎司。

本周市场对美联储加息预期出现反复，目前预期 6 月加息 25bp 的概率已经超过 50%。主要是由于美国经济数据略超预期、就业具有韧性，以及对通胀的担忧依旧存在，同时美国债务上限谈判中担忧情绪较前期略有缓和所致。但略超预期的经济数据背后仍有隐忧、债务违约风险仍存、高利率风险延续，均令黄金仍具备投资价值。而从更长期角度看，“去美元化”的关注度提升，在此过程中黄金价值也愈发凸显。美国加息弊端显性化，通胀继续降温但仍有韧性，美国债务违约关注度持续抬升，加息或面临尾声、衰退渐近的大方向较为明晰，关注黄金配置机会。

► 基本金属：美元走强致宏观承压，佉邦禁锡矿开采加剧矿端供应紧张

本周 LME 市场铜、铝、锌、铅、锡价格较上周下跌 1.25%、1.80%、5.59%、0.74%、2.18%。SHFE 市场，铜、铝、锌、铅较上周分别下跌 1.61%、1.44%、7.26%、0.75%，锡较上周上涨 0.33%。

铜：铜价驱动供应端矿冶继续增长，关注国内消费力度

宏观面上，本周美国债务上限谈判中，而美国经济数据略超预期，同时核心 PCE 同比环比上涨，令通胀担忧再起，市场对美联储加息的预期反复，目前市场预期 6 月加息 25bp 的概率超过 50%，令宏观承压。

基本上，一方面是罢工等扰动逐渐消退，矿端恢复正常生产节奏，而按照对矿端产量的判断，市场一致预期是矿端呈现过剩局面，扰动消退将带来产量环比增长。另一方面，铜价相对高位的刺激之下，有更多矿山取得进度。而随着 QB2 项目计划年底达产，以及海外项目投产，矿端过剩将进一步兑现。冶炼端，虽 4 月检修较多，但根据统计局数据，我国 4 月精炼铜产量仍实现同比增长，5 月检修仍较多，部分企业推迟至 6 月检修，预计产量环比表现受影响，但阳极铜较为充裕，预计供应端继续同比增长。而中期检修恢复叠加炼厂扩建项目

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SACNO：S1120519100004

分析师：周志璐

邮箱：zhouzhi@hx168.com.cn

SACNO：S1120522080002

研究助理：温佳贝

邮箱：wenjb@hx168.com.cn

研究助理：黄舒婷

邮箱：huangst@hx168.com.cn

相关研究：

1. 《鲍威尔释放暂停加息信号，债务上限问题临近，关注黄金配置机会》

2023.5.22

2. 《行业深度|电解铝：2023 年国内供增有限需求转暖，盈利有望迎来修复》

2023.2.6

3. 《行业点评|美联储 5 月如预期加息 25bp，加息预计将暂停，黄金配置正当时》

2023.5.4

落地，铜产量有望继续呈现增长。

消费端，本周铜价走低带动下下游刚需补库，但后续铜价回升对订单有所影响。终端方面，变压器及电力行业部分消费表现尚可；我国家电、汽车出口表现较好，有望带动铜消费；多地相继出台促进汽车消费的政策举措。全球方面，ICSG表示3月全球精炼铜市场供应过剩2000吨，一季度全球精炼铜市场供应过剩高于上年同期。未来国内消费仍值得关注。

铝：印尼禁矿在即我国进口矿来源完全转移，丰水期将至国内复产预期

4月铝土矿进口延续同比增长，为应对印尼禁矿，自印尼进口铝土矿来源已大幅转移至几内亚及澳大利亚，4月自印尼进口归零；同时进口量环比大致持平，进口来源充足，因而即使禁矿如期执行，也不会有太大影响。

国内方面，云南地区暂未复产，而电解铝运行产能持续抬升。而云南地区即将进入传统丰水期，关注来水情况，目前已有企业开始筹备复产，若云南地区复产，将带来更多增量。此外，随着广西、四川等地复产，贵州、内蒙古、甘肃等地新增产能释放，预计电解铝产量依旧将呈现抬升的状态。中期逐渐逼近产能上限，但预计电力稳定性问题将是影响铝供应的长期存在问题。

消费端，4月铝杆产能释放带来开工率明显上行，而5月消费逐渐进入淡季，目前建筑及光伏有所走弱，汽车消费有待关注各地促汽车消费政策成效。

铅：再生铅小有亏损，供增需弱之下铅价预计弱勢

供应端，统计局数据显示，4月及1-4月我国铅产量均是实现同比增长。本周铅锭供应环比有所增长，目前再生铅自检修中恢复，但已有小幅亏损；原生铅检修与复产并存，关注后续检修恢复节奏，但铅精矿偏紧的问题仍然存在，本周矿加工费持稳。而消费端的淡季表现延续，或成价格拖累，出口也暂无较大预期。在供应环比增长而淡季需求疲弱影响之下，铅价预期仍是弱势局面。

锌：本周锌价屡创新低，冶炼端利润加速走低及需求疲弱，冶炼厂已有减产计划

本周四LME注册仓库锌库存跳增40%，市场对锌隐性库存的担忧升温。在供应增长而需求担忧的背景下，本周锌价大幅下挫，而矿加工费持平上周，锌价显著下行带动冶炼利润大幅走低。在年初以来冶炼厂积极生产之下，矿加工费持续下行，并在前期锌价走低之下持续压缩冶炼利润，在此背景下，4月开始已有企业临时检修。本周锌冶炼利润大幅压缩之后，再生锌企业全面亏损，计划停产；而驰宏会泽和呼伦贝尔驰宏锌冶炼厂计划减产，并对旗下矿山主动限产，总体导致冶炼产量面临一定缩减。而矿山端目前锌价已跌至75%分位成本线，矿山出货意愿不强，TC难大幅走高，同样对冶炼利润造成负面影响。因而利润整体压缩背景下，后续精炼锌供应增速将继续放缓。此外，若海外能源价格维持合理水平且消费力度尚可，海外冶炼厂有复产预期，而矿端面临难放量问题，届时矿端供应不足的问题或将显著，令冶炼端面临原料制约。

消费端，价格快速走低带动下下游采购，本周国内维持去库状态，但订单较弱仍是现实问题，而跌价太过迅速也将导致买涨不买跌的下游市场采购意愿降低。终端而言，地产仍偏弱，

但基建端有望逐渐发力，或带来消费回暖及增量。

锡：低邦文件宣布 8.1 暂停锡矿生产，矿端紧张驱动矿项目勘探及生产热情

矿端，5月20日低邦发布文件宣布8月1日暂停锡矿生产，在当下矿供应紧张的背景之下，市场对锡矿紧张的担忧继续增长。预计8月前国内将抢进口部分锡矿。与此同时，锡矿紧张也驱动矿的勘探及生产热情。国内冶炼厂生产大致平稳，但仍面临原料紧缺问题，已有企业计划减少运营以应对。锡矿供应紧张，加工费较低，接近部分冶炼厂成本，致使后续难有更多增量。短期而言消费偏弱仍是当下价格的制约因素，传统消费领域仍难见明显起色，目前订单仍不佳，关注光伏焊带锡、新能源车用锡等领域的拉动。

