

宏观向下 VS 低库存，供需趋松预期何时兑现？ ——中信期货 2023 年度策略会议 有色论坛

2022-12-18

报告要点

12月16日，由中信期货主办的2023年度策略会议有色论坛在线上举行，本次线上会议，来自宏观及基本金属领域的几位嘉宾为大家呈现了最核心的逻辑和观点，以下为本次会议纪要。

摘要：

本次会议有上期所和中信期货共同主办，主要对2023年有色金属市场进行展望，为投资者提供有色市场的主逻辑和风险所在，助力实体企业安排生产、采购。

发言嘉宾：

1、海外弱衰退，国内弱复苏

刘道钰 中信期货研究所 宏观研究员

2、2023年铜锡锂行情展望

沈照明 中信期货研究所 有色金属组负责人

3、2023年铝行情展望

李苏横 中信期货研究所 有色金属研究员

4、2023年锌铅行情展望

郑非凡 中信期货研究所 有色金属研究员

5、2023年镍不锈钢基本面展望

张远 中信期货研究所 有色金属研究员

6、2023年贵金属基本面展望

张文 中信期货研究所 商品策略组负责人

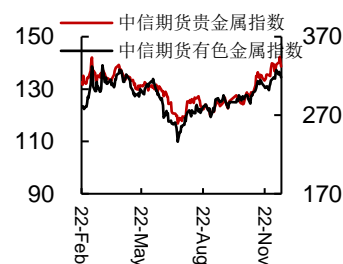
圆桌论坛：

1、2023年铜交易机会探讨及有色保值建议

徐长宁 铜陵有色集团商务部 期货业务主管

2、房地产下行周期下的铝市场机会探讨

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号



有色金属研究团队

研究员：
沈照明
021-80401745
Shenzhaoming@citicsf.com
从业资格号：F3074367
投资咨询号：Z0015479

李苏横
0755-82723054
lisuheng@citicsf.com
从业资格号：F03093505
投资咨询号：Z0017197

郑非凡
zhengfeifan@citicsf.com
从业资格号：F03088415
投资咨询号：Z0016667

陆义龙 武汉铝业协会 高级投资顾问

3、铅矿紧缺和锌矿过剩背景下的市场走向如何？

马宏健 云南振兴实业集团 高级市场分析师

4、镍产业链割裂何时能打通？

王 聪 上海有色网 大数据总监

各位投资者大家好，欢迎参加中信期货 2023 年度策略会有色分论坛。2023 年我们预期全球经济增长放缓，预计有色金属各品种普遍面临供需过剩压力，但是现实库存却偏低，供需趋松何时能够兑现呢？我们邀请了中信期货宏观研究员、有色等品种研究员及行业嘉宾将就 2023 年行情走势做详细探讨，希望能对各位投资有所帮助。

一、海外弱衰退，国内弱复苏

发言嘉宾 1、刘道钰 中信期货研究所 宏观研究员

对于 2023 年的宏观经济，我们认为海外是弱衰退格局，尤其是美国和欧元区；国内是弱复苏格局。

2022 年海外宏观基本上围绕高通胀、加息与经济衰退展开。2022 年一季度，海外通胀走高，市场交易高通胀环境下商品价格走高的逻辑，有色金属价格趋于上行。但是，高通胀也导致美联储快速加息，而快速加息又导致市场担心海外经济步入衰退，经济衰退的预期使得 6 月中下旬有色金属价格普遍大幅下跌。当然，后来市场发现海外经济增长的放缓比预期更慢，因此 7 月中旬之后有色金属价格普遍有所回升。

2022 年国内房地产下滑以及疫情反复对有色金属价格有较大影响。房地产的下滑幅度是比较大的，国内疫情阶段性扩散对我国消费构成明显抑制，对有色金属需求有一定的不利影响。

以上因素在 2023 年也是影响有色行情的重要因素。

（一）2023 年美欧仍需加息控通胀，经济趋于弱衰退

2022 年海外经济体普遍面临高通胀的问题；即便剔除掉能源和食品，海外主要经济体的核心通胀也较高。今年 10 月份，美国和欧元区 CPI 同比分别高达 7.7%、10.6%。虽然较高的能源和食品价格是推高通胀的原因之一，但是剔除掉能源和食品，美国与欧元区的核心 CPI 同比也分别高达 6.3%、5.0%，远高于 2% 的央行控制目标。其他主要经济体也普遍面临高通胀问题。目前英国、加拿大的核心 CPI 同比高达 6% 左右，韩国与新加坡的核心 CPI 同比在 5% 左右，此前长期低通胀的日本目前的核心 CPI 同比也高达 3.6%。

劳动力短缺是很多海外经济体高通胀的重要推动因素。今年很多海外经济体劳动力供需均为近 10 年最紧张的状态。9 月份美国非农职位空缺数高达 1072 万，比疫情前高 50% 左右；二季度末欧元区职位空缺率为 3.2%，比疫情前高 1 个百分点；澳大利亚、新加坡的职位空缺也异常高。劳动力供需紧张是高通胀的重要推动因素。

海外经济体劳动力短缺并非因为经济高速增长导致劳动力需求旺盛。美国、欧元区、澳大利亚、新加坡疫情后三年 GDP 年平均增速均显著低于疫情前三年的

GDP 年平均增速。这说明疫情后三年劳动力需求的增长并不快，劳动力短缺并非因为劳动力需求旺盛。

海外经济体劳动力短缺主要因为长期新冠持续抑制劳动力供应；从目前趋势来看，2023 年新冠流行将继续抑制海外劳动力供应。根据美国人口普查局的抽样调查以及疾控中心的统计分析，截至 10 月 17 号，7.0% 的美国成年人存在长期新冠症状，2.0% 的成年人因此活动严重受限。虽然大多数的长期新冠患者会继续工作，但工作时间和效率会有所降低，而且少数长期新冠患者症状严重，不得不退出劳动力市场。疫情之后，美国劳动参与率显著降低，非劳动力人口显著增加，这与疫情对劳动力供应的抑制是有关系的。值得注意的是，长期新冠患者数量随着时间推移并未显著减少；今年 9、10 月份美国长期新冠患者比例略有降低，但降低幅度并不显著。今年 3 月份以来美国劳动参与率并未进一步修复，仍比疫情前低 1.2 个百分点；非劳动力数量也并未进一步减少，仍比疫情前多 450 万左右，这从侧面印证长期新冠对劳动力供应的抑制并未随着时间而显著减弱。英国长期新冠数据与美国类似。英国有 210 万长期新冠患者，占总人口的 3.3%，其中奥密克戎时期新出现的长期新冠患者约为总人口的 1.2%。疫情以来，英国非劳动力人口数量异常增加。虽然奥密克戎毒株的症状严重程度较德尔塔毒株显著降低，但今年以来英国长期新冠患者数量并未减少，反而较去年年底有所增加。不管美国还是英国，长期新冠患者数量并未随着时间推移而显著减少。从这个趋势来看，2023 年新冠流行将继续抑制海外经济体的劳动力供应。

目前美国核心 CPI 同比拐点或已出现，但核心服务通胀压力仍大。10 月份美国核心 CPI 同比触顶回落，拐点可能已经出现。这主要因为核心商品价格回落。不过，美国核心服务通胀压力仍大，10 月份核心服务 CPI 同比仍略有上升，环比涨幅仍高达 0.5%。

预计 2023 年上半年美国住房租金同比涨幅继续扩大。住房租金占美国 CPI 的权重约 1/3，对美国 CPI 的影响较大。中长期来看，住房租金主要取决于收入水平。疫情以来美国住房租金累计上涨 11.8%，涨幅仍低于个人总收入 14.6% 的增幅，预计 2023 年上半年美国住房租金继续快速上涨。

2023 年下半年美国 CPI 住房租金同比回落较慢，年底仍高达 6%-7%。一方面，到明年年底较高的房价仍对租金有推升作用。疫情以来美国房价涨幅高达 35%，远高于租金涨幅。尽管今年三季度美国房价有所回落，但回落速度不快，3 个月累计仅回调 2.4%。到明年年底，美国住房租金疫情以来的累计涨幅大概率仍低于房价涨幅，房价对住房租金仍有支撑作用。另一方面，美国住房供需紧张的缓解较慢。截至今年三季度，美国出租房屋空置率与全美房屋空置单元数均显著低于疫情前。根据我们的推算，到明年年底全美房屋空置单元数量不太可能回升到疫情前水平，存量房屋供需仍偏紧。

劳动力供需紧张也是支撑通胀的重要因素。从供应端来看，2023 年美国劳动力供应难以显著增加。首先，长期新冠持续抑制美国劳动力供应；其次，美国失业率已经降至 3.7% 的历史低位，失业人口作为潜在的劳动力供应难以提供更多的

