

金属&新材料：黄旗紫盖连碧草

撰写人：曹姗姗 交易咨询证号：Z0013588

赵 奕 交易咨询证号：Z0016384

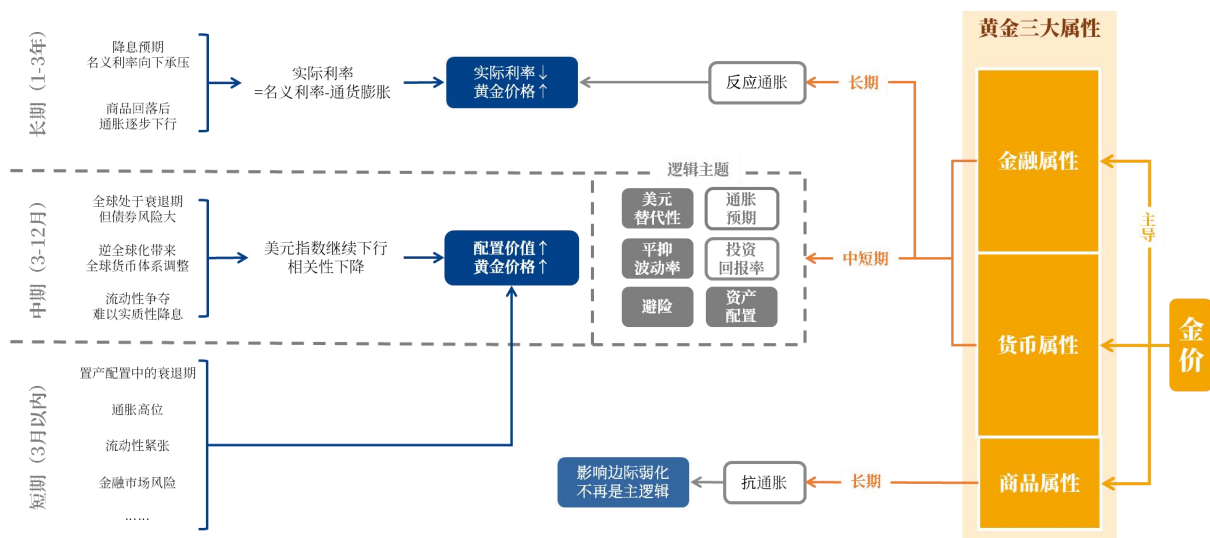
更多详情，请扫描左侧二维码观看影音版

一、概况与结论

本次报告，将“金属&新材料”部分的内容扩产为金、银、铜、铝、硅，这些品种不仅在传统需求中占有较大比重，且在新能源、高端制造等领域（如光伏、风电、储能、新能源汽车等）经历爆发式增长后，比重也快速提升。

二、核心因素

（一）黄金：临不测之渊以为固



黄金是一个极其特殊的大宗商品，兼具金融、货币、商品三大属性，且商品属性最轻，不能应用商品通用的平衡表逻辑理解。2022年下半年开始，黄金的逻辑从根本上发生了变化。金融属性在全球政治风险和金融风险的持续酝酿中，资产配置价值凸显。货币属性增强，与美元之间的关系由此消彼长的跷跷板，

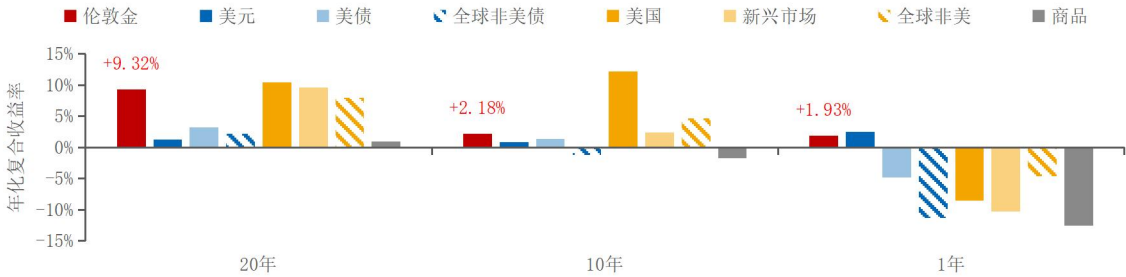
变为逆全球化全球贸易支付体系变革的跳跳板。商品属性在通胀边际下行过程中，抗通胀的作用边际弱化。

1. 金融属性：配置价值凸显

在资产配置中，黄金主要作用并非绝对收益率，而是平抑投资组合的波动率、增强组合的流动性。长期来看，黄金的收益率相对稳定、波动率远低于大部分风险资产，且在风险发生时，与债券、货币、股票、商品等呈现反向波动。

宏观维度，报告期内全球经济仍处于置产配置中的衰退，但由于欧美银行业风波，债券并非最佳投资标的，那么与债券功能重叠的黄金就显得更易接受。2023 年，在流动性紧缺的环境下，降低波动、减少回撤、防止挤兑为主的防御性增长将成为投资主旋律，黄金中长期受益。

图 2-1：黄金与其他大类资产的收益率对比



数据来源：Bloomberg, WGC, 中粮期货研究院

注：数据截至 2023 年 3 月 31 日。

央行的外汇储备，也可以理解为一种大型的资产配置。2019 年至今，中国、俄罗斯、印度、土耳其作为全球四大黄金购买国，分别增持黄金 182.88 吨、232.37 吨、200.92 吨、295.55 吨，合计近千吨，相当于全球一个季度的矿产金供应。2023 年，俄罗斯表示将清空其主权基金所有欧元份额，仅保留黄金、人民币和卢布，并上调黄金和人民币的投资上限（黄金：20%→40%；人民币：30%→60%）。

截止一季度末，中国外汇储备数据显示，中国央行黄金官方储备已经超过 2000 吨，至 2025.44 吨，季度累计增加 77.13 吨，全球排名至第六名，略低于俄罗斯的 2298.53 吨。央行增持黄金，一方面是由于中美博弈加剧、地缘政治风险上升，防患于未然。另一方面是外汇资产多元化发展、平衡外汇组合配置。

