



数看大宗

数据专题研究
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：刘道明（执业 S1130520020004）
liudaoming@gjzq.com.cn

分析师：俞敏浩（执业 S1130524030003）
yuminhao@gjzq.com.cn

联系人：钱家洛
qianjialuo@gjzq.com.cn

数看大宗：有色市场波动加剧，等待库存兑现预期

摘要：

1, 受中东复杂局势刺激以及国内政策托举, 本周有色/黑色板块表现强势, 锡/铜主力合约按结算价累计涨幅 7.4%/3.5%, 焦煤/铁矿/螺纹钢主力合约按结算价涨 7.9%/4.8%/1.7%。受到美联储官员鹰派言论影响, 黄金、白银主力合约、小幅收涨 1%/1.6%。

2, 地产基建景气度依然较低, 黑色系上方空间有限。2023 年第 16 周, 全国卡车物流强度同比恢复度为 76% (前值 72.2%), 全国螺纹钢表观消费量 281.6 万吨, 同比下降 12.4%。2024 年 3 月同比下降 7.9%, 基础设施固定资产投资额累计同比增长 6.5%。

3, 矿端扰动频发, 下游需求支撑, 近期铜价急剧上涨, 阶段性预期已兑现, 等待明确去库做多信号。截至 2024 年 4 月 19 日, 铜精矿 (20%Cu) 上涨至约 13763 元/干吨, 加工费铜精矿 (26%Cu) TC 降至 4.5 美元/干吨, 铜精矿供应持续紧张。截至 2024 年第 16 周, 中国电解铜总库存达 40.1 万吨, 相交前一周增加约 1 万吨, 或因下游对铜价快速上涨有抵触情绪。下游需求面来看, 2024 年 3 月中国空调月度产量同比增长 5.2%; 1-3 月累计出口空调 1864 万台, 同比增长 11%。新能源乘用车 3 月销售量同比增速达 40%。

投资逻辑：

美联储降息的宏观基调是贯穿全年的主线, 矿端扰动频现导致以铜为代表的工业金属出现短缺, 随着国内国内经济持续恢复, 有色市场依旧有上行空间。

回调/关键数据发布后多配贵金属、以及铜等短缺的金属, 适当逢高空镍作为对冲端。自有铜、金矿权的龙头企业业绩将受益于商品价格上涨以及需求面提振。

风险提示

美联储降息不及预期。

统计样本存在偏差, 对结论造成影响。

海外局势急剧变化, 造成短期内市场大幅波动。

印尼 RKAB 审批进度慢于预期。



内容目录

一、大宗商品行情回顾：中东层出变数、美联储论调转鹰、国内政策加力.....	3
二、基建地产弱现实强预期，黑色系缺乏持续上涨动力.....	4
三、有色市场波动加剧，等待库存数据兑现逻辑.....	6
四、行情展望.....	9
风险提示.....	9

图表目录

图表 1：2024 年 4 月 15 日-19 日周度市场行情（按结算价）.....	3
图表 2：美元指数走势.....	4
图表 3：十年期美债名义收益率.....	4
图表 4：全国卡车物流强度.....	4
图表 5：石油沥青装置开工率.....	5
图表 6：中国房地产业与基础设施固定资产投资累计同比.....	5
图表 7：中国螺纹钢表观消费量（万吨）.....	5
图表 8：中国冷轧板卷表观消费量（万吨）.....	5
图表 9：2024 年年初以来国内商品期货有色品种主力合约涨幅（按结算价）.....	6
图表 10：上海电解铜均价与贴水.....	6
图表 11：铜精矿价格与加工费.....	6
图表 12：中国电解铜现货库存（万吨）.....	7
图表 13：中国空调月度产量（万台）.....	7
图表 14：中国空调月度出口量（万台）.....	7
图表 15：中国大家电月度销售额（亿元）.....	7
图表 16：中国大家电月度销售量（万台）.....	7
图表 17：中国月度太阳能发电新增设备容量累计值.....	8
图表 18：2023 年主要发电方式及其增长速度.....	8
图表 19：中国月度新能源乘用车销量及其增速.....	8
图表 20：中国月度手机销量（万台）.....	8
图表 21：中国镍产量与表观消费量（万吨）.....	9
图表 22：中国镍矿月度进口量（万吨）.....	9