劳动力。最后，美国劳动年龄人口的自然增长相对缓慢。

从劳动力需求来看，2023年美国服务业有望略微增长，对劳动力需求有一定支撑。截至9月份，美国个人名义服务消费相对于疫情前(2020年2月)增长13.8%，略低于个人总收入14.6%的增幅，美国服务消费仍有一些修复性增长空间。美国非农就业以服务业就业为主，占比高达80%以上。服务消费小幅增长有望支撑2023年美国服务业业略微增长，进而给劳动力需求带来一定支撑。

综合劳动力供需来看，2023年美国劳动力供需紧张的缓解不会很快，美国核心服务通胀仍有支撑。再考虑到2023年上半年美国CPI住房租金同比涨幅继续扩大，下半年缓慢回落，年底仍高达6%-7%，**预计2023年上半年美国核心服务CPI同比维持高位，下半年有所回落，但年底仍较高。**

预计2023年一季度美联储继续加息至5%左右，年内不太可能转向降息。由于美国核心通胀拐点大体已经出现，预计美联储加息终点利率不太可能进一步抬升，2023年一季度美联储继续加息至5%左右。由于2023年美国核心服务通胀仍高，为了防止过早降息导致通胀反弹，美联储不会很快转向降息。再考虑到美国劳动力市场供需紧张的缓解不会很快，明年美国失业率上升幅度有限，就业不会很差，预计2023年美联储不太可能转向降息。

预计2023年美国商品需求明显下降。2022年年初以来美国耐用品与非耐用品实际消费支出略有减少，高通胀和加息对商品消费的抑制已经有所体现。2023年美国核心服务通胀较高，CPI同比回归2%需要核心商品CPI同比下降。这通过高利率抑制商品需求来实现。以房地产为例，美国30年期抵押贷款固定利率高达6%以上，处于2004年以来的最高水平。房贷利率的大幅提高已经导致新屋销售大幅下降，进而导致新屋库存大幅上升，使得新屋开工显著回落；预计2023年美国新屋开工进一步下降。

预计2023年美国整体经济弱衰退。今年下半年以来全球经济增长放缓使得贸易活动减少，2023年全球经济增长将进一步放缓，预计美国商品出口会有所下滑。今年三季度美国商品消费、住宅投资、存货投资均有所下降，但设备投资仍保持增长；明年美国商品需求将进一步减少，预计设备投资也会转向下降。三季度美国服务消费仍保持增长。考虑到美国服务消费尚未完全修复，美联储加息对服务消费的抑制相对较小，预计2023年美国服务消费略微增长。综合来看，预计2023年美国整体经济弱衰退。

2023年欧央行将继续加息控通胀。虽然欧元区通胀与能源价格大涨有较大关系，但由于新冠流行抑制劳动力供应，欧元区服务通胀压力也较大，10月份CPI服务同比上涨4.4%。未来欧元区通胀回归2%并非易事，2023年欧央行仍需加息控通胀。

预计2023年欧元区经济步入衰退。欧元区11月制造业PMI初值为47.3%，服务业PMI初值为48.6%，均连续3个月显著低于50%的临界水平。PMI数据显示欧元区经济已经显现衰退迹象。考虑到高通胀和加息将进一步抑制经济，预计

2023 年欧元区经济将进入衰退。

（二）2023 年我国稳增长力度加大，经济趋于弱复苏

2023 年我国外需仍存在下行压力。由于海外经济增长的放缓，今年 8-10 月份我国外需已经显著走弱，出口金额同比增速从此前的 17%左右降至-0.5%。2023 年海外经济增长会进一步放缓，我国外需仍存在下行压力。

从人口趋势来看，我国新增合理住房需求的峰值可能已经出现。2021 年我国城镇化率仅提高 0.83 个百分点，显著低于过去 20 年的 1.2 左右的最低水平。城镇化主要由农村年轻人进入城镇就业来推动，城镇化速度放缓与我国年轻人口减少有关，这一趋势会持续到 2028 年左右。此外，2014 年以来我国初次结婚登记对数持续下降，目前较峰值水平降低 40%左右，结婚买房刚需已经大幅减少；2018 年以来我国出生人数亦下降 40%左右，生育小孩带来的住房需求也显著减少。总的来讲，从人口趋势来看，我国新增合理住房需求的峰值可能已经出现。

当前商品房销售低于中期趋势水平，2023 年有望小幅改善。今年 8-10 月份的商品房销售面积已经降至 2012-2015 年水平，基本挤掉了投资和投机性需求。近 2 个月疫情对居民购房信心有一定的抑制。从这个意义来讲，近期商品房销售低于中期趋势水平，未来存在一定的修复空间。“房住不炒”是我国长期坚持的楼市政策基调。在这样的背景下，预计未来投资和投机性需求持续被抑制。再考虑到我国新增合理住房需求已经触顶，预计 2023 年我国商品销售面积小幅增长。

今年房企资金紧张对开发商的拿地和开工构成约束。2004-2021 年间，我国房屋新开工面积一直大于商品房销售面积，因为房屋新开工面积中 5%左右是不可销售的；但今年 1-10 月份我国房屋新开工面积却低于商品房销售面积。这并非因为开发商库存压力很大；今年商品房现房库存并未趋势性增加，新房价格跌幅也显著小于 2015 年，反映开发商库存压力小于 2015 年。我们认为开发商资金紧张限制了新开工。

最近我国金融机构对开发商融资的支持力度显著加大，预计 2023 年房屋新开工将有所修复。11 月 23 号，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施。这些措施的推出意味着金融机构对房地产开发商的支持力度将显著加大。预计 2023 年开发商的资金压力将明显缓解，房屋新开工和土地购置将有所修复。

预计 2023 年上半年我国房地产投资低位企稳，下半年小幅改善。2023 年上半年我国商品房销售面积、房屋新开工与土地购置面积有望小幅改善，但考虑到前期房屋新开工面积大幅下降对房地产投资的滞后传导效应，预计上半年房地产投资低位企稳，下半年才会小幅改善。

2023 年消费会有所修复，但可能仍部分受到疫情抑制。2022 年国内疫情有所加重，对消费的抑制明显加大。考虑到防疫政策的优化与防疫经验的累积，2023 年国内疫情有望缓解，消费趋于修复。当然，疫情缓解可能并非一帆风顺，消费

可能仍在一定程度上受疫情抑制。

消费修复主要体现在耐用品消费、服务消费方面。从消费分类数据来看，餐饮、旅游等人员密切接触型服务消费以及汽车、家电、通讯器材等非必需耐用品消费受疫情影响较大；医药、粮油食品等必需消费受疫情影响较小。未来消费修复主要体现在人员密切接触型服务消费、非必需耐用品消费方面。

预计 2023 年我国稳增长力度将进一步加大。我国 2035 年远景目标之一是人均国内生产总值达到中等发达国家水平。这意味着 2021-2035 年我国经济总量或人均收入翻一番，GDP 年平均增长 5%左右。由于疫情抑制经济，预计 2022 年我国 GDP 同比仅增长 3.3%，显著低于 5.5%左右的政府预期目标。在这样的背景下，2023 年我国 GDP 实现 5%以上增速的迫切性加大。考虑到 2023 年我国外需下降，房地产虽然小幅改善但仍偏弱，2023 年我国经济实现 5.0%以上增速仍面临较大挑战。因此，我们预计我国稳增长力度将进一步加大。

稳增长仍需基建发力，预计 2023 年我国经济弱复苏。今年二季度以来我国宏观政策的主基调是稳增长，相关措施包括促进消费、稳定楼市、加大基础设施建设力度、阶段性鼓励设备更新改造投资等。预计 2023 年我国稳增长仍是多方面发力。今年 1-10 月份我国基建投资同比增长 11.4%，增速较高，发挥了一定的稳增长作用。2023 年我国基础设施建设力度有望进一步加大。尽管 2023 年我国经济面临外需走弱、房地产投资偏弱、消费不强的不利局面，考虑到防疫政策优化以及稳增长发力，2023 年我国经济有望弱修复。

（三）小结

总的来讲，我们认为明年美国和欧元区经济弱衰退。考虑到美国核心通胀拐点可能已经出现，美元指数可能已经处于顶部区域。海外抗通胀需要适当压低商品价格，明年大宗商品价格整体震荡偏弱。考虑到国内经济弱修复，国内相关品种价格相对偏强。

二、2023 年铜锡锂行情展望

发言嘉宾 2、沈照明 中信期货研究所 有色金属组负责人

（一）铜

主要观点：我们预计高通胀短期内难以缓解，欧美货币政策难以转向，高利率累积负面影响将继续显现，全球经济增长将放缓，需求增速下行，供应维持偏高增长，供需趋松将驱动铜价进一步下探。