► 小金属：大矿山停产叠加需求好转令钼价再上涨，需求跟进不足钒市难持续探涨

本周钼精矿价格较上周上涨 7.33%，钼铁价格较上周上涨 4.26%。本周钼产品价格继续上涨，一方面是原料端有大矿山停产，供应难增长；另一方面是下游钢招需求增长，量价齐升；此外，国际钼价上涨亦是有所带动。目前价格上涨暂较为健康，持续性仍需关注国际钼价带动情况，以及基建及建筑施工等消费的本质好转情况。中期而言，近两年钼矿供应难放量，供应端受限之下持续关注需求表现。

本周五氧化二钒价格较上周上涨 1.41%，钒铁价格较上周上涨 0.42%，钒电池指数本周上涨 1.48% 报收 1432.97 点。上周钒市探涨氛围渐起，但需求难以完全跟进，供应端有复产及开工，库存仍较充足，消费支撑不足之下，预计价格暂偏弱。未来在扩内需政策作用下，钒市有望持稳。中期而言，钒液流电池项目持续推出，需求增量空间广阔，将令供需格局趋于紧张，继续带动钒价稳步上行。

投资建议

美国加息弊端显性化，通胀韧性仍强，美国债务上限谈判中，加息渐尽、衰退渐近的大方向较为明晰，黄金价值凸显。受益标的：【中金黄金】、【招金矿业】、【山东黄金】、【银泰黄金】、【赤峰黄金】。

海内外供应增加缓慢，铝供应面临电力问题但云南渐有复产预期，下游建筑及光伏拉动暂有限，汽车促销政策出台或带动消费表现。受益标的：【天山铝业】、【云铝股份】、【中国铝业】、【南山铝业】。

铜供应面临增长压力，消费端海外衰退担忧升温，但家电出口仍好，国内消费有支撑，铜价有望企稳。受益标的：【紫金矿业】、【江西铜业】、【洛阳钼业】。

风险提示

- 1) 美联储政策收紧超预期，经济衰退风险；
- 2) 俄乌冲突继续恶化；
- 3) 国内疫情影响消费超预期；
- 4) 海外能源问题再度严峻。

正文目录

1. 美加息预期反复宏观承压，厄邦禁锡矿开采加剧矿端供应紧张	5
1.1. 贵金属	5
1.2. 基本金属	9
1.3. 小金属	15
1.4. 行情回顾	18
2. 风险提示	20

图目录

图 1 SHFE 黄金价格及库存 (元/克, 千克)	8
图 2 COMEX 黄金价格及库存 (美元/盎司, 金衡盎司)	8
图 3 SHFE 白银价格及库存 (元/千克, 公斤)	8
图 4 COMEX 白银价格及库存 (美元/盎司, 金衡盎司)	8
图 5 金银比	9
图 6 COMEX 非商业净多持仓 (张)	9
图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓 (金衡盎司)	9
图 8 SLV 白银 ETF 持仓 (盎司)	9
图 9 SHFE 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)	13
图 10 LME 基本金属涨跌 (2021.1.4 为基期)	13
图 11 SHFE 铜价及库存 (元/吨, 吨)	14
图 12 LME 铜价及库存 (美元/吨, 吨)	14
图 13 SHFE 铝价及库存 (元/吨, 吨)	14
图 14 LME 铝价及库存 (美元/吨, 吨)	14
图 15 SHFE 锌价及库存 (元/吨, 吨)	14
图 16 LME 锌价及库存 (美元/吨, 吨)	14
图 17 SHFE 铅价及库存 (元/吨, 吨)	15
图 18 LME 铅价及库存 (美元/吨, 吨)	15
图 19 SHFE 锡价及库存 (元/吨, 吨)	15
图 20 LME 锡价及库存 (美元/吨, 吨)	15
图 21 钨精矿价格 (万元/吨)	17
图 22 钨产品价格 (万元/吨)	17
图 23 钼精矿及钼铁价格 (元/吨, 万元/基吨)	17
图 24 海绵钛价格 (万元/吨)	17
图 25 镁锭价格 (元/吨)	18
图 26 锆产品价格 (元/千克)	18
图 27 精铟价格 (元/千克)	18
图 28 铈产品价格 (元/吨)	18
图 29 精铋价格 (元/吨)	18
图 30 铋锭及铋精矿价格 (元/吨)	18
图 31 一周板块涨跌 (%)	19
图 32 有色细分行业周涨跌 (%)	19
图 33 个股涨幅前十 (%)	20
图 34 个股跌幅前十 (%)	20

1.美加息预期反复宏观承压，低邦禁锡矿开采加剧矿端供应紧张

1.1.贵金属

1.1.1.一周重点新闻

1. IMF：美联储需要以超过预期的幅度加息来遏制通胀

IMF 预计美国通胀率在一直到 2024 年底都高于美联储 2% 的目标；美国需要采取更多措施来降低公共债务；美联储需要以超过预期的幅度加息来遏制通胀。

(财联社)

2. 美国 GDP 修正上升，而国内总收入缩水

美国第一季度 GDP 年率经修正后增长 1.3%，略高于政府此前的预期。美国商务部周四公布的数据显示，消费者支出被上调至 3.8%。然而，衡量生产商品和服务产生的收入和成本的指标：国内总收入继第四季度下降 3.3% 之后，本季度下降了 2.3%。这是自疫情刚刚结束以来维持了几个季度的糟糕情况。GDP 和 GDI 的平均值连续第二个季度出现收缩。这表明，在居高不下的通胀和信贷紧缩的压力下，经济扩张正在失去动力。除了楼市连续第八个季度下滑外，企业设备投资也连续第二季萎缩。尽管如此，在今年前几个月强劲的就业市场支撑下，美国消费者支出仍在增加。(金十数据)

3. 美联储会议纪要：利率在 5%-5.25% 见顶的可能性上升，但高于 5.25% 的可能性更大

美联储 5 月会议纪要中表示，对公开市场部门一级交易商调查和市场参与者调查的回应表明，投资者对宏观经济前景的看法与 3 月份相比几乎没有变化，尽管人们仍在关注预期中的信贷紧缩的影响。受访者认为通胀风险上升，尽管低于 3 月份。受访者普遍预计，5 月会议将加息 25 个基点，并认为由此利率可能升至当前紧缩周期的峰值。受访者认为联邦基金利率在 5%-5.25% 见顶的可能性比 3 月时高得多。然而，受访者仍然认为峰值利率可能高于 5.25% 的可能性很大。受访者预计，终端利率将维持到 2024 年 1 月 FOMC 会议。(新浪财经)