图 2-2：2019 年至今四大黄金购买国



数据来源: IFS, Wind, 中粮期货研究院

2. 货币属性：跷跷板→跳跳板

在逆全球化的过程中，信用货币的信仰还是减弱，美元的统治地位有所撼动，黄金的货币属性开始凸显。在此前的研究框架中，黄金与美元是负相关关系，呈现“跷跷板”的效果。但在现阶段的，黄金的国际货币和国际支付属性正在加强，全球对信用货币的担忧正在成为主导金价的核心因素之一。

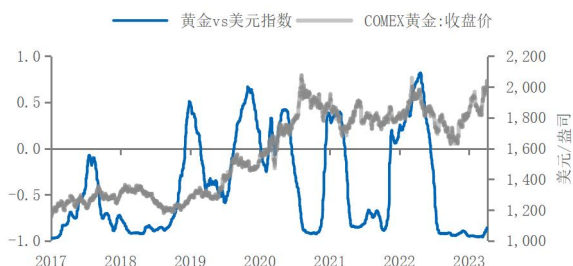
宏观认为在报告期内，美元指数整体偏空，那利好金价毋庸置疑。此外，美元指数上涨对金价的利空正在减弱。一季度，美元指数下跌并未破前低，而金价的涨幅已经突破前高，黄金与美元的负相关性减弱已经初见苗头。后续美元指数对于金价的影响，主要是在美元指数下跌过程中，黄金超涨，而在美元指数上涨过程中，黄金抗跌。

从更长周期的维度，全球贸易结算体系将成为“新”秩序博弈的新战场之一，美元指数作为国际货币的占比必将下降。叠加逆全球化下，全球贸易结算的总量增速下降甚至缩窄。那么，旧时代向新时代转变的过程中，新的“国际”信用货币还未能获得绝对的信任之前，黄金则成为变化过程中，必然的介质选择，是新旧国际信用货币之间的“跳跳板”。

图 2-3：黄金与美元指数的走势变化



图 2-4：黄金与美元指数的 6 个月滚动相关性



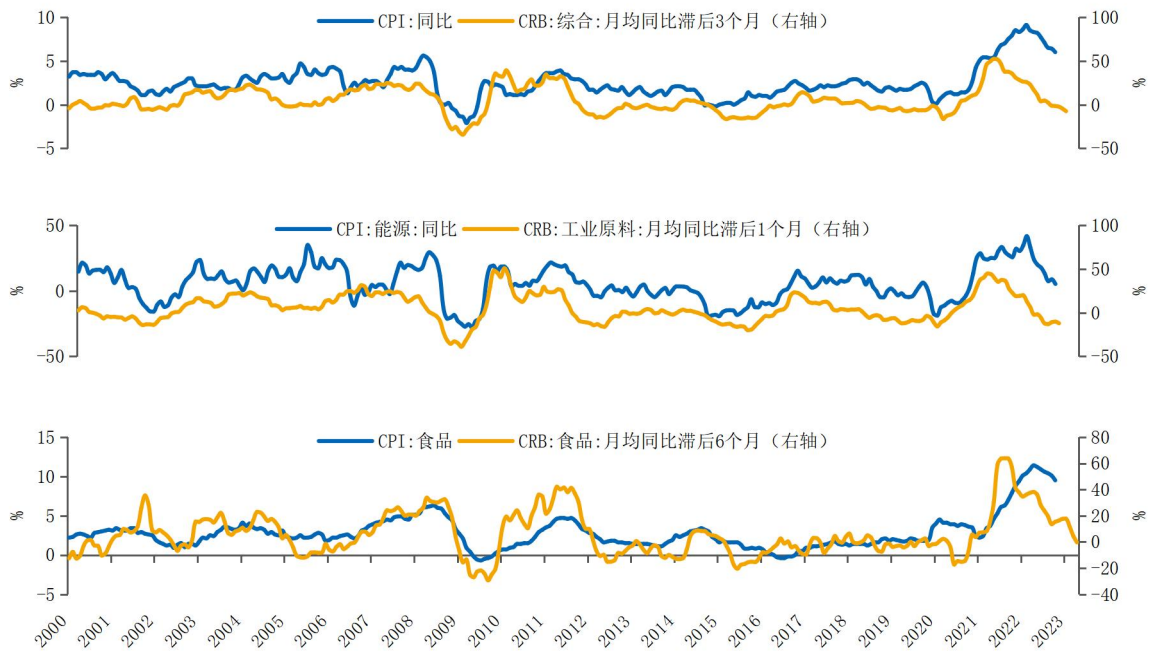
数据来源: Wind, 中粮期货研究院

3. 商品属性：通胀逻辑边际弱化

报告期内，通胀将不再是黄金交易的核心，虽然我们判断高通胀或将维持，由于难创新高，黄金的抗通胀作用边际弱化。

在 2022 年春季大报告贵金属部分，我们曾详细解释“CRB，显证商品对通胀的后置传导”。截止到 3 月最新数据，商品从幅度上已经回到疫情前的水平，向下空间很小，与之对应后面 CRB 综合指数预计在二季度还能继续下行，而后高位震荡或小幅上行。

图 2-5：商品对 CPI 的后滞影响



数据来源：Wind, 中粮期货研究院



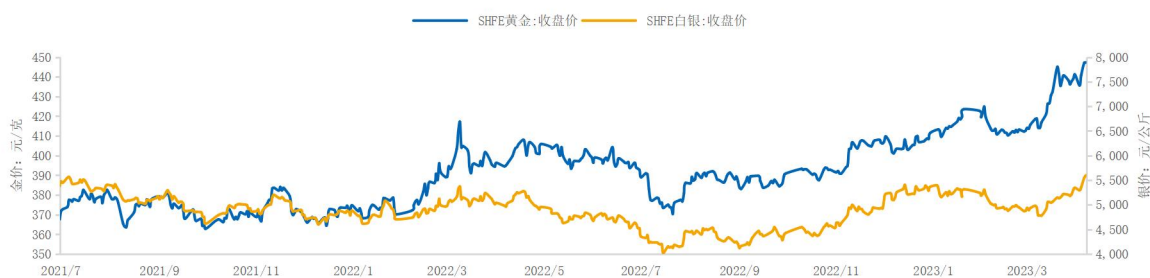
（二） 白银：金光映影

在 2022 年秋季大报告中，我们强烈看多白银，其中就“白银：巨量库存流出的猜想”进行详细阐述。回顾价格走势，银价走出一波明确的上涨，预期证实。站在现阶段，白银短期难以走出独立的行情，更多是跟随黄金。基本面的坚挺只是部分为其下方提供底部，而在金融属性和货币属性驱动黄金上涨的过程中，难以提供超强的上涨动能。

