

美联储货币紧缩政策退坡背景下 有色与贵金属行情展望

2022年12月14日

www.hongyuanqh.com

宏源期货 研究所

王文虎



主要内容

一、美联储加息终点利率或将更高并持续更久

二、持续加码稳增长政策或促国内经济明年第二季度好转

三、全球有色金属供需预期偏松但低库存仍是重要支撑

四、美联储加息退坡或有反弹，欧美经济衰退或震荡偏弱

主要内容

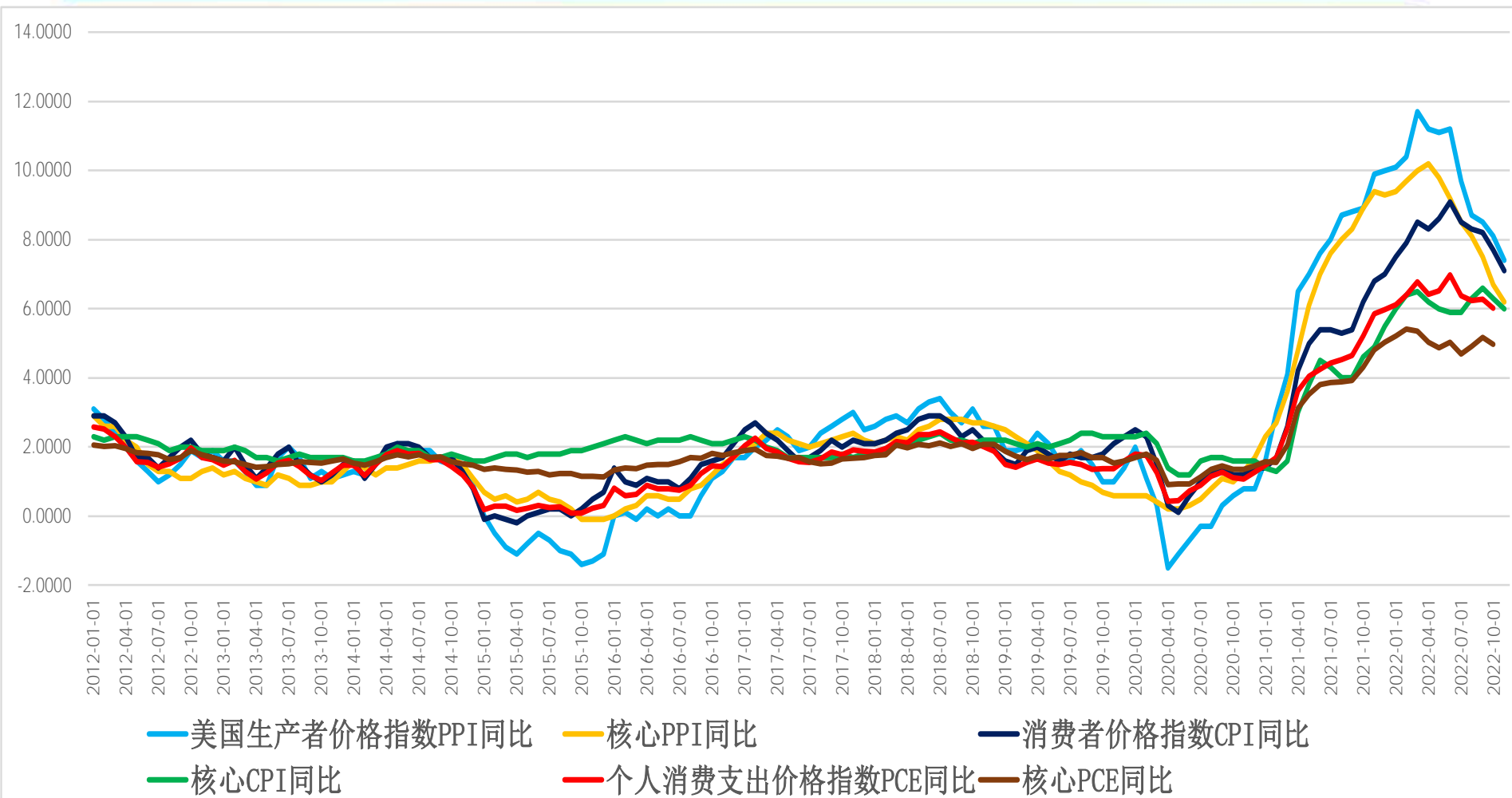
一、美联储加息终点利率或将更高并持续更久

二、持续加码稳增长政策或促国内经济明年第二季度好转

三、全球有色金属供需预期偏松但低库存仍是重要支撑

四、美联储加息退坡或有反弹，欧美经济衰退或震荡偏弱

美国11月消费者物价指数核心CPI低于预期



房租与食品及工资仍是11月CPI最大贡献分项

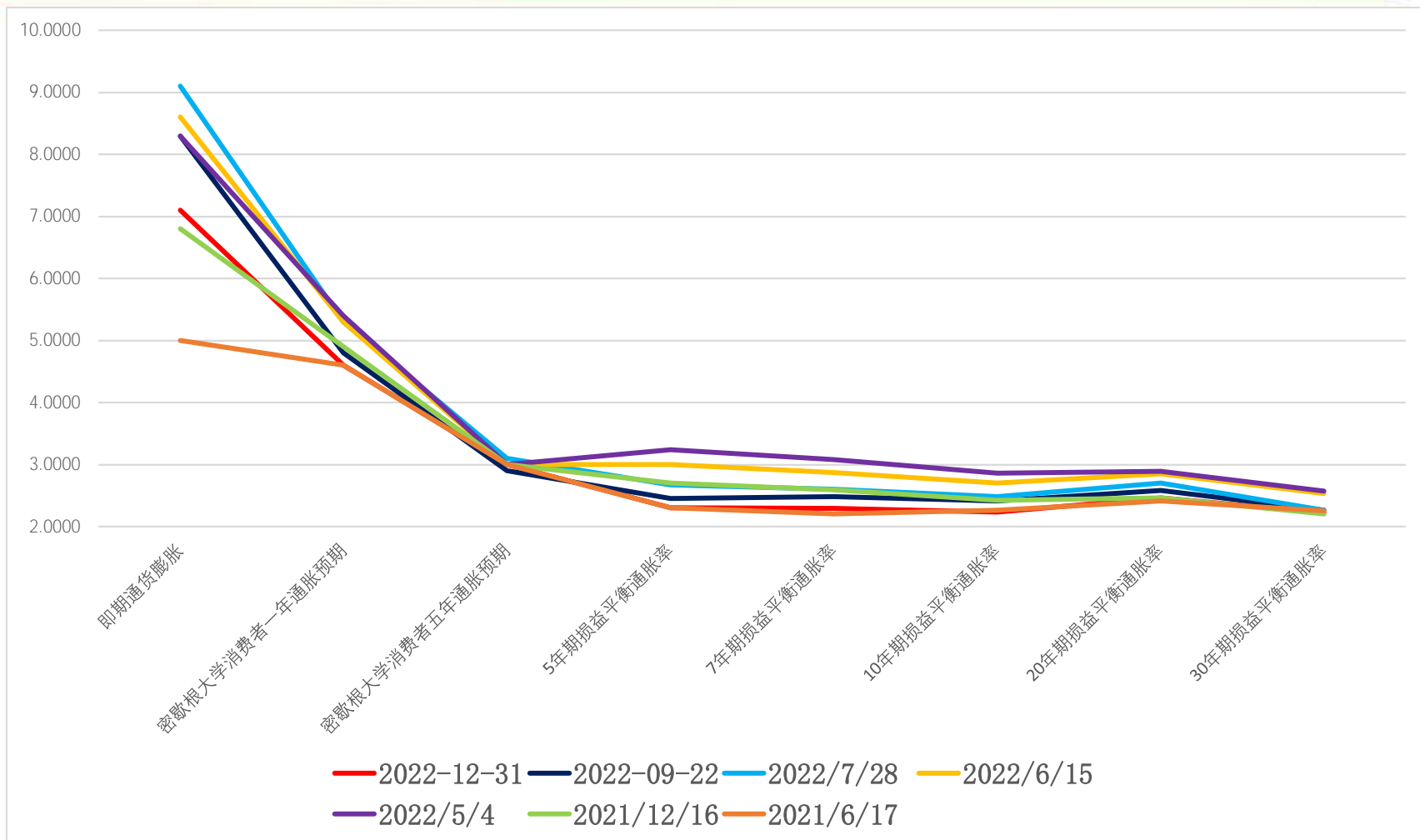
	相对权重 (%)	月环比 (%)，季调			年同比 (%)		
	2022-10	2022-09	2022-10	2022-11	2022-09	2022-10	2022-11
CPI	100.00	0.4	0.4	0.1	7.1	7.1	7.1
核心CPI	79.20	0.6	0.7	0.2	6.3	6.3	6.0
食品	12.76	0.9	0.6	0.5	10.2	10.0	10.6
能源商品	1.35	0.7	0.4	0.0	10.7	19.7	19.7
能源服务	0.61	1.1	0.2	0.1	19.0	15.6	11.2
家庭用品	3.95	0.0	0.2	0.4	5.0	5.8	5.8
衣着	2.46	0.1	0.7	0.2	5.5	1.1	3.5
交通商品	8.20	0.7	0.9	0.7	5.7	5.5	2.8
医疗商品	1.41	0.1	0.0	0.2	7.7	7.1	7.1
休闲用品	1.55	0.0	0.7	0.1	3.0	3.4	3.6
教育与通信商品	0.71	0.0	0.9	0.0	0.7	0.0	0.7
酒与饮料	0.67	0.0	0.8	0.7	1.1	2.0	2.7
其他商品	1.35	0.1	0.6	0.5	2.5	2.2	2.9
房租租金	22.71	0.7	0.0	0.6	5.7	6.3	1.1
水与垃圾服务	1.09	0.7	0.0	0.3	3.9	3.6	7.0
家庭服务							
医疗服务	6.80	1.0	0.0	0.7	5.5	5.1	5.4
交通服务	5.99	1.3	0.8	0.1	1.6	1.3	1.7
休闲服务	3.32	0.2	0.8	1.0	1.1	1.0	1.4
教育服务	5.26	0.2	0.1	1.0	1.4	1.3	2.2
其他服务	1.26	0.1	0.4	0.8			0.5

第一，房租（租金和等量房租）同环比维持高位（2.32%），而这正是核心通胀超预期的主要来源，内生需求粘性或使通胀回落速度慢于预期。

第二，食品类价格同环比仍处高位（1.46%）。

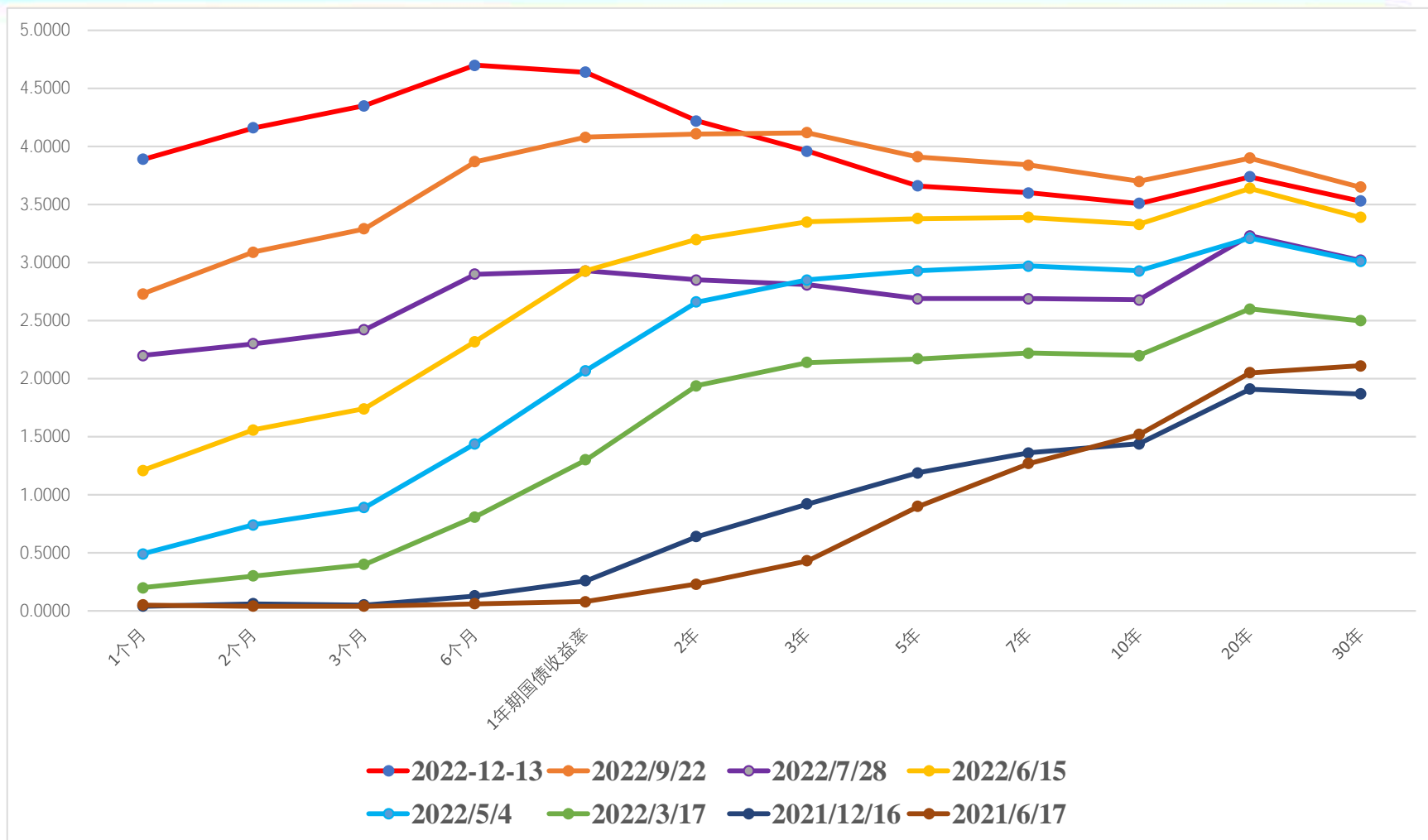
第三，因工资上涨引发的服务通胀能否像商品通胀那样回落尚需观察。自1983年以来，美国工资增速与服务通胀大幅回落基本都发生在经济衰退以后，即降低服务通胀多数需要以衰退为代价。

通货膨胀曲线呈现近高远低的Back结构

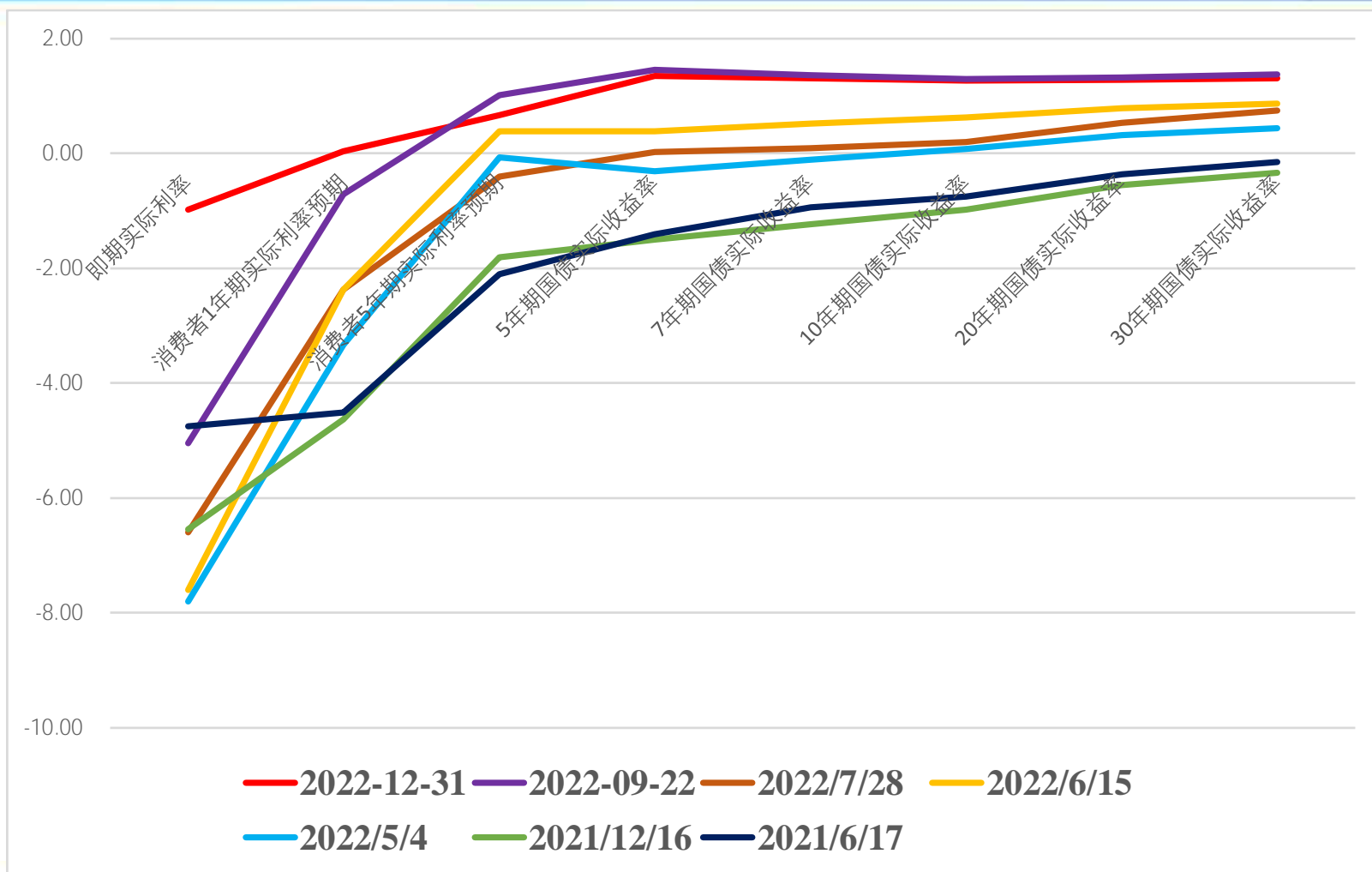


通胀预期具有自我实现功能，一旦根深蒂固，将大大增加通胀的持续性，使美联储压制通胀变得更加困难。

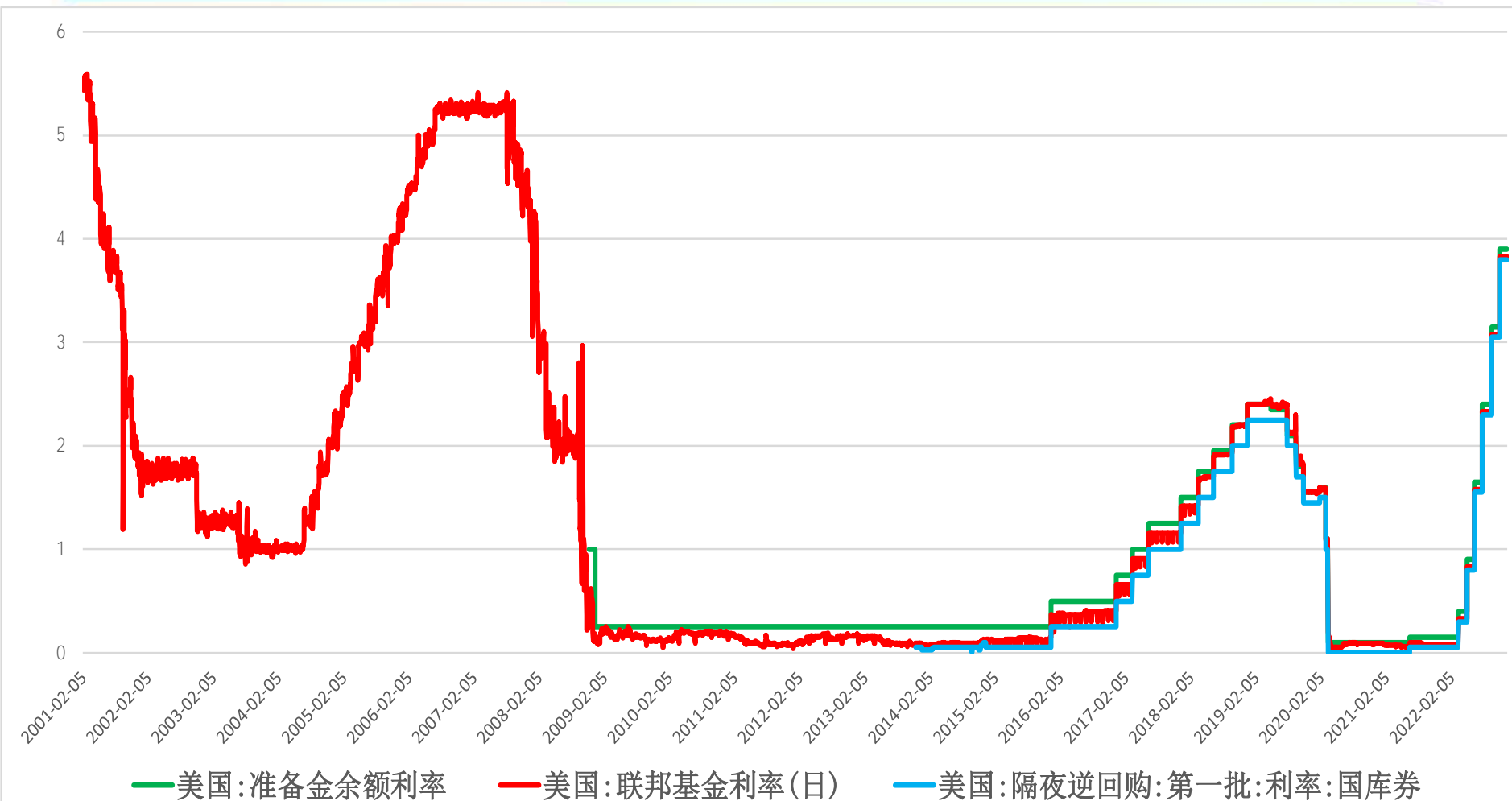
名义利率曲线由Contango渐转向Back结构



实际利率曲线或由Contango渐转向Back结构

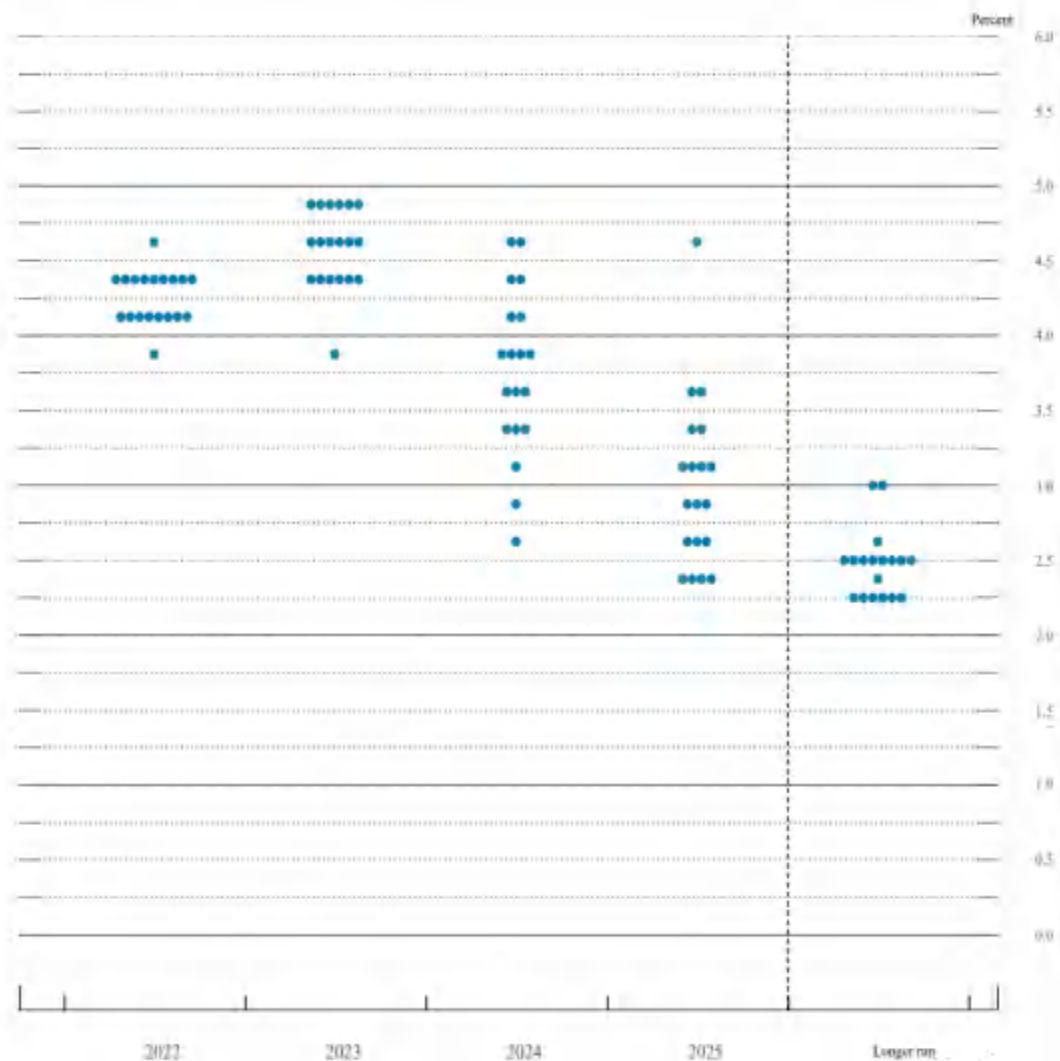


美联储12月或加息50个基点



鲍威尔表示终点利率或高于9月点阵图预测

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



9月点阵图显示美联储官员不但全线上调今后三年的利率预期，而且**预计的三年间利率最高水平中位值达4.6%，超过华尔街和市场预计的利率峰值**。本次联储公布加息前，大部分华尔街机构对联邦基金利率峰值的预期在4%到4.25%，而市场普遍预计明年3月可能达到4.5%。

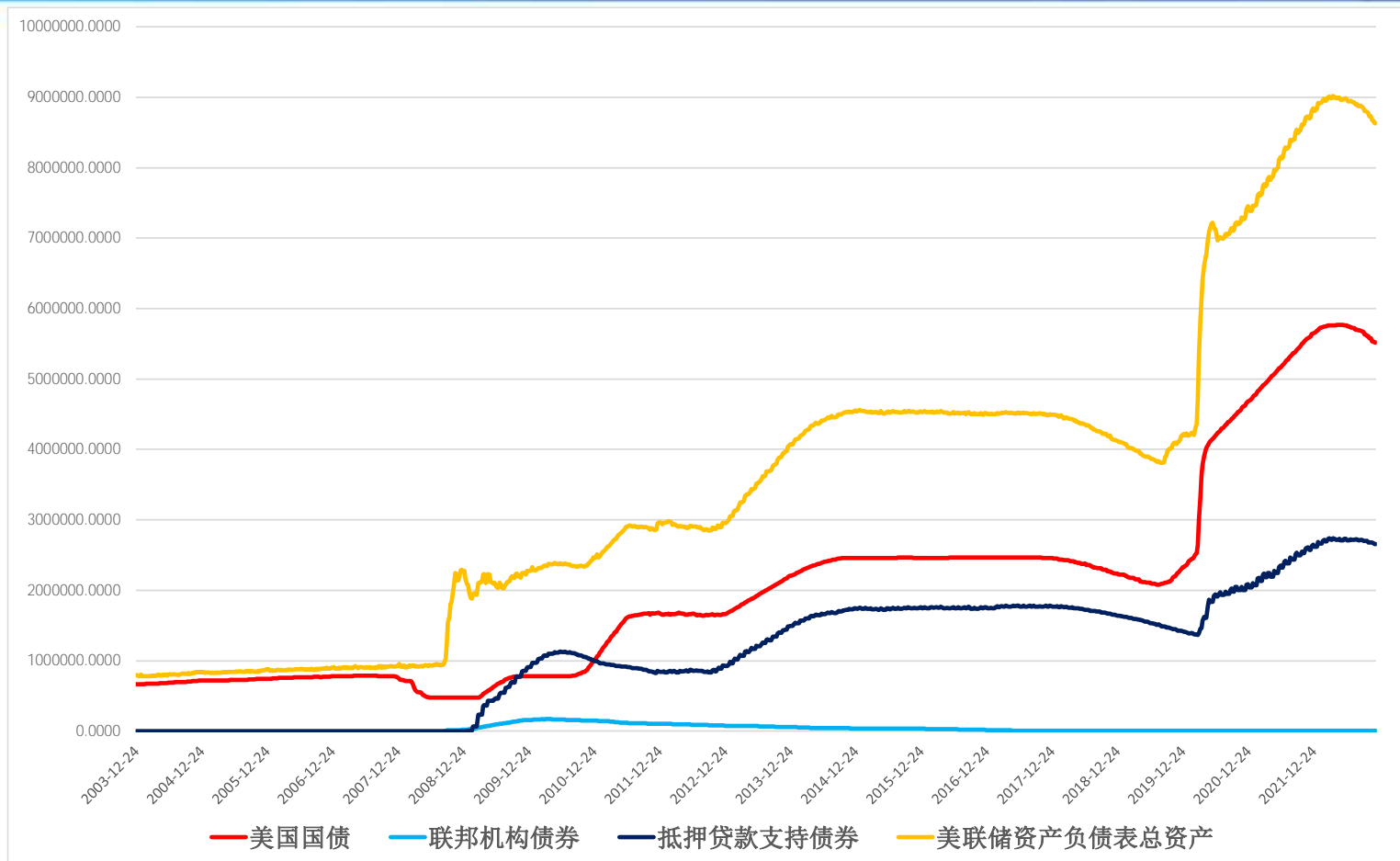
美联储主席鲍威尔承认高利率副作用增强使美国经济软着陆的时间窗口已经收窄，但要确认通胀明显下降，仍需加息至限制性水平并保持一段时间，且**终端利率或高于9月点阵图预期的4.6%，重点是加息持续更久且加息终点更高而不是加息速度**，这说明此次美联储利率决议明鸽实鹰。

美联储加息终点利率已经降至4.75%-5%

FOMC会议加息概率预期

FOMC会议时间	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	79.40%	20.60%	0.00%	0.00%		
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	55.70%	38.20%	6.20%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	24.40%	48.00%	24.10%	3.50%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.30%	44.00%	28.10%	6.90%	0.60%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	21.50%	43.20%	27.10%	6.60%	0.60%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.20%	5.10%	25.80%	40.00%	23.00%	5.40%	0.40%
2023/9/20	0.00%	0.10%	2.10%	13.00%	31.20%	33.60%	16.30%	3.50%	0.30%
2023/11/1	0.00%	1.30%	8.90%	24.50%	32.70%	22.70%	8.20%	1.50%	0.10%
2023/12/13	1.00%	7.00%	20.60%	30.60%	25.20%	11.90%	3.20%	0.40%	0.00%

美联储已于9月开始加速缩减资产负债表



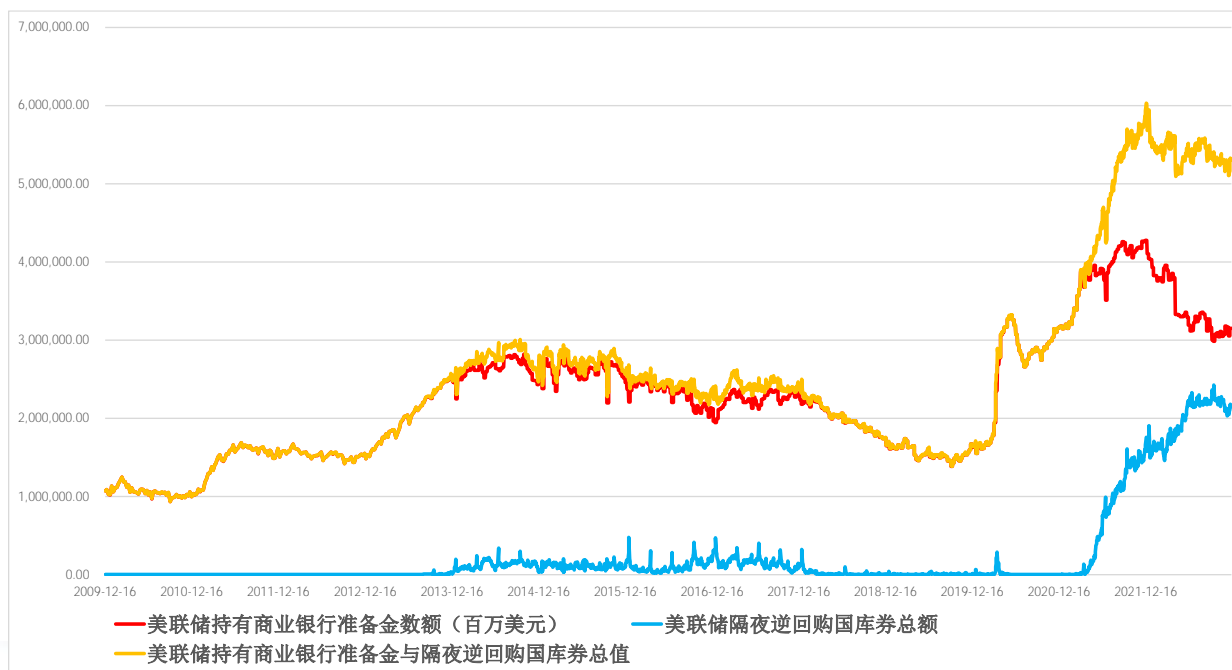
美联储本轮量化宽松政策QE总规模为4.7万亿美元，超过2008年金融危机后三轮QE总和；国债每月300增至600亿美元，机构或抵押债每月175增至350亿美元，按照此缩表路径，2022年或缩表5000亿美元，2023年或缩表1.14万亿美元。



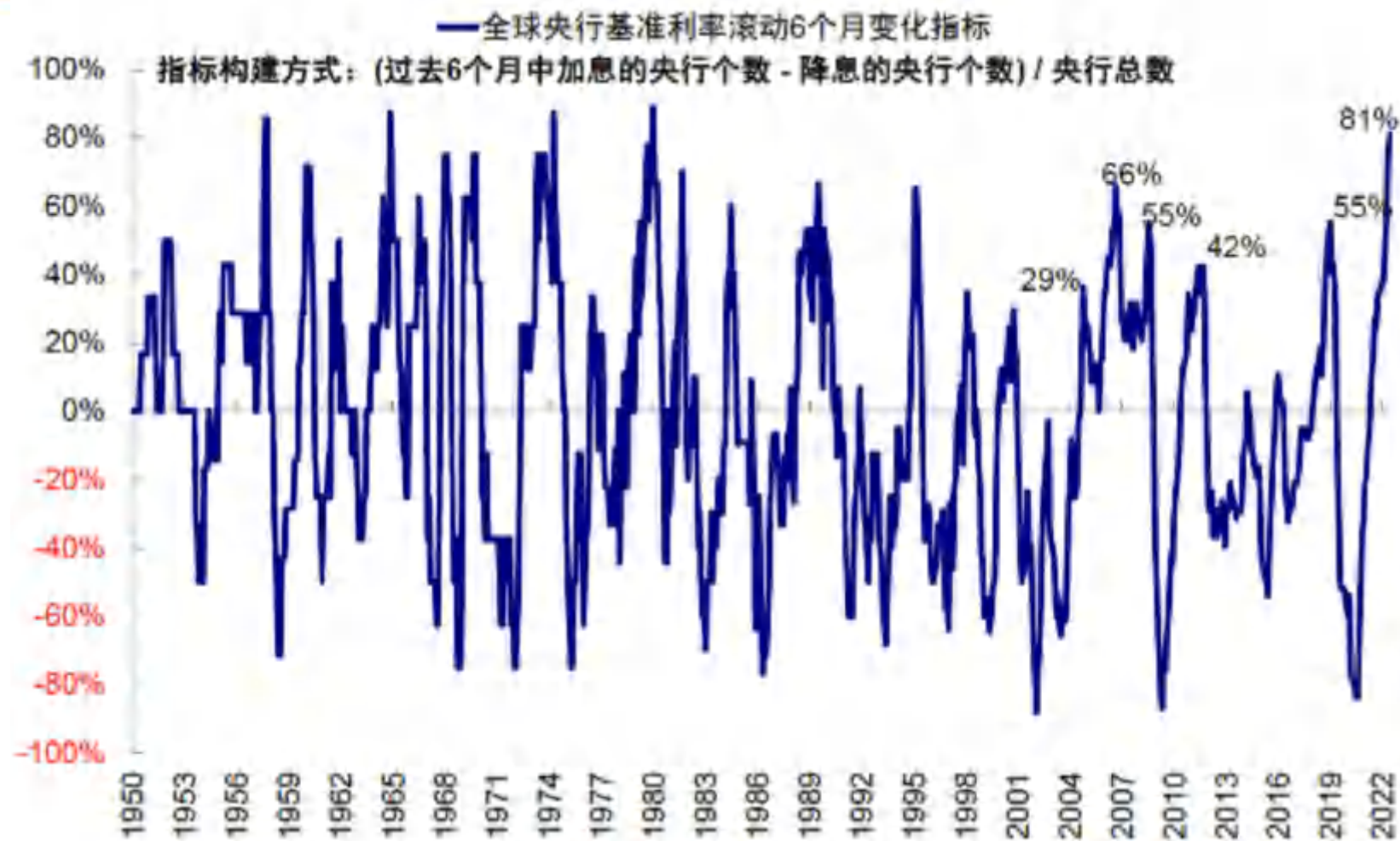
高位隔夜逆回购规模或是美联储缩表缓冲垫

原本美联储缩表首先通过隔夜逆回购规模（非银机构闲置资金的蓄水池）下降而使金融系统中淤积的资金流出，并至少为商业银行准备金提供15个月左右的缓冲。

但到目前为止情况恰恰相反：商业银行存款率先下降致银行准备金下降速度快于预期（贷款需求下降，政府债券需求增加），而这将增大金融系统不稳定性和短端利率（例如隔夜贷款市场）波动幅度，对风险资产是最不利情况，也是上轮量化紧缩QT提前结束的原因。

