

山还是山，水还是水

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

报告要点

本轮经济周期的特殊性在于，全球治理、资源供给结构、劳动力结构等长期变量开始作为短期变量扰动经济，因此市场对于未来商品价格判断存疑。但我们认为，美联储快速下杀总需求的方式避免通胀长期化，此时大宗商品价格承压就成为通胀回落和货币转向的必要条件。据此，我们提出商品策略的两条主线。

摘要：

我们认为 2023 年大宗商品主线有两条：1. 海外衰退难以避免，总需求回落，因此我们看空海外宏观定价商品（原油、铜）；2. 中美经济周期错配，在“低库存+低利润”的悲观预期下，寻找低点做多国内黑色系反弹更有性价比，但需微观数据不断验证。

能源：建议关注原油价格的空头机会，而煤炭或仅为震荡状态。首先，我们预测未来美国衰退概率接近 100%；此外，美联储长期通胀预期与 WTI 油价高相关，回落至 2% 对应 WTI 油价在 46-77 美元/桶区间，而 OPEC 主要生产国的财政盈亏平衡油价在 65.8 美元/桶附近（折算 WTI 油价 70 美元/桶）。在美国政府和美联储全力调控通胀的预期背景下，我们认为美国原油价格明年或很难长期超过 80 美元/桶。

有色：我们预计有色金属供给整体偏宽松，全球经济增速放缓，使得价格整体承压。但需求端可能的亮点——国内房地产调控预期、基建韧性，新能源产业建设或限制品种下行空间。此处，我们重点推荐上半年铜价回落机会。

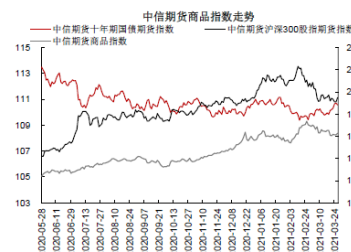
贵金属：我们认为明年年中货币收紧中止，叠加衰退预期，贵金属或向上。白银表现或强于黄金。金价低点 1700 美元/盎司，白银低点 20.40 美元/盎司。

黑色：在“低库存+低利润”的背景下，国内定价的黑色系在极低底部不如做预期反弹性价比更高，与国内政策方向一致，但需要微观数据支持。

农产品：猪周期或将进入下降周期，作为配置可关注猪肉价格回落机会。

风险提示：1. 美联储货币政策变化； 2. 国内经济复苏不及预期

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。



大宗商品策略团队

张文

从业资格号 F3077272

投资咨询号 Z0018864

zhangwen@citicsf.com

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

邮箱: qutao@citicsf.com

一、2023 年两条主线：全球总需求回落，中美经济周期分化

（一）第一条主线：总需求调控通胀，商品价格回落是前提

本轮经济周期的特殊性在于，全球治理、资源供给结构、劳动力结构等长期变量开始作为短期变量扰动经济，因此市场对于未来商品价格判断存疑。但我们认为，美联储采用快速下杀总需求的方式避免通胀长期化，此时大宗商品价格承压就成为通胀回落和货币转向的必要条件。因此，明年我们仍然看空海外宏观和美元定价商品（铜、原油等）。

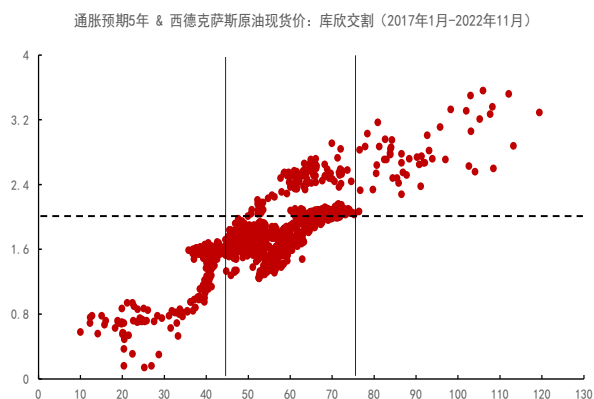
1. 通胀预期实现 2%的前提——WTI 原油价格不超过 77 美元

美联储反复强调，货币政策收紧无法瞬时作用于实体经济，具有滞后性，这使得我们很难直接对总供给和总需求关系做出判断。但是，我们可以通过美联储关注并即时影响的中间变量——盈亏平衡通胀率寻找其中的联系。

将 5 年和 10 年通胀预期与 WTI 原油价格（总供给代表）作散点图可以发现，二者具有非常强的正相关性（0.845）。美联储锚定的 2% 长期通胀预期下，我们对历史原油价格划分区间，发现 WTI 原油价格始终在 44-77 美元/桶之间。因此，美国政府锚定的长期通胀目标注定了，当原油价格因供给或地缘问题上涨，美国政府和美联储一定会给予压力，使之回复到目标通胀预期。在美国本土原油供给难以大幅上行的背景下，总需求一定需要相当幅度回落，这压制了 23 年商品价格上涨的可能。

此外，如果我们关注 OPEC 动向的话，会发现尽管近期沙特重新表态减产，但原油价格继续回落并不涉及 OPEC 的财政平衡等生存问题。从图表可见，OPEC 成员国 2023 年的财政平衡成本最高在 65.8 美元/桶附近，历史油价甚至低于 IMF 测算出的财政平衡成本。如果参考该标准，欧洲布伦特原油价格仍有 20 美元/桶的下跌空间。参考历史均价价差，美国 WTI 原油价格可回落至 70 美元/桶，达到美联储锚定长期通胀目标 2% 的要求。

