

# 盘面分化，等待共振

## ——20231129招商期货基本金属月报

- 研究员-马芸
- [mayun@cmschina.com.cn](mailto:mayun@cmschina.com.cn)
- 联系电话: 18682466799
- 资格证号: Z0018708



# 目录

**01** 周度回顾

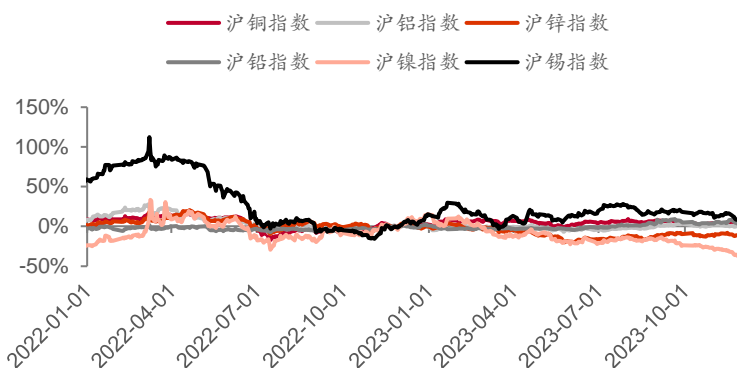
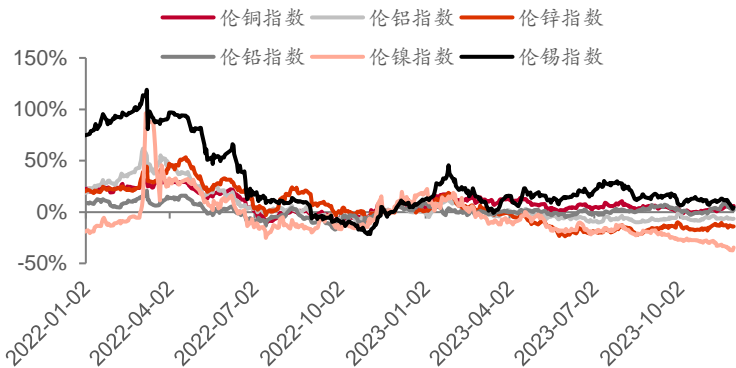
**02** 下周观点

**03** 品种分析：铜铝锌锡

# 01 行情回顾

	伦铜指数	伦铝指数	伦锌指数	伦铅指数	伦镍指数	伦锡指数
过去一年	5.9%	-6.6%	-13.8%	1.9%	-34.6%	4.3%
过去一月	5.8%	1.0%	4.4%	2.7%	-7.1%	-5.4%
过去一周	-0.2%	-1.6%	-0.5%	-5.2%	-1.3%	-6.9%

	沪铜指数	沪铝指数	沪锌指数	沪铅指数	沪镍指数	沪锡指数
过去一年	4.8%	-0.1%	-11.1%	2.6%	-35.2%	6.4%
过去一月	1.3%	-0.6%	0.5%	-1.1%	-11.3%	-8.0%
过去一周	-0.6%	-0.4%	-0.1%	-3.8%	-2.3%	-5.6%



- 本月有色板块继续震荡分化，外盘走势强于国内，其中沪市强弱排序为铜>锌>铝>铅>锡>镍。
- 主要逻辑：上周有色板块震荡分化，主要驱动来自于美国经济数据走弱。包括美国成屋销售不及预期，Markit制造业初值不及预期，美联储会议纪要显示多数官员认为经济面临下行风险，同时欧洲制造业PMI超预期走强，美元指数震荡偏弱。而上周国内经济刺激的预期更多作用到黑色而非有色。整体宏观驱动不明显，金融属性较强的铜收益，各品种交易关注到当期基本面的情况。

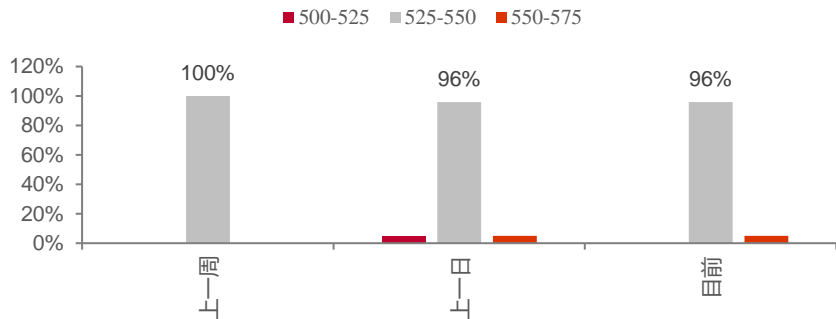
# 02 当期观点

- 整体逻辑：宏观来看，国内中期保持经济刺激的预期，但偶尔有政策数据真空期。海外美国成屋销售，制造业PMI数据走弱，欧洲制造业PMI数据超预期，欧央行官员发言偏鹰派，美元弱势运行。受益于美元弱势，外盘相对更强，有色板块中金融属性偏强的铜走势更强。当然，铜走强也不仅仅因为金融属性占比较高，同时国内现货高升水尤其华南，也推升铜价向上运行。电解铝供需双弱，但是周内去库确立，有望企稳上行。上周LME锌大幅交仓，下行后能否站稳60日均线有待观察。锡在宏观逻辑不明朗时，市场再次交易弱现实，下行幅度较大但我们预期目前20万附近下跌空间有限。
- 推荐策略：我们维持中期对有色板块看好的思路。短期来看，我们认为国内政策仍有发力空间和工具，但真空期的不时出现会影响到市场情绪。美国经济数据持续走弱，降息预期摆动也需要新的数据驱动。短期有色板块内部或继续分化，震荡整理。
- 下周关注：中国PMI数据，美国PCE数据，美联储官员发言。
- 风险提示：美元指数超预期走强，国内刺激不及预期。

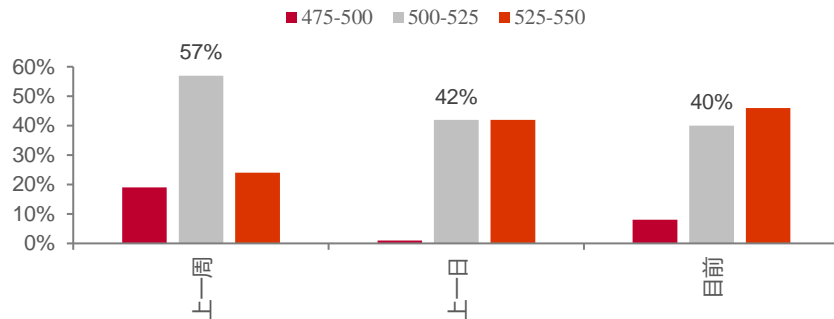
# 03 行业分析：铜

## 弱美元高升水叠加供应扰动，铜价继续走强

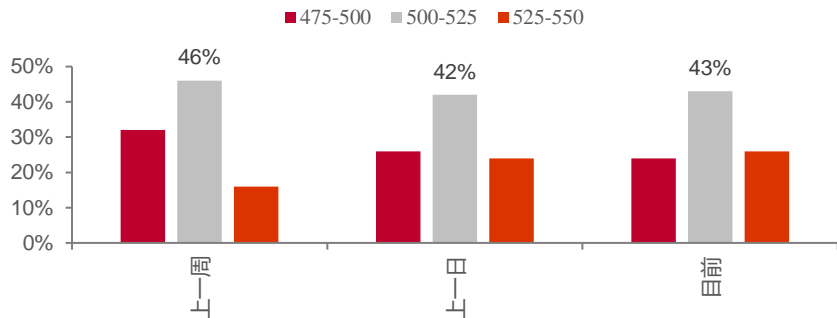
### 12月联邦基金利率概率



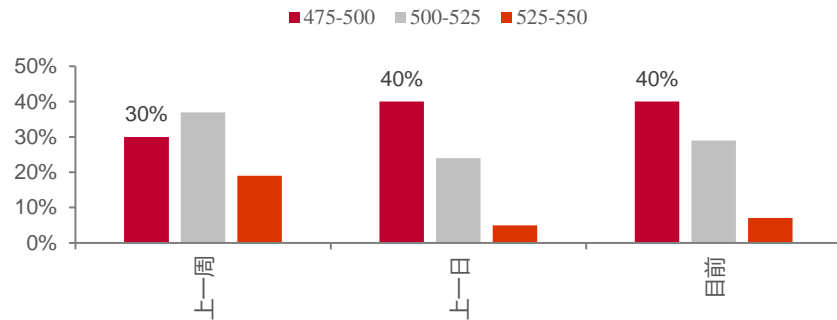
### 5月联邦基金利率概率



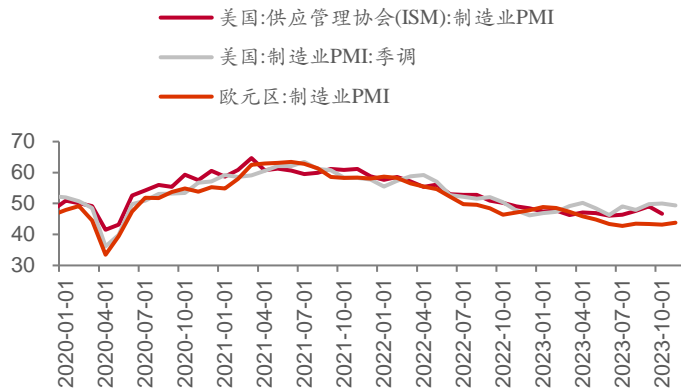
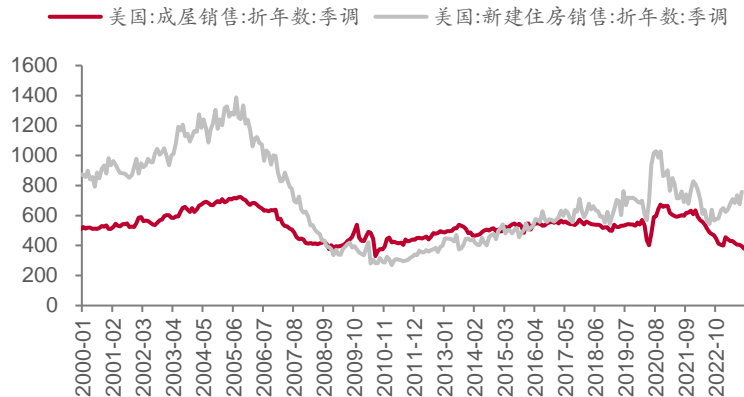
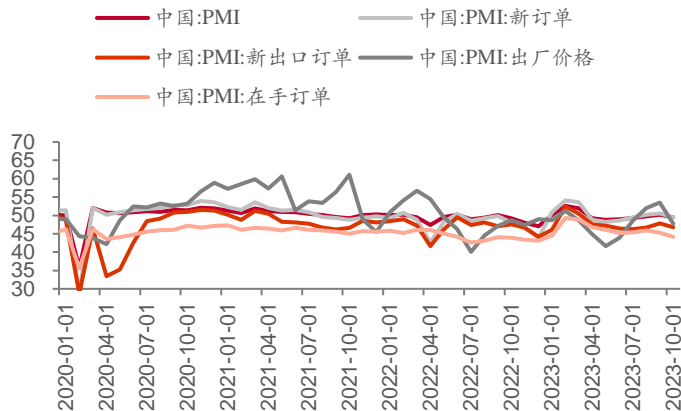
### 6月联邦基金利率概率



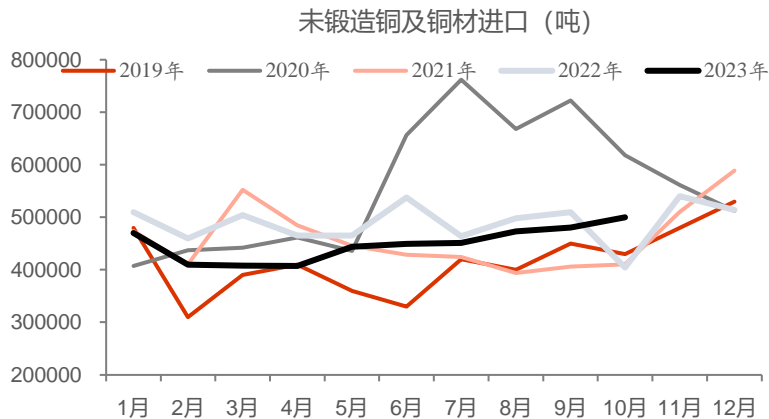
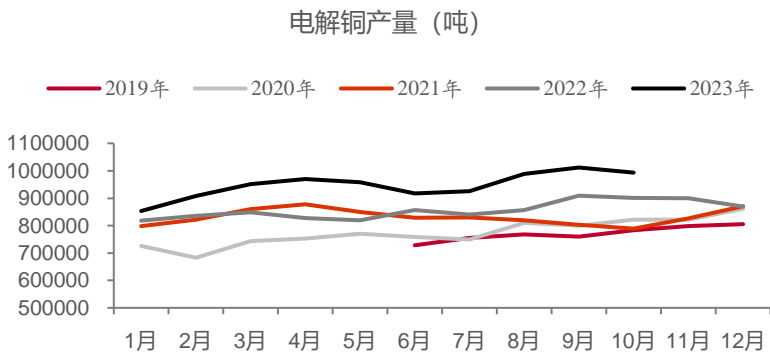
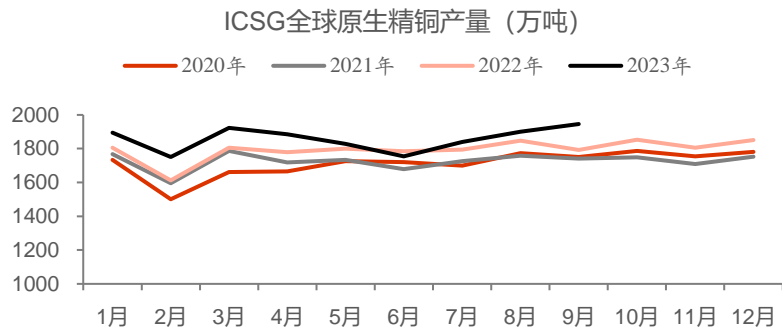
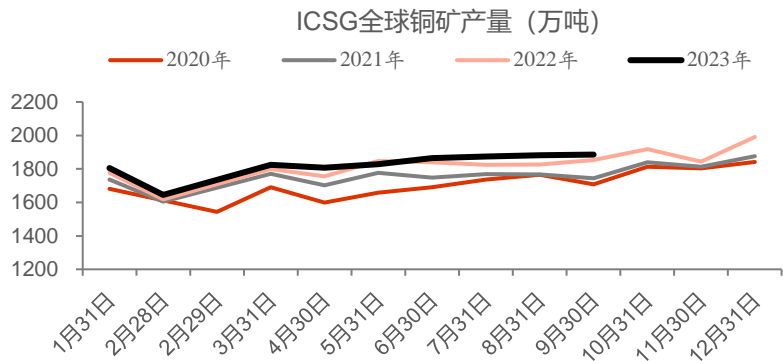
### 8月联邦基金利率概率