一、大宗市场行情回顾：中东层出变数、美联储论调转鹰、国内政策加力

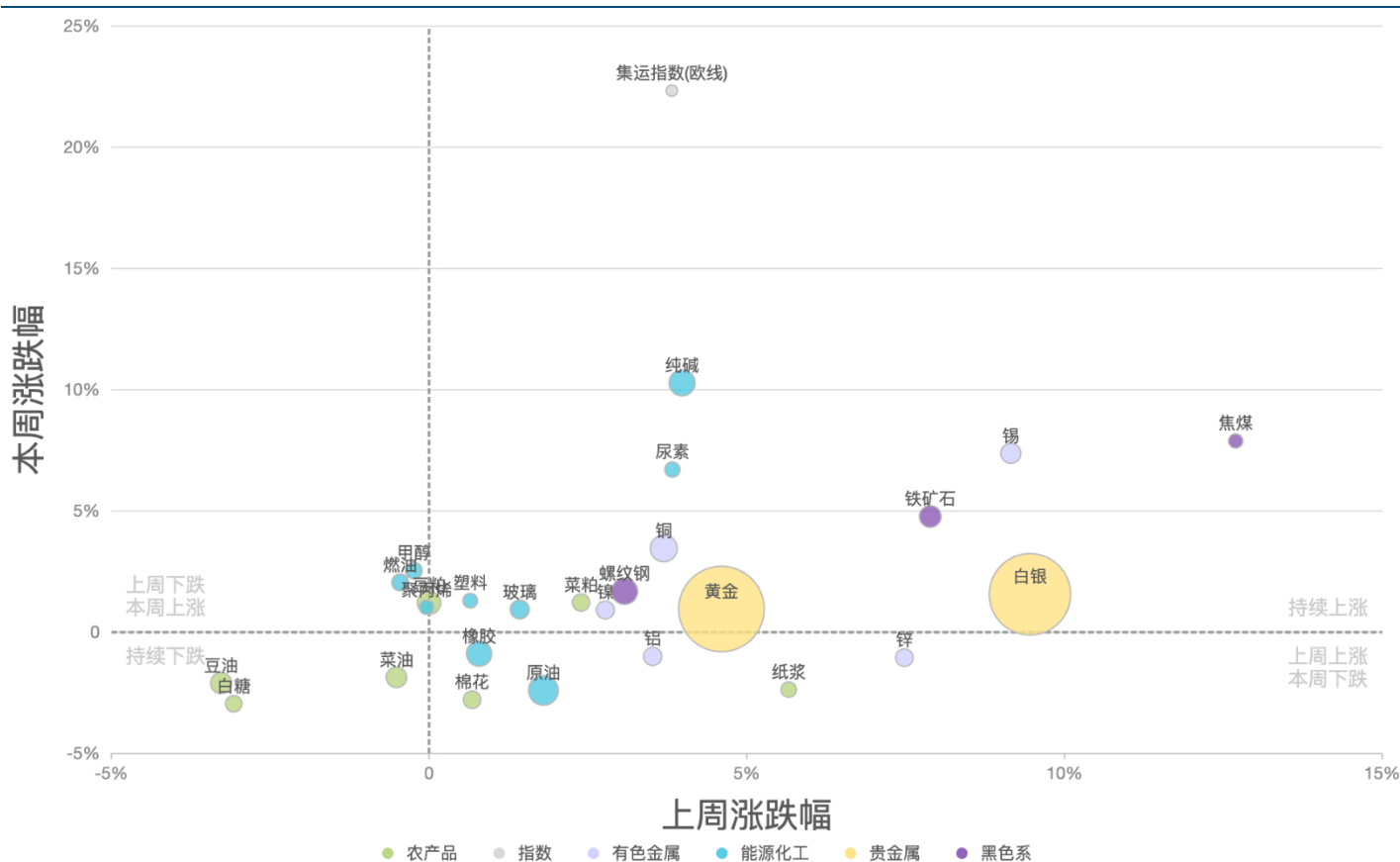
今年大宗商品市场的行情主要围绕美联储降息预期的宏观大基调、海外地缘政治风险积聚、矿端供应紧张的逻辑线展开，叠加国内政策利好，市场做多情绪浓厚。从动量表现来看，近两周较为强势的版块为有色/黑色/集运指数。本周锡/铜主力合约按结算价累计涨幅 7.4%/3.5%（上周涨 9.2%/3.7%），焦煤/铁矿/螺纹钢主力合约按结算价涨 7.9%/4.8%/1.7%（上周涨 12.7%/7.9%/3.1%）。

本周舆情方面，2024 年 4 月 14 日凌晨，伊朗对以色列耶路撒冷、特拉维夫等城市发动导弹/无人机袭击，以报复此前以色列对伊朗驻叙利亚使馆领事部门的攻击。4 月 19 日，以色列再次对伊朗发动袭击，据伊朗国家电视台报道，伊斯法罕附近的核设施未受损。目前中东局势层出变数，欧线集运指数走高，主力合约按结算价周累计涨幅达 22.3%。消息面来看，伊朗依旧保持较为克制的态度，贵金属方黄金、白银主力合约尾盘小幅收涨 1%/1.6%（上周涨幅 4.6%/9.5%），原油冲高回落，主力合约按结算价收跌 2.4%（上周涨 1.8%）。

美联储官员的鹰派论调成为压制贵金属上涨的另一因素。据财联社报道，当地时间 4 月 18 日，纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储并不急于降低央行利率，经济数据将决定采取行动的时机。与之相对应的，美国劳工部 4 月 10 日发布 3 月美国消费者价格指数（CPI）同比上涨 3.5%，涨幅较 2 月扩大 0.3%，显示美国经济仍然处于过热状态。受此影响，美元指数持续走高，同时也暗示了原先市场预计的 6 月美联储进行第一次降息的概率进一步降低，后续市场或对美联储降息预期进行修正，对贵金属、原油、有色等国际定价的大宗商品价格形成压力。