1. 金价主导趋势

黄金与白银最大的差别就是白银拥有更强的商品属性，如上文所述，此轮为金价提供上涨动能的是金融和货币属性，商品属性的通胀作用边际弱化。一般情况下，白银是在通胀来临和持续走高的过程中超涨黄金，而报告期内，预计通胀下行或高位维持，难以为白银提供更强的上涨动能。

图 2-6：金银价格走势



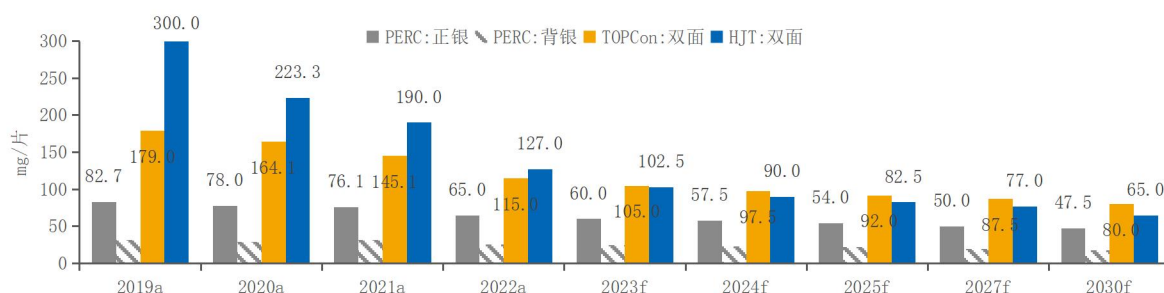
数据来源：Wind，中粮期货研究院

2. 需求预期决定幅度

从趋势上依然看多白银，但预计幅度上则受限于需求增长。前文简单提及，黄金价格的研判不能用传统商品的供需平衡表模式，白银同样也是。主要原因是，供需两端都有对价格高度敏感的分项，即供应端的回收金/再生银，需求端的金饰/银饰银器和投资需求。

2020-2022 年，我们一直很看好白银在光伏中的应用。今年我们依然看好光伏，但有两点制约了其对银价的利好。一是，光伏行业已经开始从护城河保护的“高科技”行业转向市场化竞争的“周期”行业，降本成为首要目的，即使 N 型电池的单位用银高于 P 型，但在后续 N 型渗透率提升中，降低银耗是必然选项，而降低到什么程度超越品种研究的认知范围。那么，我们认为对于光伏用银不应运用线性外推，未来实际光伏用银必将低于现在的预期。二是，2015 年前，很少有人关注到白银在光伏中的应用，所有的增量都是超预期的，而现在所有白银研究、交易都已经把这项放入自己的体系中，不再是超预期。基于前面第一点，高基数后难以再承受高增速的预期，结局大概率只剩符合预期和不及预期。两者结合光伏需求的白银的利好有限，甚至可能是一种利空。

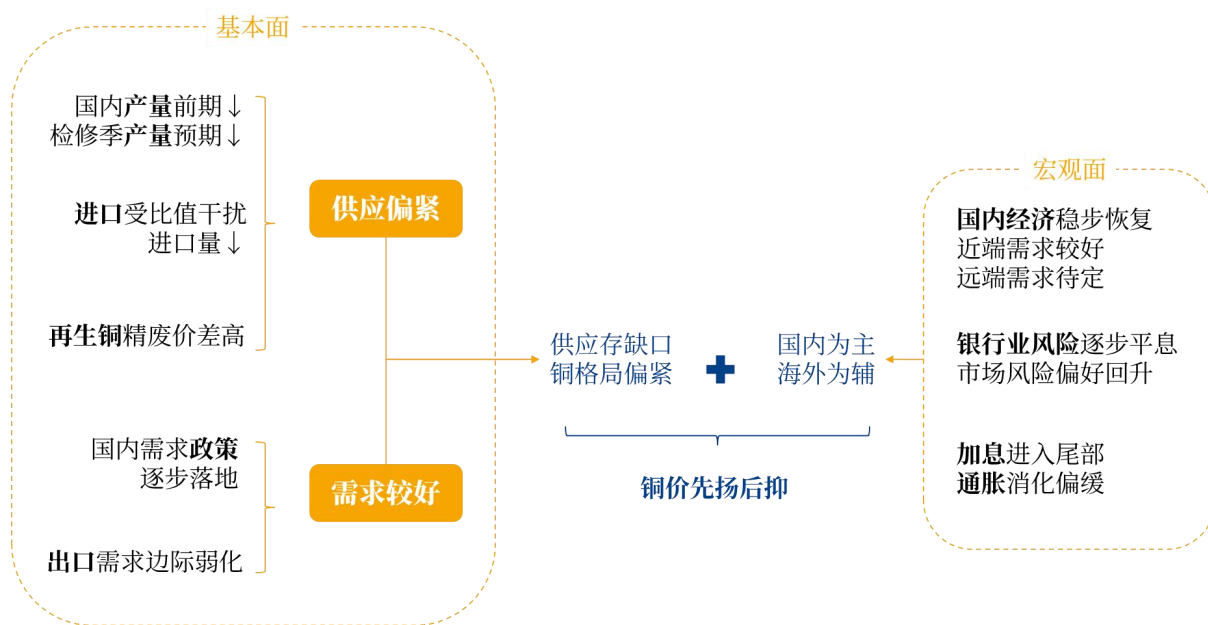
图 2-7：不同光伏电池的单位耗银量



数据来源：CPIA，中粮期货研究院

那么除了光伏之外，白银是否还能有其他亮点？我们认为目之所及，只能期待 AI 技术是否能快速从应用转为商业化运转，带动电子半导体的爆发增长，进而带动电子电器用银的超预期新增。

（三）铜：一遇风云遍化龙



整体来看，我们认为 2023 年二季度铜价易涨难跌，三季度则可能面临宏观节点变化对铜价的指引。二季度在宏观和基本面共振的情况下，铜价有望迎来一波上行，若铜价破前期高位，后续供需面或难承高价，带来三季度的铜价重心下移，若出现全面衰退，则铜价下修区间较大；若未出现相应的宏观事件，则铜价下修区间较窄，我们认为后者的可能性较大。