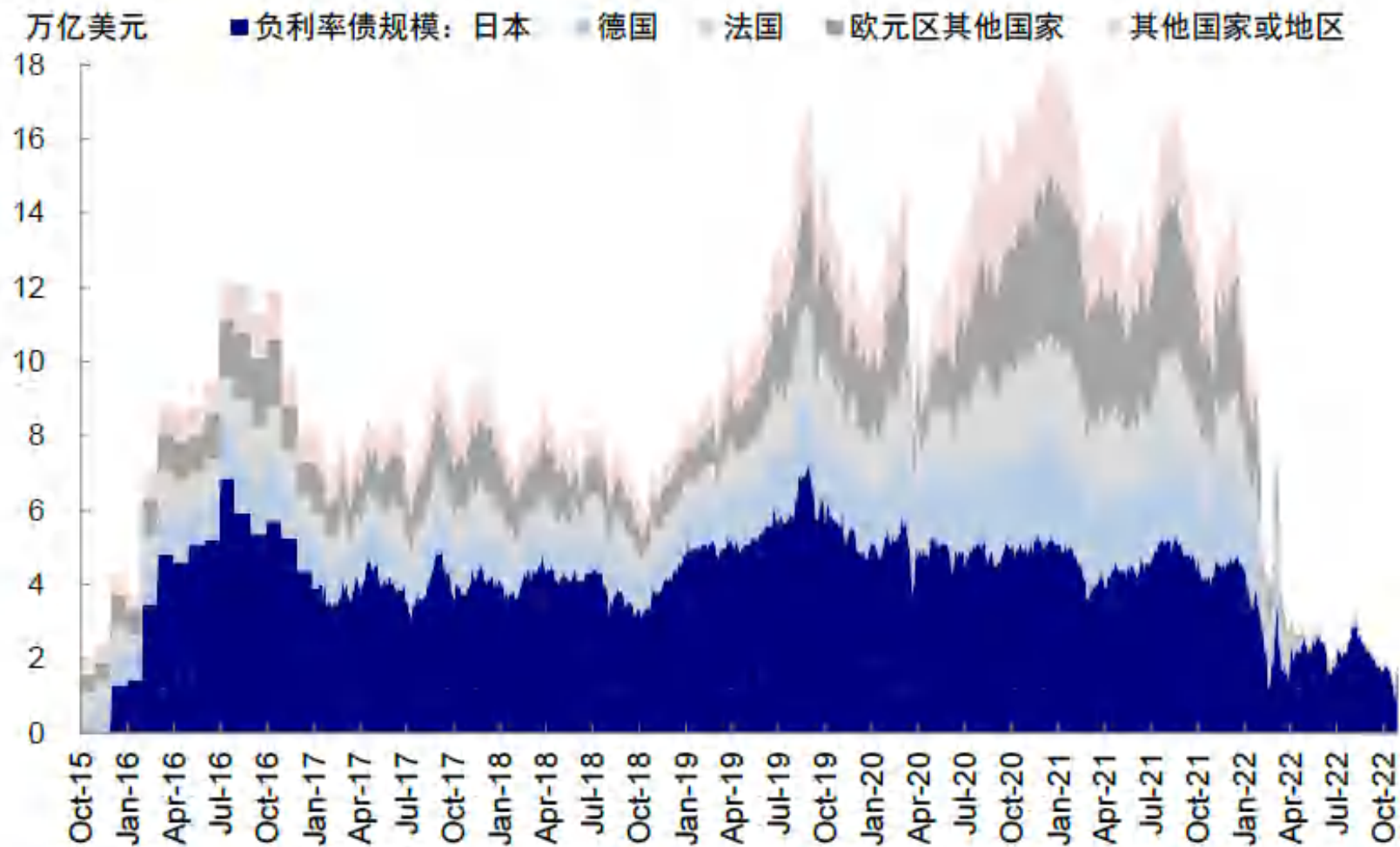


“便宜钱”消失致全球流动性拐点到来

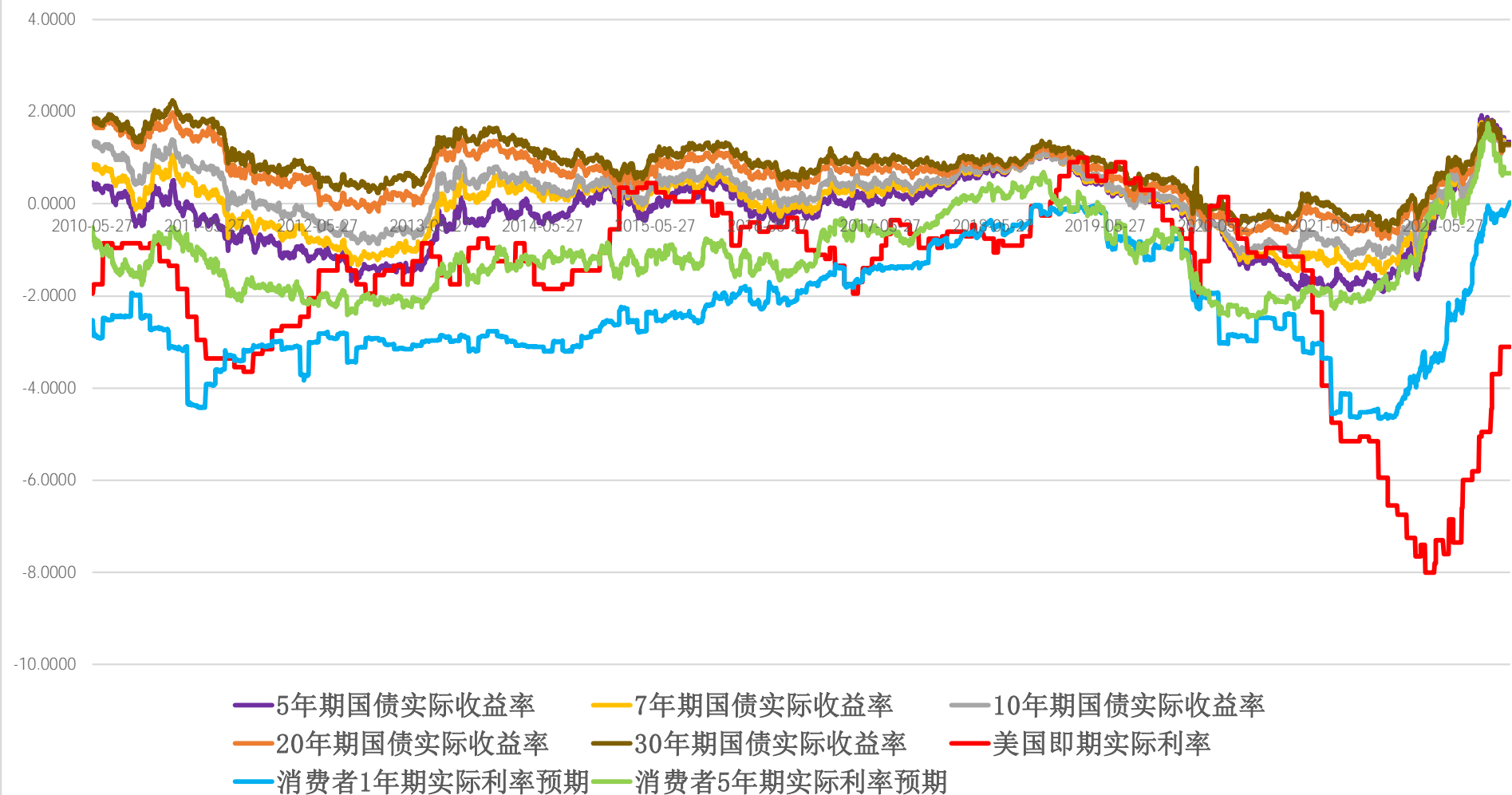


当前全球进入加息周期的央行占比已经超过80%，是上世纪八十年代以来最高，从资产的现金流贴现定价模型角度看，对过多依赖分母端定价但分子端没有现金流的有色金属产生较大影响。

全球负利率债券规模由2020年底18万亿降至1.8万亿美元

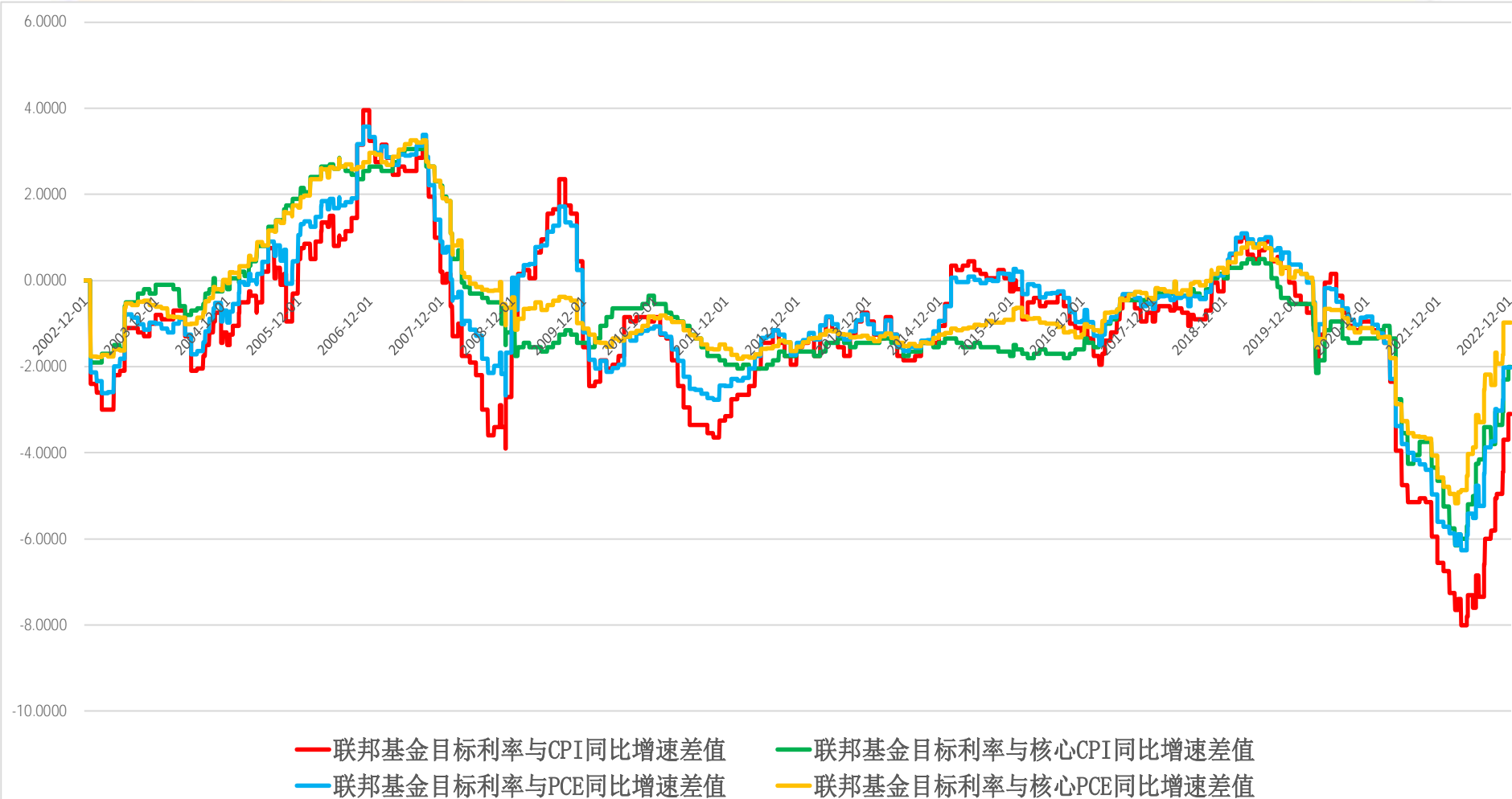


即期实际利率仍处相对低位但已在快速上行



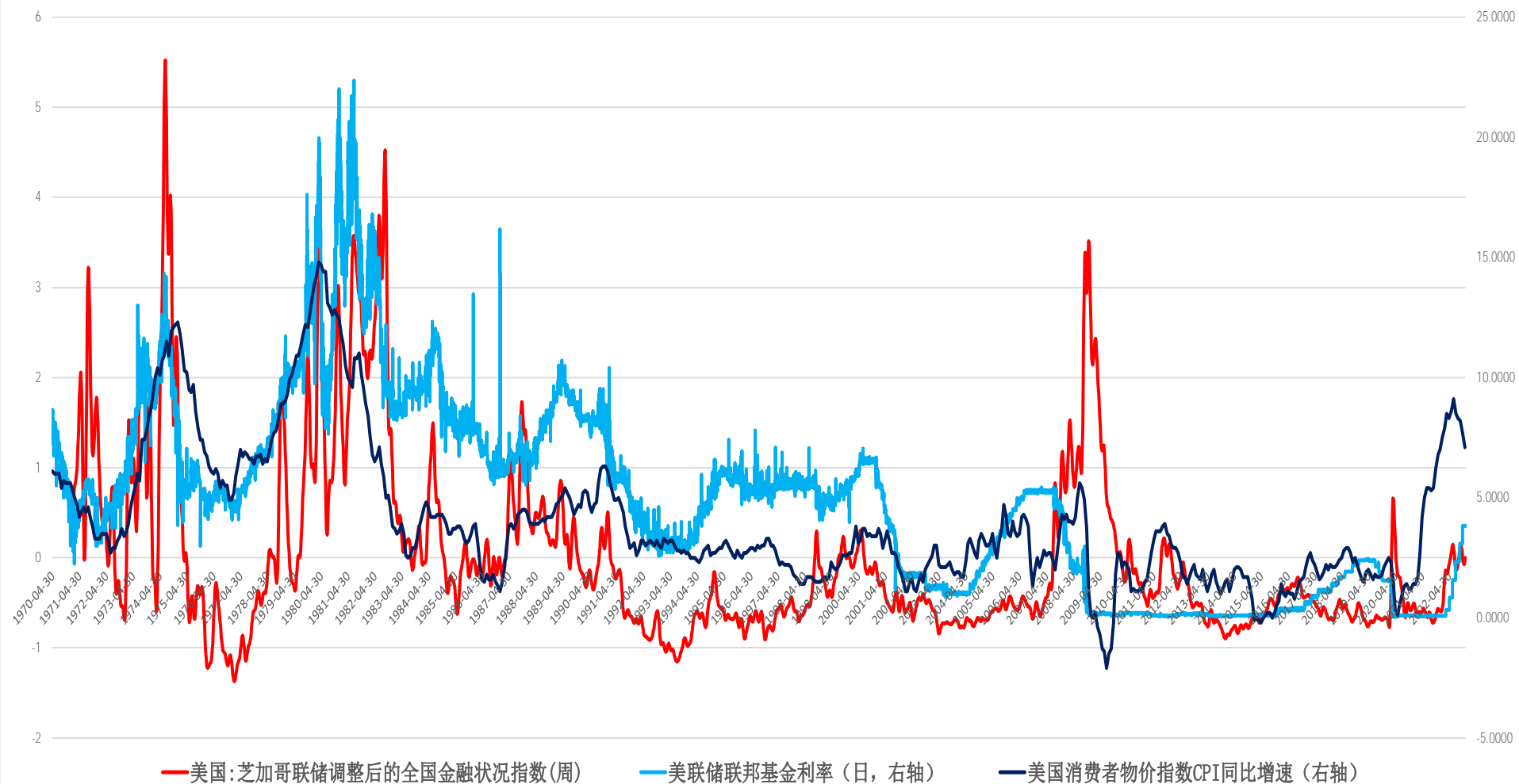
美联储主席鲍威尔讲话强调，影响消费者通胀预期的是整体CPI，而非核心CPI。

核心通胀计算的即期实际利率越发接近转正



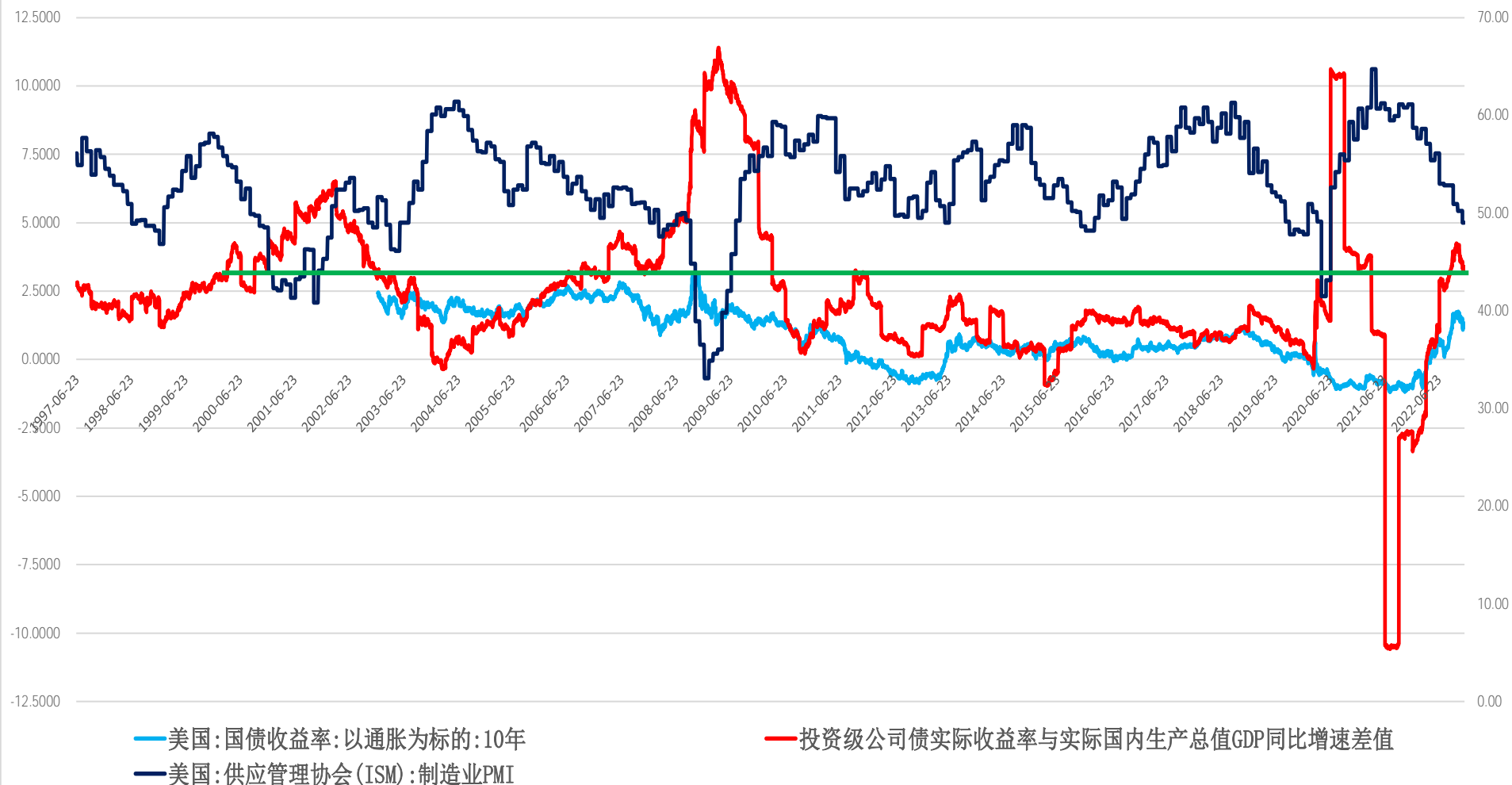
当前美国联邦基金目标利率上限4%与10月个人消费支出价格指数核心PCE同比增速差值为-0.98%。

金融条件指数转正时美联储或将停止加息



仅70年代末到80年代初例外，其背景美国经济通胀再度失控。

金融条件收紧已于第三季度超过阈值



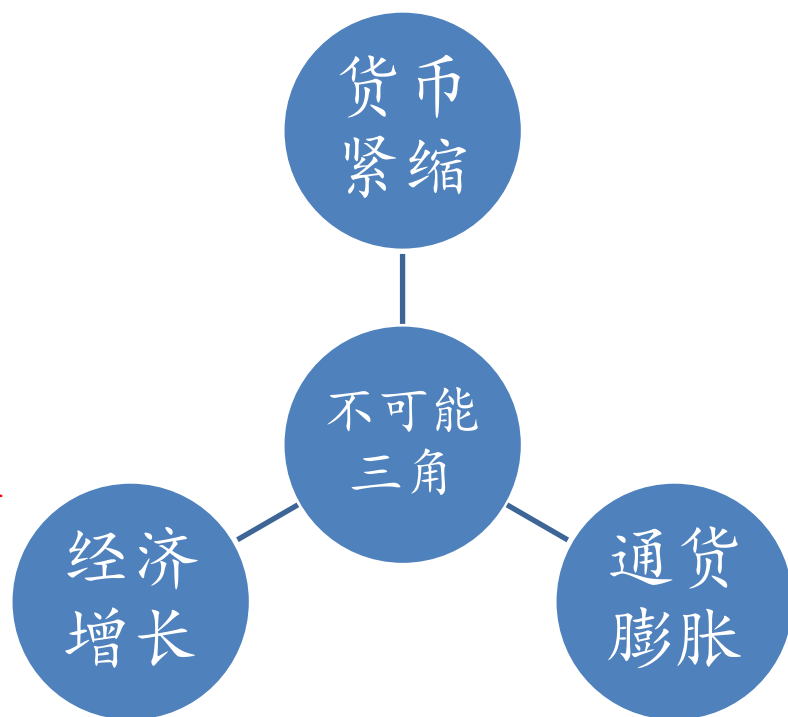
根据美国企业实际融资成本和投资回报率250BP的经验阈值,按照当前市场预期美联储加息路径,金融条件收紧对经济增长压力已于第三季度超过阈值,最高至424BP,当前为338BP。

海外市场担忧“不可能三角”无解

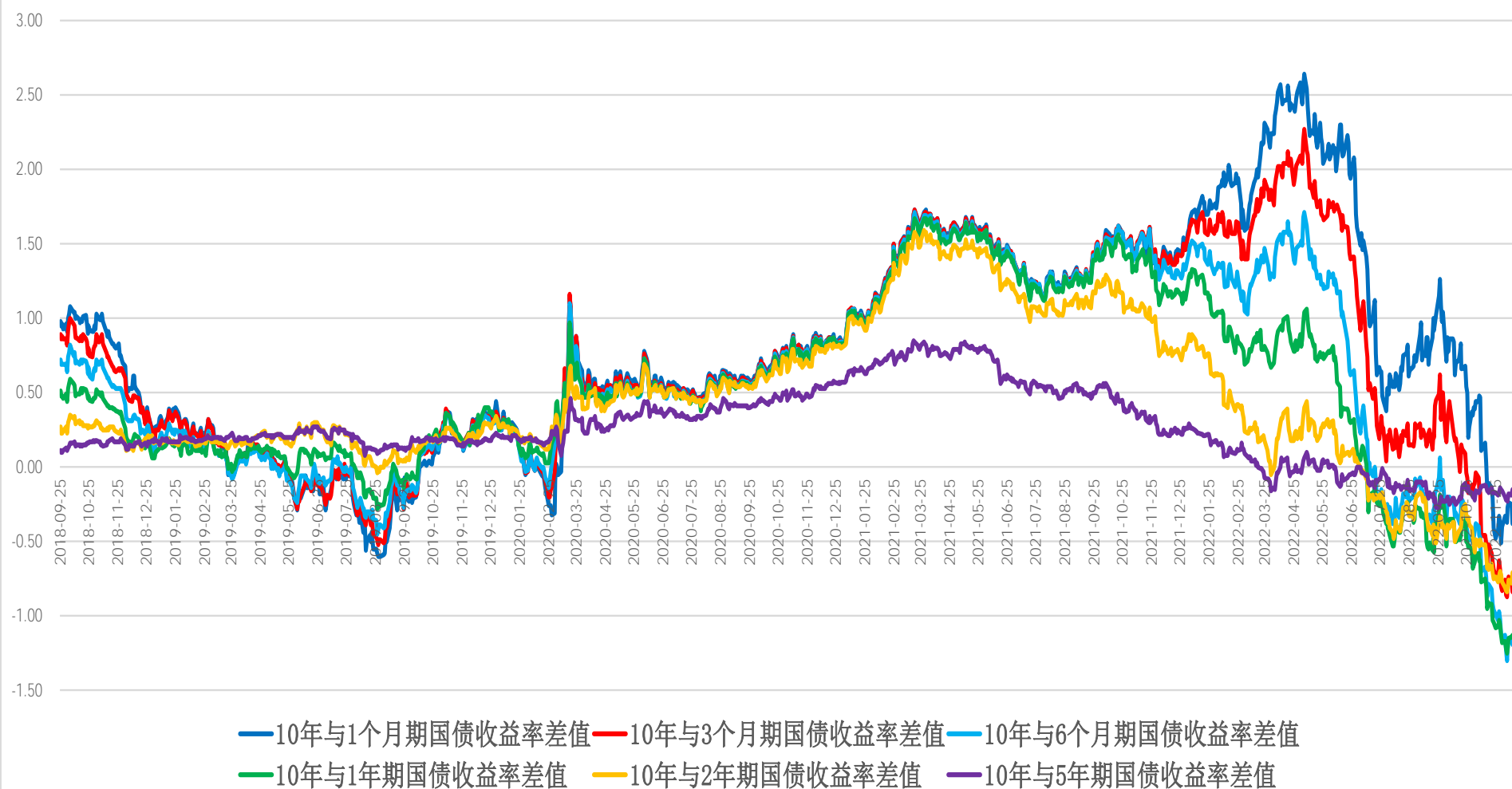
通胀的内核，是（结构性）通缩。美联储货币政策宽松与紧缩效果存在钟摆效应，导致经济“软着陆”不完全由美联储决定。

也就是说，当前海外市场主要担心货币紧缩、通货膨胀、经济增长的“不可能三角”无解，不相信美联储能够“恰到好处”的通过货币紧缩成功抑制住通货膨胀而又不破坏经济增长。

因此，**消费端通胀回落斜率（即高通胀持续时间）与经济增长下滑斜率对未来美联储货币紧缩政策何时“松手”至关重要**。倘若经济增长过快陷入衰退将会无法得到政策帮助导致股债“双杀”，且强利率和强美元亦会使黄金价格面临压力，导致投资者“无处可藏”；相反经济衰退本身并不可怕，待通货膨胀和货币紧缩高点得到解决后，货币政策可以逐步转向，市场也可以转为交易债券和成长风格。