4. 民调显示约七成美国人担心政府债务违约风险

美国昆尼皮亚克大学近期发布的一项全国民意调查显示，大约 70% 的美国人有些或非常担心美国政府和国会无法在美国债务违约截止日期之前，就提高债务上限达成协议。美国联邦政府长期“负债运行”，多次被迫立法提高债务上限或暂停

上限效力，以避免主权债务违约。提高债务上限需要获得国会两院批准，近年来随着政治极化加剧、党争愈加激烈，这种博弈更加漫长胶着。（央视新闻）

5. 美国 GDP 修正上升，而国内总收入缩水

美国第一季度 GDP 年率经修正后增长 1.3%，略高于政府此前的预期。美国商务部周四公布的数据显示，消费者支出被上调至 3.8%。然而，衡量生产商品和服务产生的收入和成本的指标：国内总收入继第四季度下降 3.3% 之后，本季度下降了 2.3%。这是自疫情刚刚结束以来维持了几个季度的糟糕情况。GDP 和 GDI 的平均值连续第二个季度出现收缩。这表明，在居高不下的通胀和信贷紧缩的压力下，经济扩张正在失去动力。除了楼市连续第八个季度下滑外，企业设备投资也连续第二季萎缩。尽管如此，在今年前几个月强劲的就业市场支撑下，美国消费者支出仍在增加。（金十数据）

1.1.2. 贵金属：美国经济数据略高于预期，加之通胀担忧令加息预期反复

本周市场对美联储加息预期出现反复，目前预期 6 月加息 25bp 的概率已经超过 50%。主要是由于美国经济数据略超预期、就业具有韧性，以及对通胀的担忧依旧存在，同时美国债务上限谈判中，担忧情绪较前期略有缓和。但略超预期的经济数据背后仍有隐忧。

就业数据方面，上周美国初请失业金人数新增 22.9 万人，低于预期的 24.5 万人，同时上周数字下修 1.7 万人至 22.5 万人。由于马萨诸塞州欺诈性申请，近期周初请失业金人数增长，在截至 5 月 13 日的三个月内，马萨诸塞州失业援助部门将数据平均每周下修了 1.43 万人，下修后的总人数比此前公布的数据减少了 17.1 万人。科技等行业经历裁员潮，然而就业仍维持一定韧性，令市场对就业市场紧张仍有一定预期，但美国劳动生产率维持在低位亦是显示在数据背后的疲弱性。

经济数据方面，美国第一季度 GDP 年率经修正后从增长 1.1% 变为增长 1.3%，略高于政府此前的预期。消费者支出上调至 3.8%，而国内总收入继 2022Q4 下降 3.3% 之后，2023Q1 下降了 2.3%，显示高利率的滞后性负面影响逐渐显现。通胀数据方面，美国 4 月核心 PCE 录得同比增长 4.7%，高于预期与前值的 4.6%；环比增长 0.4%，高于预期与前值的 0.3%。PCE 数据意外走高，此外就业和消费者支出依然有所推动，令对通胀的担忧再起，数据公布之后市场对美联储 6 月加息的预期再度抬升。

与上述经济及就业数据相比，本周美联储官员的表态则有一些相对缓和的声音，美联储理事沃勒表示 6 月是否加息将取决于未来三周的数据；柯林斯表示，

可能已经到达或接近暂停加息的时间点；而梅斯特则称美联储不会过于收紧货币政策。此外，美联储会议纪要显示，未来的决策将转向更加依赖数据的方式；受访者认为通胀风险上升，认为 5 月加息之后，利率可能升至当前紧缩周期的峰值，也仍然认为峰值利率高于 5.25% 的可能性很大，但上周鲍威尔释放暂停加息信号。受访者预计，终端利率将维持到 2024 年 1 月 FOMC 会议。此外还关注了及时提高债务上限的问题。

美国经济数据略超预期、对通胀的担忧再升温，同时美国债务上限谈判中，令市场对美联储加息的预期反复。但经济数据背后存在隐忧、债务违约风险仍存、高利率风险延续，均令黄金仍具备投资价值。而从更长期角度看，“去美元化”的关注度提升，在此过程中黄金价值也愈发凸显。美国加息弊端显性化，通胀继续降温但仍有韧性，美国债务违约关注度持续抬升，加息或面临尾声、衰退渐近的大方向较为明晰，关注黄金配置机会。

1.1.3. 价格及库存

本周 COMEX 黄金下跌 1.71% 至 1,946.10 美元/盎司，COMEX 白银下跌 2.39% 至 23.45 美元/盎司。COMEX 黄金库存增加 290,690 金衡盎司，COMEX 白银库存减少 2,051,647 金衡盎司。SHFE 黄金下降 0.47% 至 445.50 元/克，SHFE 白银上涨 1.82% 至 5,336 元/千克。SHFE 黄金库存较上周持平，SHFE 白银库存减少 141,847 千克。

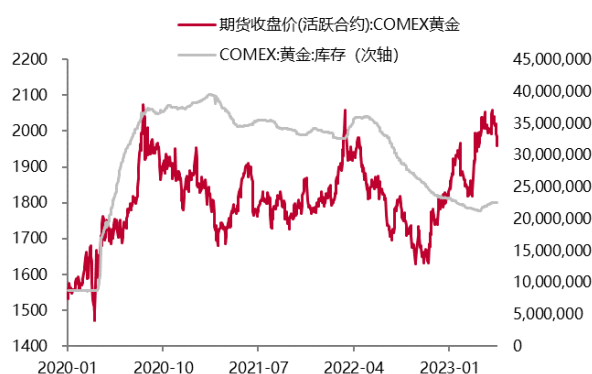
本周金银比略升至 83.01。本周 SPDR 黄金 ETF 持仓减少 83,605.18 金衡盎司，SLV 白银 ETF 持仓减少 3,030,32 盎司。

图 1 SHFE 黄金价格及库存 (元/克, 千克)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 COMEX 黄金价格及库存(美元/盎司, 金衡盎司)



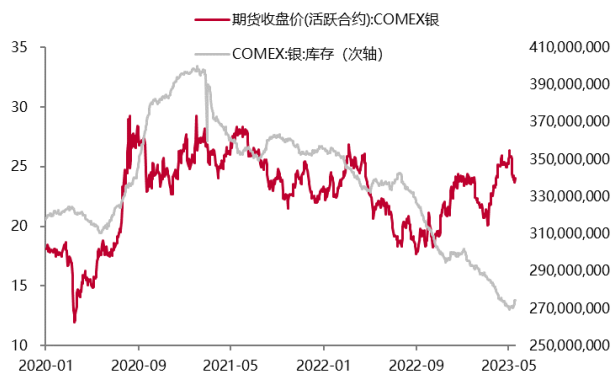
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 SHFE 白银价格及库存 (元/千克, 公斤)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 COMEX 白银价格及库存(美元/盎司, 金衡盎司)