国内政策今日频频发力，对基建/需求端形成政策托底，黑色系情绪回暖。国务院新闻办公室 4 月 17 日举行的新闻发布会上，国家发展和改革委员会相关负责人表示，今年 2 月，发改委完成了全部三批共 1 万亿元增发国债项目清单下达工作，将增发国债资金已经落实到约 1.5 万个具体项目，并将组织会议推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设。新华社 4 月 16 日报道，商务部等 14 部门近日印发《推动消费品以旧换新行动方案》，在开展汽车以旧换新、推动家电以旧换新、推动家装厨卫“焕新”等方面提出 22 条举措，进一步刺激相关产业需求，提振市场做多情绪。

图表1：2024 年 4 月 15 日-19 日周度市场行情（按结算价）



来源：国金证券研究所，国金数字 Lab，wind



图表2: 美元指数走势



图表3: 十年期美债名义收益率



来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind

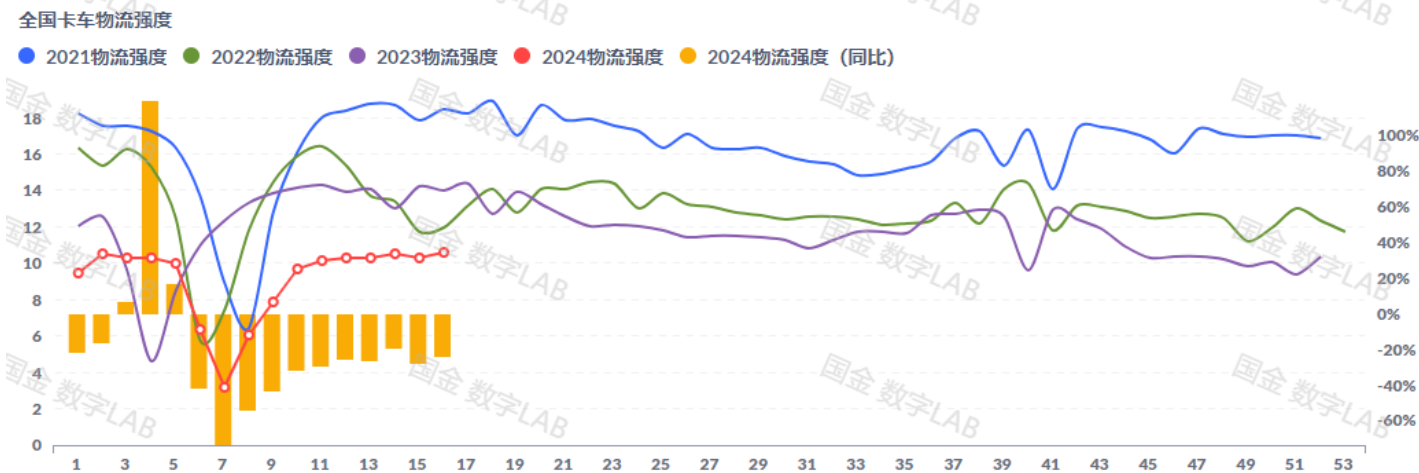
来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind

二、 基建地产弱现实强预期，黑色系缺乏持续上涨动力

2024年4月17日，国家发改委相关负责人发言，将加快推动超长期特别国债等举措落地，推动所有增发国债项目于今年6月底开工建设，加快推进实施设备更新和消费品以旧换新，进一步增强了市场预期，黑色系短线走高。数据上来看，目前国内基建地产景气度依然有待复苏，我们判断黑色系价格上涨没有现实支撑，空间或有限。2024年第16周，全国卡车物流强度同比恢复度为76%（前值72.2%），全国石油沥青装置开工率为27.2%，依然处于历史低位。根据国家统计局数据，国内房地产业固定资产投资额累计同比持续走低，2024年3月同比下降7.9%，基础设施固定资产投资额累计同比增长6.5%。

地产的低迷最终会反映在螺纹钢的表观消费上，2024年16周，全国螺纹钢表观消费量281.6万吨，同比下降12.4%；另一方面，与中游制造关联度较大的冷轧板卷表观消费量则处于近几年高位，16周周度消费量为88.7万吨。