图 1: 5 年通胀预期 2%: WTI 油价 47-76.5 美元



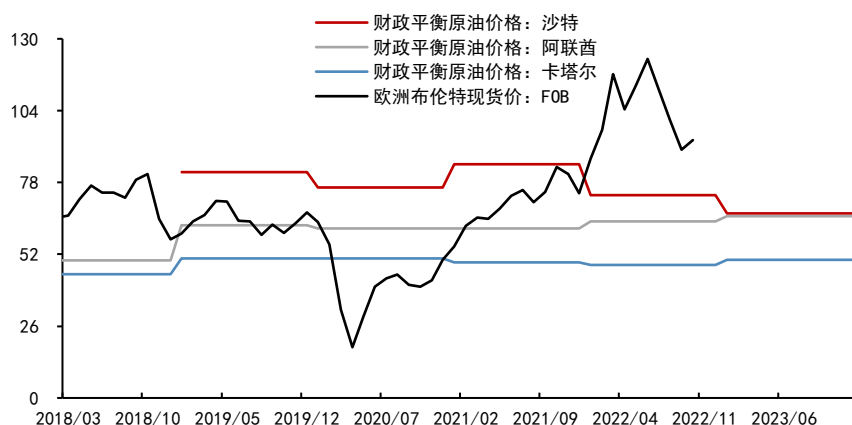
数据来源: Wind 中信期货研究所

图 2: 10 年通胀预期 2%: WTI 油价 46.7-75.3 美元



数据来源: Wind 中信期货研究所

图 3: OPEC 主要成员国 23 年的财政盈亏成本约为 65.8 美元/桶, 在美国调控区间内



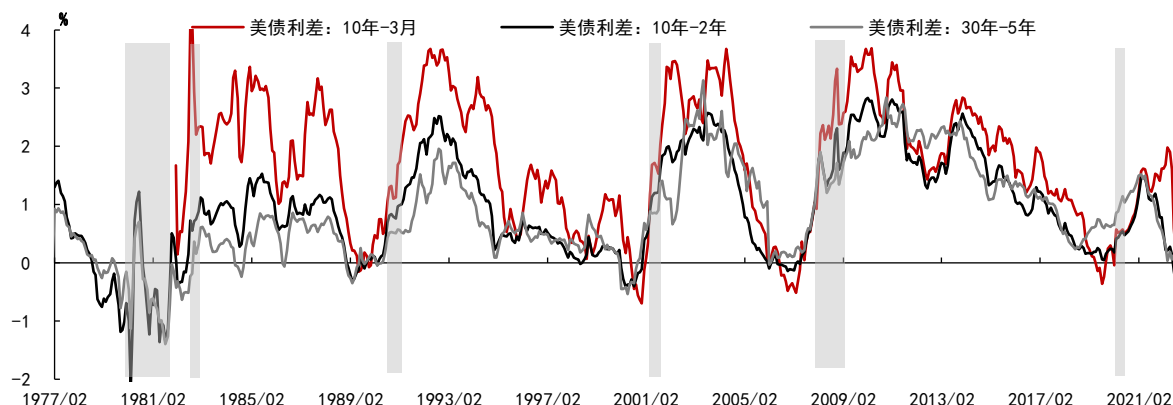
资料来源: IMF 中信期货研究所

2. 货币收紧转向, 美国也难以避免衰退结局

我们认为,即使年中货币政策转向,未来美国衰退概率已接近 100%, 这同样将压制商品价格。该观点可以从衰退时点的预测过程中体现。

衰退常用的预测方式是,金融利率指标+实体经济指标。我们首先看美债长端利差验证观点。从图表可见,从 1977 年以来,当 10 年-3 月、10 年-2 年、30 年-5 年美债月均利差倒挂为两个或以上时,美国未来衰退概率为 100%。截止 2022 年 11 月,三种利差同时出现倒挂,暗示金融市场认为未来美国经济衰退几成定局。

图 4：1980 年以来两种以上利差均值同时倒挂，未来衰退概率 100%，当前三种利差同时倒挂



资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

再从衰退时点、利差倒挂持续时间、货币转向时间的关系看，除 1980 年 1 月的衰退时点外，通常利差倒挂后 5 个月后中止加息，最久不超过 9 个月。之后经济逐步步入衰退期，这体现美国货币政策前置熨平经济波动的过程。当前利差倒挂已经持续 5 个月，至明年年中为 11 个月，超过之前均值，且与联邦基金利率转向时点对应，因此我们判断明年年中货币收紧概率确实较大。而从明年年中开始，实体经济将进入衰退概率较大的时间区间。这意味着，商品价格将面临预期和实际的压力，限制商品价格上涨。

图 5：衰退前利差倒挂时间和转向时间：明年下半年开始准备进入衰退，预计货币政策转向

衰退开始	衰退结束	10 年-3 月利差 倒挂时间（月）	10 年-2 年利差 倒挂时间（月）	30 年-5 年利差 倒挂时间（月）	进入倒挂后货币政策 转向时间（月）
1980 年 1 月	1980 年 7 月	—	16	14	22
1981 年 7 月	1982 年 11 月	—	10	10	9
1990 年 7 月	1991 年 3 月	13	18	19	5
2001 年 3 月	2001 年 11 月	8	13	13	4
2007 年 12 月	2009 年 6 月	16	22	0	4
2020 年 2 月	2020 年 4 月	1	0	0	-5
当前状态	-	1	5	3	>5

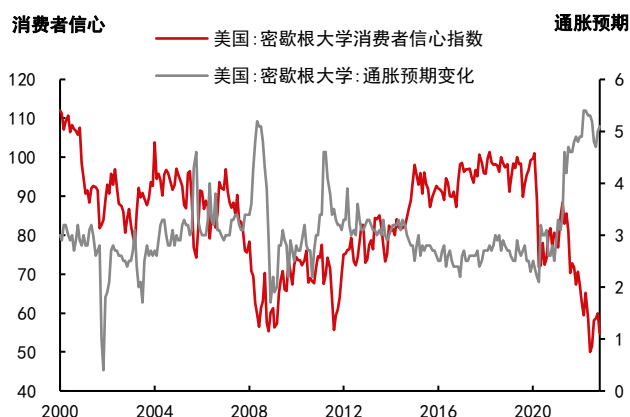
资料来源：Bloomberg Wind 中信期货研究所

再从经济指标看，我们从美国实体经济指标观察，同样验证美国经济见顶预期。美联储哈克曾表示，货币政策传导到实体经济大约一年，以此推断，密集加息将在明年二、三季度开始显示威力，需求承压制约商品价格。