当前铜价宏观以国内为主导，基本面向好，但仍需注意海外风险点。二季度，伴随着铜市宏观内外比重的变化，今年中国经济的稳步恢复与较为良好的基本面共振，铜价有望探涨。三季度，宏观或出现一些不确定因子，需关注海外经济领先指标变化对铜价是否产生负反馈，如美股是否快速下跌、衰退是否会加深。铜需求弹性也有待观察。

1. 需求：新基建独领风骚

铜需求结构主要分为四大板块：电力电缆消费、房地产、汽车以及家电，2023 年铜需求增长点在于新能源汽车和配备装置，以及风电光伏装机量的增长。经过修正，2023 年国内铜整体需求增幅或在 2% 左右，较年初有了一定幅度的上升。需求端转好的不断证实，表明当前国内经济缓步恢复下项目实际落地较好，提振了铜整体需求。相对保守来看，二季度是政策落地的强力支持期，三季度则可能在二季度高基数的情况下边际转弱。

就重点领域而言，房地产方面，预测 2023 年中国地产竣工面积同比：乐观+10%、中性+5%、悲观+0%。整体竣工端将是地产的亮点，更多利好地产后置需求，如铜、铝。在报告期，我们根据调研情况和地产研

究的高频数据来看，房地产领域竣工端边际好转，新开工及销售预期内改善，二手房成交正增长概率较大。融资落地是地产端的重要观测点，虽然金融 16 条一定程度保障了房地产融资端的稳定性，但银行流贷贷款中，基建和制造业领域信贷占较大比重，地产链条融资就相对薄弱了，因此我们将地产耗铜由去年同期的 -10% 增长调整为 -5% 的增长，同比好转但仍拖累需求；白家电和装修方面则会受二手房成交转好带动，带来 1%-2% 的需求新增长；汽车预计最多维持去年水平，不能带来较多增量；风电光伏则有较大增长，预计 2023 年新增发电装机量预计有 6% 的增长，贡献 3% 左右铜新增需求。出口端由于汇率比值波动，今年铜材出口端或有所缩减。

图 2-8：房屋面积累计同比

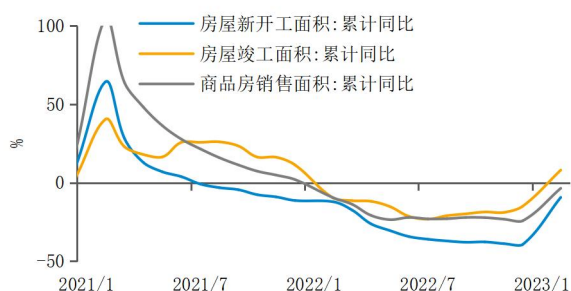
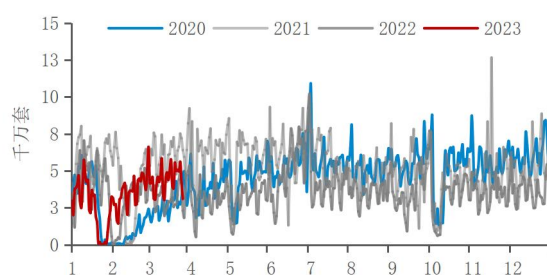


图 2-5：30 大中城市商品房成交



数据来源：Wind，中粮期货研究院

图 2-6：汽车产量及同比变化

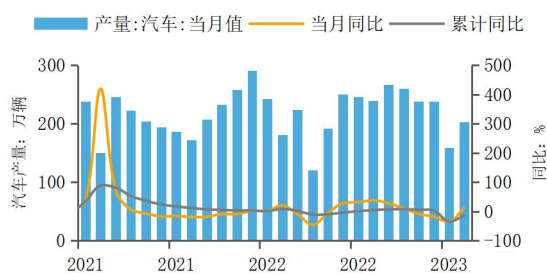
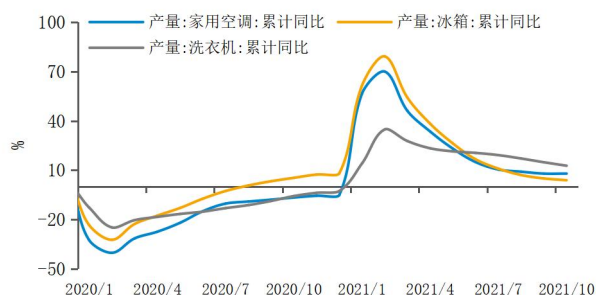


图 2-7：白家电产量累计同比（%）



数据来源：Wind，中粮期货研究院

2. 供应：冶炼端或进入紧缩状态

铜精矿方面，2023 年矿端干扰频繁，从秘鲁封路、运输受阻到南美洲整体产量预期内下滑，2023 年现货铜精矿采购指导加工费回落至 75-79 美元/干吨左右，同比低于往年水平。各大矿企大幅增加资本开支进行新矿勘探和整合，也侧面证实了矿端面临短缺的事实。根据 ICSG 统计，2023 年全球矿山产量在 184.7

万吨，环比-6.48%。因此，虽然当前冶炼厂矿端库存较为充裕，但矿端短缺已成为中长期问题。

精炼铜方面，1-2 月在高铜价和高利润驱动下，冶炼厂积极生产，带来了产量的同比上行。但是，二季度约有 163 万吨产能涉及检修，三季度则有 250 万吨产能涉及季节性检修，且均为大冶、铜冠、江铜、赤峰等大型冶炼厂。因此在报告期内，我们预计铜冶炼的产量将逐级下降，甚至可能出现短缺的情况，结合当前进口比值不佳、进口货源流入处于往年极低位的情况下，进口量基本难以弥补冶炼所带来的产量损失。

再生铜方面，国内再生铜精废价差一直处于合理价差（约 1300 元/吨）以上，替代性较强，但当前下游厂商利润微薄，改变了往年“买涨不买跌”的心态，而是采取刚需补库为主。截至报告期，再生铜市场受宏观氛围转暖及高精废价差所驱动，采购意愿上行，但根据 2022 年的历史经验以及当前下游新增订单略显单薄的情境来看，再生铜市场多以波段式转暖为主，不构成持续性支撑。