# 铜：宏观：美国经济数据走弱，欧洲制造业PMI超预期

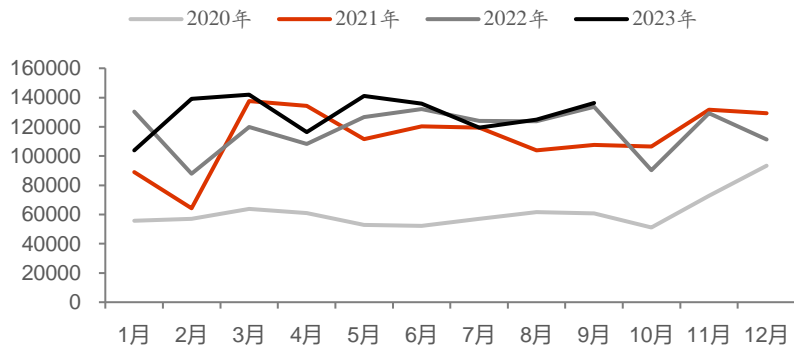


# 铜：供应：全球精铜产量9月同比增8.5%，铜材进口10月同比23.7% MF 招商期货

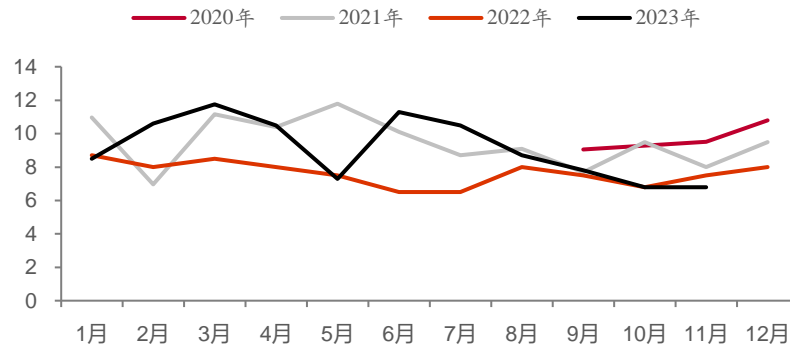


# 铜：供应：周度废铜吞吐同比依然低位环比上行

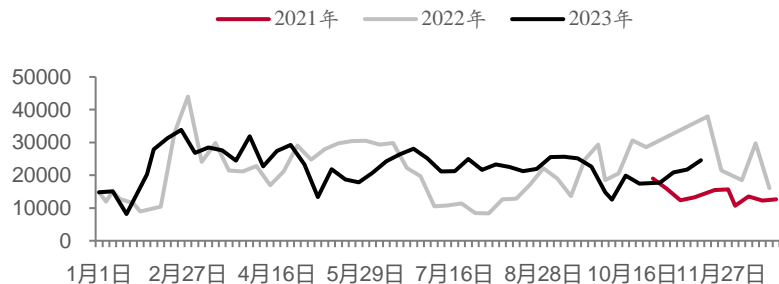
### 废铜进口金属吨（吨）



### 国内废铜产量（金属吨）

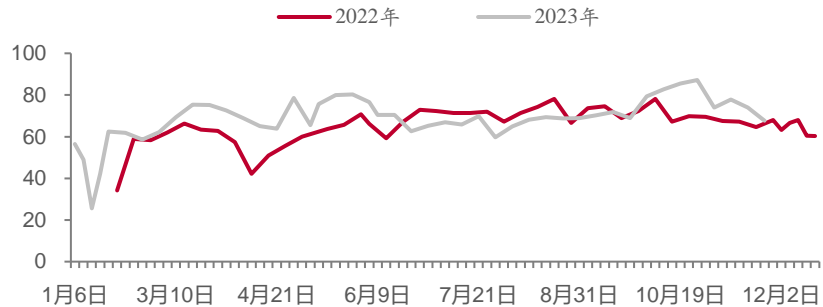


### 华东有色金属城再生铜周度吞吐量（吨）

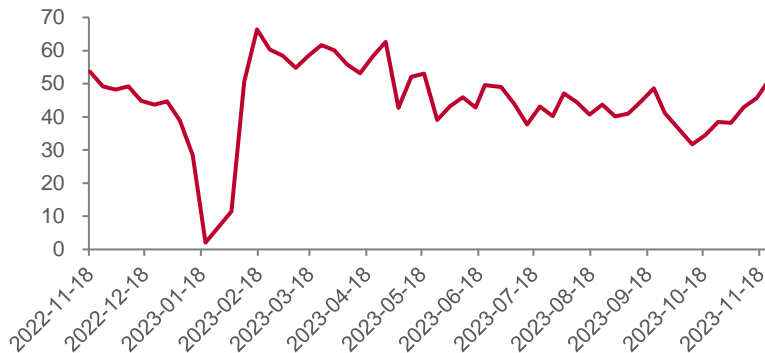


# 铜：需求：精铜制杆开工率环比下行6.3%，废铜上行5.3%

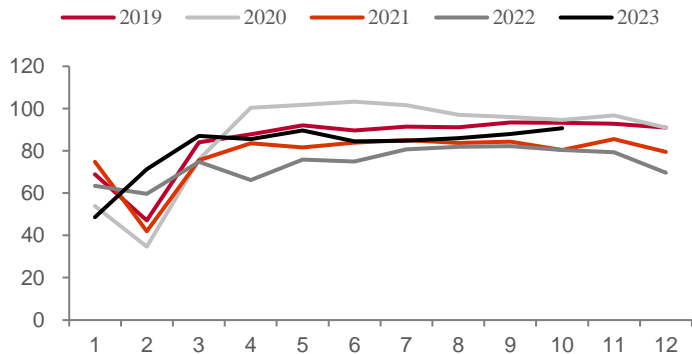
### 精铜制杆周度开工率



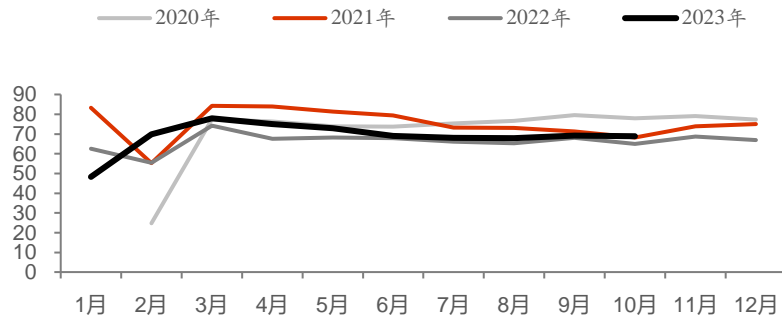
### 废铜杆周度开工



### 电线电缆开工率

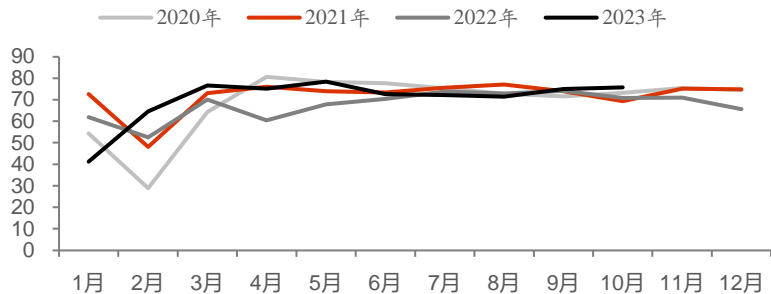


### 漆包线行业开工率

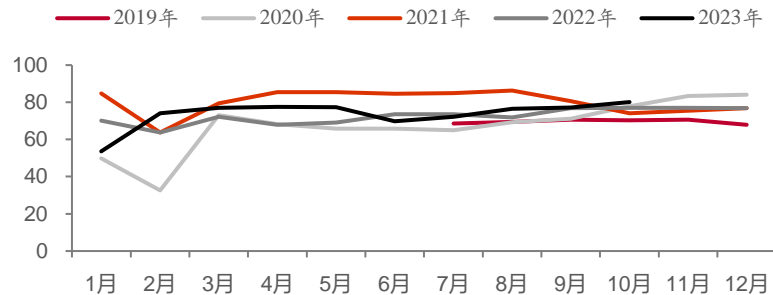


# 铜：需求：光伏高增速有隐忧，新能源车产量同比增速企稳

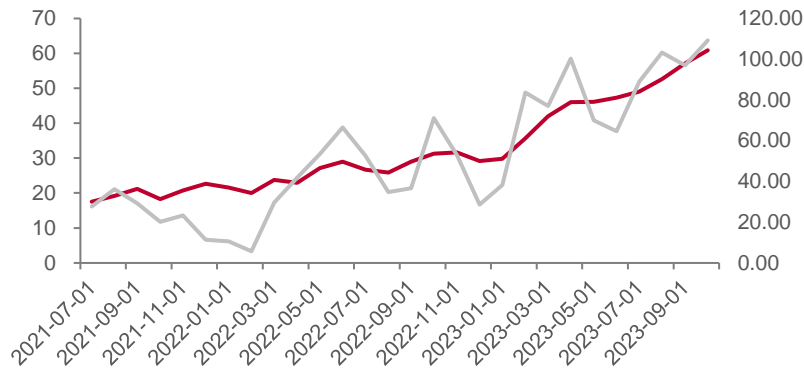
### 铜材开工率 (%)



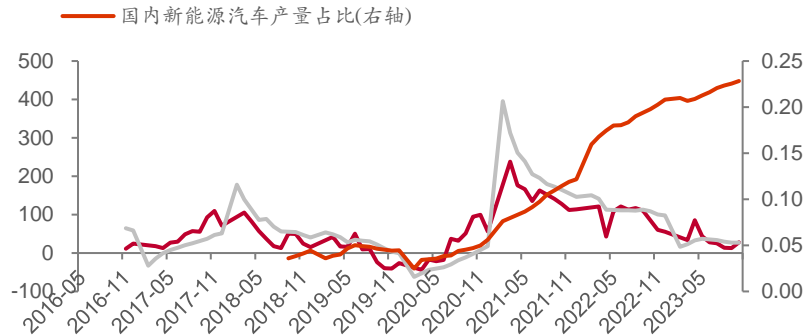
### 铜板带开工率 (%)



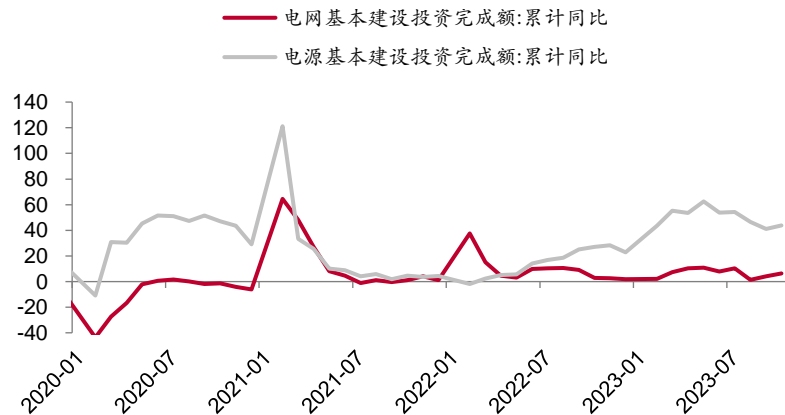
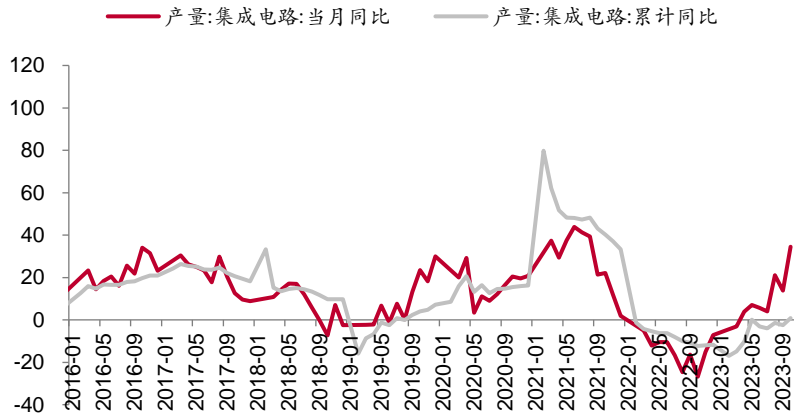
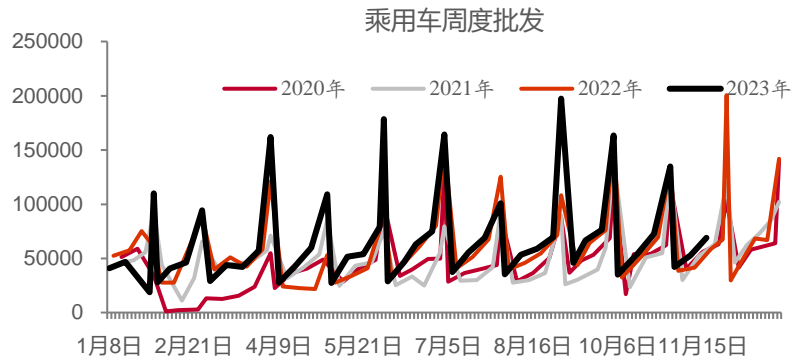
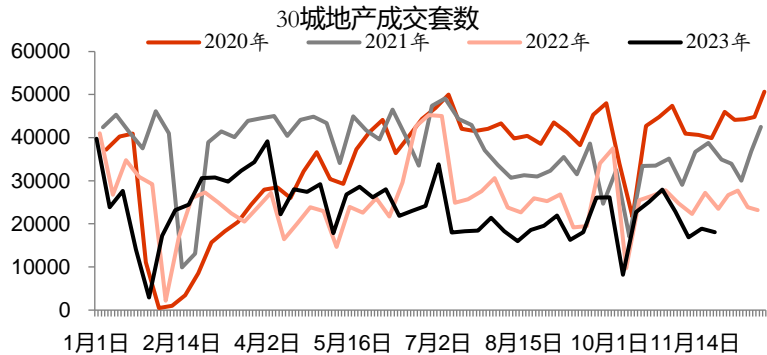
### 电池片月度产量 电池片月度产量：同比



### 产量:新能源汽车:当月同比 产量:新能源汽车:累计同比

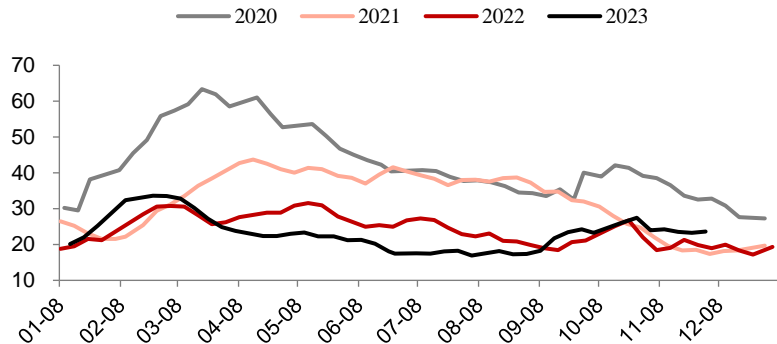


# 铜：需求：地产销售继续待改善，电源电网投资完成额提升 CMF 招商期货

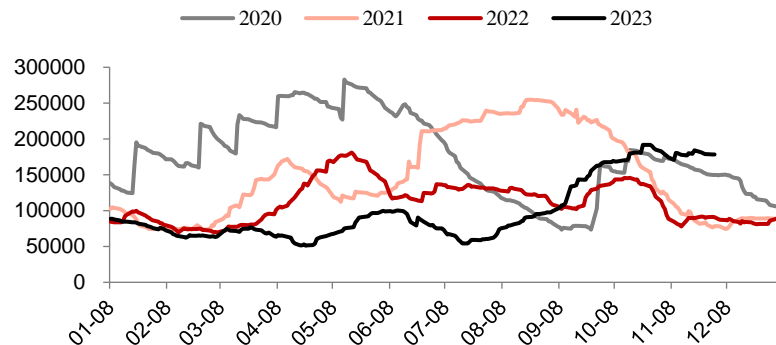


# 铜：库存：全球显性库存23.5万吨，周度上行0.3万吨

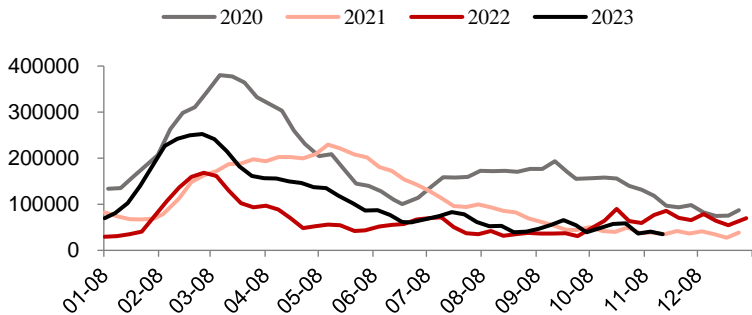
全球交易所铜库存 (万吨)



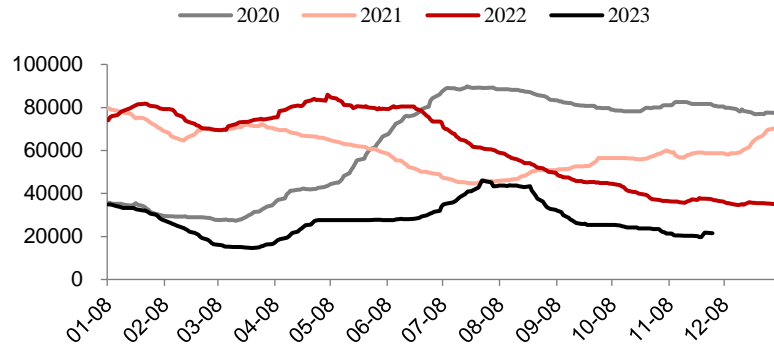
LME 铜库存



SHFE 铜库存

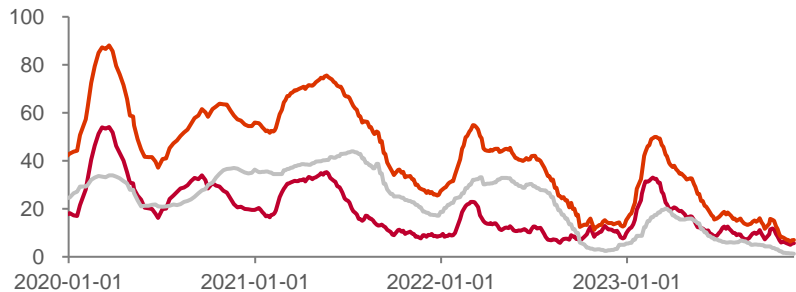


Comex 铜库存

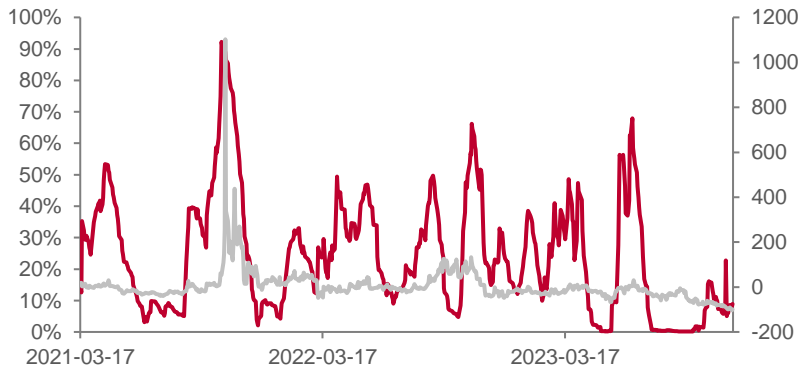


# 铜：库存：国内库存周度累库0.6万吨，出库同比走弱

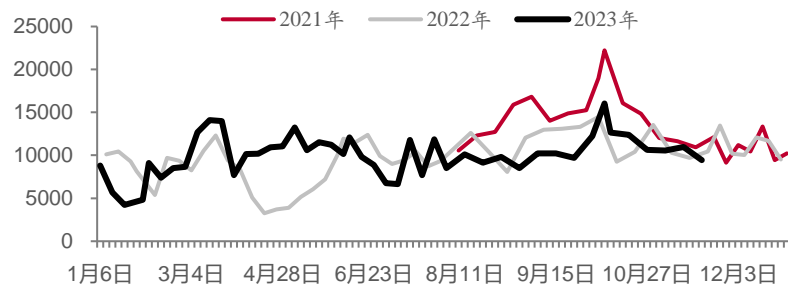
— SMM电解铜境内社会库存总数  
— SMM中国电解铜社会库存（周）：保税区库存  
— SMM电解铜社会库存总数（含保税）



