



2023 年 12 月 10 日

国泰君安期货研究周报-贵金属及基本金属

观点与策略

黄金：非农就业数据超预期.....	2
白银：高位跌落.....	2
铜：库存低位，支撑价格.....	17
铝：价格重心继续下台阶，仍关注 18500 关口附近支撑.....	22
氧化铝：2900-3000 继续横盘波动.....	22
锌：供需双弱，盘整运行.....	39
铅：刚需补库仍存，限制下方.....	46
镍：累库压力与成本支撑，镍价维持区间震荡.....	51
不锈钢：供需错配压制原料，现实偏弱预期提振.....	51
锡：触及 21 万后高位震荡.....	59
碳酸锂：多空博弈加剧，预计宽幅震荡.....	64
工业硅：盘面回归理性，关注库存去化幅度.....	73



2023年12月10日

黄金：非农就业数据超预期

白银：高位跌落

王蓉 投资咨询从业资格号：Z0002529 wangrong013179@gtjas.com

刘雨萱（联系人） 从业资格号：F03087751 liuyuxuan023982@gtjas.com

报告导读：

上周观点及逻辑：

本周贵金属表现偏强，伦敦金上行 2.23%，伦敦银上行 6.14%。金银比从前周的 84.4 回落至 82.3，美国 5 年期 TIPS 回落至 2.02%（10 年期 TIPS 回落至 2%）。

本周海外 COMEX 黄金表现偏强，创出历史新高 2095.7 美元/盎司，COMEX 白银最高达到 25.94 美元/盎司。这波上涨主要受到美联储官员近期偏鸽派发言影响，沃勒首次提及降息，市场对明年的降息预期已经提前到了 3 月份。从驱动来看，我们认为上涨并未结束，此前所提的是美国经济四季度在财政退坡后显著走弱的局势仍在发酵，由此美元指数和美债收益率的高位回落给予黄金白银一定的反弹动力。但是，在明年降息预期打得比较充分得情况下，交易层面需提示可能会存在预期回吐、高位调整震荡的可能。

本周观点及逻辑：

本周贵金属表现偏强，伦敦金回落 2.23%，伦敦回落 5.45%。金银比从前周的 82.3 回升至 84.2，美国 5 年期 TIPS 回升至 2.13%（10 年期 TIPS 回升至 2.02%）。

本周贵金属价格显著跌落，兑现上周提示交易层面需提示可能会存在预期回吐、高位调整震荡的可能。而周五夜盘的快速下行，主要受到 11 月非农就业数据的影响，新增就业人数为 19.9 万人，小幅超出预期。失业率录得 3.7%，并未延续持续上行的趋势，较上个月 3.9% 明显回落。就业数据的走强部分受到 UAW 和 SAG-AFTRA 罢工结束的影响，对 11 月非农贡献约 4.1 万人。本次数据表明，美国虽然中期走弱的大逻辑未变，但是这种变化并不是线性地在每月数据中不断强化，或有阶段性的反复。同时也进一步抬升了软着陆的可能性，并未触发用失业率预测衰退的萨姆法则。往后看，我们认为短时间就业数据带来的逻辑证伪仍将持续发酵，但是贵金属回落深度优先，震荡后或将继续等待新的上行驱动。

(正文)

1. 周度数据

表 1: 周度数据表

【一周行情回顾】				
	本周收盘价	周涨幅	昨日夜盘收盘价	夜盘涨幅
沪银2302	6,012	-2.69%	4380	-1.68%
白银T+D	5,994	-2.82%	4351	-1.98%
Comex白银2302	23,290	-10.06%	-	-
伦敦银现货	22,988	-9.75%	-	-
沪金2302	475.20	-0.12%	388.30	-0.49%
黄金T+D	474.15	-0.11%	386.86	-0.64%
Comex黄金2302	2,020.8	-3.39%	-	-
伦敦金现货	2,004.3	-3.25%	-	-
【期货成交及持仓变动】				
单位: 手	本周成交	较前周变动	本周持仓	较前周变动
沪银2302	793,754	-302327	439,730	-107335
Comex白银2302	76,127	12386	116,426	-7074
沪金2302	172,228	13208	194,309	-9857
Comex黄金2302	222,856	25985	388,180	-23260
【Comex及ETF持仓变动】				
	本周持仓	较前周变动		
Comex白银期货及期权 非商业净多持仓 (单位: 手)	#N/A	0		
SLV白银ETF持仓 (单位: 吨)	13,521.91	41.80		
Comex黄金期货及期权 非商业净多持仓 (单位: 手)	42,741	42741		
SPDR黄金ETF持仓 (单位: 吨)	880.55	1.73		
【库存变动】				
	本周库存	较前周变动	注册仓单占比	较前周变动
沪银 (单位: 千克)	1,091,214	8233	-	-
Comex白银 (单位: 金衡盎司)	267,542,837	462571	#N/A	#N/A
沪金 (单位: 千克)	2,823	0	-	-
Comex黄金 (单位: 金衡盎司)	20,074,349	76856	#N/A	#N/A
【国内期现价差变动】				
	本周五价差	前周五价差	较前周变动	
白银现货对期货主力价差	-18	-10	-8	
黄金现货对期货主力价差	-1.05	-1.12	0.07	
【国内月间价差变动】				
	本周五价差	前周五价差	较前周变动	
沪银12月合约对6月合约价差绝对值	19	23	-4.0	
沪银买6月抛12月跨期 套利成本	82	81	1.0	
沪金12月合约对6月合约价差绝对值	2.94	2.48	0.5	
沪金买6月抛12月跨期 套利成本	6.86	6.83	0.0	
【内外价差变动】				
	本周五价差	前周五价差	较前周变动	
白银T+D对伦敦银的价差	14	-439	453	
黄金T+D对伦敦金的价差	12.73	-0.90	13.63	
【外汇】				
	本周收盘价	周涨幅		
美元指数	104.00	0.78%		
美元兑人民币 (CNF即期)	7.15	0.28%		
美元兑人民币 (GNH即期)	7.19	0.86%		
欧元兑美元	1.08	-1.10%		
美元对日元	144.98	-1.25%		
英镑兑美元	1.26	-1.26%		

注: 成交量取一周日均成交量, 持仓量取一周最后交易日的持仓量。2020年1月1日起, 上期所成交及持仓量均改为单边。

注: 沪银一手交易单位是15千克, COMEX白银一手交易单位是5000金衡盎司 (折合约155千克); 沪金一手交易单位是1千克, COMEX黄金一手交易单位是100金衡盎司 (折合约3.11千克)。

注: 沪银及沪金库存单位均为千克, COMEX白银及黄金库存单位均为金衡盎司。

资料来源: 国泰君安期货研究

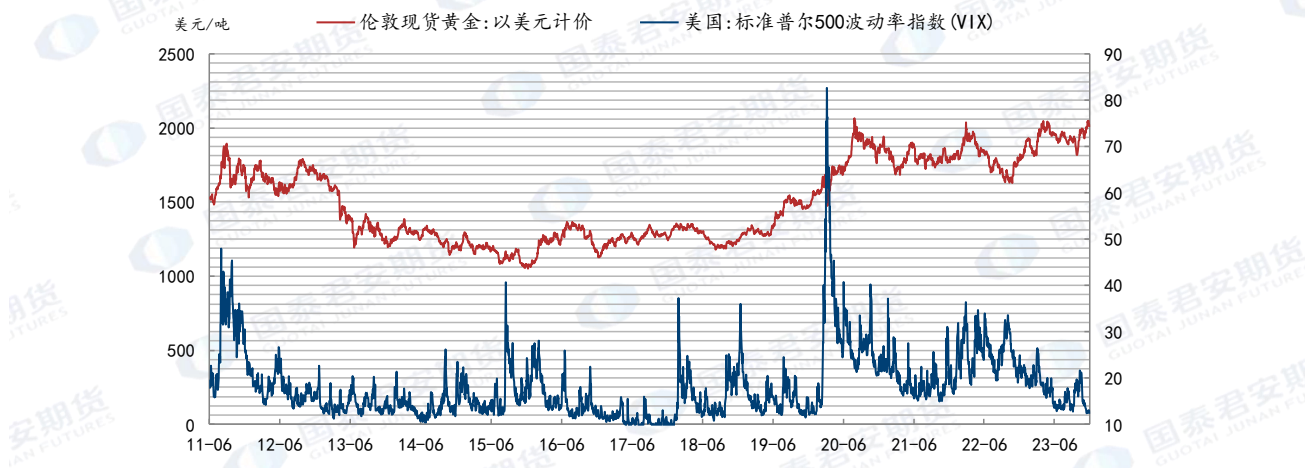
2. 参考图表

图 1：本周伦敦现货黄金下行 2.23%，美债 5 年期 TIPS 回升至 2.13%，前周五在 2.02%



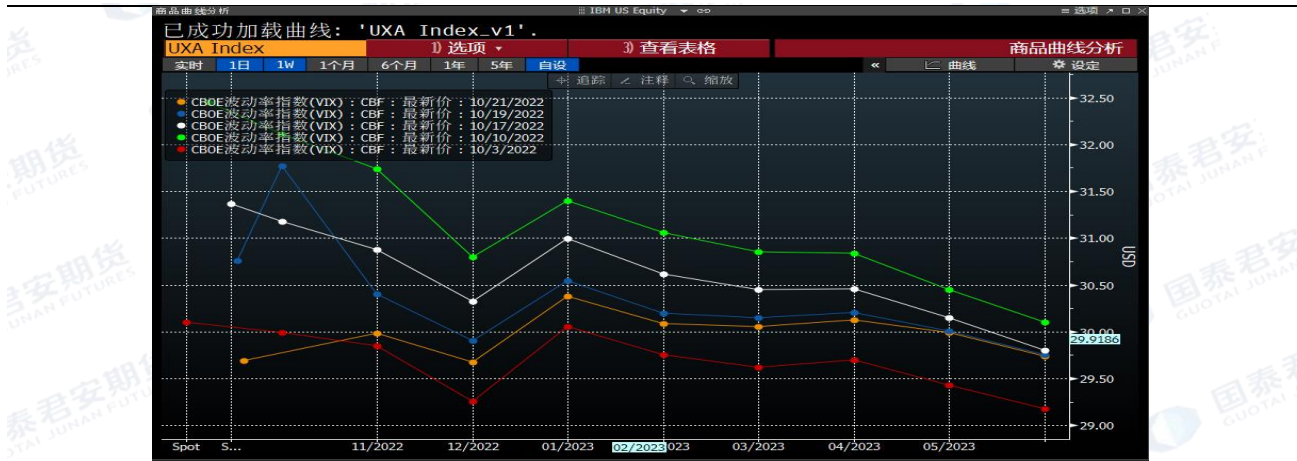
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 1：本周 VIX 指数较前周五的 12.5 回落至 12.3



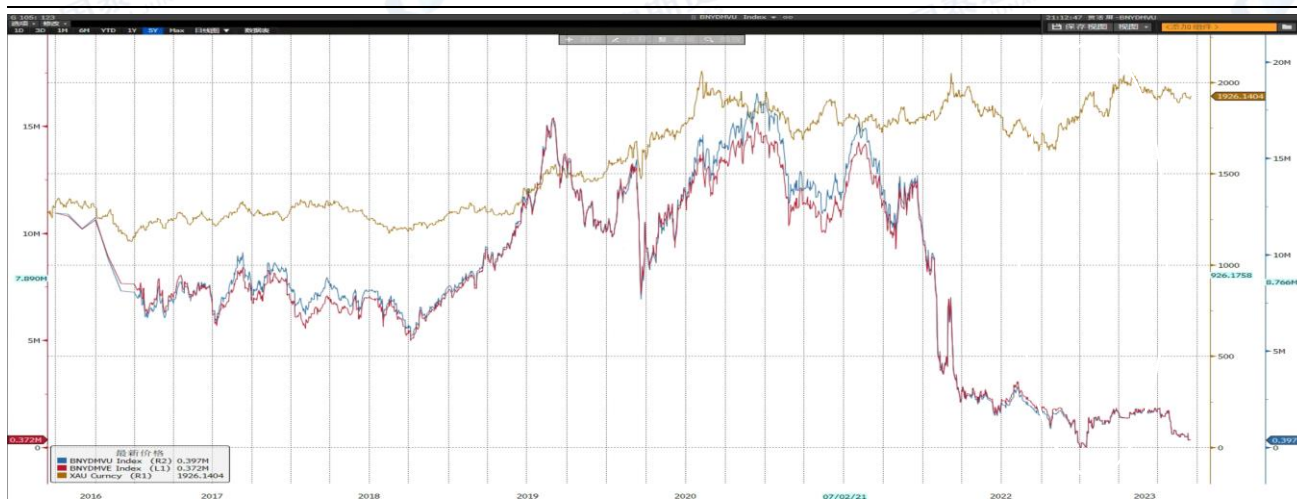
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 3：本周 VIX 期限曲线前端的 Contango 结构较前周基本走平



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 4：本周金价继续小幅收涨，全球负利率债券规模持续流出



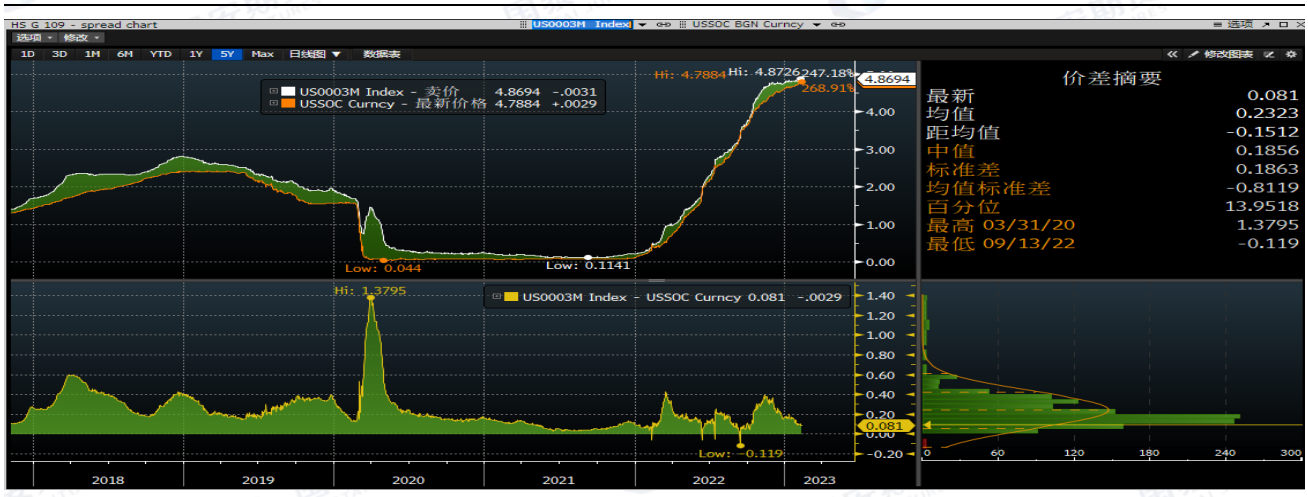
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 5：从隐含利率来看，市场预期美联储全年不再加息



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 6：Libor-01S 利差显示，本周离岸美元流动性供给边际趋紧



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 7: FRA-OIS 利差显示, 离岸美元供给流动性预期本周继续收缩



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 8: 最新数据显示, 本周美国财政部 TGA 账户余额持续下降



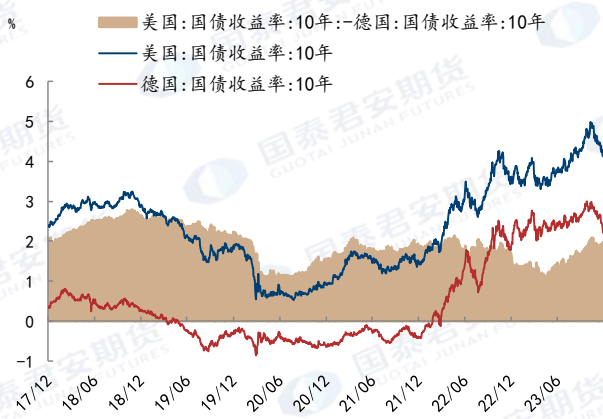
资料来源: 美联储, 国泰君安期货研究

图 9: 截至本周三, 美联储资产负债表规模较前周环比减少 58760 百万美元

Millions of dollars	Wednesday 2023/9/2	Wednesday 2023/8/9	Wednesday 2023/7/16	Wednesday 2023/6/23	Wednesday 2023/5/30	Wednesday 2023/5/6	Wednesday 2023/4/13	Wednesday 2023/3/20	Wednesday 2023/2/27	Wednesday 2023/1/4	Wednesday 2023/10/11	Wednesday 2023/9/18	Wednesday 2023/8/25	Wednesday 2023/7/31	Wednesday 2023/7/14	Wednesday 2023/6/15	Wednesday 2023/5/29	Wednesday 2023/5/16	
Assets, liabilities, and capital																			
Liabilities																			
Federal Reserve notes, net of F.R. Bank holdings	2,283,068	2,282,620	2,279,767	2,277,521	2,280,881	2,284,423	2,279,282	2,274,574	2,273,496	2,275,803	2,277,385	2,273,823	2,272,374	2,274,633	2,275,611	2,276,410	2,280,648	2,281,874	2,281,207
Reverse repurchase agreements	1,072,409	2,096,452	2,096,666	2,112,514	1,998,233	1,899,878	1,835,634	1,804,707	1,755,109	1,632,015	1,529,752	1,448,928	1,403,115	1,396,515	1,343,857	1,267,973	1,271,679	1,254,156	1,184,528
Deposits	3,872,822	3,849,337	3,795,513	3,773,913	3,872,362	3,946,340	4,019,567	3,979,167	4,013,986	4,087,028	4,189,294	4,253,007	4,280,863	4,242,014	4,293,119	4,320,629	4,316,346	4,316,119	4,333,862
Term deposits held by depository institutions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other deposits held by depository institutions	3,217,398	3,228,082	3,228,953	3,177,380	3,196,543	3,290,475	3,310,531	3,144,412	3,148,502	3,240,707	3,315,659	3,250,230	3,263,971	3,314,630	3,340,428	3,483,325	3,455,063	3,395,396	3,496,754
U.S. Treasury, General Account	466,926	432,262	368,814	416,031	590,702	481,552	537,264	661,717	672,142	678,959	713,000	841,103	847,717	753,009	763,459	669,976	693,007	753,570	667,678
Foreign official	9,680	9,680	9,680	9,680	10,412	10,453	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680	9,680
Other	184,812	178,807	172,862	170,816	164,705	163,861	161,983	163,250	163,655	157,674	159,256	151,986	159,496	164,091	159,545	157,638	158,091	157,463	155,747
Deferred availability cash items	604	298	219	281	819	849	270	262	487	658	306	306	306	446	280	208	451	858	479
Treasury contributions to credit facilities ¹	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,358	13,311	10,311
Other liabilities and accrued dividends ²	-78,039	-76,534	-82,514	-81,241	-87,146	-86,251	-91,981	-90,788	-97,813	-95,812	-100,772	-98,994	-104,913	-103,137	-108,310	-106,414	-111,396	-109,949	-116,152
Total liabilities	8,164,222.00	8,165,531.00	8,103,008.00	8,096,347.00	8,078,597.00	8,058,598.00	8,056,059.00	7,981,360.00	7,959,334.00	7,933,051.00	7,999,324.00	7,890,429.00	7,865,097.00	7,823,929.00	7,817,915.00	7,772,215.00	7,768,039.00	7,753,369.00	7,694,535.00
Capital accounts																			
Capital paid in	35,757	35,925	35,934	35,934	35,934	35,935	35,935	35,945	35,945	35,946	35,948	35,948	35,948	35,950	35,991	35,991	35,991	35,991	36,063
Surplus	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785	6,785
Other capital accounts	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total capital	42,542.00	42,710.00	42,719.00	42,719.00	42,719.00	42,720.00	42,720.00	42,730.00	42,730.00	42,731.00	42,731.00	42,733.00	42,733.00	42,733.00	42,735.00	42,736.00	42,736.00	42,736.00	42,736.00
Sum	8,206,764	8,208,241	8,145,727	8,139,066	8,121,316	8,101,318	8,098,779	8,023,090	8,002,064	7,955,782	7,952,055	7,933,162	7,907,430	7,866,664	7,860,661	7,814,991	7,810,815	7,796,145	7,737,385
Plg	-36,580	1,477	-62,514	-6,661	-17,750	-19,998	-2,539	-74,689	-22,026	-46,282	-3,727	-18,893	-25,332	-41,166	-5,973	-45,700	-4,176	-14,670	-58,760

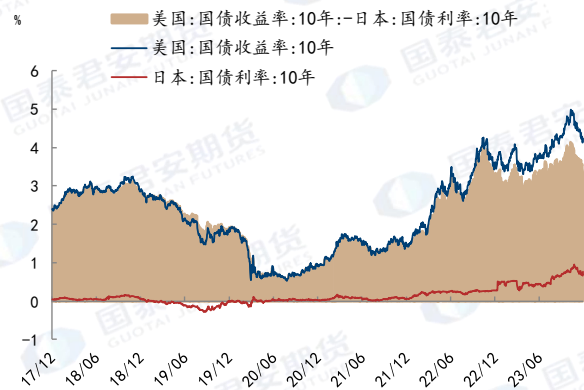
资料来源: 美联储, 国泰君安期货研究

图 10：本周美德利差走阔



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 11：本周美日利差收窄



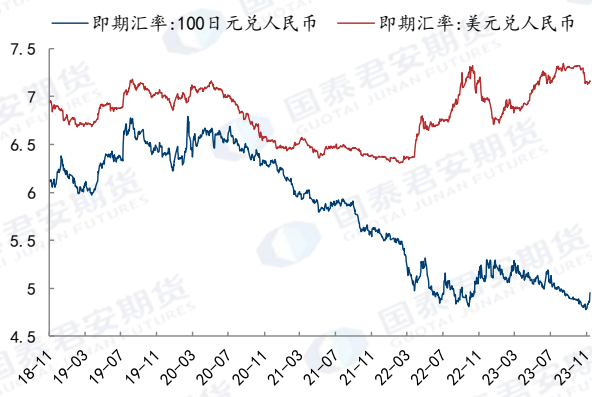
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 12：本周欧元走弱，日元走弱



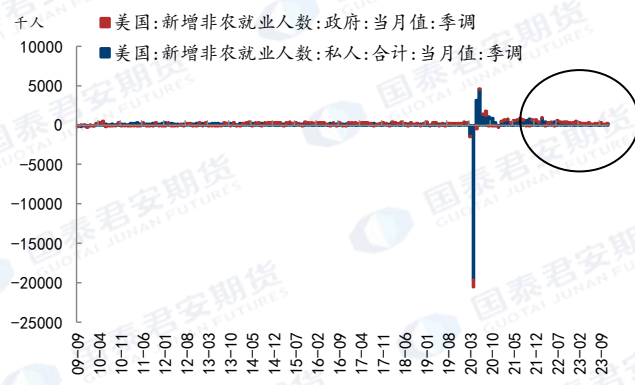
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 13：本周人民币兑美元下行，日元兑人民币走强



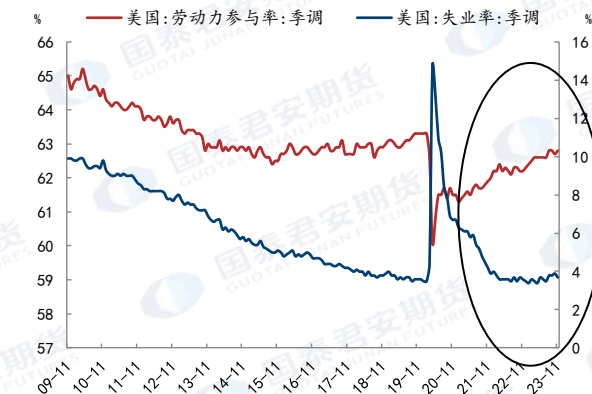
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 14：11 月新增就业 19.9 万人，小幅低于市场预期



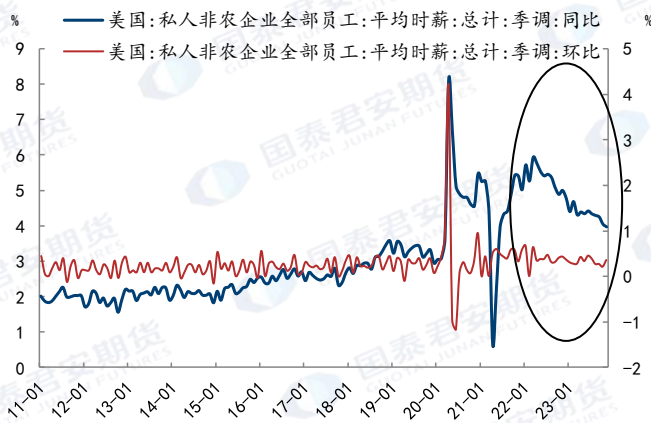
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 15：10 月失业率 3.7%，劳动参与率为 62.8%



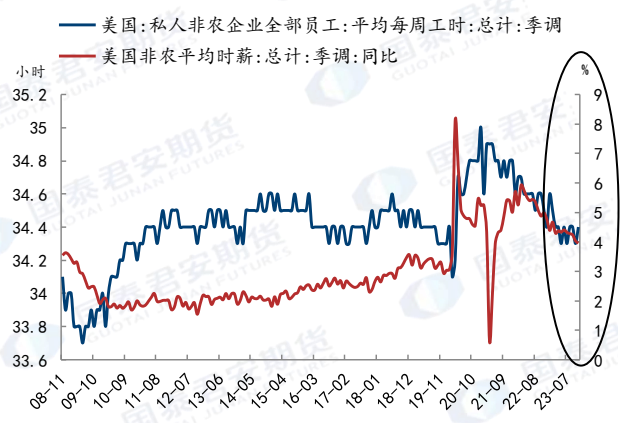
资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

图 16: 11 月非农时薪同增小降, 环增回升



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 17: 11 月美国非农每周工时同比小升



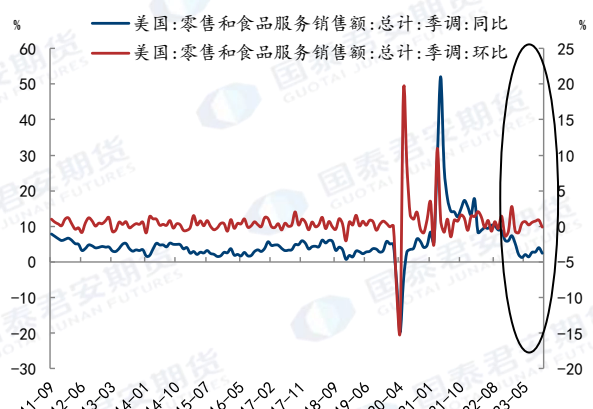
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 18: 10 月美国核心 PCE 同增大降, PCE 同增亦降



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 19: 11 月美国零售销售同比走低, 环比亦走低



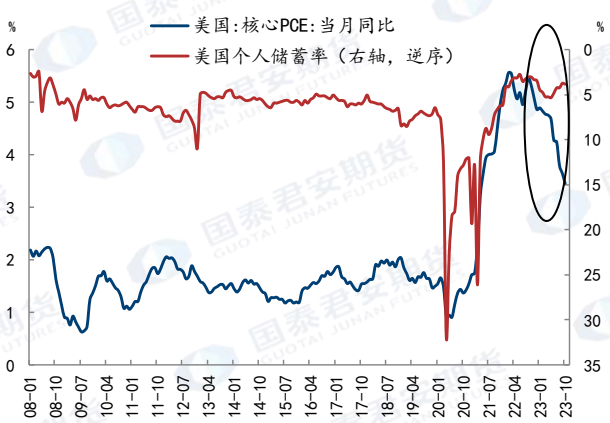
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 20: 11 月原油均价回落, 10 月核心 PCE 同增小降



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 21: 10 月储蓄率走低, 核心物价走低



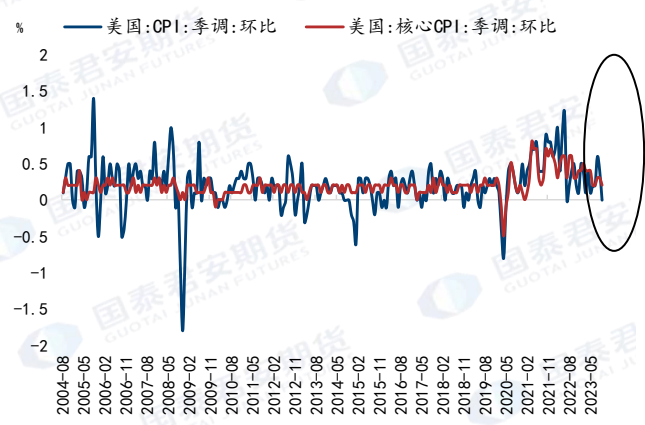
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 22: 10 月美国 CPI 同增小降, 核心 CPI 同比小降



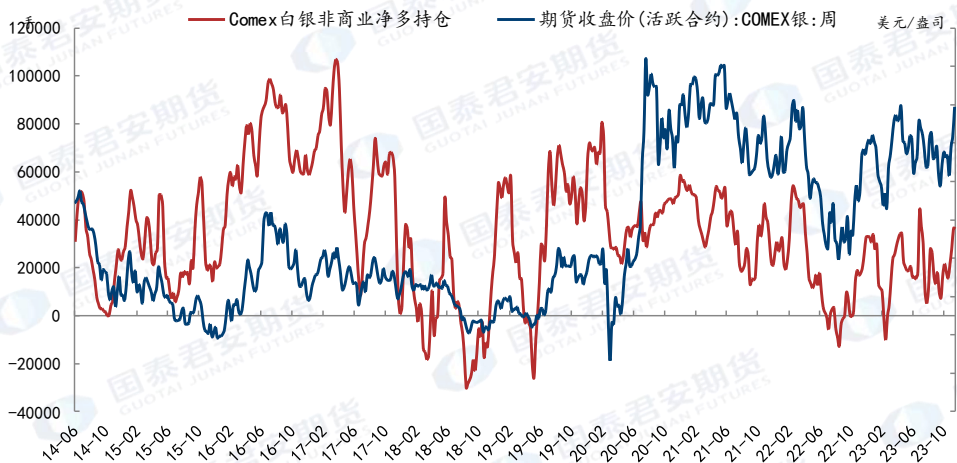
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 23: 10 月美国 CPI 环增下行, 核心 CPI 环比小降



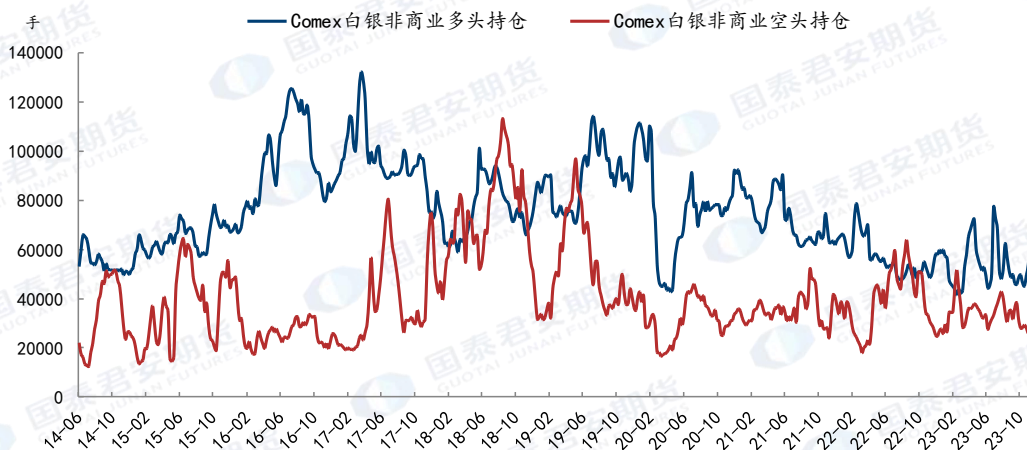
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 24: 本周 COMEX 白银期货和期权的非商业净多持仓小幅增加



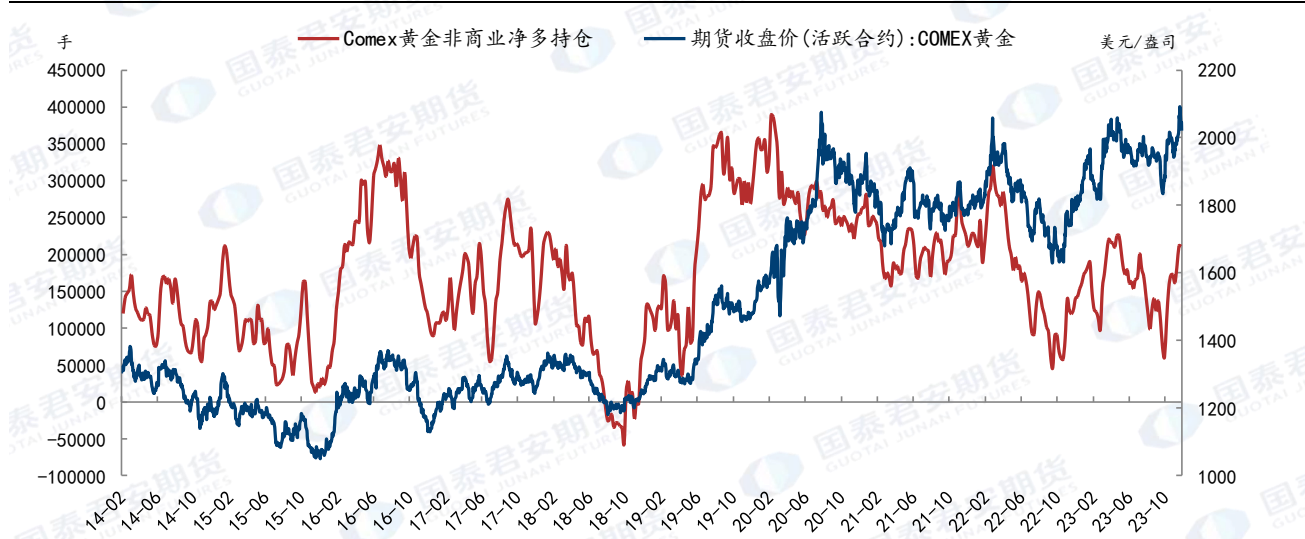
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 25: 本周 COMEX 白银期货和期权非商业多头持仓减少, 空头持仓减少



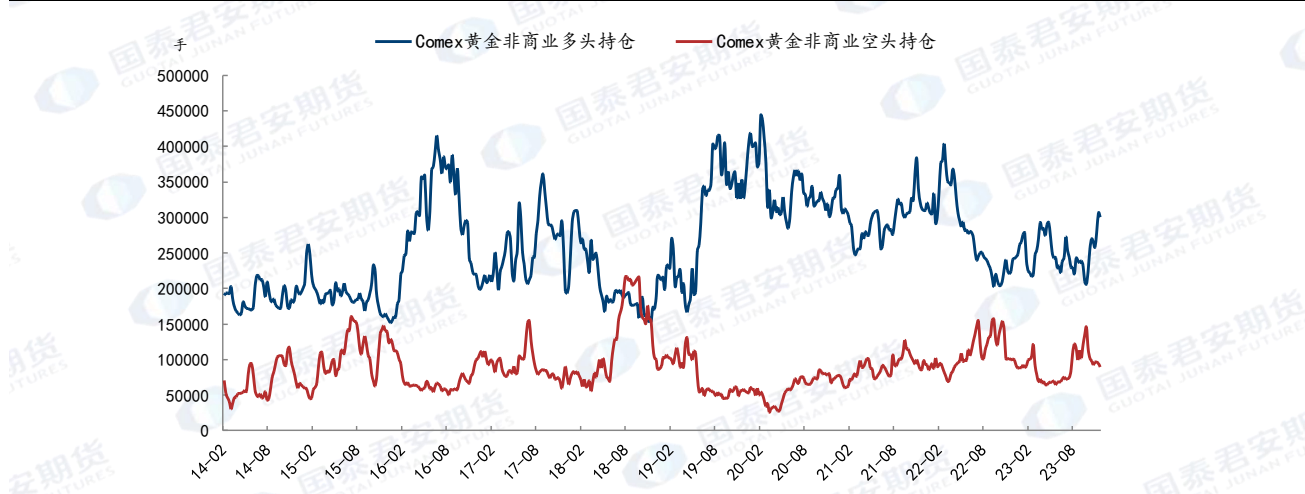
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 26：本周 COMEX 黄金期货和期权的非商业净多持仓小幅增加