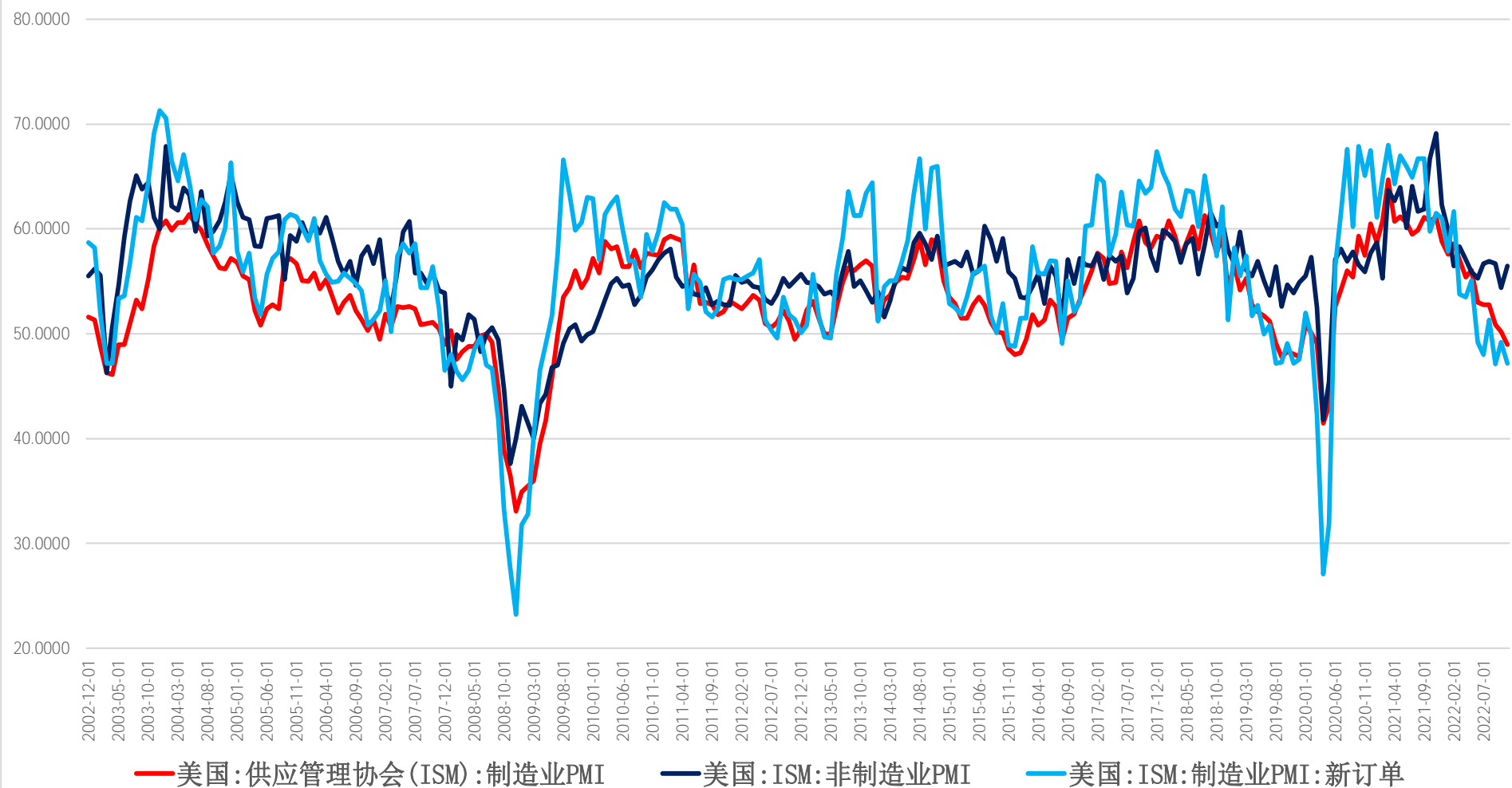


美国中短期与10年期国债收益率差值均已转负

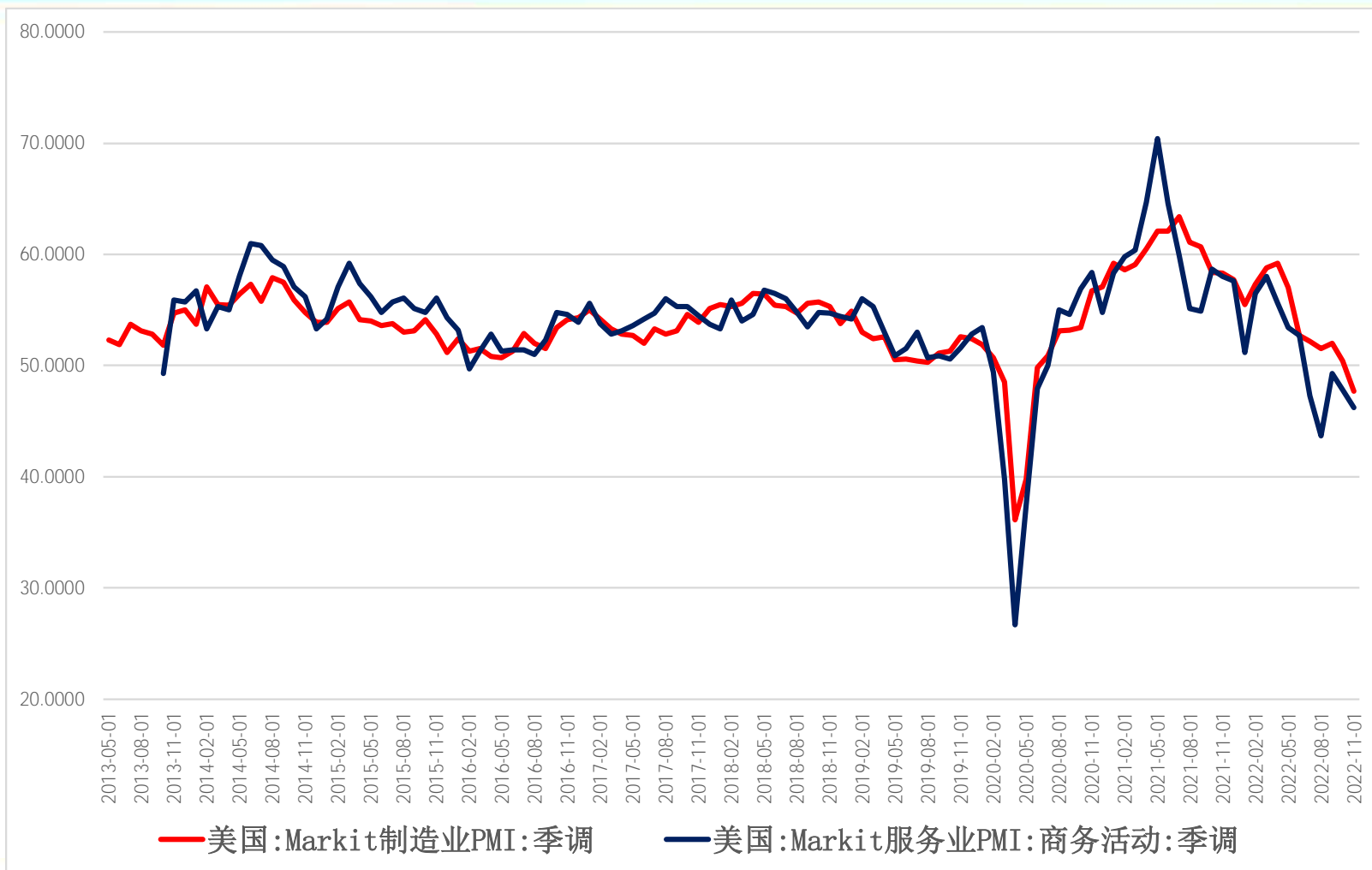


截止2022年12月13日，美国10年期与3个月（1年期，2年期）国债收益率差值为-84（-113，-71）个基点。

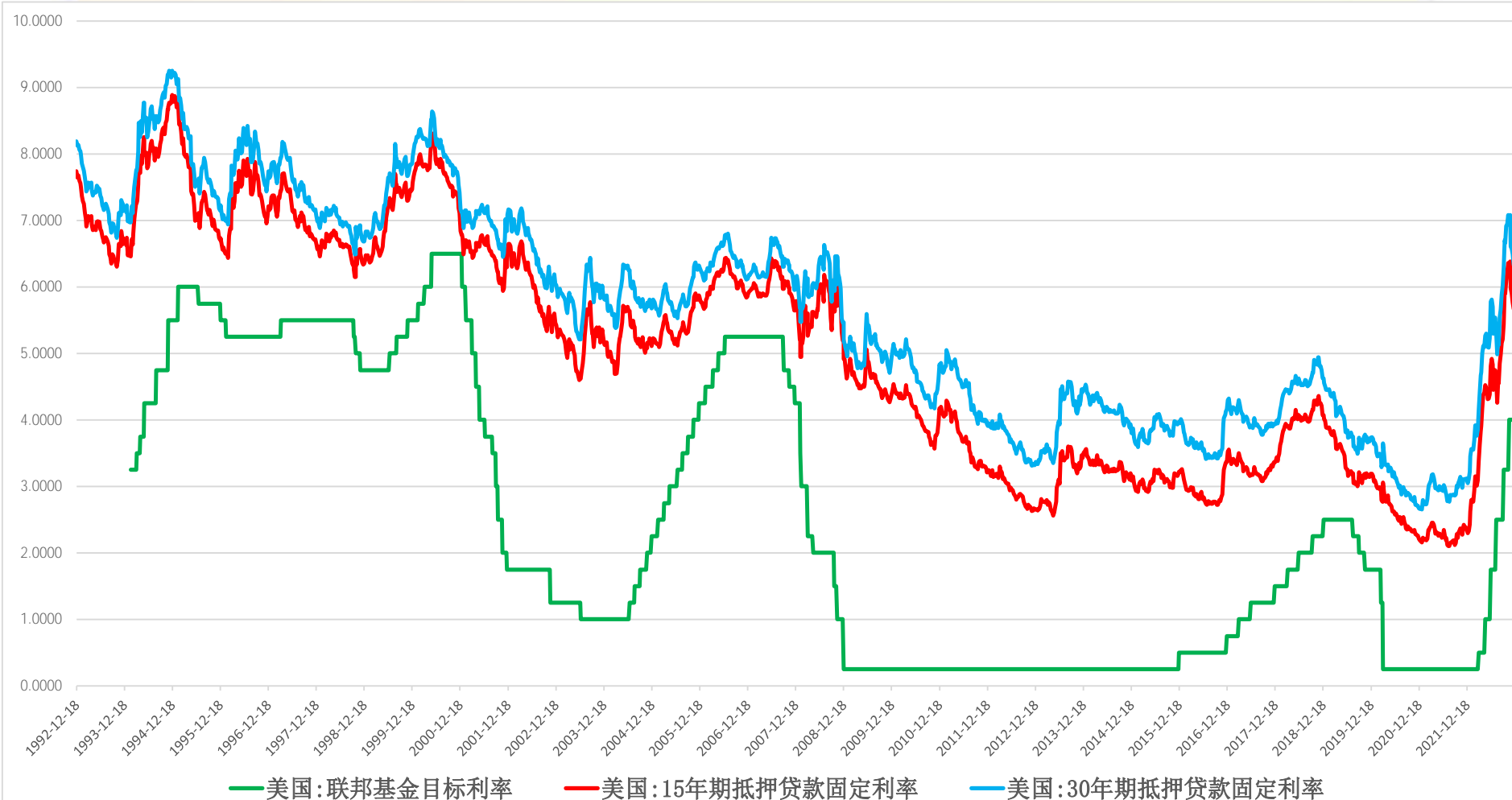
美国ISM11月制造业PMI已经跌破枯荣线50



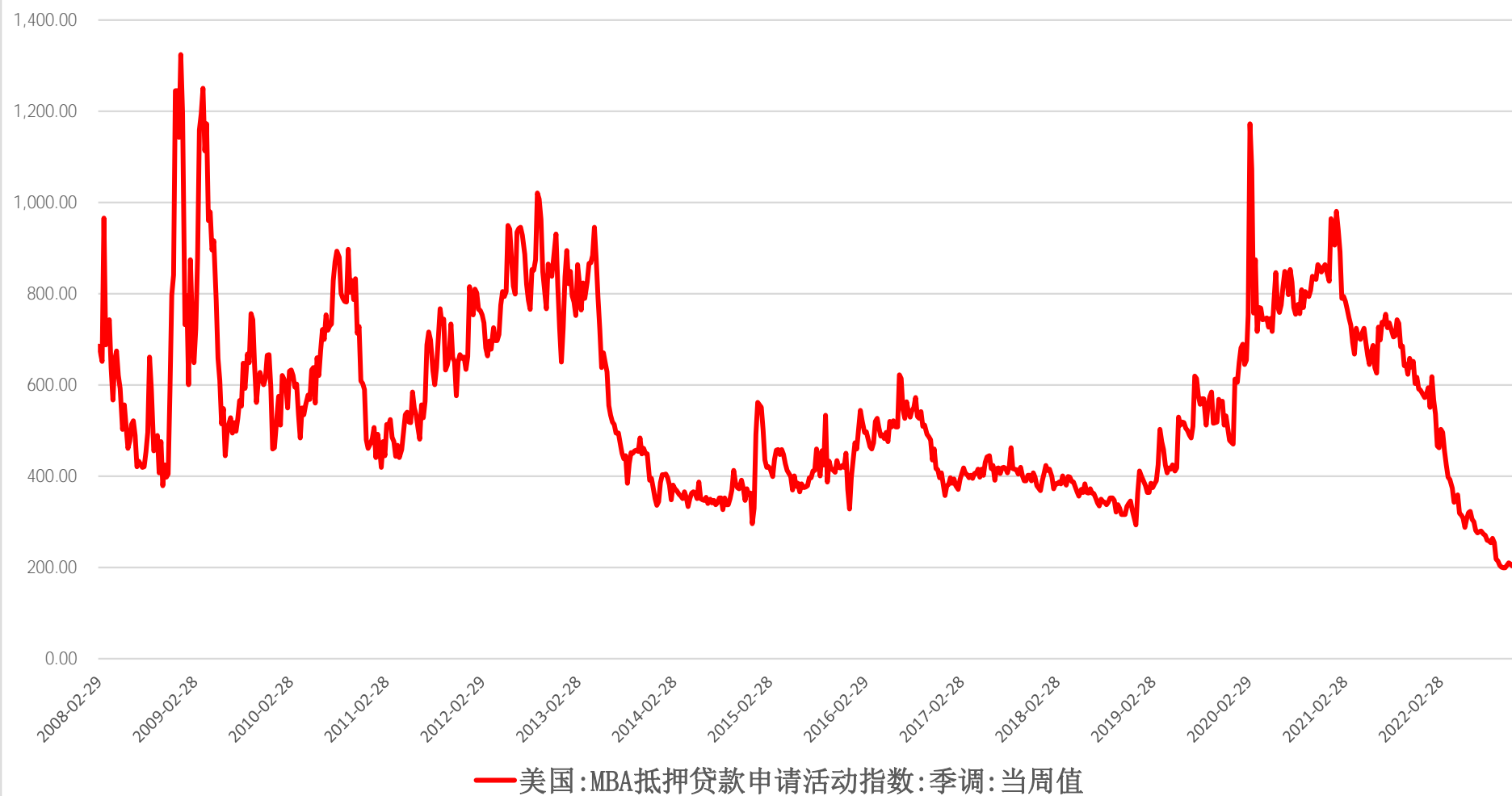
美国11月Markit制造业与服务业PMI均低于50



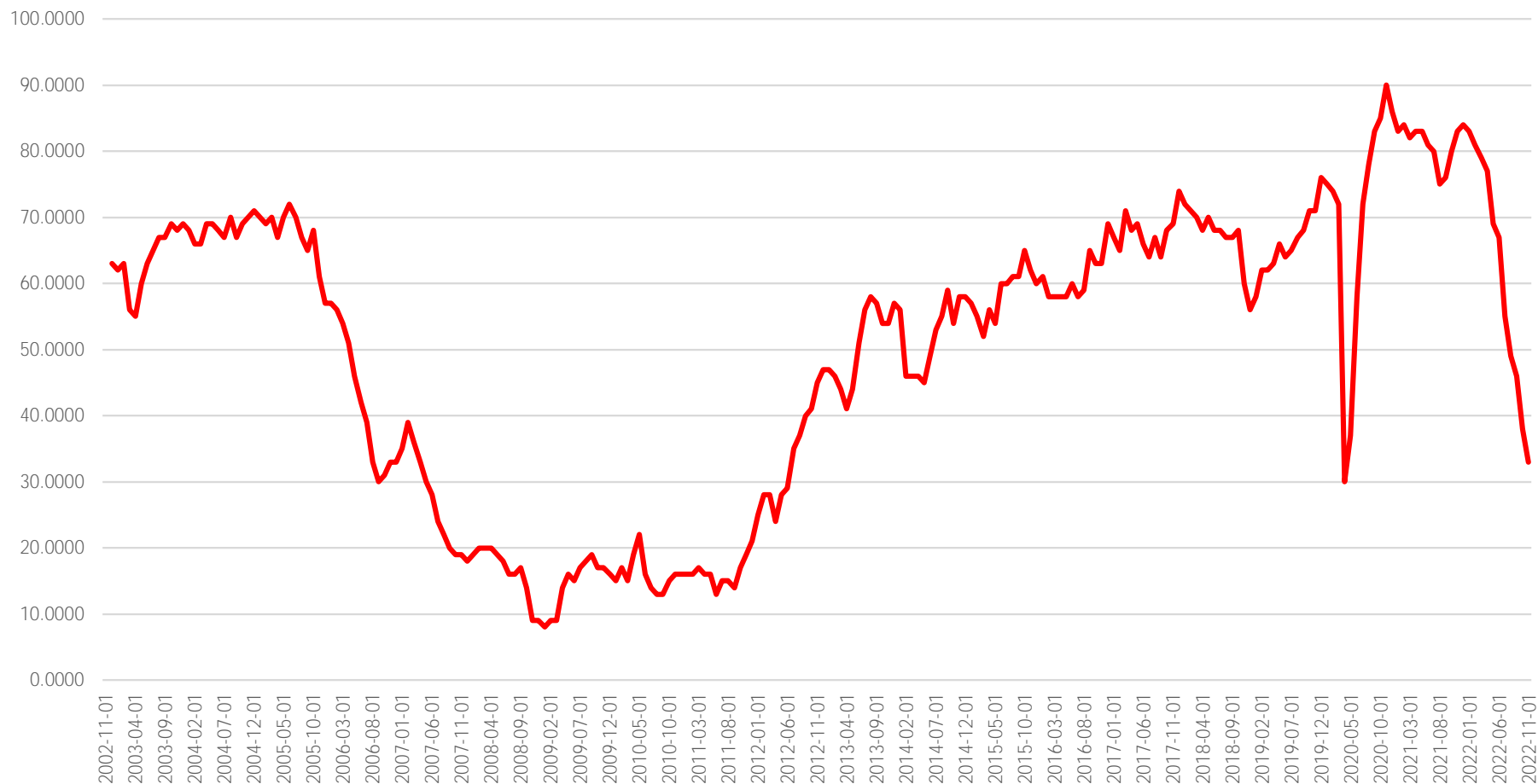
美国30年期抵押贷款利率震荡下降但仍高于6%



美国MBA抵押贷款申请活动指数仍处历史低位



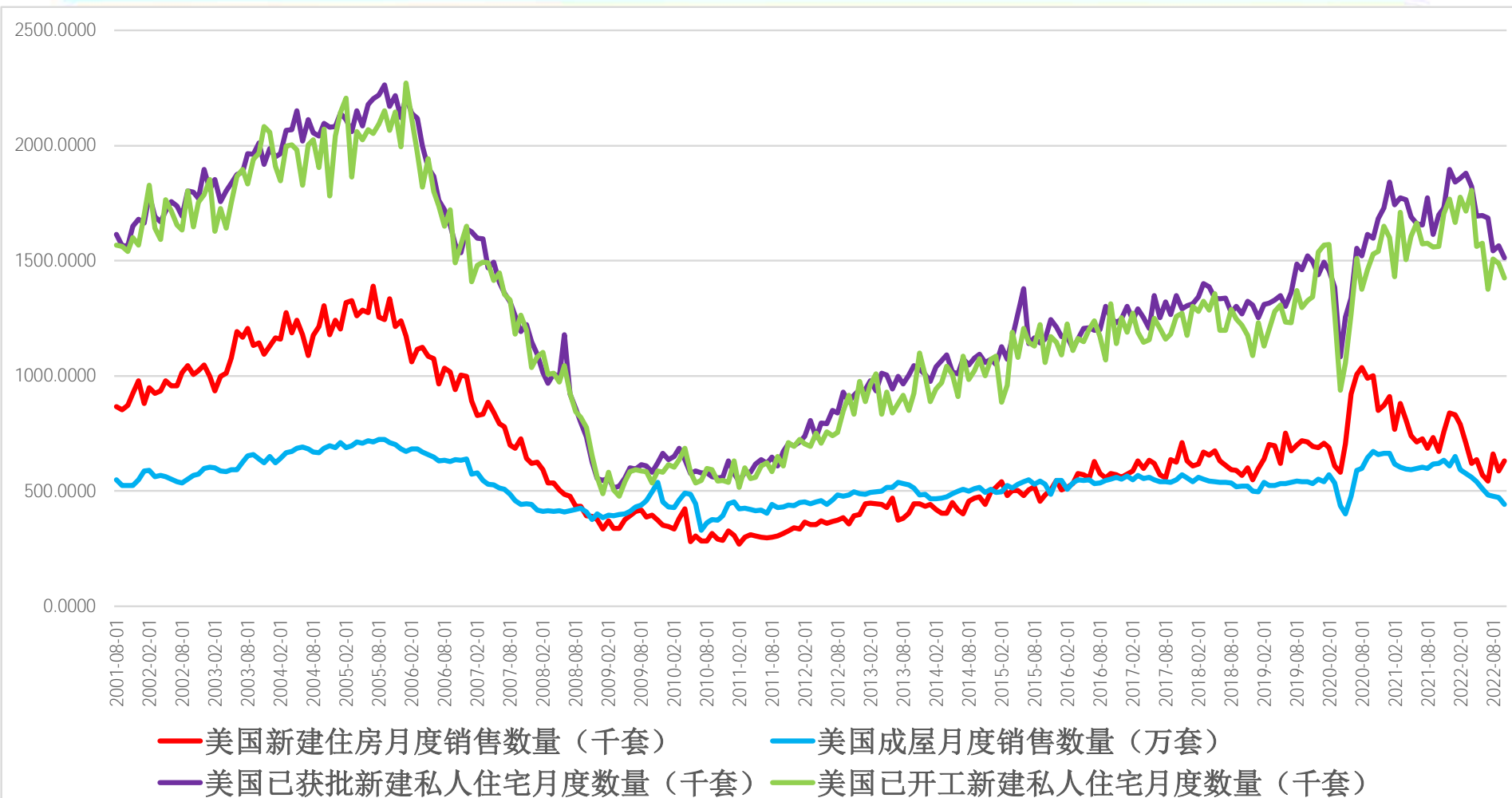
美国NAHB住房市场指数已低于近二十年均值50



— 美国:全美住宅建筑商协会 (NAHB) / 富国银行住房市场指数

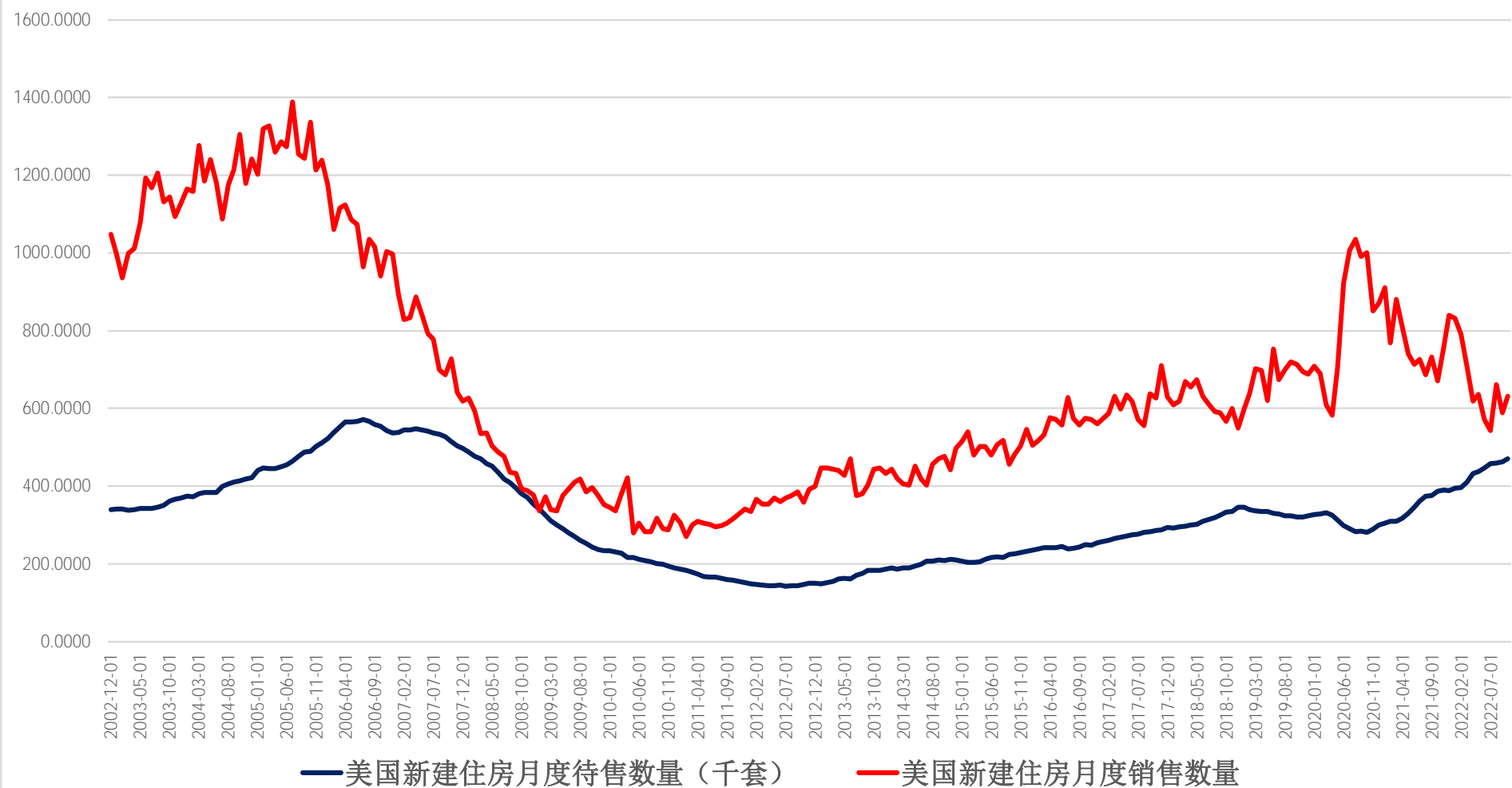


美国房地产行业主要指标均震荡偏弱

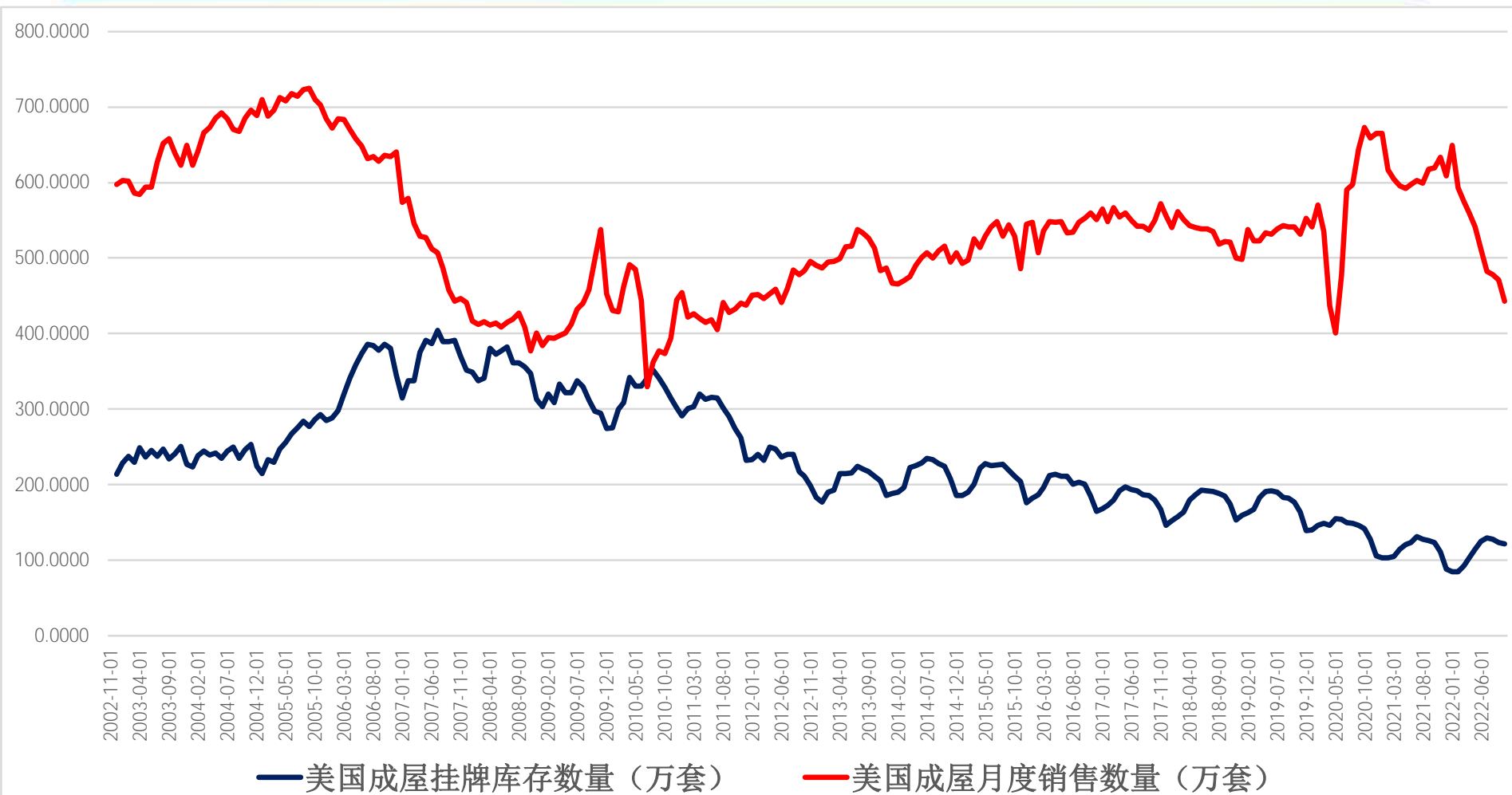


美国房地产市场为存量房市场, 每年新房销量约占总销量的10%, 二手房销量约占全年销量的90%。

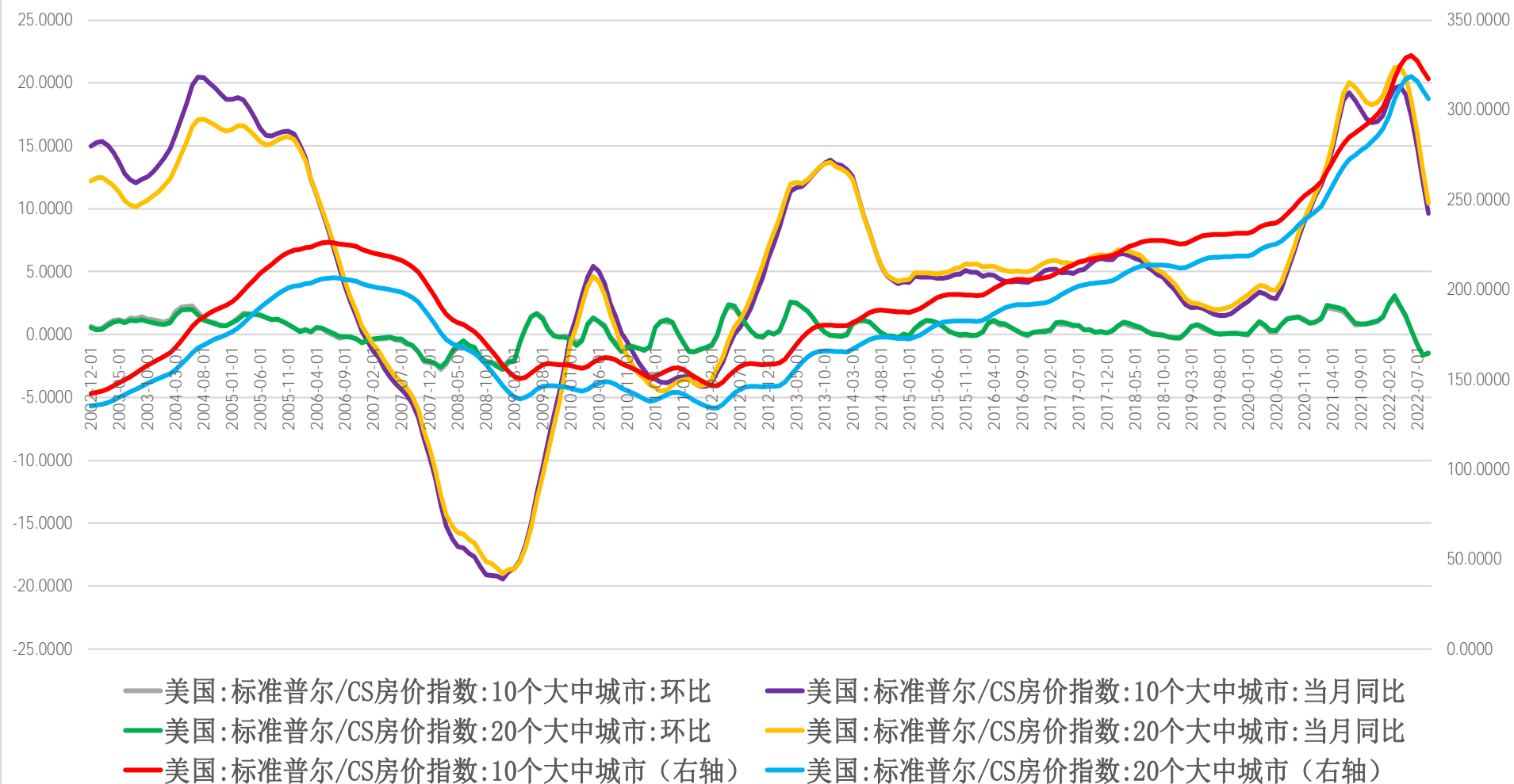
美国新建住房销售数量低位震荡致持续累库



成屋销量渐减预示房地产已经周期性见顶

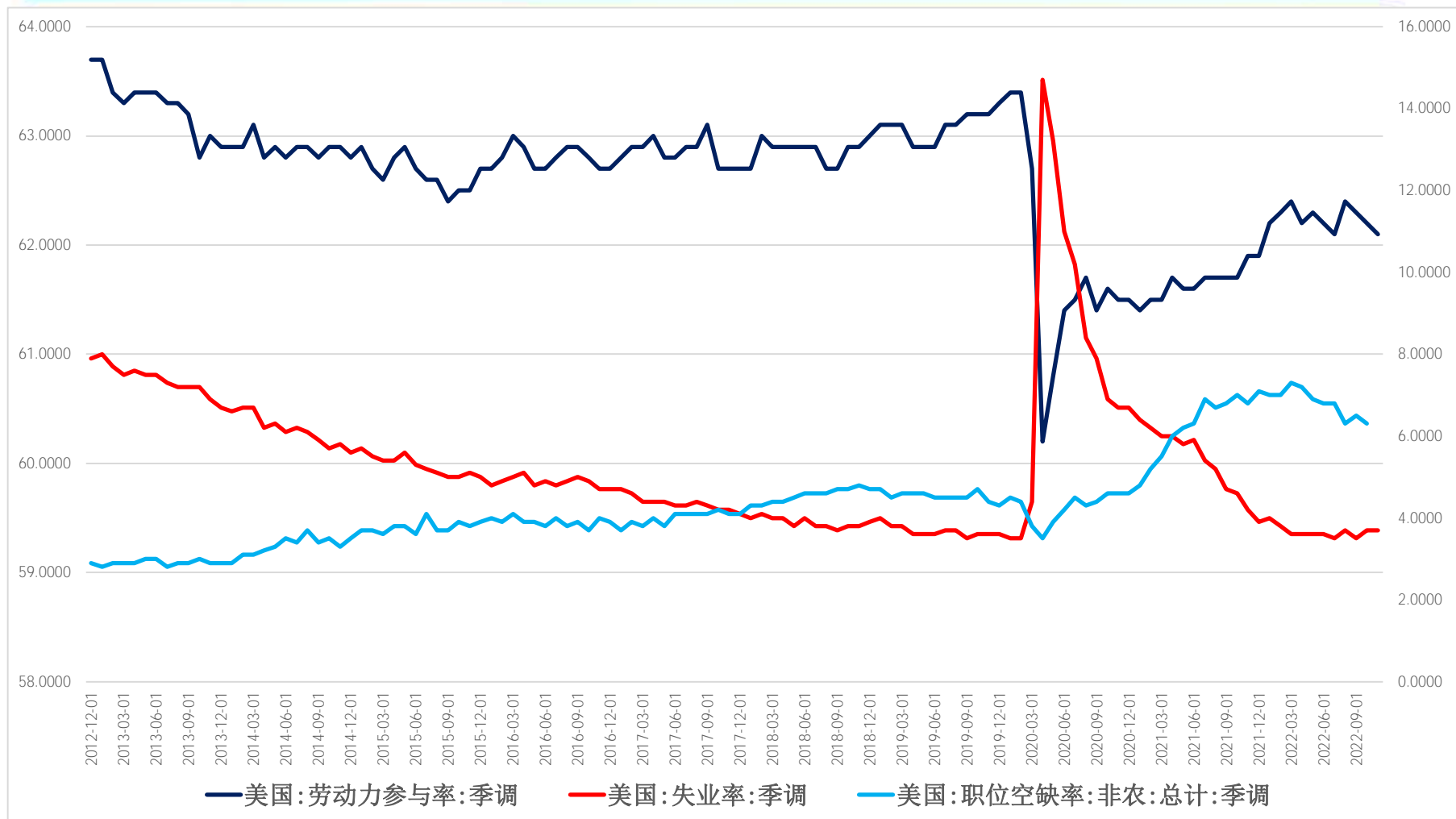


美国标准普尔/CS房价指数同环比增速开始放缓

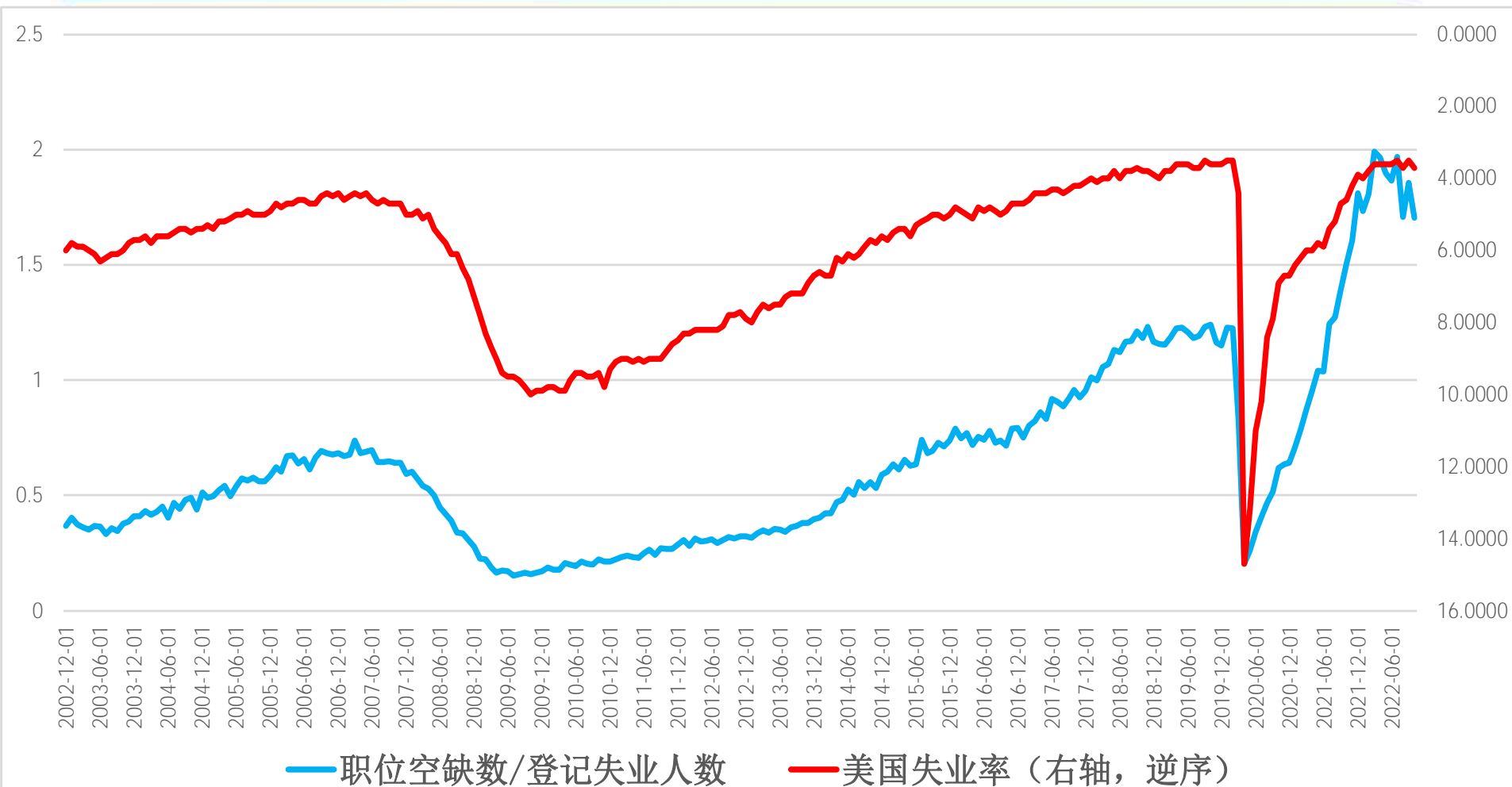


美国房屋价格走势领先住房市场租金约8个月左右，而美国20个大中城市标准普尔/CS房价指数同比增速于2022年4月达到最大值21.28%。

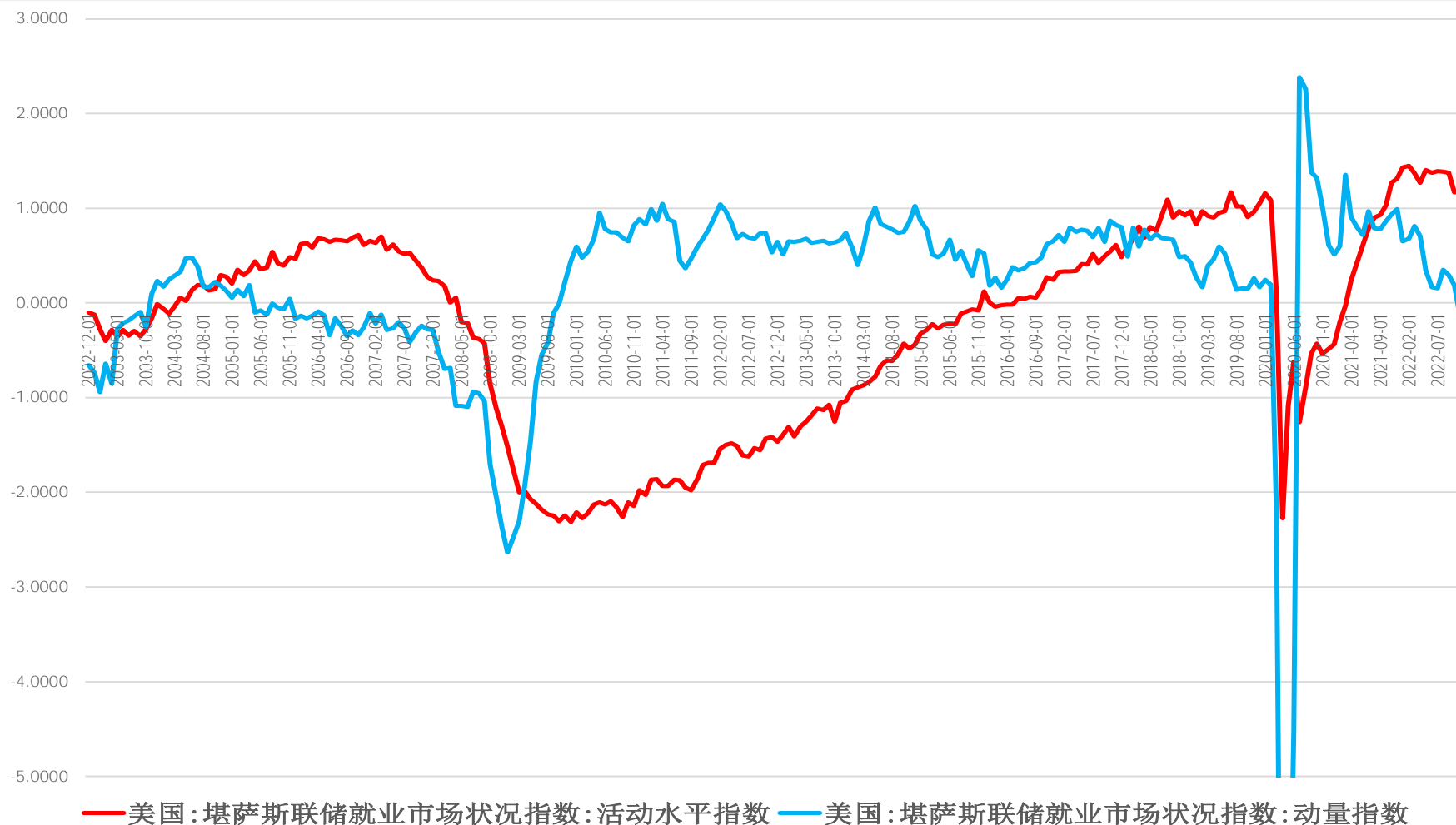
美国11月失业率3.7%持平预期和前值



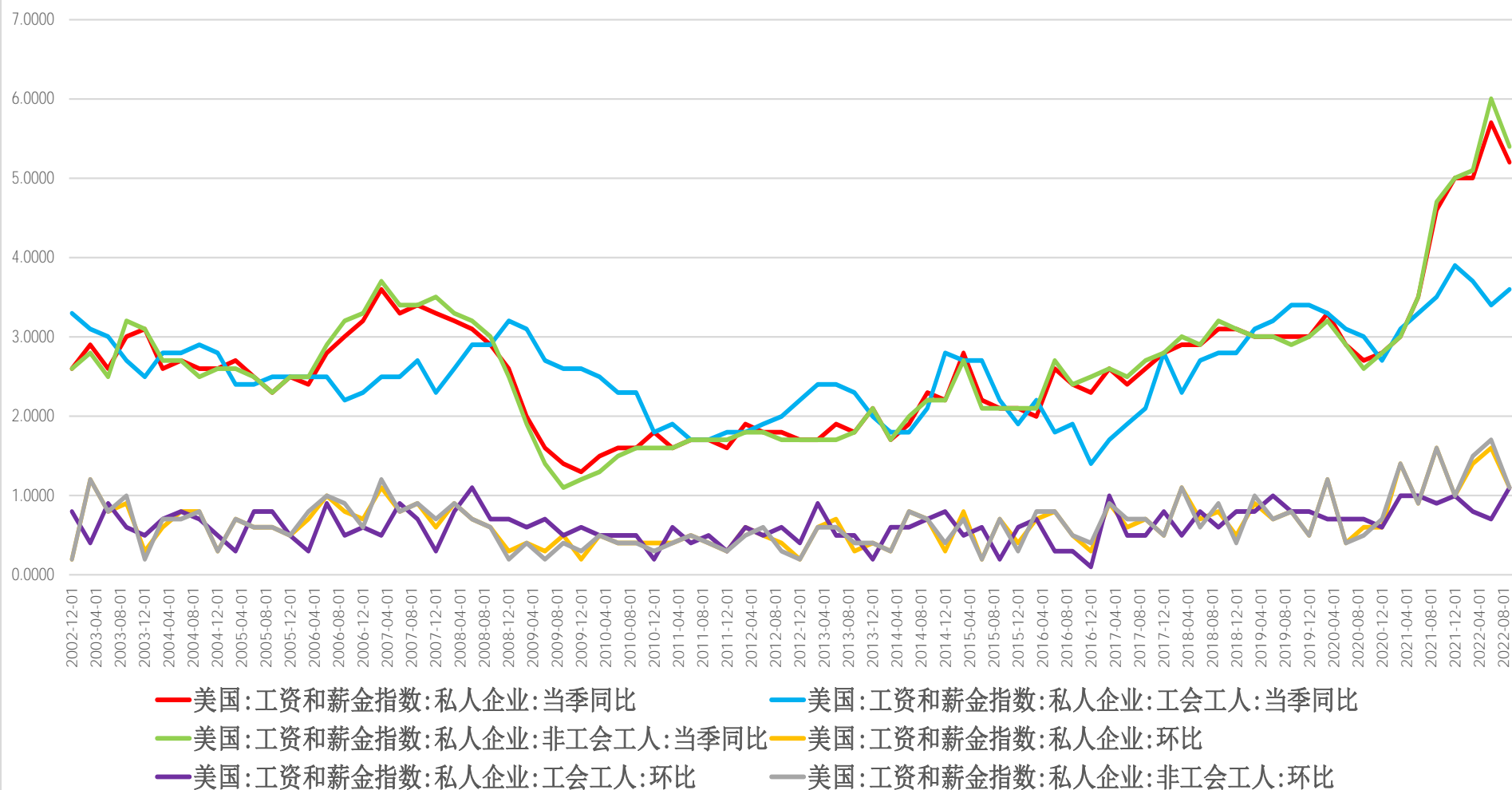
职位空缺数与登记失业人数比值震荡下降



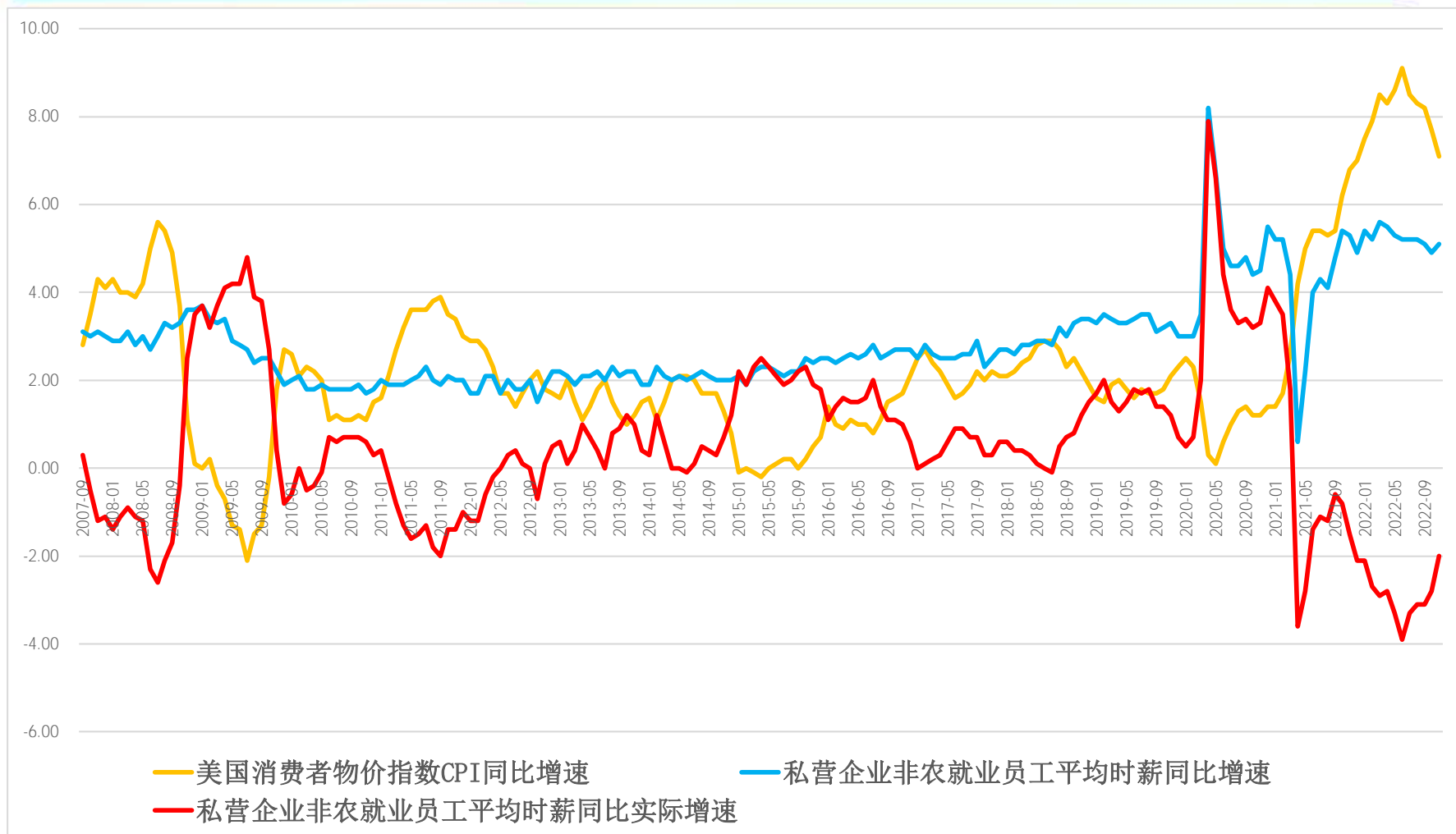
美国就业市场指数初现下降且边际增速转负



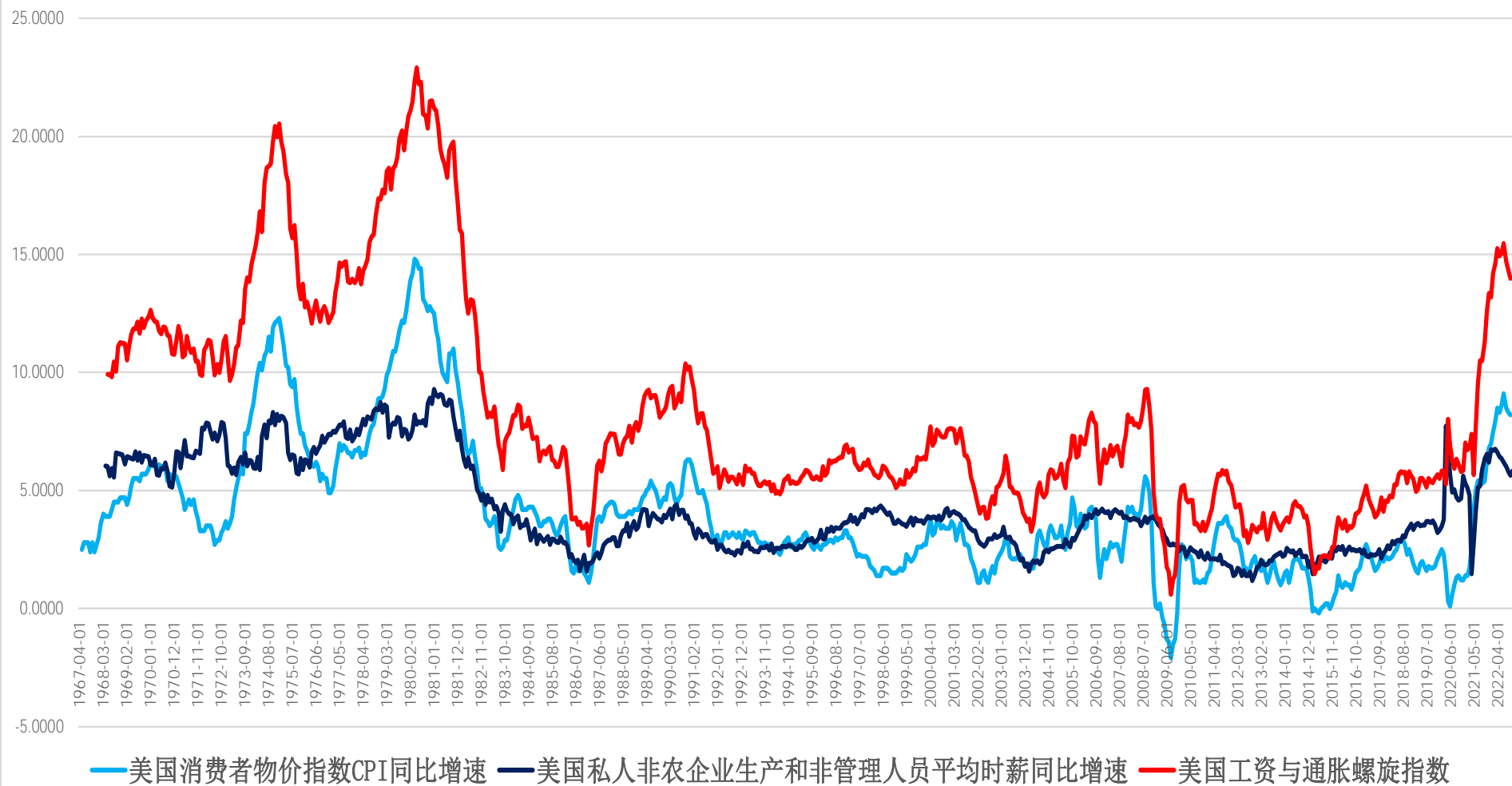
美国非工会工人工资与薪金指数同比增速下降



美国实际工资收入增速为负且仍处低位

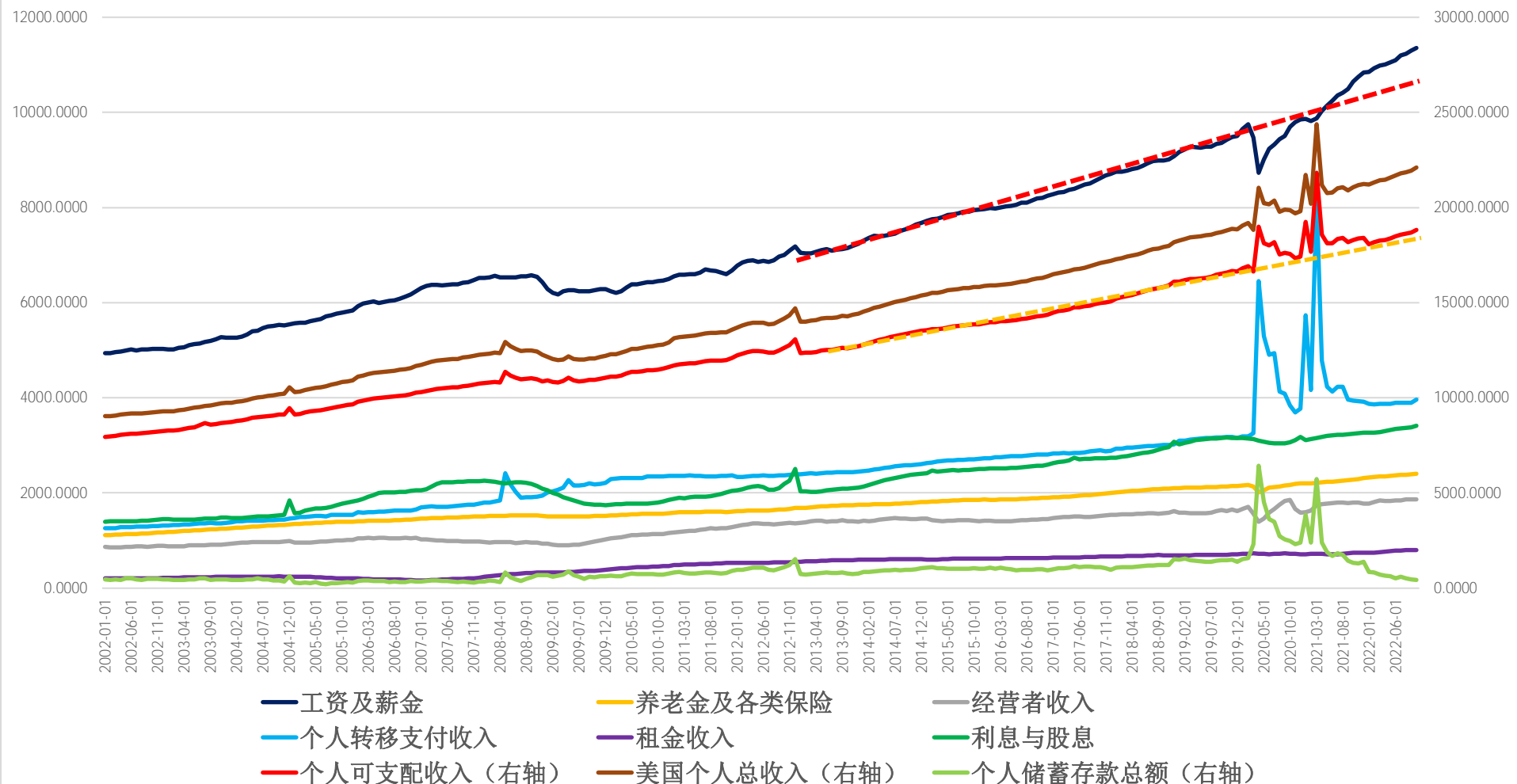


美国工资与通胀螺旋指数初现拐点

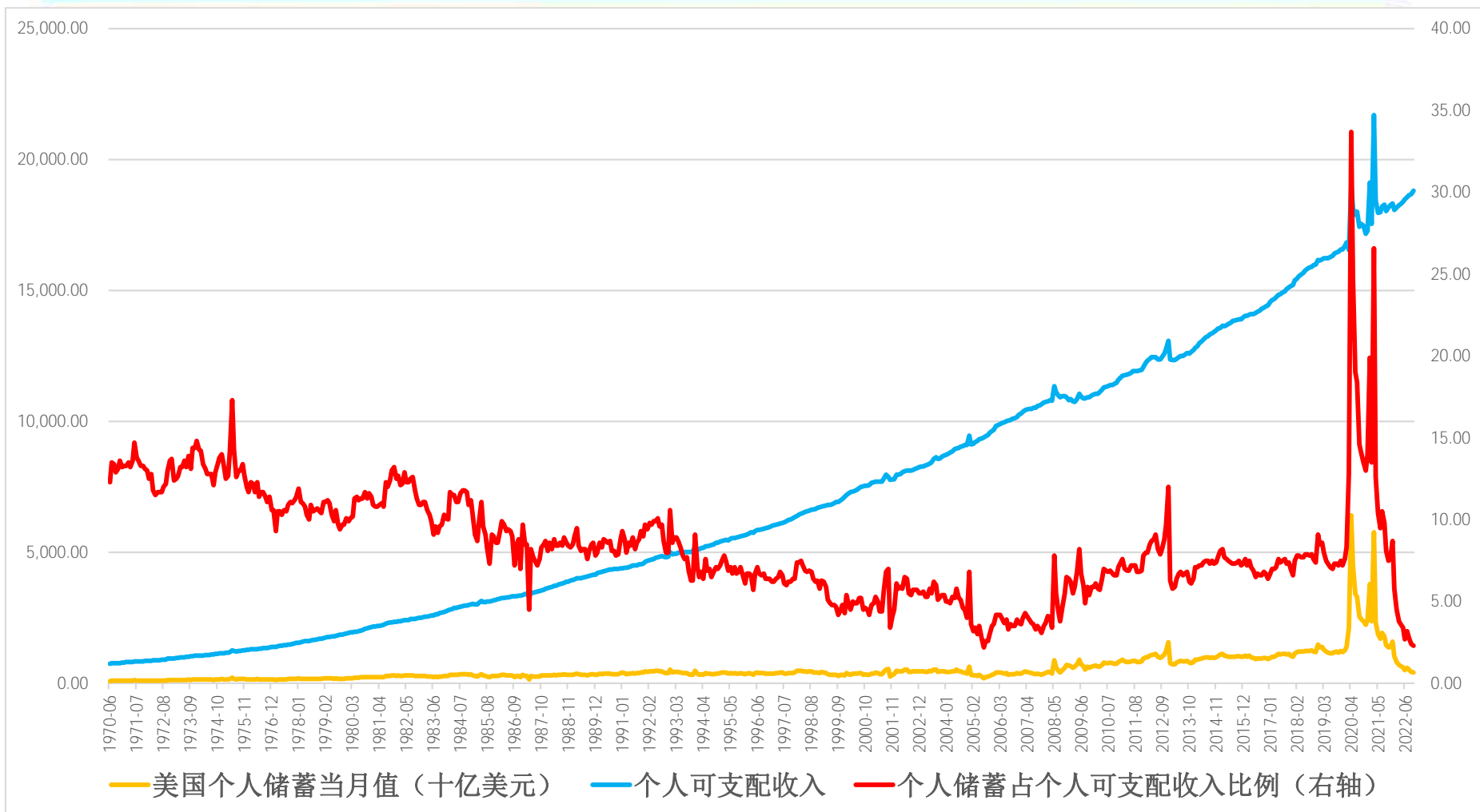


用人单位对提高工资以填补职位空缺的意愿较低，高通胀难以转化为高工资，工资-通胀螺旋上升的风险有所回落。

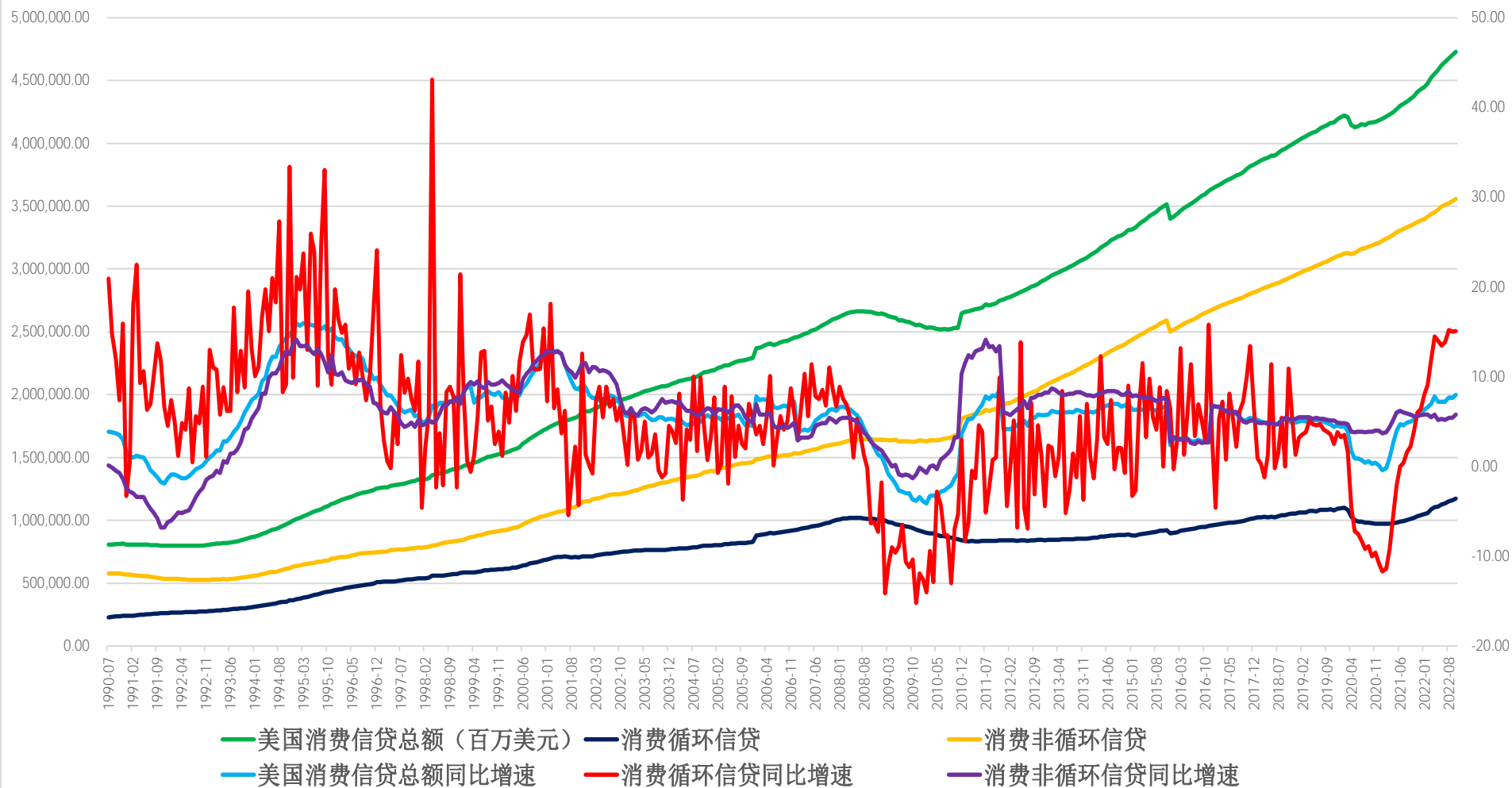
美国个人可支配收入增速渐回新冠疫情前水平



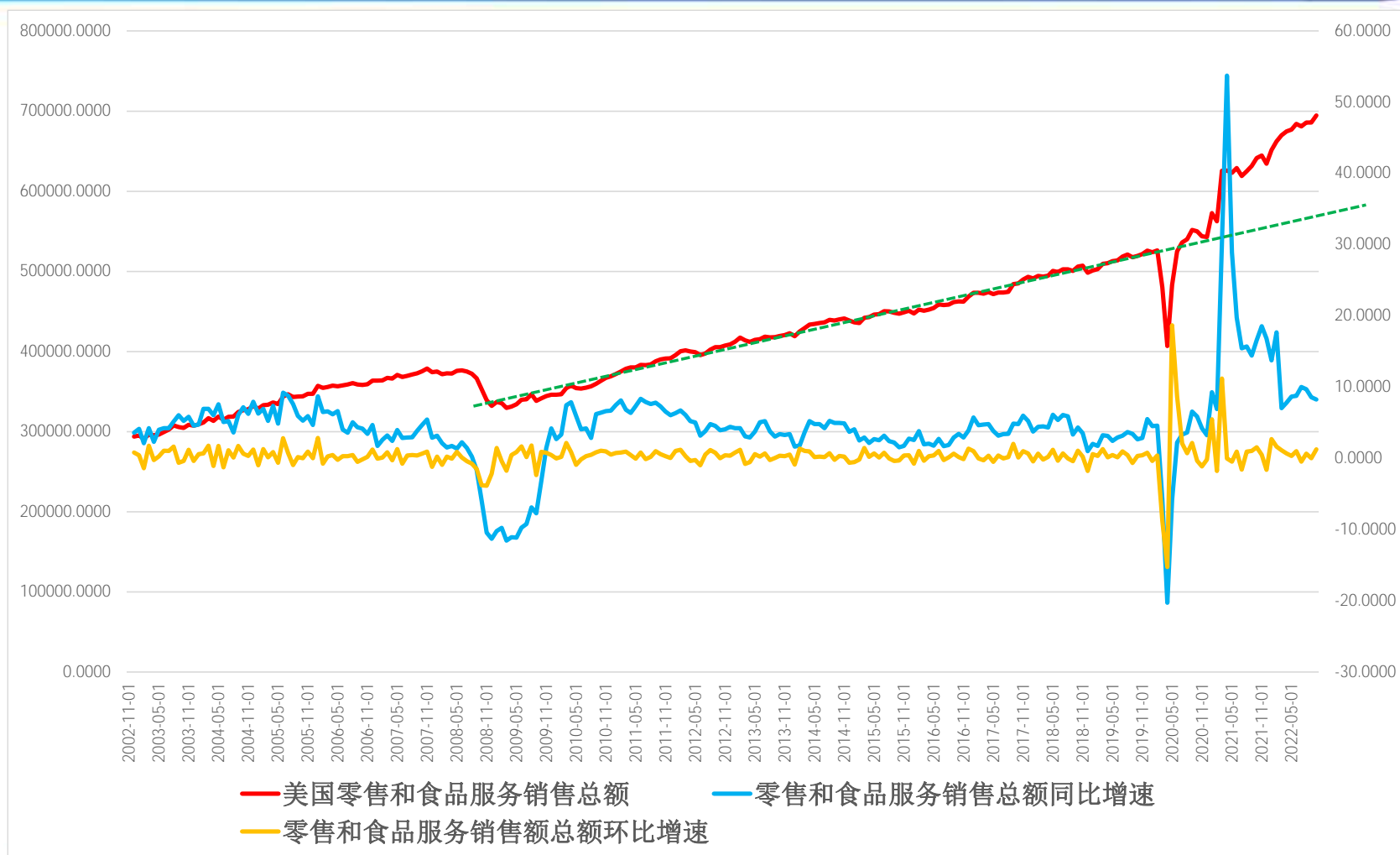
美国个人储蓄率已经低于新冠疫情前水平



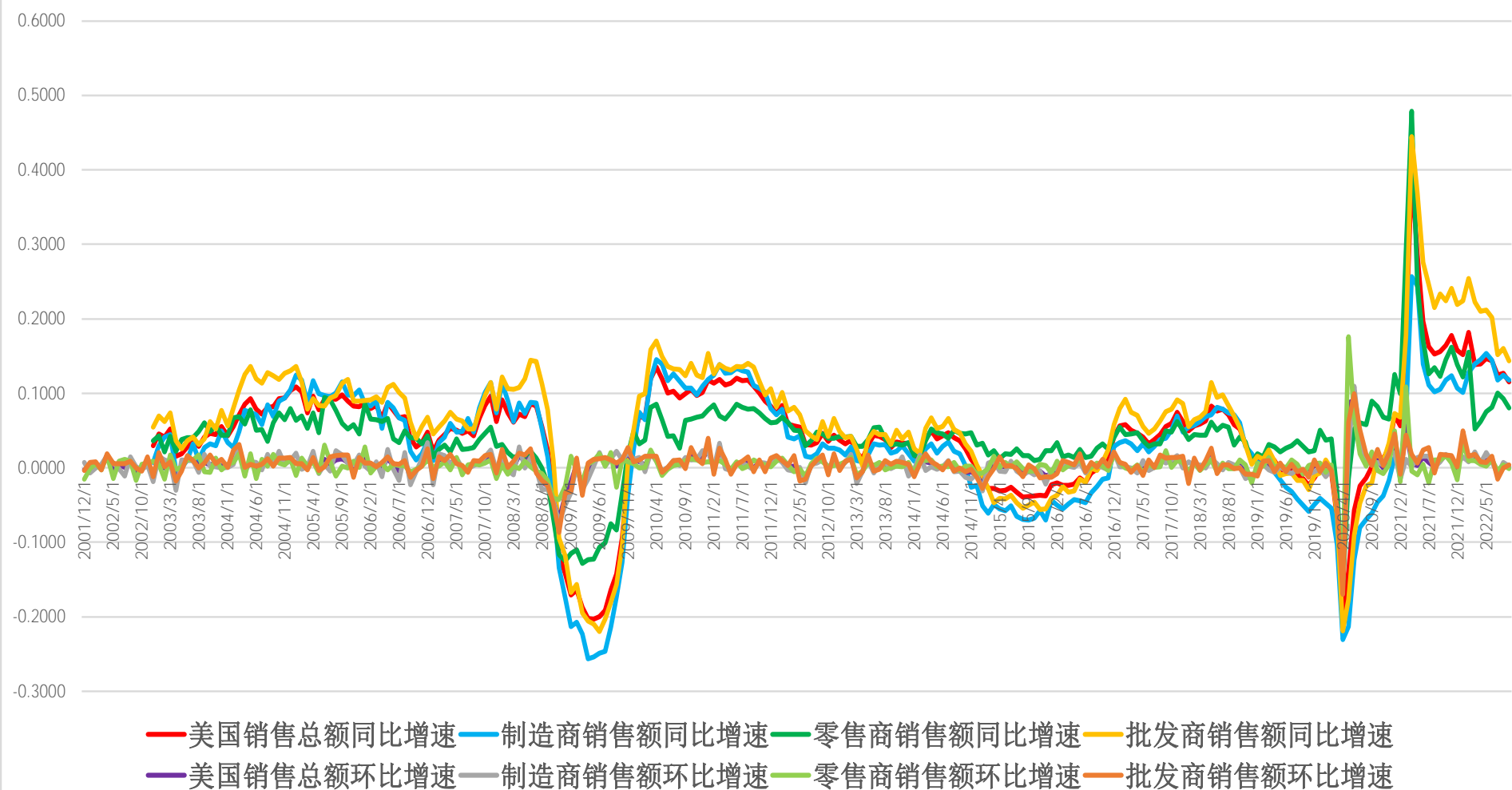
美国消费循环信贷同比增速仍处高位



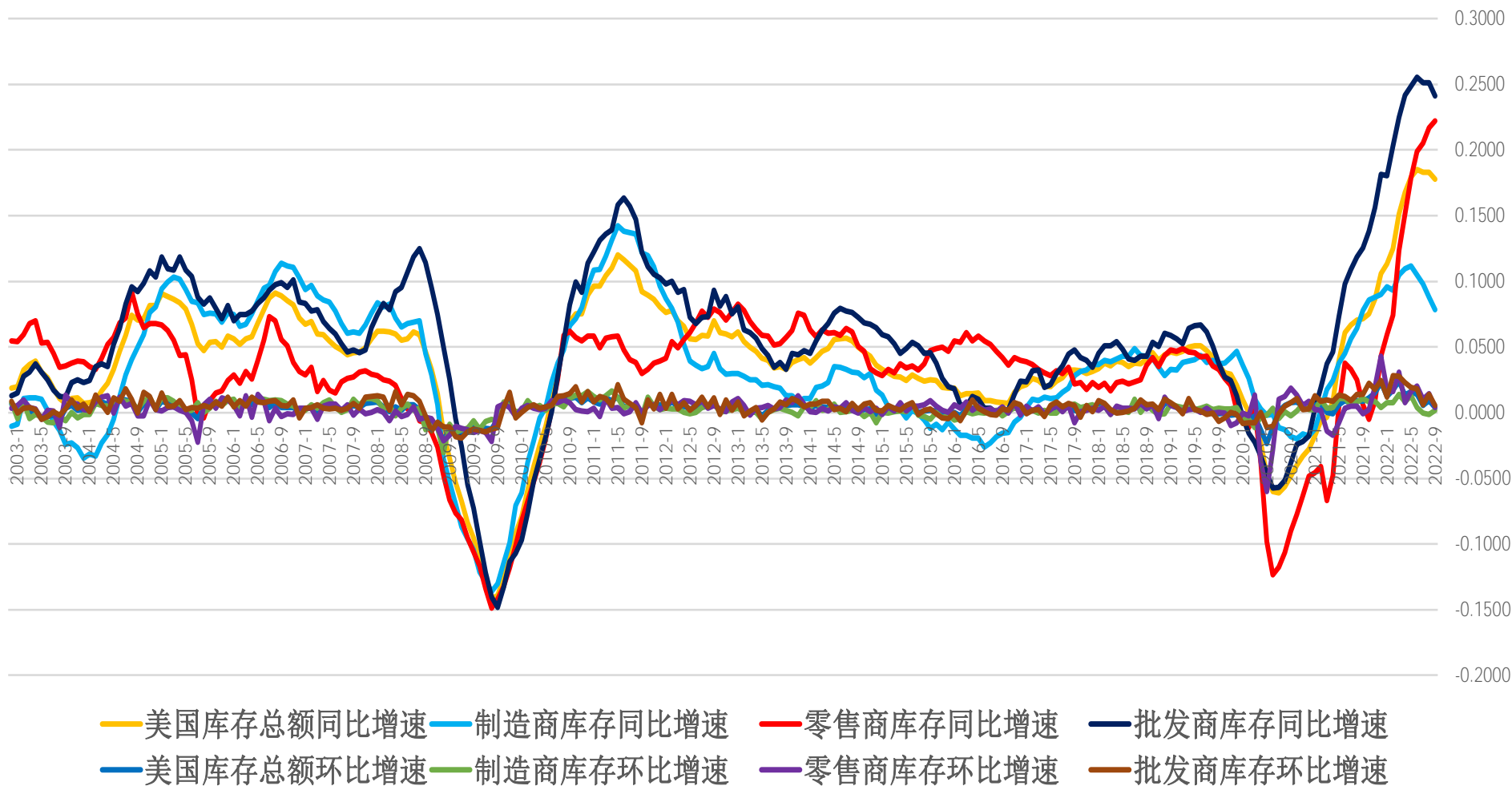
美国零售与餐饮服务销售总额同比增速震荡下降



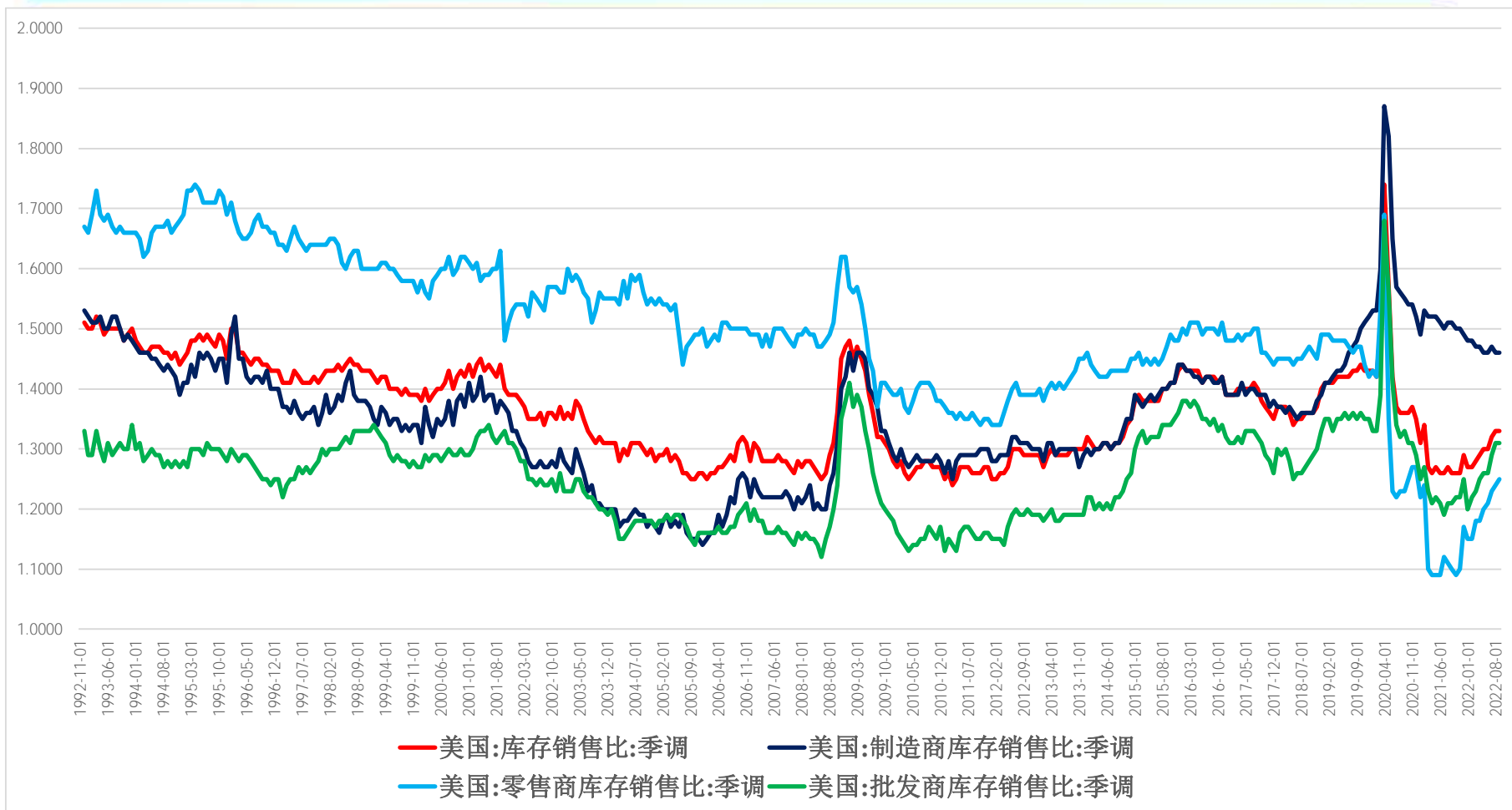
美国制造批发零售商销售额同比增速震荡下降



美国批发与零售商库存总额同比增速仍处高位



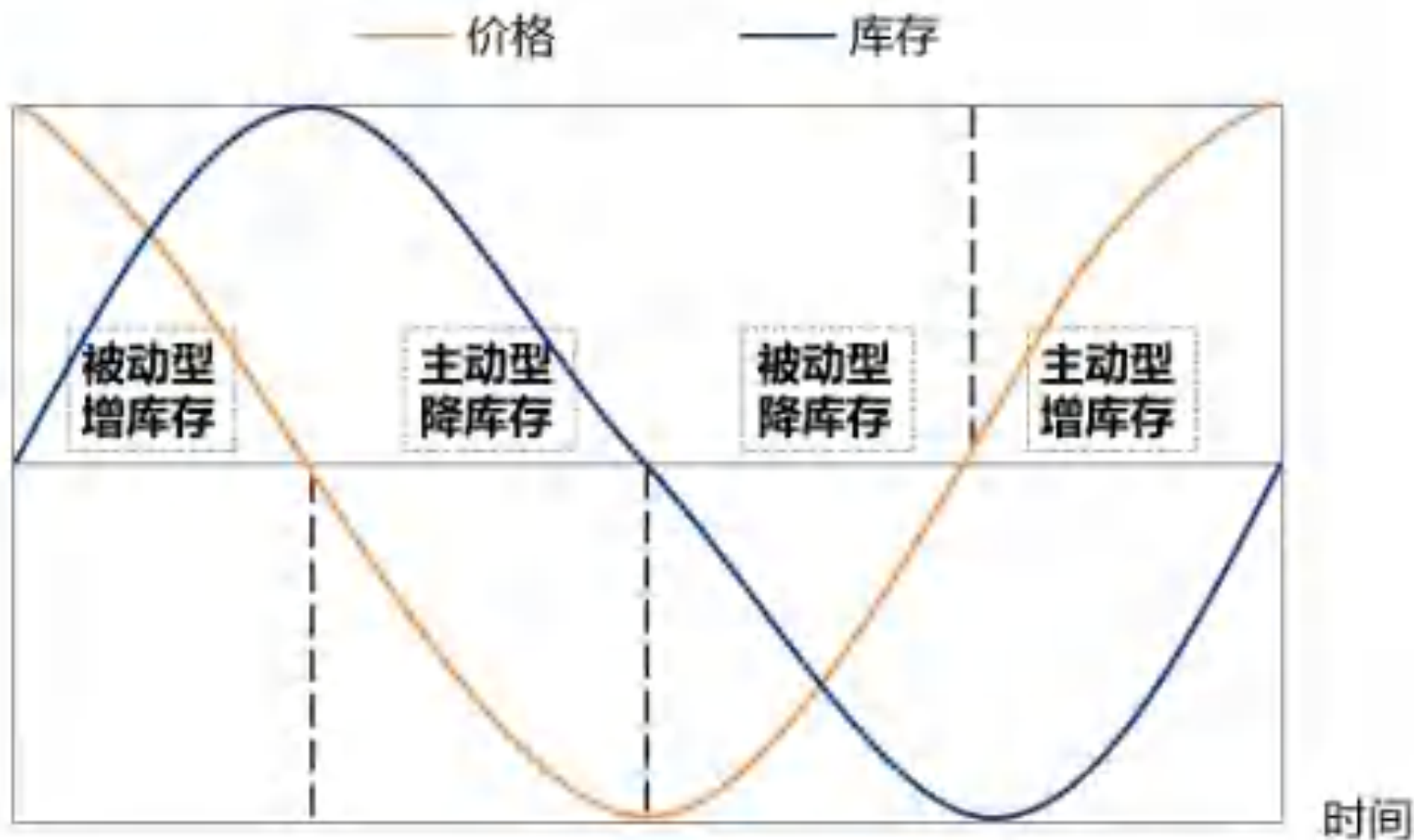
美国经济渐入主动去库抑制商品价格与企业盈利



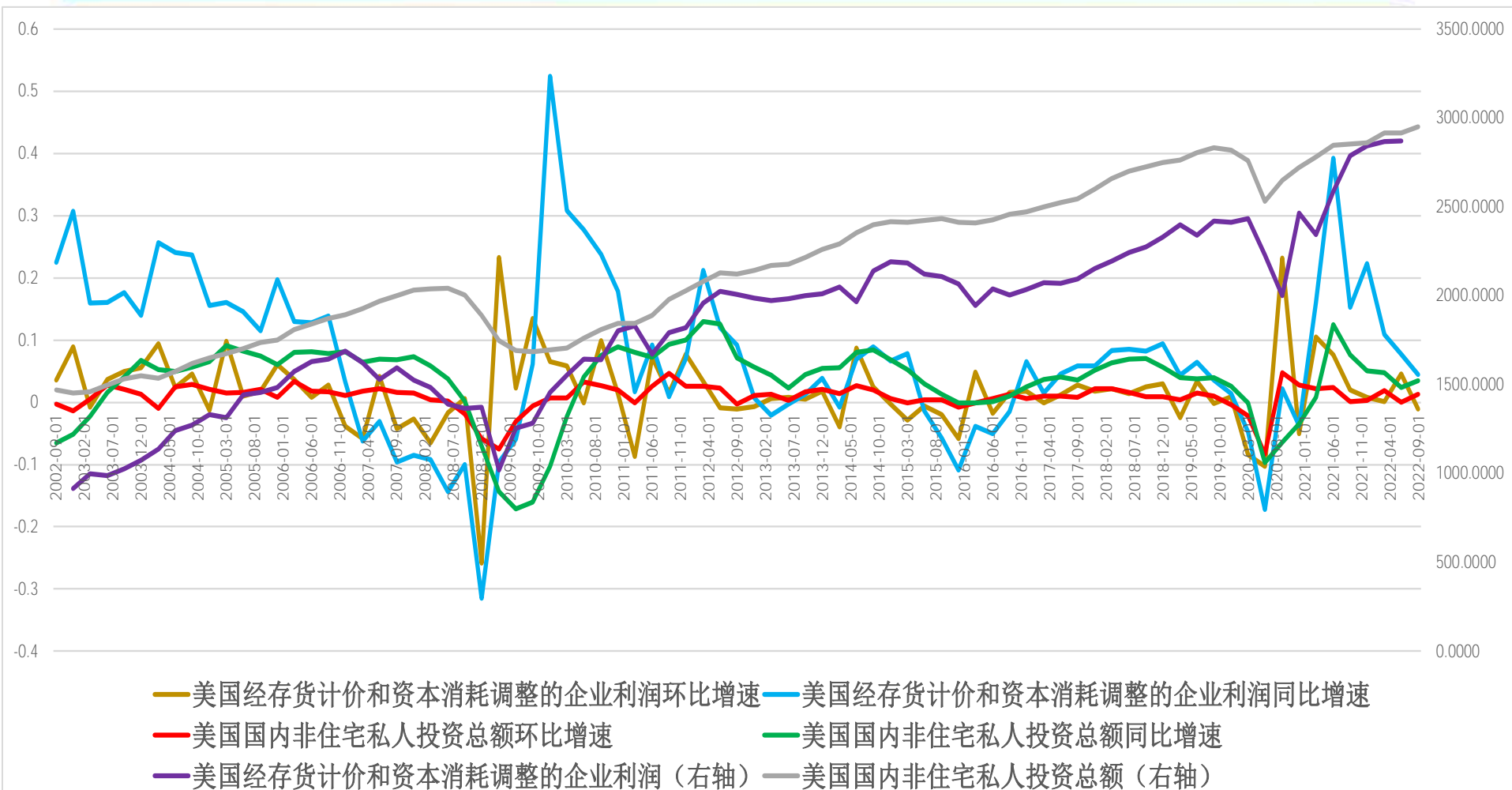