— LME注销占比 — LME0-3

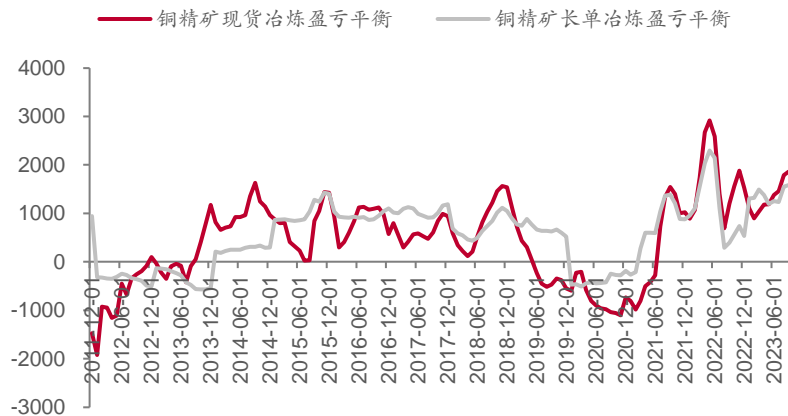
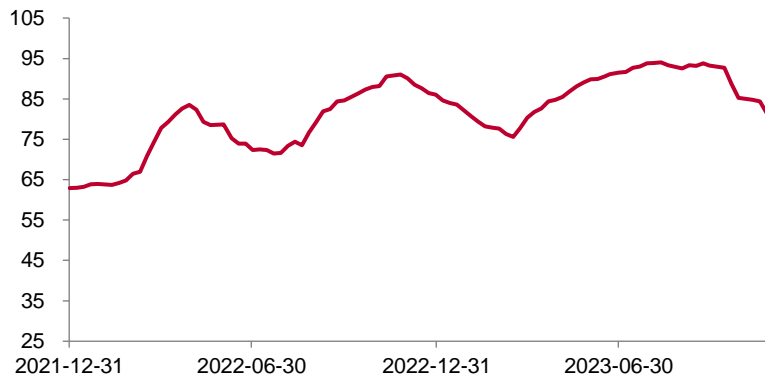


### 上海铜社库出库

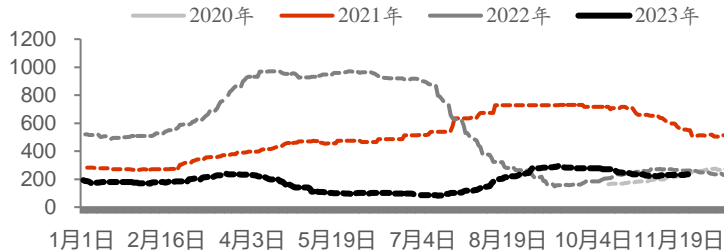


# 铜：估值：TC周度降3美金，Antofagasta24年长协80美金 CMF 招商期货

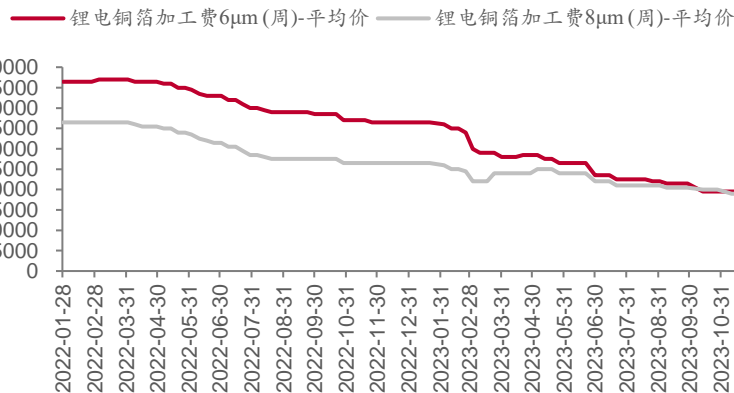
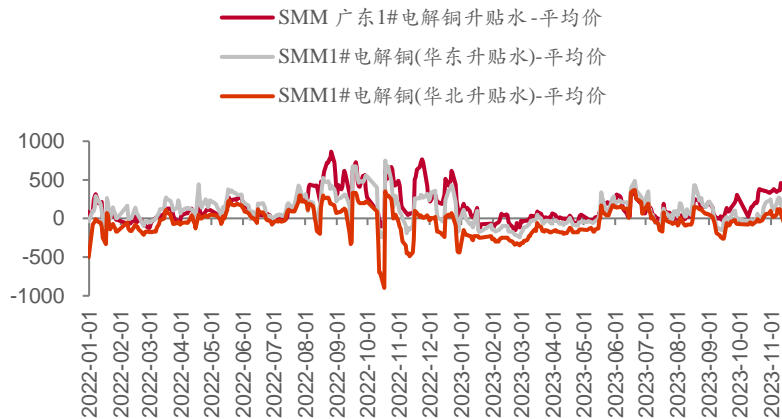
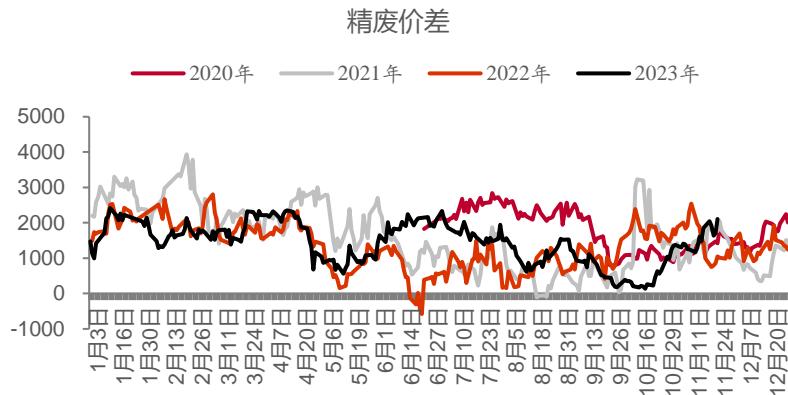
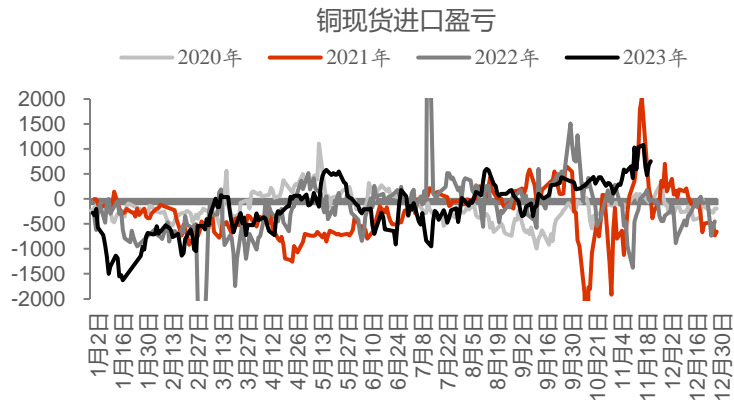
进口铜精矿指数(周)



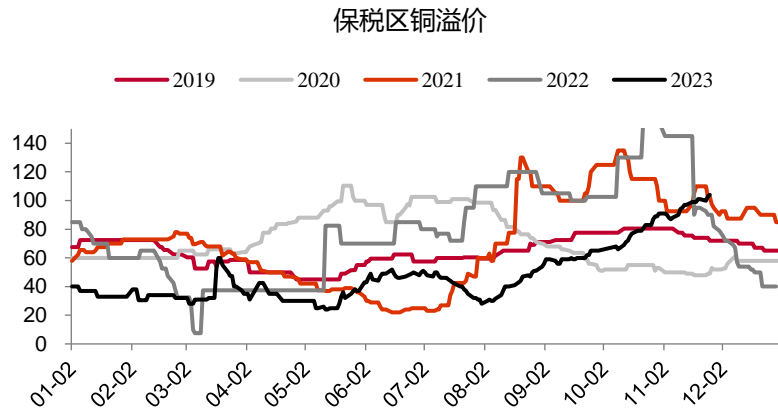
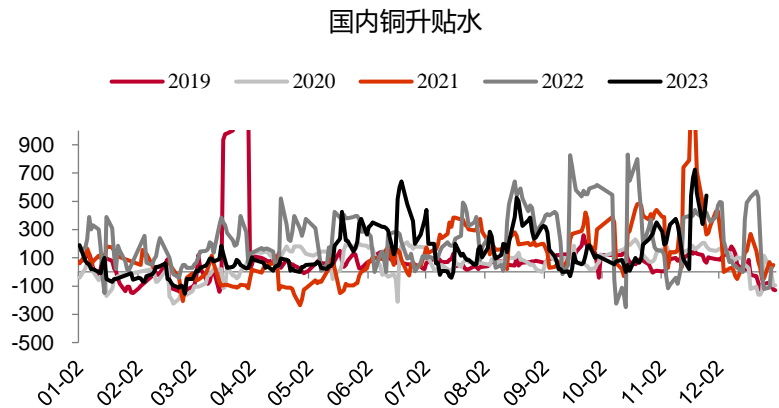
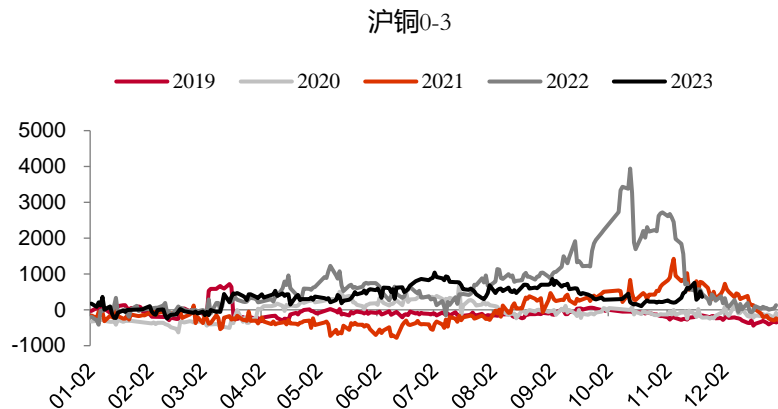
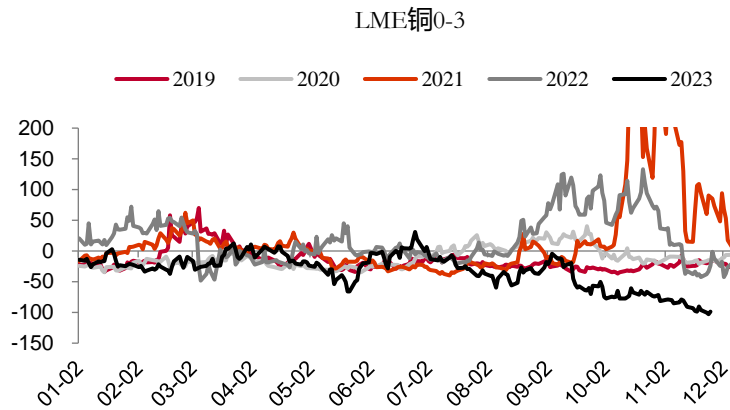
硫酸价格



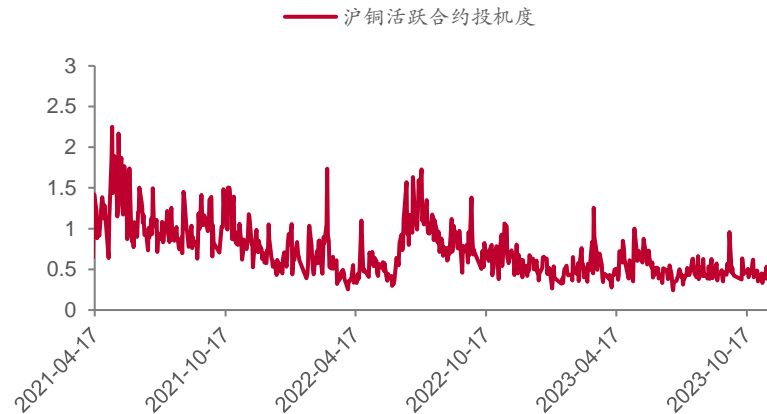
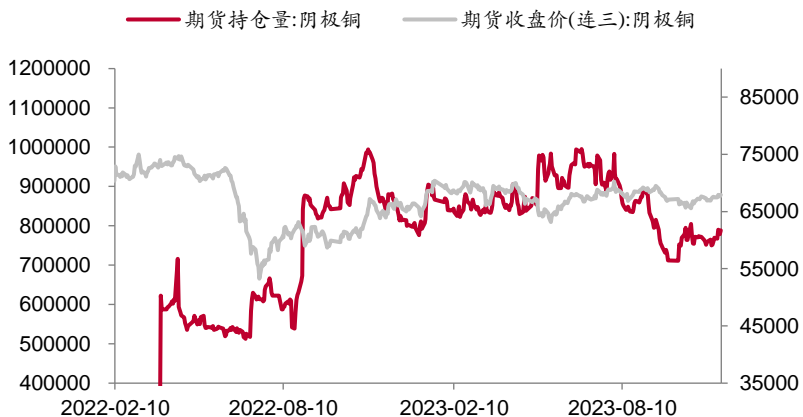
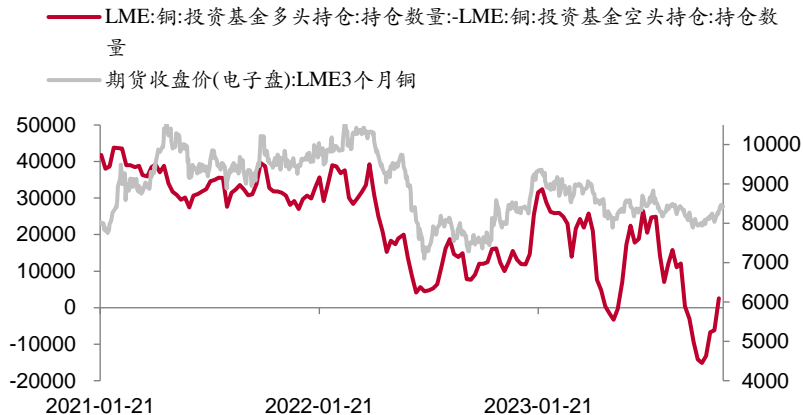
# 铜：估值：现货进口盈利750元，精废差2100元，现货升水强势



# 铜：LME0-3contango99美金，国内back结构维持



# 铜：持仓：LME基金持仓净空转多，国内投机度偏低

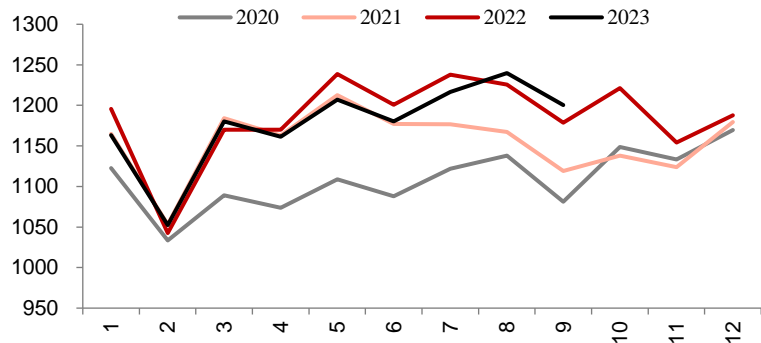


# 03

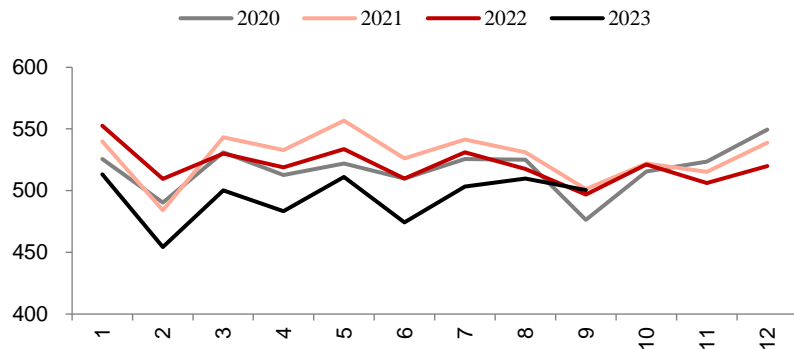
行业分析：铝  
去库拐点确立，等待需求提振

# 铝：供应：国内10月氧化铝同比3.4%，在产产能周减50万吨

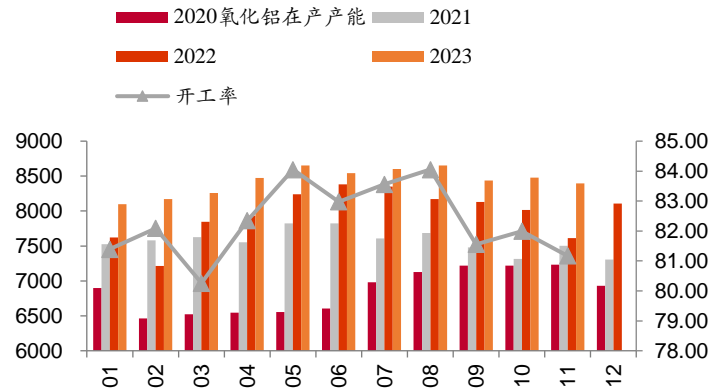
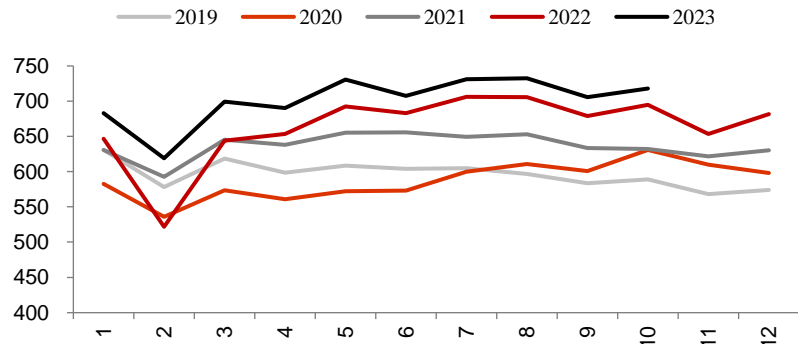
IAI全球氧化铝产量