图 2-8：国内精炼铜产量

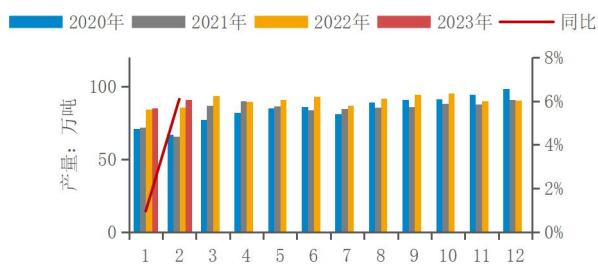
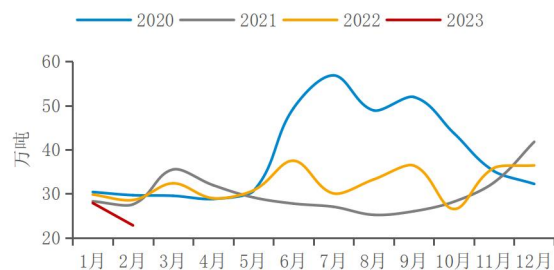


图 2-9：国内精炼铜进口量



数据来源：Wind，中粮期货研究院

图 2-10：国内废铜进口量（万吨）

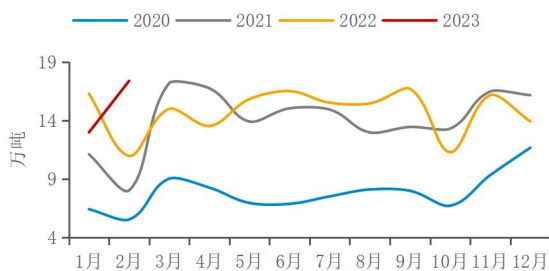


图 2-11：国内精废价差走势



数据来源：Wind，中粮期货研究院

3. 库存：大幅去化为基本面背书

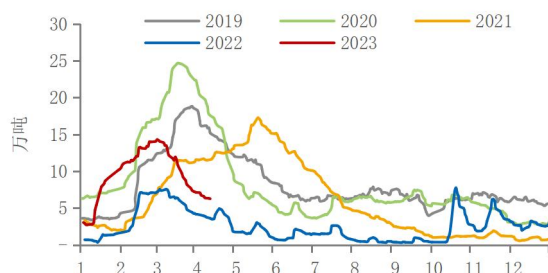
从 3 月开始，全球显性库存高位下探，出现了明显拐点，库存由 33.41 万吨高位流畅下行至 24.74 万吨，处于往年低位。LME 铜库存中低位小幅去库，SHFE 铜库存大幅下降，保税区库存由于进口比值问题出入库量级均较小。目前市场已经由主动去库转向被动去库，一般在此阶段，该商品处于繁荣周期，支撑铜价维持高位。

库存的大幅去化成为当前市场交易的主逻辑之一，基本面偏紧预期导致当前铜价易涨难跌。部分铜业巨擘预期未来伦铜可能到达 10,500-12,000 美元/吨的新高点，虽然该观点提出的点位相当吸引人，但是考虑到宏观因子的不确定性仍存，我们认为投资者仍需考虑报告期内前文所提及的风险偏差因素对铜等风险资产带来的冲击。

图 2-12: LME 库存



图 2-13: SHFE 库存



数据来源: Wind, 中粮期货研究院

（四） 铝：淡烟疏柳媚晴滩

与铜一样，铝的基本面也为其提供了较好的向上驱动，但宏观面则有可能出现向下压力。相对于精炼铜，电解铝在供应端的扰动更大，而需求端的增量更为喜人。首先，供应端受制于 2023 年区域性、阶段性的电力紧张，叠加产能天花板，增量有限，且阶段性会出现大幅减产。其次，需求端的光伏、新能源汽车等的增量占比更大，中长期支持铝价，但在报告期难以有趋势性向上提振。因此，综合分析，我们认为铝价在报告期内的核心是供给端，而非需求端。我们预计铝价在二季度将继续维持窄幅波动，三季度供应端的政策扰动可能阶段性带动铝价“脉冲式”行情，决定铝价上涨的幅度。

情景分析 2023 年电解铝供应：乐观情况，复产减产量，且不再减产，但新增产能会出现季节性减产，预计 2023 年增量为 215 万吨。中性情况，复产减产量，但后续继续阶段性减产，同时，新增产能也会阶段性减产，预计 2023 年增量为 165 万吨。悲观情况，未能出线复产和新增产能，则无增量。我们预计在报告期，大概率将呈现悲观情景。

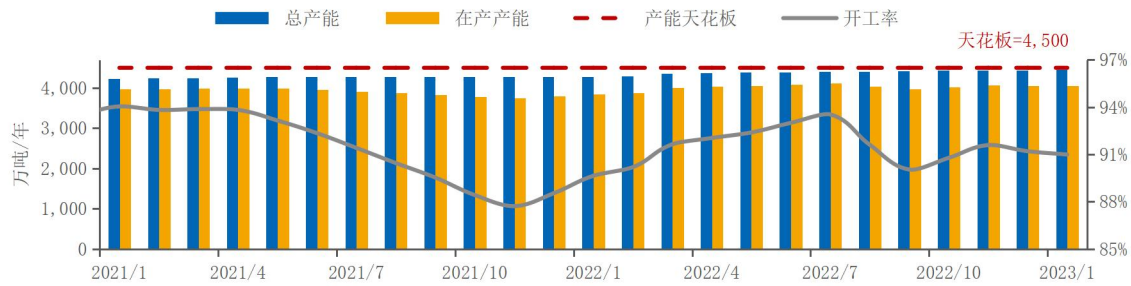
1. 供应：产能天花板和水电限制供应增量

截止 2023 年一季度末，中国电解铝总产能已超 4450 万吨/年，几近 2017 年制定的 4500 万吨/年“产能天花板”。预计 2023 年二季度至四季度，全国将有新增产能 166.2 万吨/年，其中减量置换 130.2 万吨/年，净增加约 36 万吨/年，同比增幅不足 1% (+0.8%)。

运行产能方面，更是道阻且长。目前，由于云南地区限电，影响电解铝在产产能，但开工率依然维持在 90%。横向对比其他工业品，是极其高的开工率水平。一方面，总产能中有少量老旧或有问题产能，开工率无法达到 100%。另一方面，预计今年西南地区的水电依然堪忧，云南大概率拖累全国产量。