Target、Walmart和Macy 's等百货公司近期宣布将采取包括降价、促销以及取消多余订单等措施来消除过剩库存，主动去库阶段或抑制商品价格、进口需求与再投资意愿，且低价销售将挤压企业盈利和利润率。



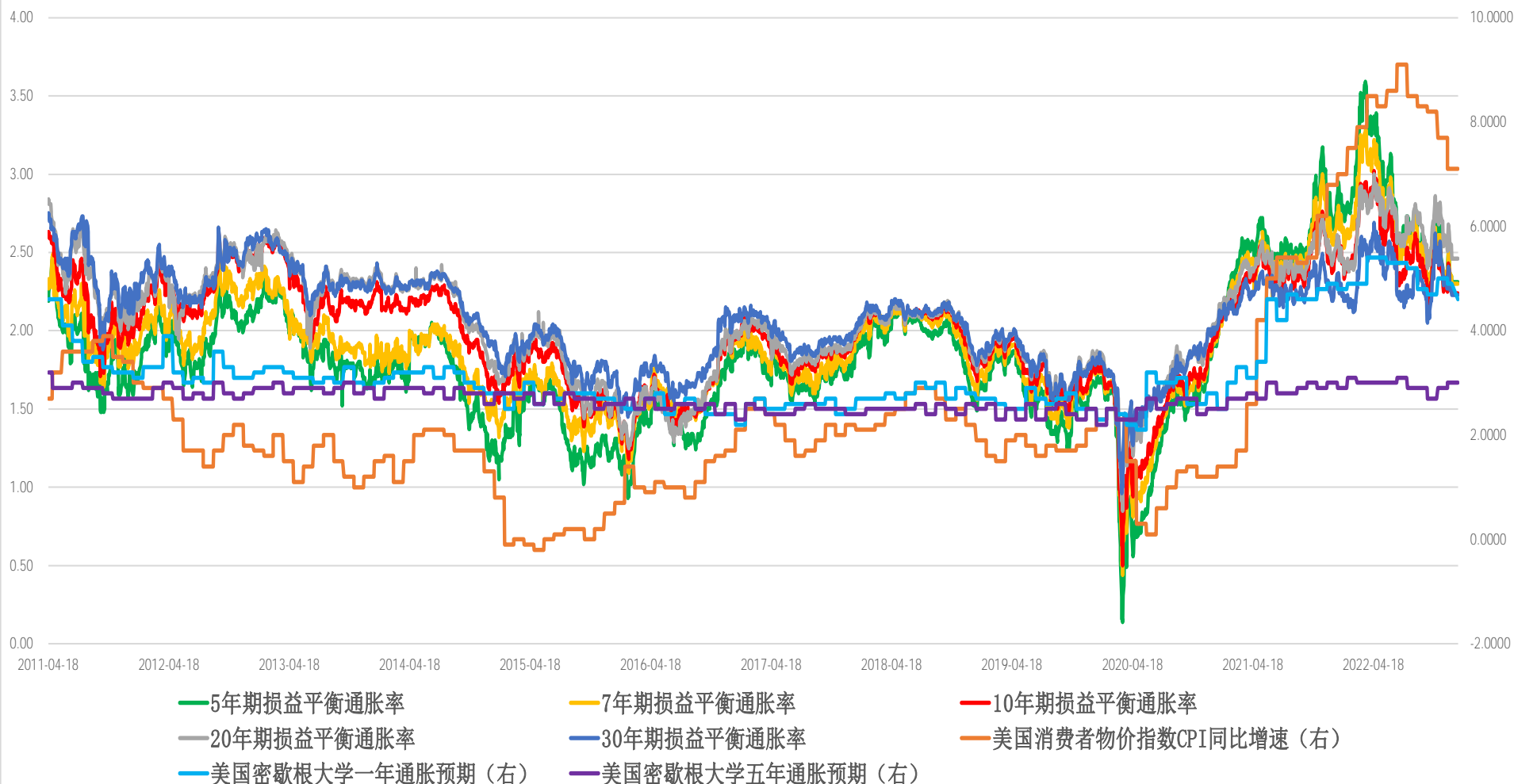
工业品的库存周期（即基钦周期）



美国企业利润同比增速震荡下降

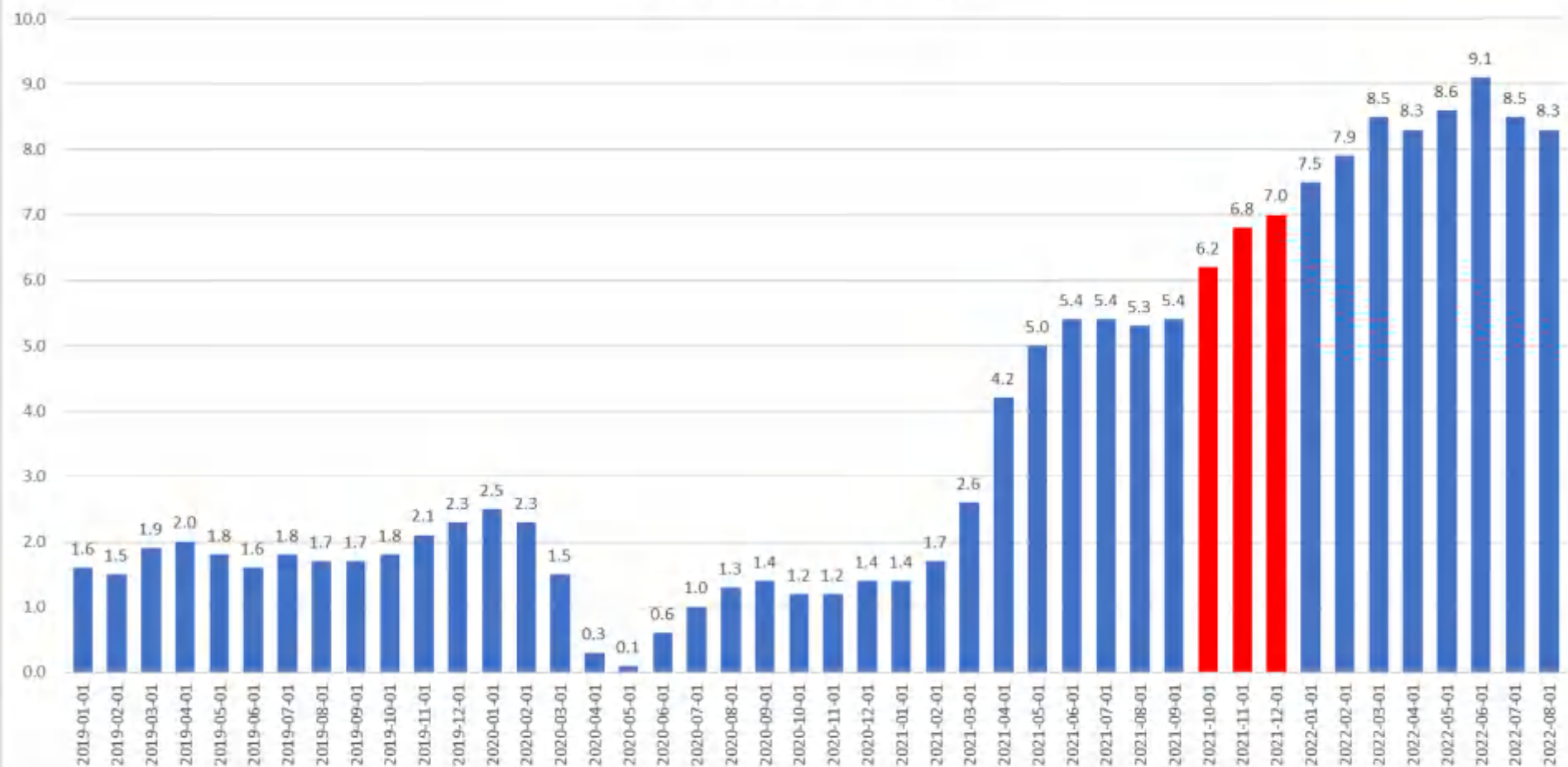


美国短中长期通货膨胀预期均震荡下行



基数效应或使第四季度CPI同比增速快速回落

美国消费者物价指数CPI同比增速

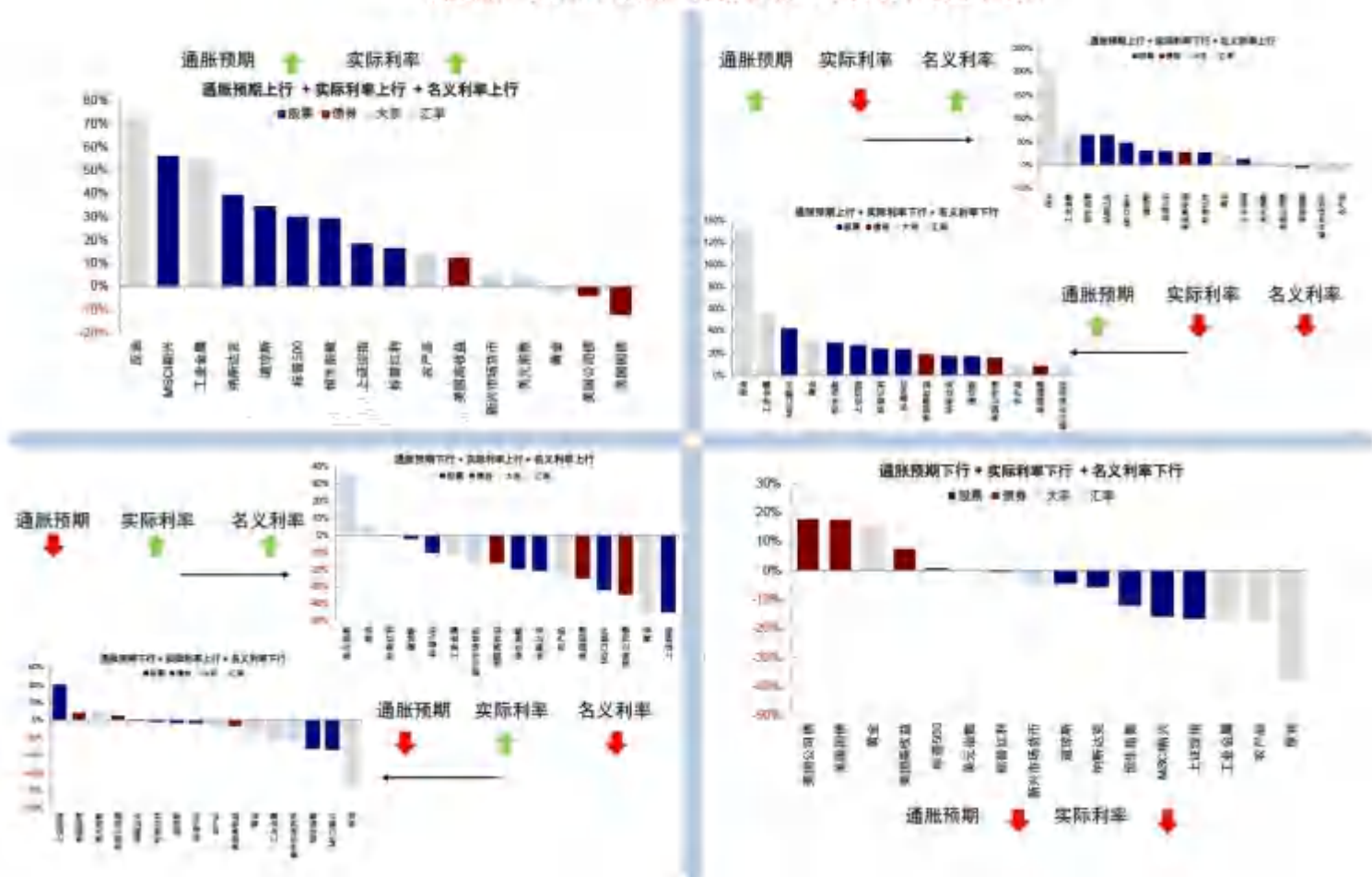


美国消费者物价指数核心CPI或亦已确认筑顶

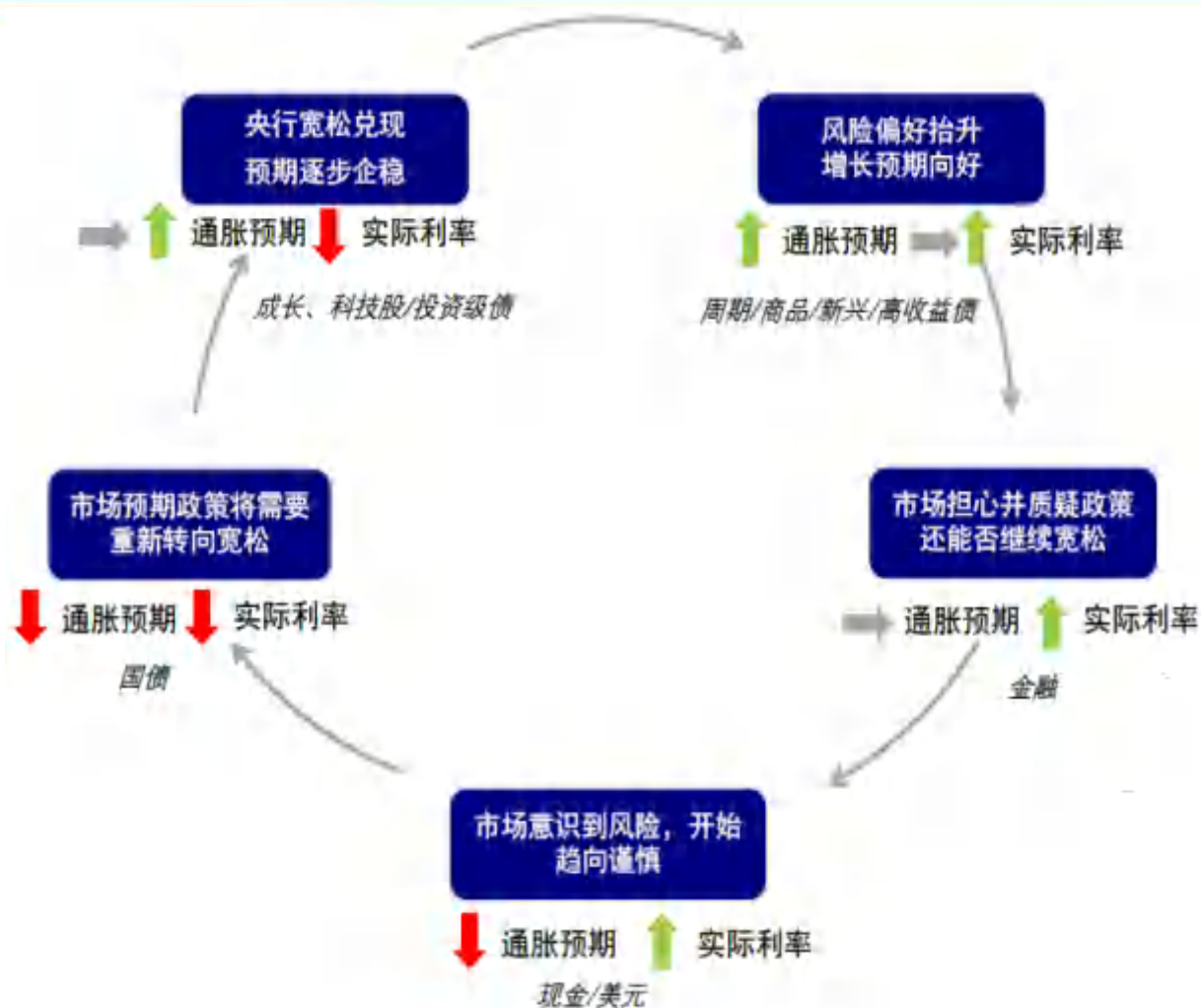


美国通胀预期下降阶段令工业金属价格承压

“改进版”美林时钟资产价格表现（年化后表现中位数）



美联储货币紧缩政策成功退坡或是拐点信号



美联储加息与缩表阶段工业金属均表现较差

美联储上次加息与缩表阶段有色与贵金属价格表现		2015年12月15日至2017年9月20日美联储只加息阶段	2017年9月21日至2018年12月18日美联储同时加息和缩表阶段	2018年12月19日至2019年9月30日美联储只缩表阶段
黄金	COMEX	22.67%	-4.79%	17.92%
	上期所	23.64%	0.66%	22.55%
白银	COMEX	25.70%	-15.20%	15.88%
	上期所	20.26%	-8.97%	19.65%
铜	伦金所	39.62%	-8.86%	-6.72%
	上期所	40.90%	-3.62%	-3.57%
	COMEX	40.11%	-10.66%	-3.43%
铝	伦金所	47.39%	-11.95%	-10.73%
	上期所	60.97%	-18.09%	2.08%
锌	伦金所	102.68%	-19.84%	-6.23%
	上期所	99.46%	-17.37%	-11.25%
铅	伦金所	42.49%	-20.57%	8.01%
	上期所	57.78%	-10.40%	-7.39%
镍	伦金所	29.46%	-4.58%	58.01%
	上期所	31.25%	2.21%	51.43%
锡	伦金所	41.72%	-7.56%	-17.23%
	上期所	66.29%	0.29%	-8.01%

加息正式结束前贵金属价格重心或缓慢上移



加息结束后缩表阶段有色金属价格或震荡筑底



加息结束后缩表阶段有色金属价格或震荡筑底



加息结束后缩表阶段有色金属价格或震荡筑底



加息结束后缩表阶段有色金属价格或震荡筑底



加息结束后缩表阶段有色金属价格或震荡筑底



主要内容

一、美联储加息终点利率或将更高并持续更久

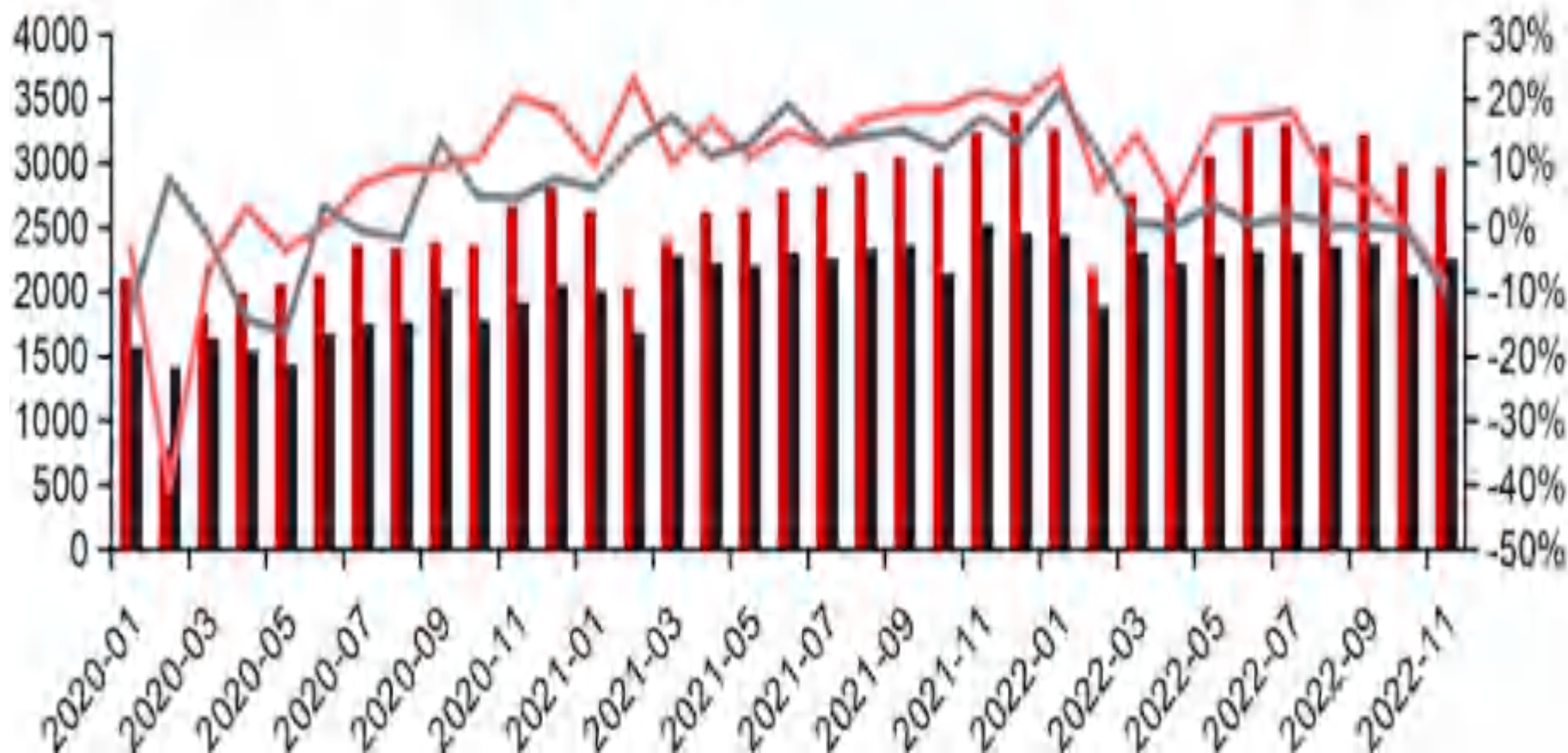
二、持续加码稳增长政策或促国内经济明年第二季度好转

三、全球有色金属供需预期偏松但低库存仍是重要支撑

四、美联储加息退坡或有反弹，欧美经济衰退或震荡偏弱

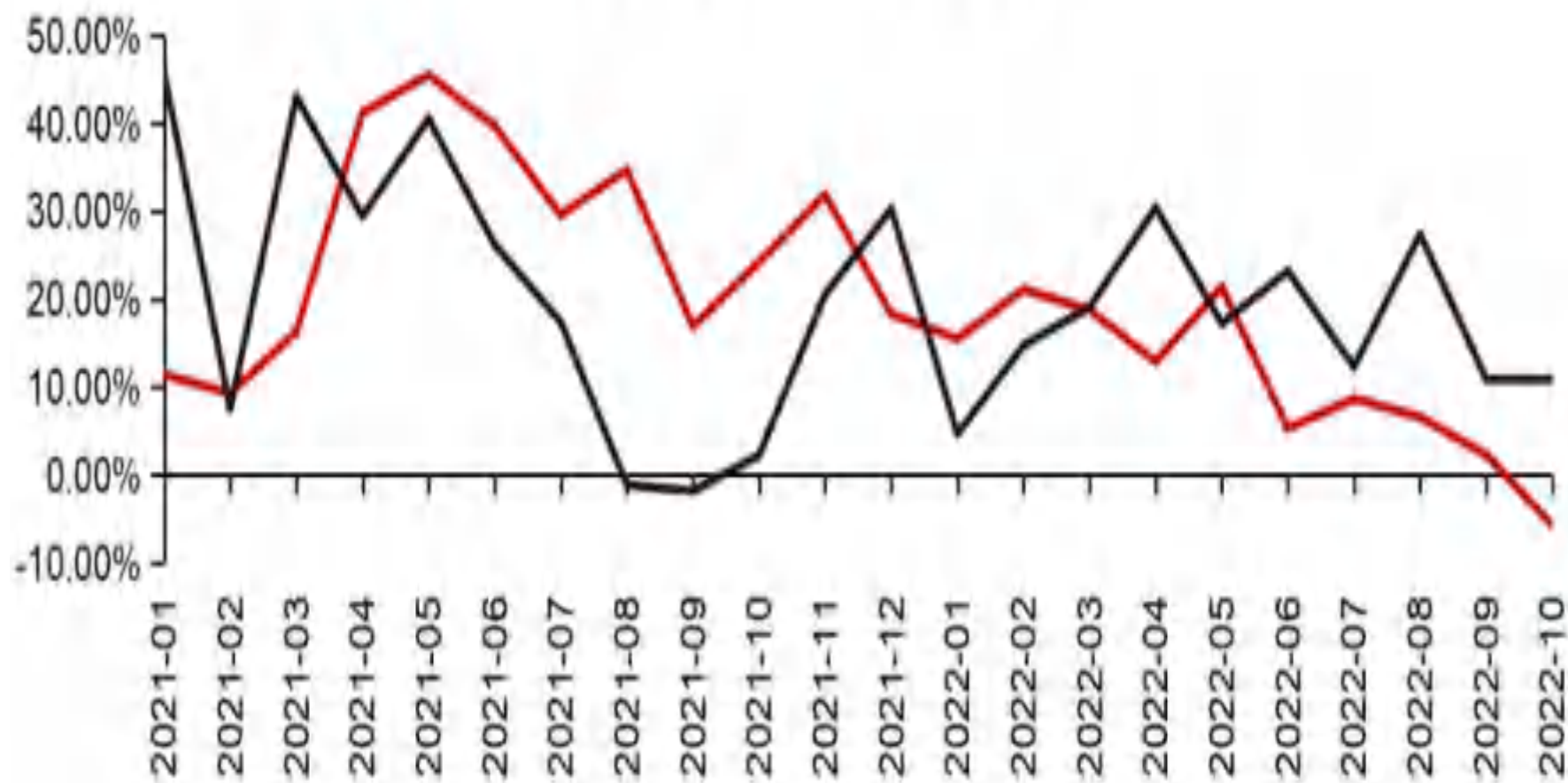
出口同增超预期下跌说明海外需求下滑

■ 出口金额:当月值 ■ 进口金额:当月值 — 出口同比(右轴) — 进口同比(右轴)



韩国和越南视角预示外需下滑程度正在加深

— 韩国:出口同比 — 越南:出口同比



近期国内政策重心在推动稳增长资金使用方面

会议/文件	时间	主要内容
国务院新闻办公室 举行新闻发布会	7月13日	抓紧按流程设立金融工具...继续加快推进项目审批、开工前相关准备,项目要素保障等工作。加强与备选项目对接,保障投放资金及时到位...
国常会	7月21日	政策性开发性金融工具、专项债等政策效能释放还有相当大空间...要以市场化方式用好...加快专项债资金使用。
中央政治局会议	7月28日	用好地方政府专项债券资金,支持地方政府用足用好专项债务限额...加大对企业的信贷支持,用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。