IAI海外氧化铝产量

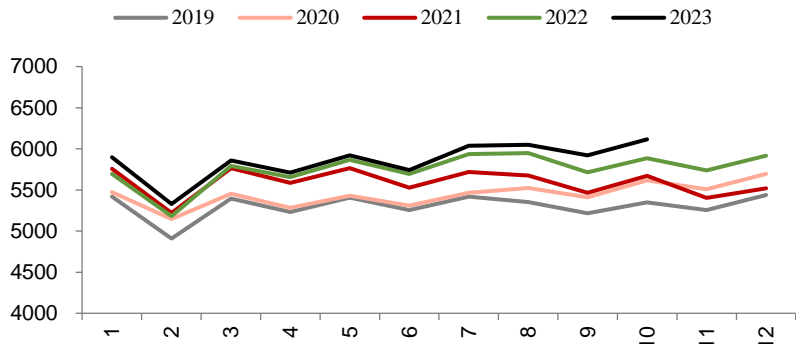


阿拉丁氧化铝产量

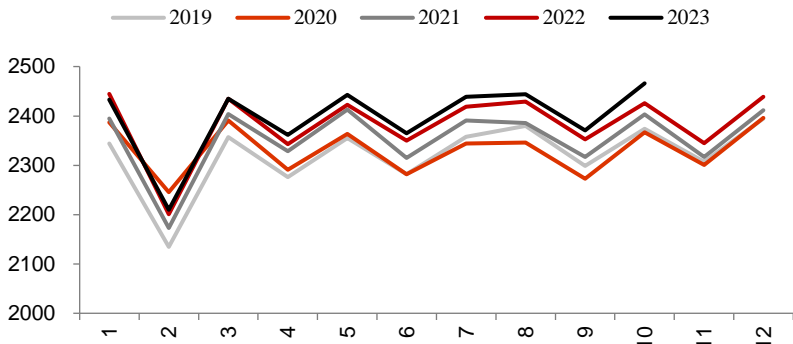


# 铝：供应：10月全球产量同比增3.9%，周度在产产能减23万

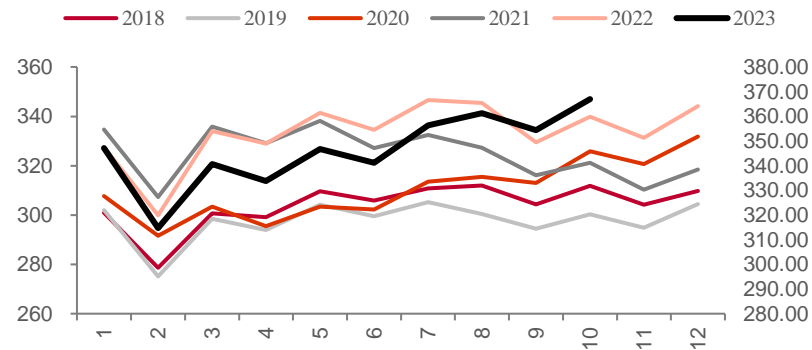
全球电解铝月度产量 (千吨)



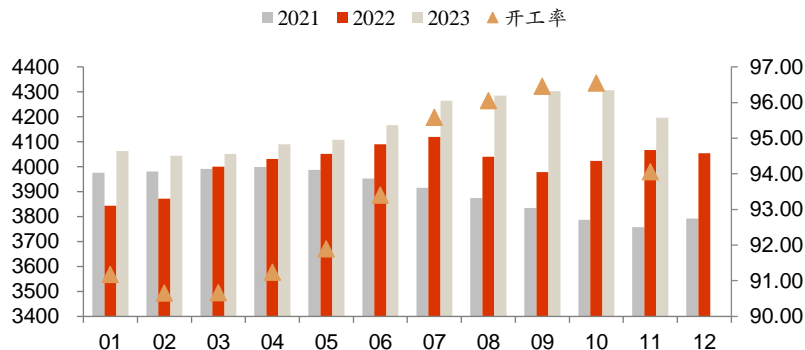
海外电解铝月度产量 (千吨)



中国电解铝产量(万吨)

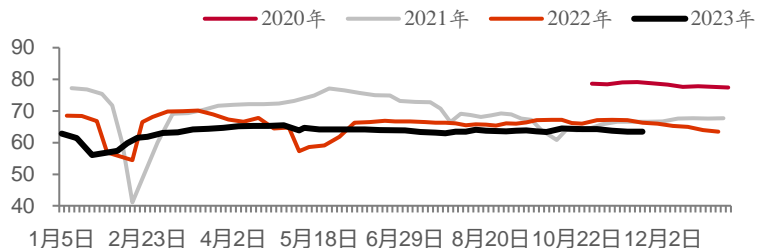


电解铝在产产能与开工率

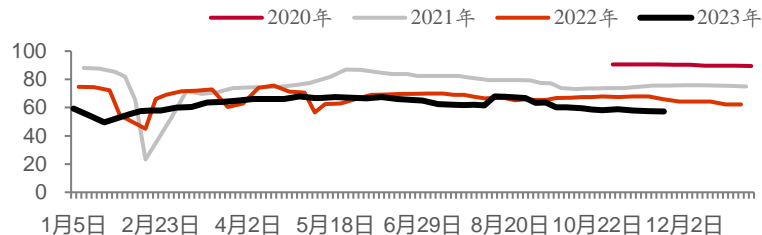


# 铝：需求：周度开工率环比持平

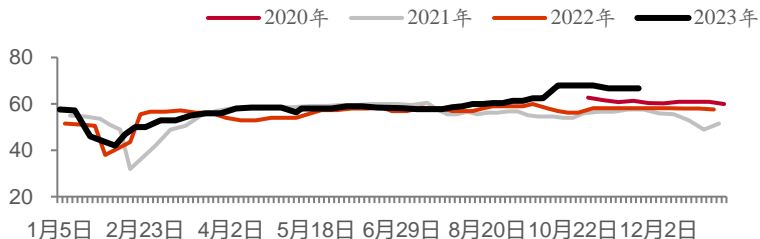
### 铝行业平均开工率 (%)



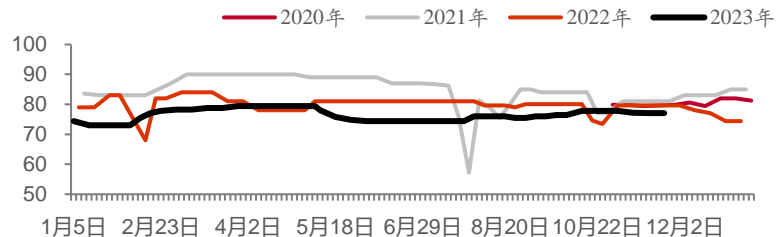
### 铝型材开工率 (%)



### 铝线缆开工率 (%)

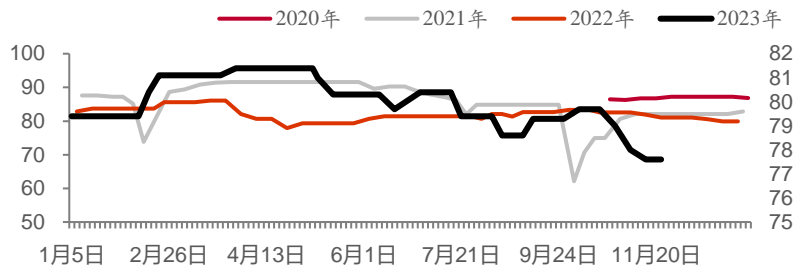


### 铝板带开工率 (%)

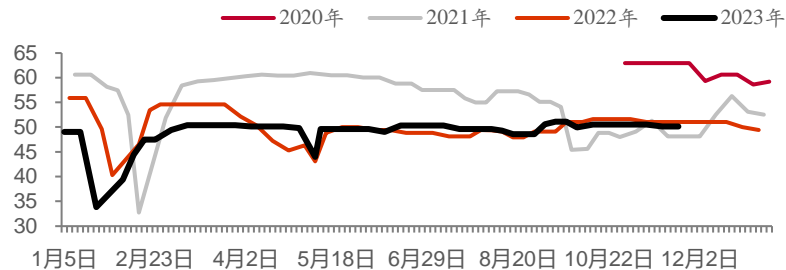


# 铝：需求：周度开工率环比持平，需求有待改善

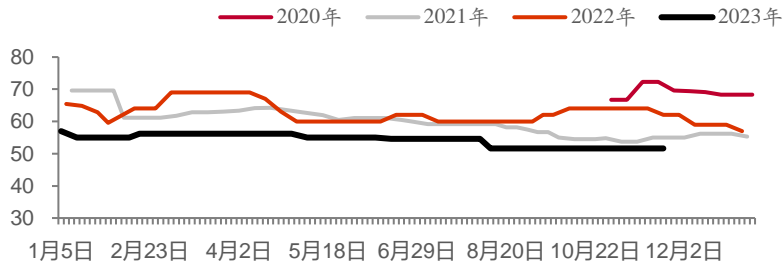
### 铝箔开工率 (%)



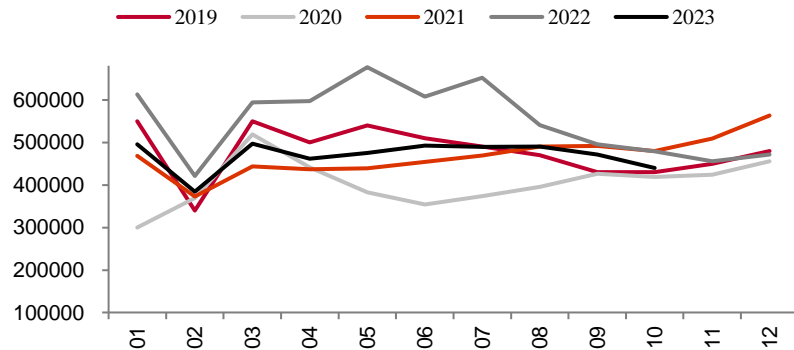
### 再生铝合金开工率 (%)



### 原生铝合金开工率 (%)

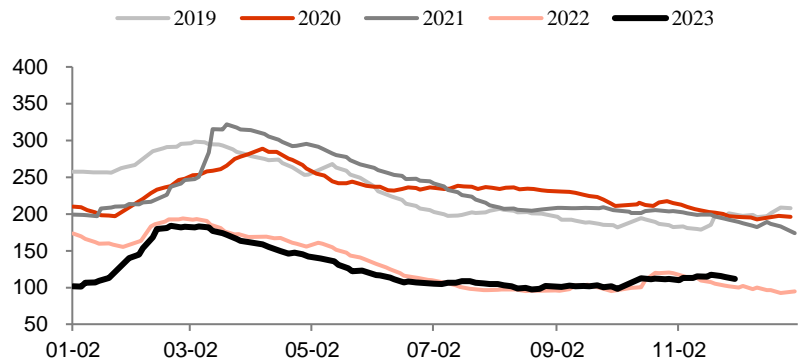


### 铝材出口 (吨)

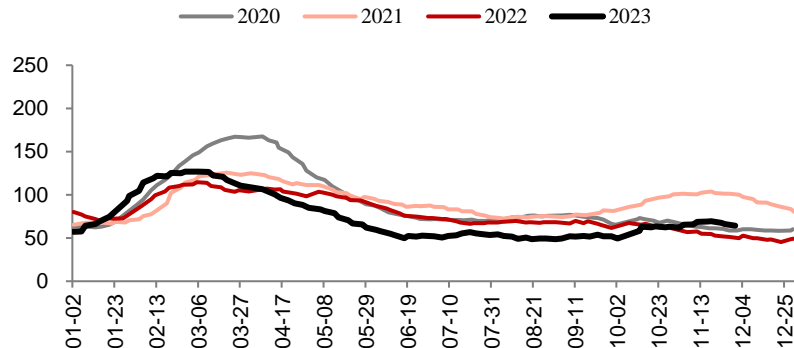


# 铝：库存：全球可见库存111.8万吨，周度库存降低4万吨

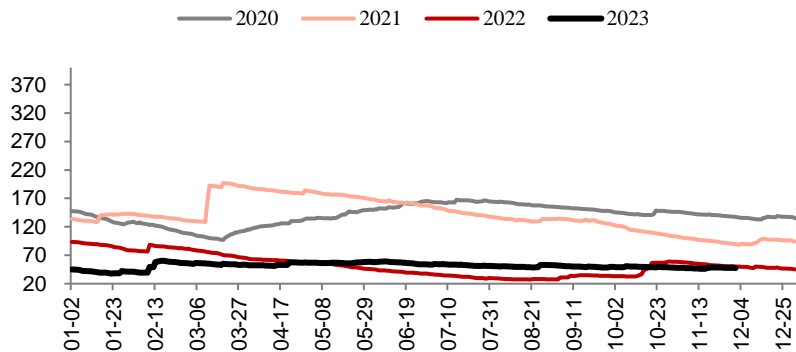
### 全球铝显性库存（万吨）



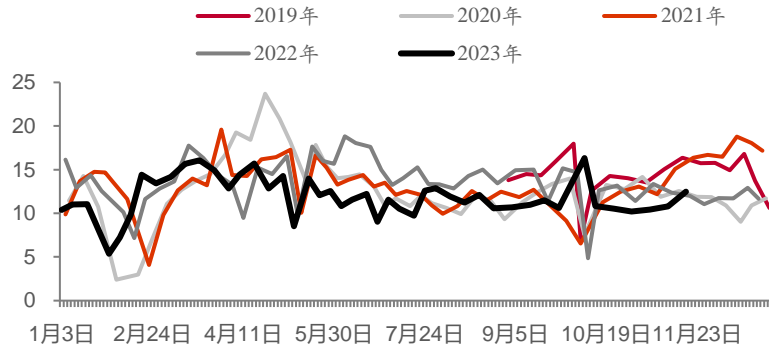
### 国内社库（万吨）



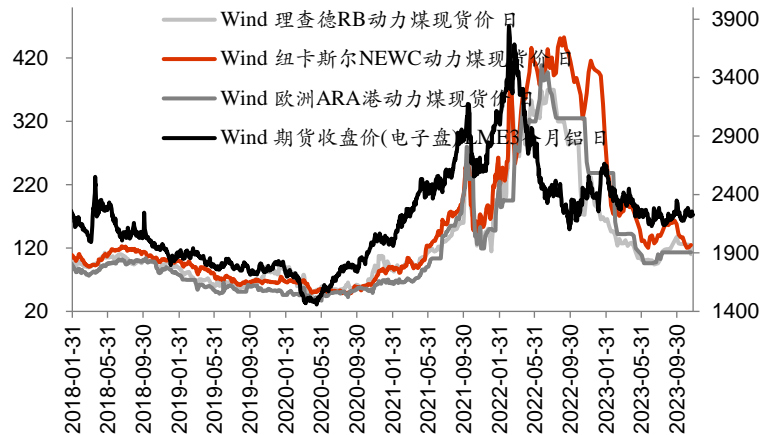
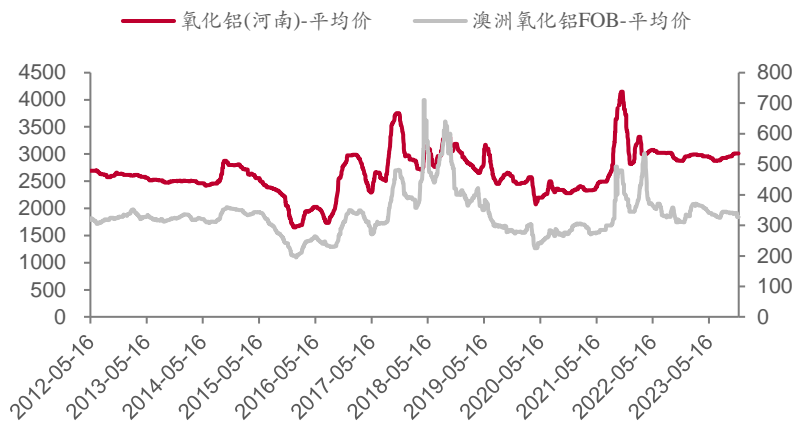
### LME库存（万吨）