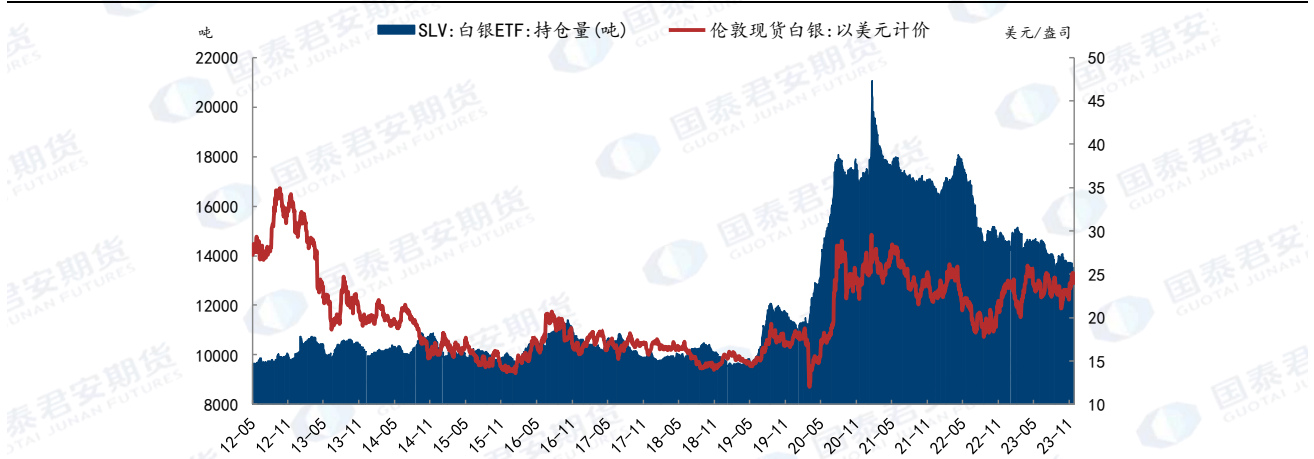
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 27：本周 COMEX 黄金期货和期权非商业多头持仓增加，空头持仓减少



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 28：本周 SLV 白银 ETF 较前周减少 210.82 至 13480 吨，显示白银实物买兴稍有回落



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 29：本周 SPDR 黄金 ETF 较前周减少 3.46 吨，至 883.43 吨



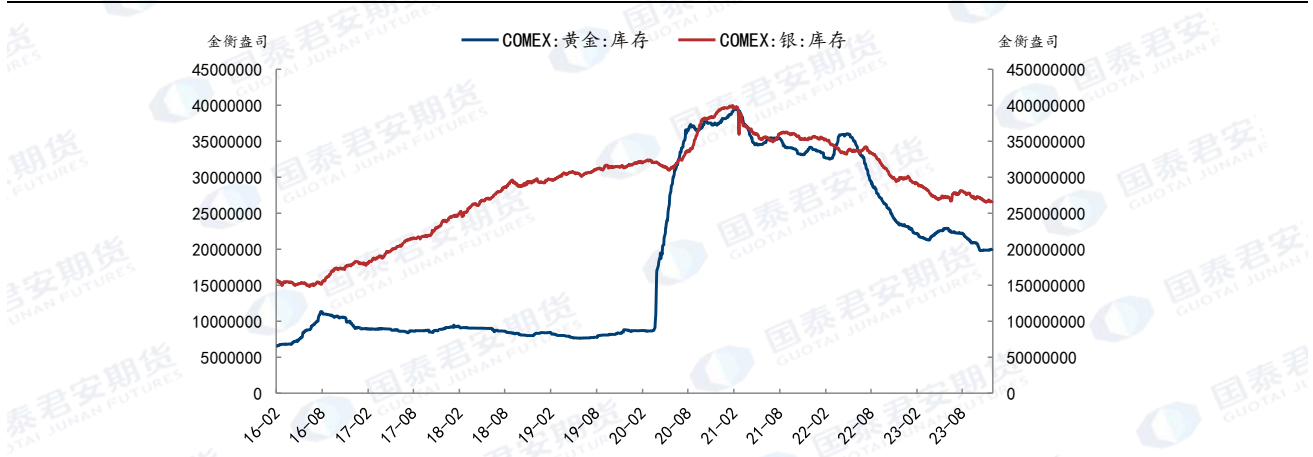
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 30：本周金银比自前周的 82.3 回升至 84.2，因本周白银跌幅更大



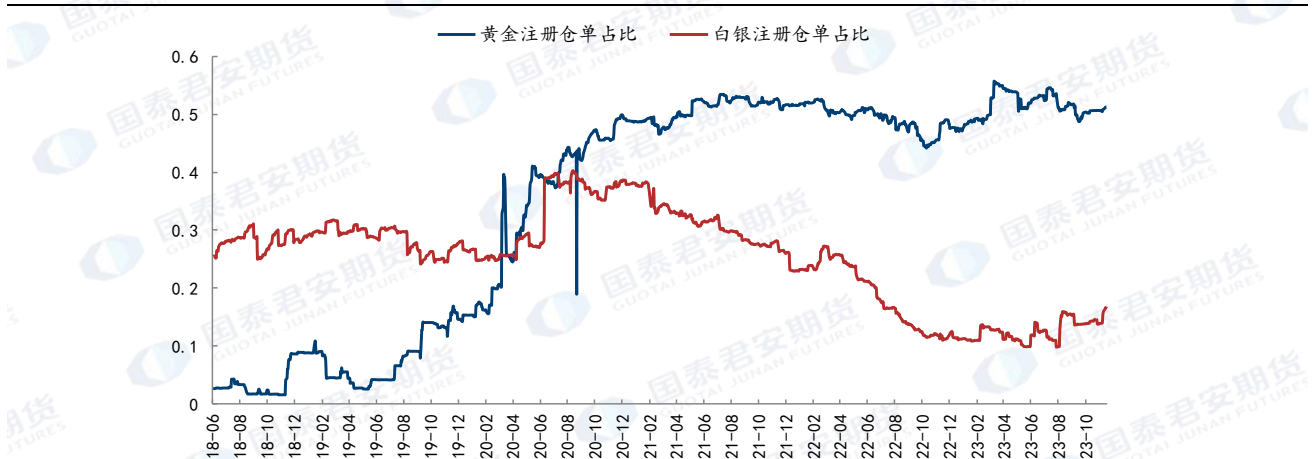
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 31：本周 COMEX 白银库存较前周减少 16.6 盎司 267 百万盎司，黄金库存增加 3.9 盎司



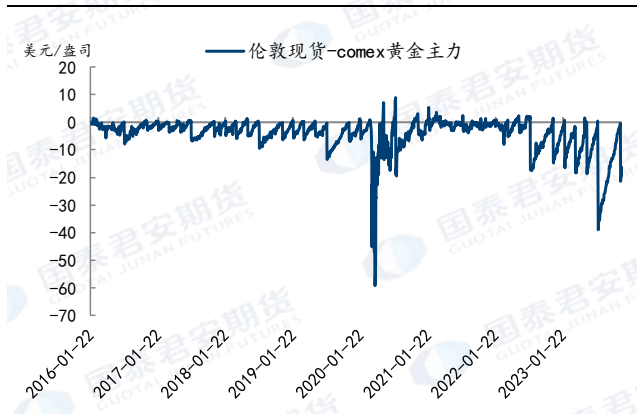
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 32：本周 COMEX 白银注册仓单占比回升至 15.9%，黄金注册仓单占比上升至 50.8%附近



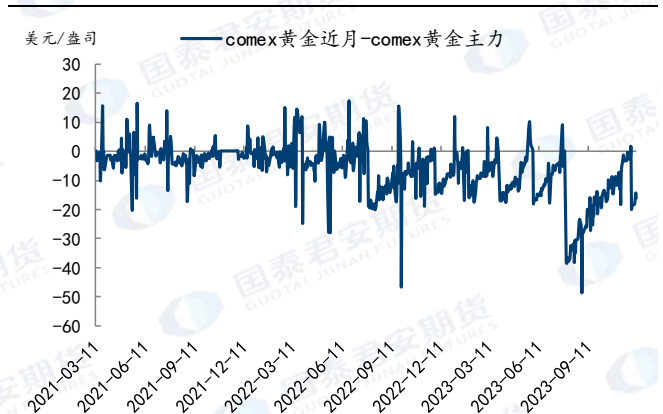
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 33：伦敦金对 Comex 贴水 20.3 美元/盎司



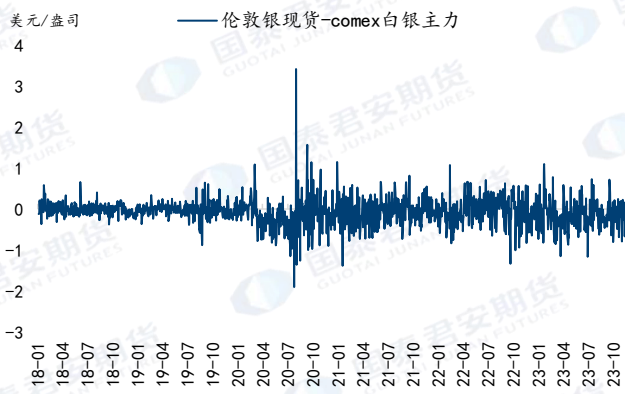
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 34：Comex 黄金近月贴水 18.5 美元/盎司



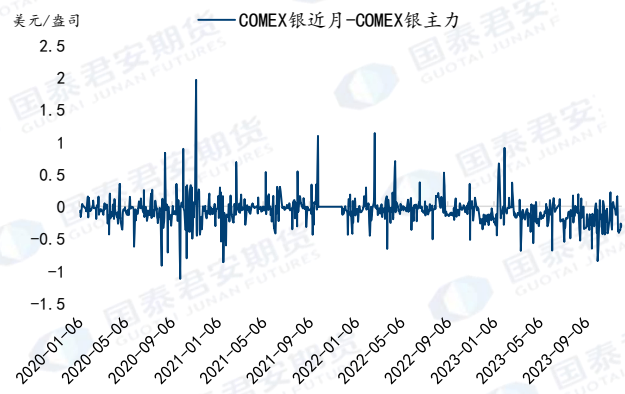
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 35: 伦敦银对 Comex 贴水 0.73 美元/盎司



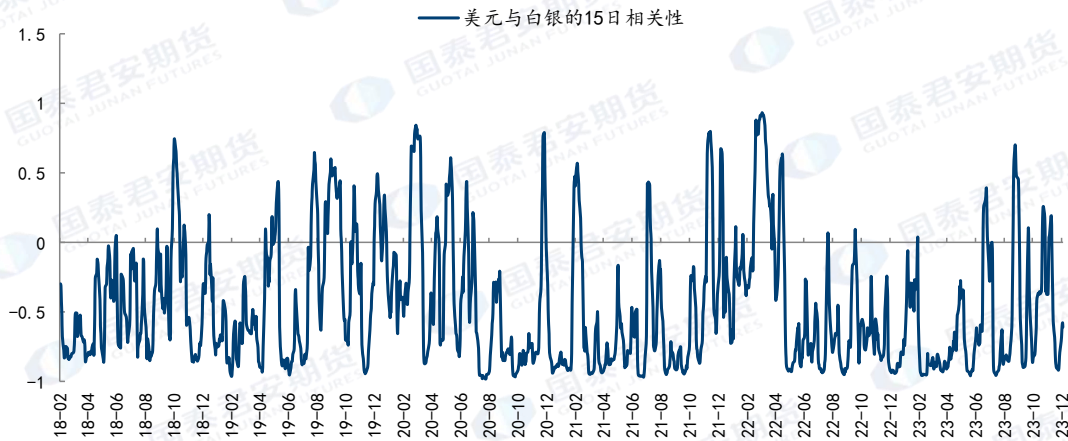
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 36: Comex 银近月对主力贴水 0.41 美元/盎司



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 37: 本周白银与美元 15 日相关系数为 0.17, 前周为 0.38, 负相关性下降



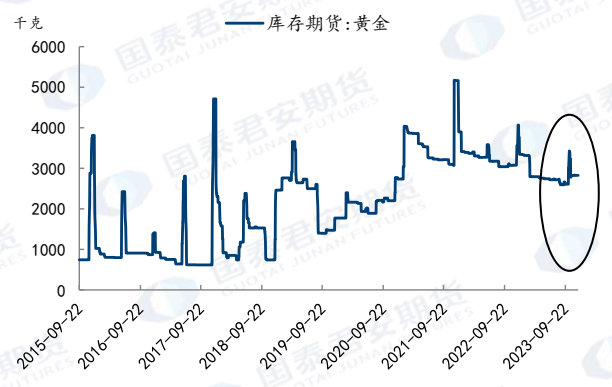
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 38: 本周国内白银期货库存增加 61614 千克



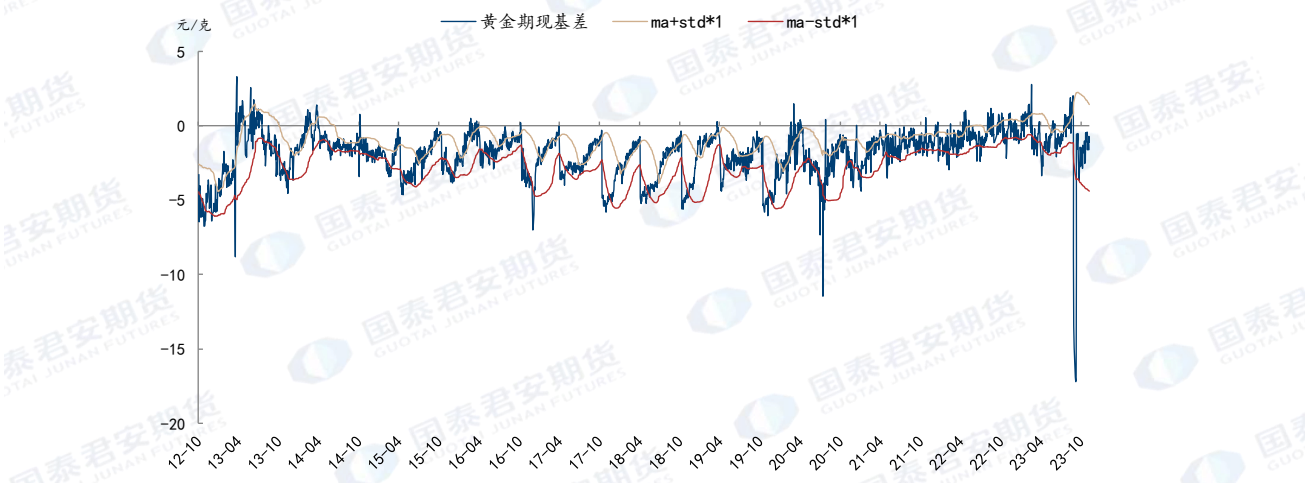
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 39: 本周黄金期货库存不变



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 40：本周黄金期现基差在-2.52 元/克，现货贴水扩大（上周五基差为-1.6 元/克），目前基差处在近 3 年基差波动区间中轴偏下位置，并处在最新 60 日平均值加减 1 个标准差区间下沿偏上位置



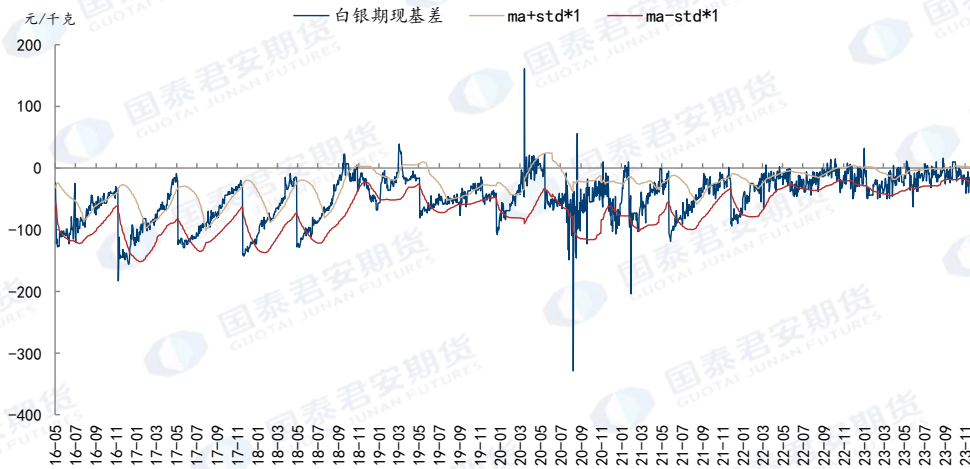
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 41：黄金 2306-2312 合约最新价差绝对值在 2.02 元/克，较上周五（2.12 元/克）小升，目前价差处在近 3 年价差绝对值波动区间上沿以上位置，并在最新 60 日平均值加减 1 个标准差的区间中轴偏下位置



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 42: 白银最新期现基差-22 元/千克, 现货贴水扩大 (上周五基差为-28 元/千克), 当前基差处在近 1 年基差区间中轴偏下位置, 并处在最新 60 日平均值加减 1 个标准差的区间中轴偏下位置



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 43: 白银 2306-2312 合约月间价差在 39 元/千克, 较上周五走阔, 当前价差处在近 1 年价差绝对值波动区间中下位置, 并处在最新 60 日平均值加减 1 个标准差区间下沿附近位置



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究



2023年12月10日

铜：库存低位，支撑价格

季先飞

投资咨询从业资格号：Z0012691

jixianfei015111@gtjas.com

报告导读：

单边：美国非农就业数据表现良好，美元指数反弹，但中国持续推出利好政策，支撑市场风险情绪。基本上，全球总库存低位，依然能够支撑短期价格。

宏观方面，美国11月新增非农就业人数高于预期，失业率意外下降，工资环比增幅为年内最高，打击市场对明年降息的预期，美元指数反弹。中共中央政治局会议要求，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

微观需求方面，终端消费下滑，铜材企业开工率承压。精铜价格坚挺，再生铜货源增加，精废价差持续处于优势线上方。但由于再生铜绝对价格处于较高水平，再生铜杆厂因持续亏损，减少再生铜原料补库。此前表现较好的国网电线电缆订单开始减少，工程施工类电缆订单下滑。铜杆企业开工率回落，减少原料补库。空调主机市场需求边际改善，但冷库类订单下降，铜管整体需求有所弱化，企业开工率回落。北方限产铜板带企业恢复生产，铜板带产量增加，但由于终端消费下滑，预计铜板带需求将下降。

供应方面，冶炼企业原料采购积极，精铜产量同比增加。本周铜精矿TC为73.75美元/吨，冶炼利润为857元/吨，处于连续下滑的态势。铜精矿原料供应紧张加剧，主要因Cobre Panama铜矿停产，且其他部分铜矿生产扰动不断增强。同时，中国多家冶炼厂释放补库需求，且增加明年铜精矿采购量。冶炼端，国内冶炼产能持续增加，且冶炼依然存在利润，预计精铜产量同比维持高增速。

供需平衡方面，国内铜社会库存增加；保税区库存持稳；LME库存增加，注销仓单比例大幅回升。国内库存增加，因下游需求减弱，部分企业减少原料采购。伦铜总库存增加，但现货进口持续出现盈利，伦铜注销仓单比例提高。从总库存看，国内社会库存和LME库存增加，全球总库存回升，但绝对库存处于历史同期低位。

整体来看，美国非农就业数据表现良好，打击市场对明年降息的预期，美元指数反弹，但中国持续推出利好政策，支撑市场风险情绪。基本上，全球总库存边际增加，但库存绝对量依然处于较低位置，且国内现货升水坚挺，将支撑短期价格。

风险点：欧美超预期衰退。

(正文)

3. 周度数据

表 2：铜基本面数据

【行情回顾】				
	上周收盘价	周涨幅	昨日夜盘收盘价	夜盘涨幅
沪铜主力	68000	-0.53%	68540	0.79%
LmeS-铜3	8438	-2.17%	-	-
COMEX铜主	3.834	-2.19%	-	-
【期货成交及持仓变动】				
单位：手	上周五成交	较上上周变动	上周五持仓	较上周五变动
沪铜主力	49527	-23273	147364	-19350
LmeS-铜3	23953	-8424	246032	25749
COMEX铜主	86514	-17963	108978	-7878
【库存变化】				
	上周库存	较前周变动	注销仓单占比	较前周变动
沪铜仓单库存	2573	-99	-	-
沪铜总库存	30342	4193	-	-
社会总库存	57600	2700	-	-
LME铜	181600	7350	27.16%	7.65%
COMEX铜	16199	-2646	-	-
保税区库存	11800	0	-	-
【期现价差变化】				
	上周五	上上周五	变动	
LME铜升贴水	-82.25	-98.75	16.5	
保税区铜溢价	100.5	101	-0.5	
上海铜现货升贴水	155	710	-555	
【月间价差变化】				
	昨日价差	前日价差	价差变化	
近月对连一合约的价差	390	500	-110	
近月对连一跨期套利成本	159.27	-	-	
【内外价差变化】				
	上周五	上上周五	变化	
电解铜现货进口盈亏	160.98	301.83	-140.85	
沪铜2M进口盈亏	-378.48	-663.28	284.80	
【基本面数据和信息】				
	上周五	上上周五	变化	
铜精矿现货加工费（美元/吨）	73.75	78.97	-5.22	
铜精矿现货冶炼利润（元/吨）	857.23	1119.02	-261.79	
精铜和废铜价差（元/吨）	1742.18	2474.86	-732.68	
废铜进口盈亏（元/吨）	487.18	96.07	391.11	
CFTC铜非商业多头净持仓（张）	-1994	-3872	1878	

资料来源：同花顺 iFind，国泰君安期货研究

4. 参考图表

图 1：LME3 月铜期货收盘价走势



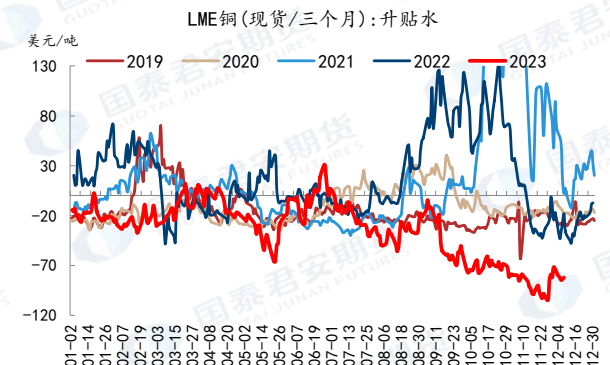
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 2：SHFE 铜活跃合约收盘价走势



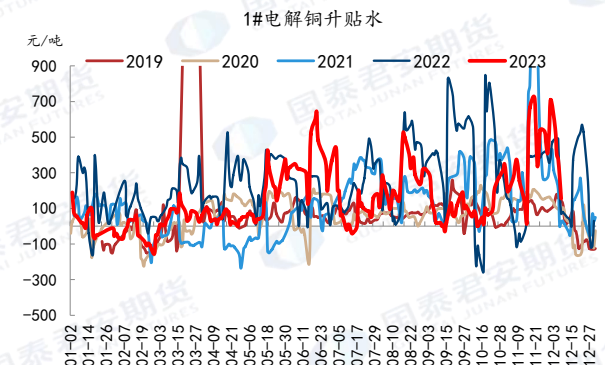
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 3：LME 铜升贴水走势



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 4：上海现货升贴水及升贴水价差



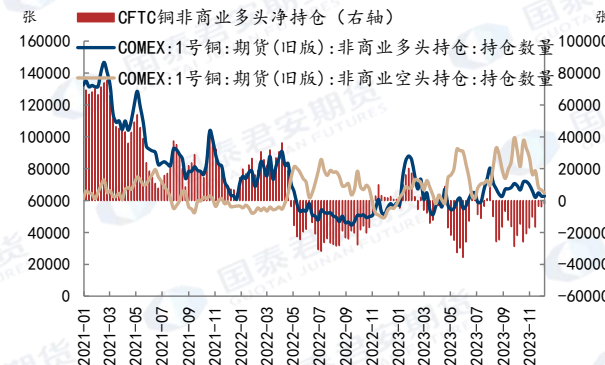
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 5：洋山港铜溢价



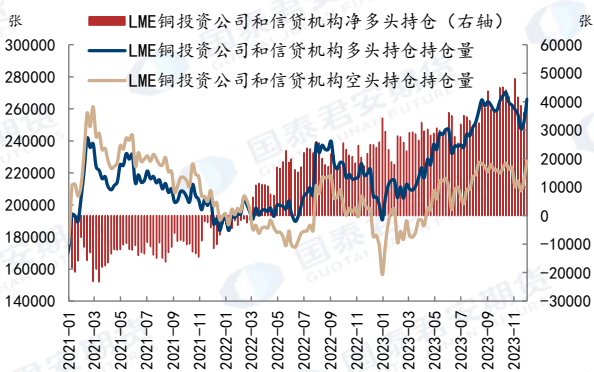
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 6：CFTC 铜非商业持仓和净持仓



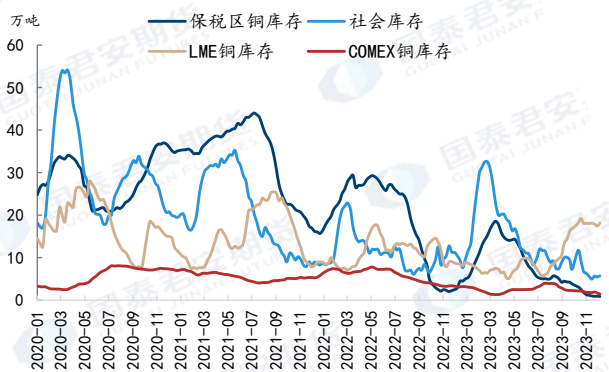
资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 7：LME 投资公司持仓



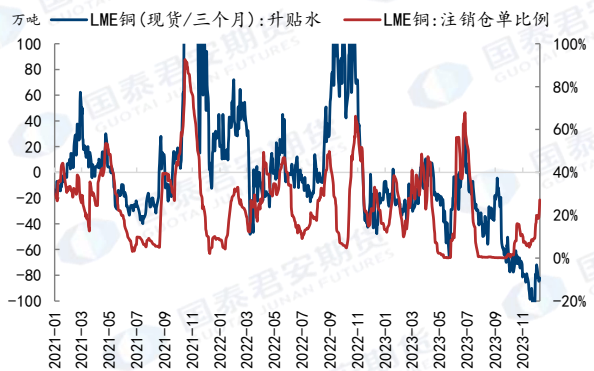
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 8：全球铜期货交易所库存分布



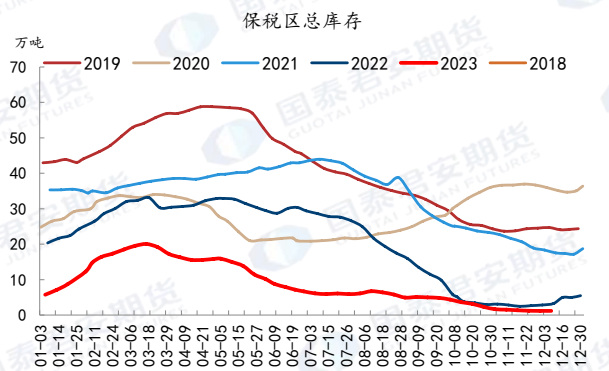
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 9：LME 铜注销仓单量和注销仓单比例



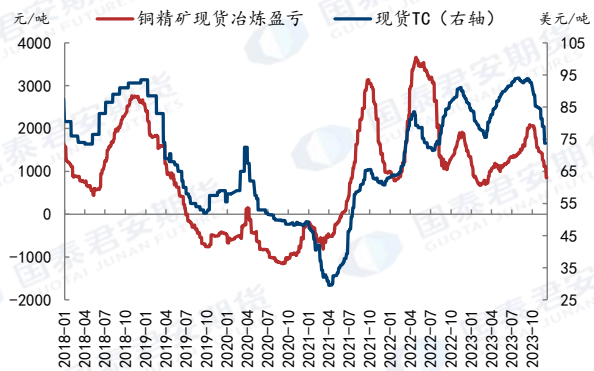
资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 10：保税区铜库存



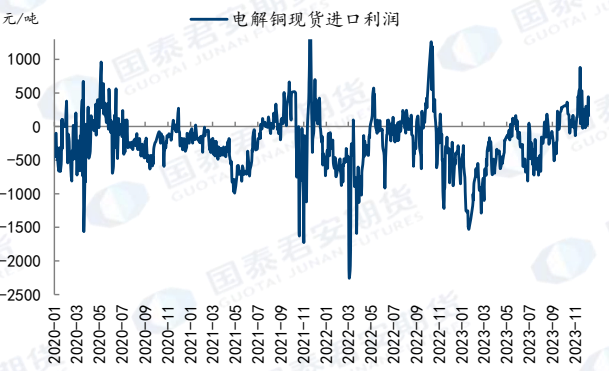
资料来源：SMM, 国泰君安期货研究

图 11：铜精矿加工费和进口盈亏



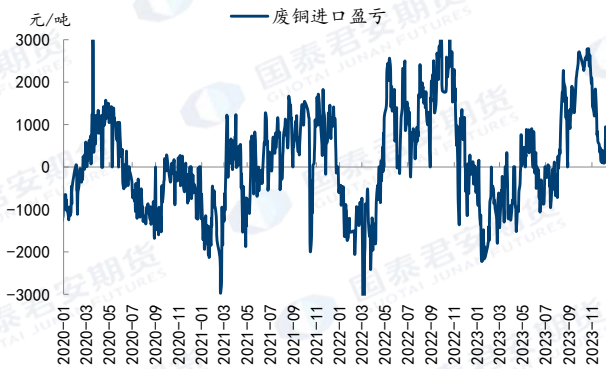
资料来源：SMM, 国泰君安期货研究

图 12：电解铜进口盈亏



资料来源：SMM, 国泰君安期货研究

图 13: 废铜进口盈亏



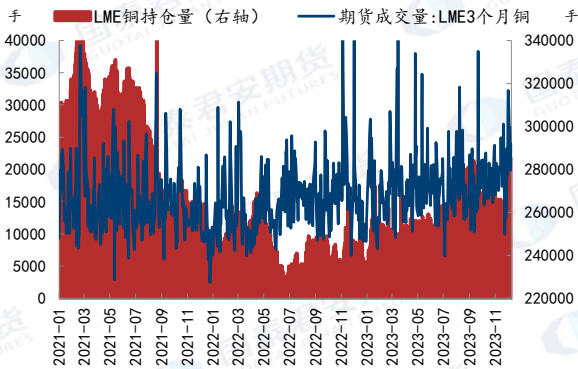
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 14: 精铜和废铜价差



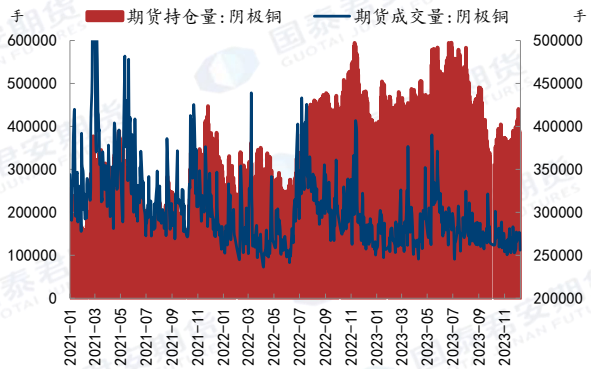
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 15: LME 铜持仓量和成交量



资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 16: SHFE 铜持仓量和成交量



资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究



2023年12月10日

铝：价格重心继续下台阶，仍关注 18500 关口附近支撑

氧化铝：2900-3000 继续横盘波动

王蓉

投资咨询从业资格号：Z0002529

wangrong013179@gtjas.com

报告导读：

本周观点及逻辑：

过去一周沪铝重心继续承压，18500 关口被破。近期铝在有色板块内表现相对偏弱，尽管持续去库，但年底缺乏交易主题，微观仍是供需双弱，缺少资金青睐，持仓仍持低。宏观依然在扰动短期的节奏，对于明年3月累库峰值的预期，当前看没有太多可交易的空间。不过，对于未来一年整体的看法，我们仍倾向看回调有买点，因国内市场的产需短缺或仍是大概率事件。

本周铝锭社库较前周去库 4.2 万吨至 52.1 万吨。至周五，铝棒加工费（广东）较前周抬升 40 元/吨，至 560 元/吨。终端地产高频成交最新一周继续抬升，接近持平 2022 年同期低位。

氧化铝当前定价，我们认为现货端和盘面交割仍是核心因素。本周氧化铝现货报价仍持平，12 月合约临近交割已连续两周几无成交，前端几个月份合约再度转向 Contango 结构，因受到多头接货的意愿制约，我们继续维持对氧化铝年内难有显著向上空间的判断，短期跟随沪铝下破 2900 关口，目前关注沪铝底部企稳情况。

（正文）

5. 行情数据

表 3：铝、氧化铝每周重点数据跟踪

		T	T-1	T-5	T-22	T-66	
期货市场	电解铝	沪铝2310收盘价	18530	-70	-245	-705	-195
		沪铝2310夜盘收盘价	18690	160	-	-	-
		LME铝3M收盘价	2200	6	-18.5	-38	-0.5
		沪铝2310成交量	112038	-40880	-9724	9382	-335460
		沪铝2310持仓量	175150	-1256	6174	-28564	-105395
		LME铝3M成交量	21281	2386	3678	6859	5346
		LME注销仓单占比	56.75%	-0.47%	-0.72%	-0.14%	0.80%
		LME铝cash-3M价差	-36.8	0.5	6.6	-22.2	12.2
		近月合约对连一合约价差	50	-30	10	-5	-10
		买近月抛连一跨期套利成本	46.54	-6.93	-8.45	-8.38	-4.22
	氧化铝	沪氧化铝2311收盘价	2896	-37	-8	-164	-30
		沪氧化铝2311夜盘收盘价	0	-	-	-	-
		沪氧化铝2311成交量	104	-126	-917	-1944	-47884
		沪氧化铝2311持仓量	1530	-138	-887	-2451	-59615
近月合约对连一合约价差		4	20	19	4	4	
买近月抛连一跨期套利成本		349.31	-6.44	-5.75	326.24	329.17	
现货市场	电解铝	现货升贴水	-10	10	10	70	-190
		上海保税区Premium	100	0	0	0	0
		欧盟鹿特丹铝锭Premium (MB)	187.5	0	-5	-20	-97.5
		预焙阳极市场价	4729	-106	-106	-106	-256
		佛山铝棒加工费	520	0	70	160	380
		山东1A60铝杆加工费	550	0	0	100	250
		铝锭精废价差	185	50	114	-159	-201
		电解铝企业盈亏	2389	-140.00	-179.4	-459.6	-330.4
		铝现货进口盈亏	70	-114.9	152.7	300.6	-205.2
		铝3M进口盈亏	-211	-171.3	124.7	53.1	162.6
		铝板卷出口盈亏	778	#N/A	395	-314	140
		国内铝锭社会库存(万吨)	56.3	-1.7	-4.4	-4.9	11.9
		上期所铝锭仓单(万吨)	4.1	-0.1	-0.3	0.1	1.2
		LME铝锭库存(万吨)	45.4	-0.5	-2.2	-1.8	-6.1
	氧化铝	国内氧化铝平均价	3000	0	0	-13	92
		氧化铝连云港到岸价(美元/吨)	357	0	0	-5	-10
		氧化铝连云港到岸价(元/吨)	3030	0	0	-25	0
		澳洲氧化铝FOB(美元/吨)	327	0	0	-13	-18
		山西氧化铝企业盈亏	54	-	0	6	36
		铝土矿	澳洲进口三水铝土矿价格(美元/吨)	54	0	0	0
	印尼进口铝土矿价格(美元/吨) (Al:45-47%, Si:4-6%)		69	0	0	0	0
	几内亚进口铝土矿价格(美元/吨) (Al:43-45%, Si:2-3%)		70	0	1	1	2
	阳泉铝土矿价格 (含税现货矿山价, Al:Si=4.5)		500	0	0	0	0
	烧碱	陕西离子膜液碱(32% 折百)	2800	0	0	-575	75

注：当天交易日为T，T-1为当天交易日减去前一个交易日，T-5为当天交易日减去一周前数据，T-22为当天交易日减去一个月前数据，T-66为当天交易日减去3个月前数据。沪铝、LME铝库存单位均为吨，氧化铝、电解铝企业盈亏分别以山西、山东地区为例测算。

资料来源：Mymetal, SMM, 国泰君安期货研究。注：当天交易日为 T，T-1 为当天交易日减去前一个交易日，T-5 为当天交易日减去一周前数据，T-22 为当天交易日减去一个月前数据，T-66 为当天交易日减去 3 个月前数据。沪铝、LME 铝库存单位均为吨，氧化铝、电解铝企业盈亏分别以山西、山东地区为例测算。

6. 交易面（价格、基差、库存及持仓）

表 4：近期电解铝现货价格、对期货主力合约升贴水以及期货近月合约升贴水

指标名称	SMM A00铝- 平均价	期铝主力 合约10:30 价格	期铝近月 合约10:30 价格	SMM A00铝 价对期铝 主力的升 贴水	SMM A00铝 价对期铝 近月的升 贴水
2023-12-08	18520	18,465.00	18,540.00	55	-20
2023-12-07	18480	18,425.00	18,495.00	55	-15
2023-12-06	18560	18,470.00	18,555.00	90	5
2023-12-05	18560	18,465.00	18,555.00	95	5
2023-12-04	18700	18,640.00	18,705.00	60	-5
2023-12-01	18660	18,600.00	18,655.00	60	5
2023-11-30	18630	18,590.00	18,640.00	40	-10
2023-11-29	18770	18,765.00	18,805.00	5	-35
2023-11-28	18850	18,835.00	18,875.00	15	-25
2023-11-27	18890	18,880.00	18,920.00	10	-30