消费周期看，美国依赖多余储蓄，零售销售动能趋缓。年初以来，尽管名义个人可支配收入有所上涨，但个人实际可支配收入已回落至回疫情前水平并保持于此，这意味着任何名义增长已被通胀悉数蚕食，居民收入缺乏实际“增量”流

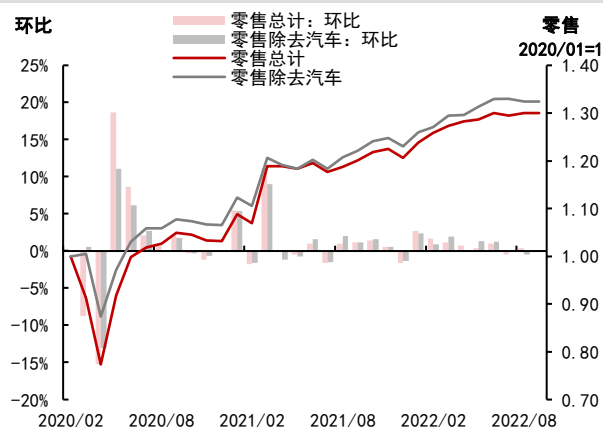
入。因此，美国消费支出或有赖于前期积累的多余储蓄。然而，自 2021 年末以来，美国个人储蓄率持续走低，个人储蓄实际数据已持续低于假设走势，疫情期间所累积个人储蓄或已消耗过半。因此，今年美国零售数据环比增速持续边际放缓至环比持平。叠加前文所述居民资产或将继续受股市与楼市拖累，美国居民消费支撑可持续性存在疑问，而上行空间有限的居民净值增速或将拖累美国消费需求并带动零售销售增速向下。

图 6： 通胀预期施压消费者信心



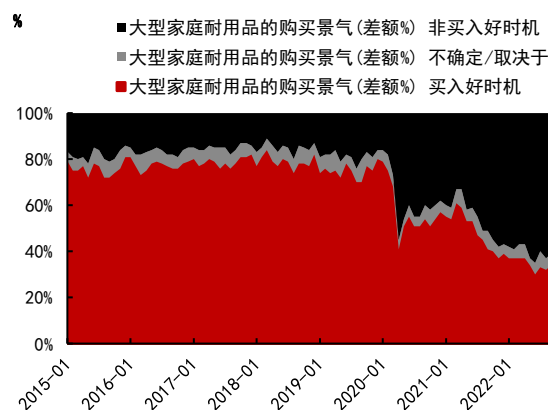
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 8： 零售数据环比增速持续边际放缓



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 7： 居民净值或将拖累美国消费需求



资料来源：Bloomberg 中信期货研究 1

图 9： 居民净值或将拖累美国消费需求

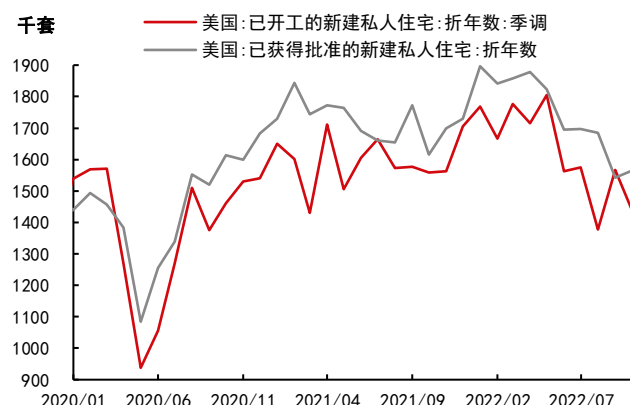


资料来源：Wind 中信期货研究所

地产周期看，建设已脱离巅峰，趋于回落。从地产建材库存周期来看，今年年初以来，地产建材新订单同比增速持续回落、订单库存同比增速回归显示需求见顶收缩且订单不再积压，结合建材库存同比增速见顶回落，显示地产建材进入被动补库阶段。由于木材运输工具通常为平板货车，当美国私人住宅投资达到高峰时，美国木材价格与平板货车需求同步触顶。从私人住宅投资增速来看，疫情爆发以来美国第二轮地产建设已结束，平板货运市场需求回归常态，地产建设已从高峰回落。