国常会	7月29日	加快中央预算内投资项目实施,督促地方加快专项债使用...以市场化方式用好政策性开发性金融工具,支持的项目要符合“十四五”等规划,既利当前又惠长远...
经济大省政府主要负责人经济形势座谈会	8月16日	用好已发行的地方专项债和政策性开发性金融工具,符合条件项目越多的地方得到的资金要越多。各地要加快成熟项目建设,在三季度形成更多实物工作量,带动有效投资和相应留

近期各部委从多方面出台扩大有效投资政策

类型	部门	时间	文件/会议	主要内容
加快项目立项、审批等前期工作	发改委、能源局	5月30日	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	持续提高项目审批效率...完善新能源项目用地管制规则。提高国土空间资源利用效率。
	发改委	6月29日	保供推进重大项目建设电视电话会议	加大项目储备工作力度；加强项目前期研究论证。加快推进项目审批和开工前准备工作；加强重大项目用地、用能要素保障。
强化协调机制	水利部	6月10日	水利基础设施建设新闻发布会	实施项目清单式管理，建立调度会商推进机制；加强进度分析研判，聚焦建设进度滞后项目...
	发改委	8月1日	上半年发展改革形势通报会	更好发挥推进有效投资重要项目协调机制作用，切实加大力度做好项目前期工作，加快金融工具资金投放并尽快形成实物工作量。
		8月16日	发改委新闻发布会	按照国务院要求，推动建立了推进有效投资重要项目协调机制，召开两次协调机制会议，切实加强部门协同，强化统筹协调。
强化资金支持	农业农村部办公厅等4部门	7月15日	《关于推进政策性开发性金融支持农业农村基础设施建设的通知》	用好政策性、开发性金融工具...引导金融机构加大配套融资支持，吸引民间资本参与，抓紧形成更多实物工作量。
	人民银行	8月10日	《2023年第二季度中国货币政策执行报告》	下一阶段主要政策思路：保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设。
强化项目要素保障	交通部等5部门	8月2日	《关于加强沿海和内河港口航道规划建设进一步规范和强化资源要素保障的通知》	规范确定涉及国计民生的国家重大水运项目；进一步加强内河高等级航道建设资源要素保障。
	自然资源部	8月2日	《关于积极做好用地用海要素保障的通知》	继续坚持“土地要素跟着项目走”，进一步明晰土地利用计划指标配置规则；针对用地提出缩小用地预审范围、简化用地审查等措施。

近期地方政府加快出台专项债使用政策

类型	省份	时间	主要内容
强化资金与项目协调机制	湖南	2022/6	专项债券发行后，加快项目建设，及时拨付使用资金，形成有效投资。
	山东	2022/6	已建立专项债券项目安排协调机制，紧盯发行、开工、支付等三个环节，按月通报项目开工、资金使用情况，加快项目建设和资金使用进度。
	山西	2022/6	缩短专项债资金拨付时间，从原来的5个工作日缩短到2个工作日，同时加大专项债调整频次，6月、7月、8月一月一调整，资金使用慢的要及时调出，资金花得快且还有需求的，要调增安排专项债券资金。
加强资金端支出、回收管理	甘肃	2022/6	省财政厅建立专项债券支出进度预警和闲置资金超期收回机制，督促各州市切实加快专项债券支出进度，提高资金使用效益。
	安徽	2022/7	完善专项债券支出进度通报预警机制，落实专项债券项目资金绩效管理办法，推动专项债券资金快使用，见实效。
	广东	2022/7	推动项目储备与年度预算编制、政府投资年度计划相衔接，实行债券闲置资金及时调整，对使用管理不佳的地市调整收回额度。
加强项目储备及建设监管	陕西	2022/7	加快项目实施和资金支出，抓紧形成实物工作量，同时组织市县提早谋划储备项目，做实项目前期准备，建立完善专项债券项目成熟一批，发行一批，使用一批，建设一批的常态化项目动态储备机制。
	河南	2022/7	建立专项债券项目储备常态化，项目建设和资金支出月调度，使用管理督导检查三项制度，切实加快专项债券发行使用。
	福建	2022/8	建立滚动连续的常态化专项债券项目储备机制，协同有关部门和地区提早做好项目储备，优先将符合条件的新型基础设施、新能源领域的政府投资项目纳入储备项目范围。