综上，电解铝产能基本无增量，且开工率预计维持在 90% 附近，因此，预计报告期电解铝国内供应端持平或下降。

图 2-12：中国电解铝产能开工率



数据来源：Wind, ALD, 中粮期货研究院

2. 电力：结构性缺电引发“脉冲式”行情

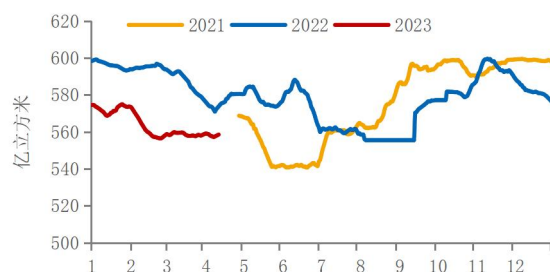
从2020年以来，电力短缺频繁在不同地区发生，预计2023年这个问题依然难以根本性解决。传导至铝，主要体现在云南的电解铝供应。

2022年，云南规模以上发电量（不含小电）为3747.94亿kwh，增长16.8%，全社会用电量2389.51亿kwh，增长11.8%；但依然电力电量“双缺”，高耗能的电解铝遭遇被迫减产。2022年云南电解铝产量423.22万吨，按照电解铝平均电耗13500度/吨，用电量高达571.35亿kwh，占比第二产业用电的32%，是云南省耗电的绝对大户。

图 2-13：云南电力平衡表

	2023e	2022a	2121a	2020a
发电装机容量	11,547	11,145	10,625	10,340
水电	8,112	8,112	7,820	7,556
火电	1,535	1,535	1,528	1,511
风电	1,100	912	881	881
光伏	800	585	397	393
总发电量	3,779	3,748	3,209	3,094
水电	2,850	3,039	2,581	2,483
火电	541	459	350	315
风电	349	213	233	251
光伏	40	37	45	45
总用电量	3,779	3,839	3,617	3,509
省内	2,327	2,390	2,138	2,025
第一产业	29	25	23	19
第二产业	1,633	1,769	1,534	1,487
铝行业	394	563	431	371
硅行业	139	187	67	150
其他	1,100	990	1,036	965
第三产业	343	309	286	254
居民生活	321	286	296	266
西电东送	1,452	1,436	1,473	1,458
境外供电		13	6	26

图 2-14：溪洛渡水库蓄水量



数据来源：云南省电力行业协会，昆明电力交易中心，Wind，中粮期货研究院

2023 年，云南仍面临电力电量“双缺”的格局，同时也存在极大的不确定因数。一是，政策激励明显不足，规划投产的 0.21 亿 kwh 水电和光伏项目目前进度不及预期，难以如期投运，将加剧电力供应紧张。二是，水电受来水波动影响大，目前“西电东送”的溪洛渡水库和三峡水库的需求量均低于历史同期，丰水期不容乐观。三是，火电受电煤产能和供应的不确定影响，由于运输问题，外省煤炭运送成本过高，难以市场化调节，发电能力难以达到预期，且难以对水电进行调节。四是，云南省近两年引入多家大型光伏产业链企业，其中多晶硅、电池片生产也均属于高耗能，工业用电需求预计将大幅增加。

截止 2023 年一季度末，云南电解铝建成产能 562 万吨/年（占比 12%），目前运行产能 404 万吨/年，2023 年计划新增产能至 600 万吨/年，对应的耗电在 527-725 亿 kwh，区间极大，是云南省内电力的“调整器”。假定 2025 年云南省电力产能利用率达 90%，即发电量 4500 亿 kwh，外送 1500 亿 kwh，其他领域用电 1900 亿 kwh（2022 年 1850kwh）；预计 2025 年可用于电解铝领域的电力 1100 亿 kwh，可生产电解铝 846 万吨，对应 1000 万吨/年产能（云南“十四五”目标），开工率仅为 84.6%。

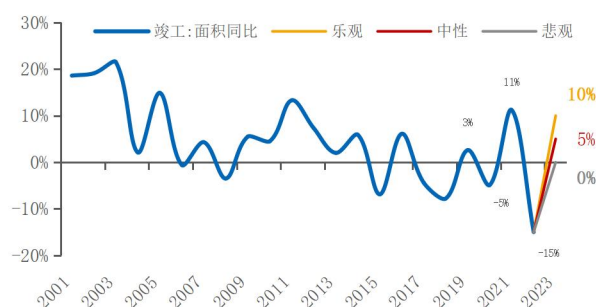
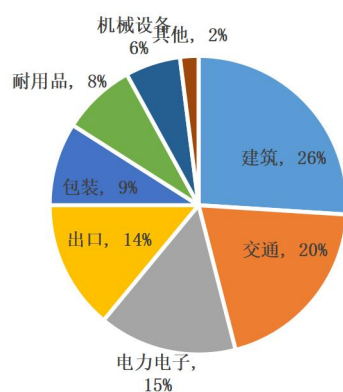
在云南，优先保证外输电量和居民用电，次之保障高新技术行业供电，再之是高新技术的配套产业（如工业硅）；与之对应，电解铝则是最易被管控的行业。云南地区的电解铝企业集中度、国企化程度高，政策推行也相对较易。

3. 需求：内外均难以超预期

在内需方面，中国电解铝下游应用中，1/4 用于建筑结构，用以制作门窗、幕墙、散热器、装修面框等，属于地产后置需求，主要受竣工面积影响。按照上文中性预期估计，2023 年竣工面积累计同比增加 5%，至 9 亿m²以上，地产将不再是铝产业链的拖累，但亦难以提供增量。