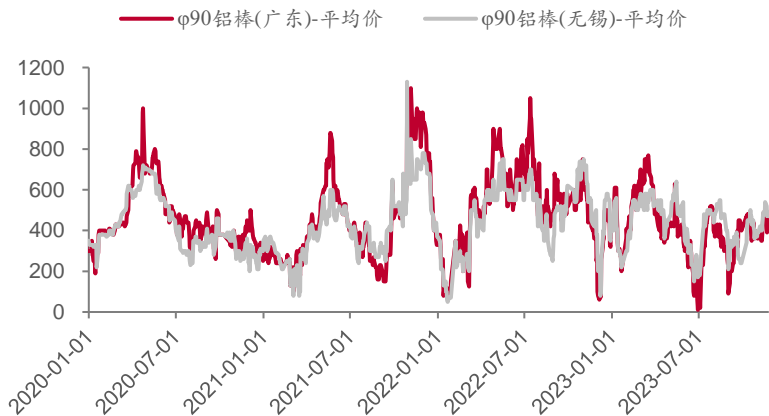
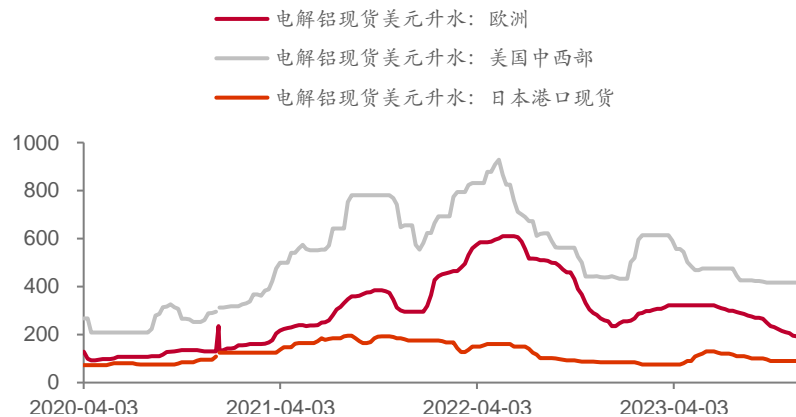
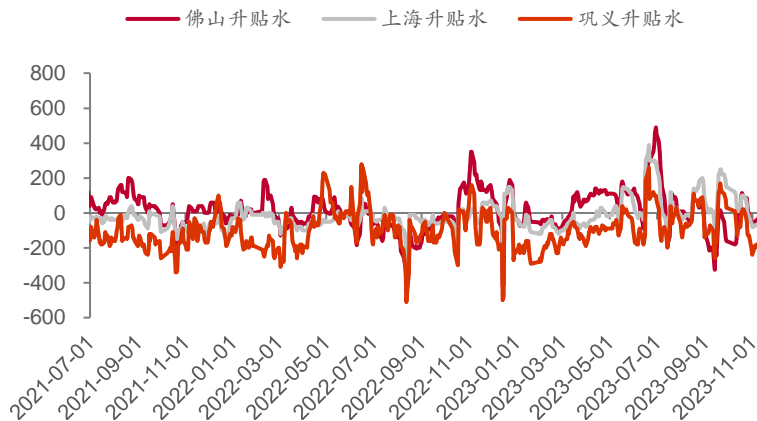
### 电解铝周度出库（吨）



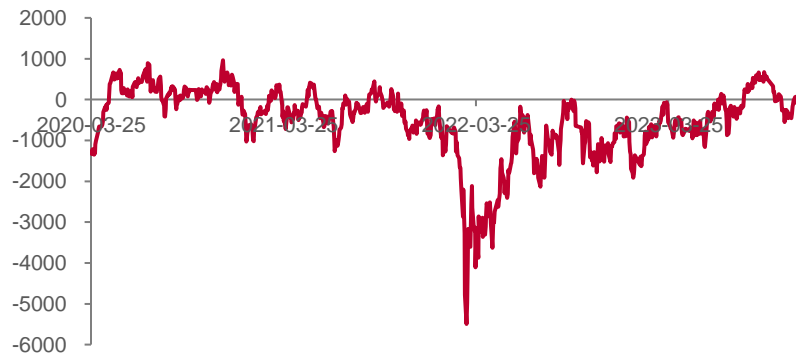
# 铝：估值：国内平均冶炼盈2550，成本企稳



# 铝：估值：现货走强，进口现货盈利77元，铝棒加工费企稳 CMF 招商期货

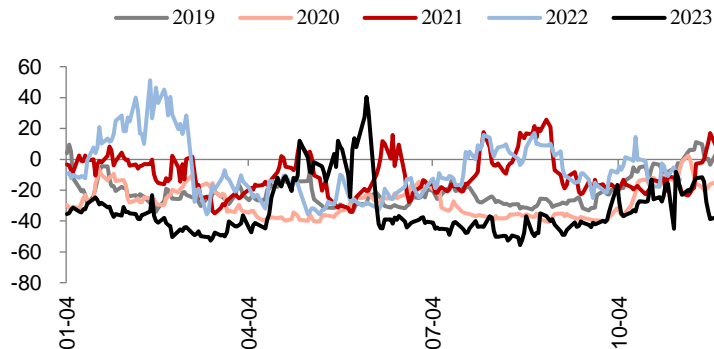


进口盈亏:铝:现货:最新价

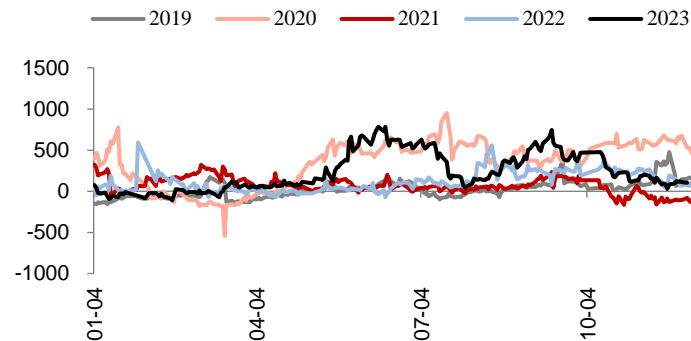


# 铝：估值：国外结构偏弱，国内back结构走弱维持贴水

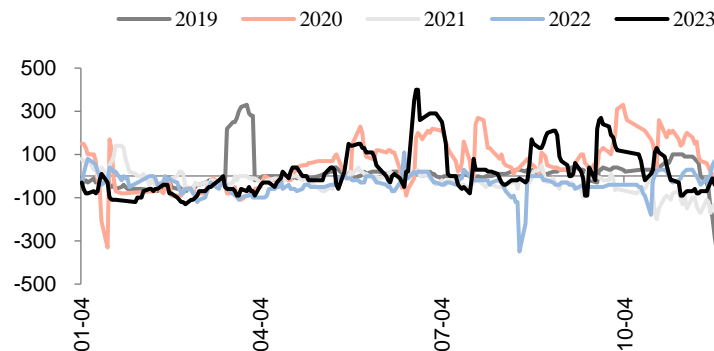
LME铝Cash-3M (美元)



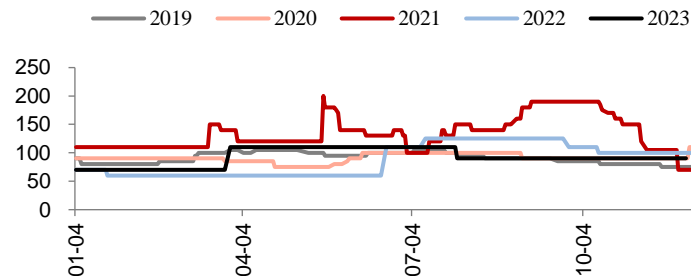
沪铝当月-连三 (元)



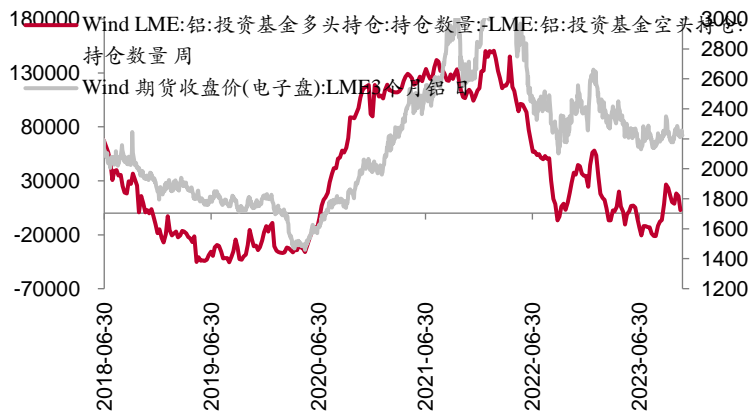
上海现货铝对当月升贴水



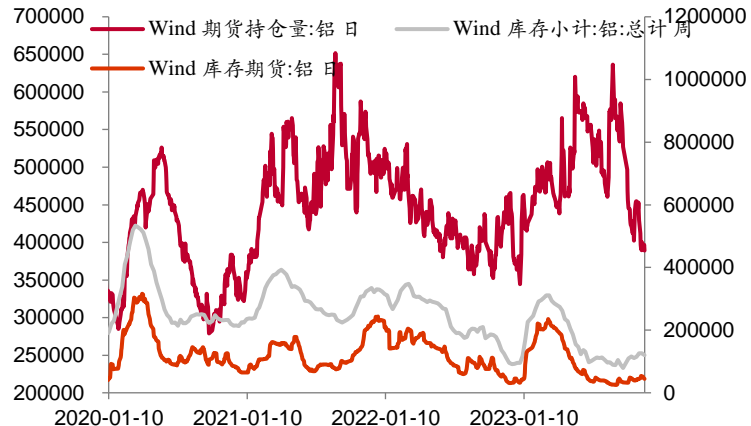
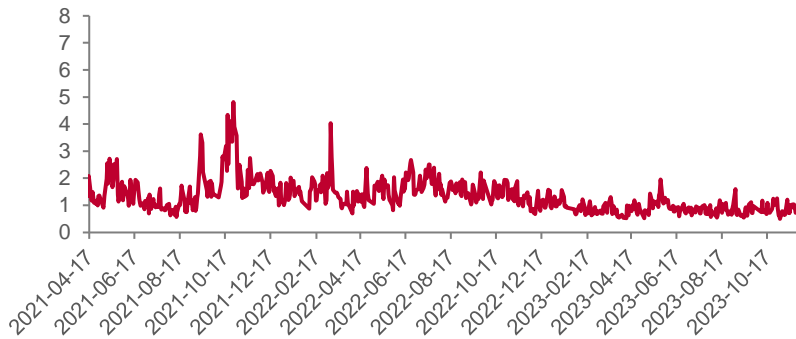
CIF提单 (美金/吨)



# 铝：估值：海外基金净多减少，国内投机度偏低



沪铝投机度 (%)



LME铝库存注销占比

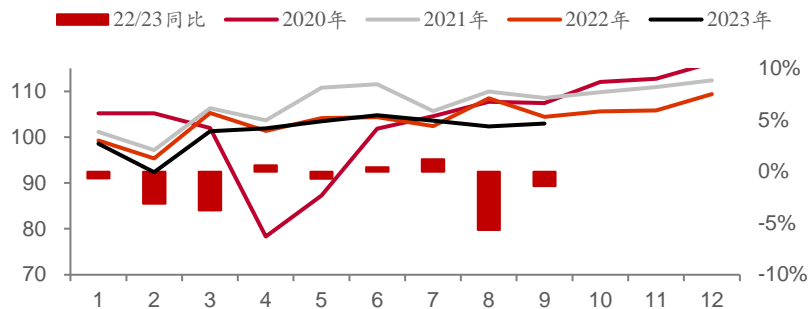


# 03

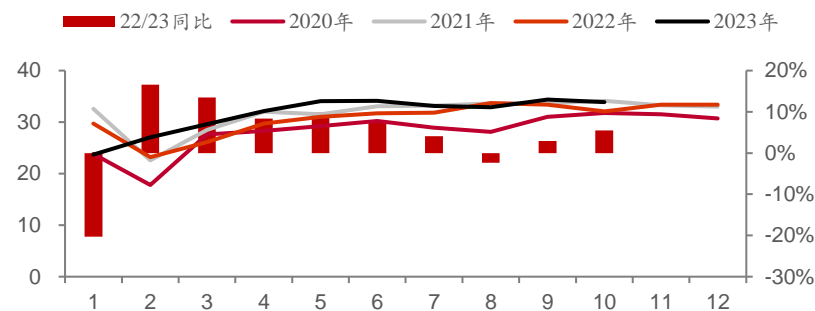
行业分析： 锌  
海外供应过剩压力犹在， 锌价偏弱运行

# I 锌：供应：9月全球锌精矿同比减1.4%，11月中国增5.5%

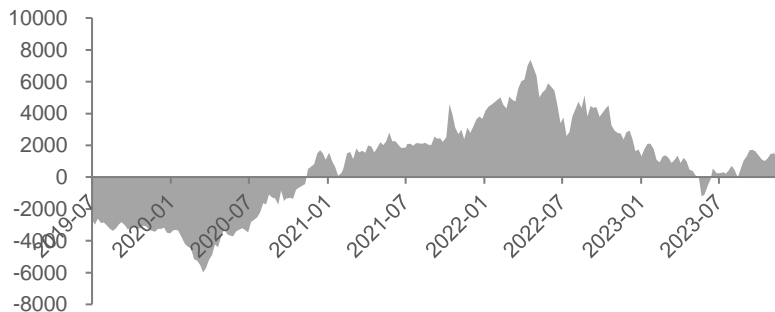
ILZSG全球锌精矿供应 (万吨)



中国锌精矿月度产量 (万金属吨)



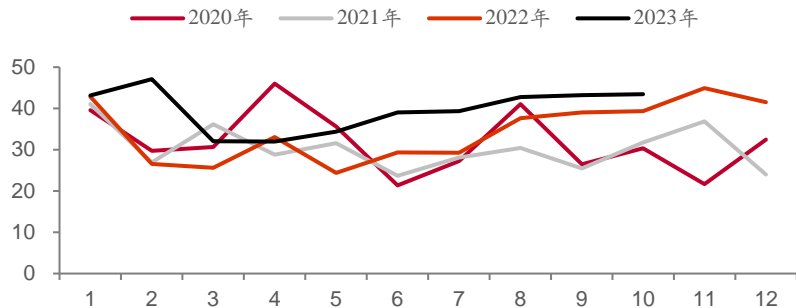
中国矿山平均利润 (元/吨)



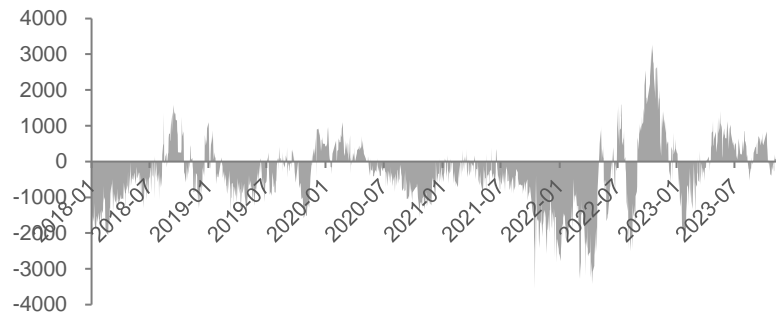
全球锌精矿产量持续不及预期，9月产103万吨，同比减少1.41%或1.47万吨，累计同比减少1.48%或13.7万吨，较年前30万吨增量预期有较大差距。国内精矿产量增速维持高位，11月产33.87万金属吨，同比增加5.51%或1.67万吨，累计同比增加4.15%或12.5万吨。

# I 锌：供应：10月锌精矿进口增10.4%，后续预计环比回落

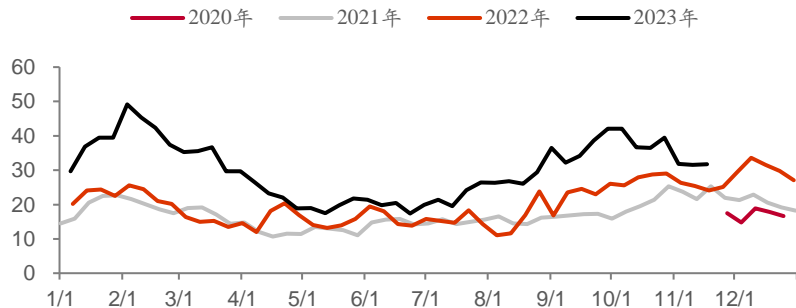
### 中国锌精矿进口量 (万吨)



### 锌精矿进口盈亏 (元/吨)



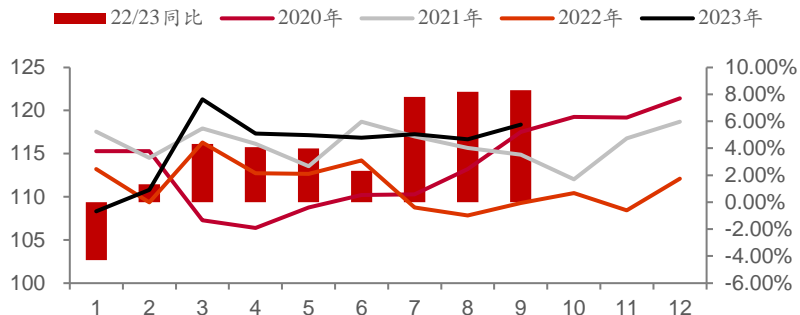
### 锌精矿港口库存 (万吨)