近期各地积极争取“准财政”资金支持

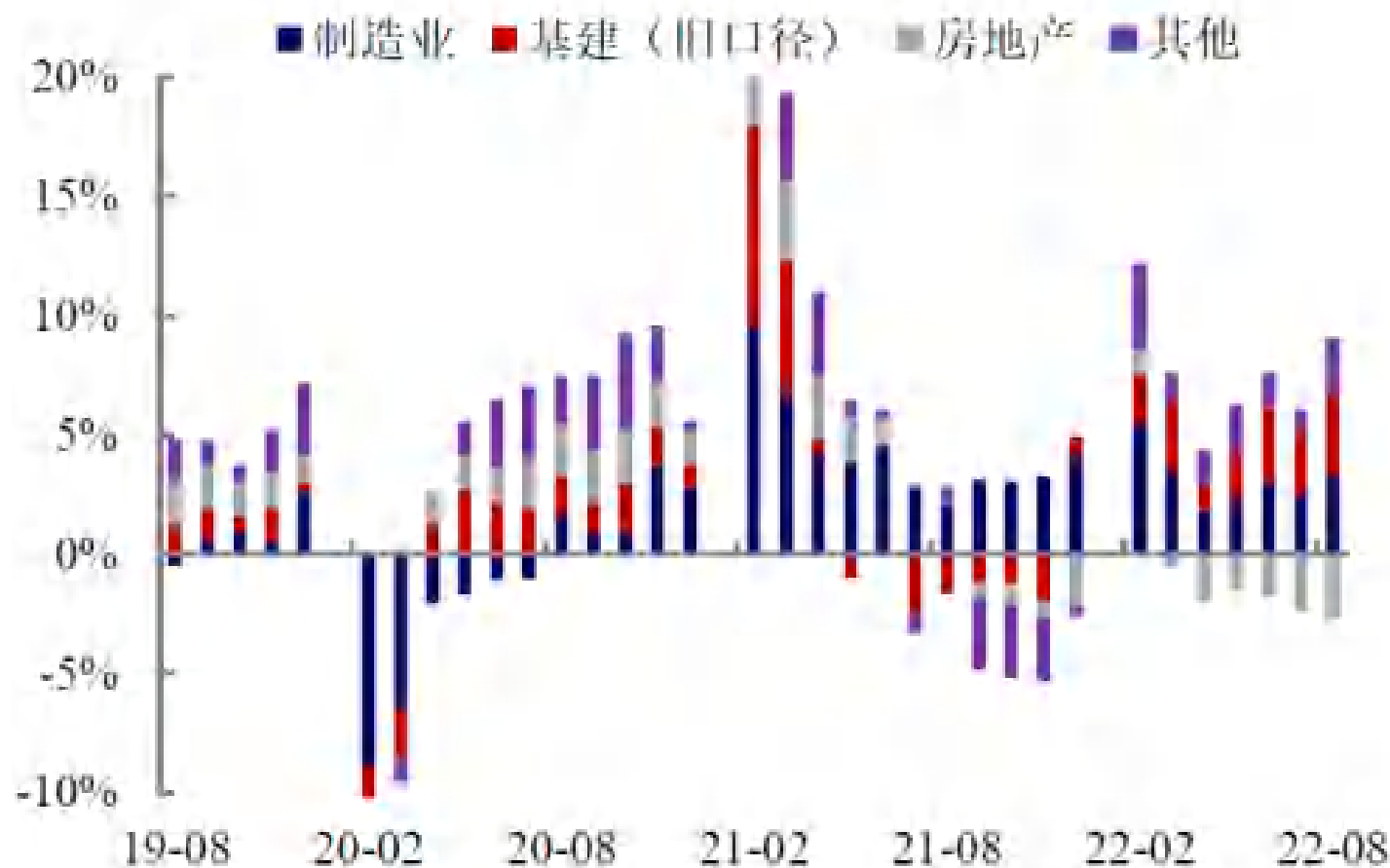
省份	时间	主要内容
重庆垫江县	7月18日	按照 应报尽报，主动申报，尽力争取 的原则申报政策性开发性金融工具(基金)项目27个,总投资213.60亿元,政策性开发性金融工具(基金)需求24.43亿元。
宁夏	8月1日	加大政策性开发性金融工具资金争取力度，力争更多项目纳入国家备选清单。
山西	8月2日	推动已争取到政策性开发性基金额度的项目尽快开工建设，做好下一轮备选项目申报工作...把握三季度新开工这个关键点。 精准报送项目，提高申报成功率 ...确保项目申报取得实效。
湖北	8月4日	与省农发行、省国开行 签订了战略合作协议，共同建立了长效对接机制 ，就开发性金融，政策性金融支持水利项目的范围、重点、政策、方式等对接机制进行了约定。 迅速形成备选项目清单 ，上报备选项目705个。申报基金2141亿元。
云南	8月4日	全面提速项目前期工作， 全力加快工可，用地，环评等前期要件审批，为金融工具资金落地提供保障 。健全完善与发展改革，财政，国开行，农发行等部门的纵向横向沟通机制...积极争取金融工具资金支持综合交通项目建设。
四川	8月9日	用好用足政策性开发性金融工具持续支持水利基础设施建设相关政策，全力以赴 抓好项目前期，申报，项目建设等重点工作 ，争取更多水利项目纳入支持范围。



在“准财政”方面，国务院提出从加快设立金融工具、加快项目审批、加强项目审批等方面加速资金投放。

基建投资仍是三季度经济增长的主要支撑

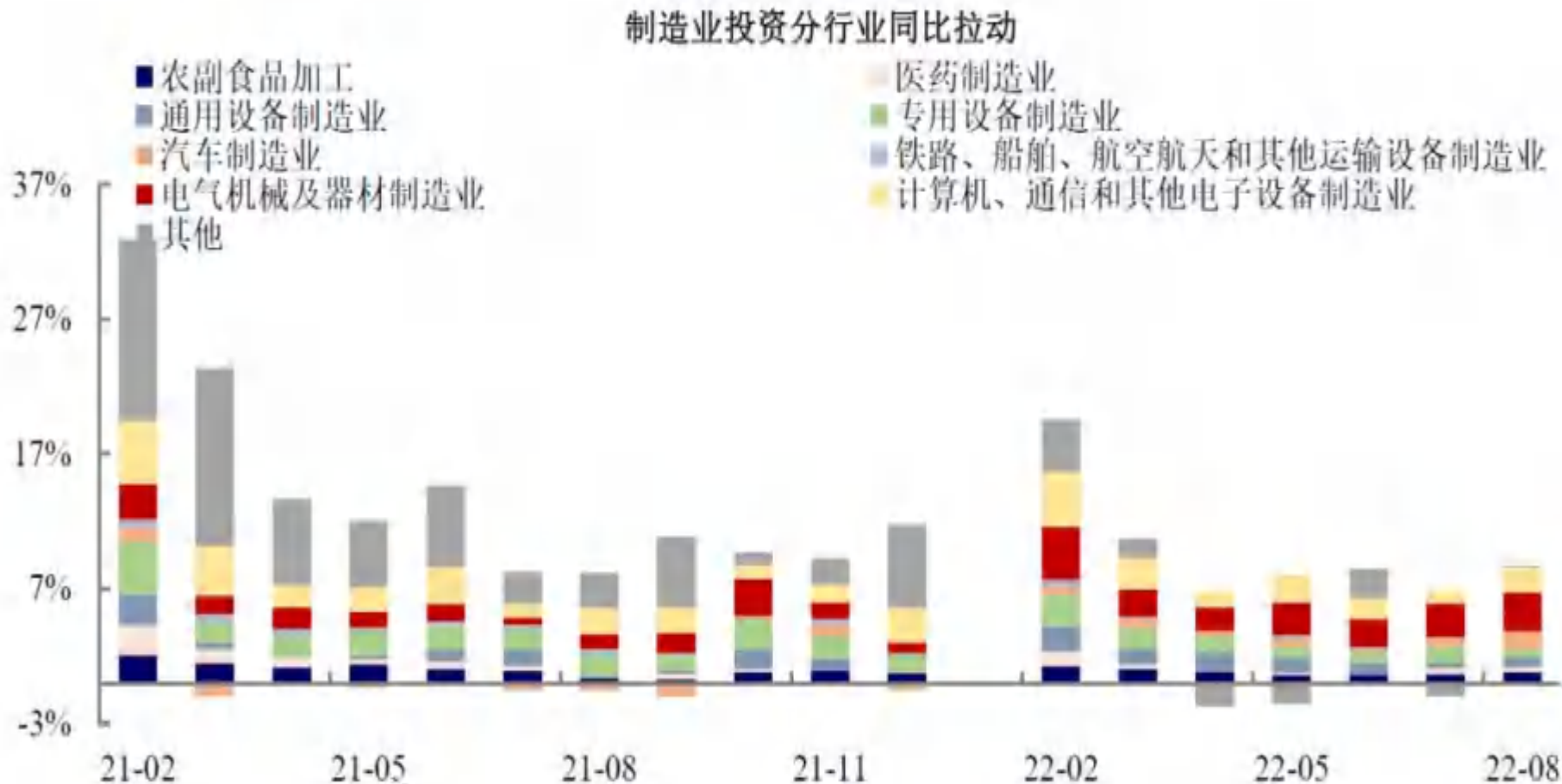
对固定资产投资单月同比的拉动



交运仓储方向的基建投资有所增加



高端设备是制造业投资的主要拉动



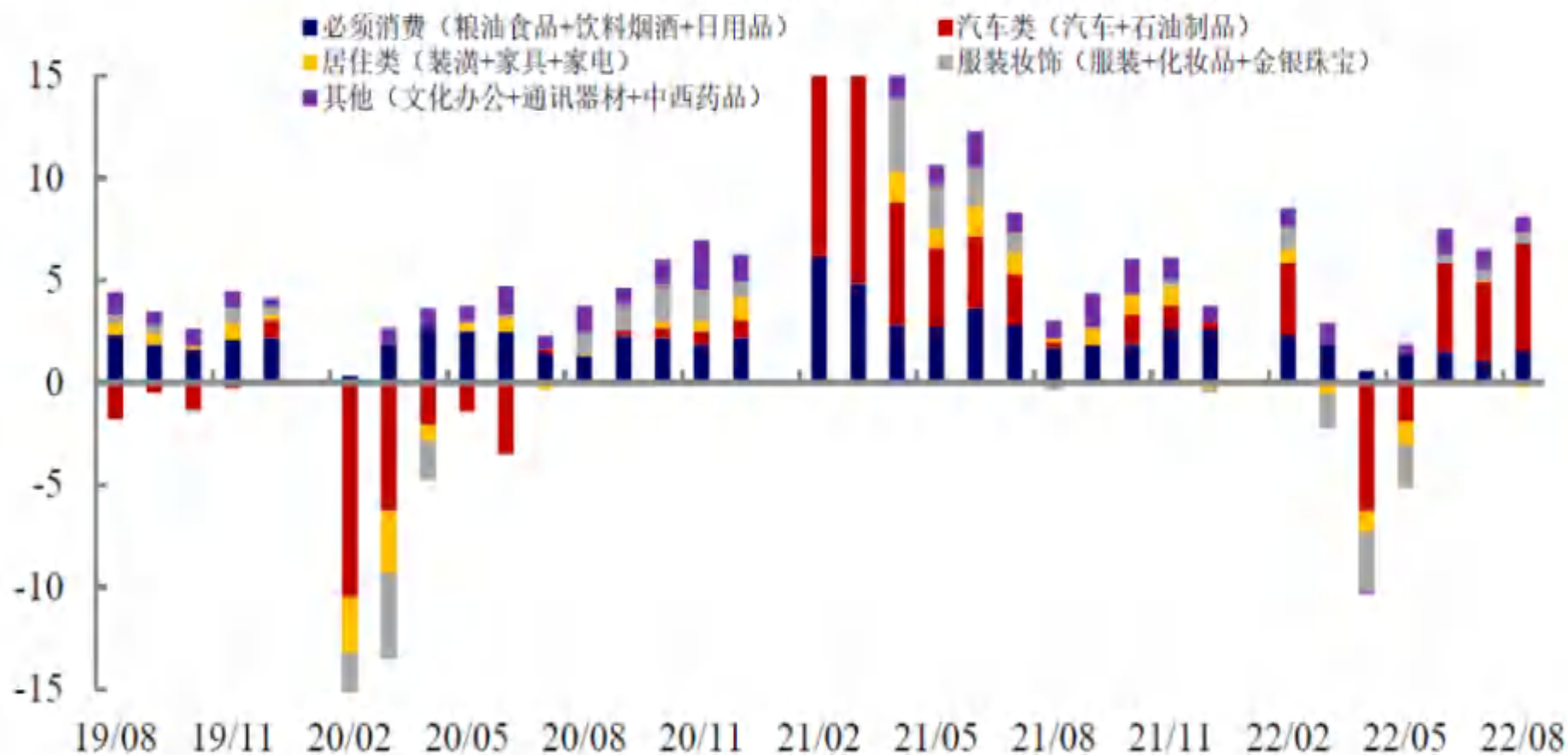
中下游高端设备工业增加值表现较好



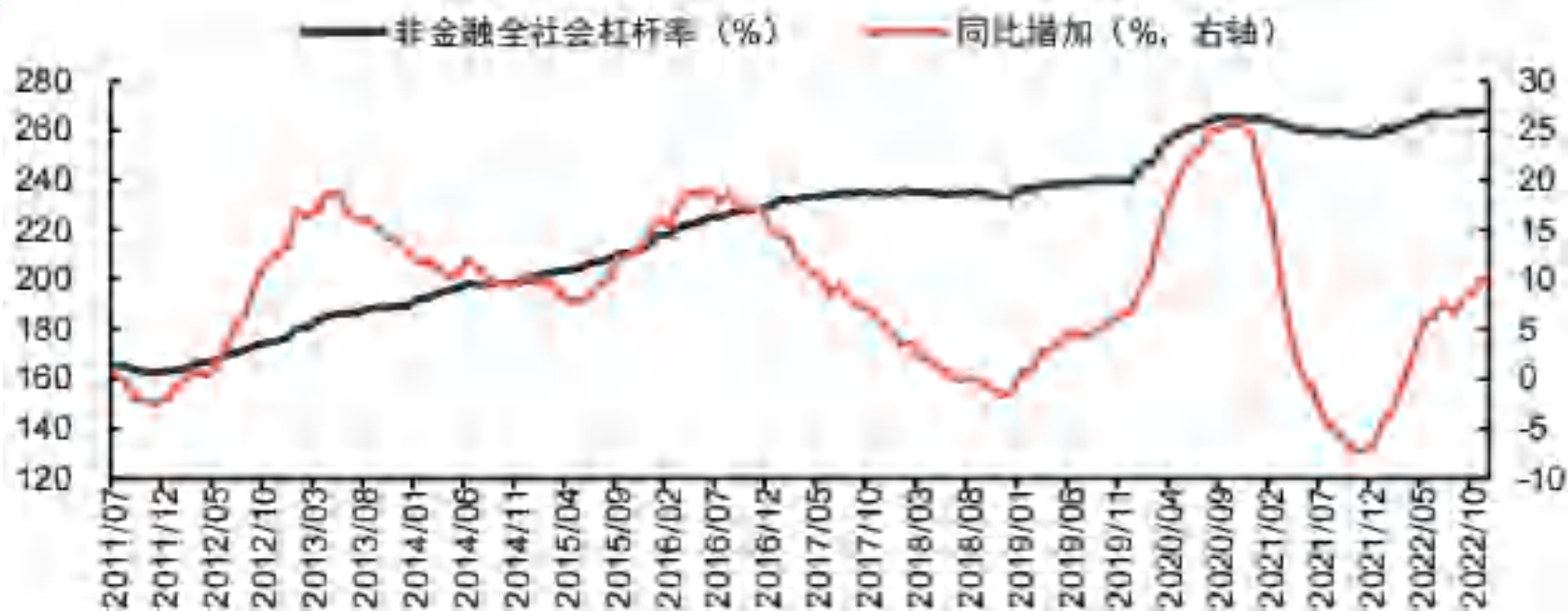
注: 上游采矿业包括煤炭开采、石油和天然气开采业; 上游原料包括黑色金属、有色金属、非金属矿采选业, 非金属矿采选业, 开采专业及辅助性活动; 中游材料包括纺织业、化学原料及制品、橡胶和塑料制品业、金属制品业; 中游设备包括通用设备、专用设备、电气机械制造业; 下游消费包括医药制造、汽车制造、铁路船舶等其他运输制造业、计算机通信和其他电子设备制造业

汽车类商品仍是商品消费的主要拉动

限额以上企业商品零售当月同比拉动，分类，%



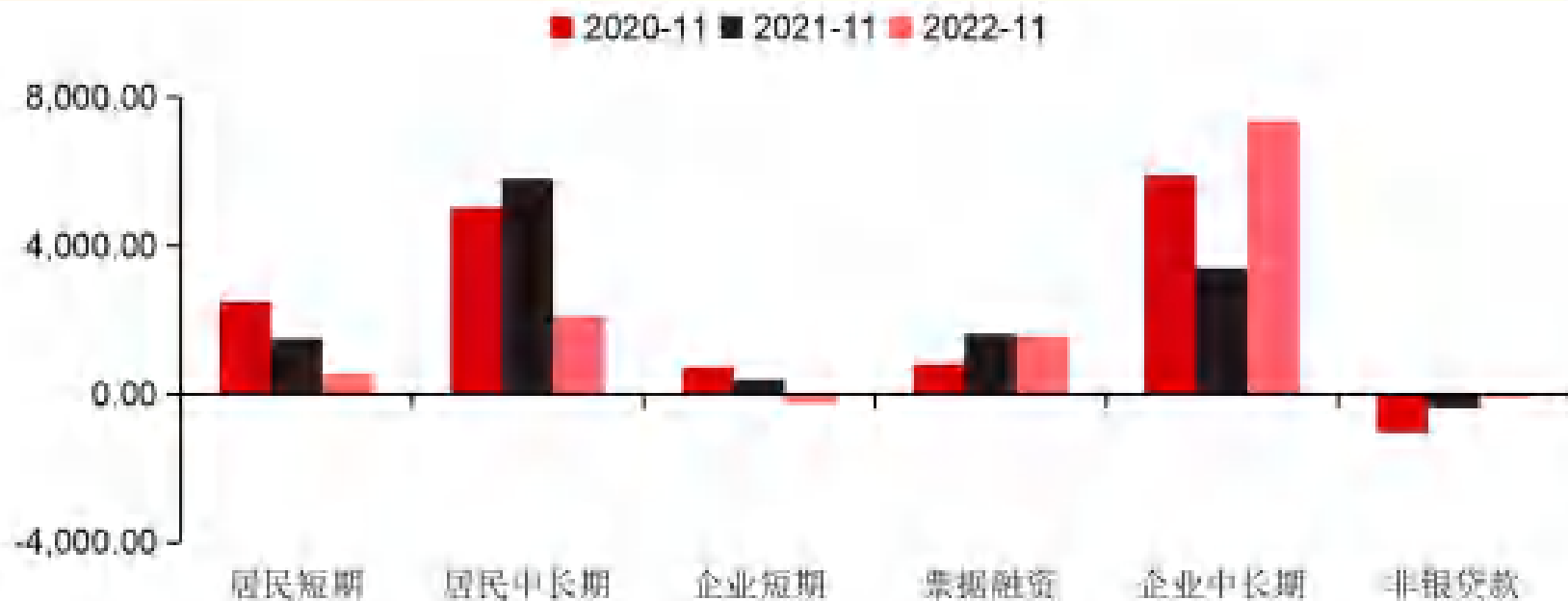
新冠防控解除引导宏观杠杆率小幅回升



分子端，新冠疫情蔓延对经济运行节奏仍存冲击致分子端仍于相对低位徘徊，但是新冠防控解除引导以企业为代表的私人部门形成乐观需求预期；

分母端，前期央行已经投放充足流动性，但是需求不足掣肘短期通胀，其对新冠防控解除后需求回升可能抬升通胀抬升的风险关注度较高，后续总量型货币政策的使用可能相对谨慎。

新冠防控解除引导信贷结构有所优化

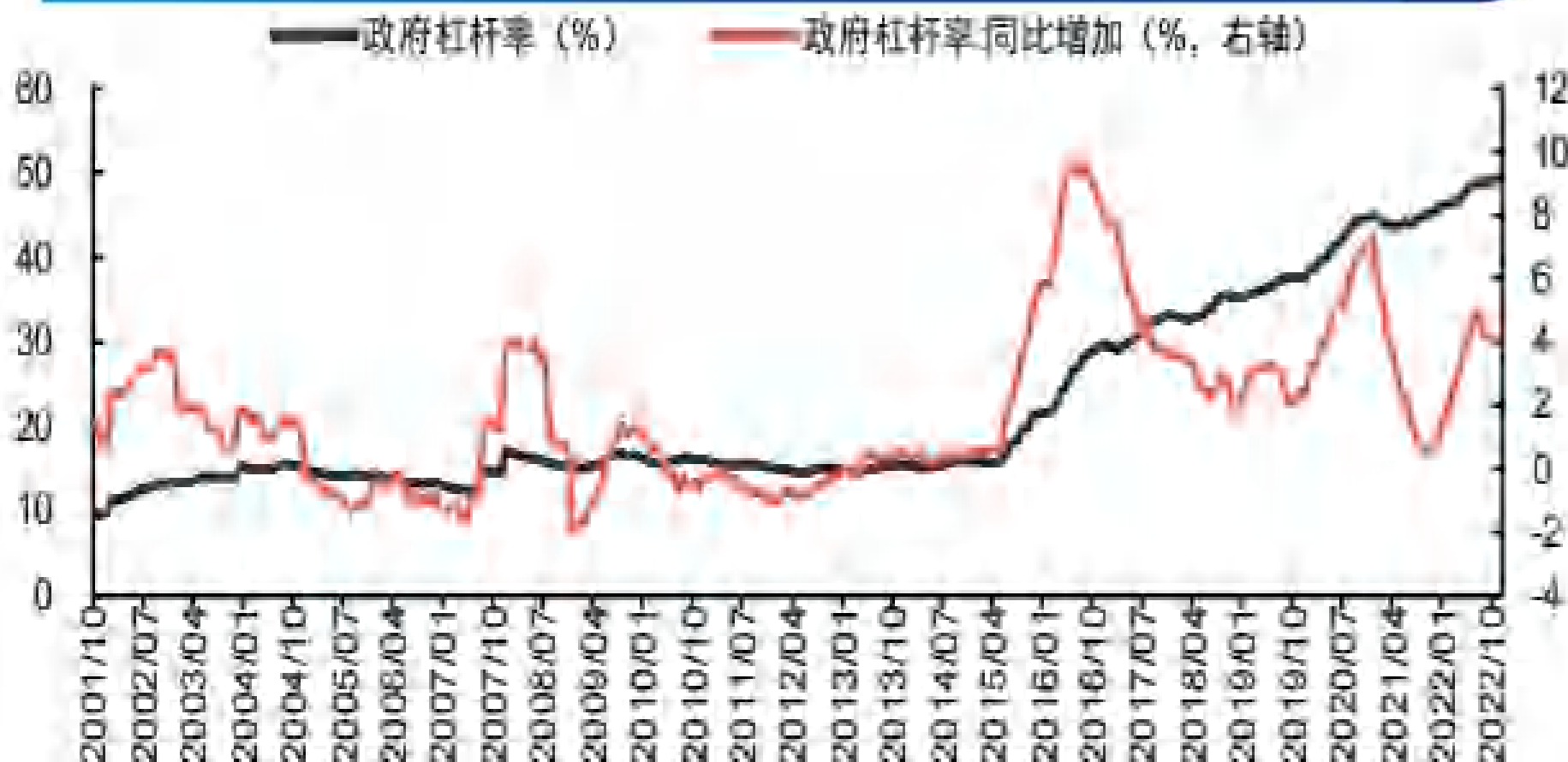


企（事）业单位11月贷款增加8837亿元：中长期贷款增加7367亿元，同比多增近4000亿元；短期贷款减少241亿元，同比多减651亿元；票据融资增加1549亿元，同比少增56亿元。

居民部门11月贷款增加2627亿元，同比少增约4700亿元：中长期贷款增加2103亿元，同比少增3718亿元；短期贷款增加525亿元，同比少增992亿元。



中央政府加杠杆是“强预期”落地的重要途径



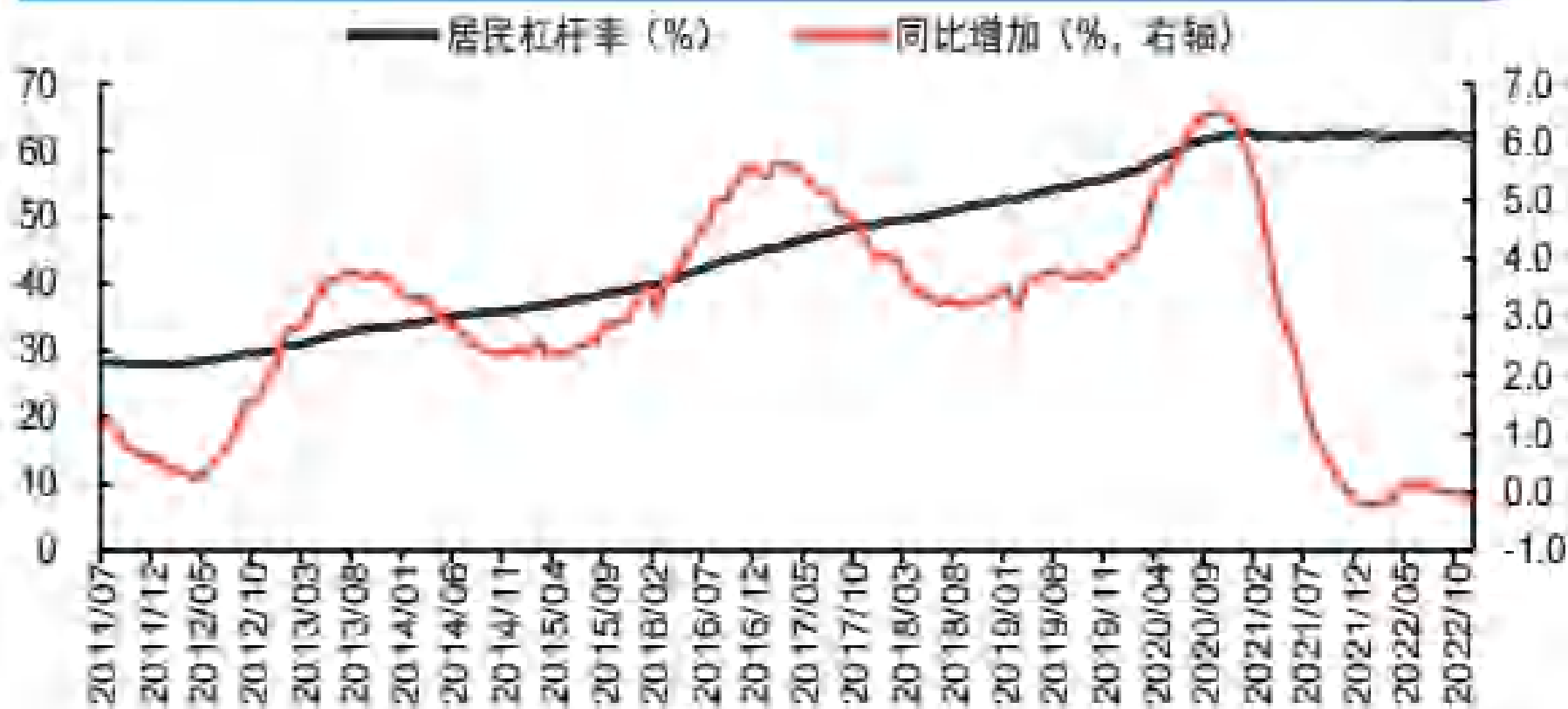
2023年中央政府赤字率和新增专项债额度或都将有所上行，以支持经济增速向潜在增速水平回归。

企业部门乐观预期或提升融资需求



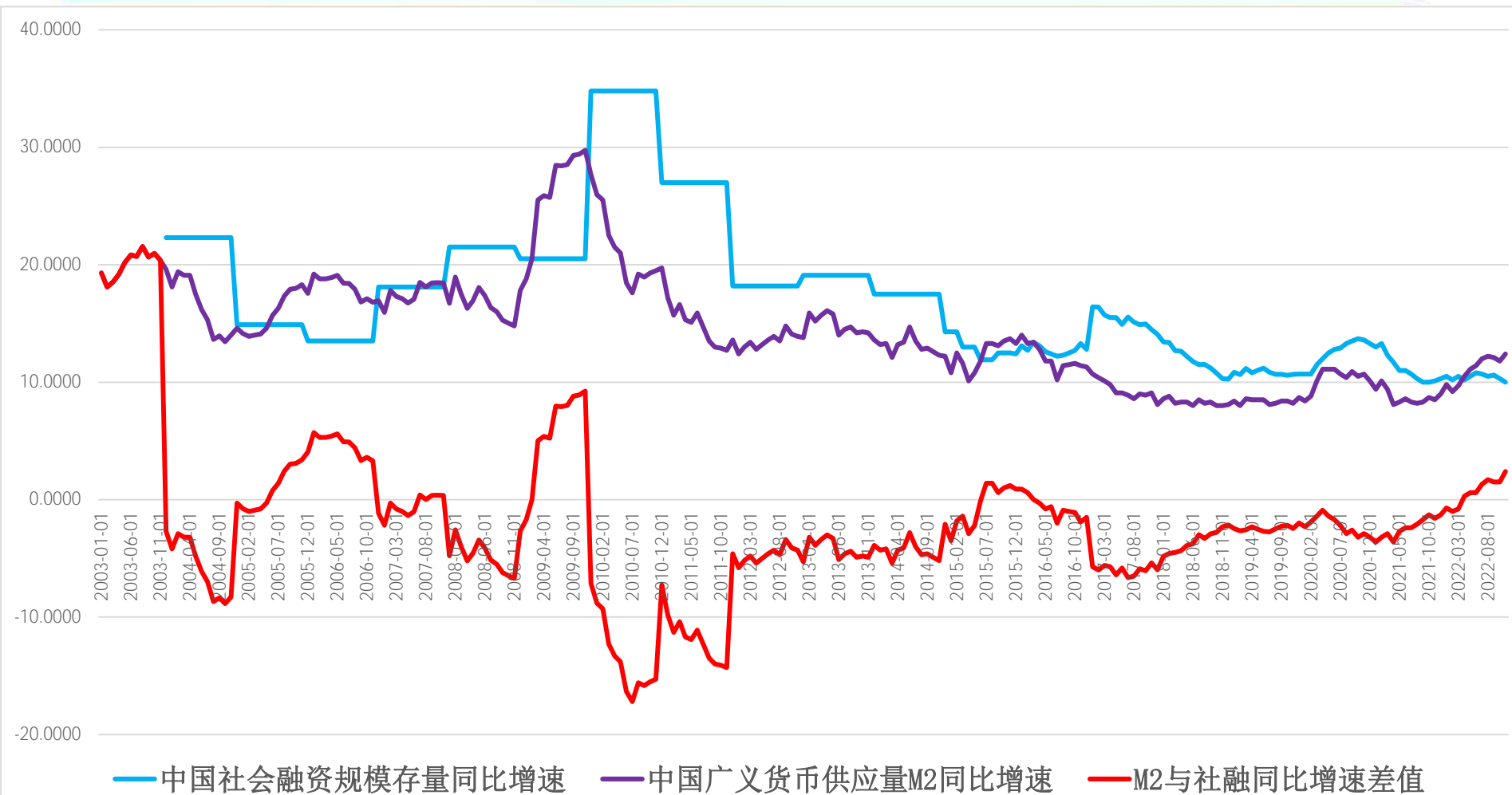
随着新冠疫情防控政策优化，各类企业预期已有改善，经过散点新冠疫情蔓延“第一波”冲击后，预计2023年3月各类企业的融资需求将明显恢复。

居民部门杠杆率或难有大幅反弹



居民部门杠杆率的高基数与房地产市场的弱复苏相互制约，后续若无明显的需求端刺激政策，2023年房地产市场修复速度仍会相对缓慢，居民部门杠杆率可能也不会出现大幅上行。

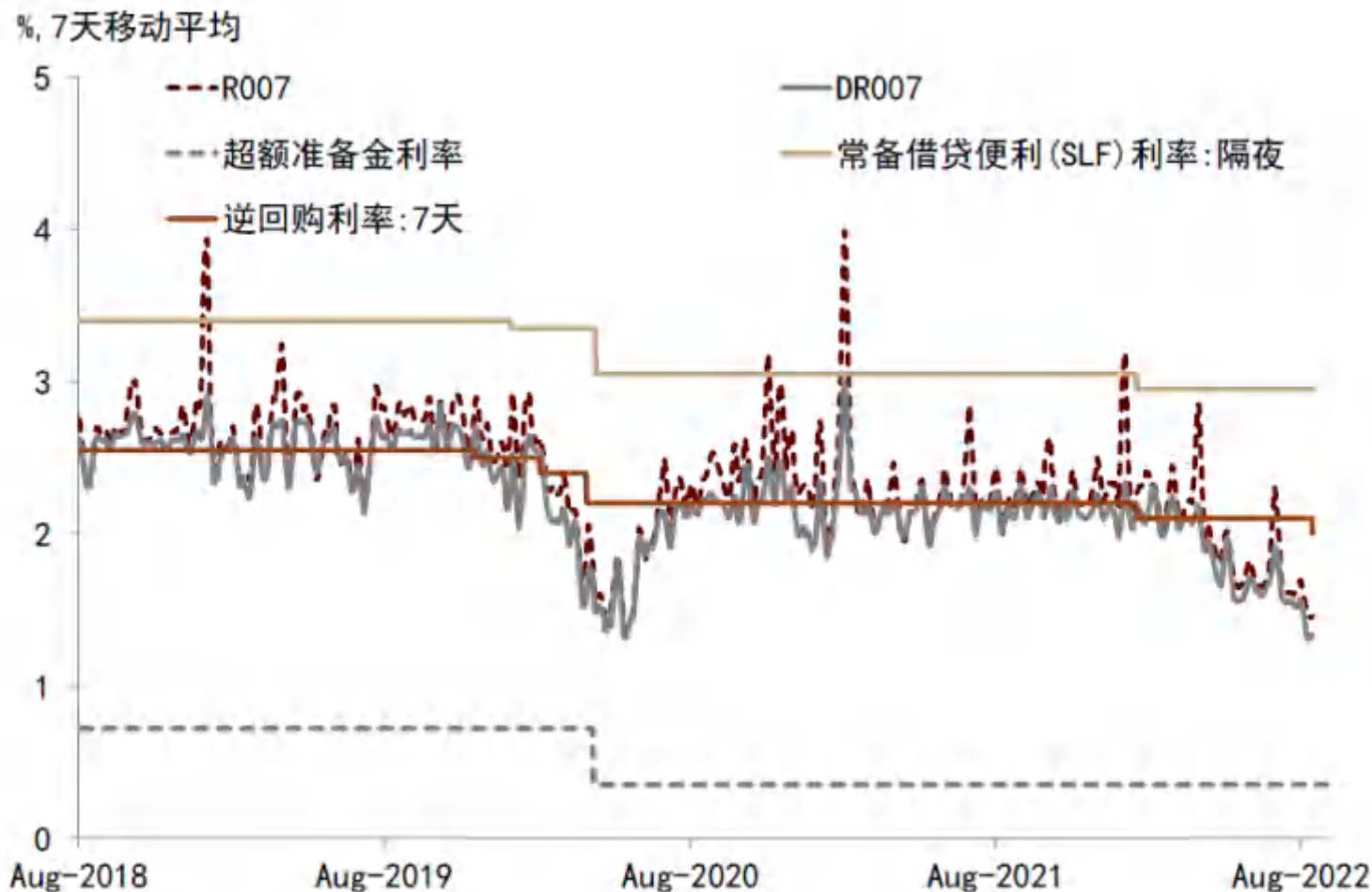
中国M2与社融同比增速“裂口”再次扩大



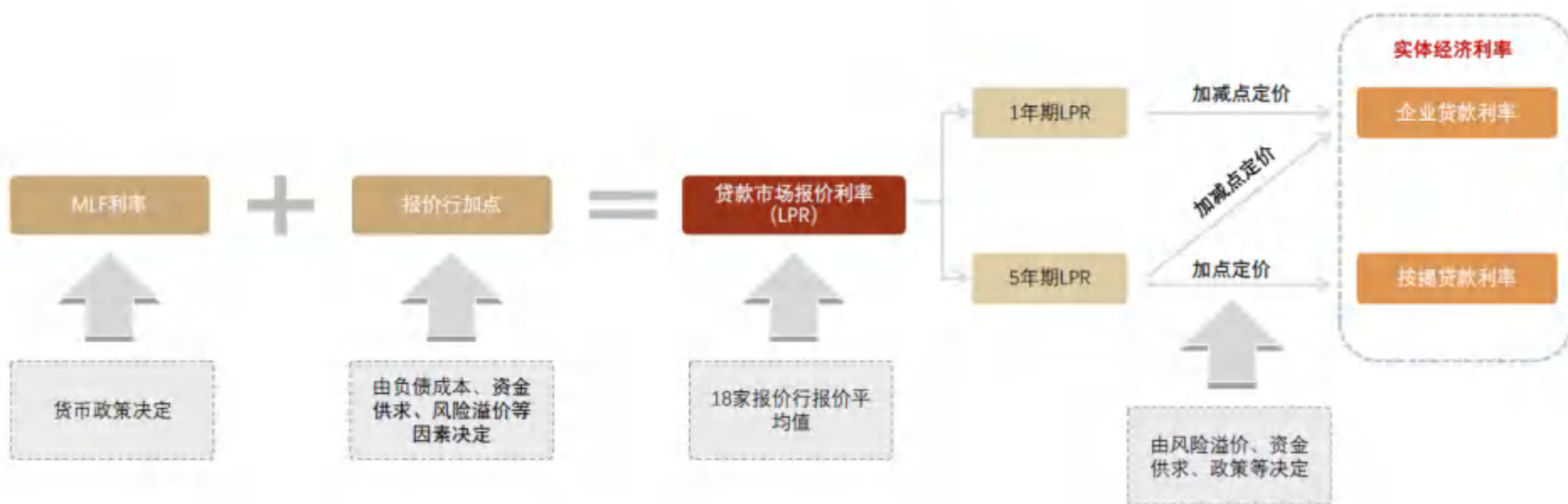
中期借贷便利（MLF）利率下调10个基点

	变动 (bps)				LPR 5年-1年利差 (bps)
	1年期MLF	准备金率	1年期LPR	5年期LPR	
2019年11月			▼ -6		60
2019年9月		▼ -50	▼ -5		65
2019年10月					65
2019年11月	▼ -5		▼ -5	▼ -5	65
2019年12月					65
2020年1月		▼ -50			65
2020年2月	▼ -10		▼ -10	▼ -5	70
2020年3月					70
2020年4月	▼ -20	▼ -50	▼ -20	▼ -10	80
2020年5月		▼ -50			80
2020年6月					80
2021年7月		▼ -50			80
2021年8月					80
2021年9月					80
2021年10月					80
2021年11月					80
2021年12月		▼ -50	▼ -5		85
2022年1月	▼ -10		▼ -10	▼ -5	90
2022年2月					90
2022年3月					90
2022年4月		▼ -25			90
2022年5月				▼ -15	75
2022年6月					75
2022年7月					75
2022年8月	▼ -10		▼ -5	▼ -15	65