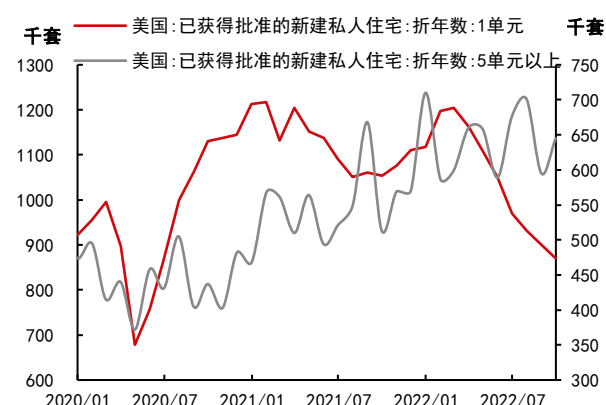
中信期货大宗商品 2023 年度策略报告

图 10: 新屋开工、单户住宅营建许可于今年持续出现下滑



资料来源: Wind 中信期货研究所

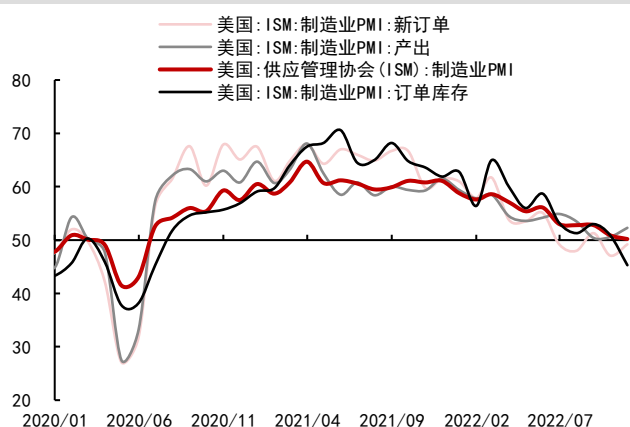
图 11: 单户营建许可下行明显，多户住宅上行犹豫



资料来源: Wind 中信期货研究所

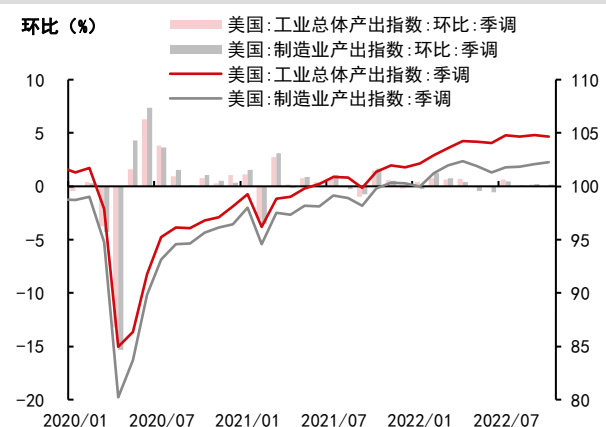
制造业周期看，美国工业扩张趋势逐步进入尾声。美国 ISM 制造业 PMI 自年初以来不断回落，10 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.2，显示美国制造业已几近停滞。从 ISM 制造业 PMI 细分来看，美国制造业新订单 PMI 今年徘徊于收缩区间，显示需求已无增量。虽然短期之内生产 PMI 显示同步活动尚未出现收缩，但订单库存收缩使得同步生产的韧性存在依赖前期积压订单的嫌疑。从美国工业生产指数来看，美国工业生产今年并未出现明显下滑但上升已显疲态。

图 12: ISM 制造业 PMI 自年初以来不断回落



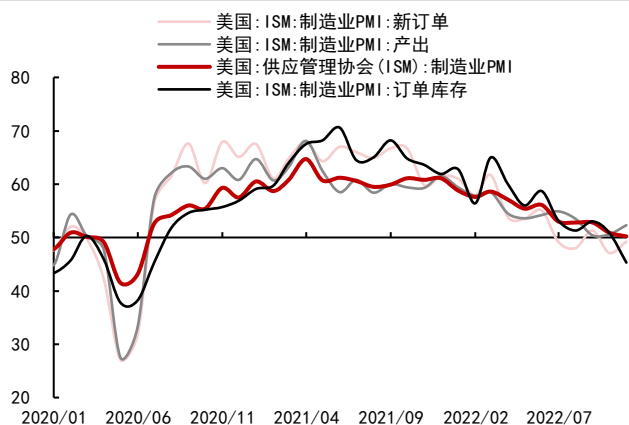
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 13: 工业生产上行动能趋缓



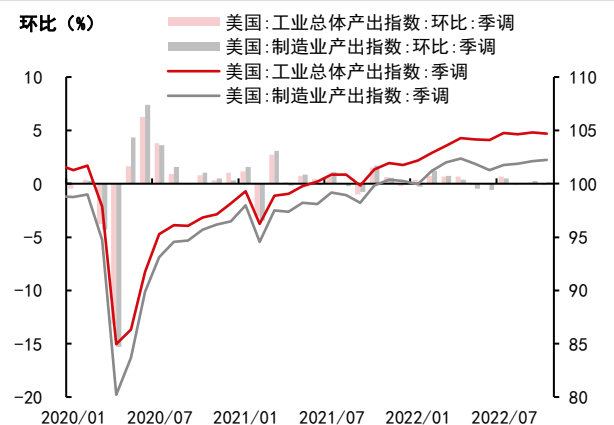
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 14: ISM 制造业 PMI 自年初以来不断回落



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 15: 工业生产上行动能趋缓

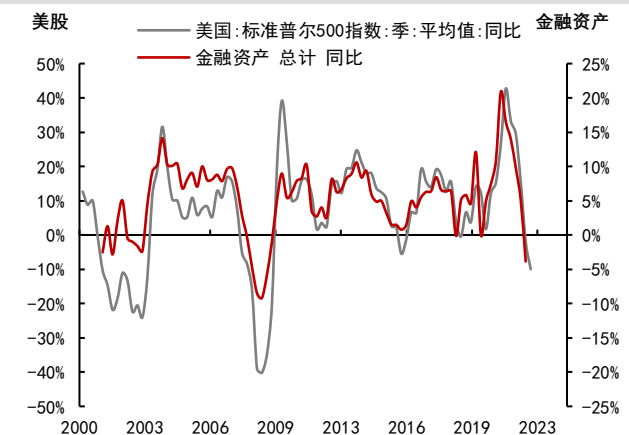


资料来源: Wind 中信期货研究所

3. 衰退预期和货币转向背景下，催生避险资产——贵金属的投资机会

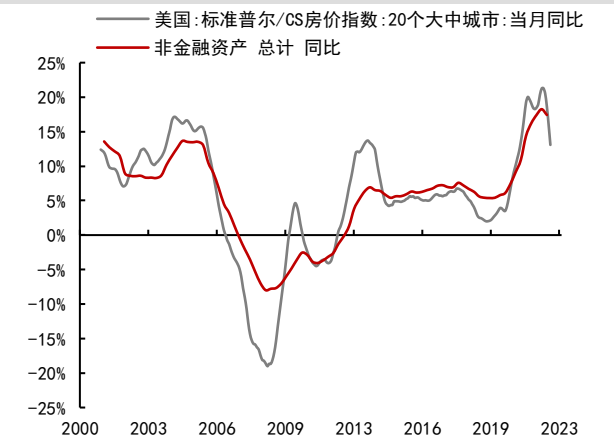
上述分析可知我们的结论，（1）明年年中，美联储大概率中止加息；（2）即使中止加息，美国仍难以避免需求回落，走向衰退。虽然我们也认为，2023 年美国通胀回落速度较慢，使得美联储从中止加息迅速转向降息仍待观察，但美股、流动性、居民金融资产间的高相关性，以及实体经济大概率走衰的情况，**仍然使我们认为贵金属值得重点关注，尤其是“滞胀加深”表现极佳的白银，相关内容我们将在之后章节中做具体分析。**