核心逻辑：

（1）从流动性上看，考虑到俄乌局势仍偏紧张，疫情对供应链的扰动还在，估计全球通胀短时间内很难出现明显下降，欧美货币政策 2023 年将延续偏紧局

面，政策转向还需要等待。

(2) 宏观上来看，今年 9/10 月摩根大通全球制造业 PMI 已经连续跌破 50% 的荣枯线水平。同时，欧美央行持续快节奏加息推高了利率，这对经济的累积负面影响在加大，IMF 今年以来不断下调全球经济增长预期。10 月份，IMF 预计 2022 年全球经济将增长 3.2%，2023 年将放缓到 2.7%。

(3) 供应端，今明两年全球铜矿新扩建项目偏多，这是铜矿产量增长的基础，我们预期 2022/2023 年全球铜矿产量增速分别为 4%和 3%。今年国内冶炼新增产能约 100 万吨，海外冶炼产能增加约 39 万吨，但 2023 年国内冶炼新增产能回落到 56 万吨，并且部分原有产能还将面临阶段减产风险，2023 年海外冶炼产能将小幅下降，预期 2022/2023 全球精铜产量分别增长 4%和 2.5%，2022/2023 中国铜产量分别增长 3.8%和 4.8%。

(4) 就消费来看，今年海外消费在一季度还受益于经济的复苏，但之后在俄乌局势紧张、欧美主要央行紧缩货币政策等因素的影响下，海外消费逐步走弱；而就国内来看，尽管 3/4 月华东疫情对铜消费造成负面冲击，但是 5 月份随着疫情好转，复工复产以及汽车和家电等行业刺激政策陆续出台，国内铜消费明显改善。2023 年，我们认为海外铜消费将随着经济增长进一步放缓而转为负增长，国内铜消费增长有望随着疫情防控政策优化而进一步改善。预计 2022/2023 年全球铜消费增速分别为 2.4%和 1%，中国 2022/2023 年全球铜消费增速分别为 1.9%和 3%。

(5) 供需平衡来看，2022 全球铜市场整体延续紧平衡的状态，2023 年预计将大幅过剩 42 万吨。

我们认为 2023 年沪铜价格重心可能下移到 5.9 万元，沪铜波动区间在 5.5-6.5 万元，伦铜均价将下移到 7700 美元，伦铜波动区间预计在 6900-8500 美元。

投资建议：结构上，择机关注沪铜跨期正套以及内外盘反套机会；

单边，尝试布局铜空头。

风险因素：美联储货币政策提前转向；国内防疫政策变化；中美关系紧张；供应中断

(二) 锡

主要观点：2023 年，我们认为全球锡需求有望弱改善，锡供需过剩局面将改观，锡价或有望走出探底回升走势。

核心逻辑：

(1) 2022 年，在高通胀及欧美央行快节奏加息背景下，半导体行业景气走弱，家电行业也受到房地产疲软拖累，全球锡消费走弱，我们预计 2022 年全球和中国锡消费分别下降 4.2%和下降 1.6%。2023 年预计年中随着美联储货币政策逐

渐趋松，半导体行业或有望见到拐点，同时，国内疫情防控政策边际趋松，房地产竣工修复可能对家电等行业有所带动，光伏新增装机和新能源汽车销量保持偏高增长，这将使得 2023 年全球锡锭需求迎来修复，我们预计 2023 年全球和中国精锡消费分别增长 2.7%和 3.3%。

(2) 2022 年，高锡价刺激全球锡矿和精锡产量继续维持偏高增长，主要是由于南美和印尼锡产出大幅增长，我们预计 2022 年全球锡矿和精锡产量分别增长 4.8%和 2.9%；由于今年锡价大幅下跌过程中，中国内冶炼厂集中检修，所以国内锡锭产量出现收缩，预计 2022 年中国精锡产量下降 1%。考虑到锡价大幅下跌对新扩建产能以及高成本现有产能有负面影响，并且缅甸锡矿抛储告一段落，我们认为 2023 年全球锡矿产量增速将放缓到 1.5%，全球和中国精锡产量分别增长 1.6%和 1.6%。

(3) 供需平衡来看，我们认为今年全球锡锭过剩 0.7 万吨，考虑到 2023 年供应增速小于需求，供需过剩量有望收窄到 0.3 万吨。

我们认为 2023 年上半年锡价仍有继续探底可能，下半年价格或有望止跌回升，沪锡主力合约均价预计为 17 万，波动区间大致在 14-20 万，伦锡均价预计为 2.2 万美元，波动区间大致在 1.6-2.7 万美元。

投资建议：1、单边：上半年建议维持偏空思路；2、结构性机会：锡内外盘正套。

风险因素：半导体低迷超预期；供应中断；美联储货币紧缩持续时间超预期。

(三) 锂

主要观点：我们认为在市场和政策双重驱动下，明年全球电动车消费将继续保持高速增长，同时全球储能也将在政策驱动下爆发，二者是 2023 年锂需求增长的主要贡献者。而在供给上，澳矿、南美盐湖和国内云母等都有较大新增产能投产，预计增量达到 36 万吨 LCE，然而实际受到各种因素扰动，供给不及预期概率较大，所以供需将维持紧平衡，锂价重心高企，全年价格将在 40-65 万元波动。

核心逻辑：

(1) 从政策来看，2022 年是国内新能源车补贴退坡最后一年，但各种地方补贴政策也纷纷出台作为缓冲，预计 2023 年依然有地方补贴和购置税免征政策作为新能源车增长的保障，同时，海外也多有相应补贴和政策利好以促进电动车和储能增长。另一方面，海外政策对资源的控制加强，可能对 2023 年的锂资源供给产生不利影响。

(2) 供应端，2022 年海外矿端有所放量，新增产能也集中于 2023、2024 年投放，但由于产能爬坡时间较长，实际产量的大量释放还需等到 2024-2025 年。预计 2023 年产量或可达到 116 万吨 LCE 左右；其中增量主要还是来自于澳洲锂

矿、南美盐湖和国内锂云母。

(3) 消费端，2023 年全球新能源车消费继续保持较高增速，但由于今年基数较大，增速可能会有所放缓；储能在政策的带动下明年将继续延续高增长，成为锂盐消费增长的主要动力之一，消费电子终端未见明显好转，明年增量有限。预计 2023 年锂需求将达到 110 万吨 LCE 左右。

(4) 供需平衡情况，自 2021 年电动车销量大爆发以来，碳酸锂供需一直处于偏紧状态，2022 年全年也同样呈现供不应求的景象，为此，产业链各个环节的企业均纷纷出海开启“抢矿大战”，却也难解燃眉之急。从 2023 年整体情况来看，锂供给和需求都有较大增长，在消费端增速不及今年的情况下，供需或由短缺 2.3 万吨转为过剩 6 万吨 LCE，但由于供应端扰动可能性大，预计明年依然维持紧平衡状态。

我们认为尽管明年供需缺口有所缓解，但由于产能爬坡因素，新增产量多在下半年，碳酸锂价格或在 2023 年上半年维持在高位，等到下半年更多锂产量产出后将会有小幅回落，但需求的支撑也使得碳酸锂跌幅有限，预计 2023 年上半年电池级碳酸锂价格将在 50-65 万/吨区间，下半年回落到 40-55 万元/吨。

风险因素：终端消费不及预期；政策不利变化；技术方向改变。

三、2023 年铝行情展望

发言嘉宾 3、李苏横 中信期货研究所 有色金属研究员

主要观点：短期受消费季节性转弱及疫情扩散压制，铝价面临回调压力，但下一个旺季继续去库预期及成本支撑，将限制沪铝回调的空间。中期看国内铝的高供给将弥补消费缺口，沪铝有承压风险。操作上，跟进消费表现及库存拐点，择机沽空；结构上，低库存格局或随时间推移渐渐打破，关注库存拐点，择机布局跨期反套机会。

核心逻辑：

一、宏观上，在通胀顽固之下，联储态度实质性转向难以出现，当前加息速度相对于利率终点及保持时间已相对不重要，后续核心或在于持续保持收紧的“姿态”，海外流动性趋紧对铝价构成拖累。

二、供应上，2023 年，国内具备投复产条件的产能规模约 243-274 万吨，主要集中在内蒙古、四川、云南、广西等地区。从项目进度看，西南项目或多或少受到电力扰动，但在国内稳增长的大目标下，铝厂担负着地方工业产值、税收及就业等社会责任，参考去年限电情况综合评估，预计国内电解铝产能集中释放的时间将前置至一二季度。根据排产计划，2023 预计电解铝产量达 4269 万吨，同比增幅提升至 6.5%。从节奏上看，2023 日均产出从 11.2 万吨稳步上升至 11.9 万吨，由于 2022 年产出前高后低，2023 年产出增速上前低后高。

三、消费上，2023 年全年角度看，消费主版块房地产（+60）、光伏（+88）、汽车（+55）、高压输变电用铝（+13）、未锻造铝及铝材的出口（-67），再加上国内外废铝替代增加（-60），合计用铝增长 79 万吨，增速约 1.9%，全年铝需求为 4261 万吨。