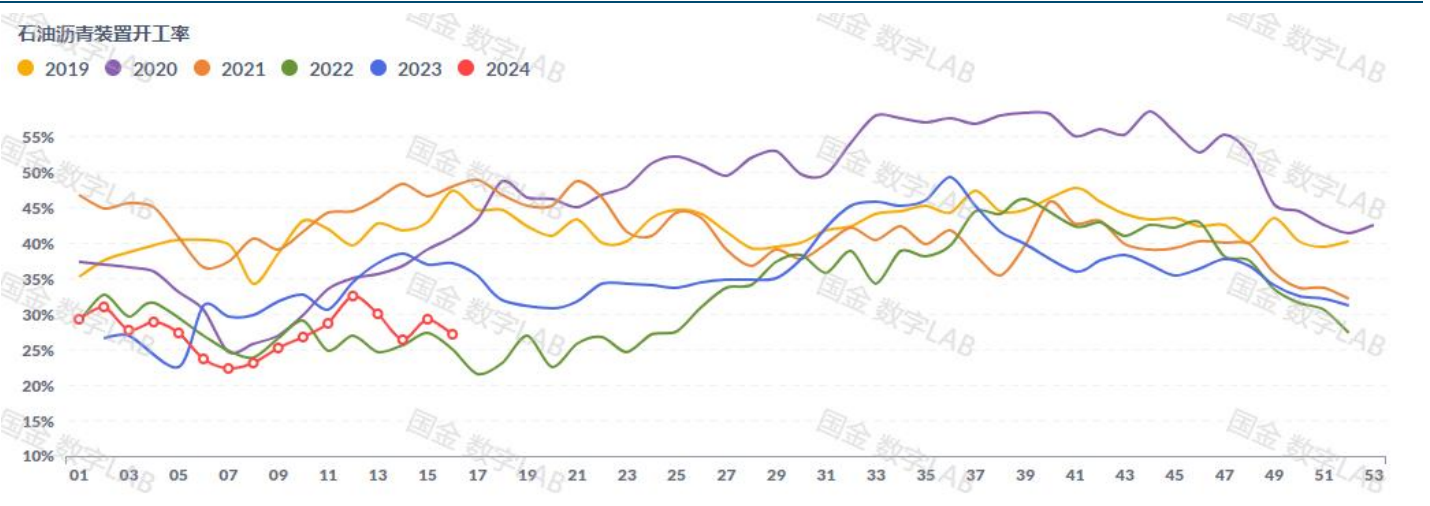
图表4: 全国卡车物流强度



来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab

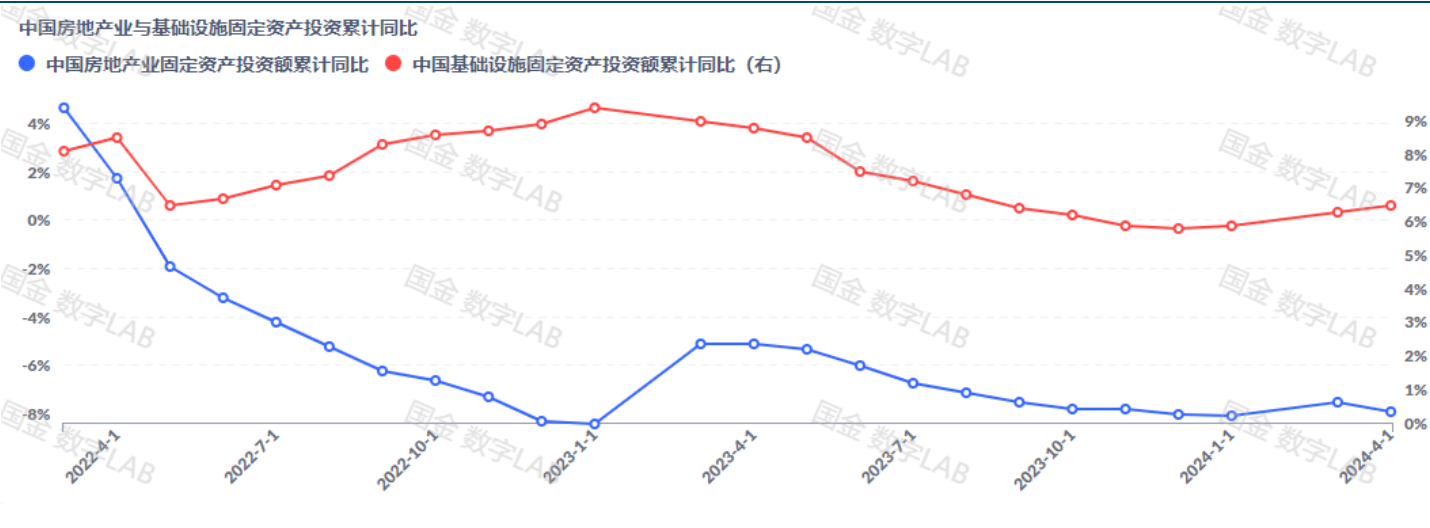


图表5: 石油沥青装置开工率



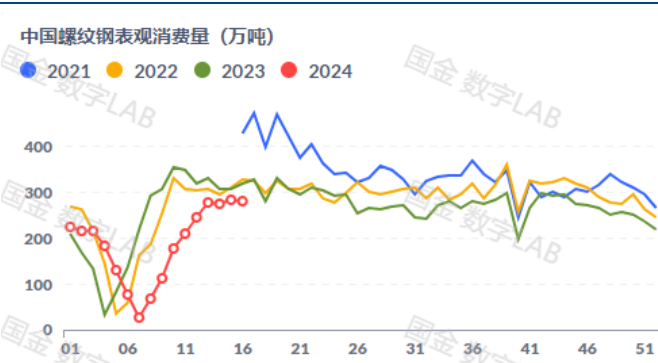
来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind

图表6: 中国房地产业与基础设施固定资产投资累计同比



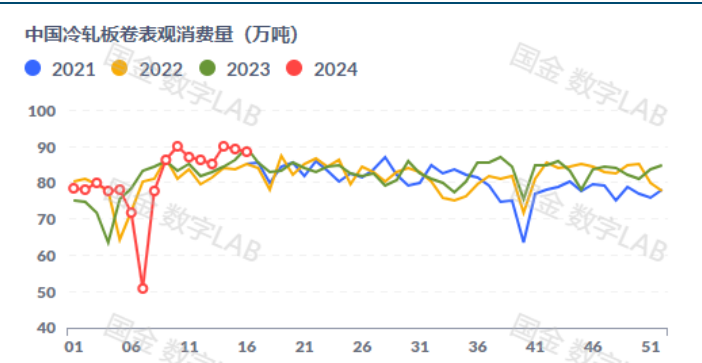
来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind, 国家统计局

图表7: 中国螺纹钢表观消费量 (万吨)



来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, 钢联数据

图表8: 中国冷轧板卷表观消费量 (万吨)



来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, 钢联数据



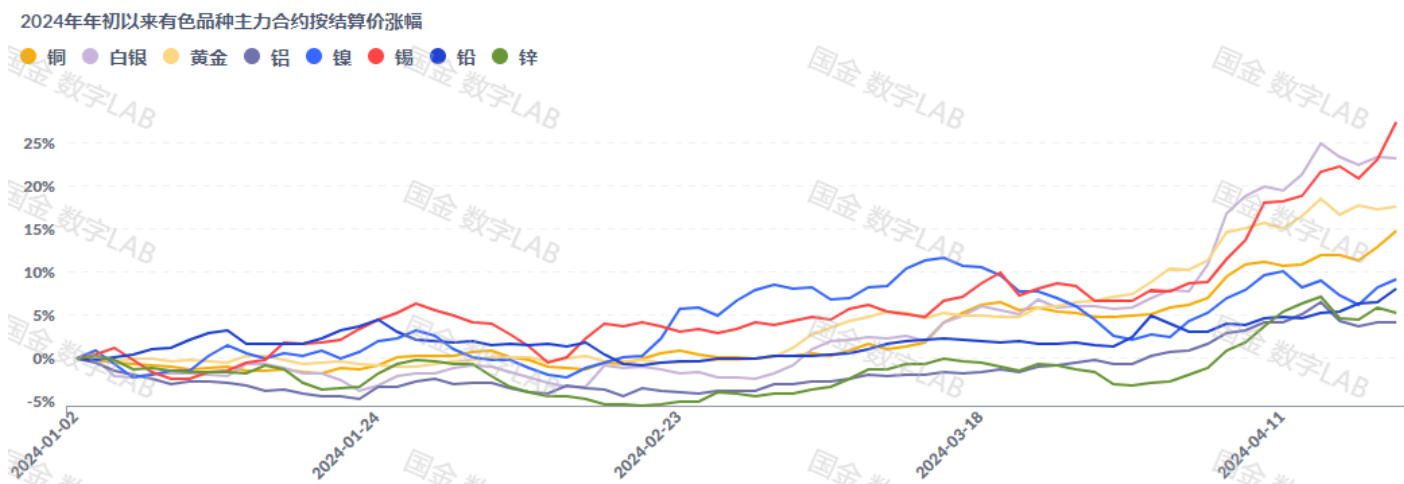
三、有色市场波动加剧·等待库存数据兑现逻辑

2024 年年初以来，有色金属市场集体收获了较大涨幅。截至 2024 年 4 月 19 日，上期所贵金属黄金/白银主力合约结算价年初以来累计涨幅 17.7%/23.3%，近期带动工业金属加速冲顶，沪锡/沪铜主力合约累计涨幅 28%/14.8%，与地产关联度较高的锌，以及预期过剩严重的镍主力合约分别涨 5.2%/9.2%。

有色金属今年主要的交易逻辑有两条主线：1，美联储降息预期以及地缘动荡、避险情绪驱动的贵金属；2，经济复苏背景下，矿端扰动频频导致供应紧张而涨价的工业金属，例如铜。