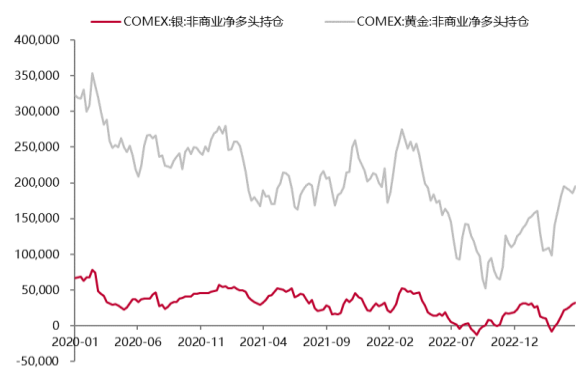
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 金银比



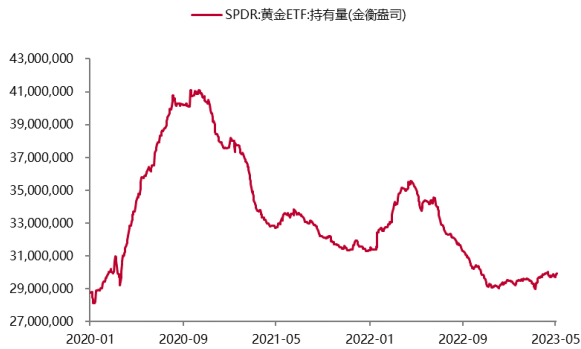
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 COMEX 非商业净多持仓（张）



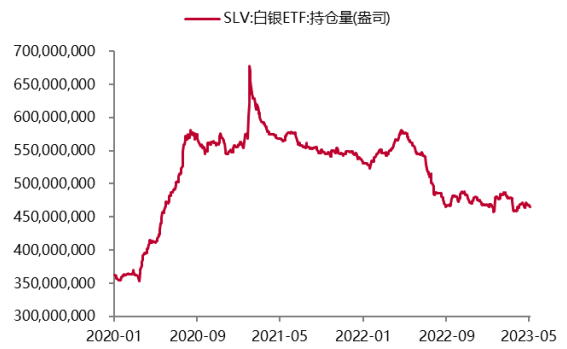
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 SPDR 黄金 ETF 持仓（金衡盎司）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 SLV 白银 ETF 持仓（盎司）



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2.基本金属

1.2.1.一周重点新闻

1. 缅甸佤邦财政部发布关于执行“暂停一切矿产资源开采”的通知

缅甸佤邦财政部 5 月 20 日发布关于执行“暂停一切矿产资源开采”的通知。2023 年 8 月 1 日后矿山将停止一切勘探、开采、加工等作业。（Mysteel）

2. 国际铝业协会：4 月全球原铝产量为 562.8 万吨

财联社 5 月 22 日电，国际铝业协会（IAI）数据显示，2023 年 4 月份全球原铝产量为 562.8 万吨，去年同期为 560.9 万吨，前一个月修正值为 581.3 万吨。4 月原铝日均产量为 18.76 万吨，前一个月为 18.75 万吨。预计 4 月中国原铝产量为 331.5 万吨，去年同期为 331.3 万吨，前一个月修正值为 342.6 万吨。（财联社）

3. 中国有望成全球最大汽车出口国 商务部：三措施护航中国汽车出海

数据显示，今年一季度中国汽车出口首次超越日本，成为全球最大汽车出口国。商务部新闻发言人束珏婷在 25 日的例行记者会上介绍了一季度中国汽车出口情况，并表示未来将在三方面为中国汽车出口做好运输保障、金融服务、海外售后等方面的工作。中国乘用车市场信息联席会（乘联会）数据显示，今年第一季度，中国汽车出口 106.9 万辆，同比增长 54%。而日本同期汽车出口量为 104.7 万辆。这意味着，今年第一季度，中国汽车出口首次超越汽车第一大出口国的日本。（上海有色网）

4. 一季度中国家电出口报告：亚洲仍为中国出口规模最大市场

中国机电产品进出口商会 25 日披露的报告数据显示，今年一季度中国家电(白色家电)出口市场中，亚洲仍为中国出口规模最大市场，较去年同期增长 5.1%。报告指出，2023 年，商务往来逐步放开，广交会等展会平台陆续恢复，但由于去年上半年基数较高，市场恢复仍在调整期，一季度中国家电出口 277.8 亿美元，呈小幅回落；从一季度单月数据看，3 月出口 112.2 亿美元，同比增长 12.2%，增幅远超预期，展现较强韧性，拉动一季度整体降幅回升。（中新网）

5. 中色子公司与关联方签 1.05 亿美元印尼阿曼铜冶炼项目第二标段施工承包合同

中色股份 5 月 24 日公告称，近日，公司控股子公司中色股份印度尼西亚有限责任公司与十五冶建筑工程（印尼）有限公司签署《印尼阿曼铜冶炼项目第二标段施工承包合同》，由十五冶印尼公司负责印尼阿曼铜冶炼项目第二标段的施工，合同金额为 104,750,000 美元（不含税价）。（上海有色网）

1.2.2. 铜：铜价驱动供应端矿冶继续增长，关注国内消费力度

宏观面上，本周美国债务上限谈判中，而美国经济数据略超预期，同时核心 PCE 同比环比上涨，令通胀担忧再起，市场对美联储加息的预期反复，目前市场预期 6 月加息 25bp 的概率超过 50%，令宏观承压。

基本上，一方面是罢工等扰动逐渐消退，矿端恢复正常生产节奏，而按照对矿端产量的判断，市场一致预期是矿端呈现过剩局面。本周三，Antofagasta 旗下智利 Centinela 铜矿工会表示，为避免罢工，他们接受了谈判合同，根据国家机构 Cochilco，2022 年 Centinela 生产了 24.76 万吨铜，扰动消退将带来产量环比增长。另一方面，铜价相对高位的刺激之下，有更多矿山取得进展，中铝秘鲁矿业公司总裁表示特罗莫克铜矿二期扩建项目或于 6 月底前开建；Marula 公司表示其

在 Kinusi 铜矿项目的现场活动进展顺利，领先于计划于 6 月 30 日开始采矿活动；澳大利亚 Sandfire 在博茨瓦纳矿山首次生产铜精矿。而随着 QB2 项目计划年底达产，以及海外项目投产，矿端过剩将进一步兑现。冶炼端，虽 4 月检修较多，但根据统计局数据，我国 4 月精炼铜产量仍实现同比增长，5 月检修仍较多，部分企业推迟至 6 月检修，预计产量环比表现受影响，但阳极铜较为充裕，预计供应端继续同比增长。而中期检修恢复叠加炼厂扩建项目落地，铜产量有望继续呈现增长。