四、供需平衡上，预计 2023 年国内供需过剩量在 36 万吨左右。低库存状态及旺季再度去库的预期使得现货坚挺，沪铝短端表现优于长端，换而言之，back 结构大概率持续至 2 月份，预计在 3 月份以后该结构随着库存变动出现松动。至年底结转铝锭+铝棒库存约 96 万吨。

四、价格节奏上，短期受消费季节性转弱及疫情扩散压制，铝价面临回调压力，但下一个旺季继续去库预期及成本支撑，将限制沪铝回调空间。中期看国内铝的高供给将弥补消费缺口，沪铝有承压风险。

四、2023 年锌铅行情展望

发言嘉宾 4、郑非凡 中信期货研究所 有色金属研究员

（一）锌主要观点：

2023 年随着锌精矿的供给逐渐宽松，冶炼厂利润将大幅改善，精炼锌供给约束或将缓解，锌锭产量回升空间较大。消费来看，2022 年房地产信贷收紧政策将有矫正，基建需求或仍有韧性，不过海外经济下行压力较大，精炼锌下游消费品出口拉动转弱，需求支撑弱化。因此，在供应端增加，需求支撑弱化的情况下，2023 年精炼锌供需将逐渐走向宽松，或迎来宏观向下与基本面趋松的共振，锌价重心趋于下移。

核心逻辑：

一、宏观上，2022 年美联储逐步退出 QE，并且为了控制通胀采取了大幅度的加息，而欧洲央行同样采取了紧缩的货币政策。预计随着 2023 年欧美国家实质性衰退的临近，货币政策在 2023 或面临转向，但过程将会比较曲折。

二、供应上，2022 年全球锌矿供应不及预期，预计 2023 年产量供应扰动趋缓，整体预期转向宽松。随着锌矿供应逐渐转向宽松，冶炼厂利润得到大幅改善，预计 2023 年国内精炼锌产量回升空间较大，关注供应端扰动以及产量实质性落地情况。整体来看，国内精炼锌实际供应较 2022 年回升空间较大。

三、消费上，2023 年国内精炼锌消费回暖，但增幅有限。房地产信贷收紧政策将有矫正，锌消费走弱趋势边际转缓；宏观上稳增长将成为 2023 年主基调，基建投资仍然具有韧性。不过 2023 年海外经济下行压力较大，精炼锌下游消费品出口拉动转弱。。

四、供需平衡上，2022 年精炼锌供需偏紧，供给瓶颈主要在锌锭端，预计 2023

年锌供应胜负手仍在锌锭，如若锌矿传导至锌锭供应较为顺畅，则供需将逐渐走向宽松，库存也将逐步累积。

五、价格节奏上，2023 年锌锭供需将逐渐走向宽松，伴随着海外经济进入实质性衰退，锌锭宏观向下与基本面宽松将迎来共振，锌锭价格重心将逐渐下移，如果锌矿传导至锌锭顺利，则 2023 年有望形成复刻版的 2019 年行情，节奏上来看上半年下行压力较大。预计沪锌 2023 年价格有望触及 20000 元/吨，主力合约波动区间在 20000-25000 元/吨。

（二）铅主要观点：

LME 铅被纳入彭博商品指数，聚光灯效应使铅在短期获得大量资金关注，叠加市场对宏观情绪转向正面，沪铅持仓量急速上涨，铅的资金面情绪明显好转。我们认为 2023 年初铅将延续资金面与产业面的博弈，基本面供需趋松预期不改，2023/2024 年铅供给过剩幅度递增，价格中枢或下移。

核心逻辑：

一、资金面上，LME 铅被纳入彭博商品指数，聚光灯效应使铅在短期内获得大量资金关注。商品。叠加市场对宏观预期转向正面，沪铅持仓量翻倍，LME 铅投资基金多头持仓占比明显上升。我们预计资金面对于铅的关注度会逐渐下降，资金退潮后将重新回归基本面定价。

二、供应上，精炼铅产能过剩，原料供应转松后精炼铅供应有望增加。1) 矿端有新增产能投放，随国内防疫政策逐步优化、海外矿山劳动力短缺问题解决，铅精矿产量有望上升；2) 市场逐渐适应废铅酸蓄电池带增值税发票进行交易，“有货难采”局面得到改善，废铅料供应逐渐趋松；3) 精炼铅产能过剩，当前炼厂利润尚可，复、增产意愿增强。我们预期 2023/2024 年精炼铅产量增速为 2.0%和 2.6%。

三、消费上，需求边际转弱，整体保持稳定。1) 2023 年锂供需有由紧转松趋势，价格中枢或下移，对铅酸蓄电池替代边际增强，且旧国标电动车过渡期未截止的地区逐步减少，需求存转弱预期；2) 电动自行车对铅酸蓄电池需求大于机动车领域需求，外卖、快递等配送场景对电动自行车的需求逐渐饱和，铅酸蓄电池新增需求下滑明显；3) 铅酸蓄电池的替换需求远大于新装需求，电动自行车、机动车高保有量使铅酸蓄电池终端需求稳定。我们预期 2023/2024 年精炼铅消费增速为 3.0%和 1.5%。

四、供需平衡上，预计 2022/2023 年国内精炼铅维持紧平衡状态，分别小幅过剩 28 万吨和 16 万吨，2024 年大幅增加为 57 万吨。

五、价格节奏上，随资金退潮后将重新回归基本面定价，2023 年沪铅或呈现波动性逐渐下降后转为窄幅震荡。2023 年沪铅价格重心在 15000 元/吨，大致运行区间在 14000-16000 元。2024 年沪铅价格重心在 14500 元/吨，大致运行区间在 13500-15500 元。

五、2023 年镍不锈钢基本面展望

发言嘉宾 5、张 远 中信期货研究所 有色金属研究员

各位投资者，大家下午好，我是中信期货研究所有色金属组的张远，今天代表我们团队向各位分享一下我们对于 2023 年镍和不锈钢市场的基本观点和主要运行逻辑。

（一）对于镍市场来看，我们认为 2023 年市场运行的主要逻辑观点如下：

主要观点：对于 2023 年镍价走势，我们认为价格运行重心有望下移，整体价格偏弱运行。镍产业链整体过剩延续，同时结构性过剩有望转向全面过剩，关注可交割品库存变化，镍价高弹性属性预计短时难改，我们需警惕印尼政策、镍豆交割等潜在事件扰动带来的价格剧烈波动风险。

主要核心逻辑：

宏观面，疫情影响进入常态化，欧美近乎全民免疫，国内也适时优化防疫政策，但变异毒株带来的零星疫情仍旧扰动不断，虽疫情对经济负面影响有所走弱，但仍需保持警惕。当前，海外主要发达经济体通胀持续居高难下，通胀现实压力依旧突出，市场虽对未来美联储货币政策阶段性趋松预期升温，但实际转向或仍需时间，在此背景下，预计 2023 年全球经济增长将进一步放缓，甚至部分国家还将面临衰退的压力，有色金属价格运行或仍将偏承压。

供应端，2022 年产业链变革较快，硫酸镍为代表的部分环节发生明显原料替代，原生镍层面虽有过剩，但大体表现在二级镍镍铁（NPI）层面，纯镍过剩有限，镍盐小幅短缺。展望 2023 年，原生镍过剩预期仍旧延续，同时产业链结构性过剩（二级镍镍铁过剩）或有望转向全面过剩（一级镍电解镍、二级镍镍铁、镍盐均过剩），供应将延续大幅增长，主要由镍铁及镍盐（原料为中间品）增量贡献。我们预计 2022 年全球原生镍供应增长 17.88%，中国增长 15.84%；2023 年全球原生镍供应增长 16.84%，中国增长 20.97%。

需求端，2023 年，不锈钢新增产能依旧较多，且随着我国地产尤其是跟不锈钢最为相关的竣工端预期有弱修复表现，需求或将得到一定改善，加之当前社库水平并未体现过大压力，预计生产将重新恢复增长。海外新能源车受抑于高通胀及经济增长放缓，但政策驱动下或仍有一定提振；而国内补贴虽面临退出，但免征购置税政策仍存，且国内行业发展目前已逐渐脱离政策驱动，回归市场需求驱动，车型丰富化、续航里程提高等都有望推动消费，国内新能源车销量或仍有望继续保持较快增长，但增速将面临放缓。合金、电镀成电解镍主要消耗，需求跟随绝对价格波动，电镍需求弹性渐趋弱化。整体来看，原生镍需求继续向上，但电解镍需求抬升或有限。我们预计 2022 年全球原生镍需求增长 4.29%，中国增长 10.57%；2023 年全球原生镍需求增长 11.58%，中国增长 14.66%。