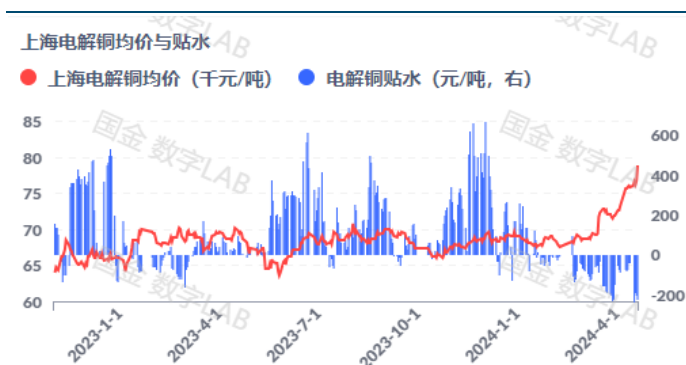
2023 年 4 月 20 日，秘鲁宣布当地南方铜业旗下 Cujone 铜矿附近地区进入紧急状态，同月，五矿资源发布公告，自 4 月 20 日期公司旗下 Las Bambas 铜矿由于受到当地社区抗议影响，无法维持生产；2023 年 11 月 28 日，巴拿马最高法院裁定当地政府与第一量子矿业签订的 Cobre 铜矿运营合同违宪，截至 2024 年 4 月 21 日，这座年产量 35 万吨（约占世界铜产量 1.5%）的铜矿依然没有复产的消息；2024 年 2 月 12 日，美国矿业巨头自由港迈克墨伦旗下的印尼 Grasberg 铜金矿因暴雨引发的洪水导致停产，公司因此下调一季度铜销售预估。截至 2024 年 4 月 19 日，上海电解铜均价从年初 69140 元/吨上涨至 78935 元/吨，贴水沪铜主力合约 225 元/吨，市场做多情绪高涨。铜精矿（20%Cu）上涨至约 13763 元/干吨，加工费铜精矿（26%Cu）TC 降至 4.5 美元/干吨，反映出市场上铜精矿供应持续紧张。

图表9：2024 年年初以来国内商品期货有色品种主力合约涨幅（按结算价）



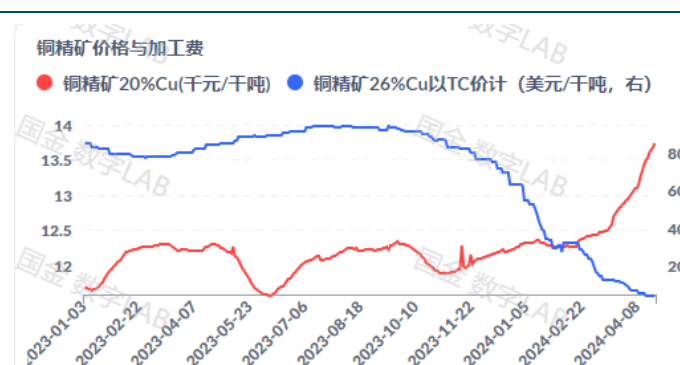
来源：国金证券研究所，国金数字 Lab，钢联数据

图表10：上海电解铜均价与贴水



来源：国金证券研究所，国金数字 Lab，钢联数据

图表11：铜精矿价格与加工费



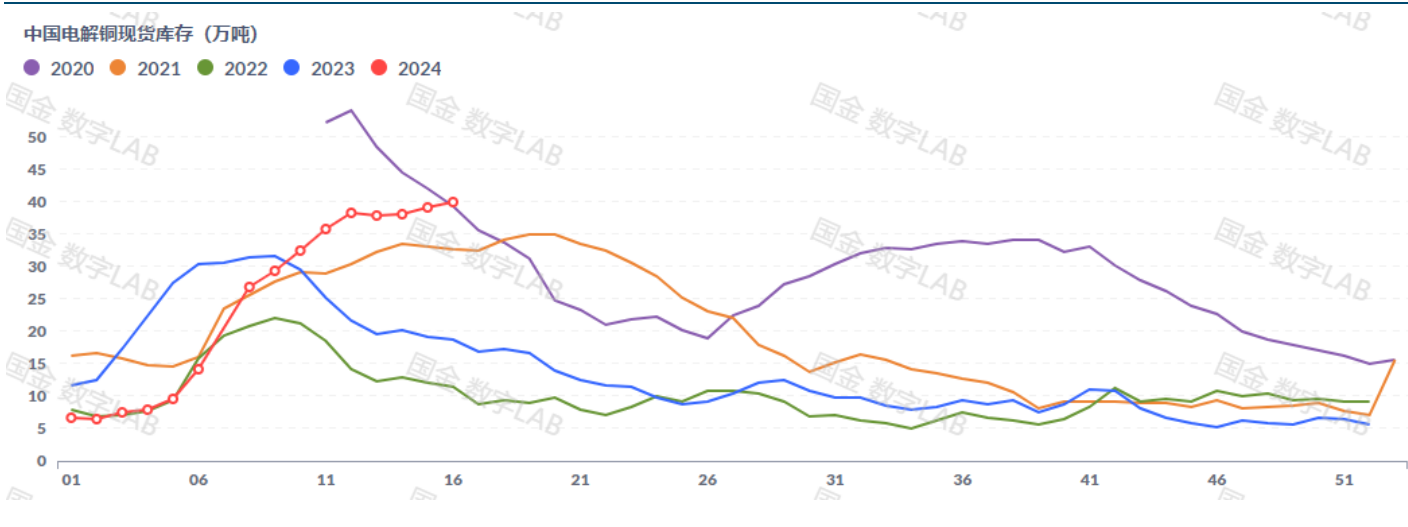
来源：国金证券研究所，国金数字 Lab，钢联数据

然而，过快上涨的原料价格会抑制下游采购意愿与需求。根据钢联数据，2024 年以来中国电解铜库存持续走高，截至 2024 年第 16 周，总库存达 40.1 万吨，相较前一周增加约 1 万吨，与往年 3 月中下旬开始采购去库形成反差。铜价进