图 16: 居民金融资产与美股同行



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 17: 地产转冷拖累居民非金融资产

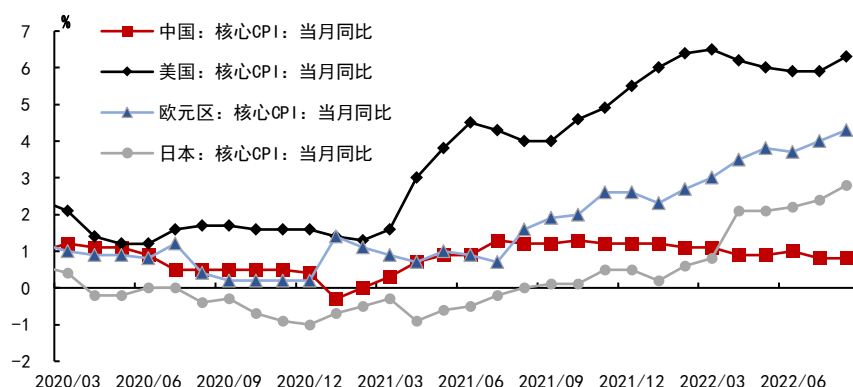


资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

（二）第二条主线：中美经济周期分化，商品价格宏观驱动力不同

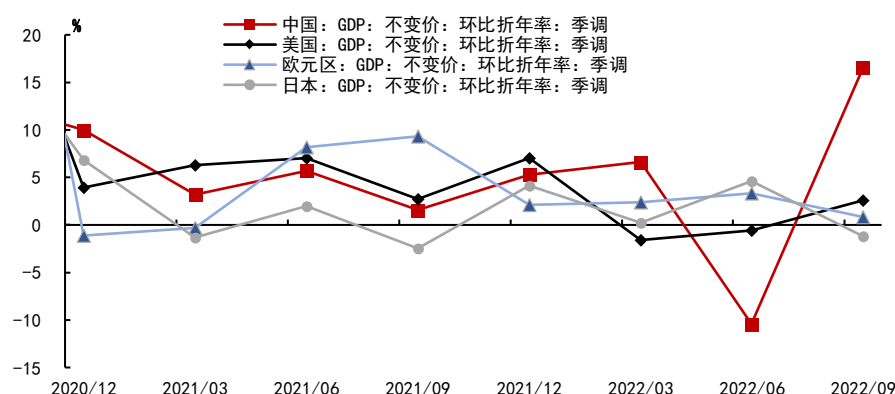
由于新冠疫情恢复节奏的差异，以及全球化倒退升级的影响，国内与海外发达经济体面临不同的经济节奏和矛盾。以美国为代表的海外经济体，面临的是**滞胀风险，需求下行，但长期（核心）通胀上行**；但对于国内而言，则是**“衰退”风险，核心通胀低位（低于 1%），经济增长面对压力，亟待复苏。**

图 18: 周期错位特征 1: 国内核心 CPI 承压, 海外核心 CPI 大幅上行



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 19: 周期错位特征 2: 海外需求缓慢趋弱, 国内面对疫情和地产压制



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

周期错位的结果就是，中美将采用不同的政策手段各自的问题。美国在尝试谨慎加息改善供应端无果后，不得不采用进一步牺牲经济的方式防止通胀蔓延；而对于国内而言，尽管猪周期拉动通胀，海外输入性通胀压力仍存，但最核心的问题仍然是“稳增长”。在国内悲观预期导致国内商品“低库存+低利润”的背景下，采用顺周期的方法更有可能获得超额收益。因此我们建议关注国内黑色系和建材在复苏预期背景下的触底反弹机会。

人民币“以我为主”的政策变化，使得国内商品价格受到海外影响减轻。尽管 6 月和 7 月，国内商品曾面临跟随海外流动性走势同涨同跌的“奇特走势”，我们认为，这主要是由于国内商品金融化加深，使得商品更易受到宏观基本面影响，具体体现在“汇率”购买力平价上。6-8 月，人民币兑美元汇率整体较为克制，使得国内商品跟随美元流动性变化而变化，而当前国内货币政策“以我为主”，在无视美元对全球货币整体升值的情况下，国内商品价格受到海外流动性影响开

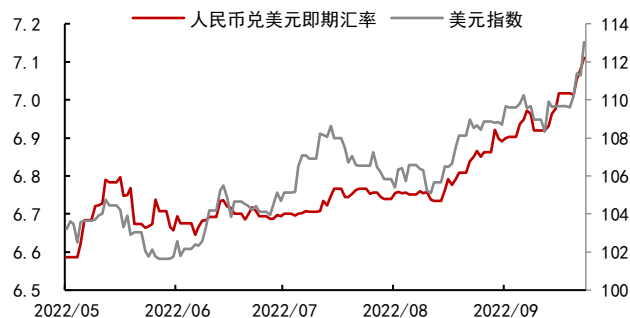
始减轻，体现自身的基本面，这成为我们商品组合策略的前提。

图 20: 6-8 月国内代表商品与美元指数负相关明显



数据来源: Wind 中信期货研究所

图 21: 该段时间，人民币同样表现较为克制



数据来源: Wind 中信期货研究所

二、能源：推荐逢高空原油，下行空间可能超预期

在两条主线（1）供给约束难改总需求回落；（2）中美经济周期分化两条主线思路下，我们分别对能源、有色、贵金属、黑色、农产品的产业细节进行分析和预测，并提供相应策略思路。