库存变化及平衡方面，考虑到目前 LME 镍板库存已近乎搬空，明年 LME 库存或难现进一步大幅走低，甚至不排除逐渐看到一定程度累积。由于电解镍需求不佳，伦镍升贴水也或将较长期维持贴水，现货端整体偏松。国内生产、进口预期相对稳定，一定刚需下预计库存仍将是低位波动运行为主，整体保持紧平衡状态，现货大体偏松，短时紧张偶现，升水有望基本保持在 3500 元/吨一线水平，其中金川镍板较俄镍、镍豆稍高。但我们也要意识到，当前显性库存仍在磨底阶段，并未看到出现持续转向，库存隐性化问题仍值得关注，可交割品低库存下产业链结构性矛盾依然突出。我们预计 2022 年全球原生镍平衡表现为过剩 13.0 万吨（其中电镍 3.5 万吨、镍铁 15.6 万吨，镍盐-6.1 万吨），中国表现为过剩 11.6 万吨（其中电镍 1.7 万吨，镍铁 11.5 万吨，镍盐-1.6 万吨）；2023 年全球原生镍平衡表现为过剩 31.3 万吨（其中电镍 8.1 万吨、镍铁 21.8 万吨，镍盐 1.4 万吨），中国表现为过剩 25.2 万吨（其中电镍 0.6 万吨，镍铁 21.4 万吨，镍盐 3.2 万吨）。

投资建议：单边，择机布局空头头寸；结构上，关注跨市反套及空镍不锈钢比值机会。

风险因素：宏观及地缘政治变动超预期；新能源车销量不及预期；印尼税收、镍豆交割等政策超预期。

（二）对于不锈钢市场，我们认为 2023 年市场运行的主要逻辑观点如下：

主要观点：对于 2023 年不锈钢价走势，我们认为价格将震荡偏弱运行为主。

主要核心逻辑：

供应端，就 2023 年来看，国内镍铁仍面临印尼资源挤出压力，印尼 NPI 大量投产，我国进口继续抬升，产量保持下移，整体镍铁资源供给充足；铬铁近两年国内新增产能较多，且能耗管控在经济下行压力下多有放松，我国产量仍将上移，进口随着南非扰动缓释或退去，同样将有小幅增量，整体铬铁资源同样相对充足。不锈钢随着我国地产尤其是跟不锈钢最为相关的竣工端预期有弱修复表现，需求或将得到一定改善，加之当前并未显现过大库存压力，产量同样有望恢复增长。整体来看，原料端偏宽松预期不改，不锈钢供应有望恢复增长。我们预计 2022 年全年我国不锈钢供应增速将达到 1.65%，2023 年供应增速将达到 4.05%。

需求端，就 2023 年来看，考虑到政府积极保交楼、保交付，且疫情管控政策有所优化，地产竣工端或有望迎来弱复苏，相关下游终端表现预期改善。细分终端来看，地产竣工端弱修复加之政策刺激预期仍旧向好，家电、汽车表现预计仍旧稍强，电梯行业同样受益，或重新恢复增长；疫情防控政策优化或提振工程机械设备需求；但考虑到中长期碳中和大背景，石化行业或依然难体现明显增长；净出口在印尼资源回流及海外需求下滑的影响下也难有增量。我们预计 2022 年全年我国不锈钢需求增速将达到 0.57%，2023 年需求增速将达到 4.18%。

库存变化及平衡方面，2023 年新增产能依旧较多，且 2022 年部分产能有进

一步放量空间，预期产量将恢复增长，同时需求在地产端弱修复提振下同样存在上行预期，供需双增下不锈钢依旧偏过剩，库存预计仍将有所累积，但钢厂库存压力增大的背景下，或将部分资源外流进入社会库存或仓单库存。我们预计 2022 年全年我国不锈钢平衡将表现为过剩 19.1 万吨。2023 年平衡将表现为过剩 16.0 万吨。

投资建议：单边，以震荡偏弱思路对待，择机参与沽空；结构上，关注空镍不锈钢比值机会。

风险因素：钢厂生产不及预期，需求释放不及预期，原料价格变动不及预期，印尼政策超预期。

六、2023 年贵金属基本面展望

发言嘉宾 6、张 文 中信期货研究所 商品策略组负责人

贵金属可视为一种特殊的债券，由于库存不灭性，因此与美联储货币政策、经济状态和地缘政策更相关。我们认为，判断 2023 年贵金属只要回答三个问题：

(1) 美联储何时转向，是否降息？(2) 美国经济是否衰退，何时衰退？(3) 白银价格上涨是否短期，空间如何？

我们的答案是，(1) 美国明年二季度结束前加息或暂停，但由于通胀回落缓慢，未来降息空间也受限；(2) 美国经济未来衰退概率接近 100%，时间最早或在二季度末，较大概率在三四季度，此时加息对长端利率影响愈发有限，美元指数大幅上冲概率较低，支撑贵金属；(3) 白银现货需求和低库存使白银相比黄金更强。

(一) 货币政策转向：上半年或暂停加息，“滞胀”逻辑支撑贵金属

我们可以从金融指标和实体经济指标分别验证货币政策变化和经济时间衰退时点。首先观察历史衰退时点、利差倒挂持续时间、货币转向时间的关系，如图表所示，除 1980 年 1 月的衰退时点外，通常利差倒挂后 5 个月中止加息，最久不超过 9 个月。之后经济逐步步入衰退期，这体现美国货币政策前置熨平经济波动的过程。当前利差倒挂已经持续 5 个月，至明年年中为 11 个月，超过之前均值，且与联邦基金利率期货判断转向时点对应，因此我们判断明年年中货币收紧中止确实较大。从隐含加息预期指标看，同样支持明年二季度前转向观点，且联邦基金利率高点在年中为 5% 附近。而从明年年中开始，实体经济将进入衰退概率较大的时间区间。这支撑贵金属。

而从经济指标看，就业情况和房屋等价租金同样验证通胀回落缓慢，预计降息时间点存在不确定性，明年空间也有限。美联储“软着陆”的方案简单概括，就是使贝弗里奇曲线以职位空缺率下降，但是失业率不变的方式回归到疫情前位置（绿线代表“软着陆”）。我们认为，即使当前采用暴力加息模式，核心通胀

也很难快速回落，而就业结构问题（就业率和劳动参与率偏低）和货币传导“时滞”问题将错杀需求（红线代表“硬着陆”），这使得明年“滞胀加深”。但无论明年美国处于“滞胀加深”还是“衰退落地”，都有利于贵金属。

如上图所示，如果简单看美国当前失业率处于低位，职位空缺数处于高位，那么美国确实处于“过热”，存在“软着陆”的可能，但是实际上却不是这样。因为美国就业存在“错配”的可能，即在贝弗里奇曲线的二维空间内，存在结构错配的“第三维度”，使失业率相比真实值较低。由于新冠疫情使密切接触服务业供给难以恢复，超额储蓄使美国居民无心回到就业市场导致。此时核心通胀回落将缓慢，因为我们很难通过加息打压医疗、教育、基础服务业需求的方式改善通胀。

（二）美国衰退逻辑：概率接近 100%，预计最早在明年二三季度，此时贵金属获得向上动力

我们认为，即使年中货币政策转向，未来美国衰退概率已接近 100%，这同样支撑贵金属价格。该观点可以从衰退时点的预测过程中体现。

衰退常用的预测方式是，金融利率指标+实体经济指标。我们首先看美债长端利差验证观点。从图表可见，从 1977 年以来，当 10 年-3 月、10 年-2 年、30 年-5 年美债月均利差倒挂为两个或以上时，美国未来衰退概率为 100%。截止 2022 年 11 月，三种利差同时出现倒挂，暗示金融市场认为未来美国经济衰退几成定局。

再从刚才衰退时点、利差倒挂持续时间、货币转向时间的关系看，历史上，即使货币政策出现转向，但时滞性依然使得实体经济面临一段时间压力，从明年年中开始，实体经济将进入衰退概率较大的时间区间，这利好贵金属。

再从经济指标看，我们从美国实体经济指标观察，同样验证美国经济见顶预期。美联储哈克曾表示，货币政策传导到实体经济大约一年，以此推断，密集加息将在明年二、三季度开始显示威力，这支撑贵金属价格。

消费周期看，美国依赖多余储蓄，零售销售动能趋缓。年初以来，尽管名义个人可支配收入有所上涨，但个人实际可支配收入已回落至回疫情前水平并保持于此，这意味着任何名义增长已被通胀悉数蚕食，居民收入缺乏实际“增量”流入。因此，美国消费支出或有赖于前期积累的多余储蓄。然而，自 2021 年末以来，美国个人储蓄率持续走低，个人储蓄实际数据已持续低于假设走势，疫情期间所累积个人储蓄或已消耗过半。因此，今年美国零售数据环比增速持续边际放缓至环比持平。叠加前文所述居民资产或将继续受股市与楼市或拖累，美国居民消费支撑可持续性存在疑问，而上行空间有限的居民净值增速或将拖累美国消费需求并带动零售销售增速向下。