图 2-12：中国电解铝下游应用占比（2021 年）

图 2-12：2023 年地产竣工面积增速预测



数据来源：SMM, iFind, 中粮期货研究院

交通领域长期受益于汽车轻量化。预计 2023 年二三季度，新能源汽车的渗透率将进一步提升，2023 年汽车耗铝量增长 6%。

电力电子中，传统的需求来自电网，2023 年电网投资更多关注点在于电源端，即新能源发电和储能，

预计电网需求小幅下降；而新能源的光伏支架和铝浆预计将继续两位数的增长，弥补电网需求的下降，整体稳中有升。

图 2-12：汽车耗铝量跟随产量增长

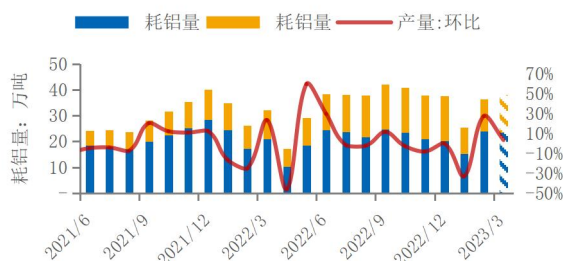
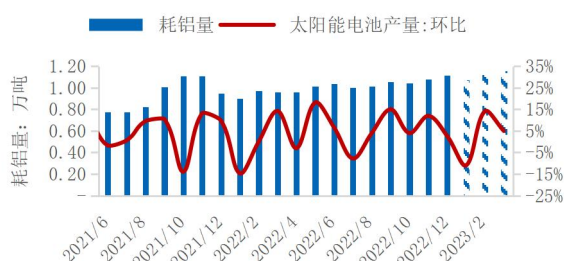


图 2-12：光伏耗铝量



数据来源：国家统计局，中汽协，Wind，中粮期货研究院

（五）工业硅：夜热依然午热同

与铝类似，2023 年工业硅的供需重点在于供应端的扰动。供应端，非西南地区的产量占比提升，平滑季节性扰动，西南地区则受于可能出现的阶段性缺电影响产量。需求端，受益于全球能源结构转型、新能源发展、消费升级等，中长期利好工业硅价格。

报告期内，虽然新能源已现颓势，但细分赛段中的光伏在 2023 年依然可期；全球新能源需求和中国集中式项目投放，多晶硅需求量可观，而多晶硅价格恐受多晶硅产能过剩影响。2023 年，将是工业硅供需逻辑逆转的元年。之前需求主导、供应弱势；之后需求变量影响、供应雄起。二季度受于多晶硅价格下跌、丰水期在即、高库存的影响，价格偏弱；三季度，供应扰动预计增加，工业硅价格上涨驱动较强。

1. 期货价格增加供应弹性

2020 年之前，工业硅的市场常年是上游分散、下游集中，供应没有定价权，库存和价格呈现同向波动，违背商品库存周期的特征。2021 年经历暴涨后，生产企业尝到了供应紧张的“甜头”，加之集中度提升，供应对于价格的管理能力增强，巩固了工业硅的底部成本支撑。今后，产量的刚性周期平滑、利润的传导弹性增强，库存和价格的波动将回归正常。

期货及期权的上市，为生产企业提供了多维度的管理工具。目前，工业硅衍生品的参与方主要在生产企业和贸易商，尤其是大型的生产企业积极性较强。现阶段，供应端的集中度和一体化率不断增强，大型生产企业通过期货价格窥探到市场预期，一方面通过套保锁定一部分利润，另一方面根据市场预期调整生产节奏。因此，产量的季节性波动变小，而利润传导的产量弹性增强。

图 2-12：工业硅的库存的季节性

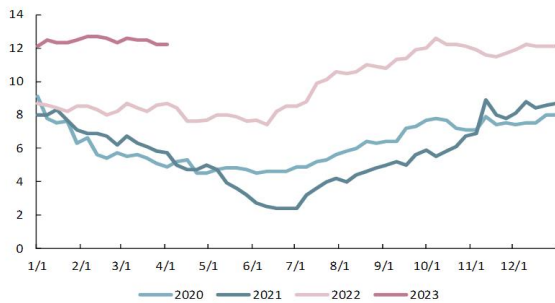
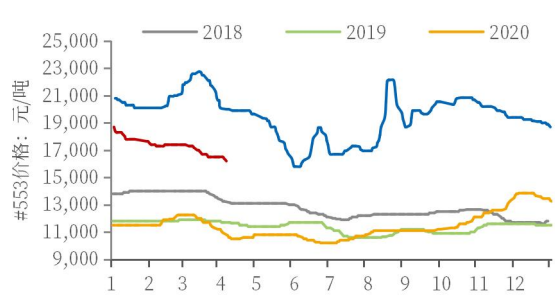


图 2-12：工业硅价格的季节性



数据来源：SMM, iFind, Wind, 中粮期货研究院

2. 供需阶段性错配带动上涨

存量供需方面，结构性缺电问题（详见上文铝部分《结构性缺电引发“脉冲式”行情》），叠加西南地区水电有可能在报告期在出现紧缺，进而影响工业硅供应，造成阶段性短缺。现阶段有机硅的低利润影响开工、硅铝需求暂时受限于地产恢复速度不及预期，表现平淡。

增量供需方面，二三季度有机硅、多晶硅项目将陆续达产，需求端耗硅量增加，计划内供应端增量大部分落地，后续项目大概率不及预期。

图 2-12：工业硅新增产能情况

企业名称	企业简称	炉型 (KVA)	新增产能规划	2019a	2020a	2021a	2022a	2023e	2024f
冕宁县泰和硅业有限责任公司	泰和硅业	2*25,000	3.0	1.5					
新疆鑫涛硅业有限公司	鑫涛硅业	6*25,500	10.0	6.7			3.3		
新疆宇硅科技有限公司	宇硅科技	2*25,000	3.0	1.5			1.5		
新疆晶和源新材料有限公司	新疆晶和源	24*25,500	36.0		6.0	3.0	20.0		
龙陵永隆铁合金有限公司	龙陵永隆	2*16,500	2.0		1.0			1.0	
黑河合盛硅业有限公司	合盛黑河	8*33,000	20.0			10.0			
内蒙古鑫元硅材料科技有限公司	内蒙鑫元	12*33,000	30.0				15.0		
新疆东部合盛硅业有限公司	合盛东部	32*33,000	40.0				40.0		
新疆戈恩斯硅业科技有限公司	新疆协鑫	16*33,000	20.0				10.0	10.0	
甘肃河西硅业新材料有限公司	河西硅业	12*33,000	20.0					10.0	
哈密广开元硅业有限公司	哈密广开元	8*33,000	30.0					10.0	
宁夏晶体新能源材料有限公司	宁夏晶体	30*33,000	49.0					15.0	
阿勒泰福中科技发展有限公司	新特福中	16*33,000	20.0					20.0	
东方日升（包头）硅业有限公司	日升包头	16*33,000	20.0					10.0	
弘元能源科技(包头)有限公司	上机弘元		15.0					8.0	
新安硅材料（盐津）有限公司	新安盐津	6*33,000	15.0					3.0	
云南合盛硅业有限公司	云南合盛	64*33,000	80.0						40.0
	其他拟建		651.3	-	-	-	-	88.7	34.7
	合计	—	1,061.3	9.7	7.0	13.0	89.8	175.7	74.7