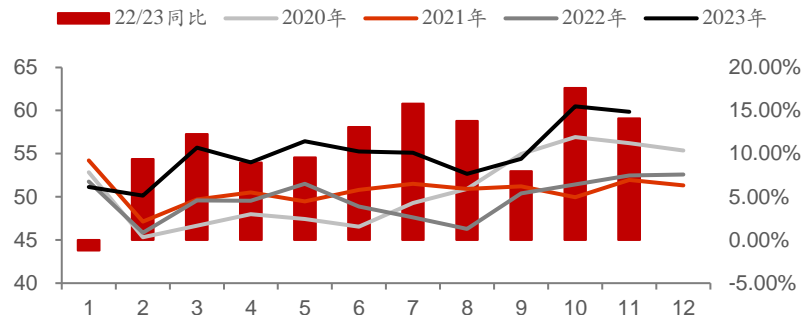
10月锌精矿进口43.7万吨，同比增长10.44%或3.8万吨，累计同比增长21.3%或69万吨，增长较为明显。后续伴随精矿进口盈利收窄，港口可见精矿库存量下滑，进口量预计环比收窄。

# 锌：供应：9月全球精炼产量增加8%，11月中国增加14% CMF 招商期货

全球精炼锌产量 (万吨)



中国精炼锌产量 (万吨)

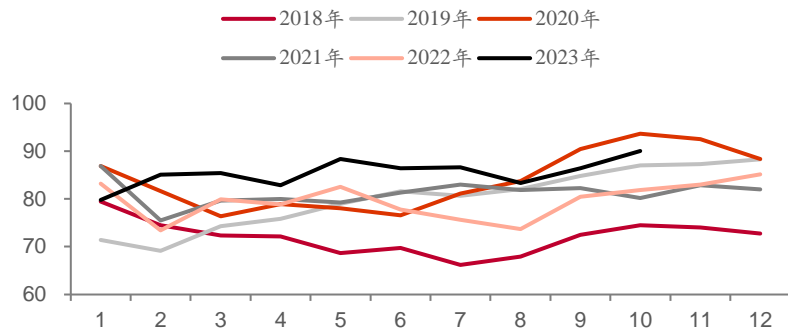


省份	企业名称	时间	原因	环比影响量 (吨)
湖南	安徽铜冠	11月	产量恢复正常	-2200
陕西	陕西东岭	11月	设备检修	-1083
云南	文山锌铟	11月	检修半个月	-6400
甘肃	成州矿冶	11月	检修恢复	5394
四川	四环锌锗	11月	提产	1000
云南	罗平锌电	11月	提产	700
云南		11月	限电	-1100
	其他	11月		-1524
	总计			-5213

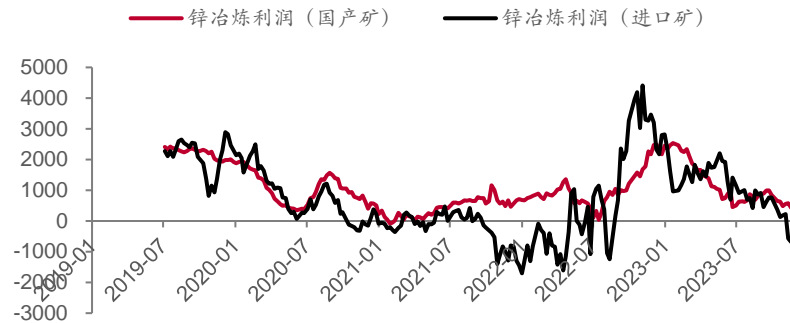
9月全球精炼锌产量118.36万吨，同比增加8.3%或9万吨，累计同比增加3.95%或39万吨。11月中国精炼锌产量59.86万吨，同比增加14.08%或7.4万吨，累计同比增加11%或60万吨。整体来看2023年精炼锌供应较为宽裕

# 锌：供应：四季度冬储需求下，后续开工或维持高位

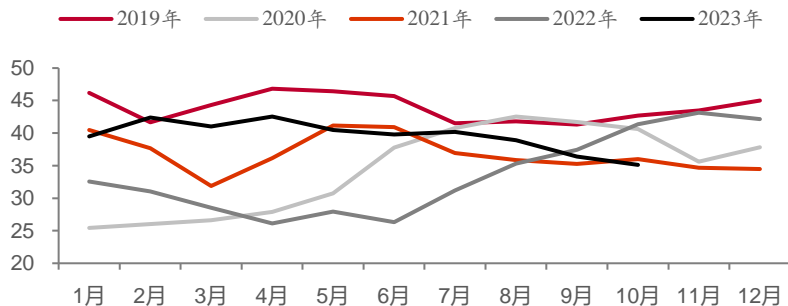
精炼锌冶炼厂月度开工率 (单位: %)



锌锭冶炼利润 (不包含副产物利润)



锌冶炼厂原料库存 (金属吨)



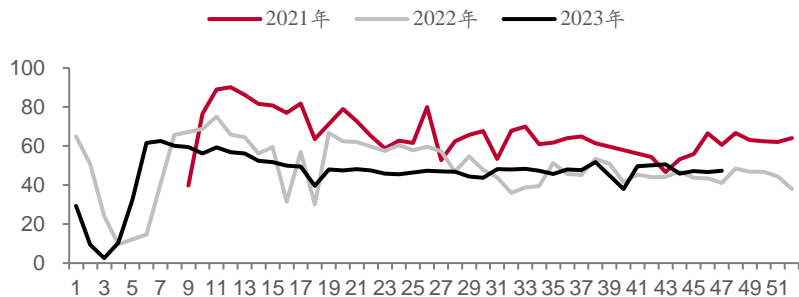
平均国产矿冶炼利润回落至350万元/吨附近，平均进口矿冶炼利润降低至-600元/吨，前期由于原料供应较为宽裕，冶炼厂开工高位运行。后续由于锌精矿生产季节性因素或环比产量下滑，精矿供需关系有所收紧，加工费有下滑空间，但短期难以限制冶炼厂生产。



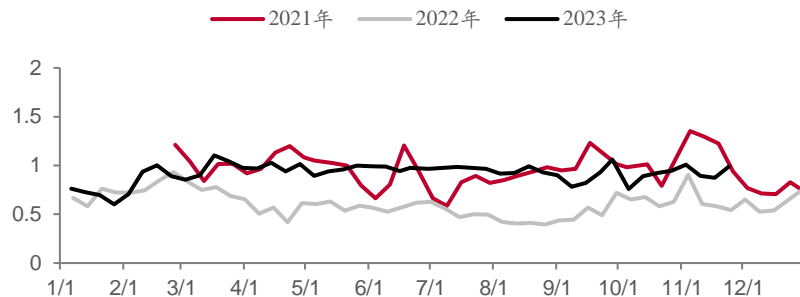


# 锌：需求：压铸锌开工中低位震荡，热镀锌产量环比走强

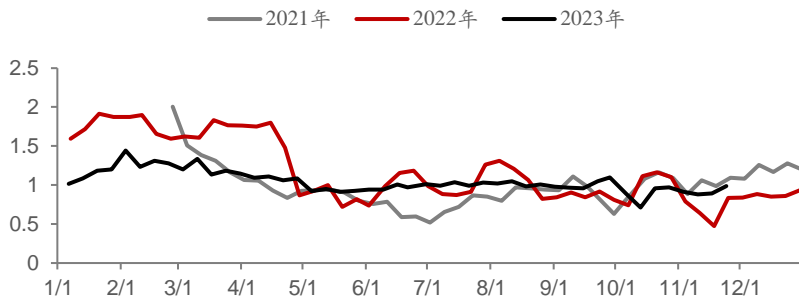
### 压铸锌开工率（百分比）



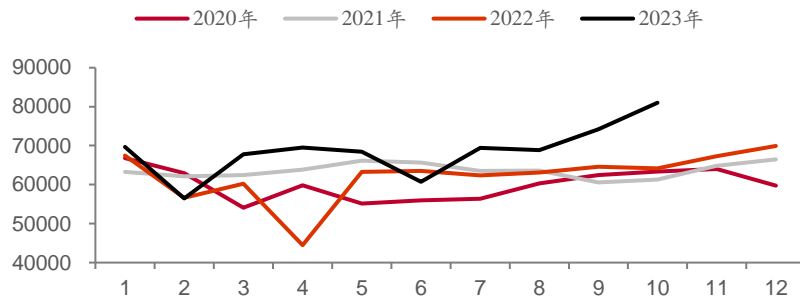
### 压铸锌合金企业周度原料库存（万吨）



### 压铸锌合金企业周度成品库存（万吨）

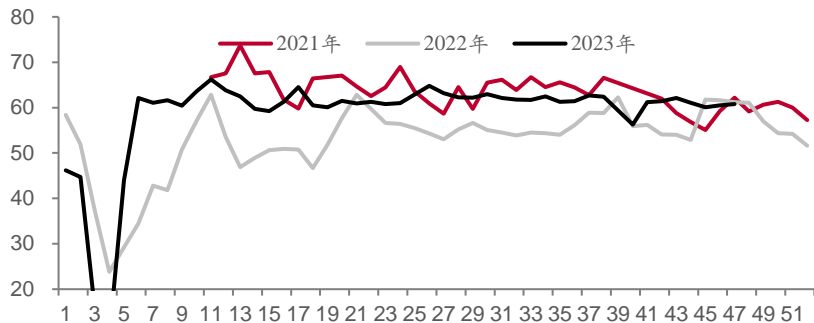


### 中国冶炼厂热镀锌合金月度产量（吨）

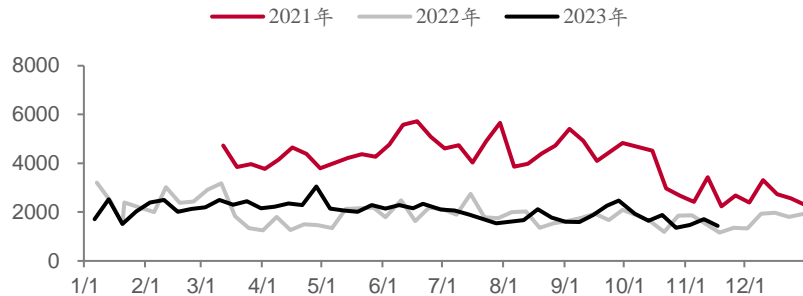


# I 锌：需求：氧化锌开工率中高位震荡，原料、成品库存低位

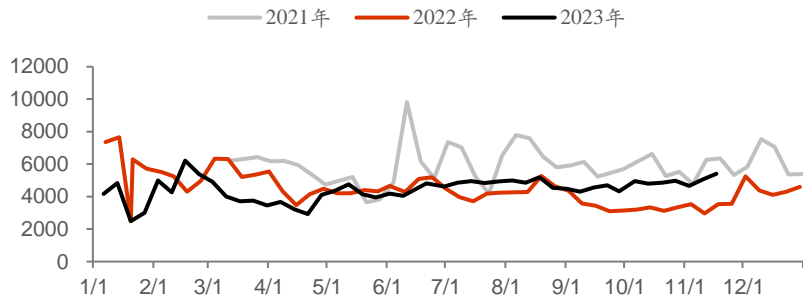
### 氧化锌周度开工率 (%)



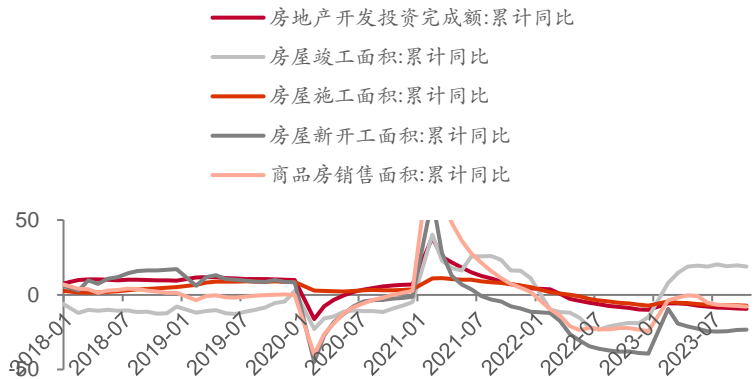
### 氧化锌周度原料库存 (吨)



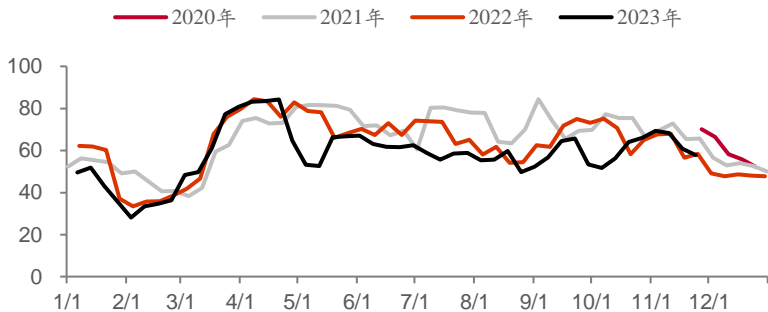
### 氧化锌企业周度成品库存 (吨)



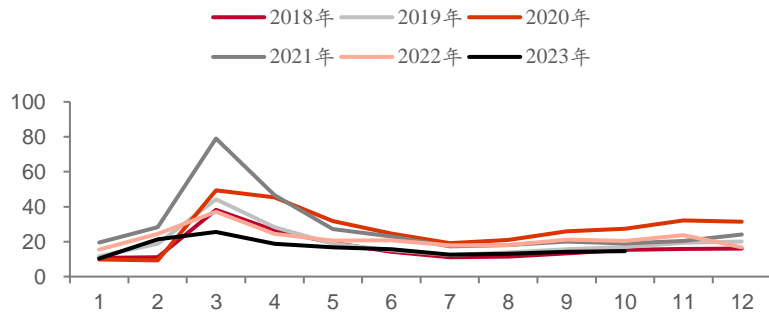
# I 锌：需求：基建、房地产终端数据体现需求分化



中国水泥熟料产能利用率 (%)

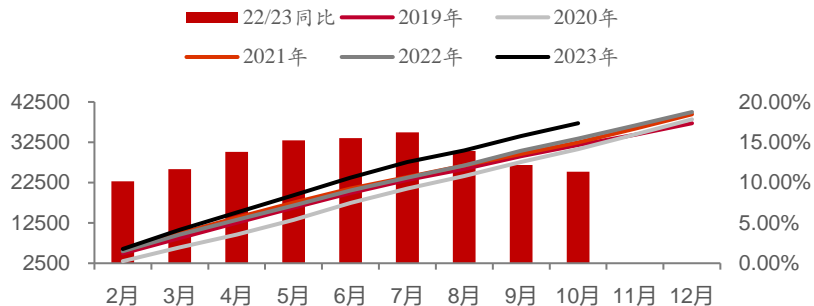


销量:挖掘机:工程机械行业:当月值(千台)

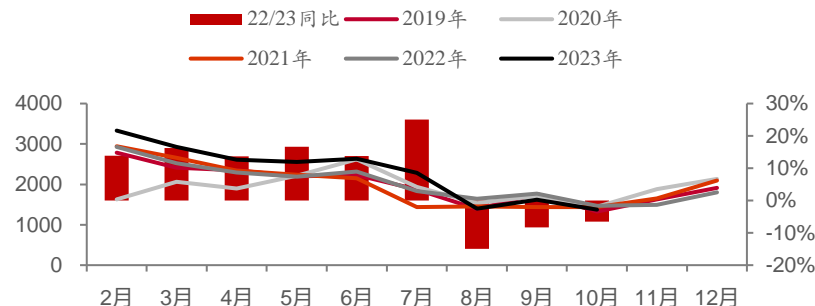


# I 锌：需求：洗衣机，电冰箱贡献白色家电的主要增量

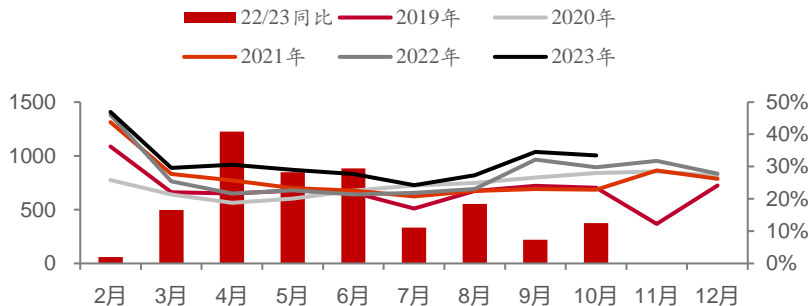
白色家电（空调，洗衣机，冰箱）累计产量 万台



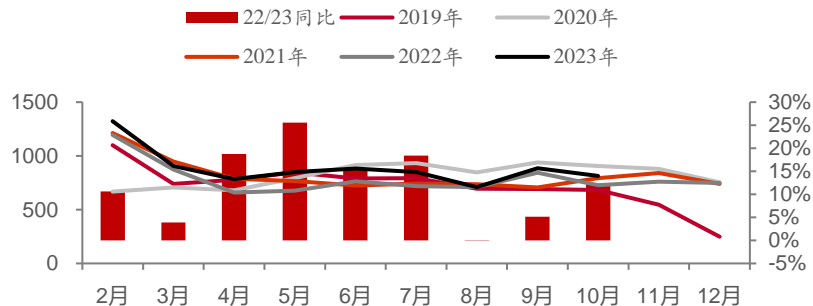
产量:空调:当月值 (万台)