（三）白银逻辑：实际库存历史极低，宏观转向下

上述分析可知我们判断，（1）明年年中，美联储大概率中止加息；（2）即

使中止加息，美国仍难以避免需求回落，走向衰退。虽然我们也认为，2023年美国通胀回落速度较慢，使得美联储从中止加息迅速转向降息仍待观察，但美股、流动性、居民金融资产间的高相关性，以及实体经济大概率走衰的情况，仍然使我们认为贵金属值得重点关注，尤其是“滞胀加深”表现极佳的白银。

我们曾强调，由于白银在2020年累积了超量金融投资库存，使得其价格仍然主要跟随黄金，并据此提出了根据通胀预期操作金银比的策略，在二季度产生良好效果，但这一情况在今年8月下旬起发生变化，金银比与通胀预期负相关关系消失，显示白银相对黄金定价逻辑变化。

宏观定价变化提醒我们关注库存变化，可以发现白银库存大幅下降。LBMA库存下降至26500吨左右，为2016年以来新低，COMEX白银库存下降至不足9000吨，同样低于2019年水平，这解释了宏观定价能力的消失。

印度白银进口量的大幅上升或能解释库存回落。根据路透社的报道，今年印度的白银进口量将会比2021年增加两倍，创下历史新高，此前白银价格跌至两年低点，促使投资者押注白银、为反弹做好准备，并预计白银在未来几年可能跑赢黄金。白银进口商Amrapali Group Gujarat的首席执行官Chirag Thakkar表示，印度的投资需求一直在推动进口，2022年印度的白银进口量可能会跃升至创纪录的8,200吨，而2021年仅为2100吨。

而从ETF的持仓量看，白银实际可交割的库存可能更少。如上图所示，在前期美联储货币收紧导致贵金属下跌的过程中，白银率先黄金企稳，并且库存相比收紧前没有大幅度下降，仍有15000吨左右（疫情前为11000吨）。考虑SLV白银ETF约占全球的60%左右，那么对应于LBMA的库存，其中ETF占据可能就有20000吨以上，这使得白银现货短缺程度或比表面更为严重，这使得明年白银或相比黄金基本面情况更强。

圆桌论坛：

一、2023年铜交易机会探讨及有色保值建议

徐长宁 铜陵有色集团商务部 期货业务主管

各位中信的投资者大家好，时间过得很快，今年有色金属价格出现过山车的行情，伦铜从1万美元跌下来，我在年中投资策略会提到，伦铜中短期可能继续下探到6800美元，实际最低下探到6955美元。今年中国经济，甚至全球经济，包括有色金属行业都是震荡的一年。

很有幸，在2023年的投资策略会跟大家分享下对明年铜行情看法及保值策略。这个话题比较大，周期相对比较长，半年的角度来看应该算偏中期或者长期的投资机会。我对有色行情，尤其铜的看法，分析铜行情主要看几点：

1、宏观经济走向，这个决定铜价走势方向。以美国为首的全球经济处于下行

周期中间阶段，美国今年第一第二季度 GDP 是衰退，第三季度 GDP 是意外回升到 2.6%，四季度或者明年，美国，欧元区、英国和日本等发达经济体经济增长市场普遍预期向下走，四季度可能大概率衰退；中国经济今年四季度可能会比三季度好，但大的方向趋势性还是往下走，这个是大的经济环境。刚才讲的是 GDP 的走势，接下来我们看宏观经济政策，由于发达的经济体货币政策在紧缩的途中，尽管处于下半场但还没结束，货币政策主要对应 CPI，当前美国核心 CPI 在 6% 左右，离通胀目标 2% 还相差甚远，最新的预期是 2024 年通胀才能到 2%；另外大的经济体财政政策紧缩的国家多一些，为了压缩通胀，财政和货币政策整体都是偏紧缩的；中国的情况稍微特殊一些，中国的 CPI 相对偏低一些，中国 CPI 设定的目标是 3%，中国的财政和货币政策稍微宽松一些，尤其货币政策，中国央行 11 月底降准，12 月 5 日执行，在美联储持续收紧且人民币面临贬值压力背景下，中国央行货币政策宽松空间有限，5 年 LPR 利率往下降，应该还有空间，主要对应的是居民中长期房地产贷款。各个经济体基本上都是围绕着自身经济情况来决定财政和货币政策，全球并不是一盘棋，这也是一个正常的现象。从这一点来看，铜等大宗商品往下走的概率是比较大的。就经济走势来看，到底是浅衰退还是发生大的全球性的金融危机，这对商品价格影响是不一样的，如果是浅衰退，持续的时间可能会长一些，到明年二季度可能都是往下走，相信各个政府应对衰退的能力还是非常强的，我觉得发生浅衰退的可能性比较大。如果这样的话，所有商品价格下一个台阶后，可能会做一个底部形态，比如：W 形底等；最坏的情况是出现 08 年那样的经济危机，这样大宗商品价格短期内跌幅可能会更大一些，但未必会出现底部形态，现在经常说的有 4 种形态，教科书上可能没有的反转形态，我个人总结反转形态有两种：V 型反转，08 年和 20 年铜都走出 V 型反转，第二种是岛形反转，在商品上不太可能出现，在个股上容易出现。总结下来就是，如果出现浅衰退，出现底部形态的可能性比较大，如果深度衰退，恐慌过后 V 型反转的可能性比较大。当前还未有太多数据，如果到时候真的出现明斯基时刻，打出低点，那么可能会出现反转形态。宏观面指向是往下走的。

2、铜的供求关系，铜供需紧缺快速缩减，我个人的判断是到 12 月底前铜供应过剩量会快速增加，最新的国际铜研究小组数据 9 月铜短缺量已经收窄到 1 万吨，从 1-9 月份累计数字来看，短缺二十来万吨，但是从 9 月数字来看短缺已经明显缓解，接下来到明年 2 月会逐渐转向过剩，估计从 12 月开始供需逐步转向宽松，这里是讲 2023 年的供需关系。另外还有一个指标更能很好的反应供求平衡关系，那就是年度铜精矿的加工费，国内冶炼厂跟 Freeport 敲定的 2023 年铜精矿加工费为 88 美元，较今年上涨 35%，这个为什么说更能反应全球铜供求关系，这是因为原生铜占全球精铜供应的将近 8 成，如果大家预期供需好转的话，加工费是不可能往上走的，这个指标最能反应供需双方的预期；今年来看，铜供需可能还是小幅短缺，但明年将转向过剩。

3、长期来看，5-10 年一个周期来看，这次过剩的时间和程度都不会维持的特别长，明年预计全球经济出现浅衰退，估计供需转向过剩；但是我们要看到铜行业积极的变化，就是碳中和这个政策，长期来讲，铜供应弹性很小，而新能源

这块的需求增长是确定性的，碳中和政策对商品影响都很大，铜是最受益的品种之一；全球经济新的增长周期就是新能源引领的，80年代-2008年之前，全球经济增长驱动是中国经济崛起，当时只解决了吃和穿的问题，住和行的问题是从90年代才逐渐开始解决的，2008年-2020年全球经济增长没有出现新的驱动，08年和2015年经济增长驱动在吃穿住行方面技术突破都没出现，但是现在出现了，80年代-2008年都是中国经济崛起引领全球经济增长，这一波新能源是能引领全球经济未来20-30年增长，这不仅牵涉到行，而且新能源汽车很多应用中都用到铜，所以这样看来，供应的从短缺到过剩，然后再到短缺这个周期都会缩短，一直到碳中和2050结束，消费都能够对铜供需有很好的支撑作用。

4、如果从前10年铜价均价来看，铜均价是铜矿完全成本的1.2倍左右，比如说：铜矿此前完全成本5000美元，平均价格在6000-6500美元，后面10-20年，铜平均价格至少是铜矿完全成本的1.3倍，当前铜完全成本在5500美元，那么未来铜均价至少在7200美元以上，未来20-30年铜价相较于完全成本至少要有30%的溢价，这才能保证长期的供应，中长期来看，铜供需是偏短缺，中短期来看，铜供需是偏过剩。

5、技术面看，技术图表是在大C浪的下跌途中，10500酝酿三重顶后下跌，最低在6955附近止跌后反弹，颈线位在8800美元。按照之前的供需分析，铜价可能还有最后一跌，如果是浅衰退，铜价低点可能在6800美元，如果是深度衰退，铜价可能会往成本5500美元靠，预期明年伦铜均价在7500美元左右。