消费端，本周铜价走低带动下下游刚需补库，但后续铜价回升对订单有所影响。终端方面，变压器及电力行业部分消费表现尚可；我国家电、汽车出口表现较好，有望带动铜消费；多地相继出台促进汽车消费的政策举措。全球方面，ICSG 表示 3 月全球精炼铜市场供应过剩 2000 吨，一季度全球精炼铜市场供应过剩高于上年同期。未来国内消费仍值得关注。

1.2.3. 铝：印尼禁矿在即我国进口矿来源完全转移，丰水期将至国内复产预期

4 月铝土矿进口延续同比增长，为应对印尼禁矿，自印尼进口铝土矿来源已大幅转移至几内亚及澳大利亚，4 月自印尼进口归零；同时进口量环比大致持平，进口来源充足，因而即使禁矿如期执行，也不会有太大影响。

氧化铝端整体依旧维持过剩局面。电解铝方面，海外印尼华青铝业 25 万吨电解铝项目已全部投产，贡献一定增量；虽欧洲成本压力缓解，但欧洲消费表现不佳，或仍在抑制欧洲电解铝厂的复产进度。国内方面，云南地区暂未复产，而电解铝运行产能持续抬升。云南地区即将进入传统丰水期，关注来水情况，目前已有企业开始筹备复产，若云南地区复产，将带来更多增量。此外，随着广西、四川等地复产，贵州、内蒙古、甘肃等地新增产能释放，预计电解铝产量依旧将呈现抬升的状态。中期逐渐逼近产能上限，但预计电力稳定性问题将是影响铝供应的长期问题。

消费端，4 月铝杆产能释放带来开工率明显上行，而 5 月消费逐渐进入淡季，目前建筑及光伏有所走弱，汽车消费有待关注各地促汽车消费政策成效。

1.2.4. 铅：再生铅小有亏损，供增需弱之下铅价预计弱勢

供应端，统计局数据显示，4月及1-4月我国铅产量均是实现同比增长。本周铅锭供应环比有所增长，目前再生铅自检修中恢复，但已有小幅亏损；原生铅检修与复产并存，关注后续检修恢复节奏，但铅精矿偏紧的问题仍然存在，本周矿加工费持稳。而消费端的淡季表现延续，或成价格拖累，出口也暂无较大预期。在供应环比增长而淡季需求疲弱影响之下，铅价预期仍是弱势局面。

1.2.5. 锌：本周锌价屡创新低，冶炼端利润加速走低及需求疲弱，冶炼厂已有减产计划

本周四 LME 注册仓库锌库存跳增 40%，至 6.35 万吨，市场对锌隐性库存的担忧升温。在供应增长而需求担忧的背景下，本周锌价大幅下挫，而矿加工费持平上周，锌价显著下行带动冶炼利润大幅走低。在年初以来冶炼厂积极生产之下，矿加工费持续下行，并在前期锌价走低之下持续压缩冶炼利润，在此背景下，4月开始已有企业临时检修。本周锌冶炼利润大幅压缩之后，再生锌企业全面亏损，计划停产；而驰宏会泽和呼伦贝尔驰宏锌冶炼厂计划减产，并对旗下矿山主动限产，总体导致冶炼产量面临一定缩减。而矿山端，目前锌价已跌至 75 分位成本线，矿山出货意愿不强，TC 难大幅走高，同样对冶炼利润造成负面影响。因而利润整体压缩背景下，后续精炼锌供应增速将继续放缓。此外，若海外能源价格维持合理水平且消费力度尚可，海外冶炼厂有复产预期，而矿端面临难放量问题，届时矿端供应不足的问题或将显著，令冶炼端面临原料制约。

消费端，价格快速走低带动下游采购，本周国内维持去库状态，但订单较弱仍是现实问题，而跌价太过迅速也将导致买涨不买跌的下游市场采购意愿降低。终端而言，地产仍偏弱，但基建端有望逐渐发力，或带来消费回暖及增量。

1.2.6. 锡：佤邦文件宣布 8.1 暂停锡矿生产，矿端紧张驱动矿项目勘探及生产热情

矿端，5月20日佤邦发布文件宣布8月1日暂停锡矿生产，在当下矿供应紧张的背景之下，声明令市场对锡矿紧张的担忧继续增长。4月我国进口锡矿同比增长 18.09%，环比下降 14.85%，其中从缅甸进口同比增长 57.09%，环比下降 11.58%；从其他国家合计进口量同环比下降。预计 8 月前国内将抢进口部分锡矿。与此同时，锡矿紧张也驱动矿的勘探及生产热情，兴业矿业表示正在攻关提升锡金属回收率；SME 在其欧盟最大的锡矿 Penouta 的高产量基础上继续改进，

使其第一季度的总产量水平再创新纪录；Rome Resources 在刚果（金）发现大量锡矿床，均将补充锡矿供应。

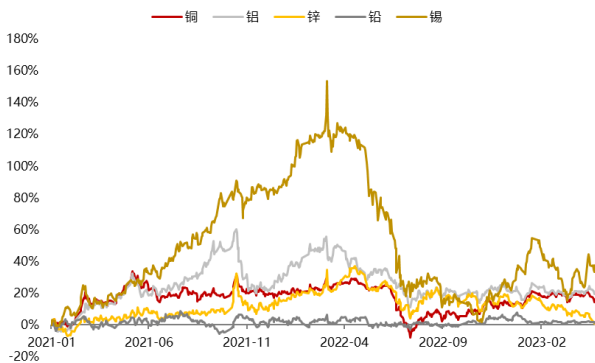
冶炼端，上周马来西亚 MSC 由于对一座损坏的熔炉进行修护导致生产将短暂中断，预计将在两周内恢复运营，目前暂未恢复。国内冶炼厂生产大致平稳，但仍是面临原料紧缺问题，已有企业计划减少运营以应对。锡矿供应紧张及加工费较低，接近部分冶炼厂成本，致使后续难有更多增量。短期而言消费偏弱仍是当下价格的制约因素，传统消费领域仍难见明显起色，目前订单仍不佳，关注光伏焊带锡、新能源车用锡等领域的拉动。

1.2.7. 价格及库存

本周 LME 市场铜、铝、锌、铅、锡价格较上周下跌 1.25%、1.80%、5.59%、0.74%、2.18%。SHFE 市场，铜、铝、锌、铅较上周分别下跌 1.61%、1.44%、7.26%、0.75%，锡较上周上涨 0.33%。

库存方面，LME 市场铜、铝、铅、锌、锡较上周上涨 6.25%、4.43%、4.57%、58.70%、4.90%。SHFE 市场，铜、铝、锌、锡库存较上周减少 15.93%、16.84%、13.00%、5.39%，铅较上周增加 10.72%。