资料来源：SMM，国泰君安期货研究

表 5：近期氧化铝现货价格、对期货主力合约升贴水以及期货近月合约升贴水

指标名称	平均价:氧化铝:全 国	期货收盘价(活跃 合约):氧化铝	期货收盘价(连 续):氧化铝	山东氧化铝价对期 货主力的升贴水	山东氧化铝价对期 货近月升贴水
2023-12-08	3,000.00	2,864.00	2,864.00	136	136
2023-12-07	3,000.00	2,848.00	2,848.00	152	152
2023-12-06	3,000.00	2,887.00	2,887.00	113	113
2023-12-05	3,000.00	2,881.00	2,881.00	119	119
2023-12-04	3,000.00	2,900.00	2,900.00	100	100
2023-12-01	3,000.00	2,896.00	2,896.00	104	104
2023-11-30	3,000.00	2,871.00	2,871.00	129	129
2023-11-29	3,000.00	2,933.00	2,933.00	67	67
2023-11-28	3,000.00	2,935.00	2,935.00	65	65
2023-11-27	3,000.00	2,932.00	2,932.00	68	68

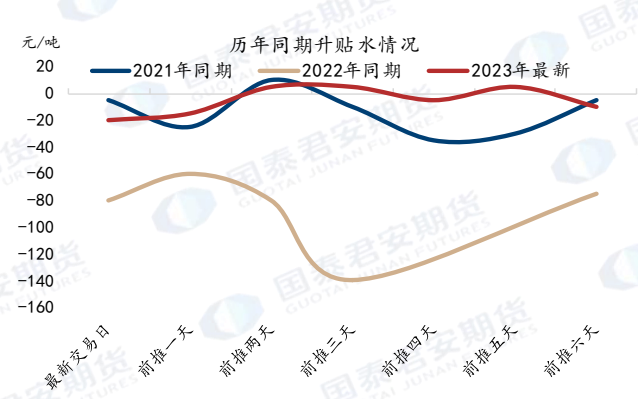
资料来源：SMM，Wind，国泰君安期货研究

图 17：电解铝现货对近月价差历史同期对比

现货对近月价差	2021年同期	2022年同期	2023年最新
最新交易日	-5	-80	-20
前推一天	-25	-60	-15
前推两天	10	-80	5
前推三天	-10	-140	5
前推四天	-35	#N/A	-5
前推五天	-30	#N/A	5
前推六天	-5	-75	10

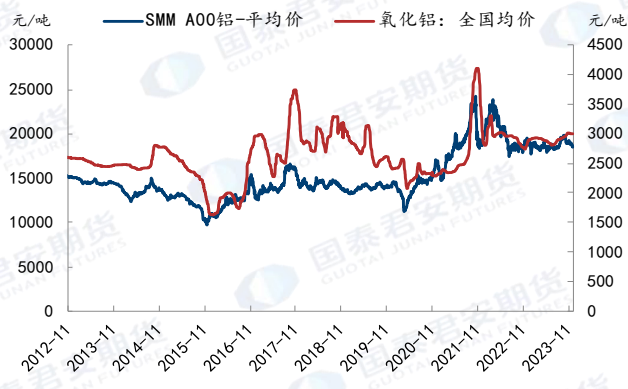
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 18：历年同期电解铝升贴水情况



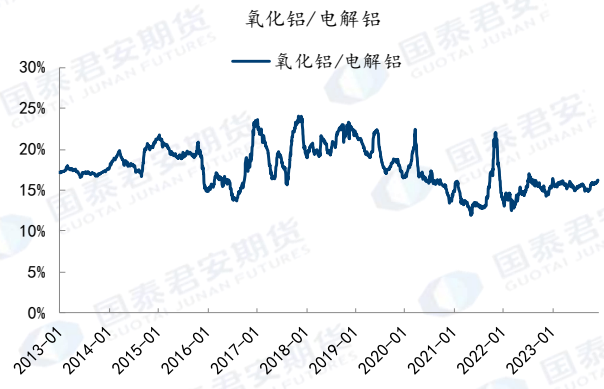
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 19：氧化铝-A00 铝价格走势对比



资料来源：Wind, SMM, 国泰君安期货研究

图 20：氧化铝价格/电解铝价格比重



资料来源：Wind, SMM, 国泰君安期货研究

表 6：近两周电解铝各地现货报价情况

指标名称	电解铝各地现货报价 (元/吨)										主要地区间价差 (元/吨)		
	上海	无锡	佛山	杭州	巩义	临沂	淄博	重庆	南昌	天津	沪粤价差	沪豫价差	沪鲁价差
2023-12-08	18500	18500	18620	18510	18630	18640	18620	18570	18590	18570	-120	-130	-140
2023-12-07	18460	18460	18590	18470	18590	18600	18580	18530	18550	18530	-130	-130	-140
2023-12-06	18540	18540	18700	18560	18670	18670	18650	18610	18630	18580	-160	-130	-130
2023-12-05	18540	18540	18700	18560	18650	18670	18650	18590	18630	18590	-160	-110	-130
2023-12-04	18690	18690	18820	18700	18810	18800	18770	18730	18770	18730	-130	-120	-110
2023-12-01	18650	18650	18760	18650	18800	18760	18730	18700	18730	18690	-110	-150	-110
2023-11-30	18610	18610	18720	18620	18700	18690	18660	18660	18700	18690	-110	-90	-80
2023-11-29	18770	18770	18870	18770	18800	18830	18800	18800	18850	18850	-100	-30	-60
2023-11-28	18840	18840	18950	18840	18870	18900	18870	18860	18930	18880	-110	-30	-60

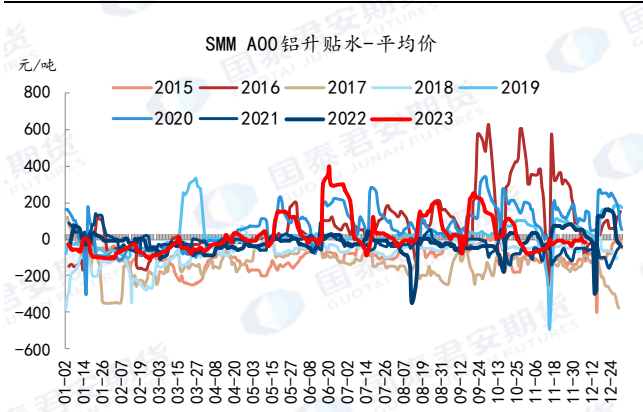
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

表 7：近两周氧化铝各地现货报价情况

指标名称	氧化铝各地现货报价 (元/吨)							主要地区间价差 (元/吨)		
	山东	河南	山西	广西	贵州	连云港	鲅鱼圈	桂晋价差	鲁晋价差	桂豫价差
2023-12-08	2945	3010	3000	3015	3015	2925	2975	-15	55	-5
2023-12-07	2945	3010	3000	3015	3015	2925	2975	-15	55	-5
2023-12-06	2945	3010	3000	3015	3015	2925	2975	-15	55	-5
2023-12-05	2945	3010	3000	3015	3015	2925	2975	-15	55	-5
2023-12-04	2945	3010	3000	3015	3015	2925	2975	-15	55	-5
2023-12-01	2945	3010	3000	3015	3015	2925	2975	-15	55	-5
2023-11-30	2945	3010	3000	3015	3015	2925	2975	-15	55	-5
2023-11-29	2945	3010	3000	3015	3015	2925	2975	-15	55	-5
2023-11-28	2945	3010	3000	3010	3015	2925	2975	-10	55	0

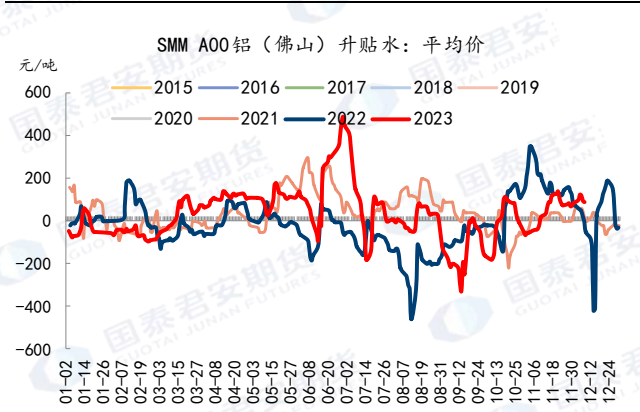
资料来源：钢联，钢联国泰君安期货研究

图 21: SMM 统计铝锭现货对期铝近月升贴水



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 22: 佛山铝锭现货对期铝近月升贴水



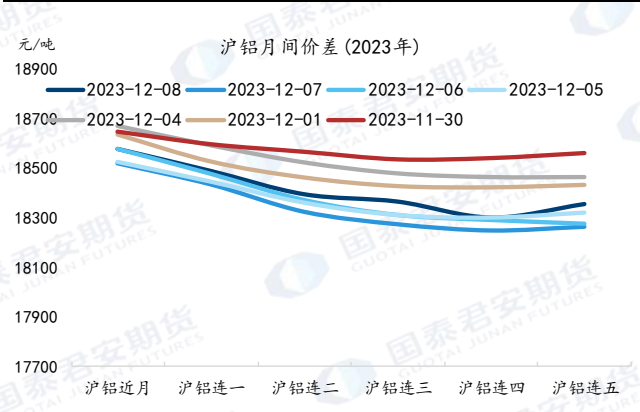
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 23: 电解铝沪粤价差走势



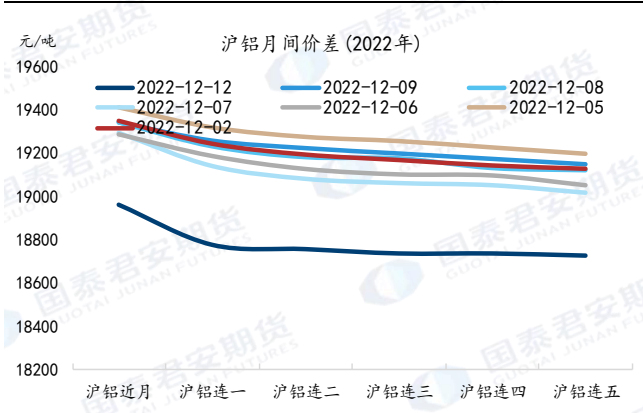
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 24: 本周沪铝月间期限结构



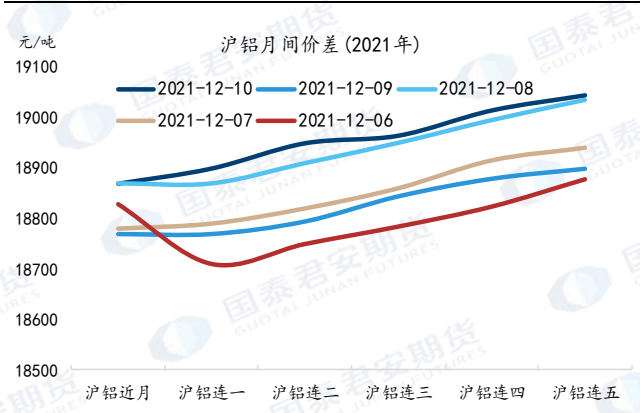
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 25: 沪铝月间价差变动 (2022 年同期)



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 26: 沪铝月间价差变动 (2021 年同期)



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 27: 本周五 AL00-01 升贴水为 290 元/吨

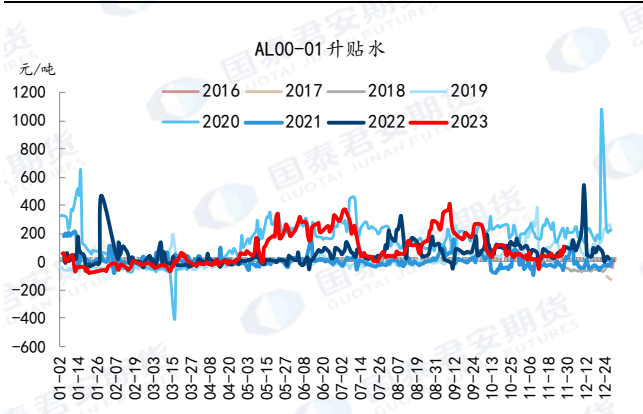


图 28: 本周五 AL01-02 升贴水为+150 元/吨

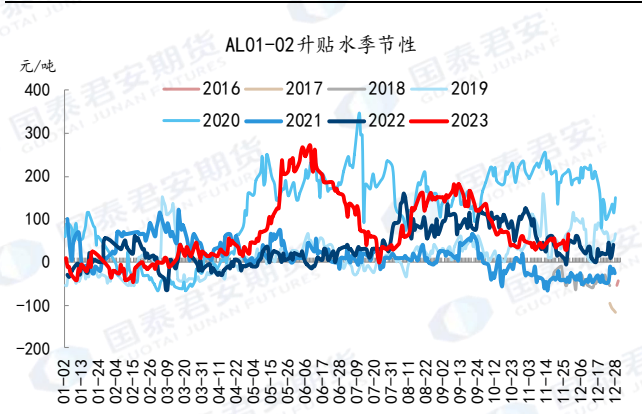


图 29: 本周五 AL02-03 升贴水为+160 元/吨

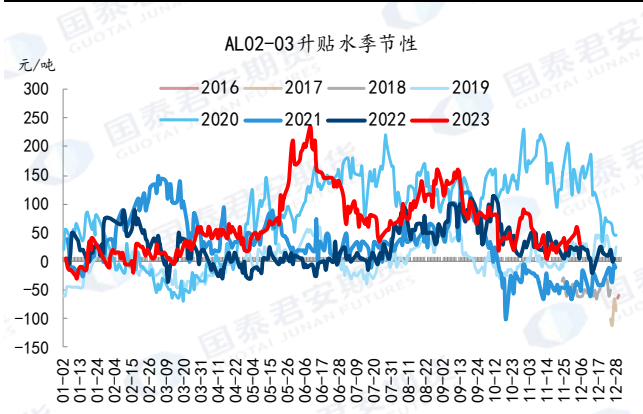


图 30: 本周五近月对连一合约月差百分比为 1.5%

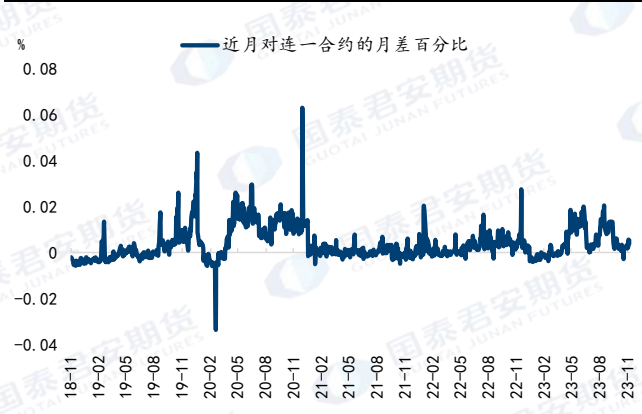


图 31: 本周铝期货库存环比变化-2,003 吨

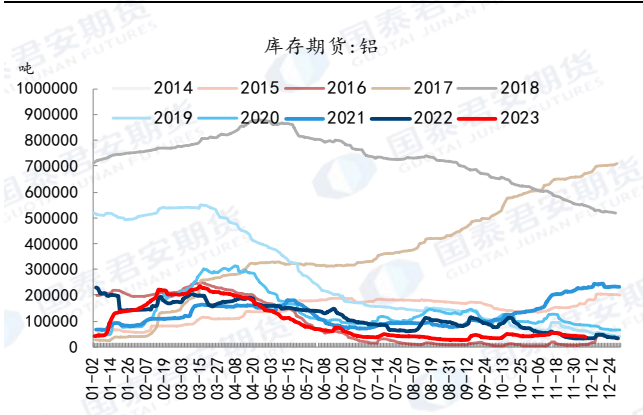


图 32: 本周铝库存小计环比变化-8,510 吨

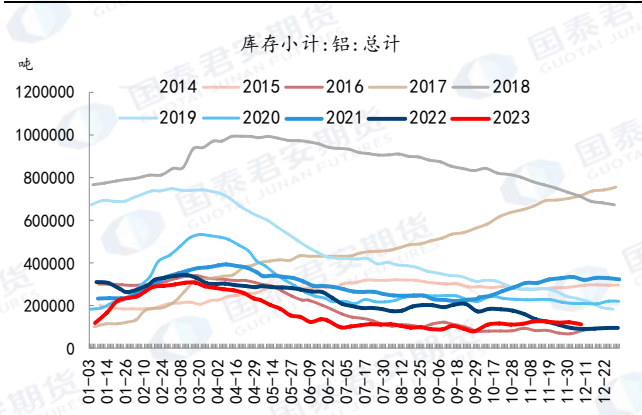
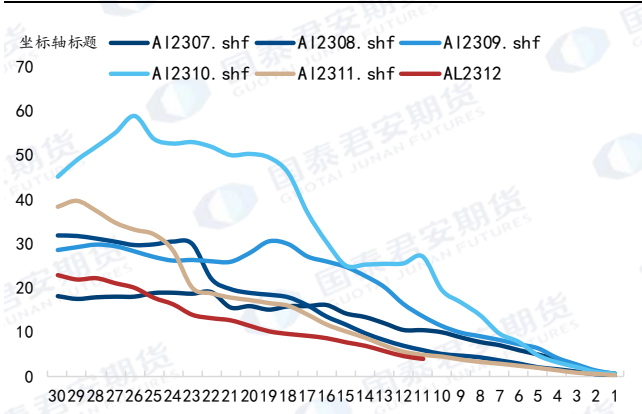
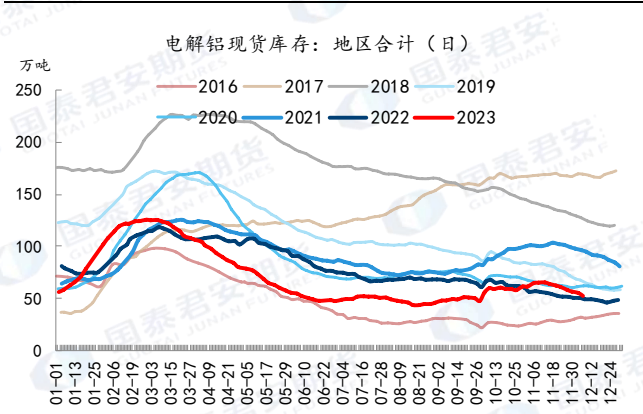


图 33: 本周沪铝近月持仓库存比走低



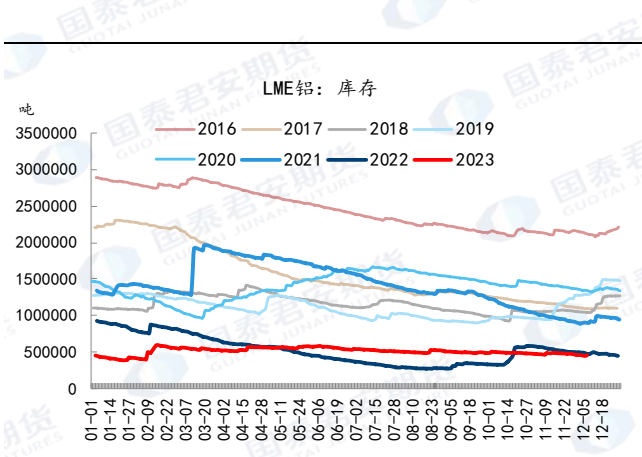
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 34: 本周电解铝现货库存环比变化+1.3 万吨



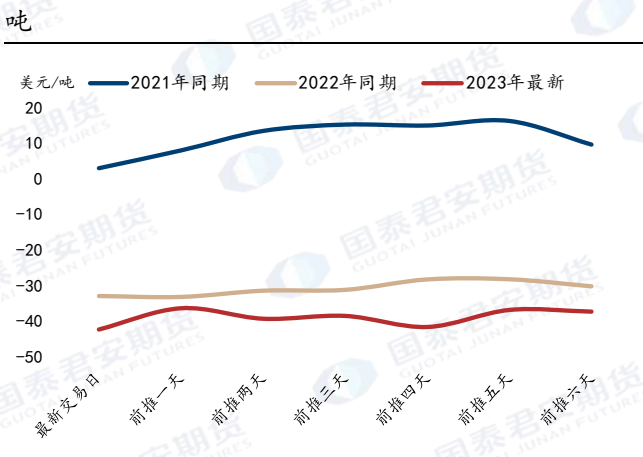
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 35: 本周 LME 铝库存环比变化-1.9 万吨



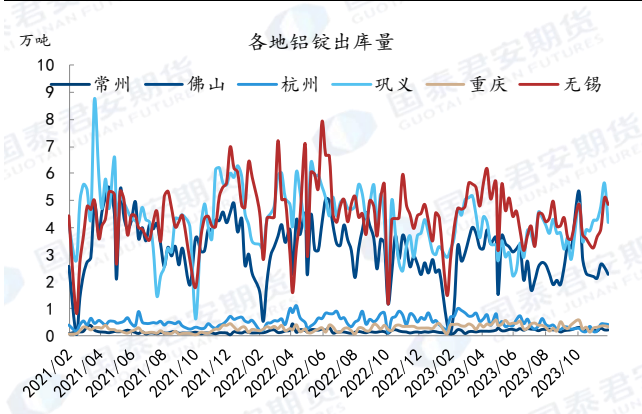
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 36: 本周五 LME 铝 (0-3) 升贴水为-46.75 美元/吨



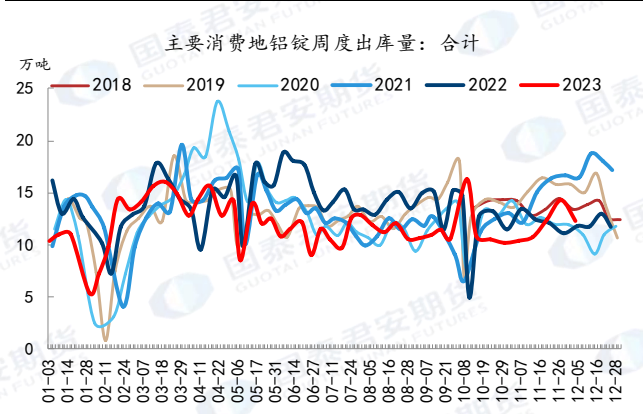
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 37: 上周各地铝锭出库量环比下降



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 38: 上周各地铝锭出库量为 10.58 万吨



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

表 8：本周四国内铝锭库存为 46.8 万吨，环比上周四变化-3.3 万吨

	国内铝锭库存分布（单位：万吨）																
	国内合计	无锡	佛山	上海	杭州	天津	巩义	宁波	湖州	海安	洛阳	重庆	临沂	常州	沈阳	济南	郑州
2023-12-07	52.1	17.5	17.2	3.1	2.8	2.5	4.9	2.7	0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.1	0	0.1	0
2023-12-04	55.1	19.4	17.6	3	2.8	2.6	5.1	2.7	0.1	0.2	0.2	0.7	0.5	0.1	0	0.1	0
2023-11-30	56.3	20.5	18.1	3.3	2.8	2.6	4.7	2.6	0.1	0.2	0.2	0.6	0.4	0.1	0	0.1	0
2023-11-27	58	21.4	17.7	3.8	2.9	2.6	5.3	2.5	0.1	0.1	0.1	0.7	0.5	0.2	0	0.1	0
2023-11-23	60.7	22.3	17.8	3.9	3	2.8	6.4	2.6	0.1	0.1	0.2	0.7	0.5	0.1	0	0.2	0
2023-11-20	62.1	22.1	17.4	4	3.1	2.9	7.9	2.6	0.1	0.1	0.2	0.8	0.6	0.1	0	0.2	0
2023-11-16	63.6	22.4	17.3	4.1	3.3	2.9	8.8	2.6	0.1	0.1	0.2	0.9	0.5	0.2	0	0.2	0
2023-11-13	65.1	22.5	17.9	4.5	3.3	2.9	9.2	2.6	0.1	0.1	0.2	1	0.6	0.1	0	0.1	0
2023-11-09	64.9	22	17.5	4.8	3.3	2.9	9.4	2.7	0.1	0.1	0.2	1.1	0.5	0.1	0	0.1	0.1
2023-11-06	64.4	22	17.5	5	3.2	2.8	8.8	2.7	0.1	0.1	0.2	1.1	0.5	0.2	0	0.1	0.1
2023-11-02	61.1	20.5	17.6	5.3	3.1	2.5	7.4	2.8	0.1	0.1	0.2	0.8	0.4	0.1	0	0.1	0.1

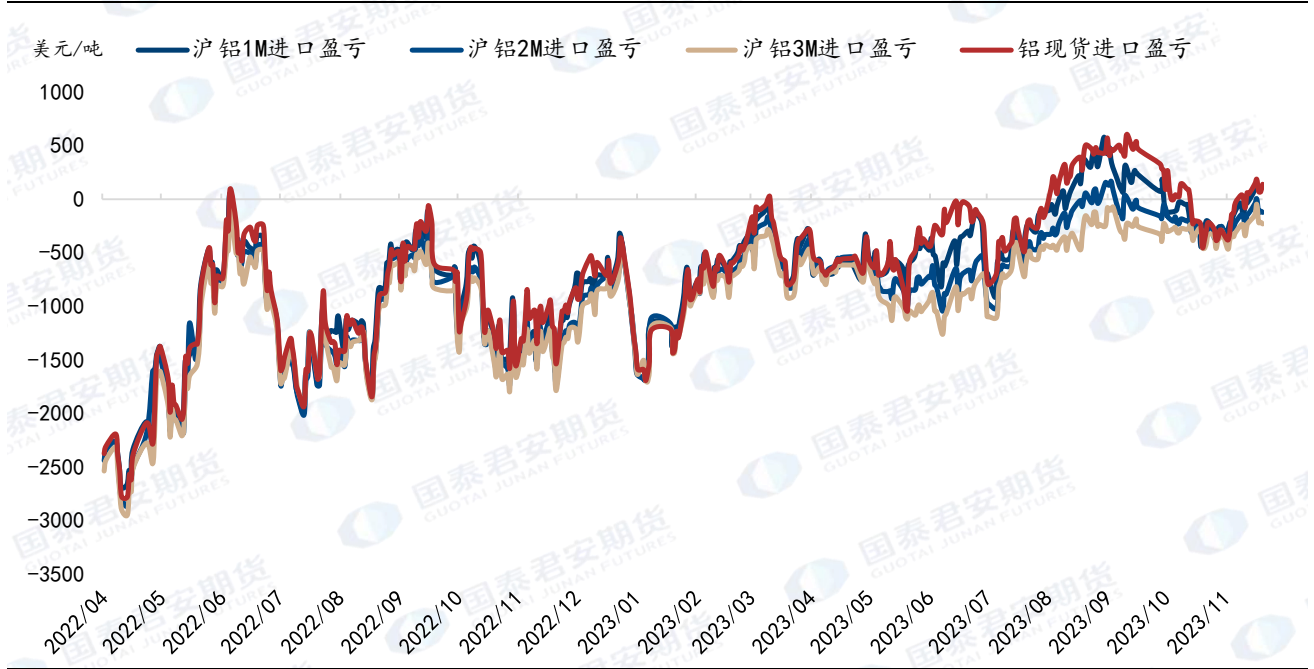
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

表 9：本周 LME 铝锭库存合计为 515,750 吨，环比上周变化-1.2 万吨

	LME 铝锭库存分布（单位：吨）												
	LME 铝：库存：合计	LME 铝：库存：巴 尔的摩	LME 铝：库存：毕 尔巴鄂	LME 铝：库存： 釜山	LME 铝：库存： 光阳	LME 铝：库存： 汉堡	LME 铝：库存： 仁川港	LME 铝：库存：柔 佛	LME 铝：库存：新 奥尔良	LME 铝：库存：巴 生	LME 铝：库存： 鹿特丹	LME 铝：库存： 新加坡	
2023-12-07	442,500	0	0	1,375	210,150	0	0	0	0	203,775	5,625	18,550	
2023-12-06	443,000	0	0	1,375	210,650	0	0	0	0	203,775	5,625	18,550	
2023-12-05	446,150	0	0	1,375	213,550	0	0	0	0	204,025	5,625	18,550	
2023-12-04	452,900	0	0	1,375	218,550	0	0	0	0	205,775	5,625	18,550	
2023-12-01	454,375	0	0	1,375	223,550	0	0	0	0	202,250	5,625	18,550	
2023-11-30	459,375	0	0	1,375	228,550	0	0	0	0	202,250	5,625	18,550	
2023-11-29	464,375	0	0	1,375	233,550	0	0	0	0	202,250	5,625	18,550	
2023-11-28	467,875	0	0	1,375	237,050	0	0	0	0	202,250	5,625	18,550	
2023-11-27	471,875	0	0	1,375	241,050	0	0	0	0	202,250	5,625	18,550	
2023-11-24	473,875	0	0	1,375	243,050	0	0	0	0	202,250	5,625	18,550	
2023-11-23	476,300	0	0	1,375	245,050	0	0	0	0	202,675	5,625	18,550	
2023-11-22	479,650	0	0	1,375	247,900	0	0	0	0	203,175	5,625	18,550	
2023-11-21	476,875	0	0	1,375	244,600	0	0	0	0	203,675	5,625	18,550	
2023-11-20	479,775	0	0	1,375	247,650	0	0	0	0	204,175	4,975	18,550	
2023-11-17	481,775	0	0	1,375	249,650	0	0	0	0	204,175	4,975	18,550	

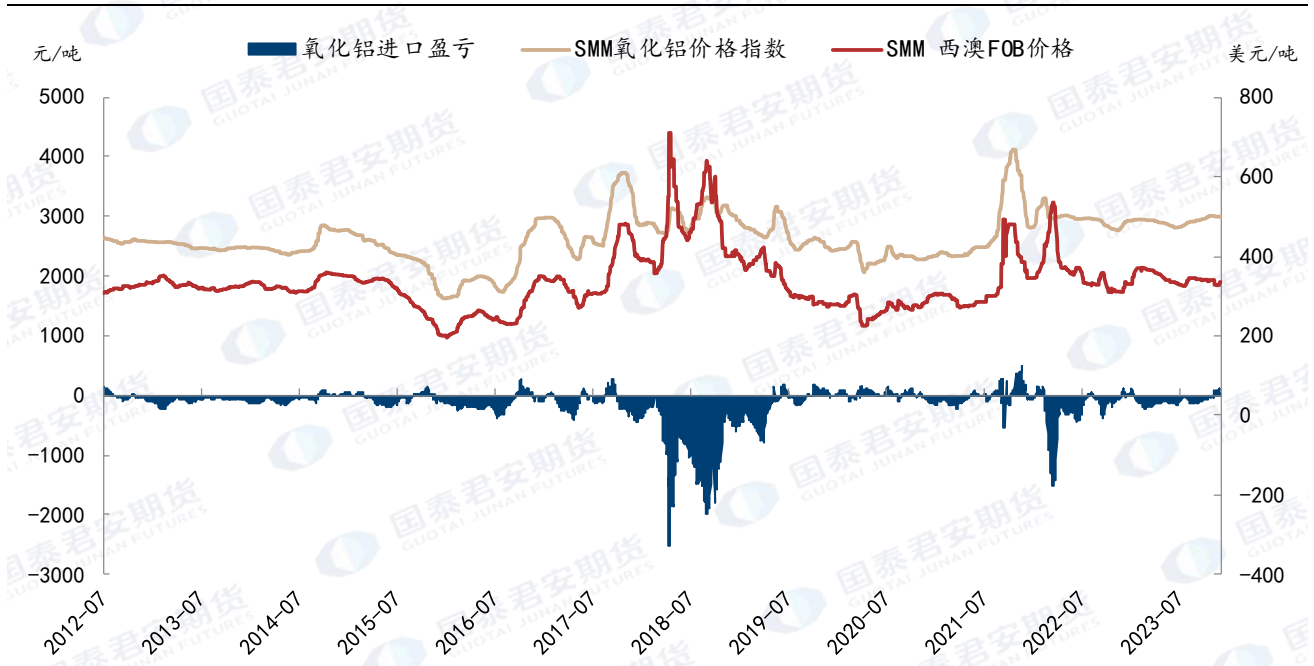
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 39：本周铝现货进口盈亏为 508 元/吨，沪铝 3 月期进口盈亏为-147 元/吨



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 40：氧化铝进口盈亏测算



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

表 10: 本周五沪铝沉淀资金为 637144 万元, 近 10 日资金流出 7545 万元

沪铝资金流向变化 (单位: 万元)				
日期	当日资金流向	近3日资金流向	近10日资金流向	沉淀资金
2023/12/8	-11008	5595	-1975	415011
2023/12/7	-134	5356	-526	426019
2023/12/6	27928	5995	-188	426153
2023/12/4	-11727	-9744	-2634	398225
2023/12/1	1782	-3796	-1602	409951
2023/11/30	-19288	-2537	-289	408169
2023/11/29	6116	1073	1478	427457
2023/11/28	5560	-4474	-1180	421341
2023/11/27	-8455	-5168	-3405	415781
2023/11/24	-10526	-1267	-5933	424236

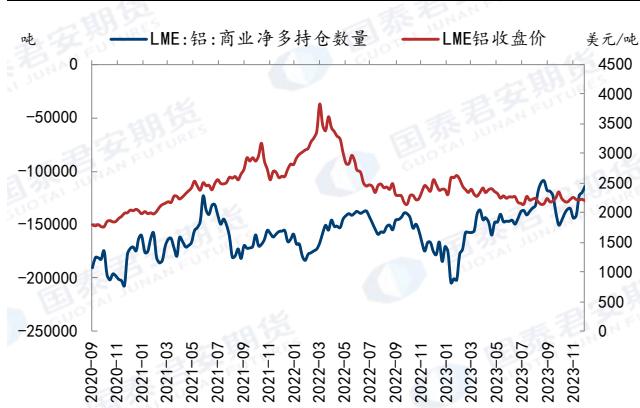
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

表 11: LME 铝各机构持仓中, 其中投资或信贷机构多头持仓为 542,209.10 万手, 环比变化+3,885 万手

指标名称	LME: 铝: 投资公司和信贷机构多头持仓: 总计: 持仓量	LME: 铝: 投资公司和信贷机构空头持仓: 总计: 持仓量	LME: 铝: 商业企业多头持仓: 总计: 持仓量	LME: 铝: 商业企业空头持仓: 总计: 持仓量	LME: 铝: 投资或信贷机构多头持仓: 持仓数量: -LME: 投资或信贷机构空头持仓: 持仓数量	LME: 铝: 商业企业多头持仓: 持仓数量: -LME: 商业企业空头持仓: 持仓数量
2023-12-01	575,197.86	432,855.62	230,053.79	344,310.26	142,342.24	-114,256.47
2023-11-24	555,843.93	424,277.82	222,158.27	342,160.31	131,566.11	-120,002.04
2023-11-17	540,785.55	412,613.67	204,790.64	327,876.27	128,171.88	-123,085.63
2023-11-10	543,672.84	407,376.13	222,314.40	363,868.80	136,296.71	-141,554.40
2023-11-03	528,138.07	390,592.17	215,818.80	359,746.00	137,545.90	-143,927.20
2023-10-27	527,853.42	389,644.61	225,680.38	360,818.36	138,208.81	-135,137.98
2023-10-20	518,007.86	385,403.68	208,513.13	344,229.49	132,604.18	-135,716.36
2023-10-13	518,838.32	391,271.91	200,992.64	340,745.12	127,566.41	-139,752.48
2023-10-06	516,859.45	389,645.15	189,559.74	335,765.81	127,214.30	-146,206.07
2023-09-29	521,772.37	398,485.77	188,832.01	339,239.02	123,286.60	-150,407.01
2023-09-22	527,392.51	396,338.75	189,390.70	328,032.40	131,053.76	-138,641.70
2023-09-15	536,455.39	404,656.55	211,735.35	334,775.63	131,798.84	-123,040.28
2023-09-08	525,726.02	393,994.04	214,512.33	333,328.00	131,731.98	-118,815.67

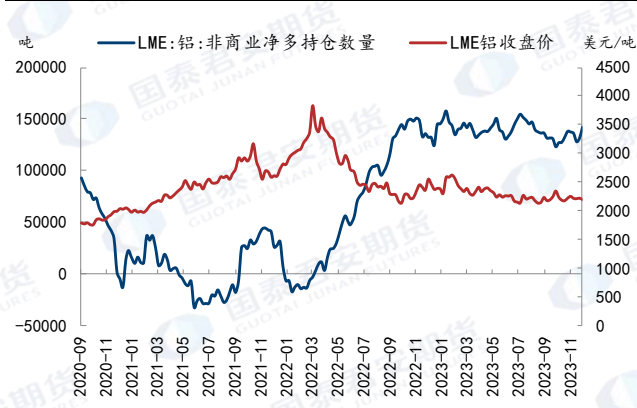
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 41: LME 铝商业净多持仓与 LME 铝价走势