产量:家用洗衣机:当月值 (万台)

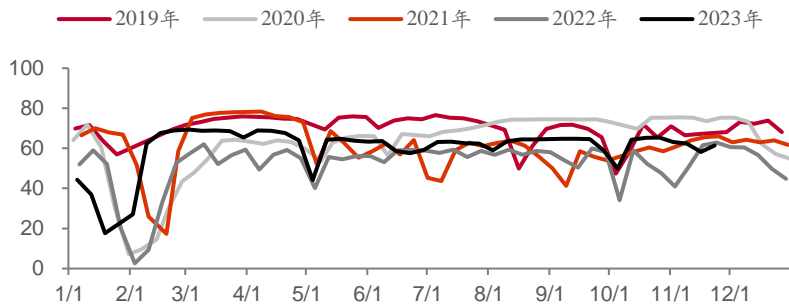


产量:家用电冰箱:当月值 (万台)

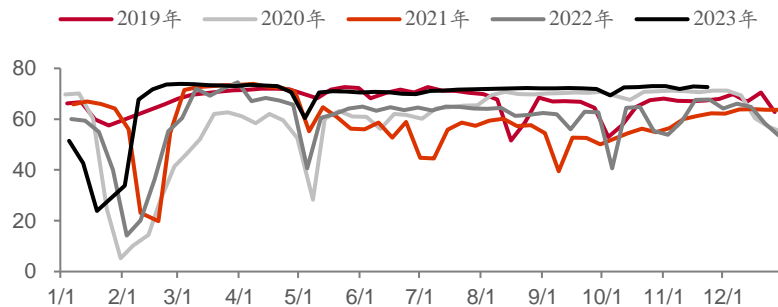


# 锌：需求：轮胎生产较有韧性，汽车销售尚可但产量不佳

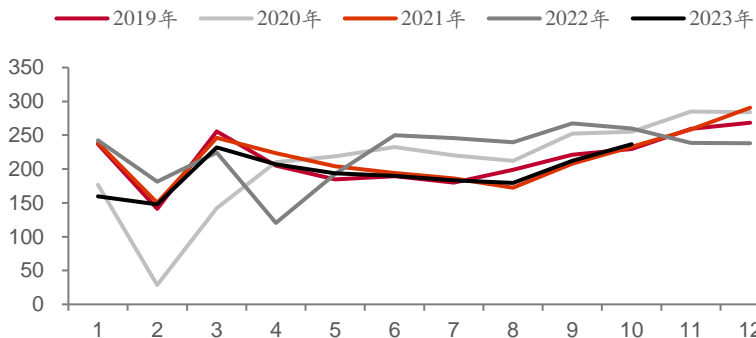
### 全钢胎开工率



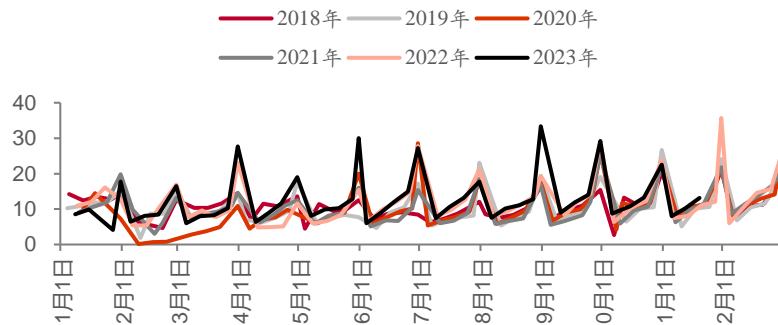
### 半钢胎开工率



### 汽车产量 (万辆)

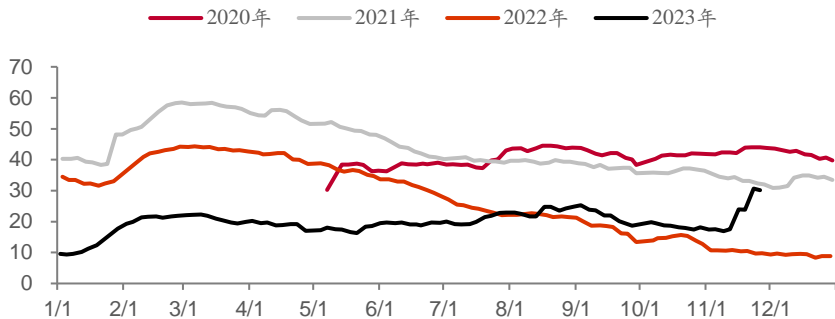


### 中国汽车日均销量 (万辆)

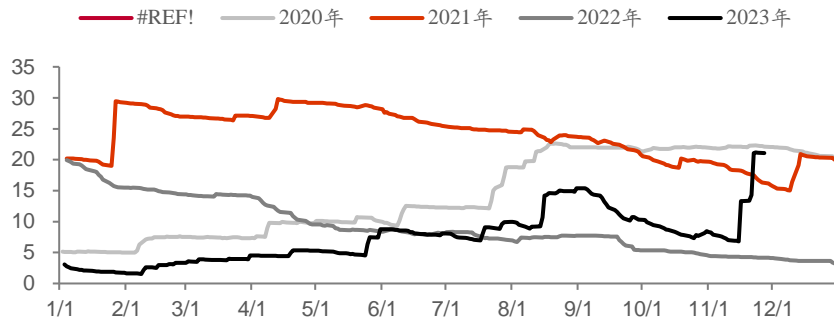


# 锌：库存：LME库存暴增14.2万吨，全球累至30万吨附近 招商期货

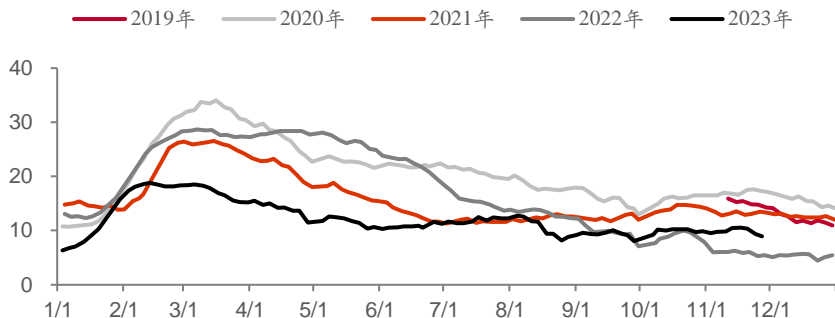
### 全球库存 (万吨)



### LME库存 (万吨)



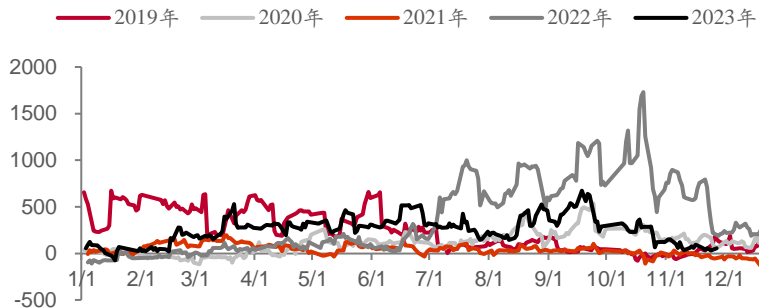
### 七地库存 (万吨)



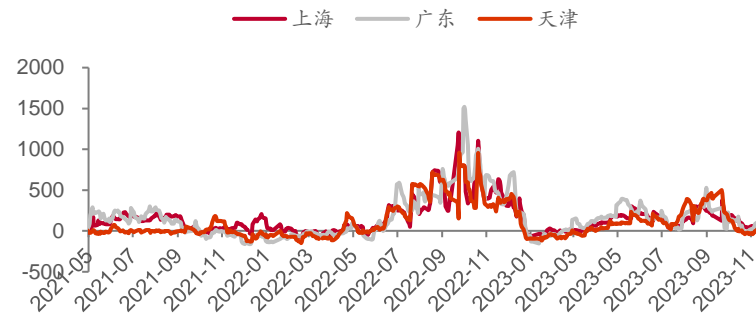
本月全球库存累积至30.12万吨，其中LME库存21.08万吨，本月累库14.2万吨，主要来自新加坡库存交仓；国内七地库存8.91万吨，本月去库0.78万吨。

# I 锌：估值：月差国内小幅Back，海外小幅Con

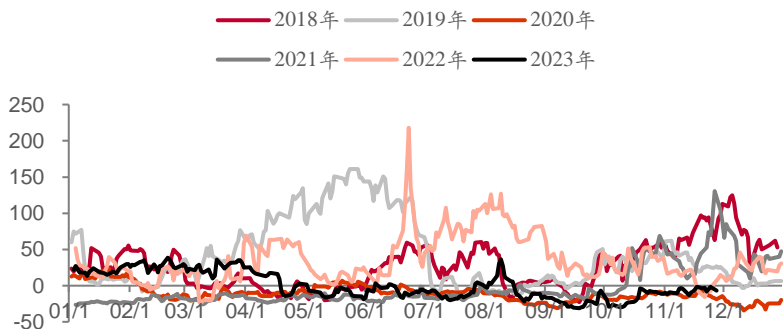
### 沪锌0-3价差 (元/吨)



### 锌锭现货升贴水 (元/吨)



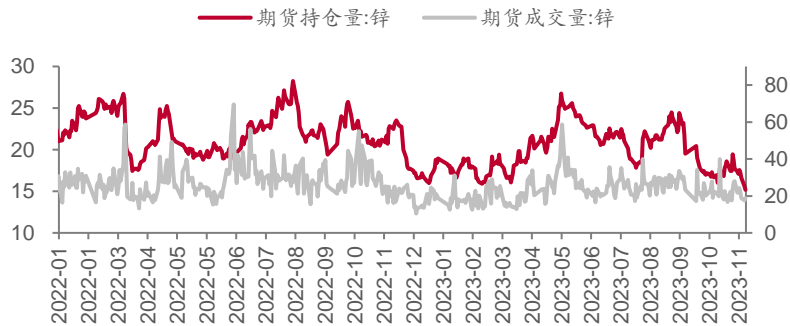
### LME锌0-3升贴水



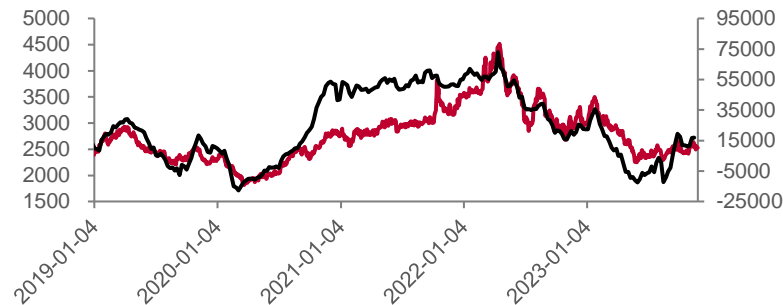
本月，海外价格结构小幅Contango为主，国内Back回落，现货升贴水有低位反弹迹象。

# 锌：持仓：沪锌投机度边际下降，海外基金净多头走平

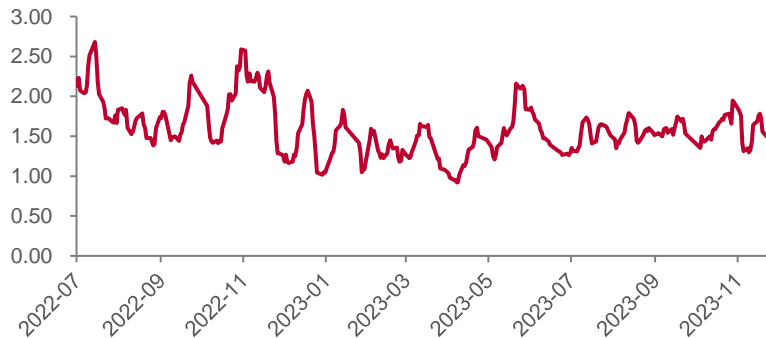
### 沪锌持仓量&成交量 (万手)



— LME三月锌价格 (美元/吨, 左轴)  
— LME投资基金净头寸 (手, 右轴)



### 沪锌投机度

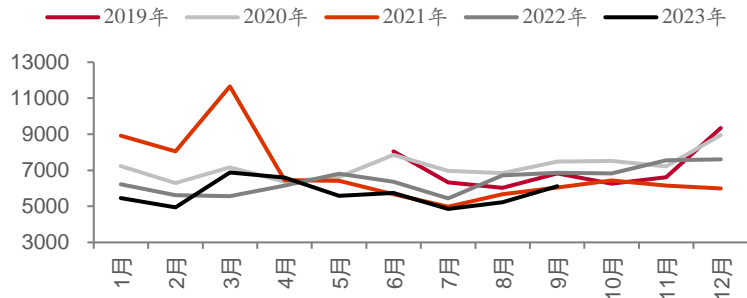


# 03 行业分析：锡

## 弱现实下价格下行，低估值等待需求共振

# 锡：供应：1-9月中国锡矿产量-12.3%，10月进口锡矿同比124.2% MF 招商期货

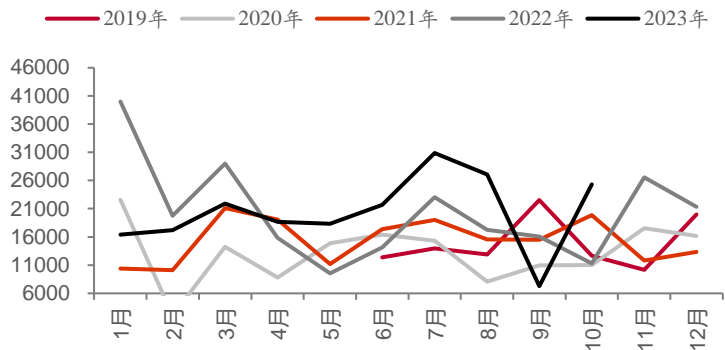
中国锡矿产量 (吨)



锡精矿进口分国别

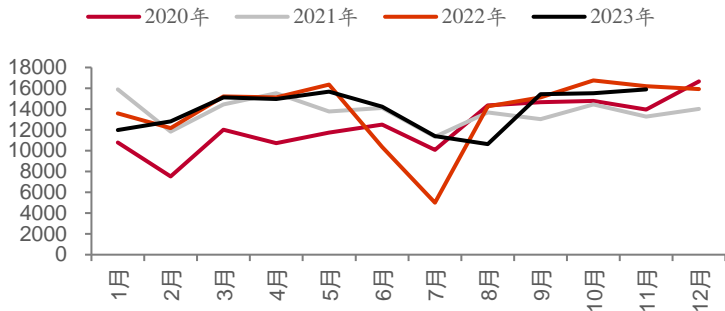


锡矿进口量 (吨)

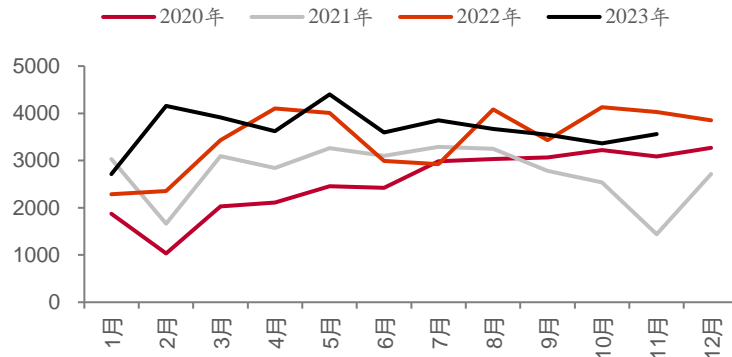


# 锡：供应：两省周开工再升1.5%，锡锭10月进口同比-5.4

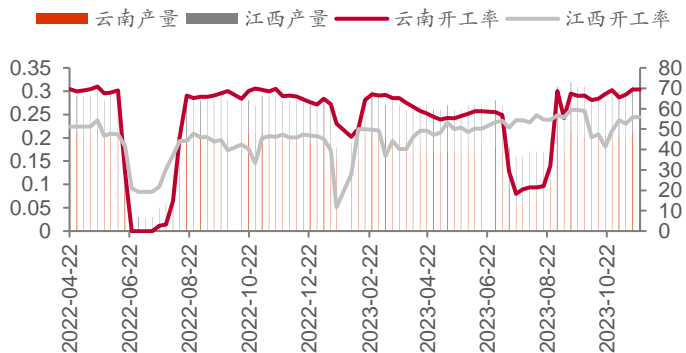
### 国内精炼锡产量 (吨)



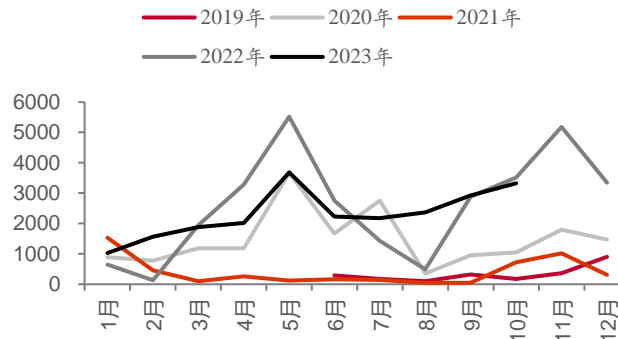
### 国内再生锡产量 (吨)