图 9 SHFE 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）



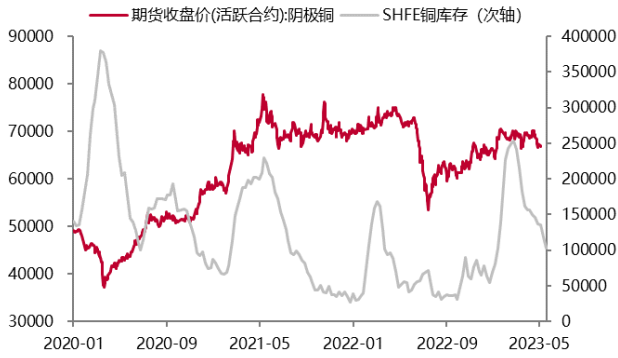
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 LME 基本金属涨跌（2021.1.4 为基期）



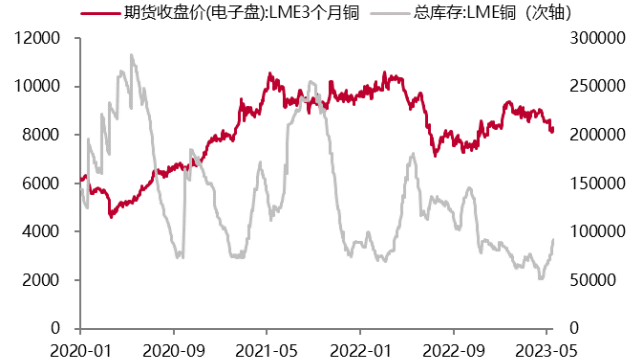
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 SHFE 铜价及库存 (元/吨, 吨)



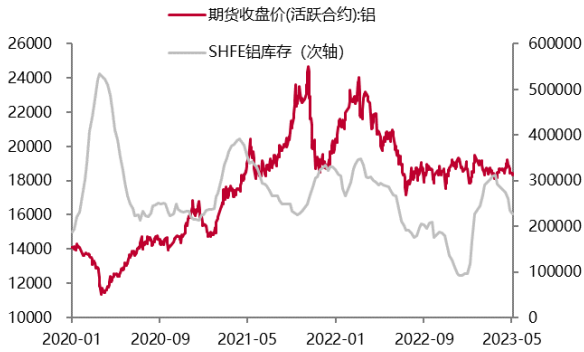
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 LME 铜价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 SHFE 铝价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 LME 铝价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 SHFE 锌价及库存 (元/吨, 吨)



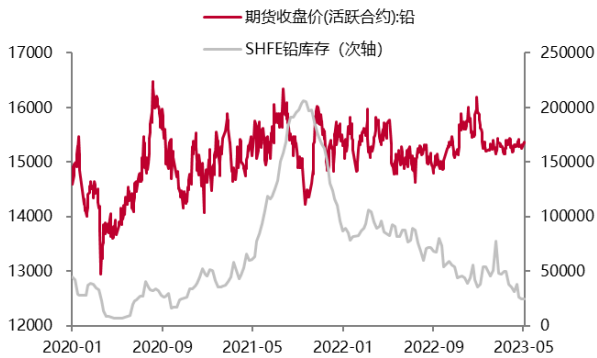
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 LME 锌价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 SHFE 铅价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 LME 铅价及库存 (美元/吨, 吨)



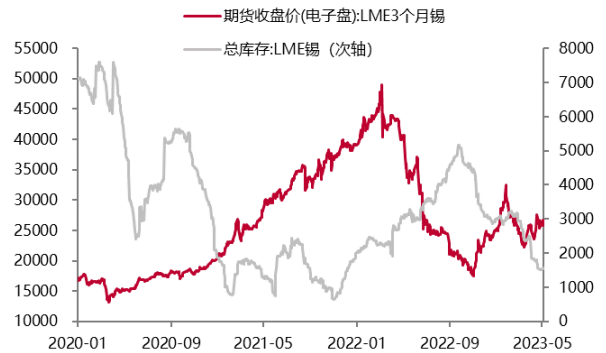
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 SHFE 锡价及库存 (元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 LME 锡价及库存 (美元/吨, 吨)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.3.小金属

1.3.1.一周重点新闻

1. 上期所: 加快氧化铝期货上市 推进铝合金、镁、钨等期货品种研发

5月25日,由上期所主办的第20届上海衍生品市场论坛在上海期货大厦举行。围绕着“构建新发展格局 推动高质量发展 建设中国特色现代期货市场”的主题,中国证监会副主席方星海,上海市政府副秘书长王平,中金所董事长何庆文,上期所理事长田向阳先后致辞。何庆文称,进一步丰富产品供给,持续优化参与者结构,提升中长期资金参与的广度和深度。上期所副总经理张铭在上行有色分论坛上表示,加快氧化铝期货上市,推进铝合金、镁、钨等期货品种研发。(上海有色网)

2. 南非铬矿商 Tharisa: 在铁路故障时使用卡车运输铬矿

外媒 5 月 25 日消息，南非铬矿商 Tharisa 表示，在铁路故障时使用卡车运输铬矿，其 85% 的铬出口量通过公路运输运送到港口。通过卡车而不是铁路运输的额外成本推动 Tharisa 的陆地物流成本在上半年上涨了 8.9%。Tharisa 在财报中表示，截至 2023 年 3 月 31 日的半年内，该公司生产了 788,000 吨铬精矿，同比增长 1.4%，有助于抵消 PGM 价格和产量下降对集团收入的影响。（上海金属网）

3.2000 立方米/年，钒钛股份钒电解液产线建成

5 月 25 日，钒钛股份发布公告称，公司控股子公司钒融科技于 2022 年 10 月份完成了工商登记，并开始筹备 2,000 立方米/年的钒电解液产线建设。截至 2023 年 5 月 25 日，该钒电解液产线已完成设备安装和热负荷试车调试，正在开展试生产有关工作。

钒钛股份表示，钒融科技 2,000 立方米/年的钒电解液产线的建成，标志着公司在钒储能领域的供应能力得到进一步提升，并为后续公司与大连融科按照《合资协议》共同投资建设 60,000 立方米/年钒电解液产线提供支撑，有利于推动钒在储能领域的应用发展。（长江有色金属网）

1.3.2. 小金属：大矿山停产叠加需求好转令钼价再上涨，需求跟进不足钒市难持续探涨

本周钼精矿价格较上周上涨 7.33%，钼铁价格较上周上涨 4.26%。本周钼产品价格继续上涨，一方面是原料端有大矿山停产，供应难增长；另一方面是下游钢招需求增长，量价齐升；此外，国际钼价上涨亦是有所带动。目前价格上涨暂较为健康，持续性仍需关注国际钼价带动情况，以及基建及建筑施工等消费的本质好转情况。中期而言，近两年钼矿供应难放量，供应端受限之下持续关注需求表现。