数据来源：公司公告，中粮期货研究院

3. 多晶硅产能过剩并非利空工业硅

多晶硅→单晶硅产能瓶颈解决，并转向过剩，带动多晶硅价格下跌。12 月至今，工业硅作为多晶硅原料价格跟随。然中长期维度分析，多晶硅产能的巨量增福，为工业硅带来的是需求增量，下游环节的价格下跌，中期不能直接影响到下游产量的下降，更多将是通过压缩利润的形式。因此，我们认为多晶硅→单晶硅的产能过剩对工业硅并非利空。

图 2-12：全球多晶硅产能



数据来源：CPIA，中粮期货研究院

三、 偏差

（一） 海外宏观不确定性仍存

目前就宏观因子来看，短期银行业危机有所缓解，但这并不表示海外宏观将维持长期稳定。投资者仍需注意流动性变化所带来的可能发生的宏观风险事件以及相关事件带来的阶段性波动。

我们认为对于有色、新材料等风险资产而言最大的风险点仍然在于流动性变化下的银行业风险。虽然就当前瑞信、德银的事后处理来看，海外政府均积极应对并将事件扩散最小化，在处理及时的情境下市场普遍认为并不会出现系统性金融危机，但在美联储接近加息尾声的时刻，市场的不稳定性仍然存在，不定期的风险事件或将牵动市场参与者敏感的神经，任何“风吹草动”都可能带动铜价短期的脉冲下跌。

从通胀变化来看，在 3 月 FOMC 会议后的经济展望中，美联储下修经济预期，上修通胀预期，施政重点依然是压制通胀。核心 PCE 仍在 4.71%，高通胀仍是核心矛盾。报告期内，美联储调节市场的手段有可能变为加息+放水，即恶性通胀，带来美元指数的下行，一定程度上支持大宗商品价格。

回归地缘政治问题，俄乌冲突目前已经基本是价内因素，对金属的影响主要在铝、镍方面。我们不排除会出现新地缘政治冲突的可能性，这是参与铜市的投资者需要密切关注的黑天鹅事件。如果发生新的地缘政治冲突，金属价格必将大幅波动。国内经济复苏斜率仍待观察

两会已经制定了较为稳固的全年增长目标，GDP 增长在 5%左右；城镇新增就业 1200 万人左右，城镇调查失业率 5.5%左右；居民消费价格涨幅 3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步。稳中求进是今年的宏观主基调，也是逆周期和跨周期调节共同努力的结果。以铜为代表的有色品种定价，市场也以国内经济指标为主，转变了以往的内外逻辑。

根据宏观数据，国家统计局公布的最新综合 PMI 在 56.4%，财新 PMI 在 51.6%，综合产出指数在 54.2%，

经营活动指数(服务业)在 55%, 均回归荣枯线以上, 超市场预期。同时 2 月制造业 PMI 环比增长至 52.6%, 创十几年来新高。铜是一个以买预期卖现实的产品, 因此在制造业景气指数较高的情况下, 宏观与基本面共振向上, 铜、铝等价格易涨难跌。

在国内经济持稳的情境下, 政策密集出台的可能性是比较小的, 以细水长流为主。对于国内来说, 就业压力、天然灾害及出口恶化可能会产生一定的负反馈, 是投资者需要关注的一些偏差性动态指标。

(二) 供应减量不及预期

核心因素方面, 我们对于电力紧张引发铝和工业硅的阶段性减产, 给予较高概率的判定。此外, 铜冶炼产业即将进入季节性检修期, 主要检修期在 5 月及 9 月。不过 2023 年以来, 铜、铝冶炼厂冶炼利润均处于相对高位, 激发了冶炼厂的生产意愿。因此, 供应减量未能如期出现, 则价格上涨的驱动恐消失, 此情景则将价格。

(三) 库存去化走缓

从一季度末数据来看, 当前库存去化速度极快。但根据近几年的价格走势和去库来看, 去库多走以下逻辑: 被动去库-价格高涨-采购迅速萎缩-主动补库-被动补库-价格下行-主动去库-被动去库。因此在被动去库-价格高涨区间内, 我们仍需担忧二季度、三季度需求支撑强度不够坚韧和库存去化不及预期的风险。

四、策略与风险提示

(一) 策略

黄金: 二三季度, 金价延续上涨, 伦敦金第一目标位 2200 美元/盎司, 沪金 500 元/克。

铜: 二三季度, 伦铜下方支撑位在 8500-8600 美元/吨, 上方有一定可能性再度突破 10000 美元/吨, 同时沪铜运行区间预计在【68000, 75000】。当前铜市交易逻辑回归基本面偏多和国内经济恢复的思路。单边策略方面, 二季度以震荡偏多为主, 可以维持逢低做多思路, 若铜价到达阶段性高位且需求边际支撑走弱, 则三季度有波段式高位沽空的机会; 跨期方面, 近月合约乐观情绪较强, 我们维持正套观点; 期权方面, 根据当前铜价易涨难跌的情况, 投资者可以采取卖出期权的短期策略以获得权利金收益。

铝: 二季度, 铝价继续窄区间运行, 可选择通过期权进行蝶式套利。三季度, 预计供应扰动增强, 比起价格上涨, 利润增加的确定性更强, 可选择通过买入氧化铝(即将上市)、做空电解铝, 做多电解铝利润。

工业硅: 目前价格较低, 8 月期货第一次交割的不确定性较强, 可选择买入远期的看涨期权, 提升杠杆的同时规避逼仓风险。

(二) 风险提示

1.宏观流动性事件(下行风险); 2.需求项目落地不及预期(下行风险); 3.政治风险影响进出口政策(上行风险); 4.疫情影响物流运输(上行风险)。