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

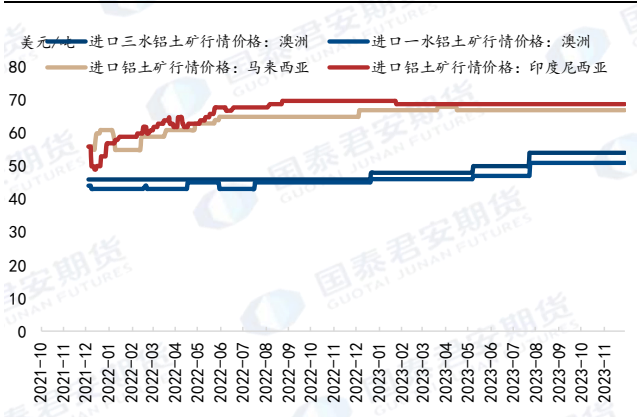
图 42: LME 铝非商业净多持仓与 LME 铝价走势



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

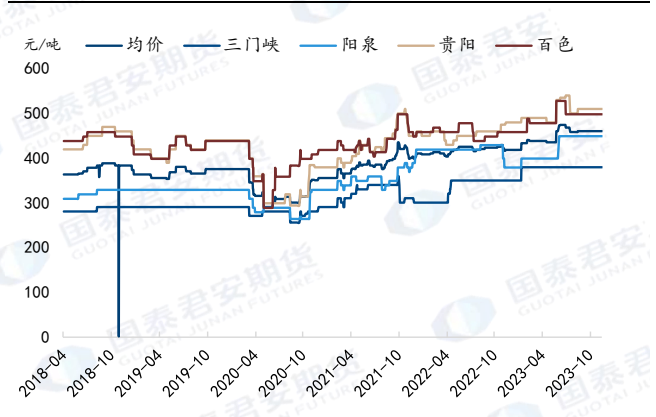
7. 原料端 (铝土矿、氧化铝、预焙阳极)

图 43: 本周五平均进口铝土矿价格为 55 美元/吨



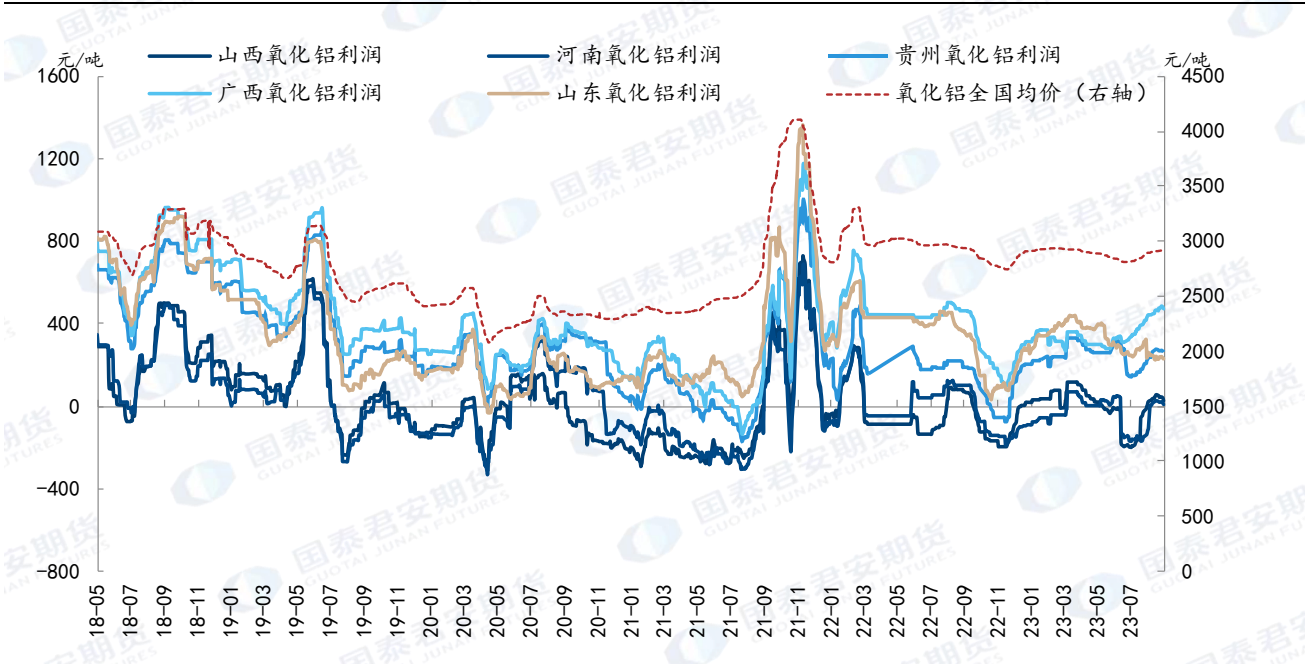
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 44: 本周五国产铝土矿平均报价为 458 元/吨



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 45: 本周全国平均氧化铝企业利润有所增加



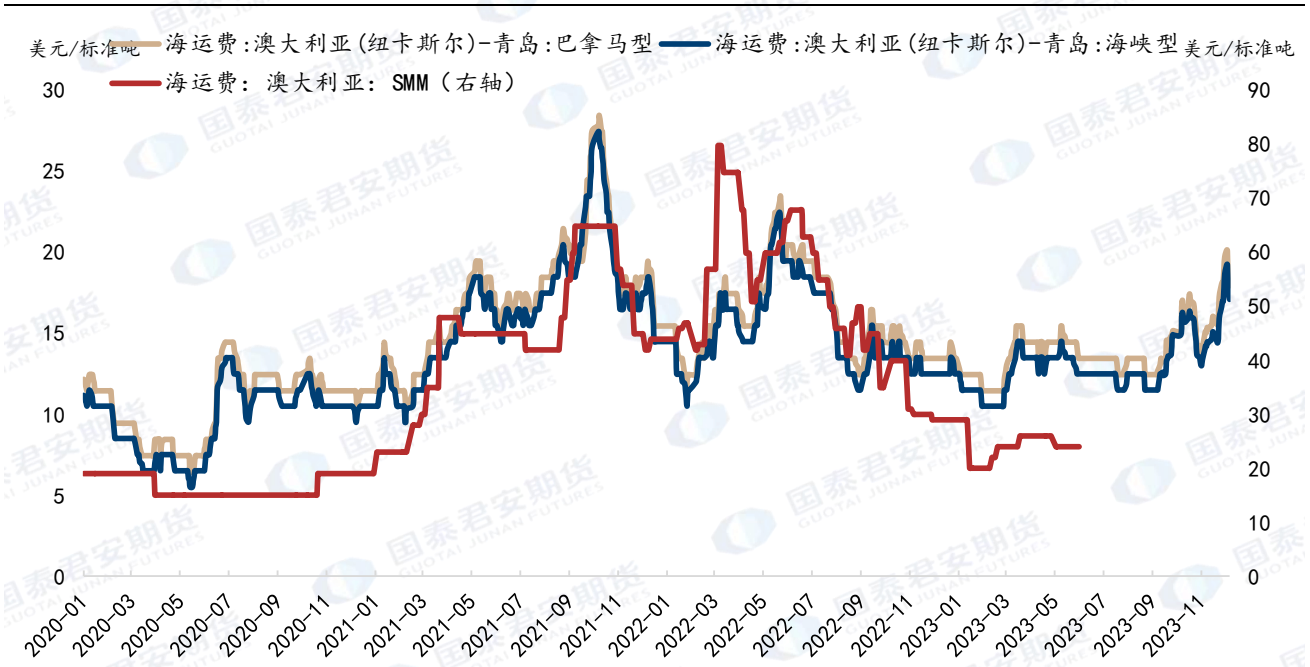
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 46：烧碱与氧化铝价格走势对比



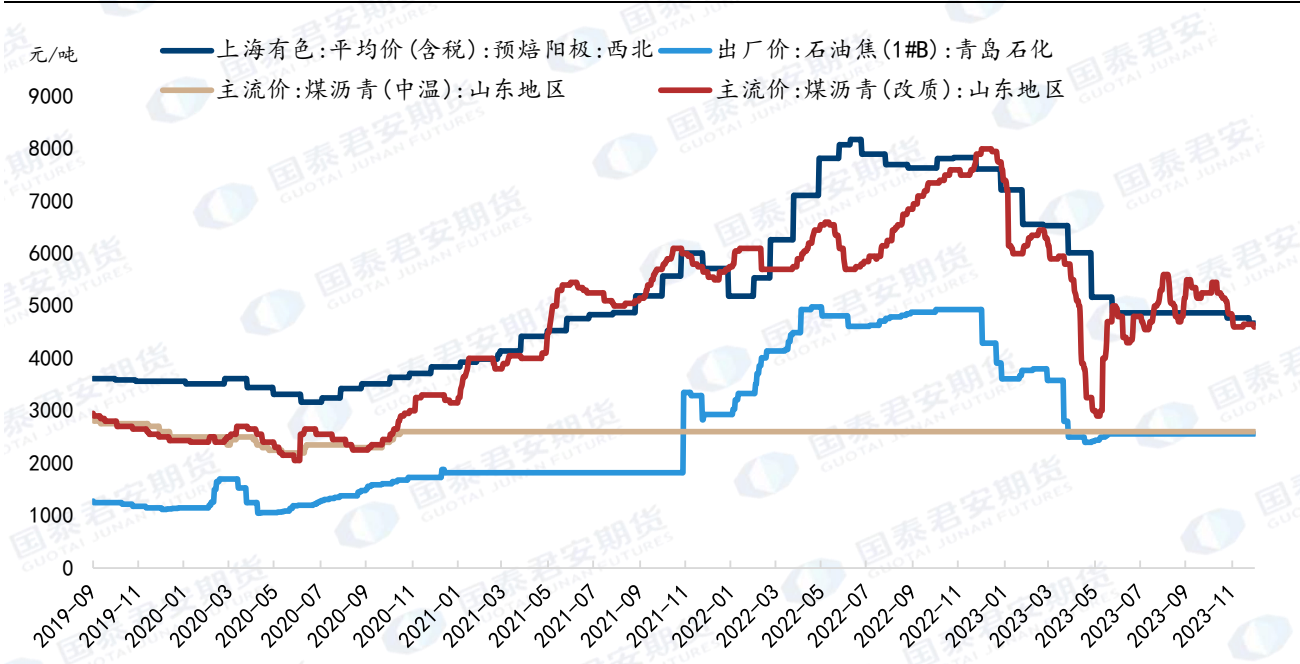
资料来源：SMM，隆众化工，国泰君安期货研究

图 47：本周澳大利亚海运费维持低位，环比持平



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

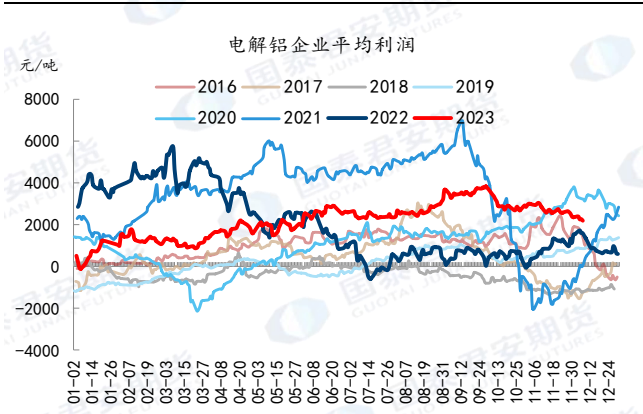
图 48: 本周山东地区煤沥青价格环比不变, 西北地区预焙阳极价格环比不变, 青岛石油焦价格环比不变



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

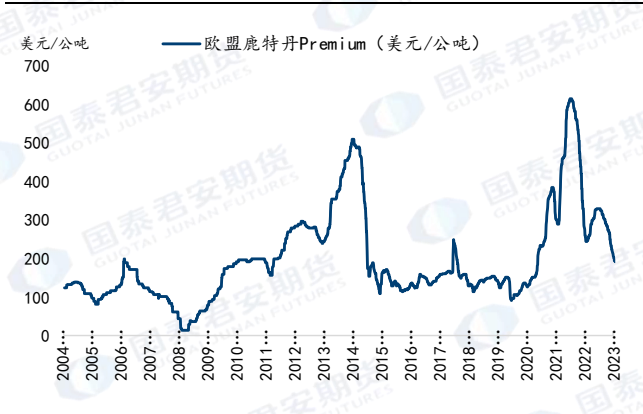
8. 冶炼端 (电解铝)

图 49: 本周全国铝企平均利润环比小幅走高



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 50: 本周五欧盟鹿特丹铝锭 Premium 270 美元/吨



资料来源: MB, 国泰君安期货研究

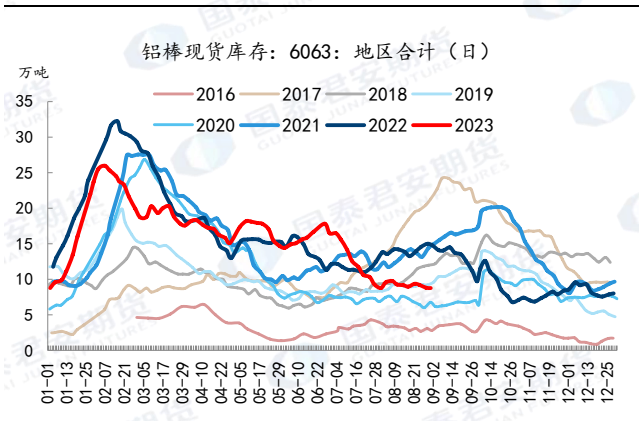
图 51：本周五国内铝精废价差为 347.5 元/吨



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

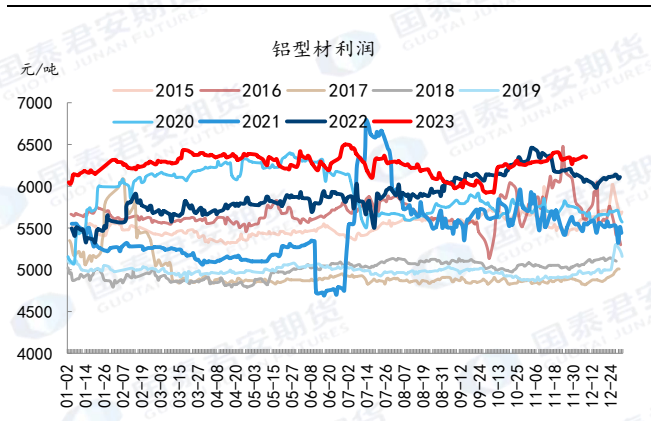
9. 下游消费端（铝加工材、终端需求）

图 52：本周铝棒库存环比减少



资料来源：SMM，钢联，国泰君安期货研究

图 53：佛山铝型材利润



资料来源：SMM，钢联，国泰君安期货研究

图 54：佛山铝棒加工费本周环比下降

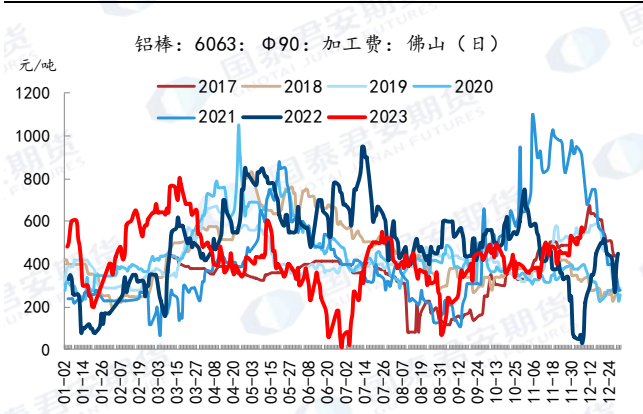


图 55：山东 1A60 铝杆加工费本周环比下降

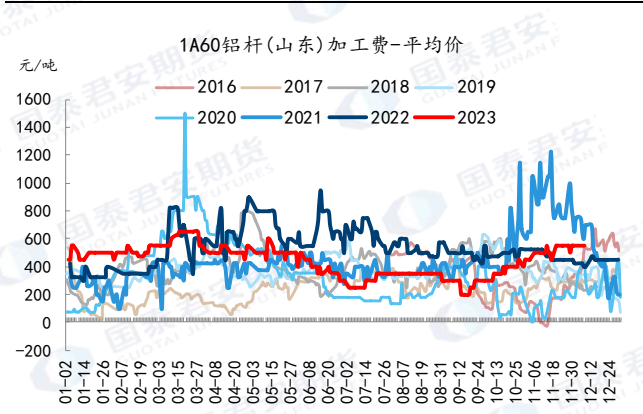
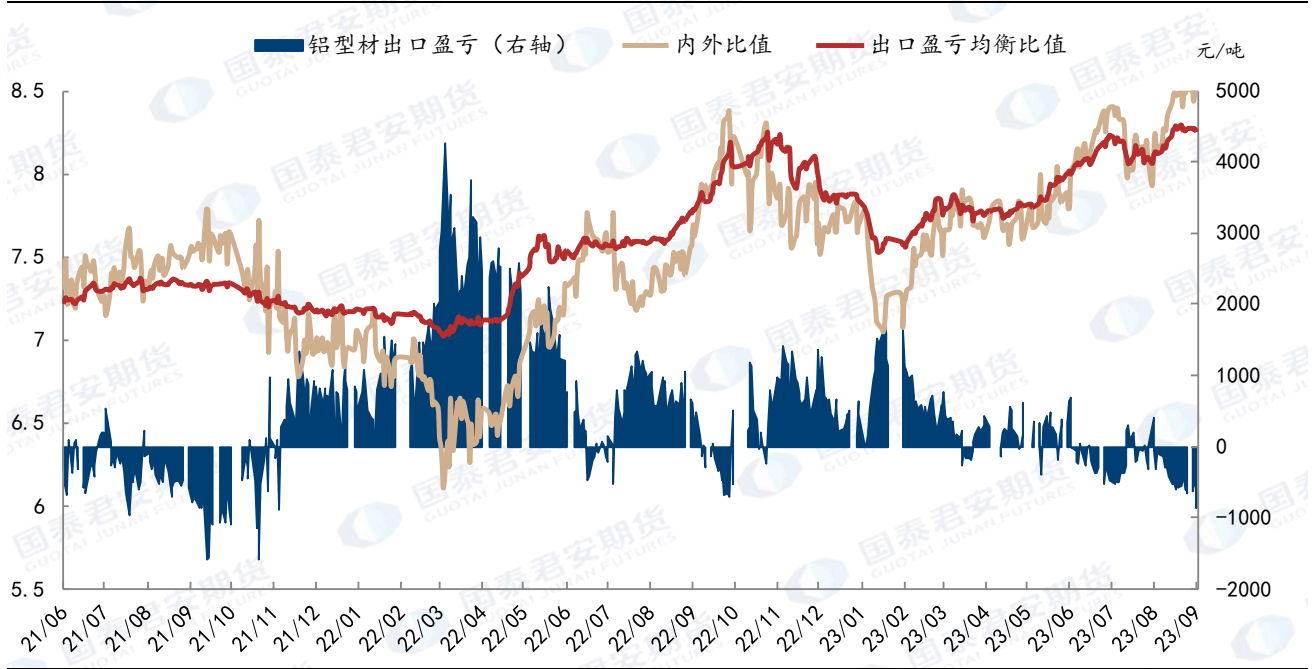


图 56：本周铝条及杆出口小幅亏损

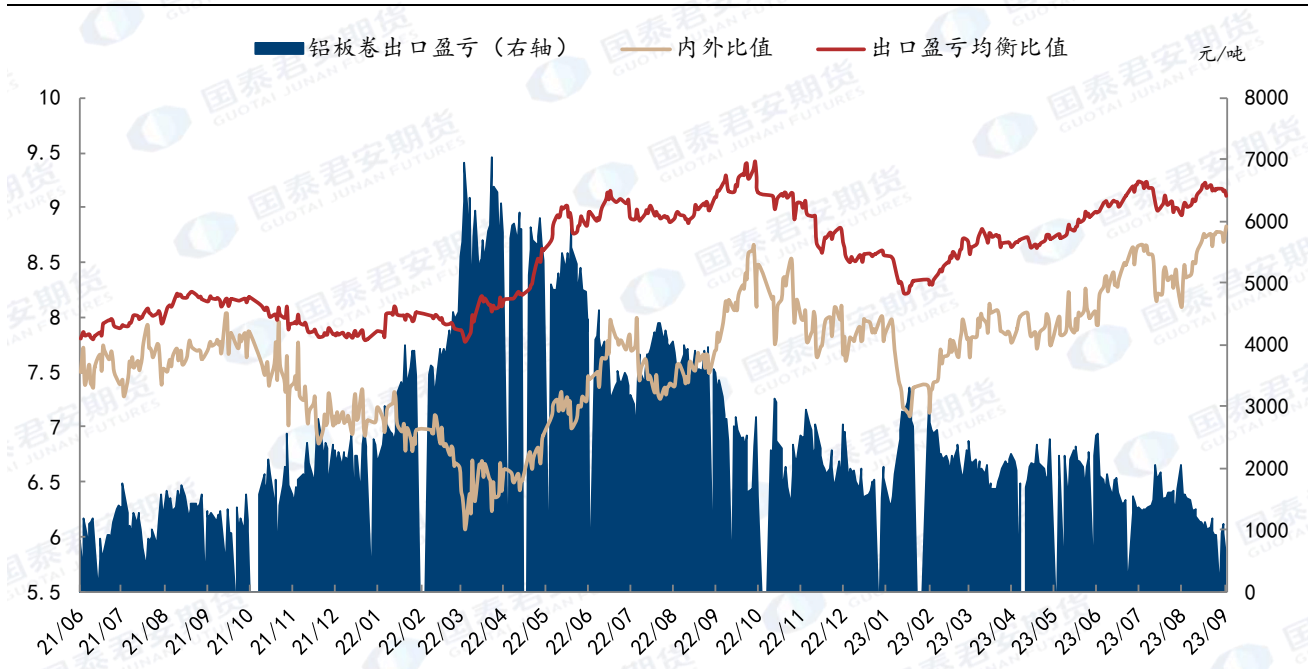


图 57：本周铝型材出口保持小幅亏损



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

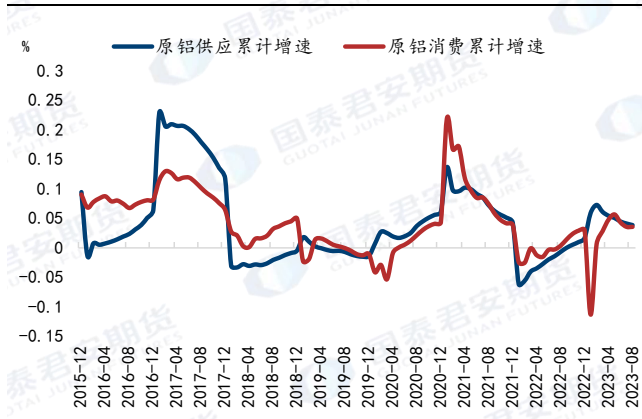
图 58：本周铝板卷出口维持盈利



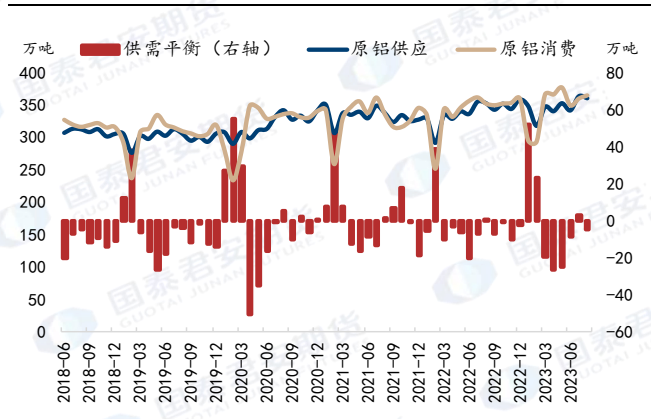
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 59：7 月原铝供应累计增速 3.9%，消费累计增速 3.5%

图 60：近五年电解铝月度供需平衡测算



资料来源：钢联，国泰君安期货研究



资料来源：SMM，国泰君安期货研究



2023年12月10日

锌：供需双弱，盘整运行

莫晓雄

投资咨询从业资格号：Z0019413

moxiaoxiong023952@gtjas.com

报告导读：

单边：淡季需求或构成上方限制，供应端矛盾托底，价格震荡。

逻辑：供应方面，锌矿TC持续下调，矿端矛盾限制价格下方。此前矿山频发因亏损和意外减产的事件，矿端平衡已然逐步转变，叠加冬储时期，国产矿与进口矿加工费持续下调，冶炼厂利润空间继续受到挤压，利润处于年内偏薄水平。原料端供应、成本情况以及冶炼端供应增速边际收敛等因素构成支撑，下方空间相对受限

需求方面，消费边际迈入季节性淡季，环保限产掣肘再起。周内部分北方镀锌企业因环保限产调低开工率，锌合金和氧化锌企业产能利用率受实际消费转弱影响而下滑。进入12月之后，存量订单生产的支撑力度边际走弱，新增订单亦不显著，消费如期过渡至季节性淡季阶段。不过，近期锌价重心处于相对低位，部分下游企业亦有逢低采购需求。

供需平衡方面，国内库存环比去化0.56万吨，主要由部分下游企业逢低采购所致。不过库存去化程度环比有所收敛，可见下游备库空间在传统消费淡季亦受限，投机补库需求的持续性欠佳，需求或限制上方空间。而供应端矿端的边际转为紧缺体现在TC下滑中，传导至冶炼厂利润偏薄，精炼锌产出的高位回落亦构成托底。多空交织下，价格震荡运行为主。

(正文)

10. 行情数据

表 12：锌行情数据

【行情回顾】				
	上周收盘价	周涨幅	昨日夜盘收盘价	夜盘涨幅
沪锌主力	20725	0.51%	20570	-0.75%
LmeS-锌3	2389.5	-5.16%	-	-
【期货成交及持仓变动】				
单位：手	上周五成交	较前周变动	上周持仓	较前周变动
沪锌主力	97587	2652	85861	-6370
LmeS-锌3	12232	1387	200183	-2028
【库存变化】				
	上周库存	较前周变动	注销仓单占比	较前周变动
沪锌仓单库存	2979	-4508	-	-
沪锌总库存	24084	-10457	-	-
社会库存	82300	-5600	-	-
LME锌库存	215450	-8825	25.24%	16.53%
保税区库存	8300	-1000	-	-
【期现价差变化】				
	上周五	上上周五	变动	
LME锌升贴水	-15.75	-4	-11.75	
保税区锌溢价	125	40	85	
上海0#锌现货升贴水	155	65	90	
广东0#锌现货升贴水	145	105	40	
天津0#锌现货升贴水	165	75	90	
【月间价差变化】				
	上周五价差	上上周五价差	价差变化	
近月对连一合约的价差	220	35	185	
近月对连一跨期套利成本	53.41	-	-	
【内外价差变化】				
	上周五	上上周五	变化	
锌现货进口盈亏	-60.22	-444.26	384.04	
沪锌3M进口盈亏	-339.36	-579.20	239.84	
【基本面数据和信息】				
	上周五	上上周五	变化	
进口锌矿加工费（美元/吨）	90	90	0	
进口锌矿冶炼利润（元/吨）	-388	-394	6	
国产锌矿加工费（元/吨）	4550	4650	-100	
国产锌矿冶炼利润（元/吨）	824	926	-102	
镀锌板价格（元/吨）	4810	4760	50	
压铸锌合金价格（元/吨）	#N/A	21790	#N/A	
氧化锌价格（元/吨）	20100	20000	100	

资料来源：同花顺，SMM，上海金属网，国泰君安期货研究

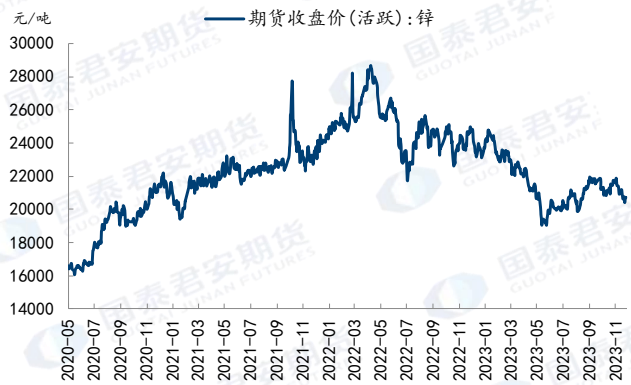
11. 参考图表

图 61: LME3 月锌期货收盘价走势



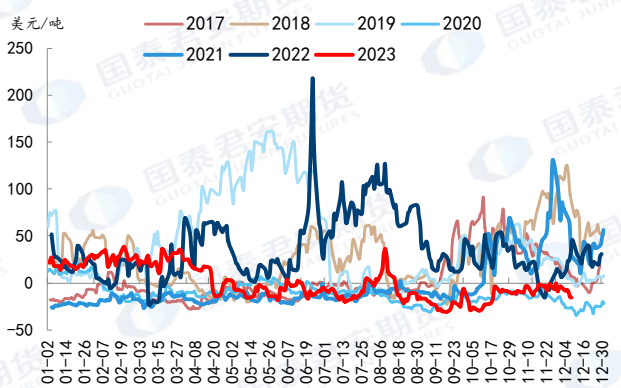
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 62: SHFE 锌活跃合约收盘价走势



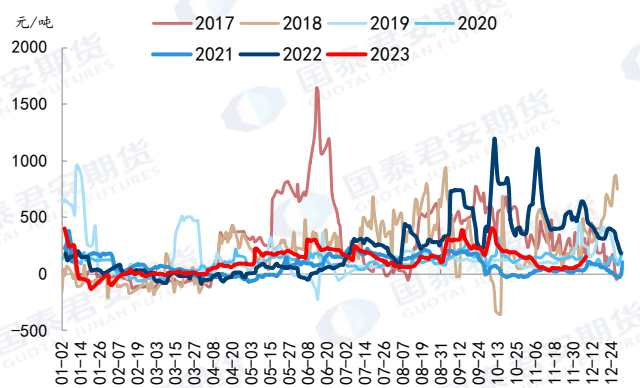
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 63: LME 锌升贴水走势



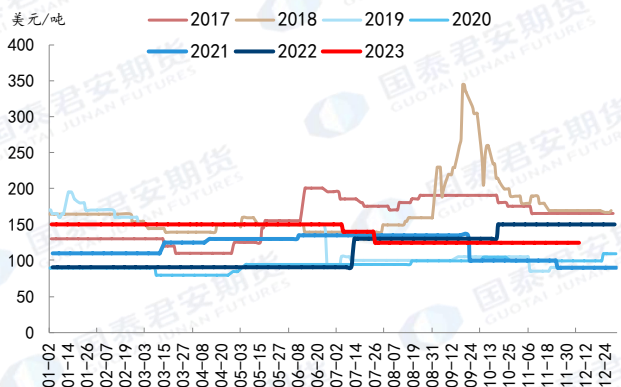
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 64: 国内现货升贴水走势



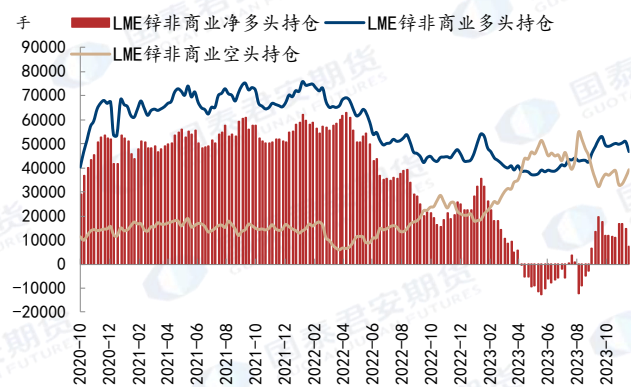
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 65: 保税区锌溢价



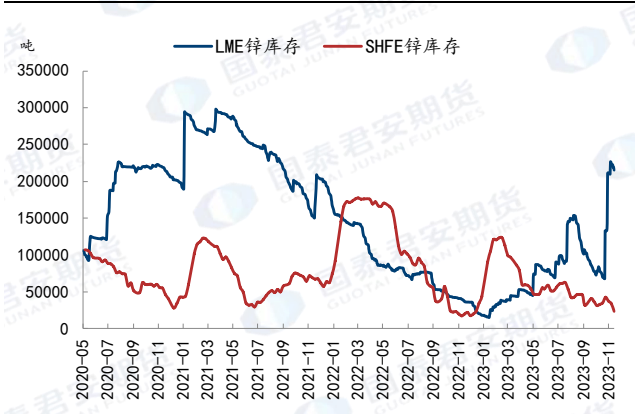
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 66: LME 投资基金持仓



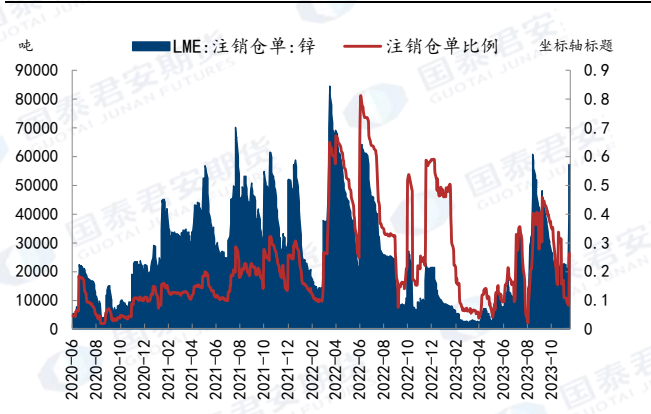
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 67: LME 和 SHFE 锌总库存



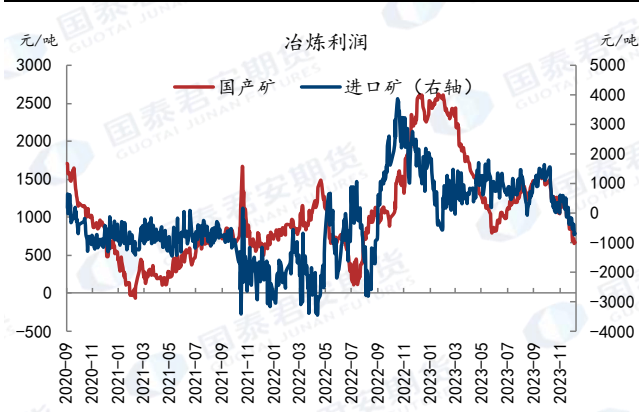
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 68: LME 锌注销仓单量和注销仓单比例



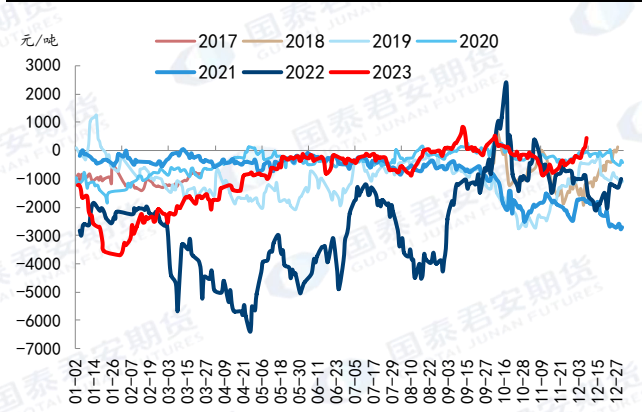
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 69: 锌精矿冶炼盈亏



资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 70: 精炼锌进口盈亏



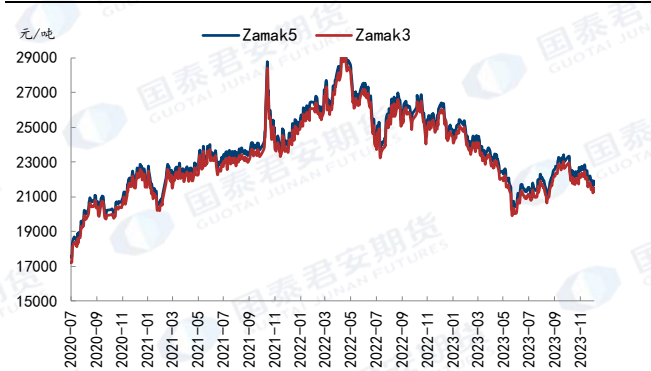
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 71: 镀锌板卷价格



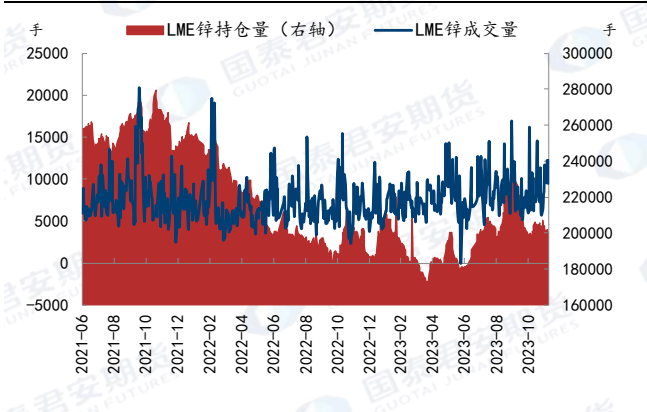
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 72: 压铸锌合金价格



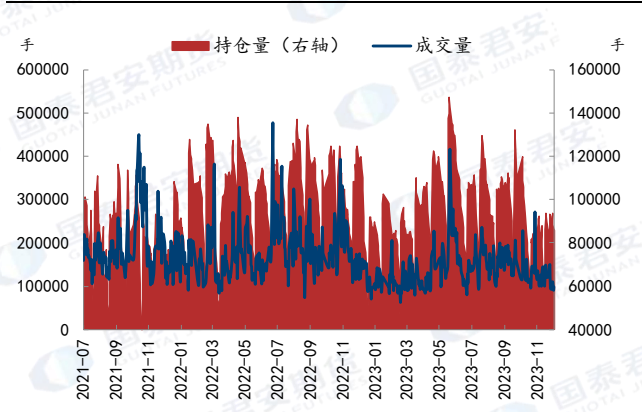
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 73: LME 锌持仓量和成交量