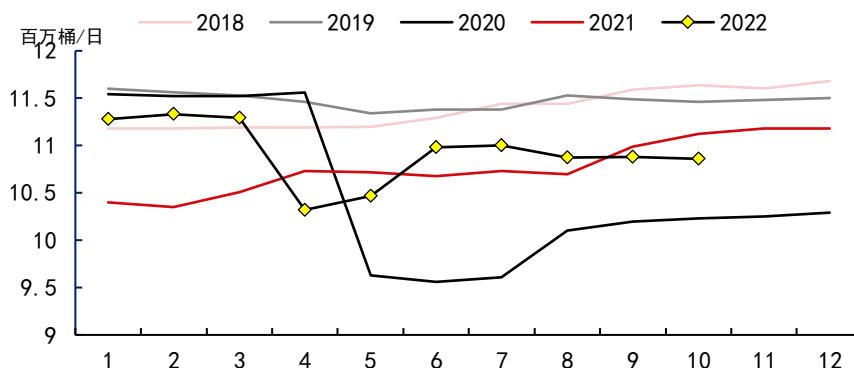
（一）原油：逢高沽空思路，价格下行幅度可能超预期

当前市场认为，明年全球原油供需双弱。但如前文分析，美联储锚定长期通胀与原油价格呈现超高相关性，长期通胀回落至 2% 的对应 WTI 油价在 46-77 美元/桶区间，而 OPEC 主要生产国的财政盈亏平衡油价在 65.8 美元/桶附近（折算 WTI 油价 70 美元/桶）。在美国政府和美联储全力调控通胀的预期背景下，我们认为美国原油价格明年或很难长期超过 80 美元/桶，超过就将面临货币紧缩和政治调控的压价风险，这提供了我们逢高沽空的交易机会。

1. 供应：俄罗斯及 OPEC 减量难以避免，供应整体增量不足

相关制裁或导致明年俄罗斯油品出口量下降 150-200 万桶/日左右。2022 年 12 月 5 日起，欧盟针对俄罗斯海运原油的进口禁令正式生效，而针对成品油的进口禁令将于 2023 年 2 月 5 日生效。考虑制裁豁免及转口贸易，原油进口禁令导致的俄油减量或仅为 50 万桶/日左右，俄油主要减量来自成品油。当前欧盟仍在进口 100-150 万桶/日的俄海运成品油，明年禁令落地后，俄油实际减量或为 150-200 万桶/日。同时，G7 主导的俄油销售价格上限仍计划于今年 12 月 5 日开始执行，如果目标价格设定在 80 美元/桶，则对俄油出口的实际影响较小；如果目标价格在 60 美元/桶以下，俄罗斯拒绝接受甚至减产，俄油减量超预期将带来显著油价上行风险。

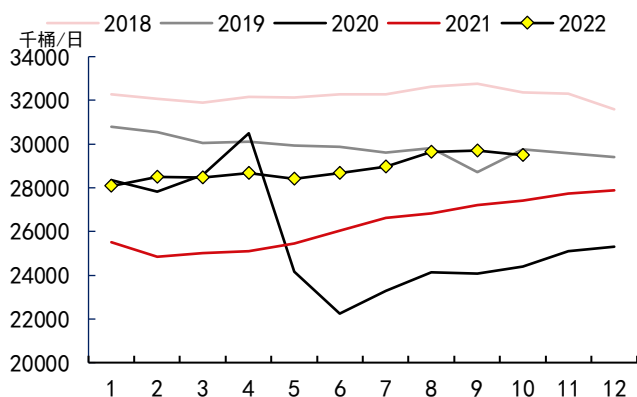
图 22: 俄罗斯石油产量



资料来源: EIA 中信期货研究所

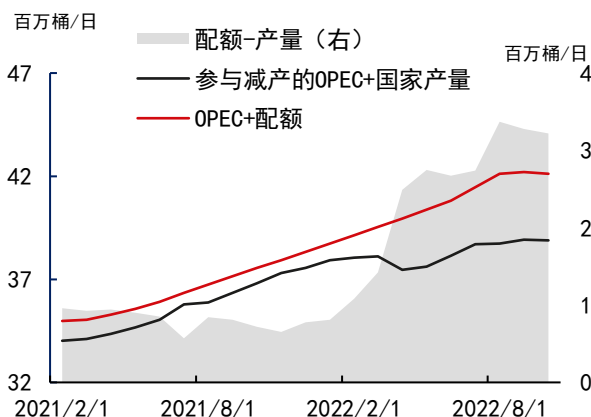
OPEC+减产挺价意愿坚决,但政策态度暧昧。在 10 月 5 日召开的月度会议中, OPEC+正式决议将产量基准下调 200 万桶/日, 实际减产量为 90~100 万桶/日左右。本次减产沙特、俄罗斯、阿联酋等核心 OPEC+国家表现出高度团结, 且将本轮协议有效期延长至 2023 年年末。但参考第一部分原油财政盈亏平衡成本, 以及近期美国赦免沙特王子在记者卡舒吉一案中表达的态度, 我们认为, 预计明年 OPEC+至少将维持当前的生产基准, 若海外经济衰退兑现, 叠加其他供给改善可能, 原油价格回落程度或将超预期。