6、投资策略：从投资的角度来讲，参与内外盘的反套，主要是基于内外结构上差异和人民币汇率

7、套保策略：据我个人的判断，不管是浅衰退还是深度衰退，铜价的底部还没出现，不管是6800还是5500美元，做套保的判断是价格还是要向下。日常的产供销平衡，中短期来讲，保持空头的思维；两头在外的产销平衡，保持空头思路；另外下游，以销定产的企业，现货是空头，也应保持空头思维，空头多头头寸大的话可以适当在远期锁定一部分，这个是中短期明年一季度和二季度的看法；中长期来看，如果看到底部形态出现，那么将转变成多头思维，比如从明年二季度，因为从长周期来看，未来10年，铜供需还是偏短缺的，尽管未来可能还会出现一些干扰，但长期方向来看，还是往上看的。

二、房地产下行周期下的铝市场机会探讨

陆义龙 武汉铝业协会 高级投资顾问

从供给端，消费端，库存端，成本端，宏观面等5个方面展开。

1、供给端：

今年的供给端的有一定的波动。主要是有的地区减产，有的地区复产，还有

的是新建产能投产，交织在一起。

目前国内铝建成的总产能 4725 万吨，开工 4032 万吨，开工率 85.33%，与年初的 81.3% 开工率比，属于较高的水平。

全年国内电解铝已复产 390 万吨，待复产 121 万吨，年内还可复产 37 万吨，年内预计最终实现复产累计 428 万吨，另外有 87 万吨可能在明年复产。

全年国内电解铝已建成且待投产的新产能 327 万吨，已投产 195 万吨，待开工新产能 89 万吨，年内还可投产共计 24 万吨，全年总计投产 219 万吨。

虽然偶有局部零星减产，但投产复产是主流，从统计上看，到年底，开工产能预计 4093 万吨，开工率进一步提高到 86.6%，供应端压力持续增加。这肯定是利空铝价的。

2、消费端：

1) 建筑业用铝最多，接近 30%，影响也最大。

目前地产处于深度下行周期，对铝的消费拖累明显，虽然政策刺激不断，但预期很强，现实很弱。

数据层面，1-10 月份房屋新开工面积同比下降 37.8%，竣工面积同比下降 18.7%，商品房销售面积同比下降 22.3%，销售额下降 26.1%，待销售面积同比增长 9%，房地产开发投资增速降幅持续扩大至 8.8%，房地产开发景气指数进一步下滑至 94.7%。这极大地影响了铝的消费。

房住不炒，但也不能垮，需要的是健康和可持续的发展，国家各部门和各级地方政府密集出台了各种稳定房地产的政策，6 月以来，销售面积降幅止稳，销售额降幅改善，房企到位资金增速缓慢回升，显示地产指标边际企稳，市场信心在逐步修复之中。11 月 11 日央行和银保监会《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，简称“央行 16 条”，这是对新一轮房地产金融工作的系统总结和定调，政策宽松积极，就是增强流动性，增强预期，重点覆盖地产融资，保交楼，暴雷房企的处理，购房者权益保护等方面，这一定会对市场产生非常积极重要的影响。相关主体业已行动。最近多家银行密集与房企签约进行战略合作，给与授信额度，意向融资已超 1.6 万亿，这是积极落实央行 16 条的节奏。铝和螺纹的近期上涨走势也回应了 16 条。

但纠偏肯定需要时间，看起来政策预期很强，现实情况却是全社会面对房价的预期可能还是弱，地产库存和居民杠杆双高，社会购买能力疲软，特别是 10 月社会融资数据里面居民新增贷款环比减少 180 亿元，是今年来的首次负增长，同比大幅少增 4827 亿元，而其中居民中长期贷款又几乎腰斩，很明显货币政策放水很多，但大家都不愿意消费，也不愿意投资了，都在极力去杠杆。这十分不利于房地产，也十分不利于大宗商品，如汽车。再叠加疫情防控的反复不确定性，地产下行周期可能还会持续较长时间，地产用铝需求能否持续增长需要时间观察。

目前政策面短期和长期都是利多铝价的，但现实面还是利空铝价。

2) 第二大板块是交通运输，主要是乘用车。

目前乘用车消费向好，10月广义乘用车零售量同比增加7.2%，达到186万辆，6月份以来一直保持在月销180万辆以上。说明国家的购车税优惠政策起到了积极作用，特别是10月新能源车国内零售渗透率达到30.2%，新能源汽车产销分别完成76.2万辆和71.4万辆，同比分别增长87.6%和81.7%。这是积极的一面，但是10月零售环比下降4.3%，这是2013年以来首次出现金九银十的环比下降，这说明政策刺激作用已经开始退坡，后期的数据更加值得关注，如果大幅下滑，表明市场购买力衰退加剧。就目前情况来看，消费数据整体较好，乘用车轻量化和新能源车渗透率快速提高，用铝量可观，这是利多铝价的。

3、库存端：

12地社会总库存持续下降至54万吨，为5年来新低，8月份之后的库存变化一定程度上反应了供需情况，不断降低的社库水平对应的是铝价稳中有升。当然，近期因疫情原因造成铝锭运输缓慢到库，也是社库下降的因素之一。总体上看，社库数据短期利多铝价。

4、成本端：

目前国内电解铝平均含税成本17600元/吨左右，行业平均利润率持续改善。其中行业最低成本区间在15000元/吨以下，覆盖产能15.5%，处于暴利状态，行业最高成本区间18500-19500元/吨，覆盖产能13%左右，处于盈亏平衡或者微利状态，肯定不亏现金流。目前铝冶炼几大主材中，氧化铝供应充分，价格持续走低，碳素价格由于石油焦价格一直下不来，稳在高位，行业平均电费受冬季动力煤趋紧，稳中有涨，但幅度有限，所以成本端整体维持维持在17600元/吨附近，变动不大，如果原油价格大幅下跌，碳素阳极价格会大幅回落，成本端还会有大的下跌，所以整个行业仍然有强烈的复产投产冲动，可以预见明年的开工率将进一步提高，可能接近90%，市场供应会非常充分。所以成本端数据短期是利多铝价的，长期利空铝价的。

5、宏观面：

美联储11月初会议纪要确认不久后放缓加息，美元强势加息可能告一段落，对大宗商品的利空减弱，有利于铝价止跌趋稳。

离岸人民币3月份以来大幅贬值接近13%，铝的沪伦比值跟随大涨，涨幅30%左右，进口窗口打开，原铝和废铝合计进出口由前5个月月均净进口10万吨左右增加到现在的连续三月月均21万吨，相当于增加了国内铝的供应，而且沪伦比值高企也不利于铝材出口，这是比较利空国内铝价的。

双碳政策是我国的基本国策之一，铝电解的产能天花板是刚性约束，这是利多铝价的长期的根本性因素，铝作为典型的能源类产品在未来相当长的时期内都

不会便宜。

总结：综合各方面因素，铝价长期是看多的，短期也是看多的，中期受地产拖累以及疫情防控反复是看空的，有点劈叉，明年整体预计在 17000-21000 区间震荡运行，高点可能出现在第一季度末。

三、铅矿紧缺和锌矿过剩背景下的市场走向如何？

马宏健 云南振兴实业集团 高级市场分析师

宏观经济周期：

现在处于滞胀期向衰退期转变的中间，或滞胀期货币政策由紧向松转变的时期。近期贵金属和美债的上涨，本身就透漏出一个市场信息，未来经济的增速并不会太好。其他的一些定价、数据、新闻，也在预示着对未来经济的悲观：

1. 2 年期与 10 年期美债的利差出现了 40 年以来的最深倒挂，美联储看重的 10 年期和 3 月期国债利差也是倒挂。2. 美债已经出现见底反弹。3. 油价在沙特减产的背景下，表现的比较萎靡。4. 硅谷大裁员，Meta 计划裁员 1.1 万人，是历史上首次大规模裁员；亚马逊计划裁员超 1 万人，历史上最大裁员规模；谷歌裁员超 1.2 万人，占比总员工人数的 6.8%；特据裁员 3750 人，数量虽少但是比例高达 50%。美国的就业数据我个人是比较存疑的，一个人打四份工，就被当做是四个人在工作，这是不合理的。5. 中国经济还要在低谷徘徊，中国 10 月份的进击数据是比较糟糕的，不论是生产相关的 PMI、工业增加值，还是消费相关的社融、CPI、出口金额，亦或是流动性相关的 shabor3M 利率、M1 增速等，都在全面走弱。周五降准 0.25% 不能解决根本问题，Shibor3M 相对 8 月份已经上升了 0.6%。如果继续通过放水刺激经济，则汇率压力会比较大，进而传导给国外商品市场，引发下跌。总结：中国已经进入衰退，美国将紧随其后，这是大环境。