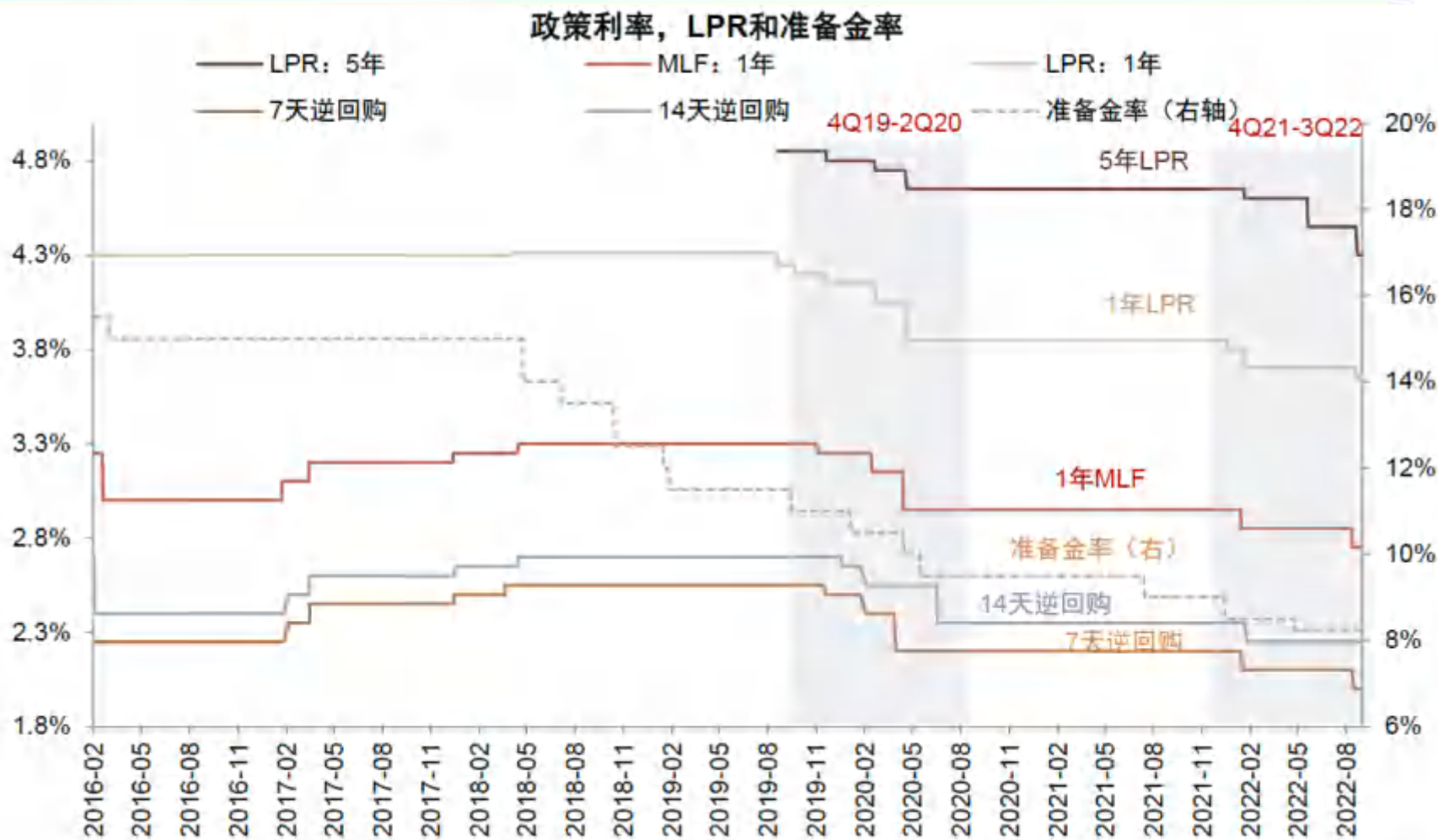
短端资金市场利率大幅低于政策利率水平



LPR由MLF利率和报价行加点形成



LPR非对称下调托举房地产行业



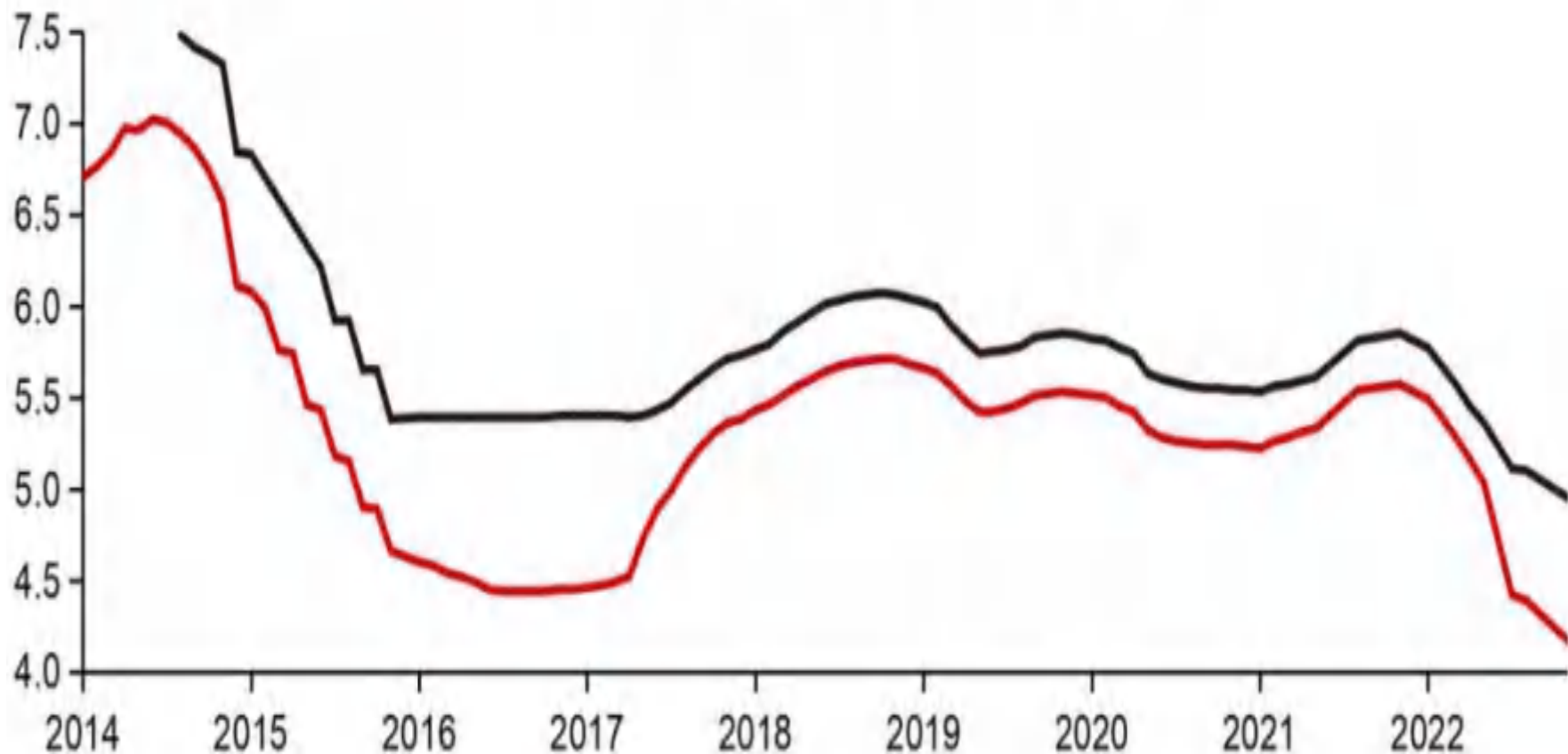
据测算按揭利率每下调15bps能为购房者节约2%左右的购房成本。

房地产政策放松周期商业贷款利率对比

按揭下行周期	08年9月-08年12月	14年7月至16年9月	21年10月至今
持续时间	4个月	27个月	12个月
初始首套利率	6.66%	7.00%	5.75%
结束首套利率	4.16%	4.44%	4.15%
首套利率降幅	2.50%	2.56%	1.60%
初始二套利率	8.61%	7.21%	6.00%
结束二套利率	4.75%	5.39%	4.91%
二套利率降幅	3.86%	1.82%	1.09%
初始基准利率	7.83%	6.55%	4.65%
结束基准利率	5.94%	4.90%	4.30%
基准利率降幅	1.89%	1.65%	0.35%
初始利率	-1.17%	0.45%	1.10%
结束利率	-1.78%	-0.46%	-0.15%
利差降幅	0.61%	0.91%	1.25%

住房贷款利率已经降至历史低位

— 首套平均房贷利率 — 全国二套房贷平均利率



房地产政策放松周期相关税收政策对比

税种	个人所得税			营业税/增值税			契 税			
首套							√			
二套	√			√			√			
条件	满五唯一	非满五唯一	其他政策	5年以上	2-5年	不满2年	唯一		非唯一	
							< 90平	> 90平	< 90平	> 90平
99/12	/			/			普通1.5% 非普通3%	> 144: 3% 90-144: 普通1.5%, 非普通3%	3%	
05/05										
05/05										
06/05										
06/07	免征	全额1%-2%	出售自住房1年以内新购, 视新购房的价值可全部或部分予以免征。	普宅: 免征 非普宅: 全额	全额		普通1% 非普通3%	普通1.5% 非普通3%	3%	
08/10										
08/12				普宅: 免征 非普宅: 全额	全额					
09/12				普宅: 免征 非普宅: 全额	全额					
10/09		全额1%-2% 差额20%	对出售自住房1年以内新购, 取消个税免征优惠。	普宅: 免征 非普宅: 全额	全额		普通1.5% 非普通3%	> 144: 3% 90-144: 普通1.5%, 非	3%	
10/03										
13/03				普宅: 免征 非普宅: 全额	全额					
15/03				普宅: 免征 非普宅: 全额	全额					
16/02				北上广深: (1) 普宅: 免征 (2) 非普宅: 全额*5% 其他城市: 免征	全额*5%	1%	1.5%	1%	2%	
16/03										
20/04										
22/09										
			出售1年以内同城新购: (1) 新购>转让: 全额退还已缴个税; (2) 新购<转让: 退还(新购/转让)*已缴个税。							

国内重点城市限贷、限购、限售、限价政策

城市	商业性住房贷款首付比例		首套房认定标准		限购政策	限售	2020年商品房销售面积 (亿元)
	首套	二套	认定	认定			
北京	35% (普通) 40% (非普通)	60% (普通) 80% (非普通)	√	贷款记录	√	未放松	3,657
上海	35%	50% (普通) 70% (非普通)	√	贷款记录	√	放松	6,047
广州	30%	70%	√	贷款记录	√	放松	3,857
深圳	30%	70%	√	贷款记录	√	放松	5,193
天津	30%	40%	√	贷款记录	√	放松	2,114
南京	30%	60%	√	贷款余额	√	放松	3,270
杭州	30%	60%	√	贷款记录	√	放松	4,595
成都	30%	60%	√	贷款余额	√	放松	4,471
重庆	20%	40%	√	贷款余额	√	无限购	5,071
武汉	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	3,769
长沙	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	2,197
合肥	30%	50%	√	贷款余额	√	放松	2,128
郑州	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	3,369
宁波	30%	60%	√	贷款余额	√	限购	3,050
福州	30%	40%	√	贷款余额	√	限购	2,553
厦门	30%	50%	√	贷款余额	√	放松	1,521
济南	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	1,572
青岛	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	2,217
西安	30%	60%	√	贷款余额	√	放松	3,294
苏州	30%	60%	√	贷款余额	√	放松	2,272
东莞	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	2,017
海口	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	734
沈阳	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	1,571
大连	30%	40%	√	贷款余额	√	放松	951
合计							71,489
全国							173,613
占比							41.18%

红色：已达政策框架下限

国内房地产投资到位资金结构

统计局口径	经营口径	主要融资渠道	追踪指标	政策约束
国内贷款	银行贷款	开发贷 并购贷 委托贷款 经营性物业贷款、流动资金贷款、银行专项贷款（棚改/旧改/租赁住房贷款） 信托贷款	银行贷款 银行贷款 非标融资 PSL等	三条红线 贷款集中度管理 资管新规
	非银行贷款	资产/收益权转让 融资租赁、小贷/财务公司贷款 债务重组、城市信用社/农村信用社等	非标融资，主要为纯债权型信托贷款 其他资金	资管新规
自筹资金	海外资金	海外债、海外股票发行、REITs、境外贷款、外商其他投资	美元债、H股	美联储加息、人民币单边贬值、房企美元债违约
	自有资金	折旧金、资本金、资本公积、盈余公积、发行股票募集资金	股权融资	
	股东投入	增资、战投资金、合作开发、合伙人制度、小股操盘	各类股东投入	A股熊市
	境内借入资金	信用债、资产证券化、信托及基金等（股权/明股实债）、民间借贷	信用债 资产证券化（购房尾款/物业费） 信托及基金等（股权/明股实债）	民官房企债券违约、资管新规
利用外资	外商直接投资	外商设立投资企业、合伙企业、分支机构等		
其他资金	定金及预收款	销售回付款定金	个人资金、消费等	销售负增长、烂尾风险→期房销售下滑
	个人按揭贷款 其他到位资金	商贷、公积金贷 社会集资、个人资金、其他单位拨入、捐赠	其他资金	
其他应付款	工程应付款	施工单位资金占用	应付款占用、资产证券化（供应链）	
	其他应付款	器材、工资、其他应付款、应交税金等		

11月以来中央层面支持房地产行业的政策

时间	文件/机构	主要内容
2022年11月8日	银行间交易商协会	“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过 担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券 等方式，支持民营企业发债融资。计划可支持的 2500亿元民营企业债券融资 ，后续可根据情况进一步扩容。
2022年11月12日	《关于商业银行住房信贷资金监管有关事项的通知》	评级4级以上且资产规模大于5000亿元的商业银行可与优质房地产企业开展 保函置换预售资金业务 ，保函仅可用于置换依法合规设立的项目预售资金监管账户的监管额度内资金，置换金额 不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需资金额度的30% ，置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 70% 。
2022年11月21日	银保监会	要正视当前房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债计划，继续 支持房企企业合理债券融资需求 ，支持房企企业开展并购重组及配套融资， 支持有一定比例涉房业务的企业开展展期展贷 。
2022年11月22日	人民银行	再推出 2000亿元的无息再贷款 ，支持商业银行推动化解个人住房贷款风险。
2022年11月22日	国务院常务会议	推进房企专项债券融资全面落地 ，鼓励房企发行新发行债券融资，加快项目建设和交付，努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展，稳定系统产开发融资，研究推出信贷额度，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款，支持房企合理融资需求，保障融资，支持房企产品品质提升， 鼓励金融机构提供“保交楼”配套融资支持 ，支持开发性金融机构提供“保交楼”专项贷款； 加大对房企项目并购金融支持 ，探索市场化支持受困房企方式，鼓励房企自主盘活存量资产，保障购房者个人合法权益； 优化房企信贷政策 ，中宣以延期，阶段性优化房企项目并购金融政策，优化信贷融资服务，防范房企市场多元化融资渠道。
2022年11月23日	银行间交易商协会	中债增信公司在民营企业融资支持工具“第二支箭”政策框架下， 出具对宏源集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增信函 ，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。
2022年11月28日	银保监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资 ； 恢复上市房企和涉房上市公司再融资 ； 调整完善房地产企业境外市场上市政策 ； 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用 ； 积极发挥私募股权投资基金作用。



宏源期货
HONGYUAN FUTURES

明断鉴利

“保交楼”向“保交楼、保主体”转变

2022年或已确认房地产行业“政策底”，房企融资环境已现拐点，预示房地产基本面已然具备复苏的前置条件。

第一支箭：信贷支持政策由局部到全局、从“保交楼”到“保交楼、保主体”逐步加码。2022年上半年多数“救市”城市政策围绕放松限购限贷、降低住房贷款利率、降低首付比例等，宽松政策由三四线等中低能级城市向二线等中高能级城市扩散。2022年下半年开始出现自上而下的信贷支持政策，诸如房贷利率水平降至历史低位、金融支持地产16条措施更是全面调整优化房地产金融政策。

第二支箭：民企债券融资支持工具对支持方式和发债主体都有所拓展。从支持方式看，除担保增信、创设信用风险缓释凭证等支持民营企业发债融资外，新增了“直接购买债券”；从增信发债融资主体来看，除此前优质房企外，一些其他稳健经营的民企和混合所有制房企也被纳入融资“白名单”，已有八家房企完成储架式注册发行。



已有八家房企完成储架式注册发行

发债企业	债券类型	总规模（亿元）	企业性质
龙湖集团	储架式注册发行	200	民企
美的置业	储架式中期票据注册发行	150	民企
新城控股	储架式注册发行	150	民企
万科	储架式注册发行	280	混合所有制
金地集团	储架式注册发行	150	混合所有制
旭辉控股	储架式注册发行	150	民企
绿城中国	储架式中期票据注册发行	110	混合所有制
金辉控股	储架式注册发行	20	民企

等待居民信贷修复和商品房销售回暖

第三支箭：民企股权融资支持工具。11月28日证监会宣布调整优化五项措施，除了IPO暂未放开外，全面打开了股权融资的通道：允许符合要求的房地产企业并购重组并进行配套融资，恢复了上市房企的再融资。对于运营较为稳健、仅因整体市场行情波动被动缩表的房企，通过再融资并辅以配套资金的募集，可以补充企业的流动性、缓解资金压力，降低杠杆；权益类融资还可以引入战略投资者，改善公司治理，降低自身的经营风险；REITs、私募基金也将间接为行业注入活力。预计地产行业上下游的产业链都会受益于政策，目前已经有多家上市房企发出公告，准备进行定增融资。

虽然从2022年“政策底”到2023年“市场底”的时滞或被拉长，但是“市场底”最为重要的观察点将回到**商品房销售**。在需求侧和供给侧支持政策的共同推动下，商品房销售或将在2023年二季度显著复苏，对应**居民信贷修复、社融回暖和宽信用落地**，届时房地产企业也将逐步恢复拿地和开工信心，地产投资的收缩幅度或较2022年有所下降。



后续仍可能推出货币或财政刺激政策

预计2023年中国经济将在消费、地产、出口等领域面临挑战，要想实现稳经济目标，**广义财政的扩张势在必行**：

通过提高赤字率，以中央财政扩张并增加转移支付缓冲地方财政收入压力；以准财政政策和金融系统的配套融资支持基础设施建设和国有企业发挥更大作用，并适当放松宏观杠杆率约束。

货币政策预计维稳资金面，但绝不“大水漫灌”。从近期央行货币政策操作态度来看，央行快速收紧流动性的可能不大，维稳资金面的态度依然明确。降准不等于货币政策转向更大宽松，目前对通胀问题的担忧仍存，且央行的工作重点依然是宽信用、稳增长，因此，后续总量宽货币空间或已收窄。



主要内容

一、美联储加息终点利率或将更高并持续更久

二、持续加码稳增长政策或促国内经济明年第二季度好转

三、全球有色金属供需预期偏松但低库存仍是重要支撑

四、美联储加息退坡或有反弹，欧美经济衰退或震荡偏弱

有色金属(铜)

铜精矿（废铜）供需预期偏松（偏紧）
中国电解铜供需预期偏紧且低库存仍支撑
2023年铜价或先抑后扬
关注49000-71000波动区间

www.hongyuanqh.com



2023年铜精矿或供给过剩200万金属吨

2023年铜矿新增或改扩建项目投产评估

公司名称	矿山项目	所处国家	投产时间	产能增长	产量增长
First Quantum	Cobre Panama 100 Mtpa	巴拿马	23年一季度	50	35
Grupo Mexico	Buenavista Zinc	墨西哥	23年二季度	20	10
力拓	Oyu Tolgoi Expansion Project	蒙古	23年一季度	300	150
Antofagasta	Los Pelambres Expansion Phase 1	智利	23年一季度	60	40
洛阳钼业	TFM混合矿开发项目	刚果（金）	2023年	200	100
五矿资源	Las Bambas 扩建项目	秘鲁	2023年	80	20
USM控股	Udokan	俄罗斯	2023年	135	60
总计（千金属吨）				845	415

2023年铜矿新增及改扩建项目爬产评估

公司名称	矿山项目	所处国家	投产时间	涉及产能	产量增长
Teck	Quebrada Blanca Phase 2	智利	22年四季度	300	200
紫金矿业	Kamoa（一期2序列）	刚果（金）	2022年3月	200	80
Anglo American	Quellaveco	秘鲁	22年一季度	320	180
Grupo Mexico	Pilares	墨西哥	22年四季度	35	25
中国铝业	Toromocho Expansion Project	秘鲁	22年二季度	90	40
伊朗国铜	3 New Projects	伊朗	22年二季度	70	30
总计（千金属吨）				1015	555



2023年中国废铜供需预期仍然偏紧

中国废铜供需平衡情况

单位：万吨	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
进口废铜实物量	355.8	243.1	149.6	95.6	169.3	178	186.9
含铜品位	36%	52%	80%	77%	80%	80%	80%
进口废铜金属量	128	126	120	74	135	142	150
国产废铜回收金属量	130	136	140	145	160	125	135
废铜总供给量	258	262	260	219	295	267	285
废铜冶炼量	108	104	100	113	130	150	165
废铜加工量	172	152	152	110	141	121	130
废铜总需求量	280	256	252	223	271	271	295
废铜供需平衡情况	-22	6	8	-4	24	-4	-10

2023年中国铜原料供需预期偏松

中国铜原料供需平衡情况

单位：万金属吨	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
铜精矿净进口量	440	450	505	551	544	591	638	700
国内铜精矿生产量	140	148	153	160	168	183	197	201
中国粗铜进口量	70	79	92	76	103	94	116	126
废铜冶炼量	145	108	104	100	113	130	150	165
铜原料总供给量	795	785	854	887	928	998	1101	1192
中国精炼铜生产量	786	830	883	918	920	980	1016	1055-1085
中国铜原料总消费量	798	843	896	931	934	995	1031	1071-1101
中国铜原料供需平衡情况	-3	-58	-42	-44	-6	3	70	91-121

2023年全球铜冶炼产能增加情况

全球铜冶炼厂粗炼项目

国别	冶炼厂	2022年	2023年
中国	中色大冶阳新弘盛	400	0
中国	铜陵有色（金冠铜业）	80	0
中国	烟台国润铜业有限公司	0	80
中国	北方铜业股份有限公司	0	180
中国	新疆五鑫铜业有限责任公司	100	0
中国	白银有色（重启）	0	200
印度尼西亚	PT Smelter (Gresik)	0	50
塞尔维亚	Bor	0	120
美国	Shelby	40	0
刚果（金）	Lualaba (LCS)	180	0
乌兹别克斯坦	Almalyk	0	120
总计（千金属吨）		800	750



2023年全球电解铜供需预期偏松

全球电解铜供需平衡表

单位：万金属吨	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
铜矿供给量	2081.8	2091.4	2102.6	2142.5	2204.4	2300.9
铜精矿	1721.2	1731.8	1745.4	1798.9	1858.8	1955.1
湿法铜	360.7	359.6	357.2	343.5	345.5	345.8
精炼铜生产量	2338.1	2354.7	2356.5	2418.3	2497.4	2573.2
精炼铜需求量	2350.1	2357.5	2313.9	2442	2505.7	2569
全球电解铜供需平衡	-120	-28	426	-237	-83	43
国家储备收购量			-300	110		
全球电解铜供需平衡（调整后）	-120	-28	126	-127	-83	43

2023年中国电解铜供需预期偏紧

中国电解铜供需平衡表（金属万吨）

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
精炼铜生产量	851.4	900.8	931.7	997.8	1047	1104
精炼铜需求量	1231.9	1223.7	1228.8	1291.9	1337.1	1386.4
建筑	284	284.4	275.2	290.4	294.8	303.6
基建（包括电力）	385.8	364.9	385	382.9	401.8	415.6
消费	297.8	304.2	290	307.4	312.5	321.9
工业	174.8	184.7	188.4	204.4	210.5	220
交通	89.5	85.5	90.1	106.7	117.5	125.2
精炼铜净出口	342.7	315.7	431.1	318.9	305	280
中国电解铜供需平衡	-378	-71	1340	248	149	-24
国家储备收铜量			-300	110		
中国电解铜供需平衡（调整后）	-378	-71	1040	358	149	-24

有色金属(铝)

印尼或禁止铝土矿出口

全球与中国电解铝供需预期偏松

低库存和生产成本是重要支撑

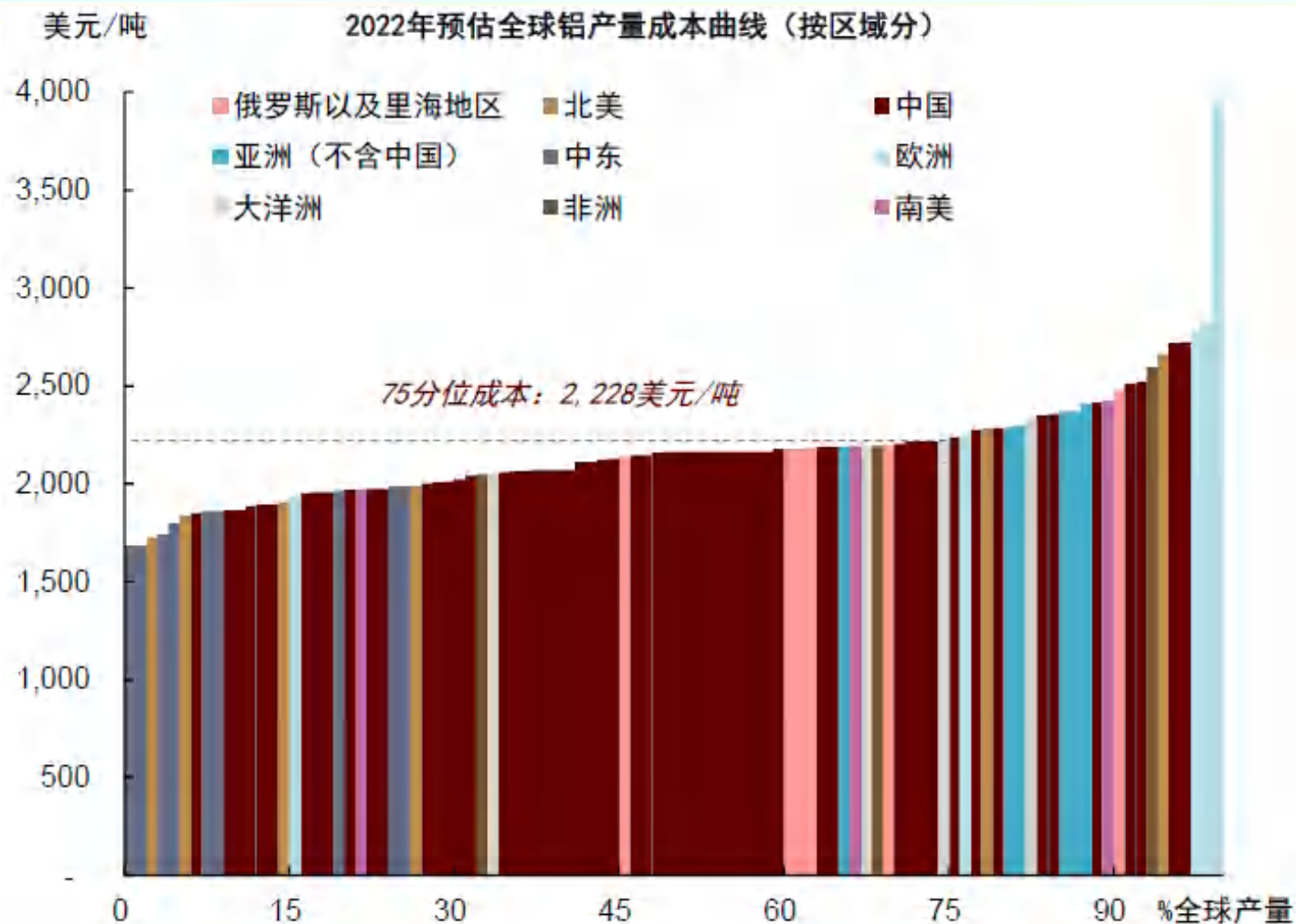
2023年铝价或围绕生产成本波动

关注16500/17000-19500/20000波动区间

www.hongyuanqh.com

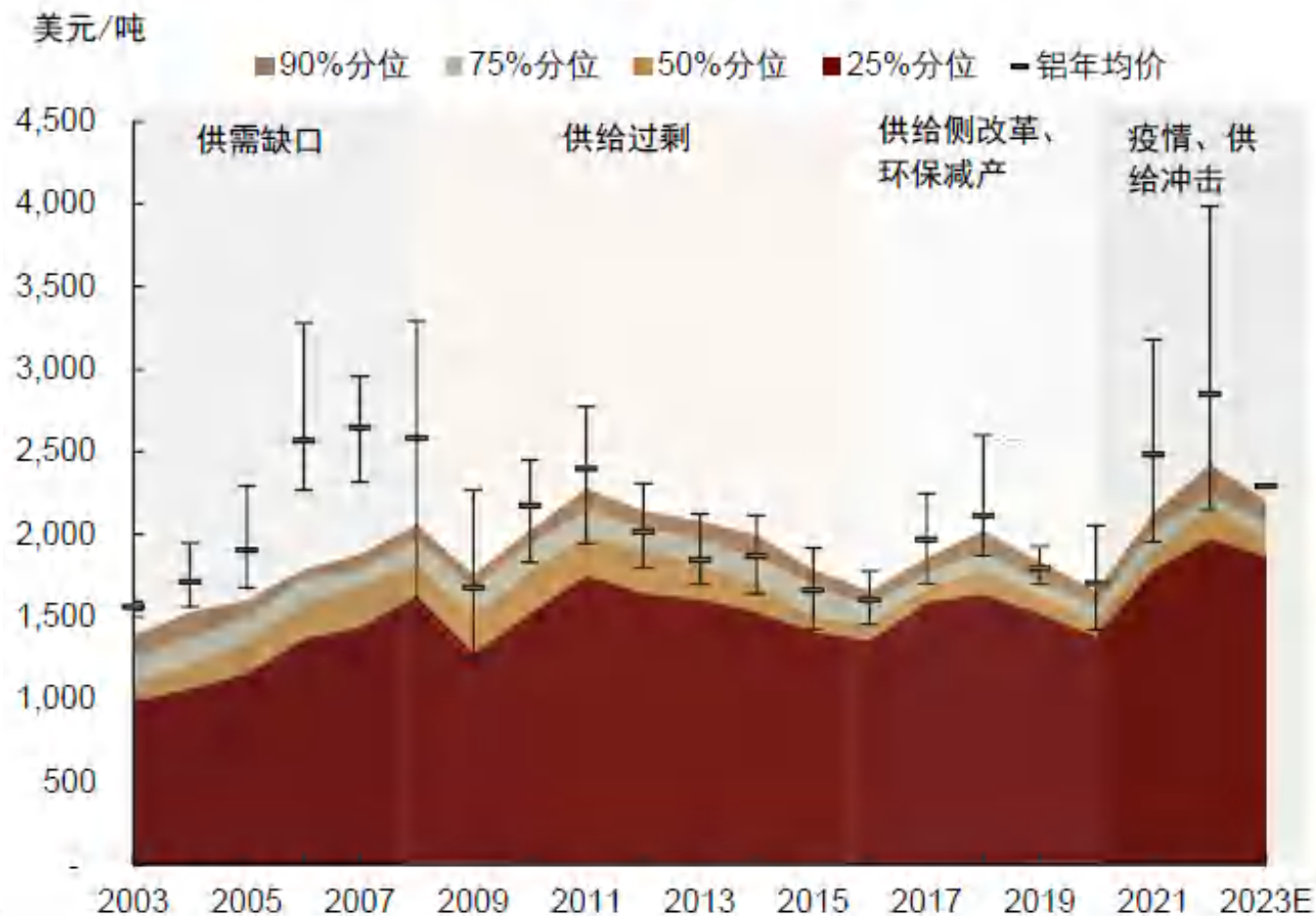


国内外电解铝生产成本中枢或将下移

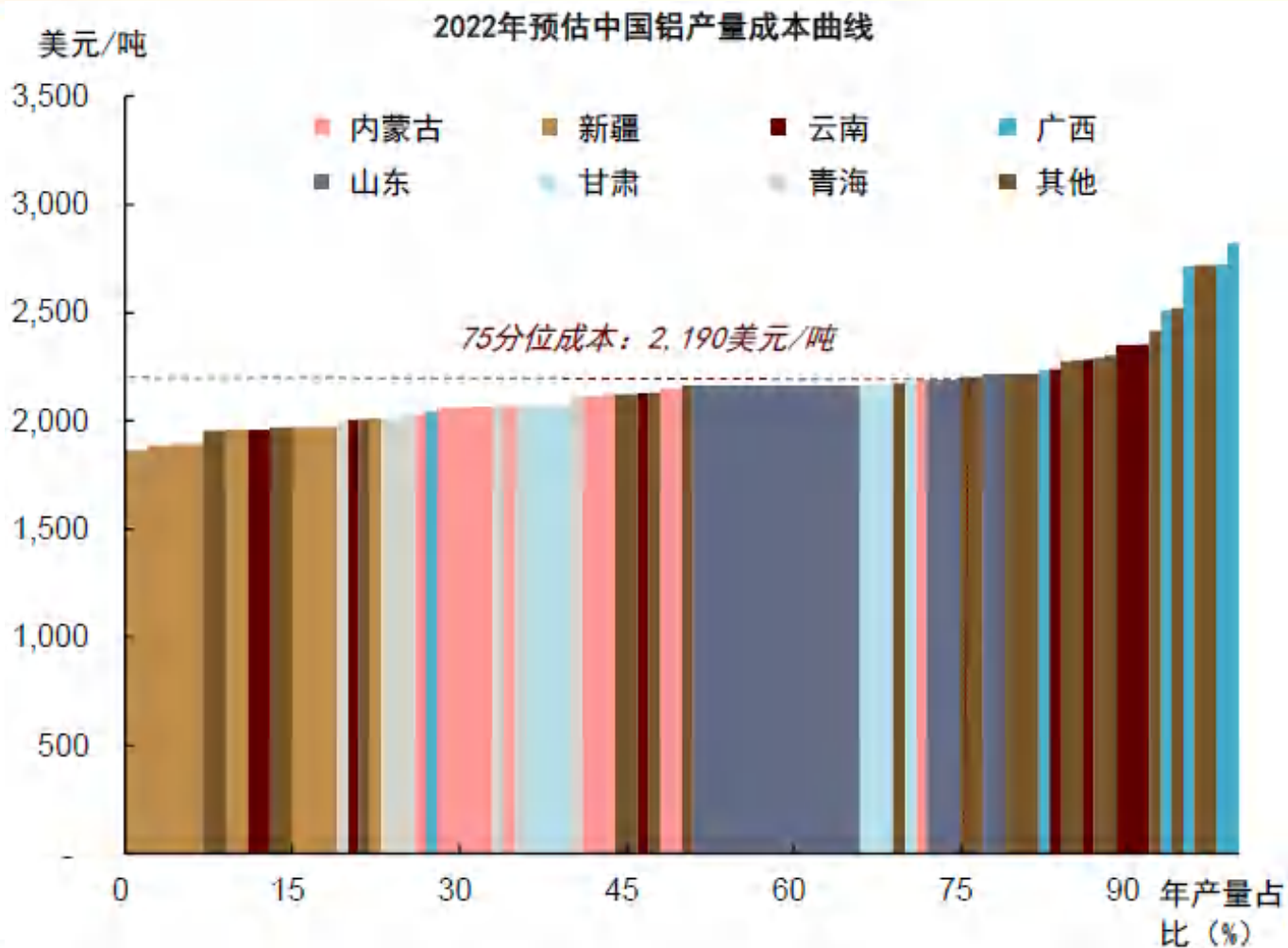


电解铝生产现金成本与价格波动区间

铝：分位现金成本与价格区间



中国电解铝生产成本中枢或将下移



中国自备电与外购电的电解铝生产成本



2023年全球电解铝供需预期偏松

全球电解铝供需平衡情况

单位：千金属吨	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
全球电解铝生产量	64359	63726	64841	66889	68307	70284
中国电解铝生产量	36478	36164	37141	38496	40113	41562
除中国外电解铝生产量	27881	27562	27700	28393	28194	28722
全球电解铝消费量	65050	64813	63050	68287	69087	69838
中国电解铝消费量	36063	36406	37171	40027	40742	41578
除中国外电解铝消费量	28987	28407	25879	28260	28345	28260
全球电解铝供需平衡情况	-690	-1087	1791	-1398	-780	446
中国国家储备变动			-660	280		
全球电解铝供需平衡情况（调整后）	-691	-1087	1131	-1118	-780	446