一步上涨或需要等待下游接受原材料价格上涨，等待库存出现拐点。

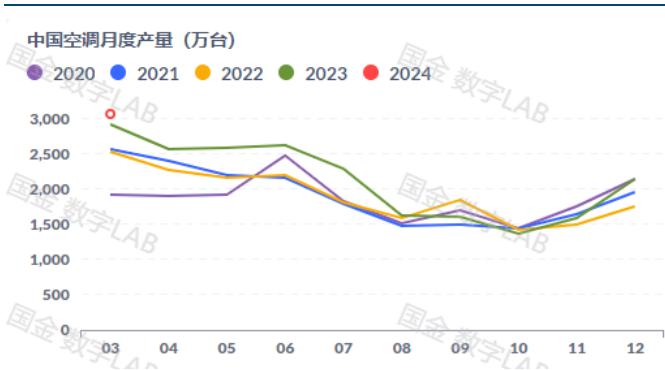
图表12: 中国电解铜现货库存 (万吨)



来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, 钢联数据

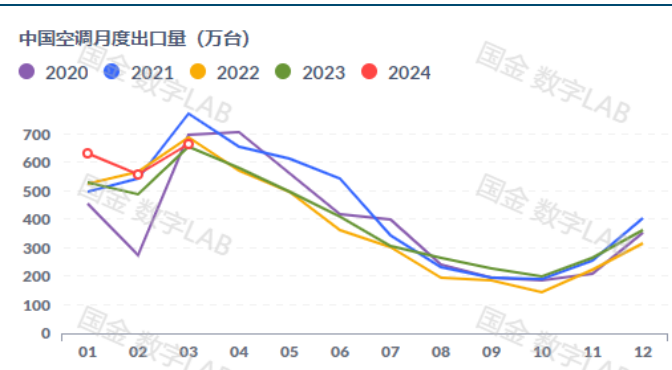
下游数据回暖为铜的本轮上涨奠定了基础。2024年3月中国空调月度产量3083.3万台, 同比增长5.2%, 出口空调668万台, 同比增长1.7%; 1-3月累计出口1864万台, 同比增长11%。国内大家电销售额172.5亿元, 同比下滑7.7%, 销售量1227.7万台, 同比增长8.4%。

图表13: 中国空调月度产量 (万台)



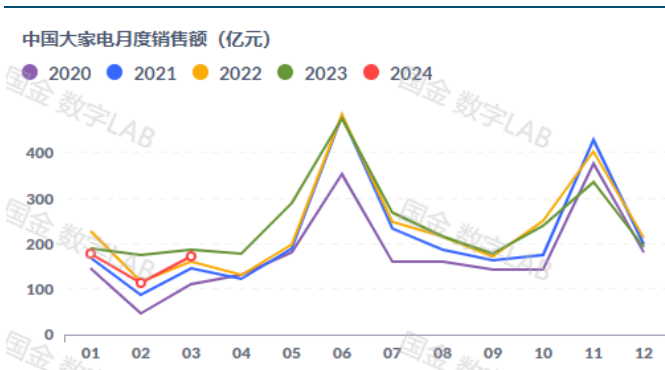
来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind, 国家统计局

图表14: 中国空调月度出口量 (万台)



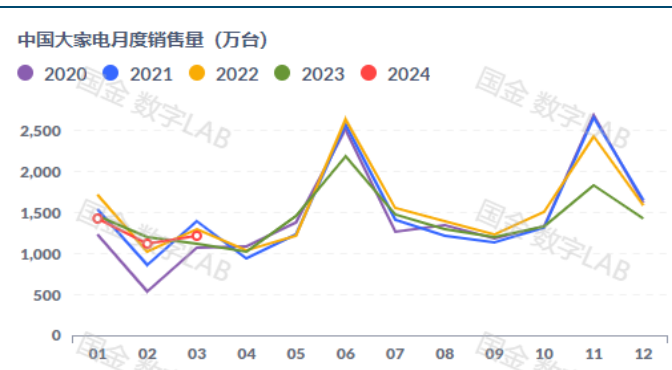
来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind, 国家统计局

图表15: 中国大家电月度销售额 (亿元)



来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind, 数据威

图表16: 中国大家电月度销售量 (万台)



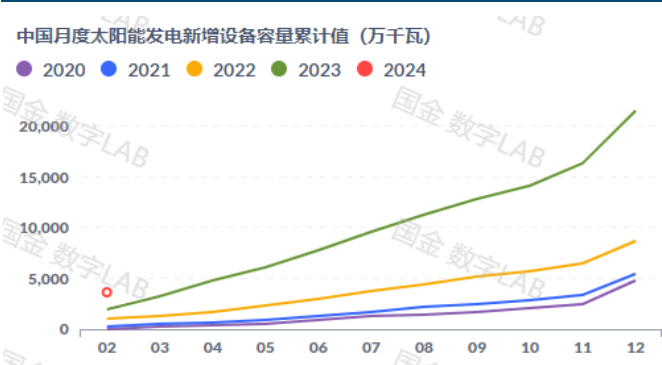
来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind, 数据威