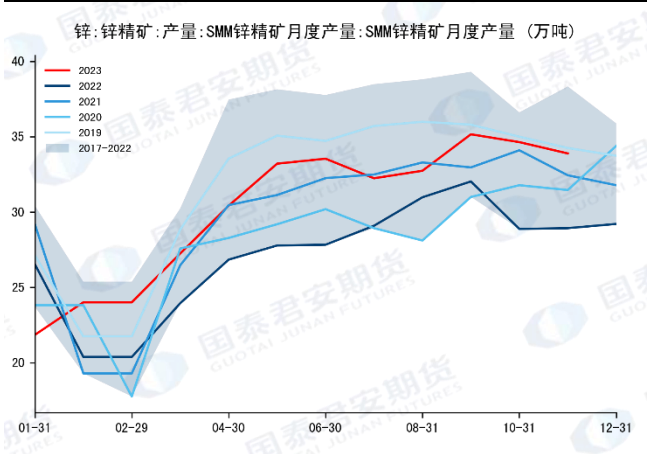
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 74: SHFE 锌持仓量和成交量



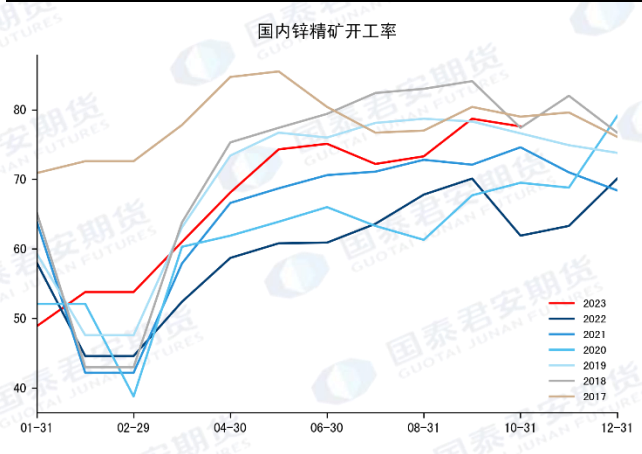
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 75: 国内锌精矿产量



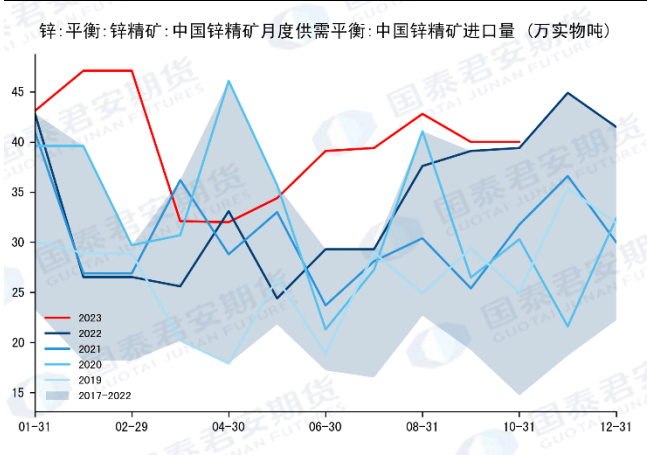
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 76: 国内锌精矿开工率



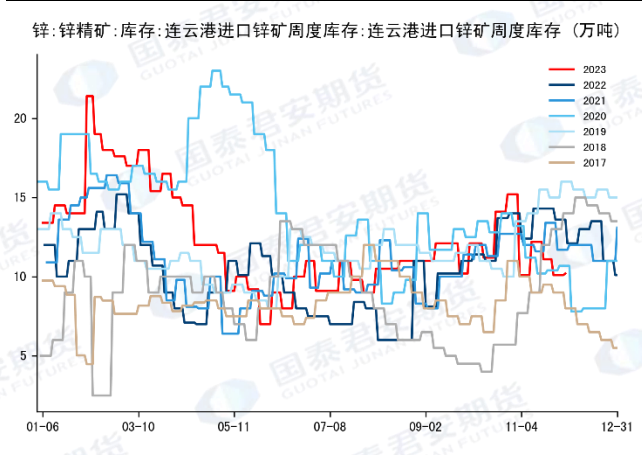
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 77: 锌精矿进口量



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 78: 连云港锌精矿库存



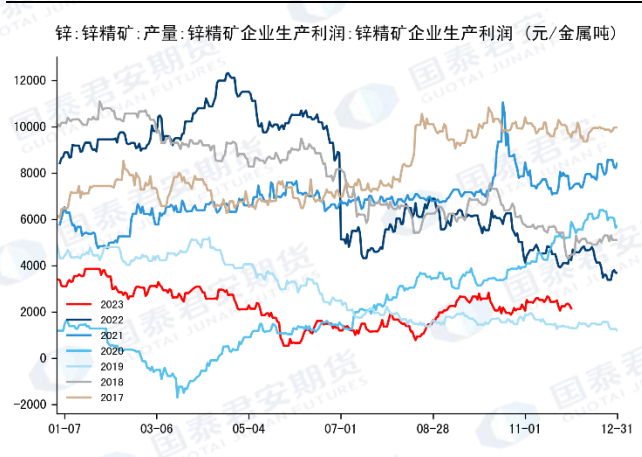
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 79： 锌精矿加工费



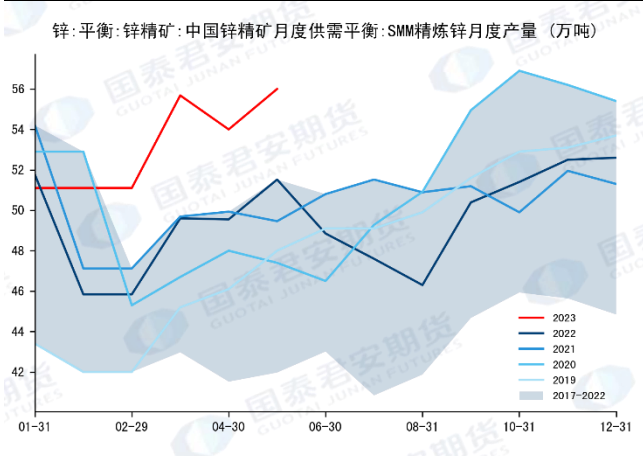
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 80： 锌精矿企业生产利润



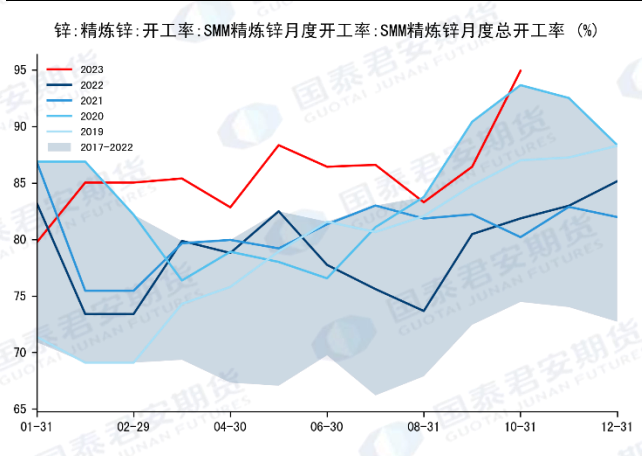
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 81： 国内精炼锌产量



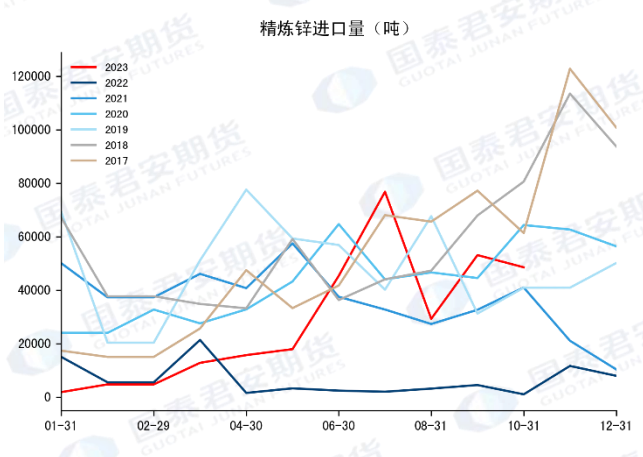
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 82： 国内精炼锌开工率



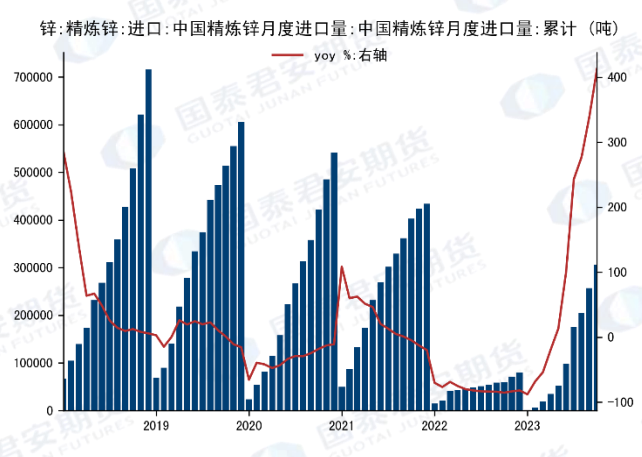
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 83： 精炼锌进口量



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

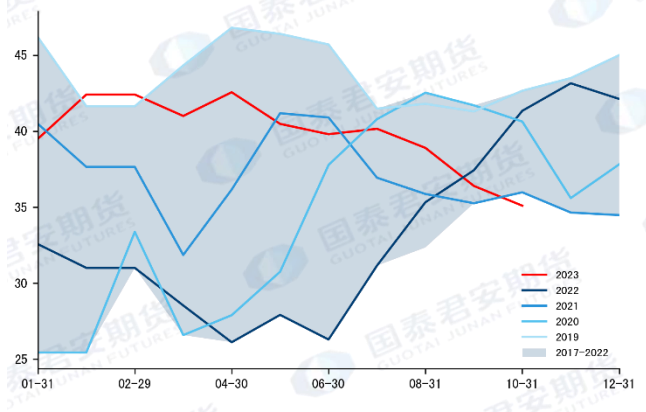
图 84： 精炼锌出口量



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 85：锌冶炼厂原料库存

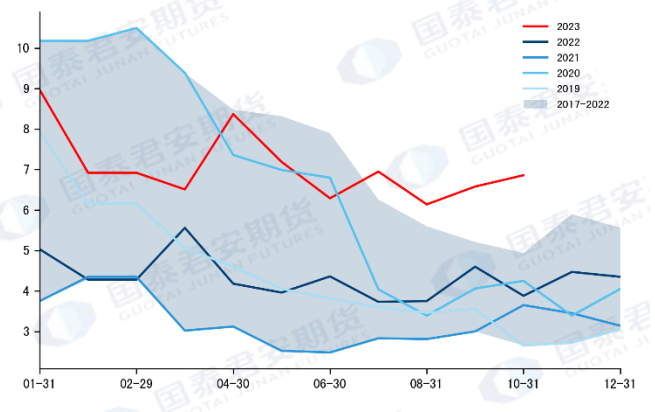
资料来源：SMM，国泰君安期货研究



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 86：锌冶炼厂成品库存

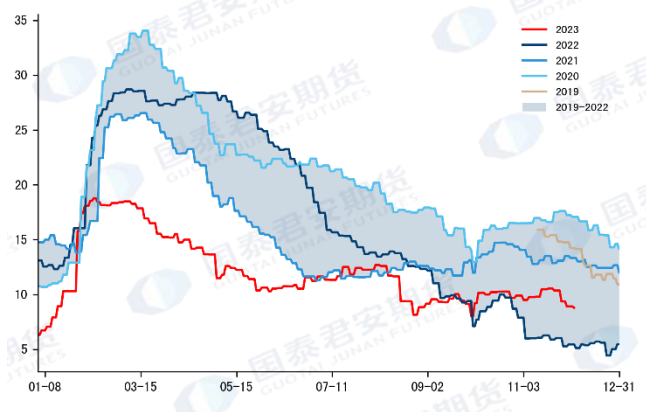
资料来源：SMM，国泰君安期货研究



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 87：国内七地锌锭社会库存

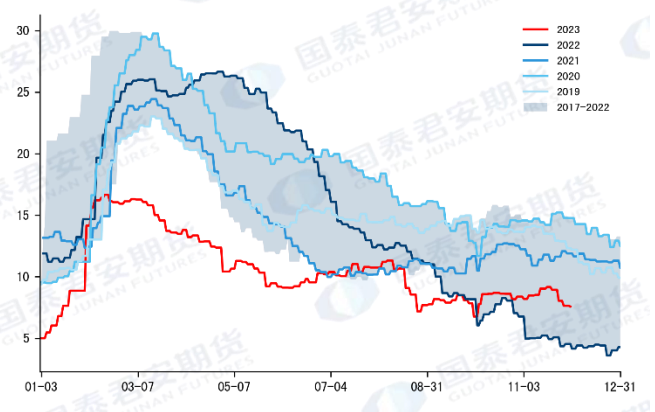
资料来源：SMM，国泰君安期货研究



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 88：沪粤津三地锌锭社会库存

资料来源：SMM，国泰君安期货研究



资料来源：SMM，国泰君安期货研究



2023年12月10日

铅：刚需补库仍存，限制下方

莫晓雄

投资咨询从业资格号：Z0019413

moxiaoxiong023952@gtjas.com

报告导读：

单边：短期供需双弱，低位震荡，中期仍可以逢低偏多思路对待。

逻辑：供应方面，原生铅检修炼厂恢复，再生铅亏损传导至供给缩减。原生铅方面，河南等地炼厂检修后逐步爬产带来增量。再生铅方面，前期铅价下跌，回收商抛货情况较多，挤压至废电池价格跟跌。当下废电池回收端收货暂不宽裕，再生铅原料后续或存在缩量影响。此外，叠加再生铅行业仍然面临平均400元/吨以上的亏损，影响炼厂生产积极性，开工有所降低。

需求方面，汽车板块与电动自行车板块分化，整体终端消费仍然偏弱于季节性。汽车板块，新车市场消费表现相对较好，替换需求亦边际转暖，支撑大型企业开工率处于80%高位。然而在电动自行车板块，电池企业及终端经销商成品库存相对偏高，以消化成品库存为主，部分中小型企业出现放假等现象，原料补库意愿较弱，原料库存水平亦偏低。

供需平衡方面，原生铅供增而需求相对仍较为疲弱，短期过剩体现在社库累增中（环比增加0.68万吨），周五SHFE仓单库存去化超过1万吨，下游刚需补库仍存。需求偏弱于季节性构成压制，而再生铅亏损限制下方空间，预计价格短期低位震荡。不过，废电池近期跟随铅价下行过程中，整体下调幅度相对铅价较小，废电池供需整体仍偏紧格局使其价格表现为相对坚挺，叠加冬季消费或边际回暖，有望演绎再生铅亏损修复逻辑，中长期以逢低偏多思路对待。

（正文）

12. 行情数据

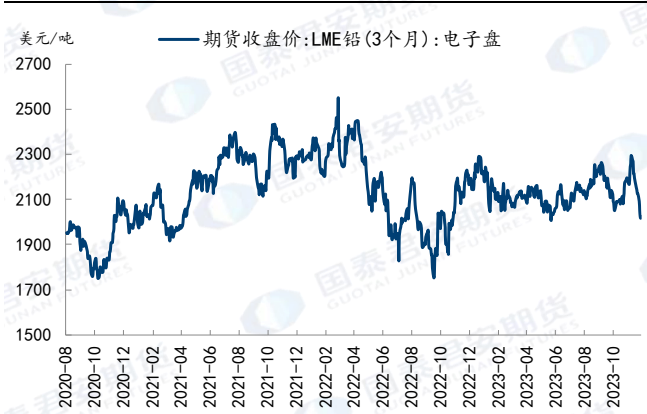
表 13: 铅行情数据

【行情回顾】				
	上周收盘价	周涨幅	昨日夜盘收盘价	夜盘涨幅
沪铅主力	15410	-2.38%	15550	0.91%
LmeS-铅3	2216.5	4.23%	-	-
【期货成交及持仓变动】				
单位: 手	上周五成交	较前周变动	上周持仓	较前周变动
沪铅主力	54963	-29380	47363	-14531
LmeS-铅3	7357	-644	144202	243
【库存变化】				
	上周库存	较前周变动	注销仓单占比	较前周变动
沪铅仓单库存	42530	-15493	-	-
沪铅总库存	49913	-17543	-	-
社会库存	83700	6800	-	-
LME铅库存	133625	-5700	27.15%	-8.92%
【期现价差变化】				
	上周五	上上周五	变动	
LME铅升贴水	-41	-31.5	-9.5	
保税区铅溢价	130	130	0	
上海1#铅现货升贴水	10	-25	35	
再生铅-原生铅价差	-75	-50	-25	
【月间价差变化】				
	上周五价差	上上周五价差	价差变化	
近月对连一合约的价差	-10	0	-10	
近月对连一跨期套利成本	63.92	-	-	
【内外价差变化】				
	上周五	上上周五	变化	
铅现货进口盈亏	-2071.33	-2563.18	491.85	
沪铅3M进口盈亏	-2329.55	-2710.48	380.93	
【基本面数据和信息】				
	上周五	上上周五	变化	
进口铅矿加工费(美元/吨)	55	55	0	
进口铅矿冶炼利润(元/吨)	-1746	-1878	132	
国产铅矿加工费(元/吨)	900	900	0	
国产铅矿冶炼利润(元/吨)	-1700	-1700	0	
废白壳价格(元/吨)	8850	9000	-150	
废黑壳价格(元/吨)	9400	9575	-175	
再生铅盈利(元/吨)	-467	-463	-4	

资料来源: 同花顺, SMM, 上海金属网, 国泰君安期货研究

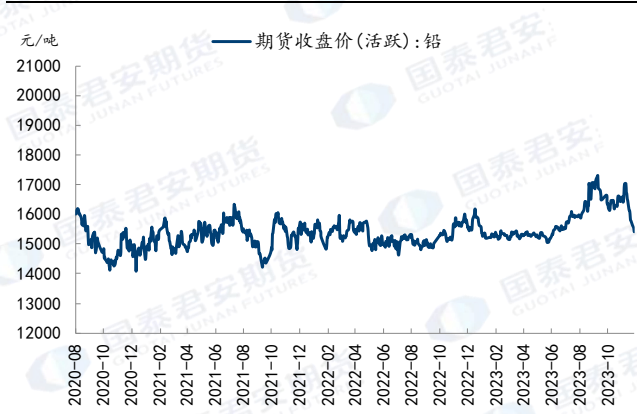
13. 参考图表

图 89: LME3 月铅期货收盘价走势



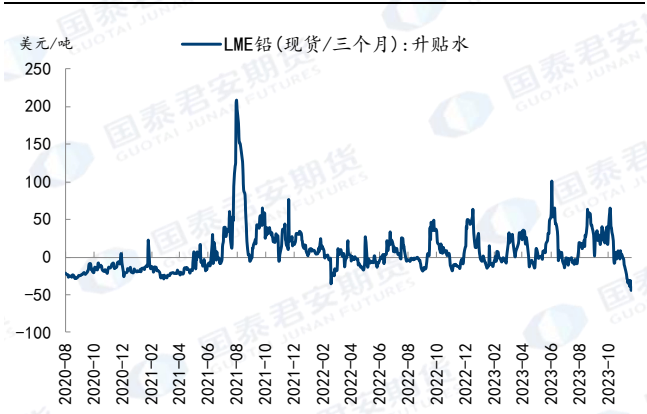
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 90: SHFE 铅活跃合约收盘价走势



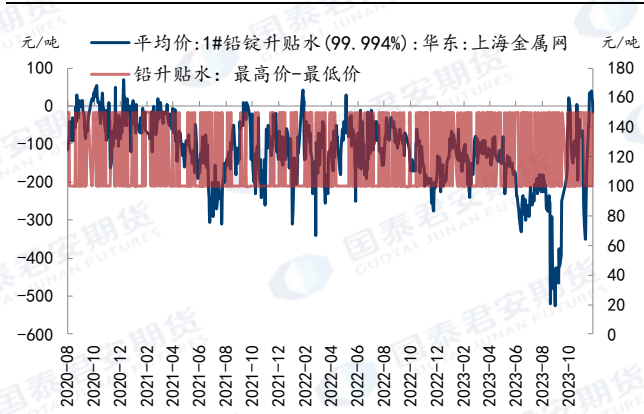
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 91: LME 铅升贴水走势



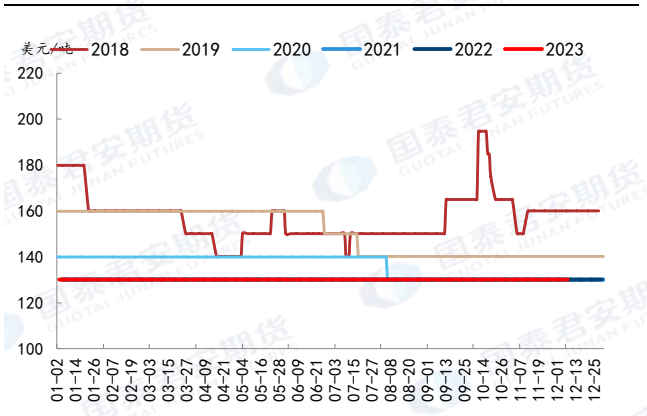
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 92: 国内现货升贴水走势



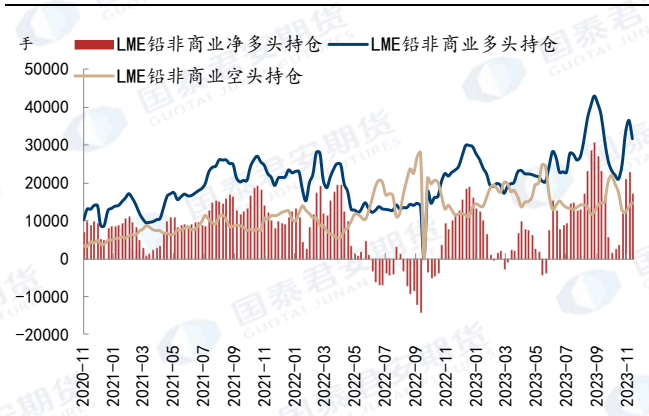
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 93: 保税区铅溢价



资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 94: LME 投资基金持仓



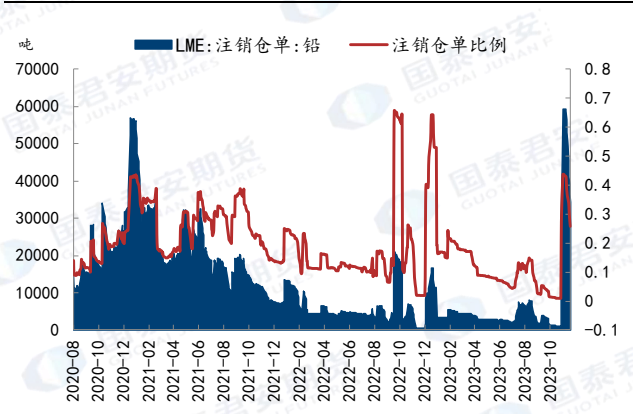
资料来源: 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 95: LME 和 SHFE 铅总库存



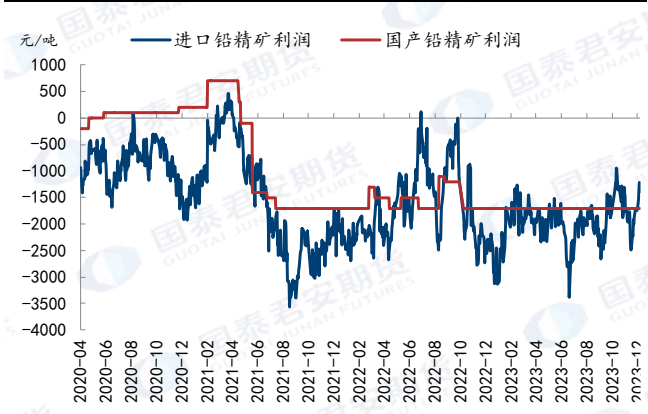
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 96: LME 铅注销仓单量和注销仓单比例



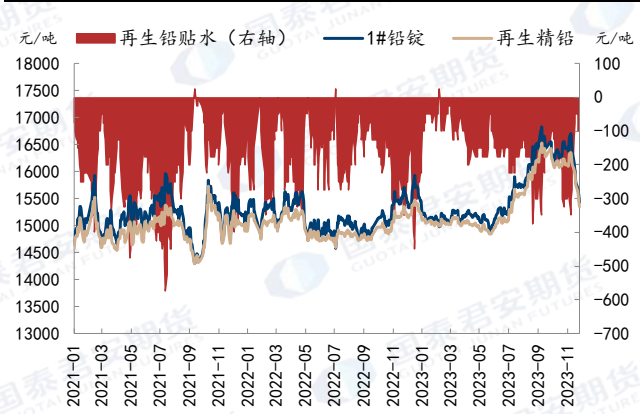
资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 97: 铅精矿冶炼盈亏



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 98: 再生铅-原生铅价差



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 99: 再生铅冶炼利润



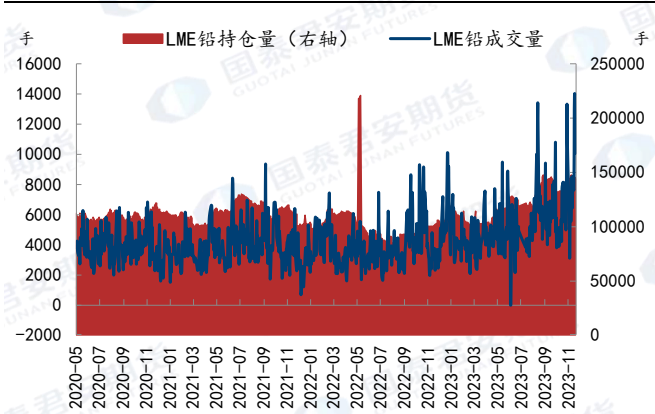
资料来源: SMM, Mysteel, 国泰君安期货研究

图 100: 废启动型电池价格



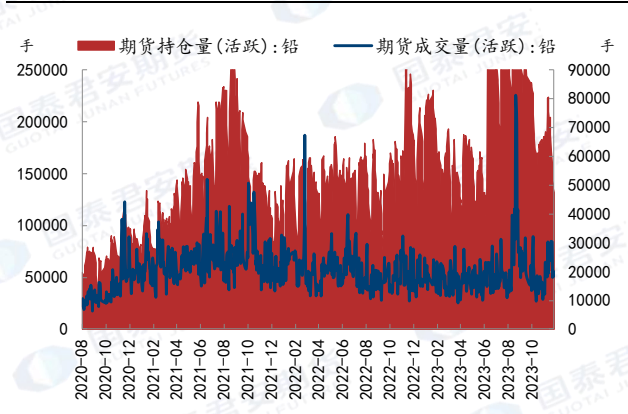
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 101: LME 铅成交持仓



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 102: SHFE 铅成交持仓



资料来源: 同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究



2023年12月10日

镍：累库压力与成本支撑，镍价维持区间震荡

不锈钢：供需错配压制原料，现实偏弱预期提振

邵婉嫣

投资咨询从业资格号：Z0015722

shaowanyi020696@gtjas.com

报告导读：

镍：累库压力与成本支撑，镍价维持区间震荡

供应：部分高成本产线供应小幅下滑，库存整体维持累增。由于外购原料生产电镍的利润承压，部分规模相对偏小的产线开工有所下滑，但是整体供应仍显宽松，库存边际延续累增。若电镍供应无明显减产，预计沪镍或难以出现大幅回升，建议关注逢反弹高位试空的思路。从下方空间来看，高冰镍路径的一体化成本存在偏强的支撑，不建议低位追空。

需求：宏观情绪边际回暖，原生镍需求难言起色。从宏观来看，政治局会议传递积极信号，边际提振市场情绪。从基本面需求来看，三元电池需求市场萎缩，12月三元前驱体排产延续下滑。不锈钢负反馈传导镍铁价格承压，不锈钢外购镍铁利润边际有所修复，12月排产微增或带动镍铁需求小幅增加，但是难以转变镍铁过剩的格局。耐腐合金需求同比翻倍增长，但在原生镍占比偏小，对整体需求拉动有限。

供需平衡：短期镍价矛盾或暂不凸显，上方累库压力与下方一体化成本支撑形成博弈，预计镍价或暂时维持区间震荡。但是，需警惕碳酸锂品种的波动对镍价估值的扰动。建议关注沪镍逢高试空的思路，但不建议低位追空。本周精炼镍社会库存增加4.1%至21088吨。其中，仓单库存减少71吨至10271吨，现货库存增加1593吨至6617吨，保税区库存减少700吨至4200吨。

不锈钢：供需错配压制原料，现实偏弱预期提振

供应：库存边际继续消化，外采镍铁利润有所修复，12月钢厂排产基本持平。印尼低成本镍铁不断到货使得镍铁库存消化缓慢，镍铁价格承压导致不锈钢成本处于低位。同时，不锈钢前期减产导致到货量逐步下滑，库存延续去化态势，但同比仍处高位，从而限制钢价上方空间。根据中联金统计，钢厂12月排产较11月环比微增0.8%，若产量边际持平，中期库存仍有一定的消化空间。

需求：下游备货心态尚未扭转，宏观政策提振预期。地产后周期需求返场偏慢，制造业等待下游补库周期，下游采购以刚需备货为主，现货市场信心匮乏。从宏观来看，政治局要求改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，并明确了强化宏观政策逆周期和跨周期调节等，对期货盘面形成提振。

供需平衡：预计钢价或在弱现实强预期的博弈下震荡运行，不锈钢成本下移速度边际放缓，但库存仍有待消化至正常水平。本周不锈钢社会总库存91.3万吨，周环比下降3.6%。其中，冷轧库存50.7万吨，周

环比下降 2.7%。若以目前消化速度推演，预计 12 月下旬，库存有望回落至历史区间。

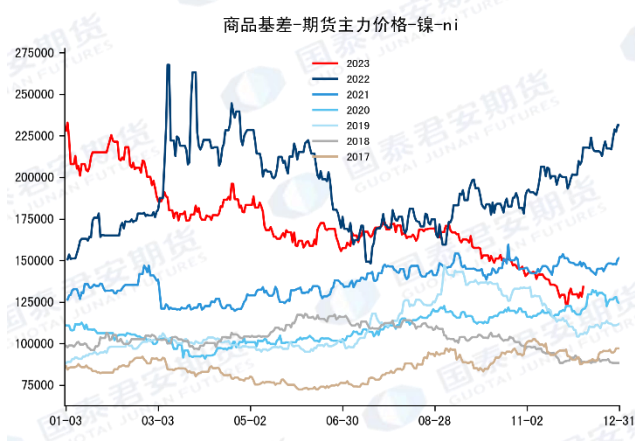
(正文)

表 14：每周镍和不锈钢重点数据跟踪

指标名称		T	T-1	T-5	T-10	T-22	T-66	
期货	沪镍主力 (收盘价)	133,820	3,280	4,440	4,670	-7,420	-33,800	
	不锈钢主力 (收盘价)	13,420	100	-275	-275	-1,100	-2,330	
	沪镍主力 (成交量)	424,314	64,827	-2,554	266,817	174,737	220,803	
	不锈钢主力 (成交量)	140,078	-19,723	-37,951	-40,511	42,197	35,124	
产业链相关数据	电解镍	1#进口镍	133,900	6,325	4,300	4,800	-4,625	-34,300
		俄镍升贴水	-200	0	0	-50	-200	0
		镍豆升贴水	-1,300	0	0	0	0	-1,600
		近月合约对连一合约价差	-170	-180	190	-620	270	160
		买近月抛连一合约的跨期套利成本	182	22	-18	23	-37	-47
		8-12%高镍生铁(出厂价 江苏)	913	-20	-30	-48	-128	-265
		镍板-高镍铁价差	427	83	73	96	81	-78
		镍豆进口利润	-5,008	628	1,327	1,466	4,421	-3,685
		镍板进口利润	-4,317	628	1,326	1,415	5,059	-1,239
		红土镍矿 1.5%(菲律宾CIF)	50	0	-4	-4	-9	-14
	不锈钢	304/2B 卷-毛边(无锡)宏旺/北部湾	13,500	0	-450	-250	-1,375	-2,300
		304/2B 卷-切边(无锡)太钢/张浦	13,900	0	-250	-150	-1,350	-2,050
		304/No.1 卷(无锡)	12,900	50	-350	-50	-1,150	-2,200
		304/2B-SS	480	-100	25	125	-250	280
		NI/SS	6.65	0.11	0.35	0.36	0.16	-0.45
		高碳铬铁 (FeCr55 内蒙)	8,500	0	0	0	0	-600
	硫酸镍	电池级硫酸镍	27,550	-200	-700	-2,000	-3,200	-4,050
		硫酸镍溢价	-1,908	-1,592	-1,646	-3,056	-2,183	3,496