图 23: OPEC 原油产量



资料来源: Wind 中信期货研究所

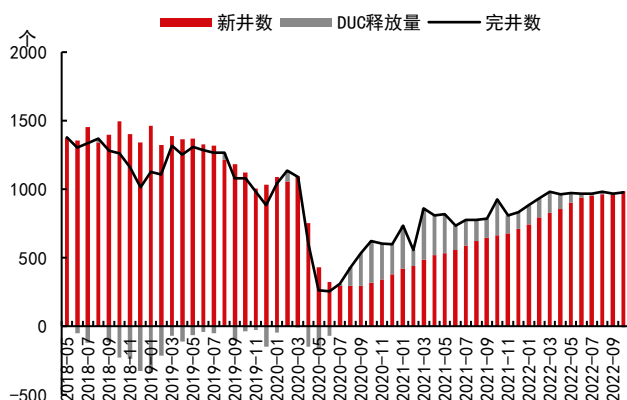
图 24: OPEC+产量与配额



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

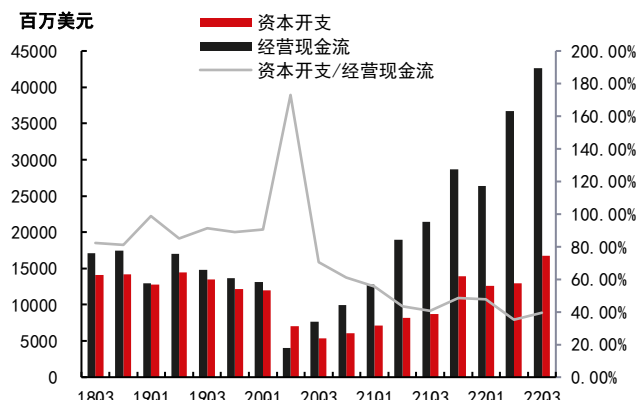
美国增产较为确定,但增产时点或为明年下半年。2022 年 10 月美国新钻井 984 个, 环比增加 27 个; 完井数 976 个, 环比上升 7 个; 开钻未完钻井 (DUC) 上升 8 个至 4408 个, 完井结构修复完成, 不再依赖 DUC 的释放, 美国增产动能边际改善。三季度样本油企合计资本开支为 167.5 亿美元, 环比上升 30%, 同比上升 92%, 高价高利润下美国油企投资意愿边际改善, 资本支出有所上升。资本开支的增长是推动新增钻机增长核心, 页岩油产量变化对资本开支变化有半年到一年的滞后效应, 而 2022 年美国油企资本开支前低后高, 因此推测明年上半年美国产量回升仍然缓慢, 增产预期从二季度末起逐步兑现。预计年美国原油产量为 1231 万桶/日, 同比增长 49 万桶/日, 基本恢复至 2019 年水平。

图 25: 美国钻井结构



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 26: 美国上市页岩油企业资本开支

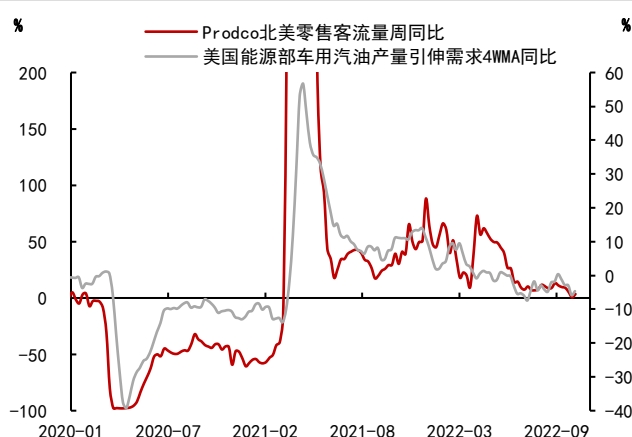


资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

2. 需求: 衰退背景下发达经济体需求承压

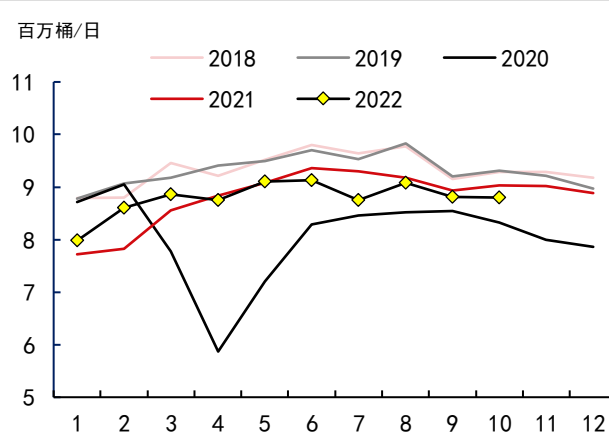
海外消费出行走势偏弱拖累车用汽油需求。当前美国消费者信心仍然深陷“泥潭”，或主要由于 1) 资产负债表存量恶化。美股与美国地产转冷使得金融资产与非金融资产承压、净值恶化；2) 收入增量不足。美国居民并未在劳动力市场创造实际收入的增长。因此，当前美国居民消费需求的支撑有赖于多余储蓄，后续若想打开零售消费增长的上行空间仍需获得实际收入的增量补给，但从当前劳动力市场趋势看来，若劳动力供给持续无所改善，美国消费需求增速或将因逐步失去收入支撑而边际走弱，弱势的出行也将带来弱势车用汽油消费。夏季为欧美国家的传统出行旺季，但在高油价与极端炎热天气的影响下，2022 年的出行旺季预期未能兑现，美国汽油需求从 6 月起同比转负，6-8 月汽油消费量同比下滑近 4%。如今驾车出行旺季已过，海外汽油需求边际走弱趋势较为确定。

图 27: 北美客流量与汽油隐申需求



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 28: 美国月度汽油消费

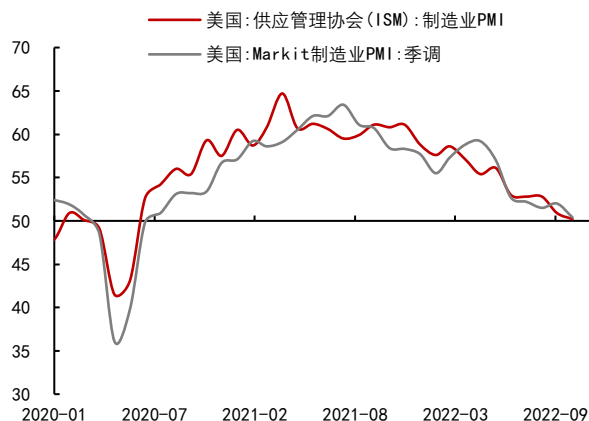


资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

海外工业用油需求有一定韧性，但衰退背景下增量不足。今年年末，美国 Markit 制造业 PMI 与 ISM 制造业 PMI 降至荣枯线附近，Markit 制造业显示美国制造业已进入收缩区间，而 ISM 制造业 PMI 显示制造业增速逐步边际回落并接近停滞。虽然 ISM 报告显示制造业相对乐观，但两份报告均显示新订单、新出口订