2023年中国电解铝供需预期偏松

中国电解铝供需平衡情况

单位：千金属吨	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
中国铝材消费量	41421	41486	42299	44468	44920	45770
建筑	11561	11836	11444	11895	11360	11530
交通	8398	8189	8379	9113	9403	9538
机械	5664	5778	6067	6552	6742	6944
电力（包括光伏组件）	4510	4150	4435	4533	4855	5101
消费耐用品	2535	2606	2658	2831	2874	2888
包装（铝箔、易拉罐）	5956	6076	6422	6737	6851	6920
其他	2795	2851	2894	2807	2835	2849
中国铝材净出口量	4836	4793	4227	4982	5730	6016
中国铝材生产量	46257	46279	46526	49450	50650	51787
电解铝含量	46719	46742	46991	49945	51156	52304
废铝使用量	10656	10337	9820	9918	10414	10726
中国实际消费量	36063	36406	37171	40027	40742	41578
中国原铝净进口量	-363	-286	1054	1573	190	200
中国电解铝供需平衡情况	52	-528	1024	42	-439	184
国家收储			-660	280		
中国电解铝供需平衡情况（调整后）	52	-528	364	322	-439	184



有色金属(锌)

新增投产锌矿项目较多
全球与中国精炼锌供需预期偏松
低库存和生产成本是重要支撑
2023年锌价重心或将下移
关注19000-26000波动区间

www.hongyuanqh.com

2023年海外锌矿预计新增产量

2023年海外锌矿新增产量预测（单位：万金属吨）

公司名称	矿山项目	所处国家	项目性质	计划产能	2023E	2024E
Glencore	Kidd	加拿大	关闭	-6	-2	-4
Hudbay	777	加拿大	关闭	-3.8	-1.5	0
Aurora Metals	Mt Garnet	澳大利亚	扩建	2.2	0.5	
Aurora Metals	King Vol	澳大利亚	扩建	3.7	1	1
New Century Resources	Century	澳大利亚	扩建	9.5	3.5	2
Vedanta	Gamsberg	南非	扩建	7	5	2
Ludin	Neves Corvo	葡萄牙	扩建	10.9	4.8	3.5
Eldorado Gold	Olympias	希腊	扩建	2.6	0	2.2
Glencore	Ridder	哈萨克斯坦	爬产	2.3	1	1
Sichuan R&B Mining	Asmara	厄立特里亚	新建	12.5	0	7
Minera Mexico	Buenavista	墨西哥	新建	11	7.5	3.5
UMMC	Korbalikhinsk y	俄罗斯	新建	9	0	6
Glencore	Zhaimem	哈萨克斯坦	新建	12	4.5	0
Nexa	Aripuana	巴西	新建	7	4	3
RCC	Kundyzdy	哈萨克斯坦	新建	2	0.5	0
Nyrstar Myra Falls Ltd	Myra Falls	加拿大	新建	3.8	1	0
NFC, MBC	Ozernoye	俄罗斯	新建	30	13	15
ICM Pachapaqui S.A.C.	Pachaoaqui	秘鲁	新建	2.6	1.5	1.1
Tau-Ken Samruk	Shalkiya	哈萨克斯坦	新建	9	0	1.5
Ivanhoe, Gecamines	Kipushi	刚果	新建	24	0	24
计划新增产能					44.3	68.8
预计兑现新增产能					16.83	
已在运行产能恢复					8.5	
总计					25.33	

2023年中国锌矿预计新增产量

2023年中国锌矿新增产量预测（万金属吨）

省份	矿山	公司	2023E
安徽	姚家岭	铜陵有色	0.9
甘肃	厂坝矿	白银有色	0.1
广东	凡口	中金岭南	0.2
广西	盘龙	中金岭南	0.1
湖南	太丰	太丰矿业	0.1
江西	冷水坑	江铜集团	1.1
云南	兰坪	驰宏锌锗	3
云南	李家寨	恒源鑫茂	2
广西	张十八锌矿	天宝矿业	1
内蒙古	乾金达	兴业矿业	0.5
贵州	猪拱塘	盛达资源	3
计划新增产能			12
预计兑现新增产能			4.8
已在运行产能恢复			1.7
总计			6.5

2023年海外精炼锌预计新增产量

2023年海外锌冶炼计划新增项目（万金属吨）

所在国家	公司名称	项目	性质	总变动	2023年新增
加拿大	Hudbay	Flin Flon	关闭	-11.5	-2
土耳其	SZPP100	Siirt	新建	3	3
印度	Vedanta	Songdah	新建	25	
印度尼西亚	PT Indo Mineralita Prima	Cikanda	新建	2.5	
沙特阿拉伯	Trafigura	Ras Al Khair	新建	20	
俄罗斯	Russian Copper	Verkhny Ufalei	新建	15	15
澳大利亚	Korea Zinc	Townsville	扩产	2	
加拿大	Glencore	Valleyfield	扩产	2	0.5
印度尼西亚	Kapuas Prima	Kapuas Prima	扩产	3	0.7
波兰	ZGH	Boleslaw	扩产	0.5	
纳米比亚	Vedanta	Skorpion	复产	14	6
纳米比亚	Vedanta	Skorpion	扩产	15	
俄罗斯	UMMC	Chelybinsk	扩产	6	
总计				96.5	23.2



2023年中国精炼锌预计新增产量

2023年中国锌冶炼产量变动预估（万金属吨）

省份	炼厂	类型	总产能	2023年	预计投产时间
湖南	湖南皓钰	再生	5	5	2023年第一季度
江西	江西思远	再生	1.2	1.2	2023年第一季度
四川	四川俊磊	再生	10	2	2023年第一季度
广西	南丹吉朗	再生	10	3	2023年第二季度
广西	南方有色	原生	30	8	2024年第二季度
广西	梧州永鑫	再生	10	5	2025年第二季度
广西	誉升锺业	原生	10	3	2023年第一季度
河北	长力集团	再生	8	4	待定
河南	金利金铅	原生	10	10	2023年第二季度
河南	万洋锌业	原生	15	15	2023年第二季度
计划新增产能				56.2	
预计兑现新增产能				23	
现有产能恢复规模				8.89	
总计				31.89	

2023年全球精炼锌供需平衡情况

海外精炼锌供需平衡情况（万金属吨）

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E		
							乐观	中性	悲观
总生产量	752.77	764.45	749.6	746.22	751.2	723.33	770.98	759.12	730.46
净出口量	66.15	69.34	54.37	51.42	42.88	1.12	4	4	4
总消费量	718.82	726.95	714.88	649.49	716	716.57	704.61	704.61	704.61
供需平衡	-32.21	-31.84	-19.65	45.31	-7.69	5.64	62.37	50.51	21.85

2023年中国精炼锌供需平衡情况

2023年中国精炼锌供需平衡情况（万金属吨）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
总生产量	548. 6	546. 18	546. 31	533. 03	584. 56	610. 38	608. 59	601. 22	633. 11
国家储备							-18		
总进口量	54. 34	42. 44	67. 63	71. 54	60. 54	54. 35	43. 42	8. 68	5
总出口量	9. 59	2. 14	1. 48	2. 19	6. 18	2. 93	0. 53	7. 56	1
总消费量	576. 83	599. 01	619. 33	606. 92	637. 57	657. 55	671. 61	607. 22	628. 96
供需平衡情况	16. 52	-12. 52	-6. 87	-4. 55	1. 36	4. 25	-2. 14	-4. 88	8. 15

有色金属(镍)

全球电解镍供给集中度高增量有限且低库存
高温合金对电解镍消费维持强劲
电池行业仍需添加镍豆满足需求
全球二级镍供需过剩但定价逻辑相对独立
2023年镍价重心或将下移
关注155000-245000波动区间

www.hongyuanqh.com



2022年高冰镍产能规划及投产情况

2022年高冰镍产能规划及投产估计（万金属吨）

项目名称	公司	项目地址	中间品	规划产能	投产时间
青山高冰镍	向华友、中伟提供	Morowali	高冰镍	7.5	2022年
友山镍业	盛屯、华友、青山	Weda Bay	高冰镍	3.4	2022年
华科镍业	华友、青山	Weda Bay	高冰镍	4.5	2022年
中青新能源项目	中伟70%、青山30%	Morowali	高冰镍	6	2023年E
盛脉镍业	盛屯矿业、EXTENSION	Weda Bay	高冰镍	4	2024年E
伟明集团	伟明集团、Indigo公司	-	高冰镍	4	

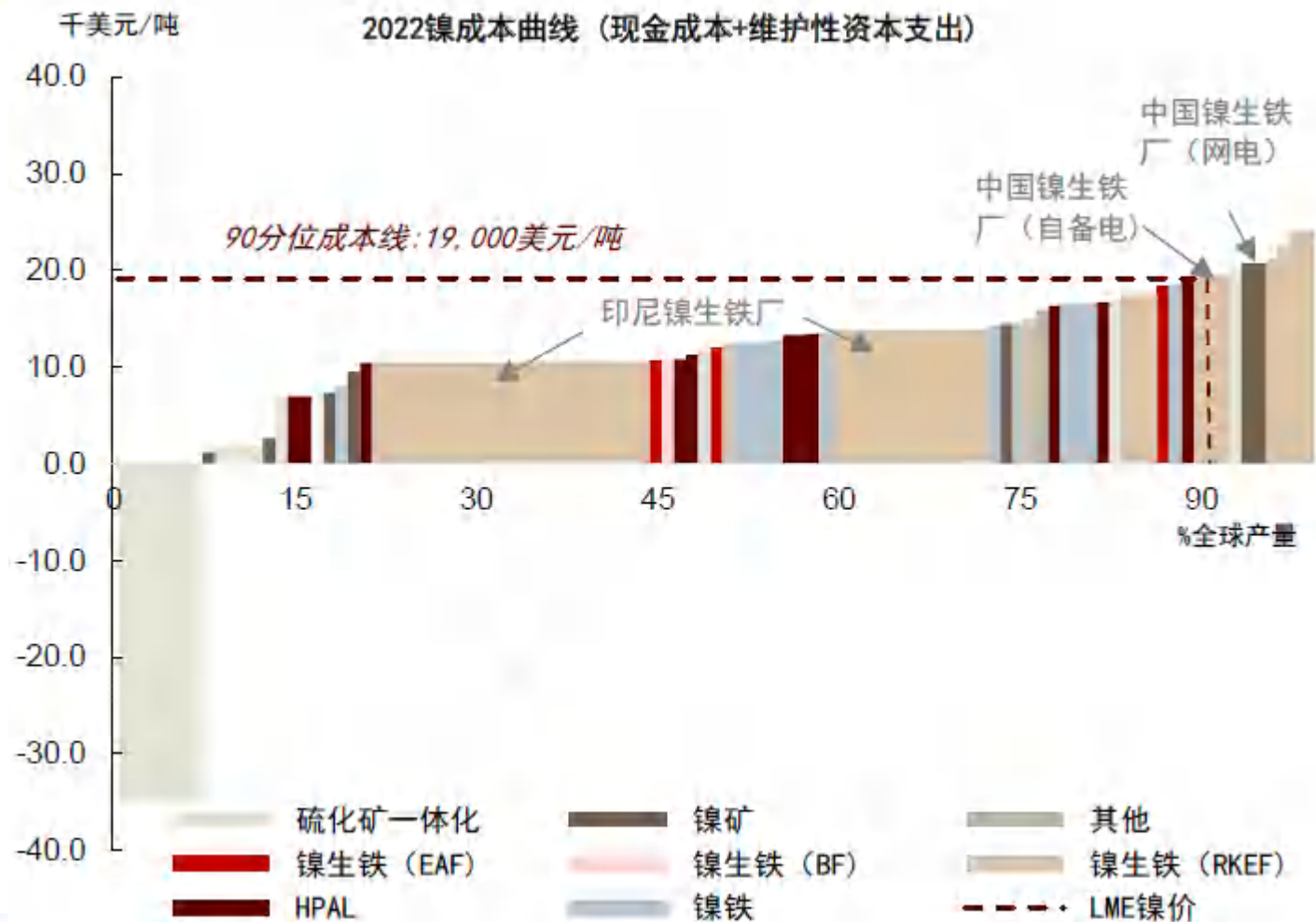
2022年MHP产能规划及投产情况

2022年镍湿法冶炼中间品MHP产能规划及投产估计（万金属吨）

项目名称	公司	项目地址	中间品	规划产能	投产时间
力勤镍业（一期）	力勤、印尼哈利达集团	Obi 岛	MHP	3.7	2021年6月
华越镍业（一期）	华青公司、洛钼MU、沃源控股、青创国际等	Morowali		3	2021年底
纬达贝项目	青山集团和振石集团	Weda Bay		3	2022年
力勤镍业（二期）	力勤、印尼哈利达集团	Obi 岛		1.8	2022年
青美邦项目	格林美、青山、IMIP、邦普等	Morowali		5	2022年
华飞镍钴	中国化学工程第六建设有限公司	Weda Bay		12	2023年E
CNI	PT Ceria Nugraha Indotama	东南苏拉威西		4	2023年E
Weda Bay（一期）		Weda Bay		2	2023年E
华越镍业（二期）	华青公司、洛钼MU、沃源控股、青创国际等	Morowali		3	2024年E
住友金属+淡水河谷	住友、淡水河谷	Pomalia		4	2025年E
Weda Bay（一期）		Weda Bay		4.2	待定



2022年镍相关产品生产成本



国内可处理高冰镍的下游产能

国内可处理高冰镍的下游产能（万金属吨）

企业名称	产品	年产能	生产状态
金川	镍板	16	在产
中伟	硫酸镍	7	在产
华友	硫酸镍	8	在产
吉思	硫酸镍	0.55	在产
格林美	硫酸镍	1	在产

国内中间品（高冰镍和MHP）对接产能规划

2023年及以后中间品对接新增产能投产估计（万实物吨）

企业名称	扩产地址	2023年新增产能	产线类别	扩产进度
金川集团镍盐有限公司	甘肃	10	常压浸出 / 高压浸出	2022年底或2023年初
吉林吉恩镍业股份有限公司	吉林	3	高压浸出	2023年中
荆门格林美新材料有限公司	湖北	27.3	常压浸出	2024年中
浙江华友钴业股份有限公司	浙江 / 广西	22.7	常压浸出 / 高压浸出	2025年中
宁波长江能源科技有限公司	浙江	2.7	常压浸出	2023年上半年
湖南中伟新材料有限公司	广西 / 贵州	22.7	常压浸出 / 高压浸出	2023年初
宁波容百新能源科技股份有限公司	浙江	9.1	常压浸出 / 高压浸出	2023年底
广东佳纳能源科技有限公司	广东	3	常压浸出 / 高压浸出	2023年上半年
湖南邦普循环科技有限公司	湖南	3	常压浸出 / 高压浸出	2023年下半年
江西江钨钴业有限公司	江西	0.5	常压浸出	2023年初
中冶瑞木新能源科技有限公司	河北	4	常压浸出	2023年中
浙江新时代中能循环科技有限公司	浙江	4	常压浸出	2023年初
眉山顺应动力电池材料有限公司	四川	4.5	常压浸出	2023年上半年
湖南金源新材料股份有限公司	湖南	4.5	常压浸出	2022年底-2023年初
陕西聚泰新材料科技有限公司	陕西	5	常压浸出	2023年中
福建常青新能源科技有限公司	福建	1.8	常压浸出	2023年底
江西天奇金泰闾钴业有限公司	江西	2.3	常压浸出	2022年底-2023年初
赣州市豪鹏科技有限公司	江西	0.5	常压浸出	2023年下半年
广东飞南资源利用股份有限公司	广东	2.3	常压浸出	2022年底或2023年初
上海格派镍钴能源技术集团有限公司	浙江 / 广西	10	常压浸出 / 高压浸出	2023年初及下半年均有产线投产
赣州吉锐新能源科技有限公司	江西	4.5	常压浸出	2022年底或2023年初
万华化学集团	山东	4.5	常压浸出	2023年一季度
赣州腾远钴业新材料股份有限公司	江西	4.5	常压浸出	2023年底或2023年初



2023年全球新能源终端耗镍量测算

2023年全球新能源终端耗镍量测算

	单位：万辆	2021年	2022E	2023E	单位：万金属吨	2021年	2022E	2023E
乐观	中国新能源汽车销售量	350.7	703	1050	国内新能源终端耗镍量	21.3	31.9	50.3
	海外新能源汽车销售量	339.5	527.1	695.1	海外新能源终端耗镍量	6.8	8.2	9.6
	全球新能源汽车销售量	690.2	1230.1	1745.1	全球新能源终端耗镍量	27.4	41.1	59.9
中性	中国新能源汽车销售量	350.7	680	950	国内新能源终端耗镍量	21.3	31.9	46.3
	海外新能源汽车销售量	339.5	527.1	695.1	海外新能源终端耗镍量	6.4	7.6	8.8
	全球新能源汽车销售量	690.2	1207.1	1645.1	全球新能源终端耗镍量	27.6	39.6	55.1
悲观	中国新能源汽车销售量	350.7	650	850	国内新能源终端耗镍量	21.3	31.9	43.7
	海外新能源汽车销售量	339.5	527.1	695.1	海外新能源终端耗镍量	6.4	7.6	8.8
	全球新能源汽车销售量	690.2	1177.1	1545.1	全球新能源终端耗镍量	27.6	39.5	52.4

2023年中国不锈钢规划产能及投产时间

2023年不锈钢新增产能及其投产时间（万吨/年）				
年份	公司名称	不锈钢产能	产品系列	投产时间
2022年	江苏众拓	41	300系	2022年7月已投
	江苏德龙二期	135	300系	2022年4月已投
	梧州永达不锈钢	110	200系	2022年8月已投
	梧州金海不锈钢有限公司	120	300系	2022年8月已投
	山东鑫海	162	300系	2022年10月已投
	江苏德隆镍业-溧阳宝润钢铁	276	300系	2022年8月已投
2023年	福建青拓	90	300系	预计2023年
	内蒙古奈曼经安	126	200系	预计2022年底
	明拓集团	80	400系	预计2022年底
2024年及以后	临沂钢铁集团有限公司	270	300 / 400系	筹划阶段
	临沂钢铁集团二期	170	300系	筹划阶段
	柳钢集团	146	200 / 300系	筹划阶段
	山东鑫海	380	300系	筹划阶段
	戴南地区	400	300 / 400系	筹划阶段
	内蒙古上泰实业	30	300系	筹划阶段
	太钢不锈	100	400系	筹划阶段

2023年全球镍供需预期偏松

全球镍供需平衡情况（千金属吨）

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
不锈钢生产量	50871	52217	51792	59107	57530	58763
镍需求量	2244	2356	2345	2753	2879	3194
不锈钢	1618	1688	1723	1982	1963	2072
动力电池	73	105	130	233	359	557
合金	324	326	284	312	328	335
电镀及其他	229	237	208	226	229	231
镍供应量	2155	2425	2468	2613	3028	3545
镍生铁（除转产高冰镍外）	748	1018	1111	1283	1549	1848
镍盐（除镍豆自溶外）	64	87	98	128	270	439
一级镍	863	866	838	789	804	868
水淬镍	411	403	380	374	360	344
其他	68	51	40	38	46	46
原生镍供需平衡情况	-89	69	122	-140	149	351
一级镍供需平衡情况	-81	-28	51	-199	-50	9

主要内容

一、美联储加息终点利率或将更高并持续更久

二、持续加码稳增长政策或促国内经济明年第二季度好转

三、全球有色金属供需预期偏松但低库存仍是重要支撑

四、美联储加息退坡或有反弹，欧美经济衰退或震荡偏弱

2023年有色金属价格走势展望

预计2023年有色金属价格或先弱后强，全年价格走势或如下：

第一季度，基数效应或使美国消费端通胀预期快速下降，叠加欧洲央行与美联储仍难停止货币紧缩政策而使欧洲（美国）经济衰退预期兑现（增强），或使有色金属价格震荡下降；

第二季度，美联储或停止加息但难停缩表，欧洲经济衰退或有所加深，美国经济衰退预期有所增强，但是国内经济复工复产而需求预期边际偏强，或使有色金属价格阶段性上涨但上涨空间恐仍受限；

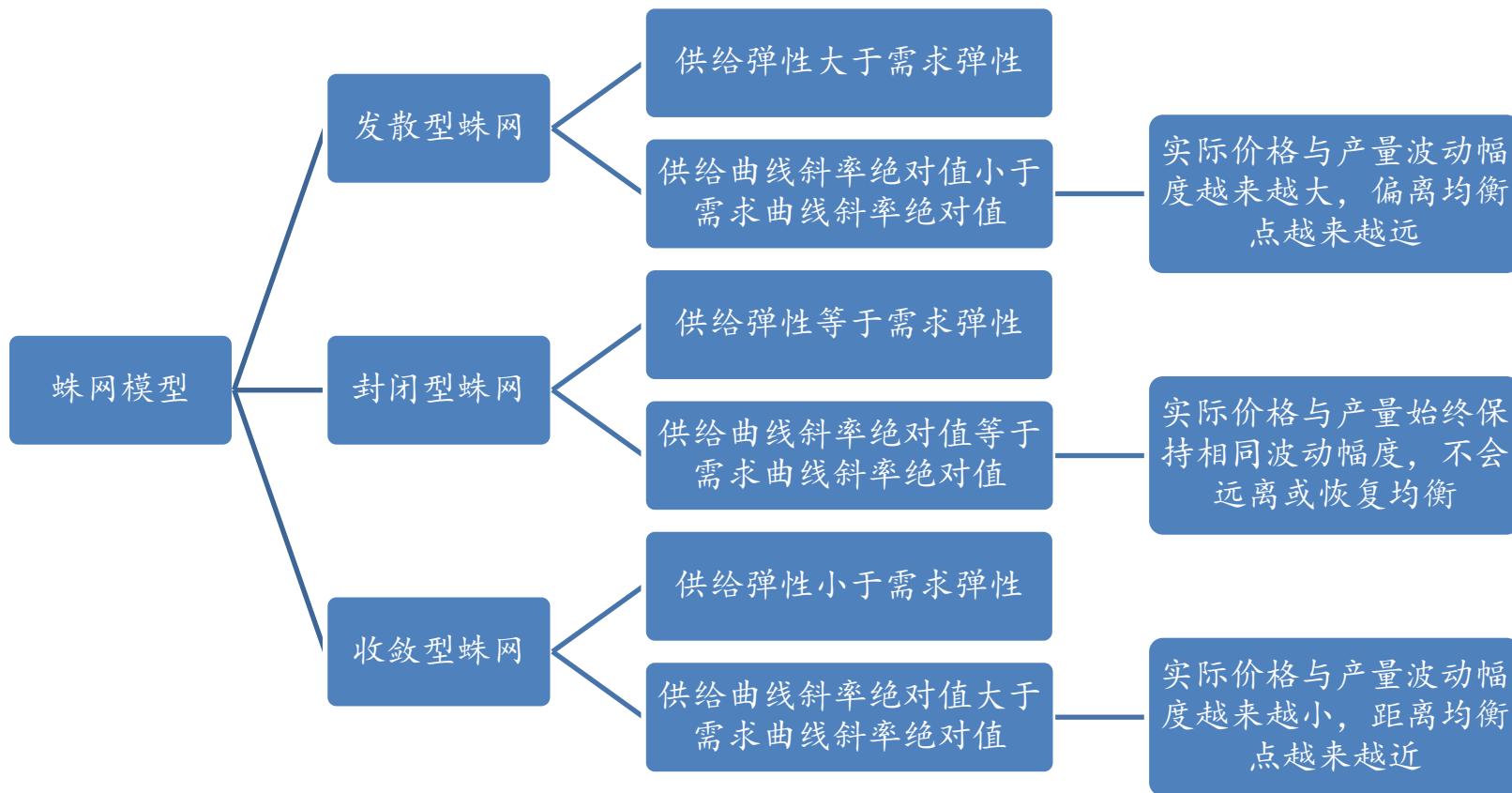
第三季度，美联储保持缩表但降息预期或渐增强，关注欧洲经济是否陷入深度衰退和美国经济是否出现“浅衰退”，国内传统消费淡季致需求预期边际偏弱，或使有色金属价格重心下移；

第四季度，美联储保持缩表但降息预期或有所兑现，欧美经济或表现低迷但预期渐改善，国内传统消费旺季或使需求预期边际偏强，或使有色金属价格重心缓慢上移。



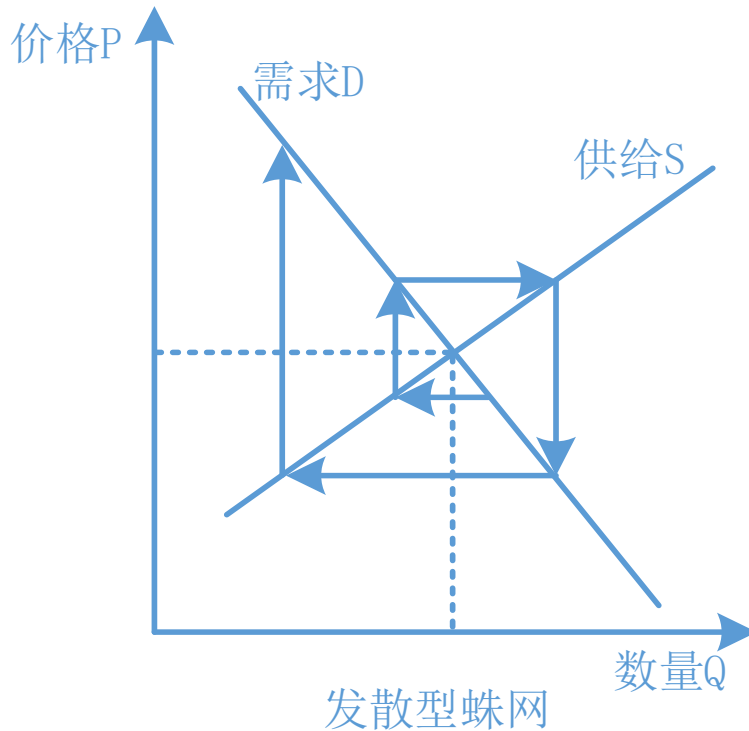
发散、封闭与收敛型蛛网

蛛网模型基本假设：当年供给量取决于前一年价格，从而得到一条供给曲线；当年需求量取决于当年价格，从而得到一条需求曲线。



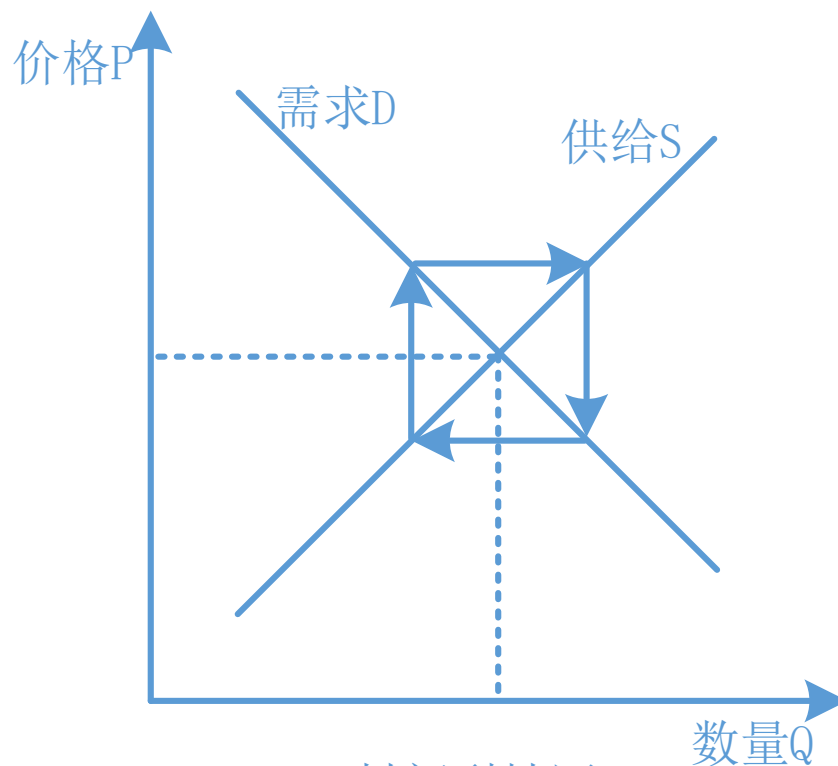
发散型蛛网

当供给弹性大于需求弹性（即价格对供给量的影响大于对需求量的影响）时，实际价格与产量波动幅度逐步加剧，越来越远离均衡点而无法恢复均衡。供给弹性大于需求弹性为“蛛网不稳定条件”，呈现“发散型蛛网”。



封闭型蛛网

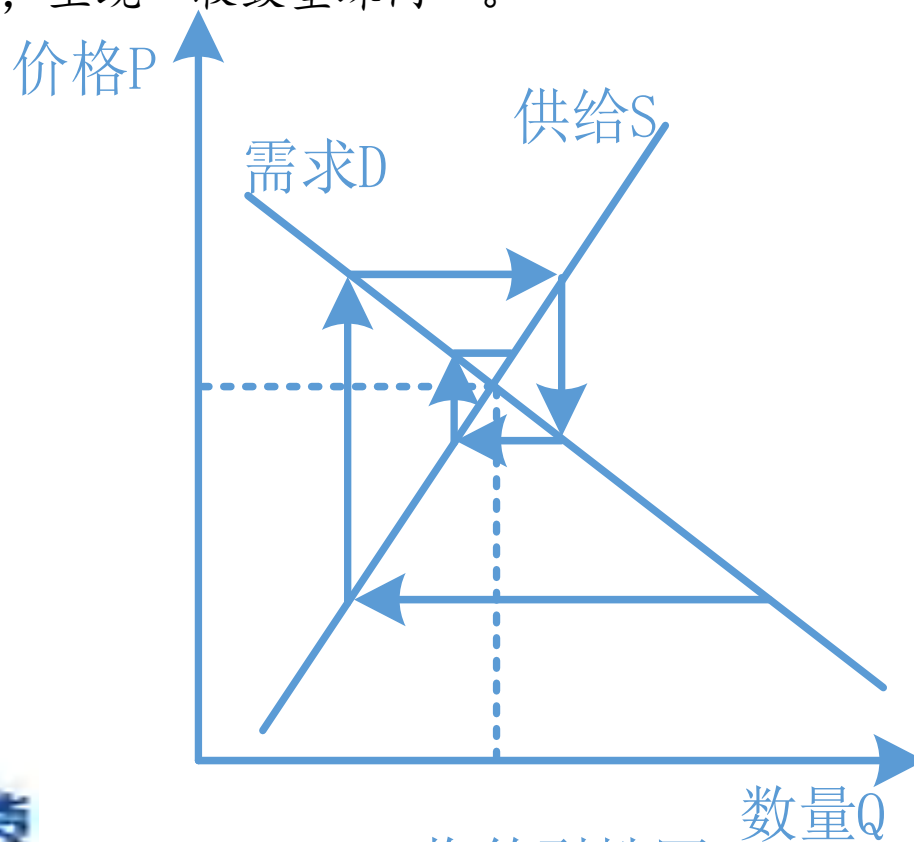
当供给弹性等于需求弹性（即价格对供给量和需求量的边际影响相同）时，实际价格与产量始终保持同一波动幅度，既不会远离均衡点，也不会恢复均衡点。供给弹性等于需求弹性为“蛛网中立条件”，呈现“封闭型蛛网”。



封闭型蛛网

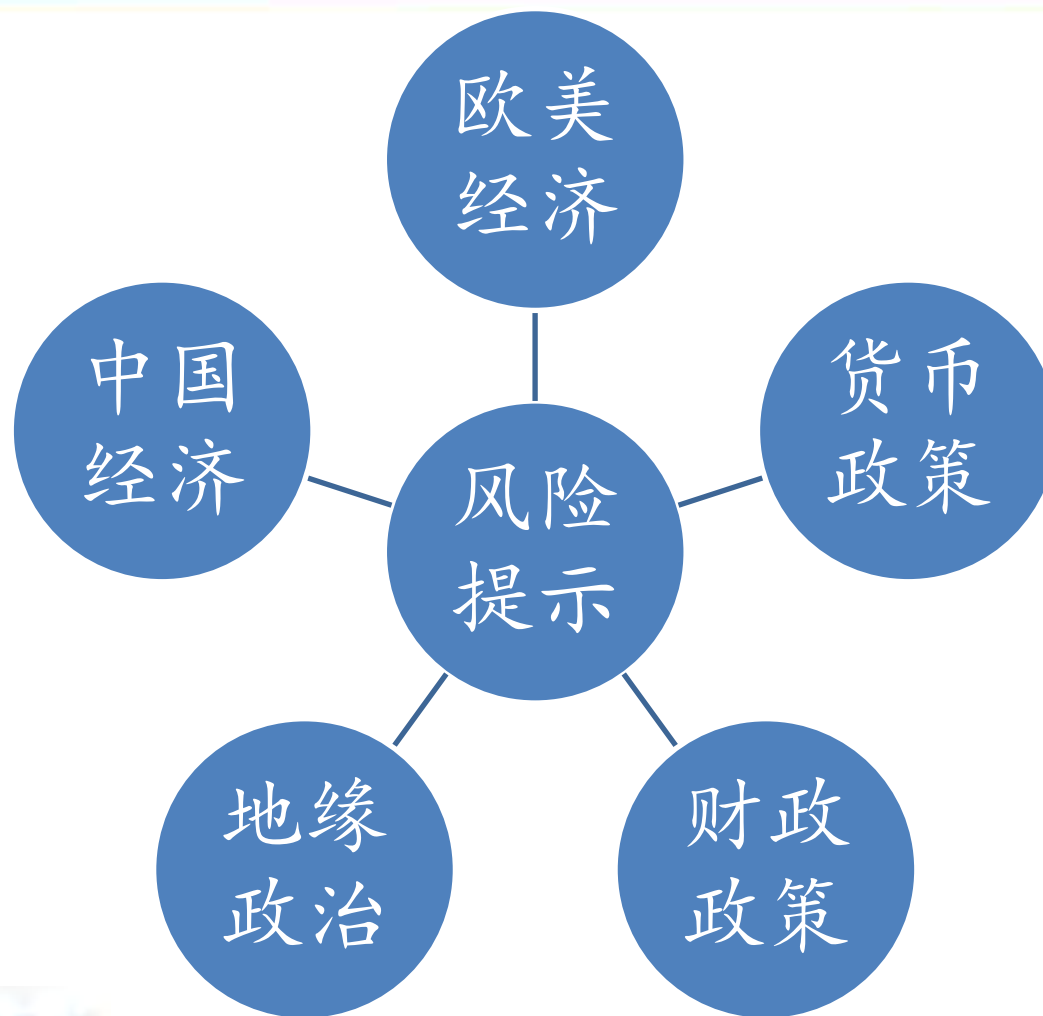
收敛型蛛网

当供给弹性小于需求弹性（即价格对供给量的影响小于对需求量的影响）时，实际价格与产量波动幅度逐步缩小，供给与需求渐趋均衡状态。供给弹性小于需求弹性为“蛛网稳定条件”，呈现“收敛型蛛网”。



收敛型蛛网

风险提示



免责声明与风险提示

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示：期市有风险，投资需谨慎！



THANK YOU !