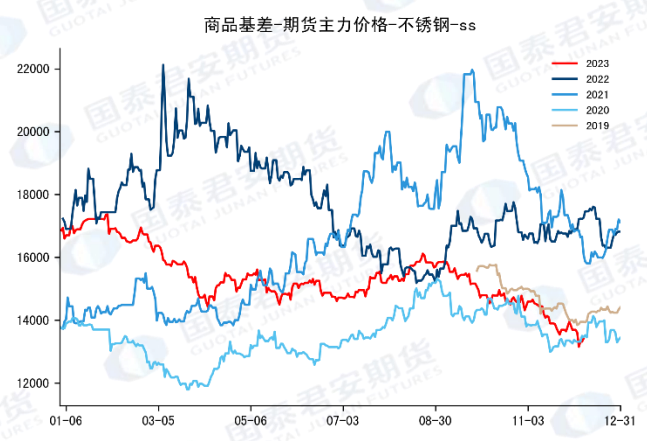
资料来源：同花顺，SMM，Mysteel，国泰君安期货研究

图 103：沪镍主力合约价格



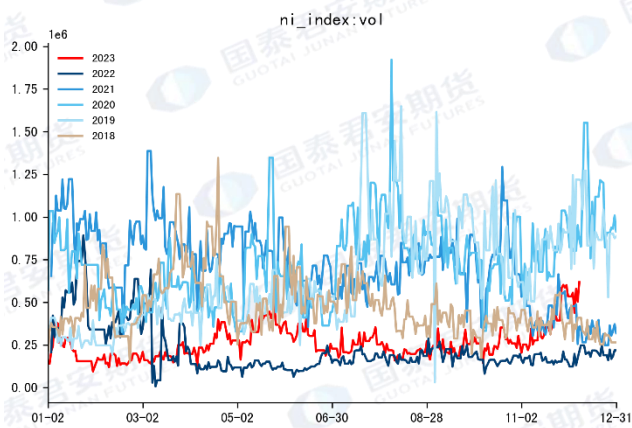
资料来源：国泰君安期货研究

图 104：不锈钢主力合约价格



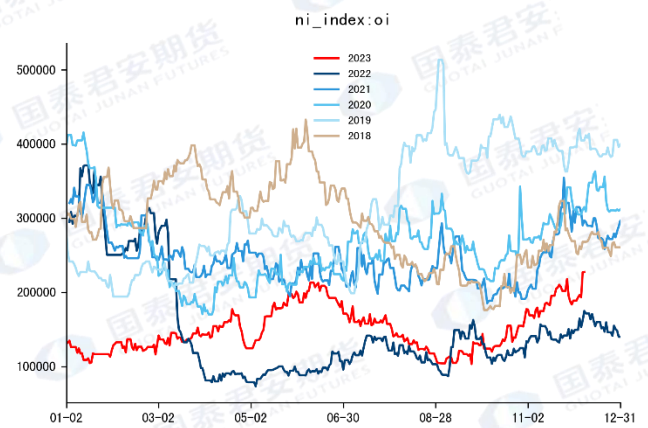
资料来源：国泰君安期货研究

图 105: 沪镍合约总成交量



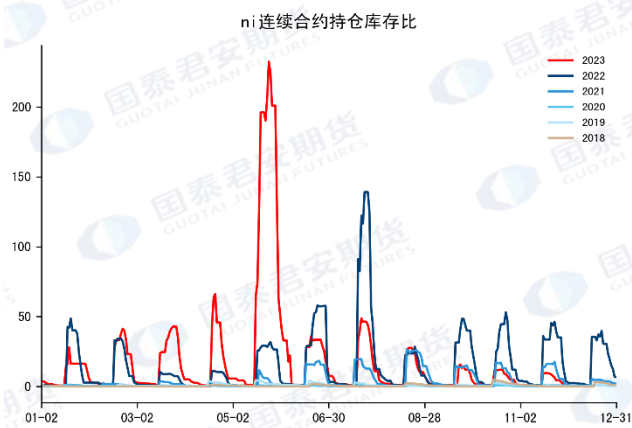
资料来源: 国泰君安期货研究

图 106: 沪镍合约总持仓量



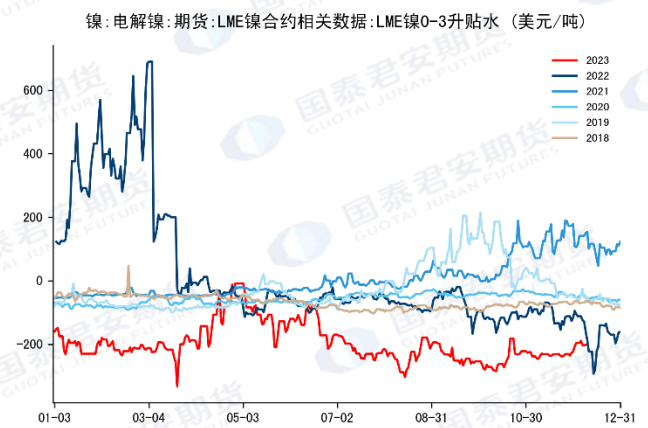
资料来源: 国泰君安期货研究

图 107: 沪镍连续合约持仓与仓单库存比值



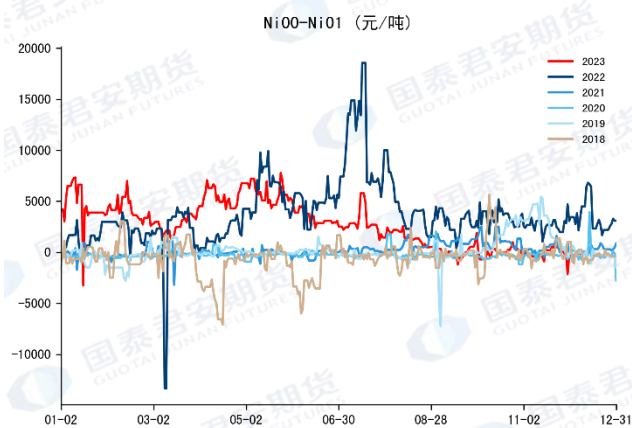
资料来源: 国泰君安期货研究

图 108: LME0-3 升贴水



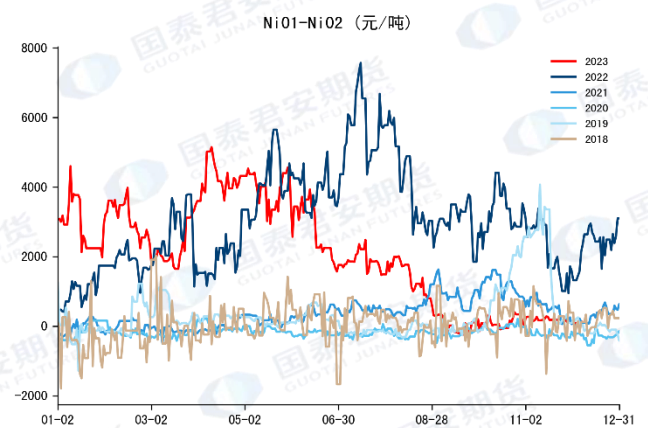
资料来源: 国泰君安期货研究

图 109: Ni00-Ni01 跨期价差



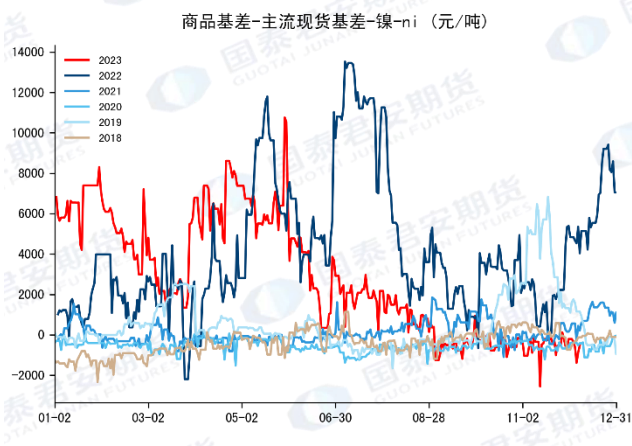
资料来源: 同花顺, 国泰君安期货研究

图 110: Ni01-Ni02 跨期价差



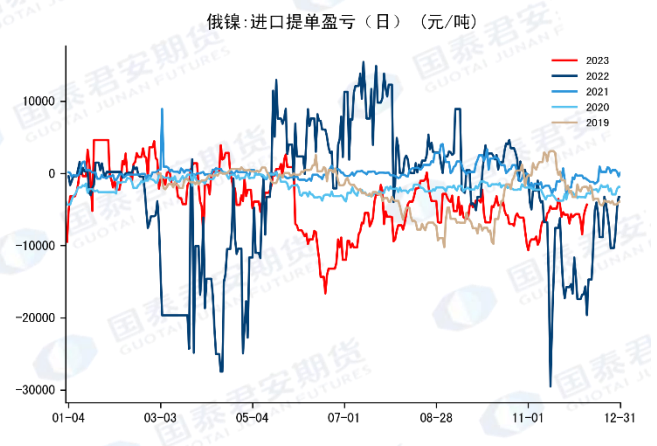
资料来源: 同花顺, 国泰君安期货研究

图 111: 沪镍主力合约基差



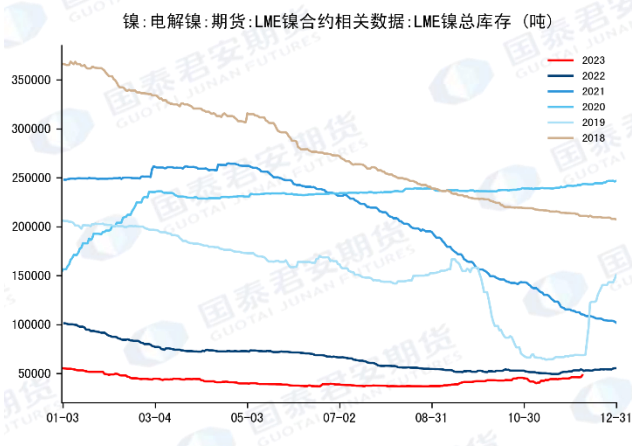
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 112: 电解镍现货进口盈亏



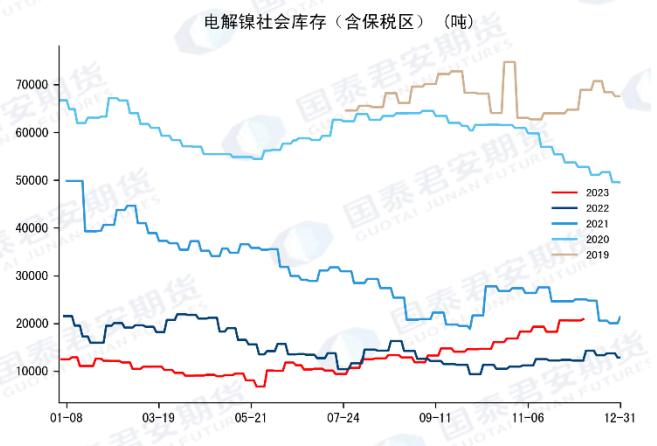
资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 113: LME 电解镍库存



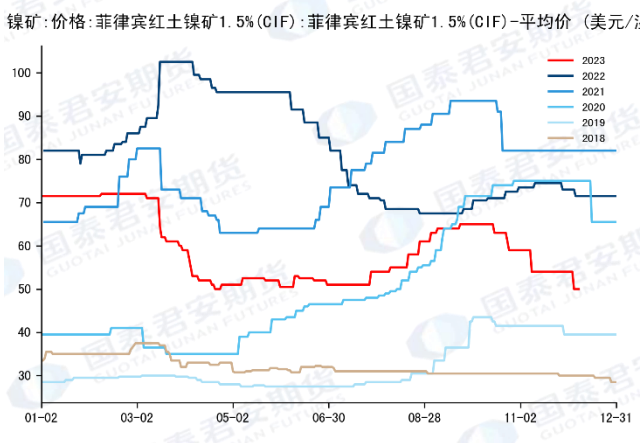
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 114: 我国电解镍社会库存



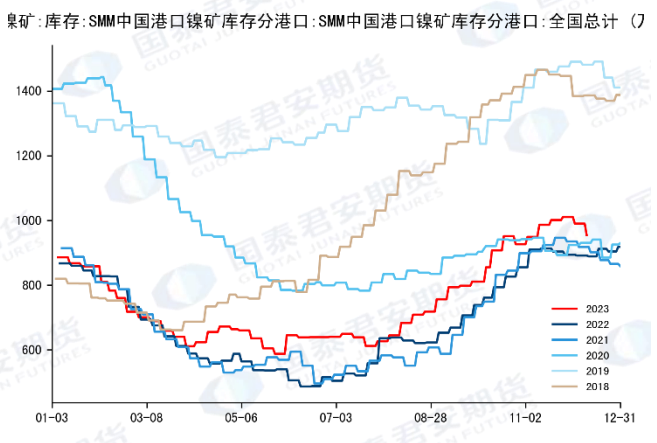
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 115: 菲律宾红土镍矿 (1.5%) 价格



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

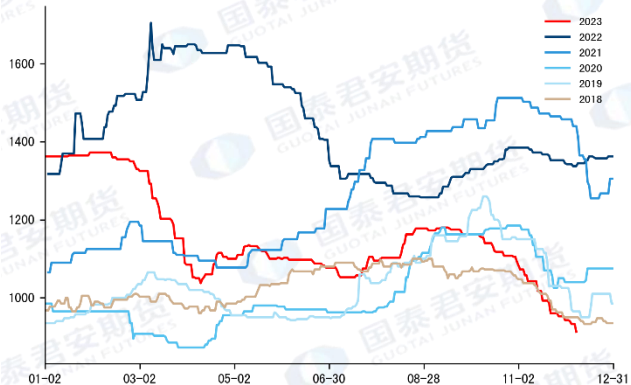
图 116: 红土镍矿港口库存



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 117: 镍铁原料价格

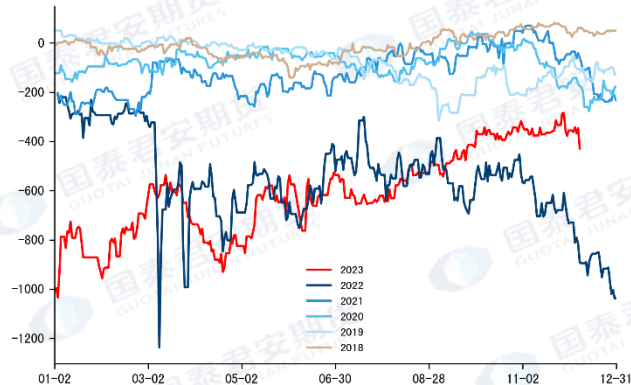
镍铁: 价格: 8-12%高镍生铁(出厂价-山东): 8-12%高镍生铁(出厂价-山东)-平均价 (元)



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 118: 镍铁较电解镍溢价

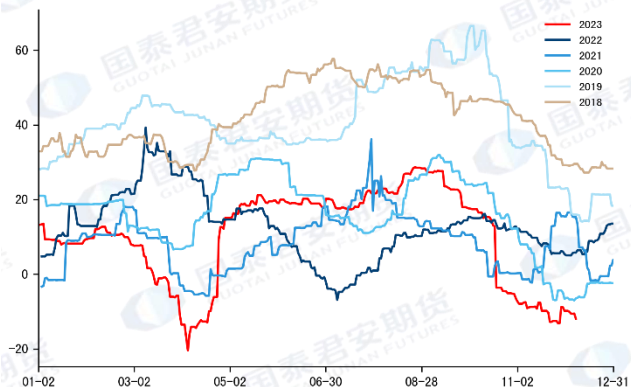
溢价: 高镍生铁较电解镍升贴水: 高镍生铁较电解镍升贴水: 镍生铁较电解镍升贴水



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 119: RKEF 铁厂利润

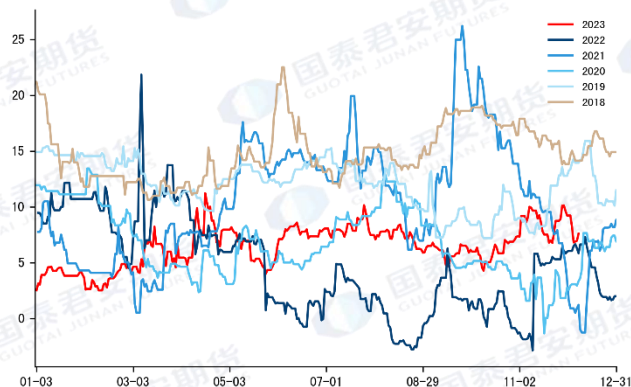
现金成本: 镍生铁现金成本分地区分工艺: 镍生铁现金成本分地区分工艺: 山东RKEF:



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 120: 本周钢厂利润

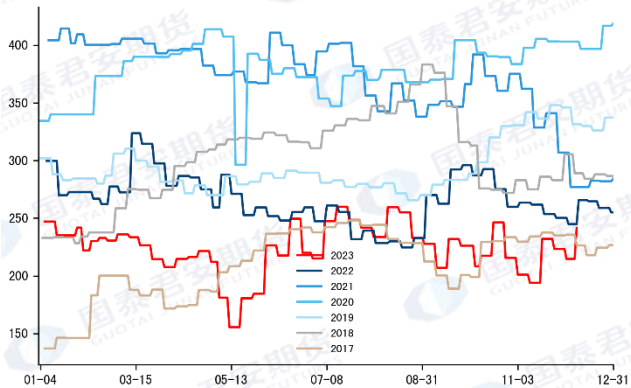
冷轧304不锈钢现金成本生产利润率 (%)



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 121: 铬矿港口库存

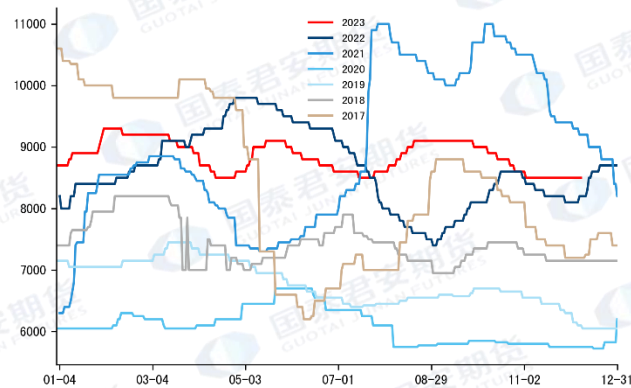
不锈钢: 铬矿: 库存: SMM中国港口铬矿库存: SMM中国港口铬矿库存 (万吨)



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 122: 高碳铬铁价格

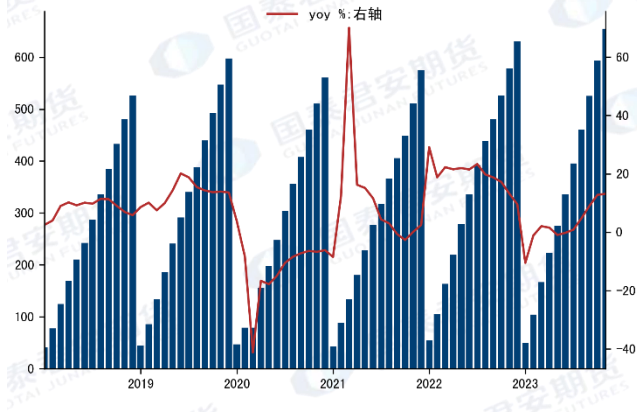
高碳铬铁: FeCr55C1000: 汇总价格: 内蒙古(日) (元/50基吨)



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 123: 高碳铬铁产量

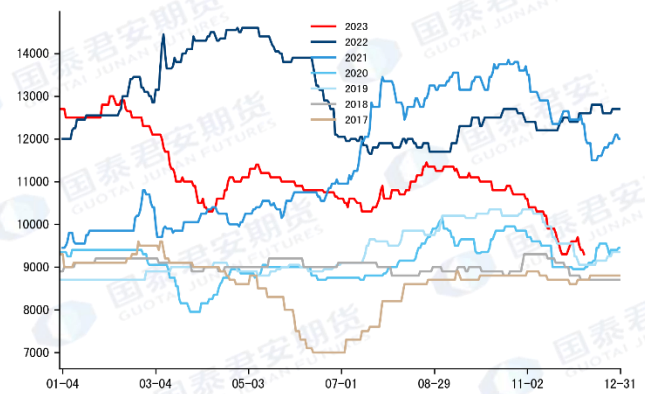
不锈钢:高碳铬铁:产量:中国高碳铬铁产量:中国高碳铬铁产量:累计(万吨/50基吨)



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 124: 废不锈钢价格

304废不锈钢汇总价格:戴南(日)(元/吨)



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 125: 不锈钢现货价格

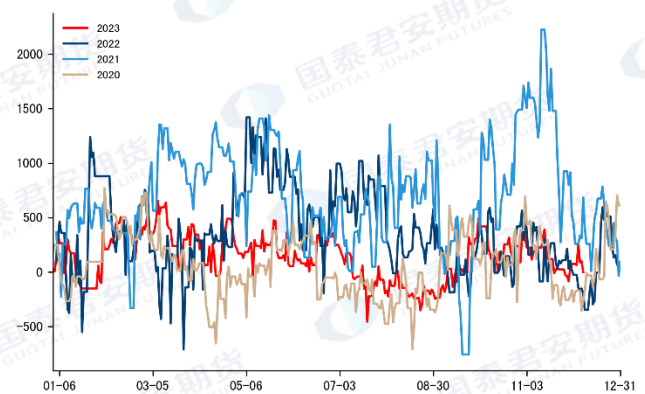
宏旺:无锡市场价格:不锈钢冷卷:304/2B:2*1219*C(日)(元/吨)



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 126: 不锈钢基差

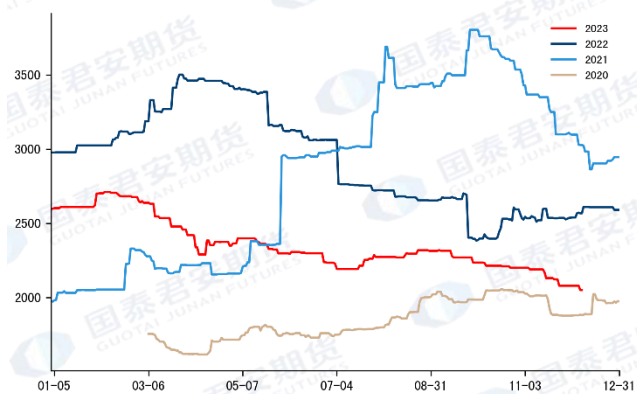
商品基差-主流现货基差-不锈钢-ss(元/吨)



资料来源: 国泰君安期货研究

图 127: 不锈钢 FOB 价格

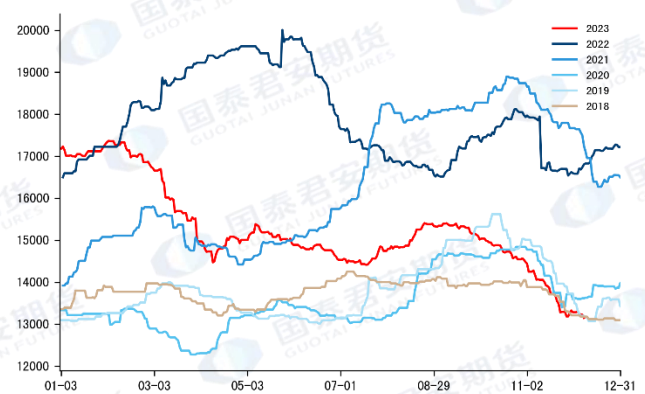
冷轧不锈钢板卷:出口:304CRC:2*1240*C:FOB价:佛山:宏旺(日)(美元/吨)



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

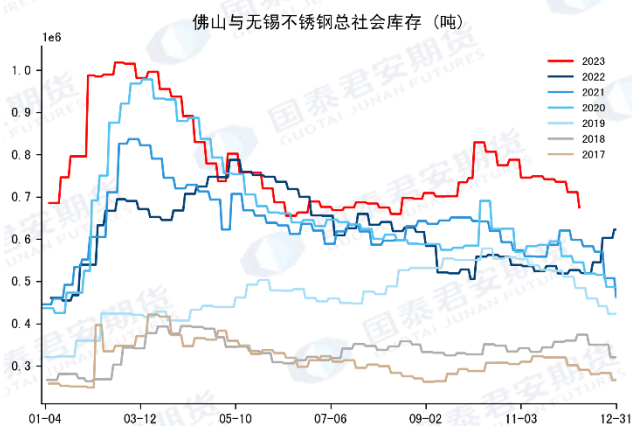
图 128: 不锈钢 304 冷轧生产成本

冷轧不锈钢:304系:生产成本:中国(日)(元/吨)



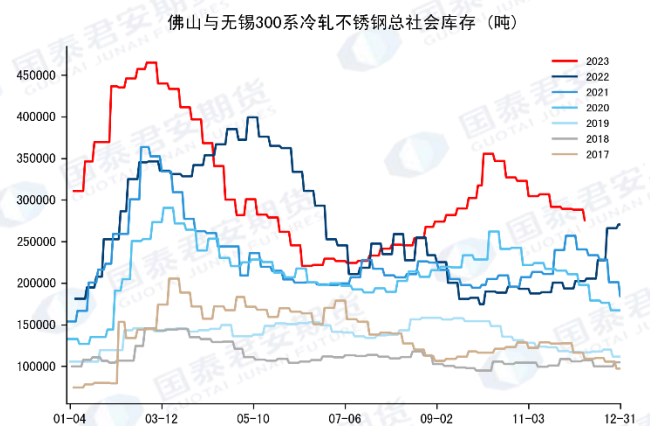
资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 129：佛山与无锡不锈钢总社会库存



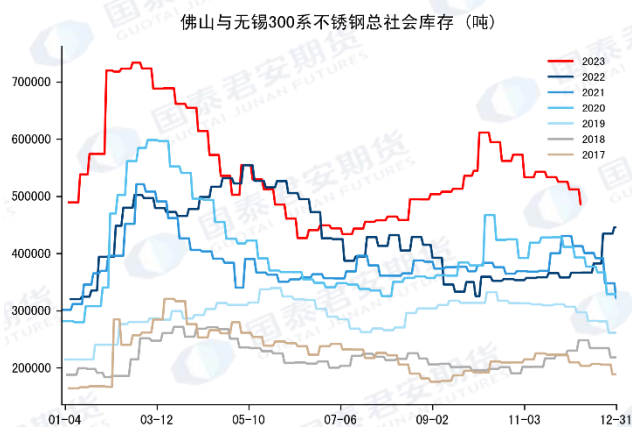
资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 130：佛山与无锡 300 系冷轧不锈钢总社会库存



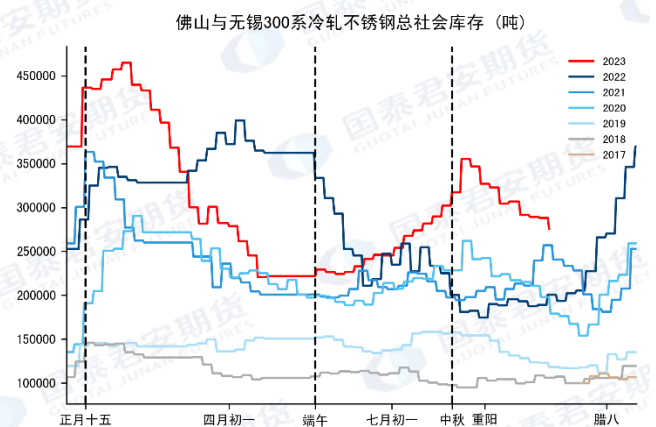
资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 131：佛山与无锡 300 系不锈钢总社会库存



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 132：佛山与无锡 300 系不锈钢总社会库存（农历）



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 133: MHP 价格



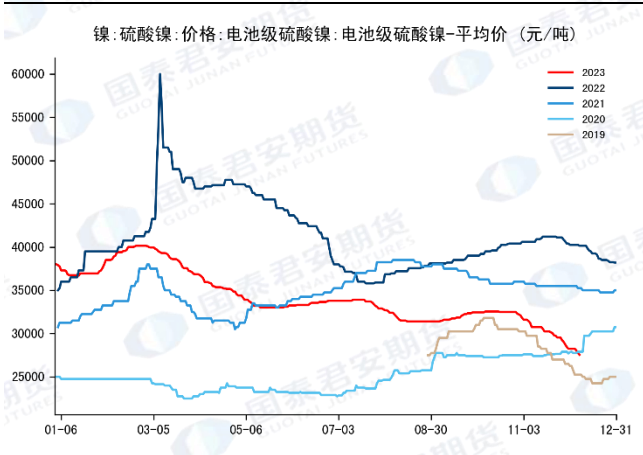
资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 134: 高冰镍价格



资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 135: 硫酸镍现货价格



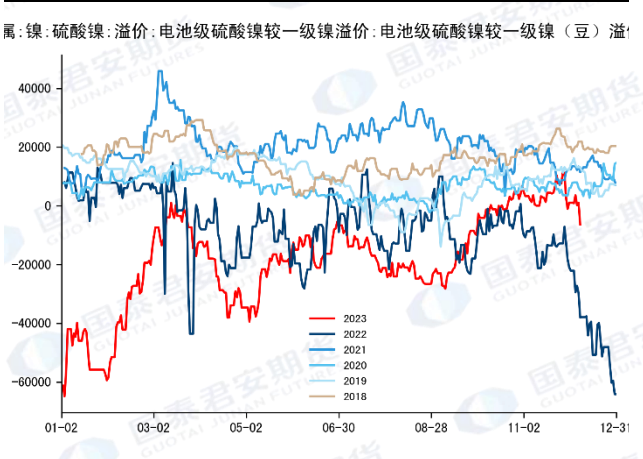
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 136: 硫酸镍各原料成本



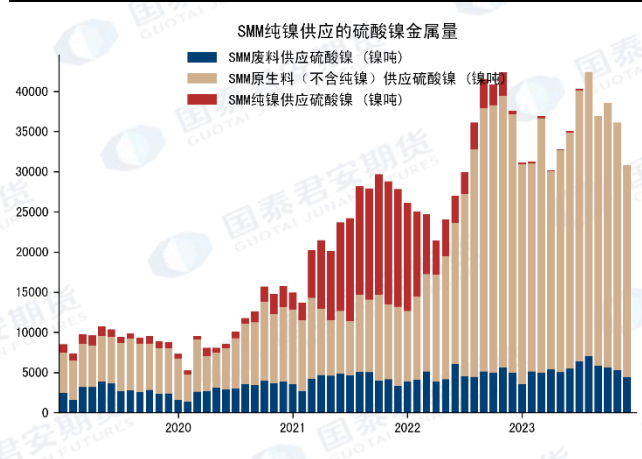
资料来源: Mysteel, 国泰君安期货研究

图 137: 硫酸镍-镍豆价差



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 138: 硫酸镍供应结构



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究



2023年12月10日

锡：触及21万后高位震荡

王蓉 投资咨询从业资格号：Z0002529 wangrong013179@gtjas.com

刘雨萱（联系人） 从业资格号：F03087751 liuyuxuan023982@gtjas.com

报告导读：

本周走势回顾：企稳反弹

本周大幅反弹，但下半周表现陷入震荡。

本周基本面情况：库存再度去化，供需矛盾不突出

本周锡价回弹显著，但反弹至21万后明显继续上行驱动不足，陷入震荡。反弹的驱动一方面是此前快速下跌带来的压缩弹性，另一方面也受到新南山检修停产的影响。但是我们认为，这样的反弹不是因为基本面发生打的扭转，目前供需双侧仍然保持对锡价有一定压力的状态。供应侧来看，供应侧原料持续进口，11月缅甸锡矿进口接近4000金属吨，对国内原料端有较大补充。冶炼端国内虽然开工率偏低，回落的加工费抑制了生产意愿，但是市场货源不缺是大的现状，同时印尼进口锡锭亦冲击国内市场。需求侧亦表现疲软，消费电子订单并没有明显好转时，光伏对需求的拉动似乎力度亦逐渐转小。我们提示，不看锡价上方反弹空间很高，若在宏观以及去库的影响下重新回到20.5元/吨上方位置，仍然有重新跌落的风险。

（正文）

14. 周度数据

表 15: 周度数据表

期货	本周收盘价	周涨幅%	昨日夜盘收盘价	夜盘涨幅
	沪锡主力合约	207,050	4.47%	207,170
伦锡3M电子盘	19,920	2.65%	-	-
期货	本周五成交	较上周五变动	本周五持仓	较上周五变动
	沪锡主力合约	84,969	-23,016	34,435
伦锡3M电子盘	554	-261	14,318	0
期货	本周库存	较上周变动	注销仓单比	较上周变动
	沪锡	4,637	-311	-
伦锡	8,025	-40	11.90%	5.45%
现货及价差		本周五	上周五	较上周变动
	SMM 1#锡锭价格	209,500	196,500	13,000
	长江有色1#锡平均价	209,600	209,000	600
	LME锡(现货/三个月)升贴水	-228	-250	22
	近月合约对连一合约价差	11,490	5,800	5,690
	现货对期货主力价差	2,550	10,800	-8,250
	精炼锡进口盈亏	328	-6,547	6,875
	买近月抛连一合约的跨期套利成本	3,784.85	-	-
产业链重要价格数据		本周五	上周五	较上周变动
	40%锡精矿(云南)价格	194,000	181,000	13,000
	60%锡精矿(广西)价格	198,000	185,000	13,000
	63A焊锡条	144,250	136,250	8,000
60A焊锡条	138,250	130,750	7,500	

资料来源: Wind, SMM, 国泰君安期货研究

15. 参考图表

图 139: LME 锡与沪锡期货收盘价走势



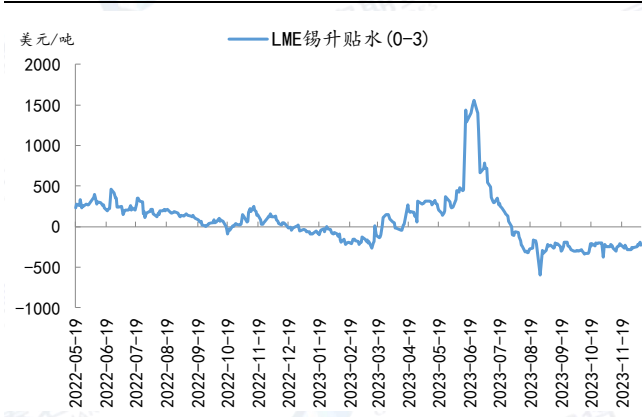
资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 140: 沪锡收盘价与现货价格走势



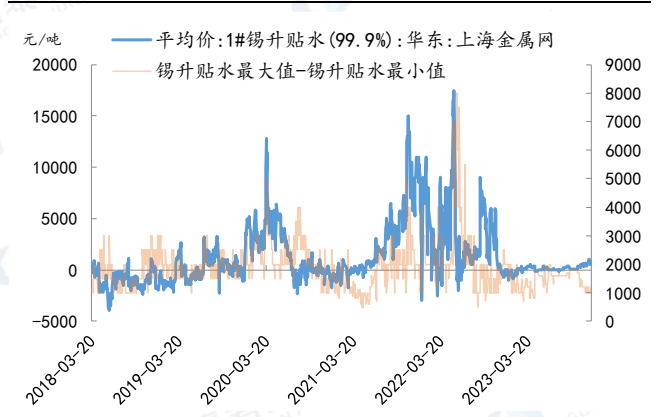
资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 141: LME 锡升贴水走势



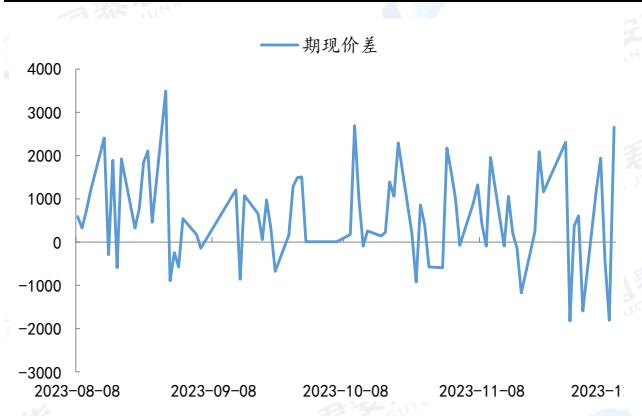
资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 142: 国内现货升贴水走势



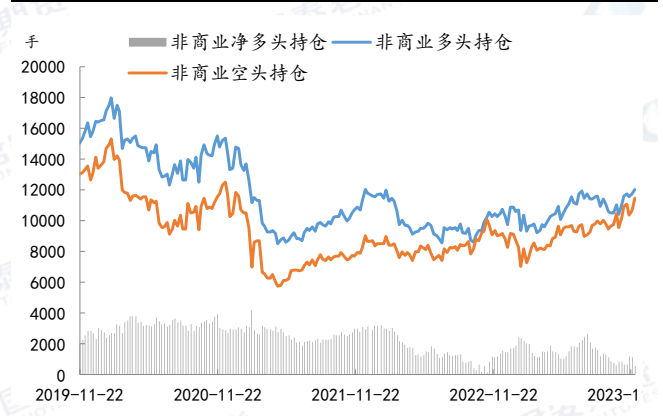
资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 143: 锡期现价差



资料来源: 同花顺, 国泰君安期货研究

图 144: LME 投资基金持仓



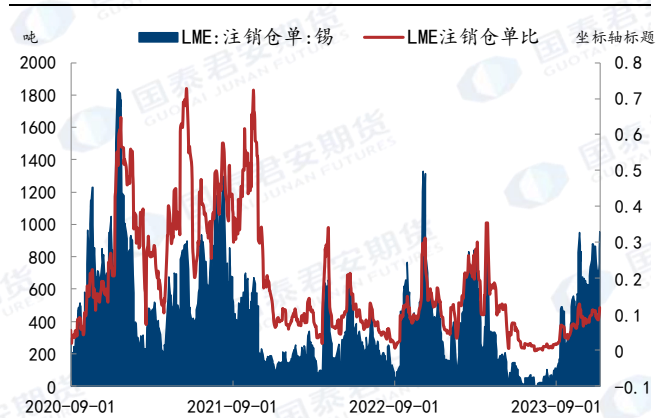
资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 145: LME 和 SHFE 期货库存



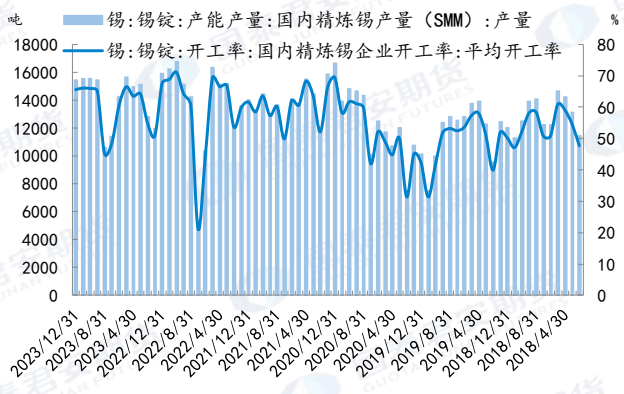
资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 146: LME 库存与注销仓单比



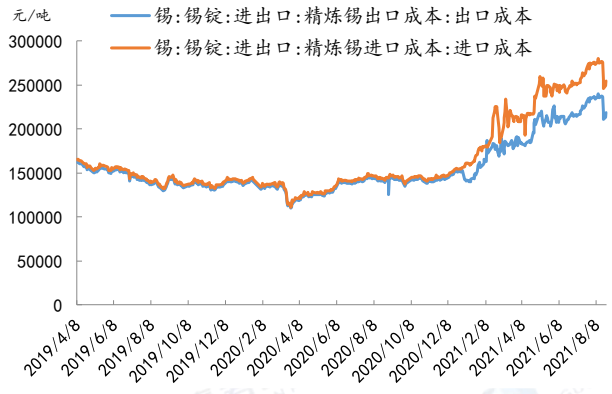
资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 147: 锡锭产量与开工率



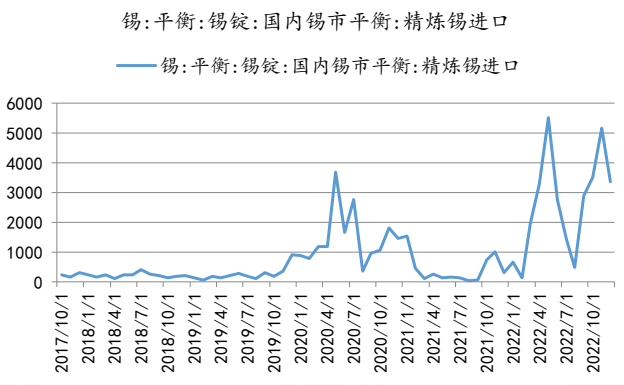
资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 148: 锡进出口成本