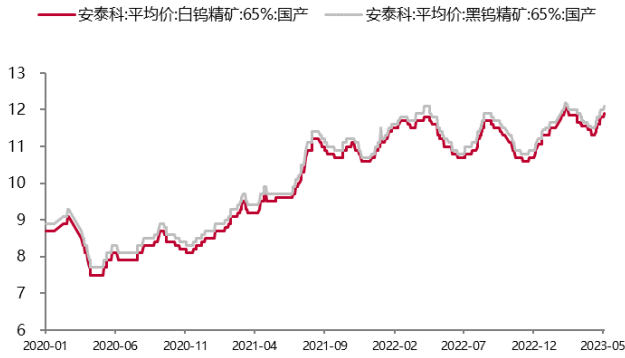
本周五氧化二钒价格较上周上涨 1.41%，钒铁价格较上周上涨 0.42%，钒电池指数本周上涨 1.48% 报收 1432.97 点。上周钒市探涨氛围渐起，但需求难以完全跟进，供应端有复产及开工，库存仍较充足，消费支撑不足之下，预计价格暂偏弱。未来在扩内需政策作用下，钒市有望持稳。中期而言，钒液流电池项目持续推出，需求增量空间广阔，将令供需格局趋于紧张，继续带动钒价稳步上行。

镁锭价格较上周下跌 7.69%；精钢价格较上周上涨 1.37%；锑精矿价格较上周上涨 0.72%，锑锭价格较上周上涨 0.61%；白钨精矿、黑钨精矿价格较上周持平，APT 价格较上周上涨 0.28%，钨铁价格较上周持平；二氧化锗、锗锭价格较上周

持平；高碳铬铁价格较上周持平，金属铬价格较上周下降 1.35%；精铋价格较上周下降 0.85%；海绵钛价格较上周下降 1.45%。

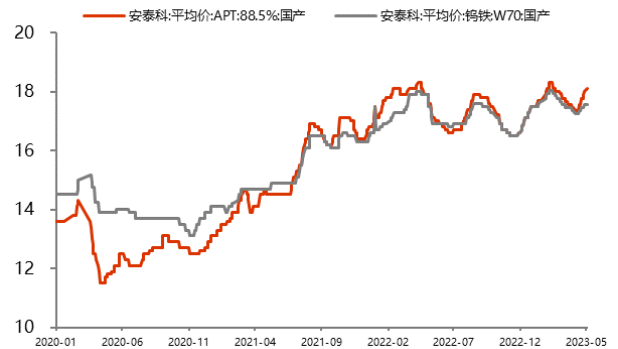
1.3.3. 价格变化

图 21 钨精矿价格（万元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 钨产品价格（万元/吨）



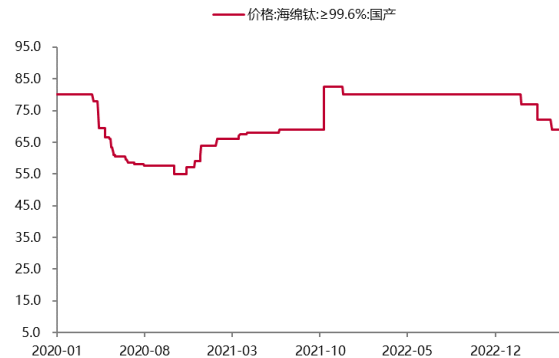
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 钼精矿及钼铁价格（元/吨，万元/基吨）



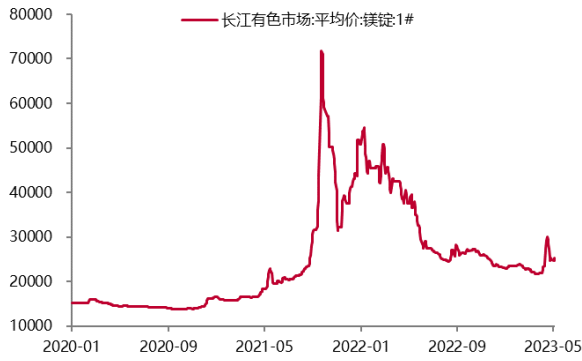
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 24 海绵钛价格（万元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 25 镁锭价格（元/吨）



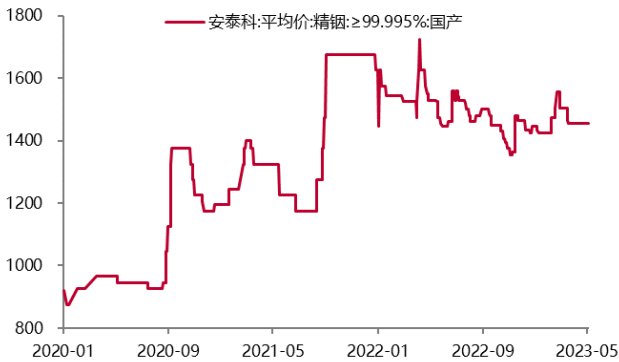
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 26 钒产品价格（元/千克）



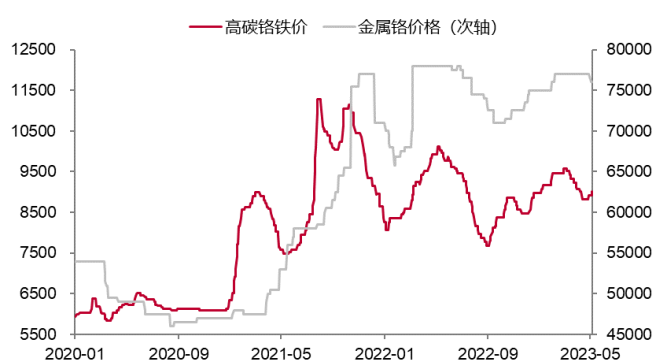
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 27 精铟价格（元/千克）



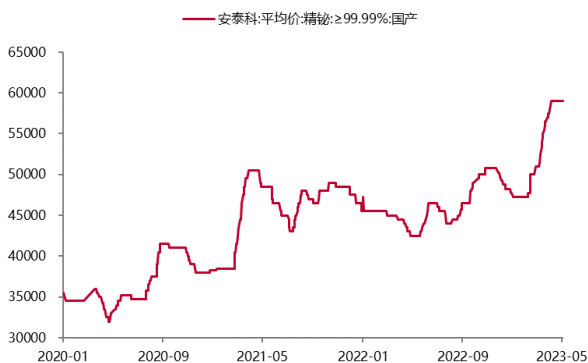
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 铬产品价格（元/吨）