基本面现状

1. 锌

锌矿：锌矿目前来看供应肯定是过剩的。一是欧洲锌厂因为能源问题而减产，例如 Nyrstar 9 月 1 日关闭了荷兰布德尔 (BUDEL) 锌冶炼厂，布德尔是欧洲最大锌冶炼厂之一，其产能为每年 31.5 万吨。欧洲锌厂减产以后，大量锌矿就向中国涌来。二是云南因为旱季锌厂限电减产，减少了对锌矿的需求。例如驰宏、祥云飞龙、蒙自矿冶等，或多或少都有减产。三是一些地区的环保和疫情影响，比如四川的铊污染及青海疫情，总体造成目前锌矿供大于求的局面。

冶炼厂目前利润很高，仅次于 2019 年。进口 TC 普遍在 280 美元左右，港口提货加工费 6000 都没有人要，进口窗口也是打开的状态。由于当前锌冶炼厂利润极高，同时锌矿宽松格局将延续至明年，市场对于明年国内精炼锌的供应增量较为乐观，普遍增量范围在 35~45 万吨左右。

在高利润的驱动下，冶炼厂具有很强的提产动力，甚至一些以前不怎么开的炼厂，也会开动起来。

锌锭需求：镀锌企业受多地疫情、环保政策、企业销售不畅等因素影响，开工率延续弱势，锌合金及氧化锌板块订单也相对平淡，整体消费表现颓势。

库存：全球库存持续回落，全球显性锌锭库存已低于 10 万吨，处于多年的低位水平，且仍在下滑。今年春节期间上游检修和停产的冶炼厂数量肯定是偏小的，而下游消费大概率是不足的，春节期间累库存的概率更大，而且累库时间可能会提前到 12 月底，因为 2019 年锌库存是在 1 月份开始累起来的，当年的春节在 2 月 4 日，今年是 1 月 22 日。

锌价：短期来看，锌价存在一定压力，但供需上依旧偏紧，库存低仍是支撑锌价的重要因素；但是从更长远的周期看，锌价长期下跌的压力还是很大的。

2. 铅

铅矿：铅矿目前供不应求。一是国内铅冶炼厂扩产，例如新凌铝业 20 万吨/年铅冶炼可能于明年投产，湖南地区已经停产的铅产能可能明年通过重组等形式，还会复产，北方铅冶炼大厂也有一定程度的增产。二是北方大厂的原料结构转变。今年铅和银的比值长期倒挂，1-10 月份铅锭出口了 9 万 6 千吨，在出口窗口下，铅矿进口亏损巨大，因此银精矿加工贸易成为了北方冶炼厂重要的原料来源。很多国外的铅矿也被拿去和银精矿进行了配矿，导致今年 1-10 月份铅矿累计进口量同比减少了 17%，银矿同比增长了 30%，铅+银矿同比增长 5%。三是海外铅精矿产量下降，今年 1-10 月份铅精矿同比去年减少了 2.9%，至 189.8 万吨。

铅锭：由于再生铅产能过大，再生铅厂对废旧电瓶的竞争极为激烈，废旧电瓶价格今年大部分时候都处于历史极高水平，这让再生铅厂的利润极为微薄，整个开工率长期维持低位水平。其次，下游电池厂自 8 月份以后，开工率一直维持在过去三年来的最高水平上，因为中国的汽车出口强劲，8 月份超过日本成为当月全球汽车出口数量最多的国家；今年 1-10 月，我国的汽车出口量已经达到了 261.5 万辆，超越了德国，仅次于日本，成为全球汽车出口量第二大国。

上游开工率不足而下游开工率偏高，使得铅锭总体呈现供不应求的状态。再加上铅比值极差，铅锭的出口窗口打开，最终造成了目前铅锭阶段性的供不应求。

库存：国内铅库存今年整体呈现单边滑落的走势，虽然目前 4 万多吨的库存量远低于去年巅峰时候 20 万吨的库存量，但还是属于历史平均水平，比较均衡。

铅价：短期强势，长期不改高抛低吸的震荡走势。

四、镍产业链割裂何时能打通？

王 聪 上海有色网

大数据总监

3 月镍价出现极端行情，引起全球行业的关注，对产业发展影响巨大。期货价格巨幅波动，带来企业各种原材料成本直接上升。

今年以来 LME 镍库存持续去库，从 2021 年的 20 多万吨降到十几万吨，到现在的 5 万吨左右，SMM 认为还将持续下降。在镍价极端行情后，镍期货在价格发现的功能上受到很大影响，主因期货的交割品体量太少，没有足够的厂家愿意将货物交割到仓库，导致交割品越来越少，即被掌握在少数人的手里。有持货商在盘子上做多镍价就容易被拉升，也是近日以来镍盘面情况出现波动的重要影响因素。国内则相对好一些，金川镍的交割品比较多，大家有一定的交割意愿，国内的交割规则会相对完善一些，但国内还是面临一些问题，即产量小于需求，并没有更多货在交割，仓单维持很低的水平，这是市场紧缺的表现。现货升水持续走高，此情况下生产商、贸易商的交割意愿非常低，所以就会导致，即使价格或供需走弱，但是在盘面上很难客观公正的反映，这是期货定价的一个问题。如果在定价时选择的基准存在问题，最后买到货物的价格结算就会存在一定的风险。当我们在做货值偏高的品种时，选错基准，那么未来的风险是不可控的。而风控是企业生产，交易当中都是非常重要的。

全球镍矿中红土镍矿占比提升，镍生铁和硫酸镍为红土镍矿主要需求增量，红土镍矿随着需求的增长，产量持续增加；印尼镍生铁以及硫酸镍原料为主要需求增长来源，镍矿主要依赖印尼现有储量。硫化镍矿产量增量有限，占镍矿总产量的比例持续降低；2022 年底国内有新矿投产，海外新增量有限。印尼镍需求快速增长 供应能否满足？印尼镍矿储量为 2540 万吨，当前储量在需求持续增长的背景下，可开采年限不足 10 年。但 2021 年印尼资源量 6277 万吨，资源储量总计 8817 万吨。未来 3-5 年，镍矿勘探资金投入预计持续增加，更多资源量将转化为储量。但印尼镍矿成本及价格预计重心上移，挤占镍铁厂利润空间。

纯镍方面，首先我们国内端来看，2022 年我们全国的电解镍产量预计可达 17.6 万吨，较 21 年增加 1.1 万吨左右；其中受合金行业 2022 年向好影响，金川年度电解镍产量提升约 3000 吨。其次，受沪镍 3 月极端行情影响，吉林吉恩电解镍原料端成本再度高昂，在此期间实施停产措施共影响产量约 1250 吨。沪镍极端行情后，纯镍价格持续位于高位导致盐厂镍豆溶解硫酸镍成本居高不下，利润倒挂。在此背景下国内浙江、烟台、江西、山东等地区的部分盐厂出现复产纯镍的现象，共计纯镍产量约 5650 吨。陕西地区盐厂新建纯镍产线将在 2023 年正常排产。考虑到国内盐厂复产电解镍将在 2022 年末正常排产且在未来将维持正常产量，以及国内合金行业的快速发展带动金川镍的需求逐步增加，预计至 2024 年中国电解镍产量也将维持增量态势。海外纯镍端来看其实 2021 年海外纯镍产量还是比较低的，最主要原因是因为 21 年疫情持续发酵导致众多企业面临劳动力紧缺问题带来的减产。除此之外，诺里尔斯克矿山受地下水灌溉也对 21 年纯镍产量造成了大幅度的降低。根据各企业 2022 年上半年表现来看，疫情对生产仍有影响但已大幅缓解，并且各产线维持正常检修及排产因此预计 2022 年全球一级镍产量较 2021 年将呈现正增长趋势。除此之外，23 年的主要增长力量集中于两个企业，一个是韩国 POSCO 精炼镍项目年产 2 万吨，在 23 年底竣工，其次是印尼青山

纯镍项目预计 23 年投入生产年产能共计 5 万吨。

全球纯镍供需平衡，从今年年底已经有过剩迹象，但并没有在 LME 及国内库存看到累积，因没有人愿意把更多的纯镍、镍板交割到仓单中，因此 LME 纯镍数据的显示不能代表纯镍供需的体现，价格发现的功能减弱。未来若持续过剩的状态，短期价格会下降，但是相对有限，主要还是交割品的少的问题。目前过剩的体现，主要为生产商持货，并不着急出货，若未来库存达到二十几万的水平，就会对价格产生影响。

镍生铁在持续扩张，其使用量持续增加，为增长主力，废不锈钢次之。纯镍使用量下降空间有限。

主要观点：1、印尼镍矿当前储量预计使用 5-10 年，但预计矿勘探增加，更多资源量将转化为储量，印尼镍生铁利润预计会逐渐受挤压。2、镍生铁、水淬镍，废不锈钢、纯镍价格波动影响使用比例，低排放或具备成本优势的原料占比持续提升。废不锈钢及镍生铁使用量预计提升较快；3、纯镍预计供应逐渐宽松。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层
1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>