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 149: 锡矿进口数量精矿



资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 150: 锡进口盈亏



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 151: 国内锡锭净进口



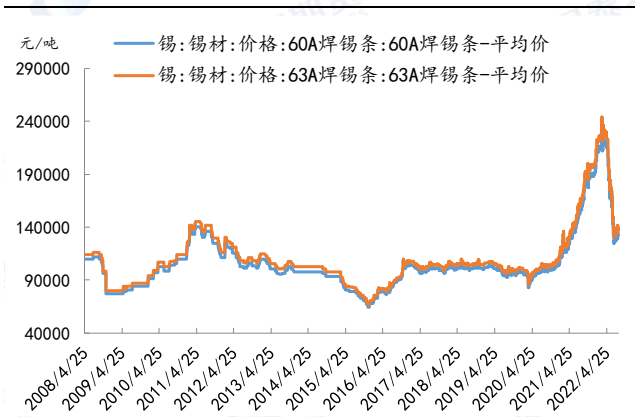
资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 152: WBMS 锡供需平衡



资料来源: wind, 国泰君安期货研究

图 153: 焊锡价格



资料来源: SMM, 国泰君安期货研究

图 154: 锡化合物价格

元/吨	2023/12/8	较前日变化	较上周变化	较上月变化
氯化亚锡	178000	0	2000	#####
硫酸亚锡	181000	0	2000	#####
锡酸钠36.5%	157000	0	2000	#####
锡酸钠42%	159000	0	2000	#####
二氧化锡	278000	0	2000	#####
锡基轴承合金	191750	2500	11000	#####

资料来源: ifind, 国泰君安期货研究



2023年12月10日

碳酸锂：多空博弈加剧，预计宽幅震荡

邵婉嫣

投资咨询从业资格号：Z0015722

shaowanyi020696@gtjas.com

报告导读：

本周价格走势：主力合约换月，波动加大

碳酸锂期货价格周内先抑后扬，历尽跌停与涨停板，主力合约由 2401 合约转为 2407 合约。主力 2407 合约跌 2250 元/吨收盘于 102300 元/吨，次主力 2401 合约涨 1350 元/吨收盘于 103100 元/吨，现货报价 118500 元/吨跌 9500 元/吨。期现基差缩小至 15400 元/吨，2401 与 2407 合约价差扩大至 800 元/吨。2407 持仓量 15.8 万手，2401 持仓量 12.7 万手。

供需基本面：减产力度确定，供需改善有限

供给端：12月排产 4.08 万吨，环比减少 5%。锂盐厂周度产量 8945 吨，环比-39 吨，锂盐厂减产力度基本确定。锂盐厂库存降低至 3.57 万吨，环比-300 吨，上游小幅去库反应下游在当前碳酸锂低价情况下具有一定的拿货意愿，但观望情绪依然存在。

需求端：12月排产 LFP9.1 万吨，折碳酸锂需求 2.28 万吨，环比减少 20%。三元 5.30 万吨，其中碳酸锂需求 1.33 万吨，环比减少 5%。一季度为终端新能源车与储能的传统消费淡季，当下补库意愿有限，铁锂与三元产量同环比预计均出现一定的下滑，其中铁锂下滑幅度预计较大。下游周库存 1.18 万吨提高至 1.25 万吨。

后市观点：交割月临近，多空博弈加剧，预计宽幅震荡

随着需求大幅下滑，基本面整体供需宽松格局延续。在 2401 合约交割月临近时点，盘面多空博弈加剧，关注交割买卖双方的意愿，预计价格波动放大。

单边：宽幅波动加大，价格运行区间 8-12 万元/吨

跨期：关注仓单持仓比，建议正套，但风险较大

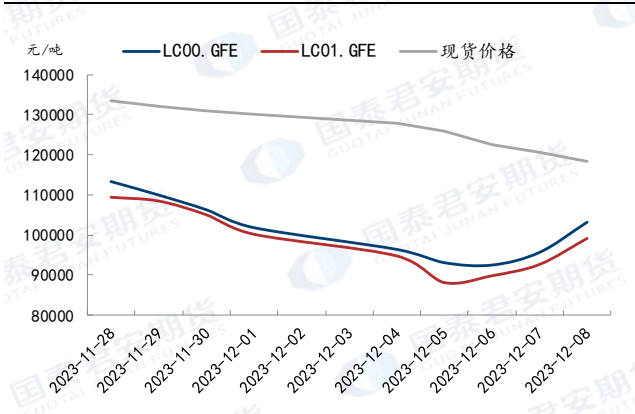
套保：建议在 9 万元/吨以下买入套保，10.5 万元/吨以上卖出套保

风险点：关注仓单注册情况、资金移仓换月情况

(正文)

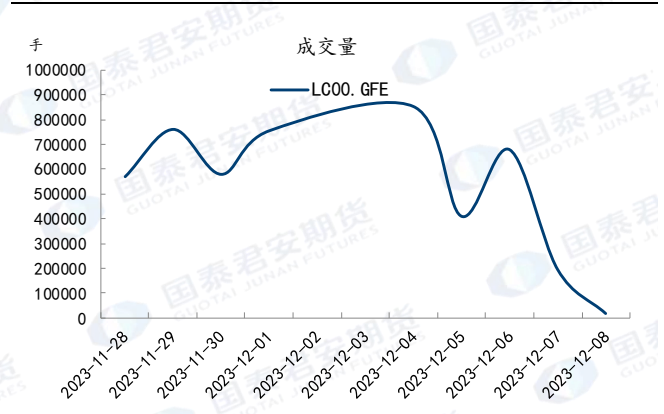
16. 行情数据

图 155: 碳酸锂现货与期货价格



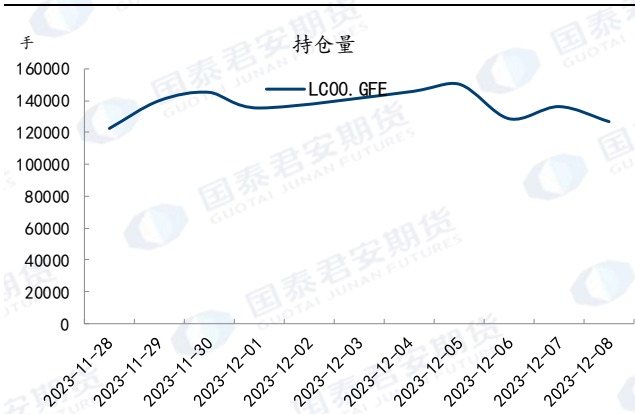
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 156: 碳酸锂期货成交量



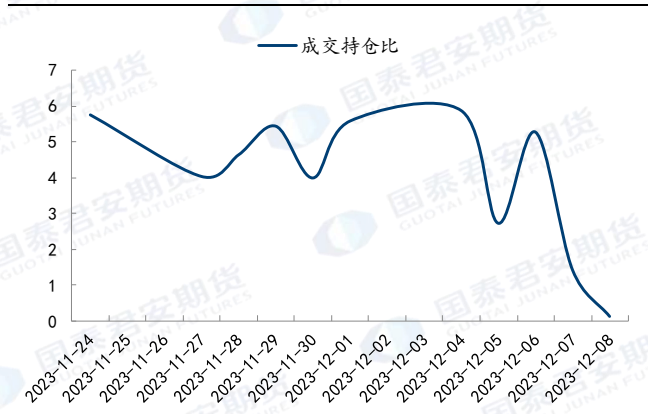
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 157: 碳酸锂期货持仓量



资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 158: 碳酸锂期货成交持仓比



资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

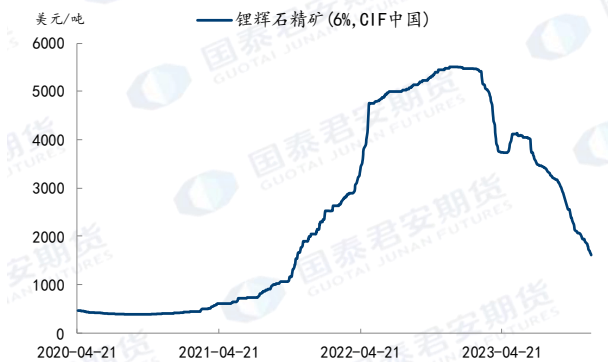
表 16: 锂产业链现货市场价格概览

锂矿 锂辉石(2%-2.5%,CIF) 280 美元/吨 -6.67% 锂辉石精矿(6%,CIF) 1615 美元/吨 -6.65% 锂云母(2.0%-2.5%) 3125 元/吨 -7.41% 磷锂铝石(6%-7%) 12275 元/吨 -4.84%	工业级碳酸锂 碳酸锂(99.2%工业零级) 105250 元/吨 -11.18% 华东 110400 元/吨 -8.91% 四川 110400 元/吨 -8.91%	氟化锂 电池级氟化锂(≥99.9%) 255000 元/吨 -3.77% 工业级氟化锂(≥99.9%) 195000 元/吨 -4.88%	电池级碳酸锂 碳酸锂(99.5%电池级) 129000 元/吨 -5.84% 华东 121400 元/吨 -7.47% 四川 121400 元/吨 -7.47%	六氟磷酸锂 六氟磷酸锂(99.95%) 78500 元/吨 -4.27%	电解液 三元动力用 29000 元/吨 -3.33% 磷酸铁锂用 22250 元/吨 0.00% 锰酸锂用 47000 元/吨 -1.05% 磷酸锂用 16500 元/吨 -5.71%	正极材料—磷酸铁锂 动力型 49250 元/吨 -5.29% 低端储能型 41500 元/吨 -6.21%	正极材料—磷酸铁锂电芯 方形(动力型) 0.45 元/Wh -2.17% 方形(小动力型) 0.44 元/Wh -2.22%
氢氧化锂 电池级粗颗粒(56.5%) 109000 元/吨 -8.79% 电池级微粉型(56.5%) 117000 元/吨 -8.95%	氯化锂 氯化锂 华东 131000 元/吨 -2.24%	金属锂 金属锂(≥99%工、电) 1140000 元/吨 -2.98%	正极材料—中低镍三元 523(多晶/消费型) 127000 元/吨 -7.64% 523(单晶/动力型) 149500 元/吨 -5.08% 622(多晶/消费型) 149000 元/吨 -7.17%	正极材料—高镍三元 811(多晶/动力型) 177000 元/吨 -3.80%	锂电池—三元电芯 523方形三元电芯(动力型) 0.52 元/Wh -1.89% 523软包三元电芯(动力型) 0.56 元/Wh -1.75% 523圆柱三元电芯(小动力型) 5.05 元/支 -2.88%	锂电池—钴酸锂电芯 钴酸锂电芯(消费型) 5.85 元/Wh -1.68%	

资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

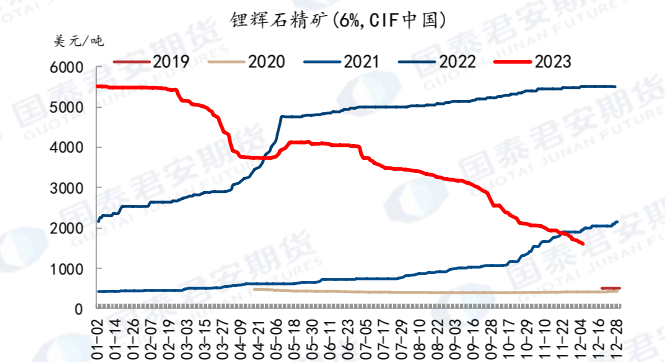
17. 锂盐上游供给端——锂矿

图 159: 锂辉石精矿平均价格走势



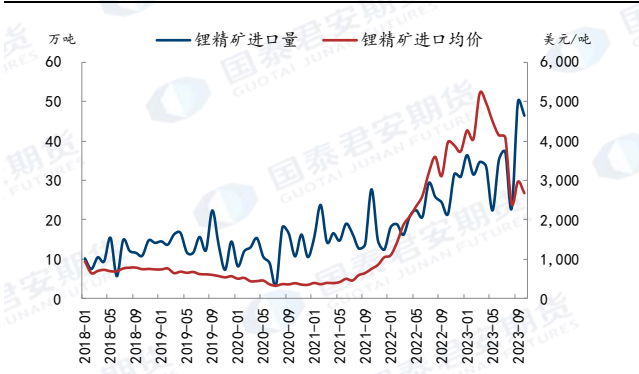
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 160: 锂辉石精矿平均价格走势



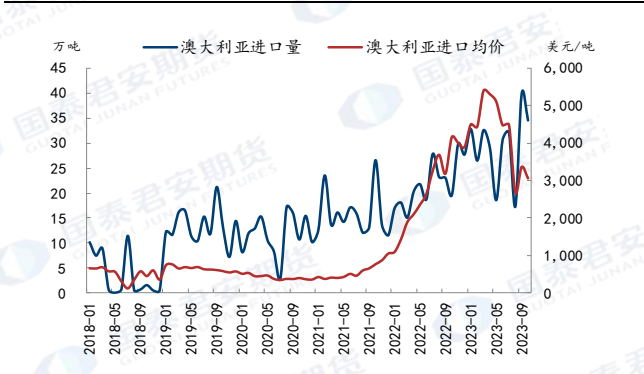
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 161：锂精矿月度进口量及价格



资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

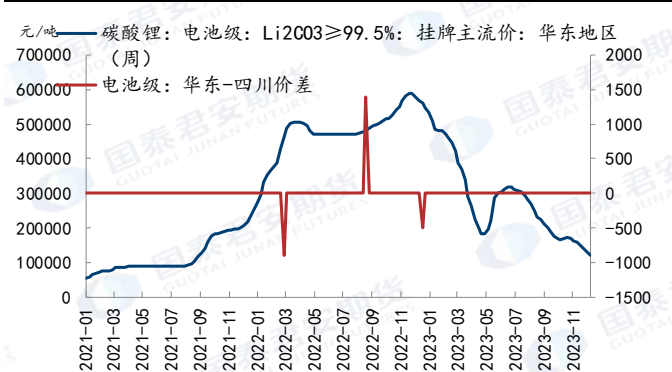
图 162：澳大利亚锂精矿月度进口量及价格



资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

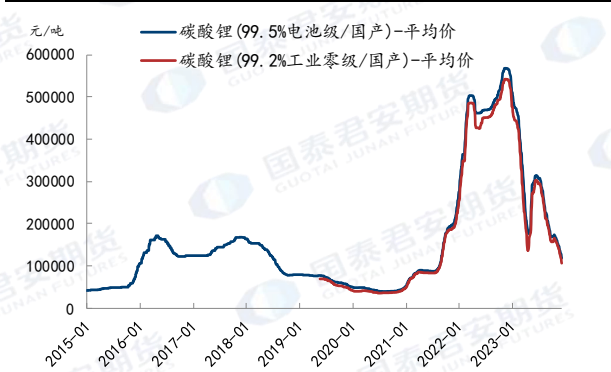
18. 锂盐中游消费端——锂盐产品

图 163：华东地区电池级碳酸锂价格



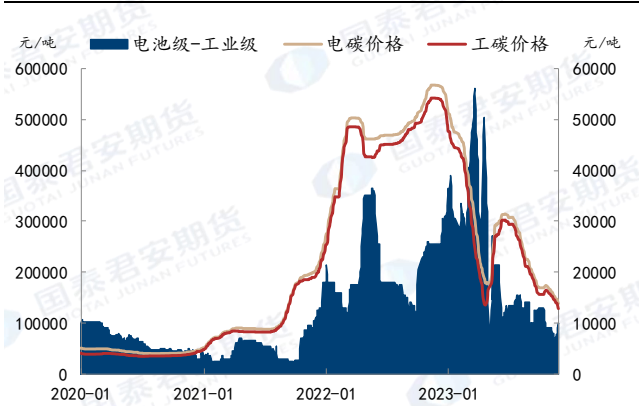
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 164：国产电池级碳酸锂价格



资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 165：国产电碳与工碳价格走势



资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 166：工碳转化电碳加工成本及期货贴水成本



资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 167: 电池级氢氧化锂 CIF 中日韩与国内价差



图 168: 碳酸锂与氢氧化锂月度出口量



图 169: 国内碳酸锂月度产量



图 170: 国内碳酸锂月度产量

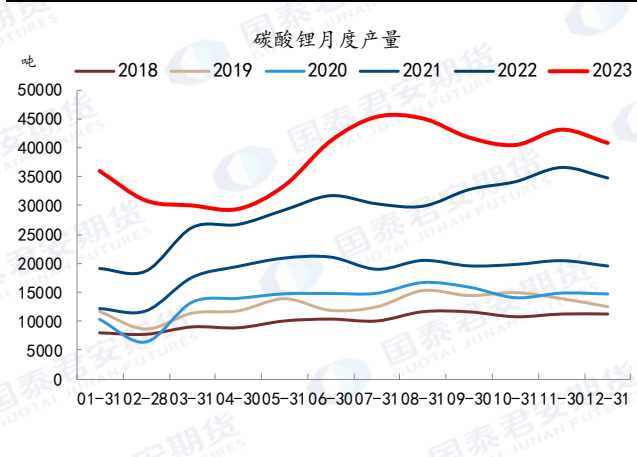


图 171: 国内电池级碳酸锂月度产量

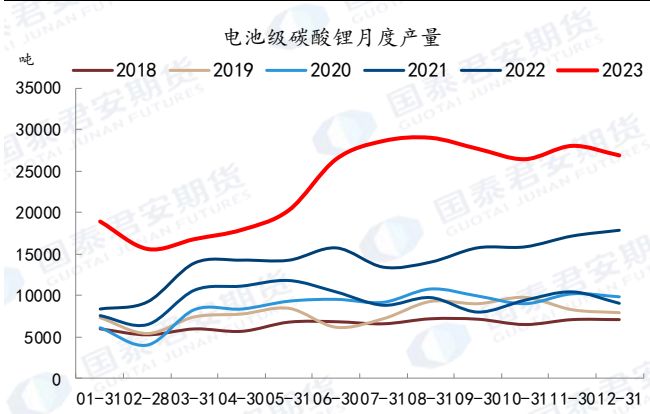


图 172: 国内工业级碳酸锂月度产量

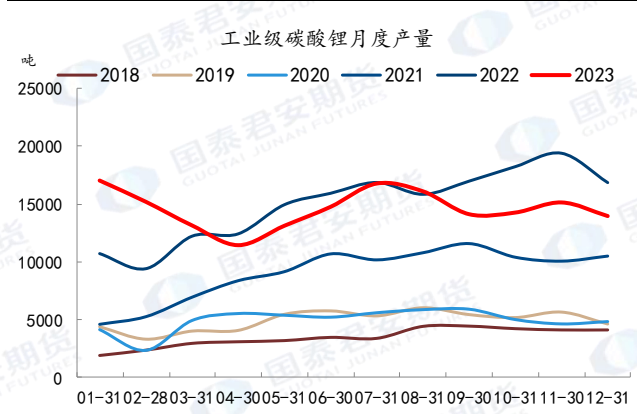
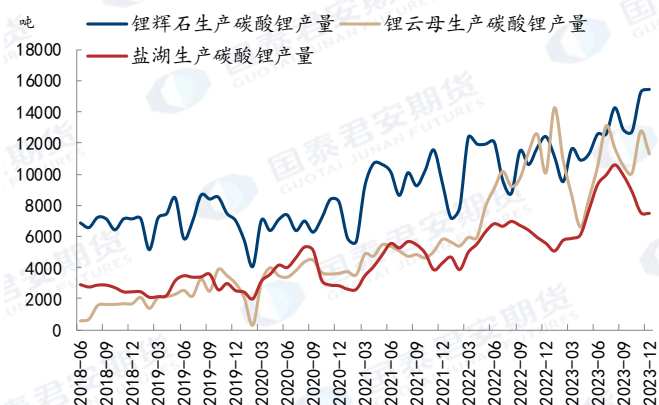
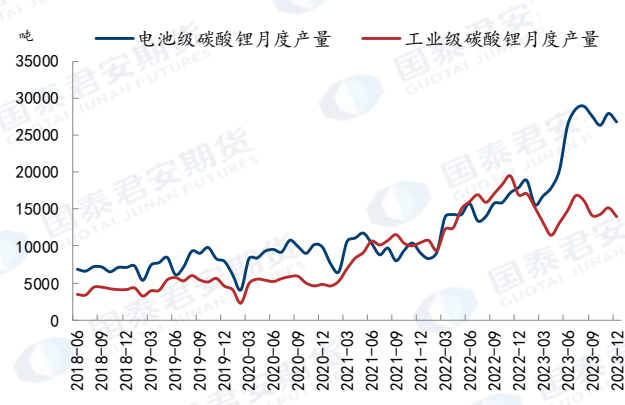


图 173: 国内碳酸锂分原料月度产量



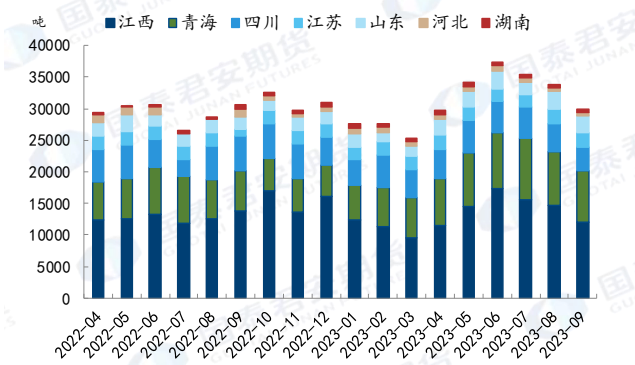
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 174: 国内电碳与工碳月度产量



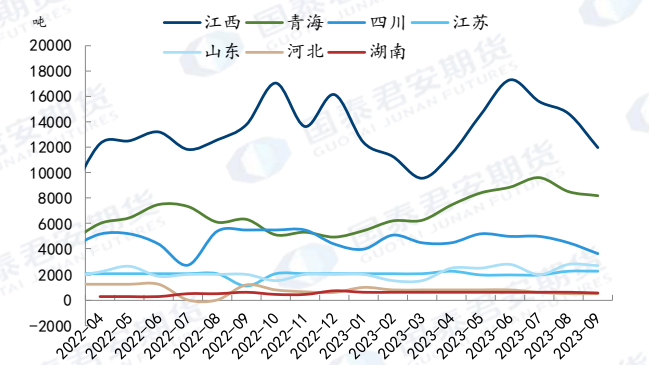
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 175: 国内碳酸锂分地区产量



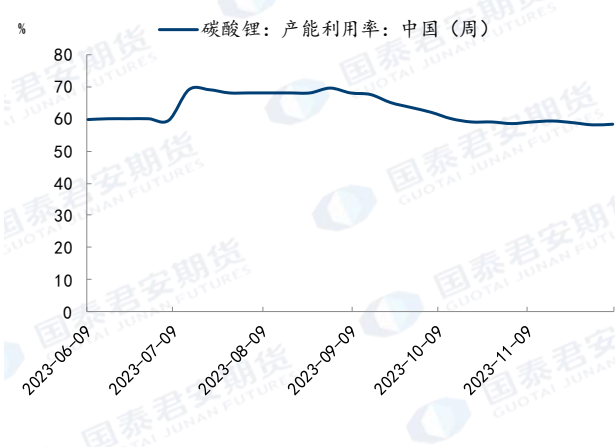
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 176: 国内碳酸锂分地区产量



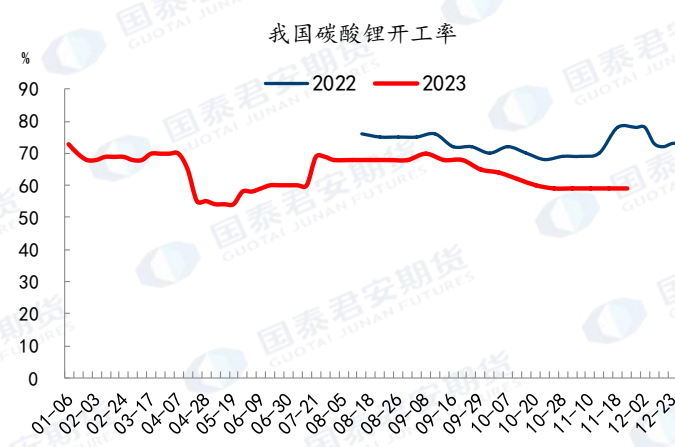
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 177: 国内碳酸锂周度产能利用率



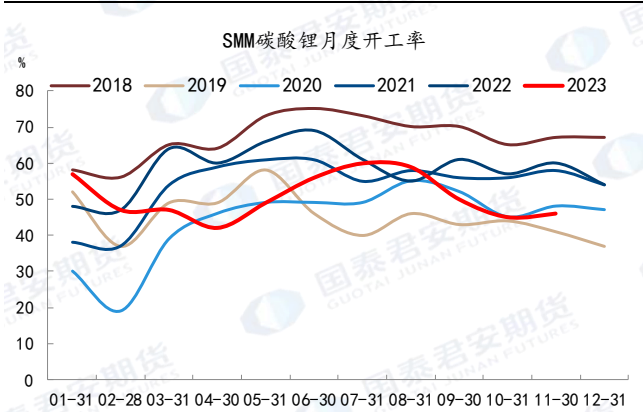
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 178: 国内碳酸锂周度开工率



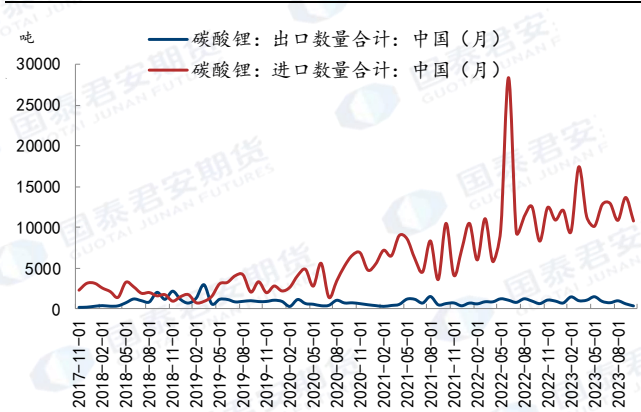
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 179：国内碳酸锂月度开工率



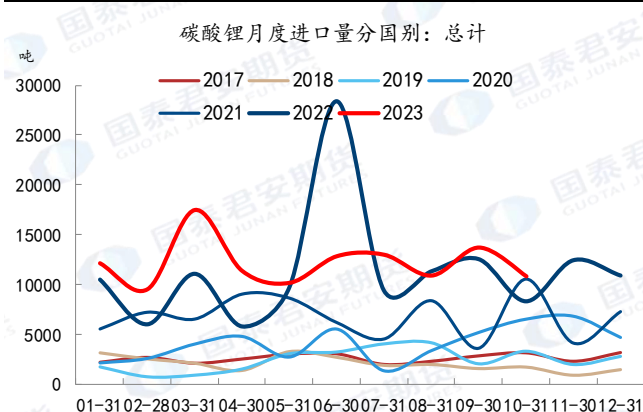
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 180：碳酸锂月度进出口量



资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 181：碳酸锂月度进口量



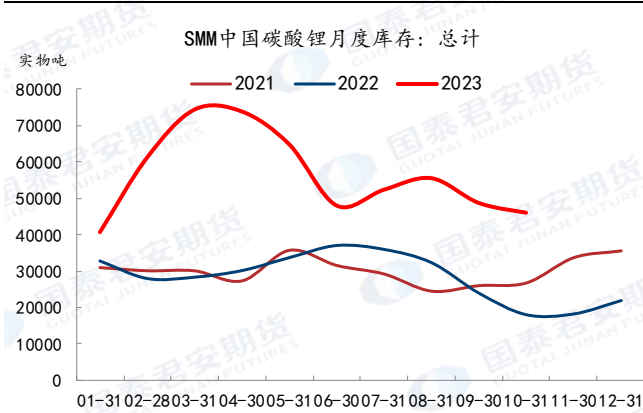
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 182：智利与阿根廷碳酸锂月度进口量



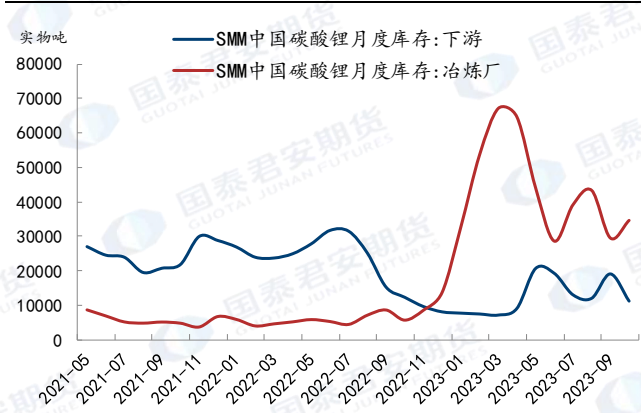
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 183：国内碳酸锂月度库存



资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

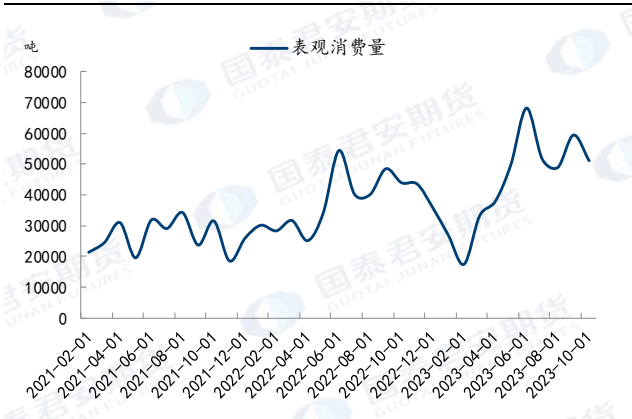
图 184：国内碳酸锂下游与冶炼厂月度库存



资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

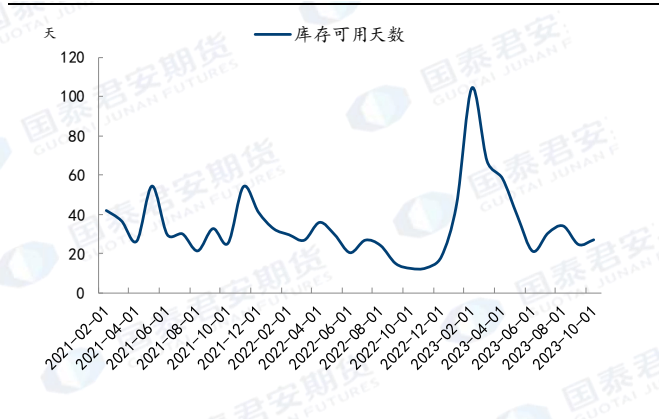
19. 锂盐下游消费端——锂电池及材料

图 185：中国碳酸锂表观消费量



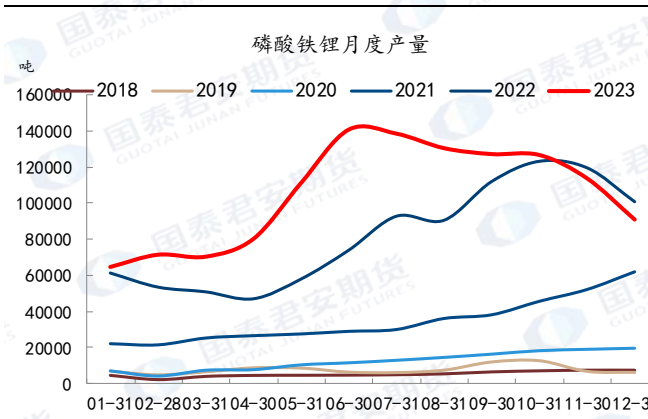
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 186：中国碳酸锂库存可用天数



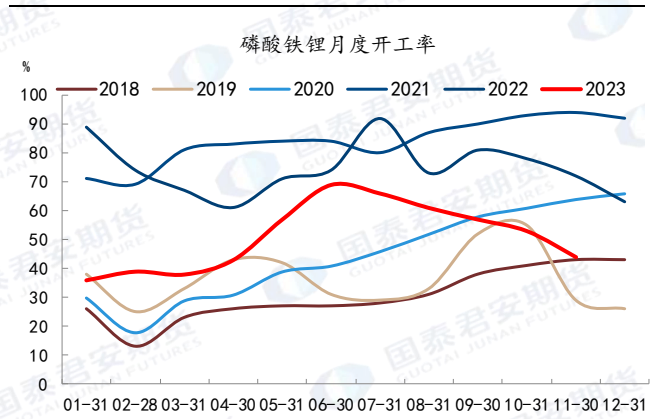
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 187：磷酸铁锂月度产量



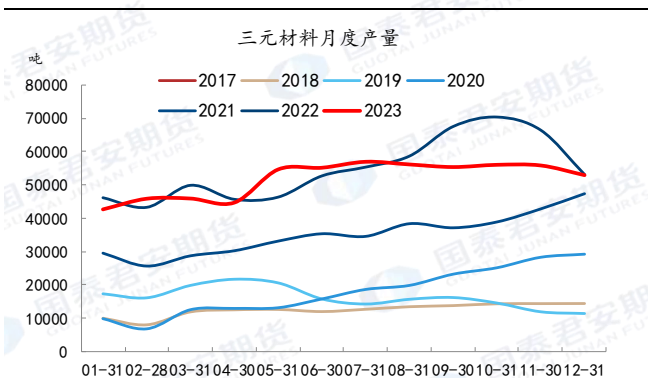
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 188：磷酸铁锂月度开工率



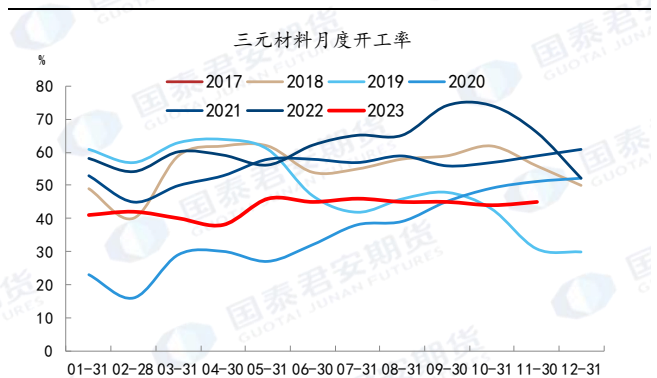
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 189：三元材料月度产量



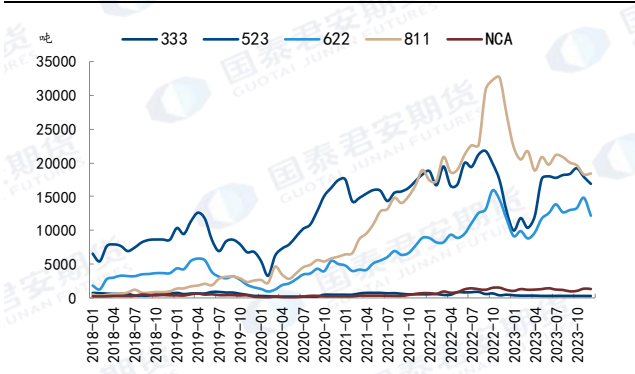
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 190：三元材料月度开工率



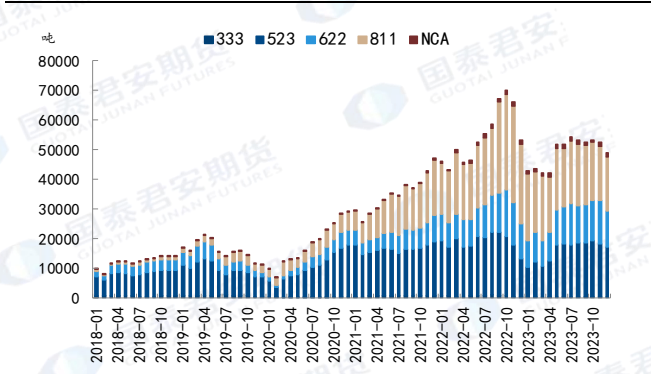
资料来源：Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 191：各类三元材料月度产量



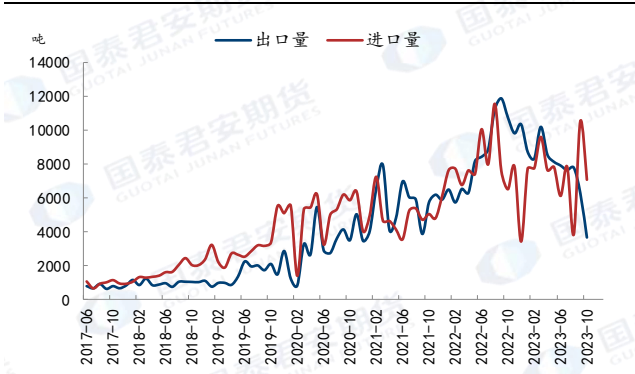
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 192：各类三元材料月度开工率



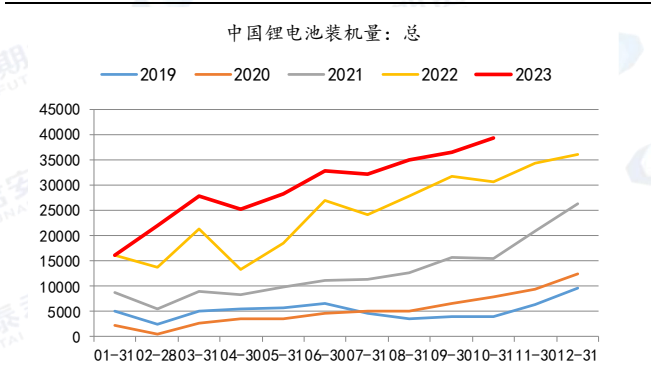
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 193：三元材料进出口量