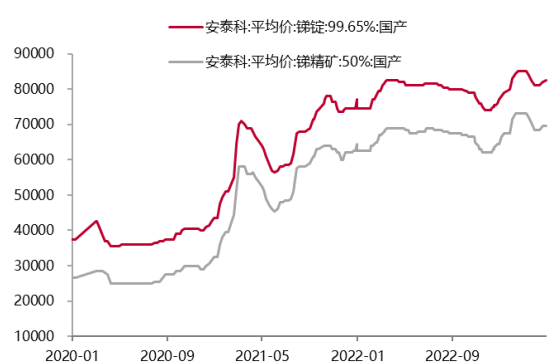
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 29 精铋价格（元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 锑锭及锑精矿价格（元/吨）

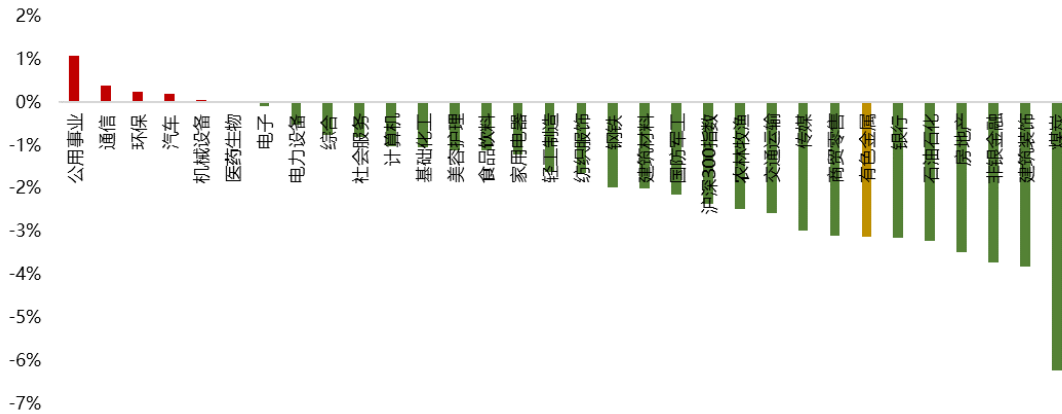


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.4.行情回顾

1.4.1.行业板块表现

图 31 一周板块涨跌 (%)

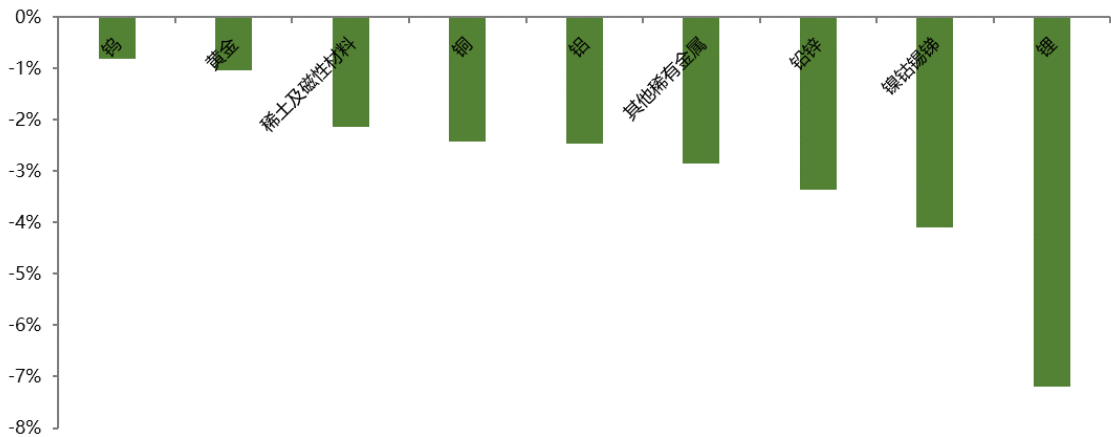


资料来源：Wind，华西证券研究所

本周上证指数报收 3212.50 点，周跌幅 2.15%；沪深 300 报收 3850.95 点，周跌幅 2.37%；本周 SW 有色金属板块跌幅 3.12%。

从细分行业看，子行业中钨、黄金、稀土及磁性材料、铜、铝、其他稀有金属、铅锌、镍钴锡铋、锂均出现跌幅，跌幅分别为：0.82%、1.03%、2.13%、2.42%、2.46%、2.85%、3.36%、4.09%、7.19%。

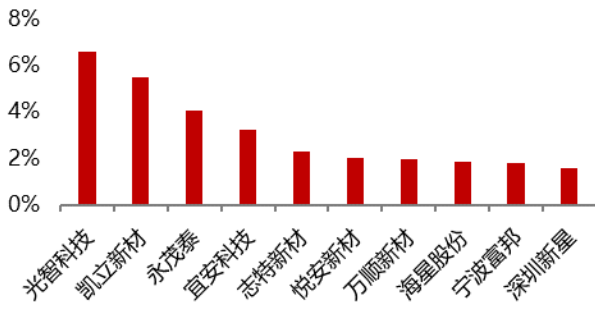
图 32 有色细分行业周涨跌 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

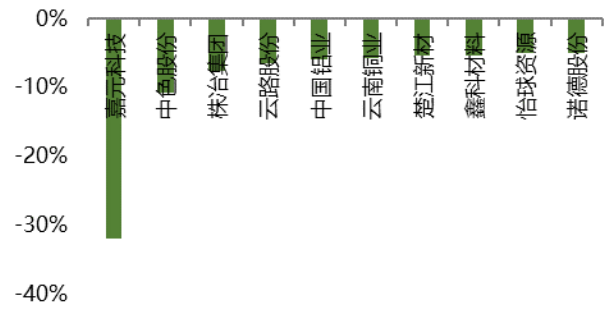
1.4.2. 个股表现

图 33 个股涨幅前十 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 个股跌幅前十 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

基本金属、贵金属、除稀土外的小金属、除磁材外的金属新材料的上市公司中,周涨幅前五分别是光智科技、凯立新材、永茂泰、宜安科技、志特新材,其涨幅分别为 7%、5%、4%、3%、2%。周跌幅前五分别是嘉元科技、中色股份、株冶集团、云路股份、中国铝业,跌幅分别为 32%、11%、8%、6%、6%。

2.风险提示

- 1) 美联储政策收紧超预期,经济衰退风险;
- 2) 俄乌冲突继续恶化;
- 3) 国内疫情影响消费超预期;
- 4) 海外能源问题再度严峻。

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2021年入围新财富最佳分析师评选电力及公用事业行业，2021年新浪金麒麟最佳新锐分析师公用事业行业第二名，2021年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第四名；2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年加入华西证券，澳大利亚昆士兰会计学硕士，两年卖方研究经验。

温佳贝：2022年4月加入华西证券。英国布里斯托大学理学硕士，FRM Holder。

黄舒婷：2022年4月加入华西证券，2年有色金属研究经验，曾就职于招商期货担任有色金属研究员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。