### 两省周度合计产量

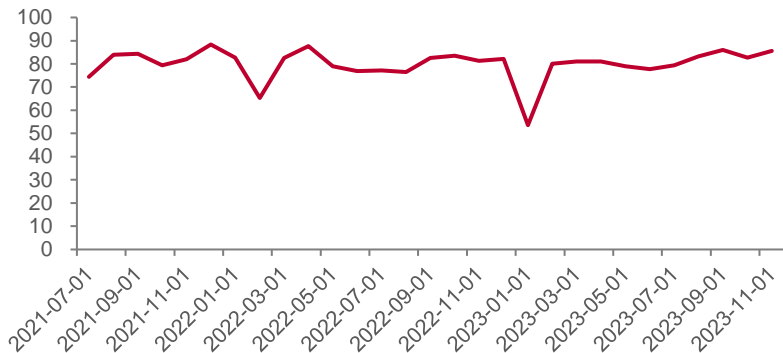


### 未锻造非合金锡进口 (吨)

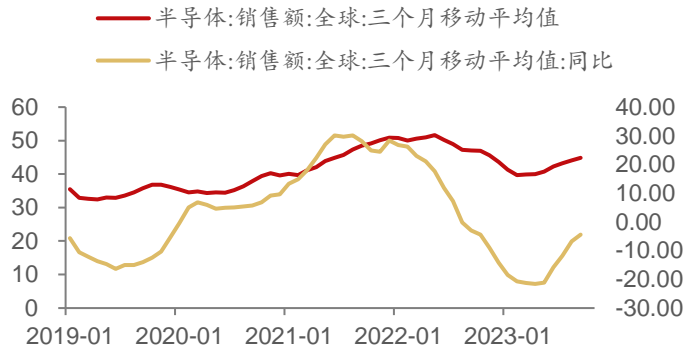


# 锡：需求：焊料开工环比预上升3%，半导体需求有望回升

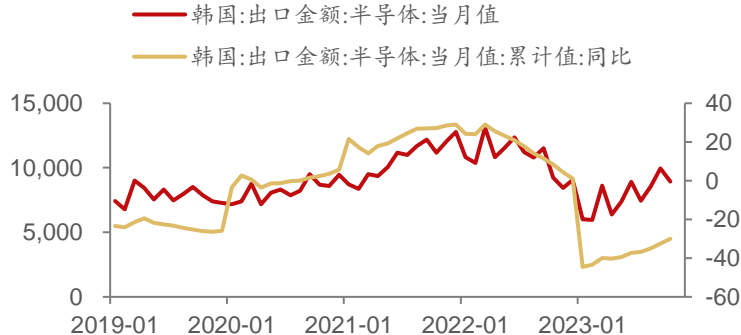
### SMM锡焊料企业月度开工率：总



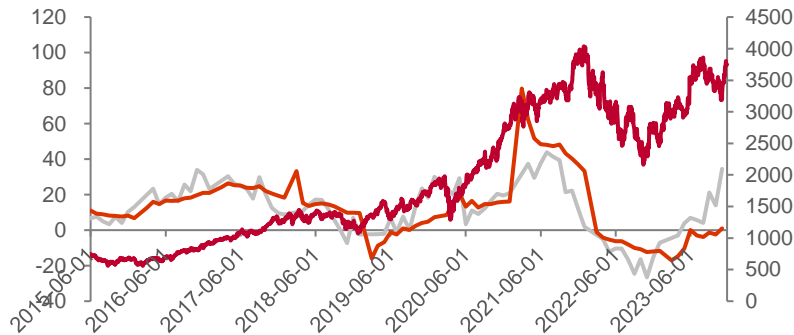
### 全球半导体销售额三月移动均值情况



### 韩国半导体出口金额情况

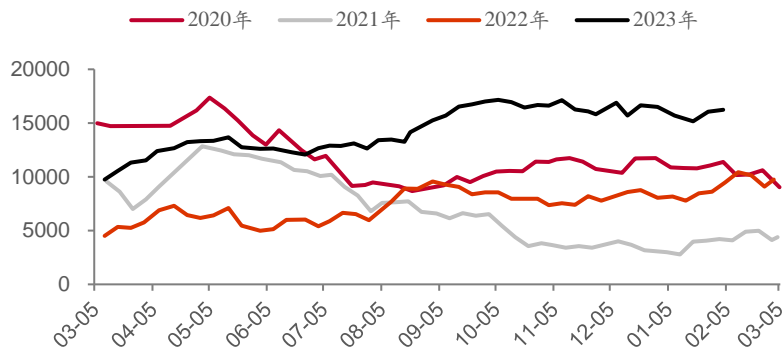


### 中国：产量：集成电路：当月同比 中国：产量：集成电路：累计同比 费城半导体指数

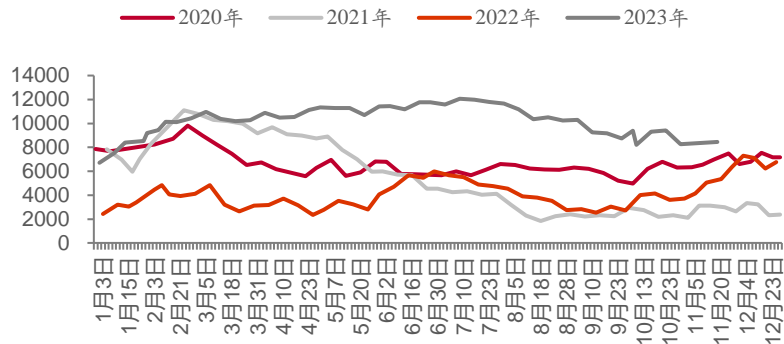


# 锡：库存：国内外库存周度增加170吨，去库进程受阻

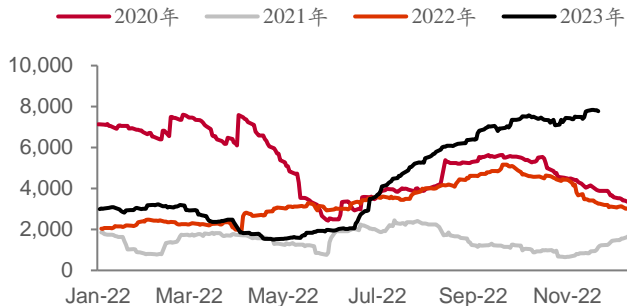
### 全球锡可见库存 (吨)



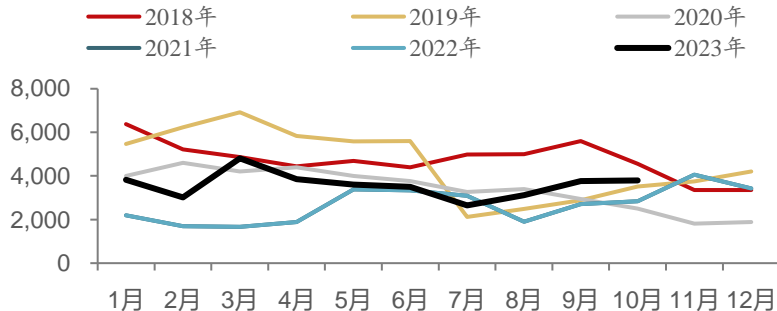
### 国内锡库存 (吨)



### LME库存 (吨)

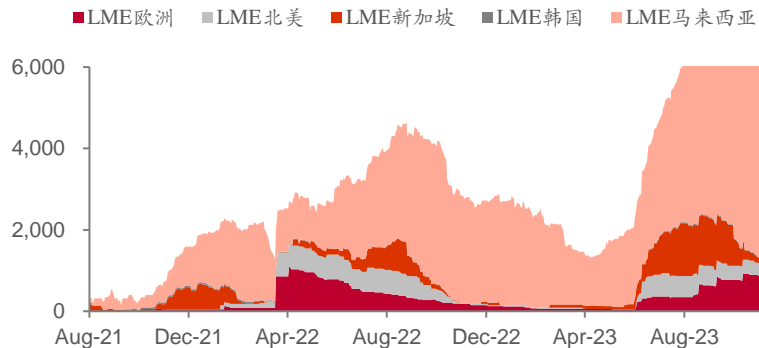


### 冶炼厂隐形库存 (吨)

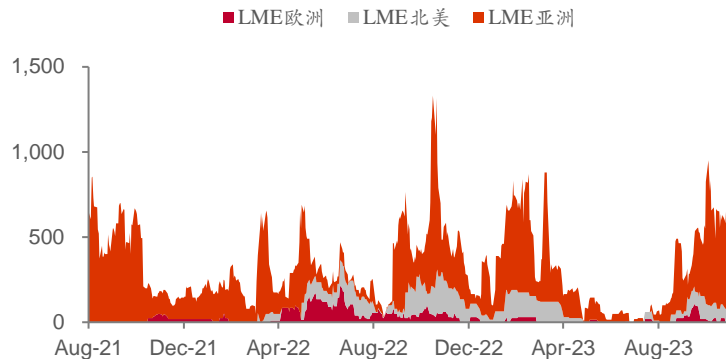


# 锡：库存：contango280美金，注销仓单占比上行

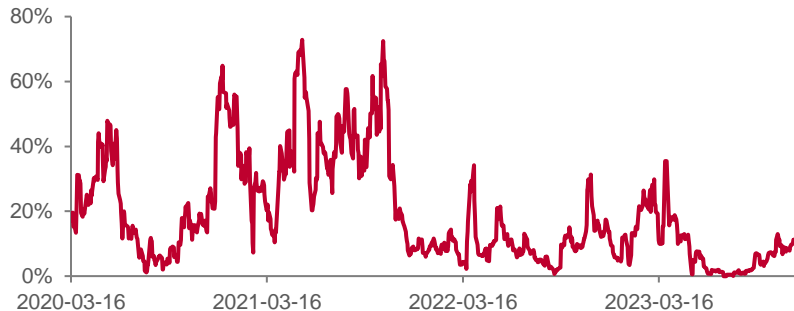
### 锡锭LME注册仓单



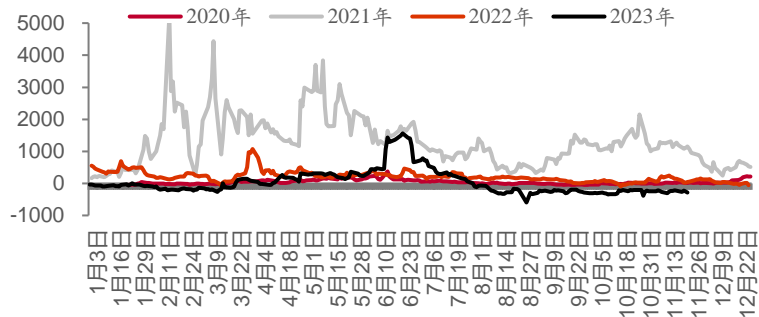
### 锡锭LME注销仓单



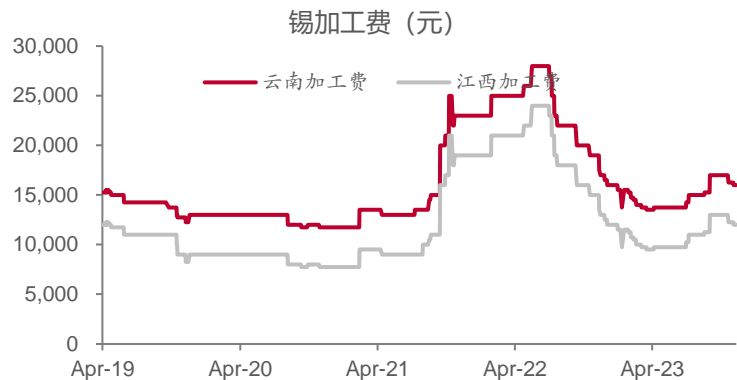
### LME注销仓单占比



### LME锡0-3



# 锡：估值：加工费低位，现货进口亏2000元，升水650元



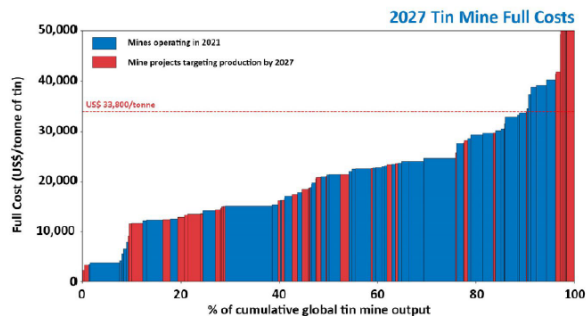
## TIN MARKET – THE FORGOTTEN CRITICAL TECHNOLOGY METAL



### Supply landscape

It is all about Indonesia, Myanmar and the cost curve

- Inconsistent reporting of producers' costs – likely understated
- Cost of energy, inflation and difficult mining in Indonesia and Myanmar pushing costs up – Indonesia and Myanmar threat of export restrictions
- Under-investment in tin resources and development – low hanging fruit mined out
- New projects and expansions need to “see” a sustained robust tin price increase – an expansion trigger requires a long lead time to production



(1) International Tin Association Tin Industry Review 2022 (2) Q1 2023 market release

Global Cost Curve under pressure<sup>1</sup>

Points on cost distribution

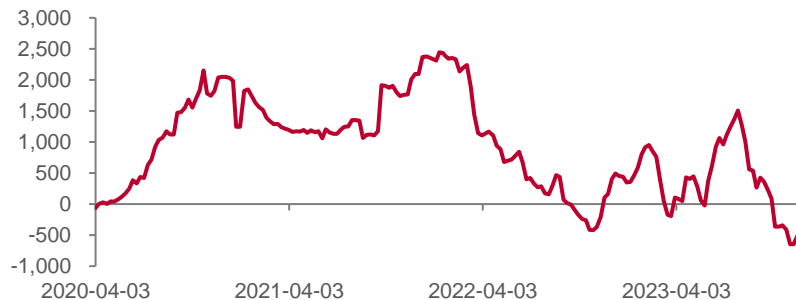
	US\$/tonne			
	2010	2020	2022	2030
<b>NBP Cash Costs</b>				
Median	\$ 7,201	\$ 10,728	\$ 11,418	\$ 16,625
4th Quartile	\$ 13,353	\$ 16,761	\$ 18,534	\$ 23,964
90th Percentile	\$ 19,805	\$ 19,539	\$ 23,171	\$ 36,290
<b>NBP Full Costs</b>				
Median	\$ 10,189	\$ 14,338	\$ 15,562	\$ 22,158
4th Quartile	\$ 17,305	\$ 19,783	\$ 22,634	\$ 31,408
90th Percentile	\$ 23,165	\$ 23,500	\$ 25,581	\$ 53,974
<b>NBP Cash Costs (Real 2022)</b>				
Median	\$ 5,329	\$ 9,334	\$ 11,418	\$ 21,114
4th Quartile	\$ 9,881	\$ 14,582	\$ 18,534	\$ 30,434
90th Percentile	\$ 14,655	\$ 16,999	\$ 23,171	\$ 46,089
<b>NBP Full Costs (Real 2022)</b>				
Median	\$ 7,540	\$ 12,474	\$ 15,562	\$ 28,141
4th Quartile	\$ 12,806	\$ 17,211	\$ 22,634	\$ 39,888
90th Percentile	\$ 17,142	\$ 20,445	\$ 25,581	\$ 68,547
<b>US inflation index</b>	0.74	0.87	1.00	1.27

Data: ITA Tin Production Cost Model. Costs per tonne of contained tin, net of by-product revenue (NBP). Assumes projects proceed as scheduled.

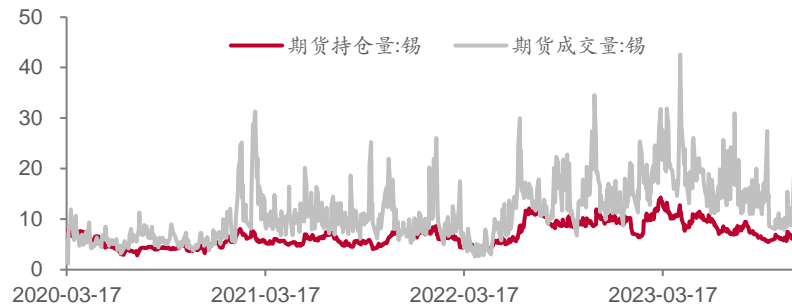
**Alphamin is a lowest quartile cost producer**  
AISC, including smelter deductions and capex, is US\$13,900/t<sup>2</sup>

# 锡：持仓：周度海外基金净空略减少，国内投机度提升

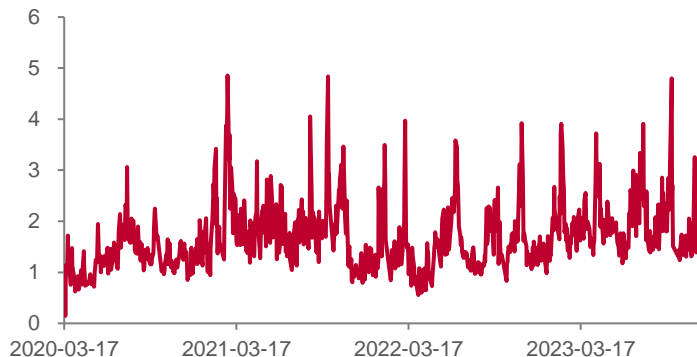
LME投机基金净持仓



锡持仓量&成交量（万手）



国内期货投机度



## 研究员简介

马芸：招商期货研究所有色金属组主管，负责铜、铝等品种研究。有色金属行业从业十余年，具有丰富的产业工作经验和私募投研策略经验，注重把握宏观微观边际变化中的交易机会，对基本金属有深刻理解。具有期货从业资格（证书编号：F3084759）及投资咨询资格（证书编号：Z0018708）。

## 重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  招商期货