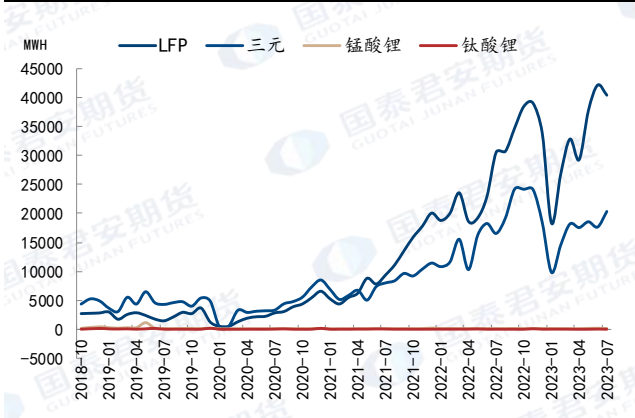
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 194：中国锂电池装机量



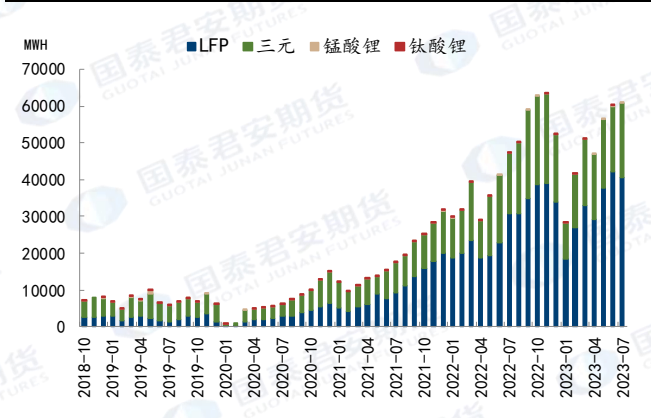
资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 195：国内各类动力锂电池产量



资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究

图 196：国内各类动力锂电池产量



资料来源: Mysteel, SMM, 同花顺, 国泰君安期货研究



2023年12月10日

工业硅：盘面回归理性，关注库存去化幅度

张航

投资咨询从业资格号：Z0018008

zhanghang022595@gtjas.com

报告导读：

本周价格走势：盘面非理性下跌，后半周持续修复

本周期货盘面上半周非理性下跌，最低跌至12975元/吨，后半周持续修复，收于13875元/吨（周环比-65）。现货市场中，部分多晶硅订单释放，磨粉厂采购积极，低品位牌号成交量增加。其中，上海有色网统计昆交Si4210报价15650元/吨（+0），华东通氧Si5530报价14700元/吨（+100），新疆99硅报价14400元/吨（+100）。

供需基本面：供应高位边际收缩，下游刚需维持

供给端，西南地区减产叠加北方复产，整体供应高位收缩。具体而言，云南、四川地区因利润缩窄以及电力短缺等因素，开炉数有所减少，本周减产炉数略超预期。据百川统计两地11月起至今累计开炉减少95台（百川口径，2021年两地枯水期总停炉66台，2022年两地枯水期总停炉85台）。新疆地区硅厂本周继续复产，当地产量有所增加，但西南地区减量更明显，整体周度产量开始边际缩减。此外，从库存角度而言，SMM统计目前社会库存开始去库（-0.2万吨），其中交割库库存去库0.4万吨，港口库存累库0.2万吨，样本硅厂库存累库1.12万吨。整体周度库存处于社库去库，厂库累库状态，厂库库存绝对值低于去年，工厂现金流压力或并不大。

需求端，下游本周整体刚需采购为主。多晶硅端，本周部分硅料厂开始招标，硅粉招标价相比上一单稳定。就硅料价格而言，当前在产产能完全成本约在4.9-5万元/吨，且启停成本高昂，预计短期内在产产能开工率难以回落，而新增产能据悉延长自身的爬坡周期，相应原料采购亦放缓。据SMM，12月硅片开工依旧较高，使得硅料下跌幅度放缓，上月底硅料集中签单期并未见到硅料价格大幅回落，因此硅料端明显负反馈或发生在明年春节后。有机硅端，整体对工业硅维持刚需采购，近期周度开工率维持在70%附近。考虑到有机硅库存仍处高位，终端高频购房数据亦无起色，有机硅对工业硅采购仍维持刚需。铝合金端，在终端需求未见明显起色的情形下，主流铝合金厂已备有一定库存，对工业硅保持刚需采购。出口方面订单较少，整体仍维持弱势运行。

后市观点：西南减产略超预期，短期具备抵抗式上行驱动，但上方空间并不深

本周二盘面大幅回落，主要系资金行为，受其他品种跌停因素影响，工业硅被资金“错杀”，盘中短时间内触及跌停板后再次拉升，后半周盘面持续修复至理性水平。就目前基本面而言，全国供应端高位边际收缩，需求端下游仍维持刚需采购。供应端，在产产能新疆地区硅厂进一步复产的空间已不大，新增产能部分仅东方希望兰州项目、特变巴州项目年底可能投产，而西南地区目前枯水期略超预期减产。整体12月供需

偏紧平衡态势，对应硅价或具备上行驱动，但上方空间仍受限于需求端未有大幅改善。预计下周盘面运行区间在 13700-14500 元/吨。

单边：推荐逢低布多，下周预计 Si2402 价格区间为 13700-14500 元/吨；

跨期：推荐 Si2401 与 2402 合约择时介入无风险跨期正套；

套保：推荐逢高卖出套保为主。

风险点：多晶硅价格大幅下跌超预期；有机硅价格大幅下跌超预期等。

(正文)

20. 行情数据

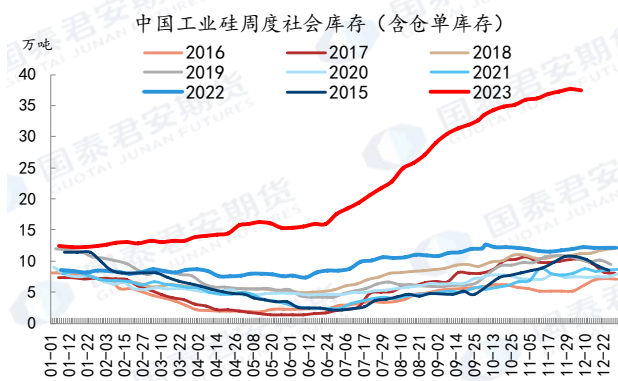
表 17：工业硅主流消费地参考价及三大主要港口/仓库成交价

单位：元/吨	主流消费地参考价						仓库成交价					
	华东			黄埔港			昆明			天津港		
	Si5530	Si4210	Si3303	Si5530	Si4210	Si3303	Si5530	Si4210	Si3303	Si5530	Si4210	Si3303
2023-12-08	14700	15550	15700	14750	15650	15600	15050	15650	15600	14600	15600	15650
2023-12-07	14700	15550	15700	14750	15650	15600	15050	15650	15600	14600	15600	15650
2023-12-06	14700	15550	15700	14750	15650	15600	15050	15650	15600	14600	15600	15650
2023-12-05	14700	15550	15700	14750	15650	15600	15050	15650	15600	14600	15600	15650
2023-12-04	14700	15550	15700	14750	15650	15600	15050	15650	15600	14600	15600	15650
2023-12-01	14700	15550	15700	14750	15650	15600	15050	15650	15600	14600	15600	15650
2023-11-30	14700	15550	15700	14750	15650	15600	15050	15650	15600	14600	15600	15650
2023-11-29	14700	15550	15700	14750	15650	15600	15050	15650	15600	14600	15600	15650
2023-11-28	14600	15550	15700	14700	15650	15600	15050	15650	15600	14500	15600	15650
2023-11-27	14600	15550	15700	14700	15650	15600	15050	15650	15600	14500	15600	15650
2023-11-24	14600	15550	15700	14700	15650	15600	15050	15650	15600	14500	15600	15650
2023-11-23	14600	15550	15700	14700	15650	15600	15050	15650	15600	14500	15600	15650
2023-11-22	14600	15550	15700	14700	15650	15600	15050	15650	15600	14500	15600	15650
2023-11-21	14600	15550	15700	14700	15650	15600	15050	15650	15600	14500	15600	15650
2023-11-20	14600	15550	15700	14700	15650	15600	15050	15650	15600	14500	15600	15650

资料来源：SMM，国泰君安期货研究

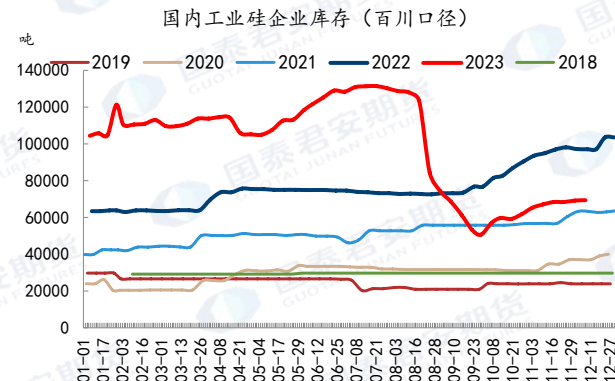
21. 工业硅供给端——冶炼端、原料端

图 197：国内工业硅社库季节性图



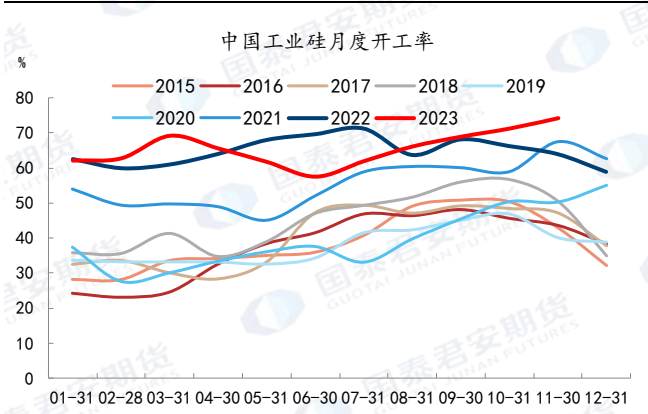
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 198：国内工业硅厂内库存季节性图



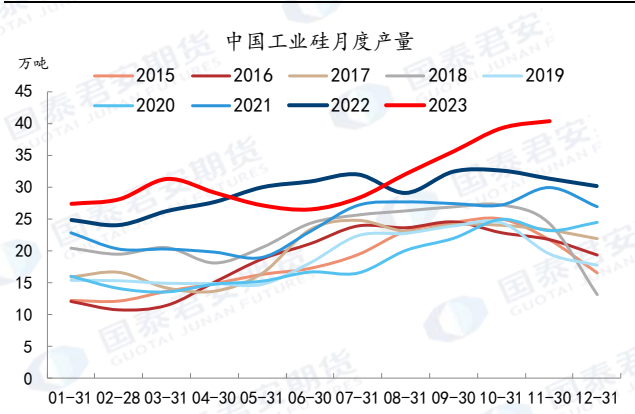
资料来源：百川资讯，国泰君安期货研究

图 199：国内工业硅月度开工率季节性图



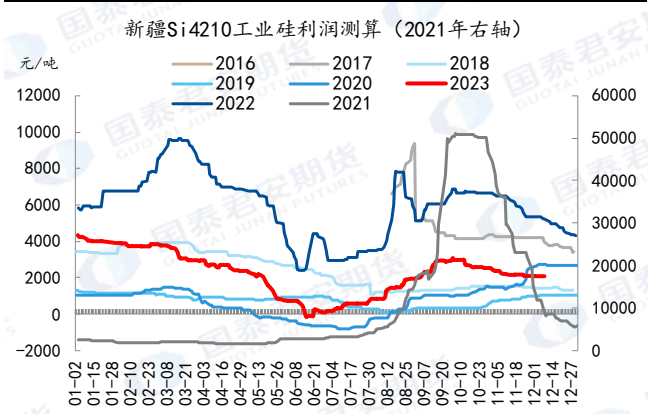
资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 200：国内工业硅月度产量季节性图



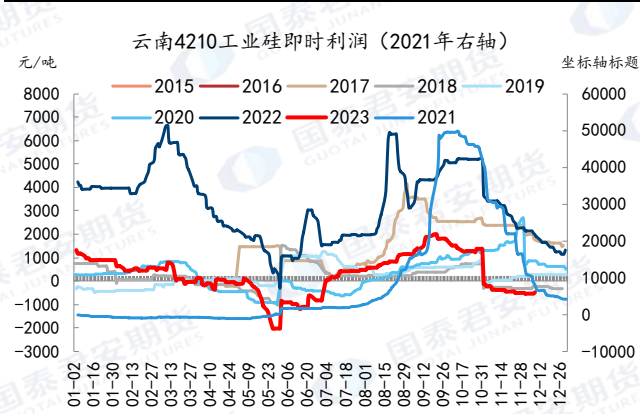
资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 201：新疆地区 Si5530 利润测算



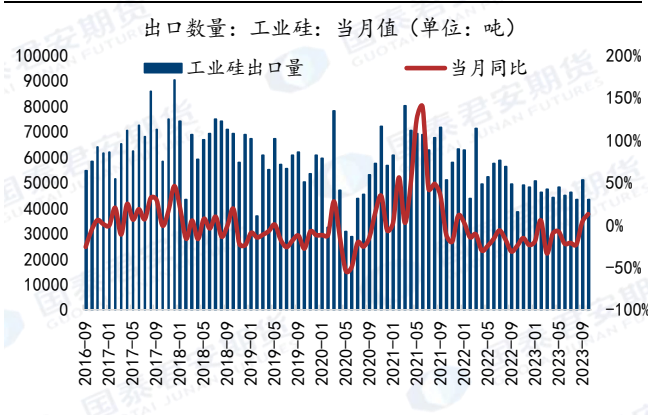
资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 202：云南地区 Si4210 利润测算



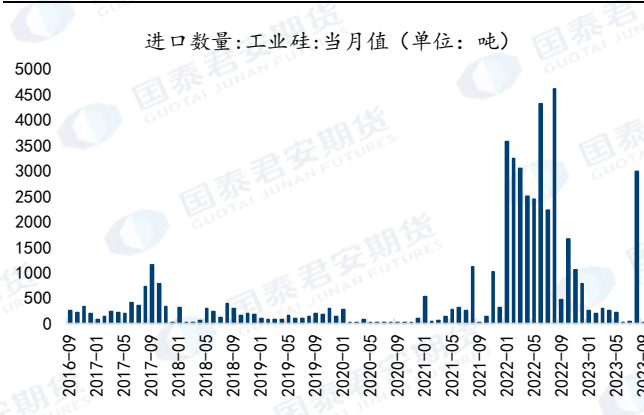
资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 203：工业硅月度出口数量及同比



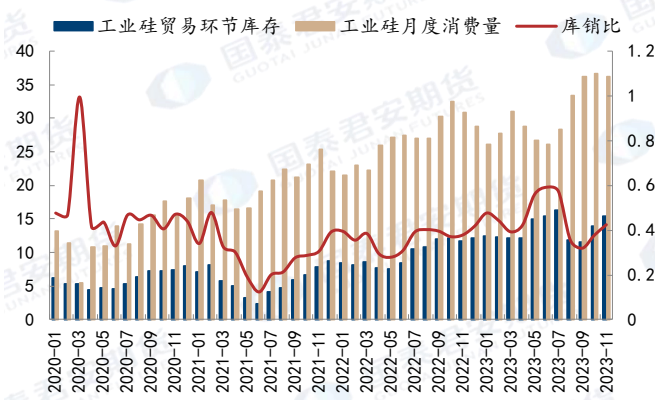
资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 204：工业硅月度进口数量



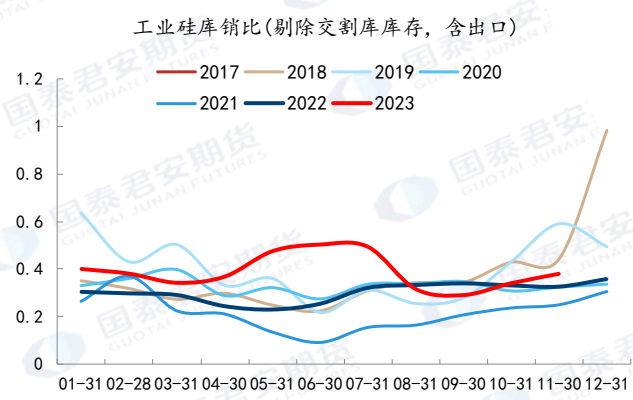
资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 205: 国内工业硅贸易环节库销比



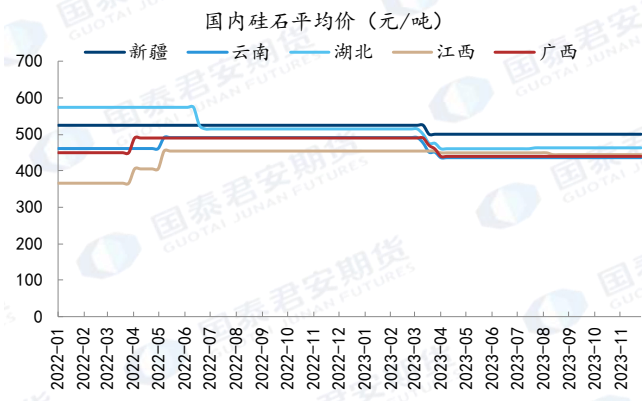
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 206: 工业硅贸易环节库销比季节性(剔除仓单)



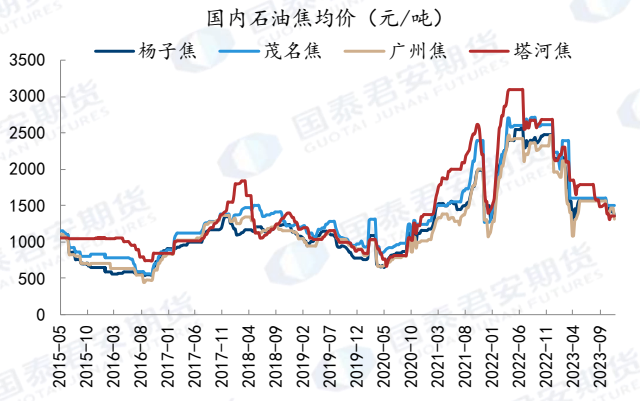
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 207: 国内硅石价格



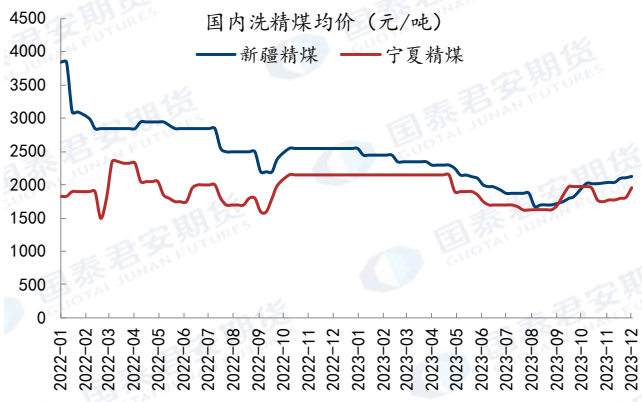
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 208: 国内石油焦价格



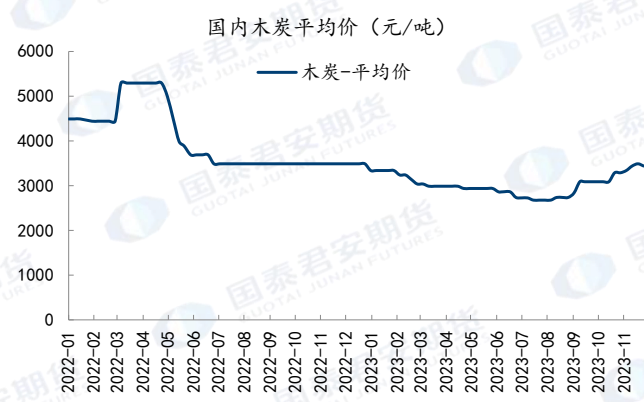
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 209: 国内洗精煤价格



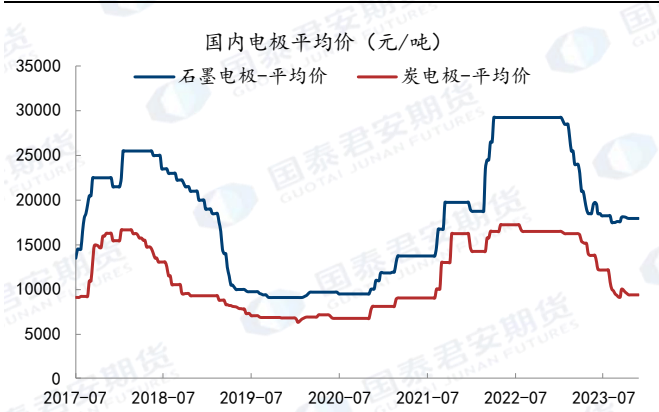
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 210: 国内木炭平均价



资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 211：国内电极平均价



资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

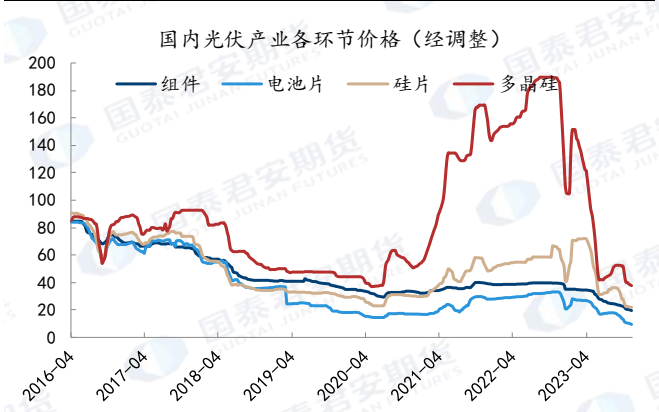
图 212：国内工业硅主产地电价

工业硅主产地	电价 (元/度)	
	2023年11月	2022年11月
新疆-吐鲁番	0.28-0.38	0.2-0.38
新疆-伊犁	0.3-0.38	0.34-0.38
新疆-石河子	0.22-0.41	0.2-0.41
云南-怒江	0.51-0.54	0.47-0.47
云南-保山	0.45-0.48	0.47-0.5
云南-德宏	0.48-0.52	0.46-0.52
云南-文山	0.48-0.52	0.46-0.46
四川-凉山	0.46-0.49	0.53-0.58
四川-阿坝	0.46-0.49	0.5-0.58
四川-乐山	0.46-0.49	0.5-0.58
四川-雅安	0.46-0.49	0.53-0.58
福建-三明	0.59-0.65	0.59-0.65

资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

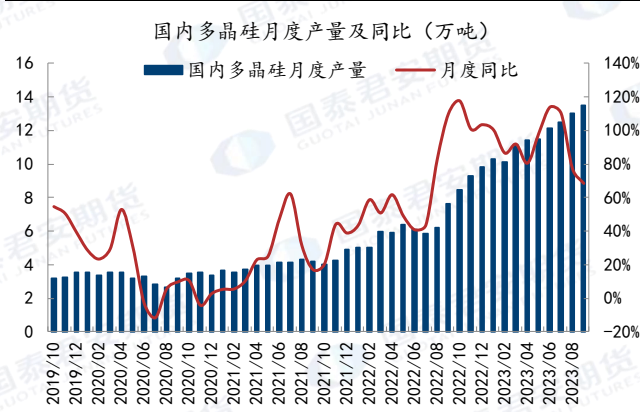
22. 工业硅消费端——下游多晶硅

图 213：光伏产业链各环节价格（经调整后）



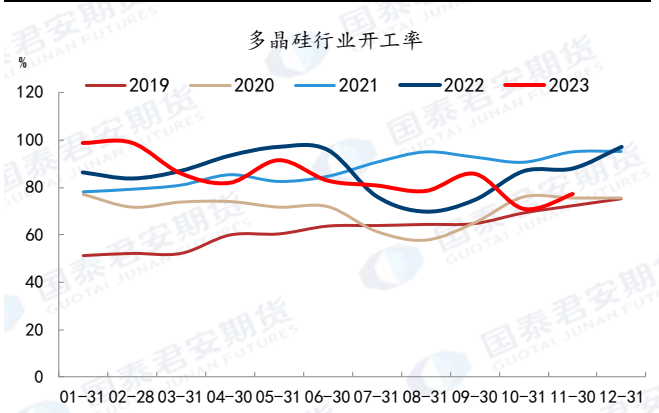
资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 214：国内多晶硅产量及同比



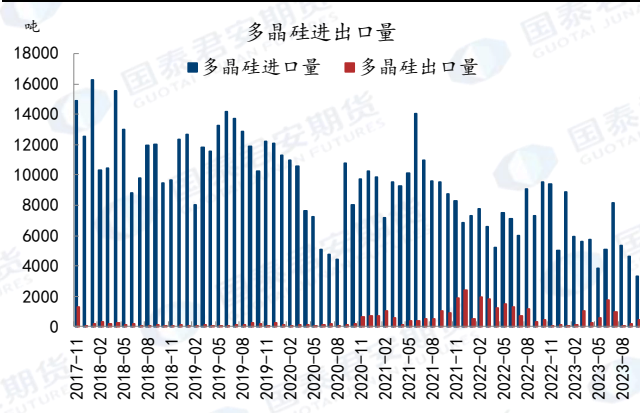
资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 215：多晶硅行业开工率



资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 216：多晶硅进出口量（单位：吨）



资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 217: 多晶硅行业利润测算

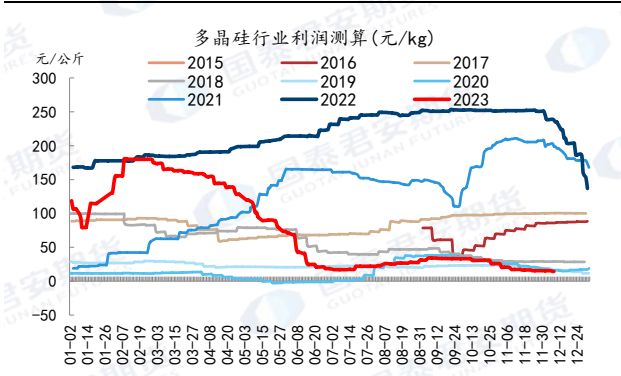


图 218: 单晶硅片出口数量

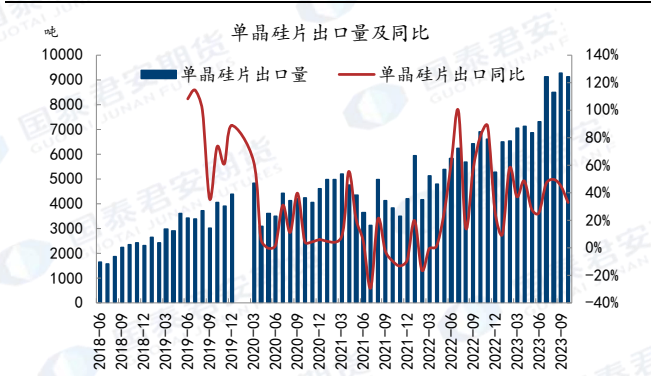


图 219: 国内光伏月度新增装机量

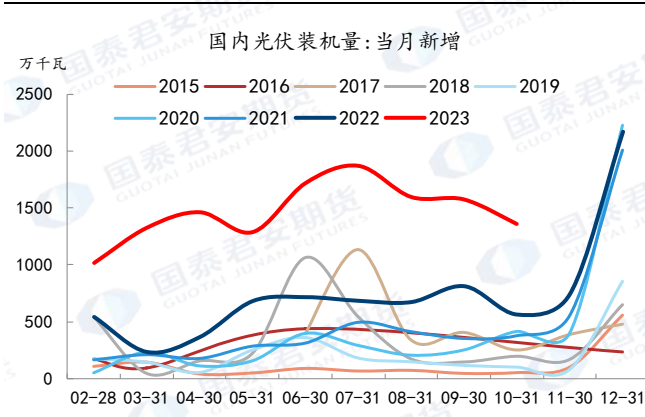
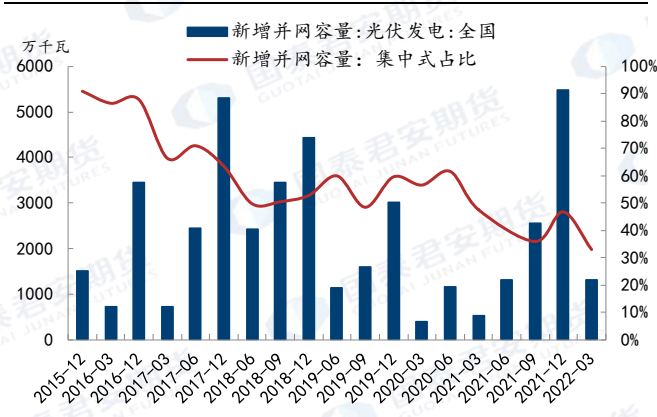


图 220: 国内新增光伏并网容量



23. 工业硅消费端——下游有机硅

图 221: 国内 DMC 平均价格走势



图 222: 国内 DMC 行业月度开工率

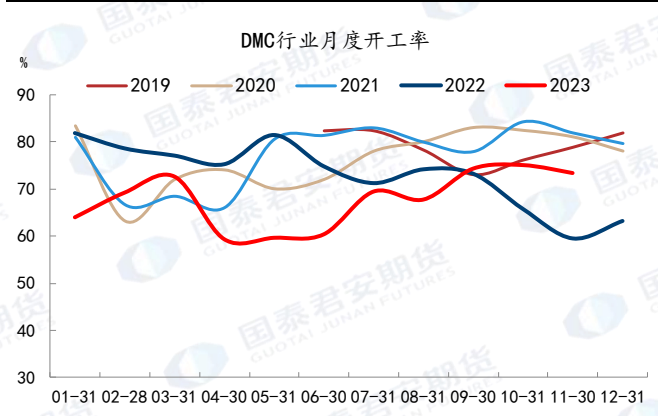
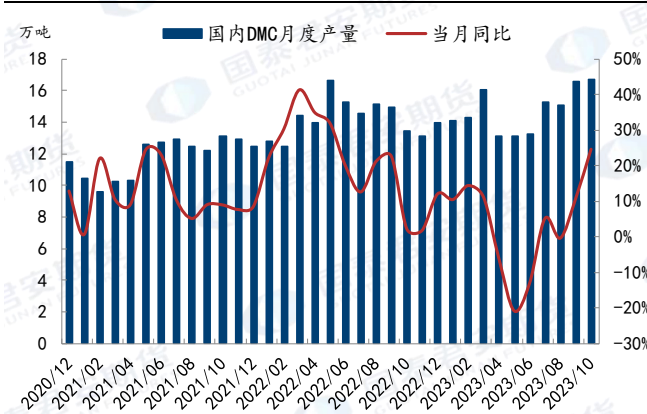
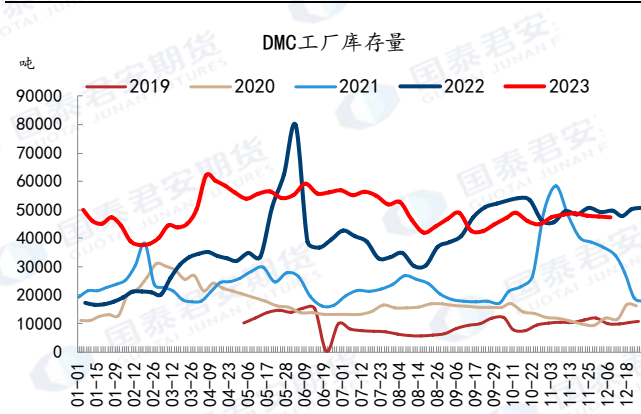


图 223: 国内 DMC 产量及月度同比



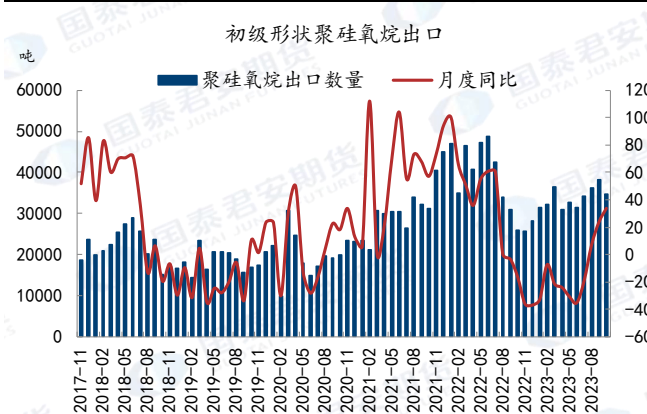
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 224: DMC 工厂库存量季节性图



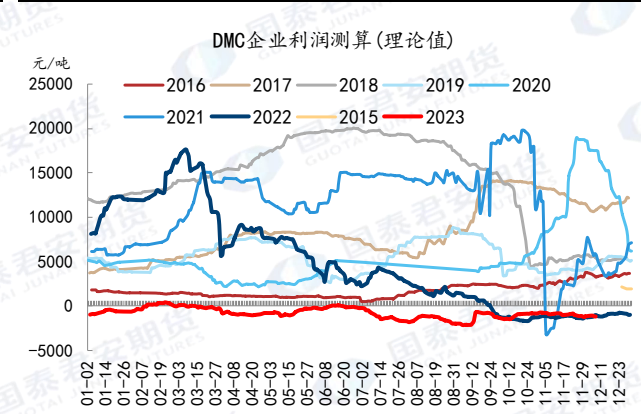
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 225: 初级形态聚硅氧烷出口数量及同比



资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

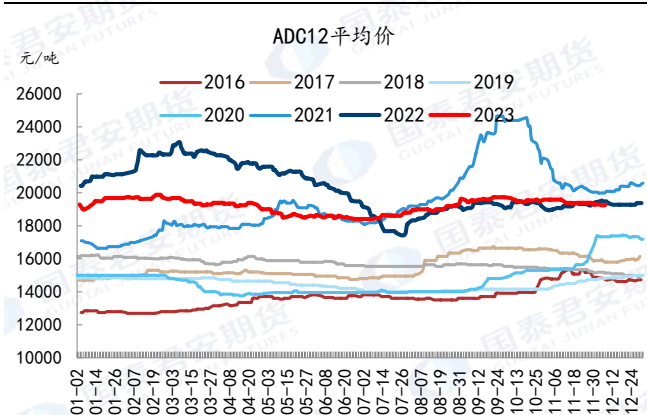
图 226: DMC 行业利润测算



资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

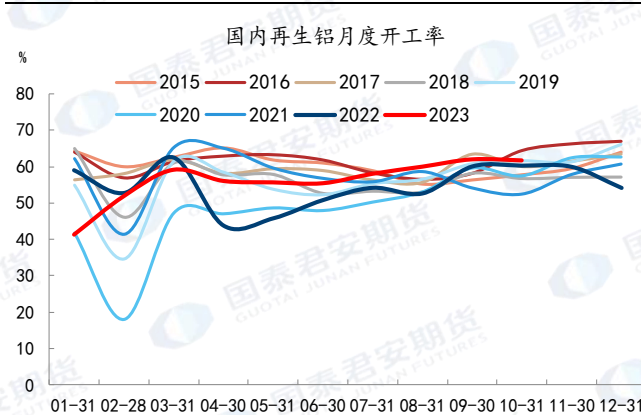
24. 工业硅消费端——下游铝合金

图 227: 再生铝 ADC12 价格季节性图



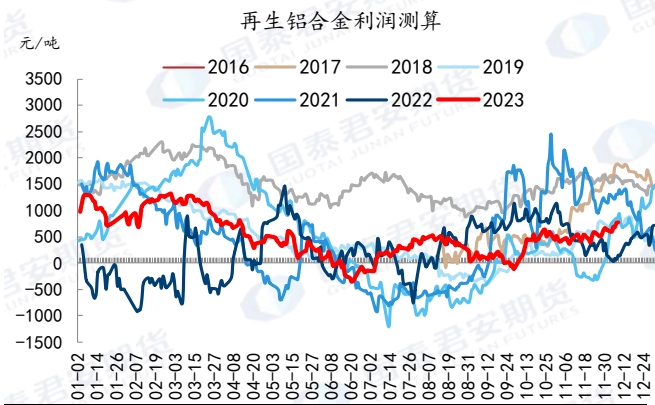
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 228: 再生铝行业月度开工率



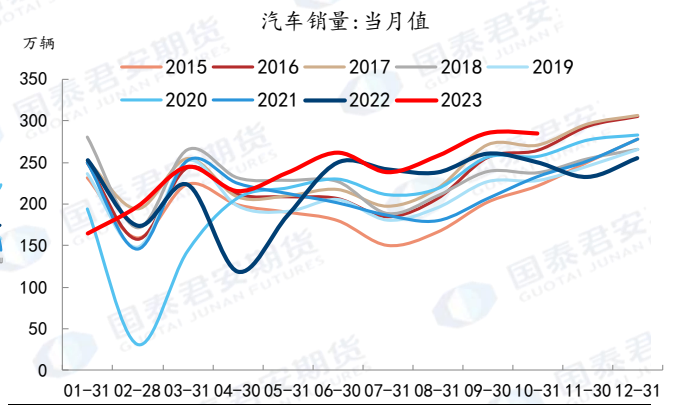
资料来源: SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 229：再生铝行业平均利润测算



资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究

图 230：国内汽车月度销量季节性图



资料来源：SMM, Wind, 国泰君安期货研究