随着我国大力发展新能源，电网设备成为有色金属需求的另一增长点。2024年2月，我国太阳能发电新增设备容量3672万千瓦，累计同比增长80.3%。2023年太阳能发电/风电发电量同比增长74%/32%。

图表17: 中国月度太阳能发电新增设备容量累计值

图表18: 2023年主要发电方式及其增长速度



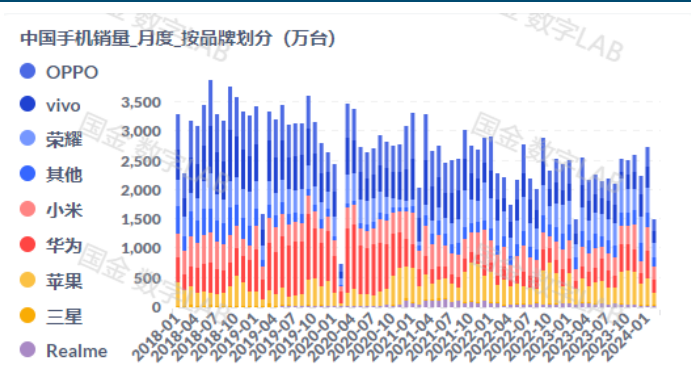
来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind, 国家统计局

来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, wind, 国家统计局

新能源乘用车3月销售量71万台，同比增速再次回正，达40%；消费电子方面，2024年2月，中国手机销量约1500万部，持平去年同期。

图表19: 中国月度新能源乘用车销量及其增速

图表20: 中国月度手机销量(万台)



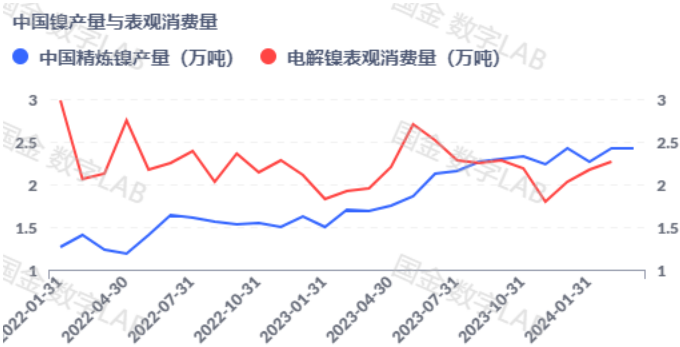
来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab

来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab

镍的基本面恰恰与铜相反。2023年以来，随着电积镍产能快速投放，国内精炼镍产量呈现迸发式增长。根据钢联数据统计，2023年1月，我国精炼镍产量1.51万吨，但到2024年3月，产量已经达到2.44万吨，增长幅度超61.5%，而下游需求则表现得较为刚性，2024年2月电解镍表观消费量2.27万吨（去年同期为1.93万吨），中期来看，我国镍产能过剩的格局已定。除了有色板块的带动因素外，近期对镍价形成支撑的因素主要在于印尼RKAB审批进度缓慢，导致印尼部分镍矿生产受到限制，随着许可证逐步发放，印尼镍产量有望逐步恢复。截至2023年2月，中国镍矿月度进口量122.3万吨，同比下降17.4%。

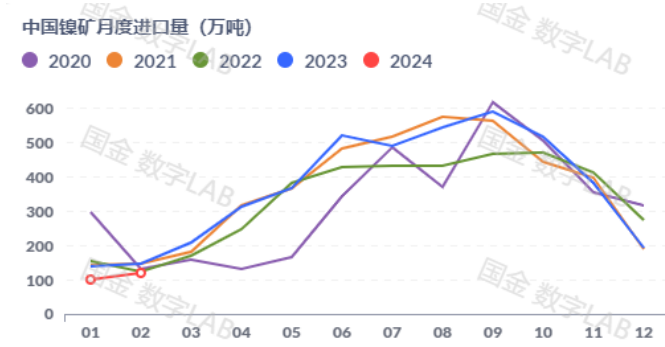


图表21: 中国镍产量与表观消费量 (万吨)



来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, 钢联数据

图表22: 中国镍矿月度进口量 (万吨)



来源: 国金证券研究所, 国金数字 Lab, 钢联数据

四、 行情展望

纵观全年, 美联储降息的宏观基调不会轻易改变, 复杂的海外局势依然会驱动贵金属定价上行, 矿端扰动造成的供需错配短时间内也难以被抹平, 随着国内政策的持续加码, 需求端的提振势必会推高相应铜等短缺金属的价格, 因此我们认为 2024 年整体应以偏多思路看待有色市场。但短期内市场情绪导致商品价格快速抬升, 目前已经充分定价当前的基本面, 后续上涨需要等待明确的去库信号。

配置思路逢低多配贵金属、以及铜等预期供应偏紧的金属, 可以适当空配预期过剩的镍作为对冲端。同时我们认为自有铜、金矿权的龙头企业具有良好的防御属性。

风险提示

美联储降息不及预期。

统计样本存在偏差, 对结论造成影响。

海外局势急剧变化, 造成短期内市场大幅波动。

印尼 RKAB 审批进度慢于预期。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究