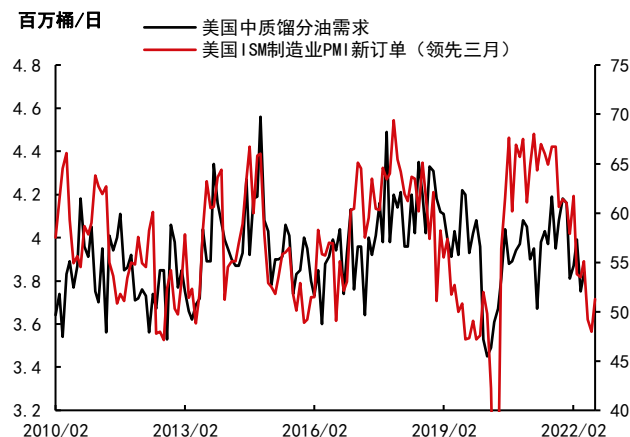
单仍在收缩，需求内忧外困，拖累就业增长；自有库存增长边际放缓及订单库存的下降显示制造业商目前补库动力趋缓且生产有赖于前期积压订单。因此，当前柴油需求韧性在没有需求增量之下或难以为继，美国后续工业生产转冷将拖累货运需求进而拖累柴油需求。

图 29: Markit、ISM 制造业 PMI 降至荣枯线附近



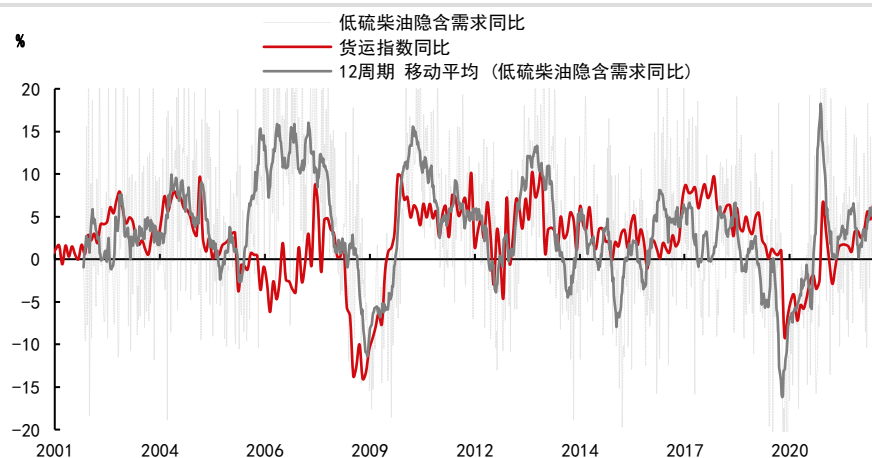
资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 30: 美国制造业 PMI 与柴油需求



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

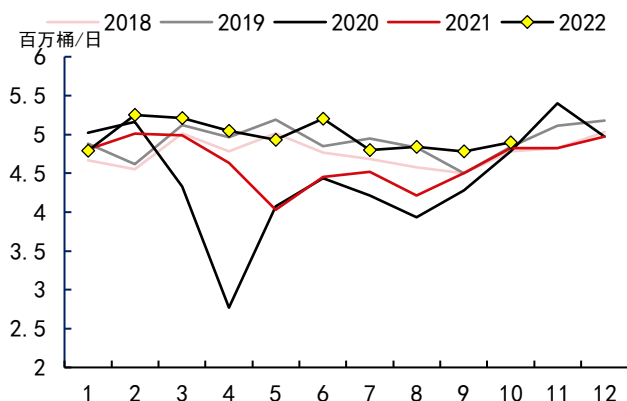
图 31: 职位空缺波动向下但仍未脱离峰值



资料来源: Wind 中信期货研究部

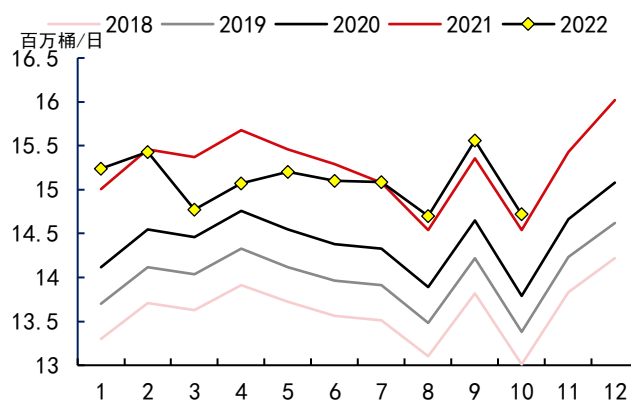
需求增长的引擎回归发展中国家。与饱受高通胀问题困扰的发达经济体不同，2022 年发展中国家石油需求维持强势增长，截至前 10 个月，非 OECD 需求同比大幅上升 117 万桶/日，其中印度需求同比大涨 38 万桶/日，而我国受疫情扰动严重，石油需求同比基本持平。随着多项稳增长政策出台，我国经济环比逐步改善的趋势较为确定；而印度等第三世界国家工业化与城镇化进展持续推进，油品需求预期维持高增长。预计 2023 年非 OECD 国家需求同比将增长 130-150 万桶/日，其中近 60% 的增量来自中印两国。

图 32: 印度石油及液体燃料需求



资料来源: Bloomberg 中信期货研究部

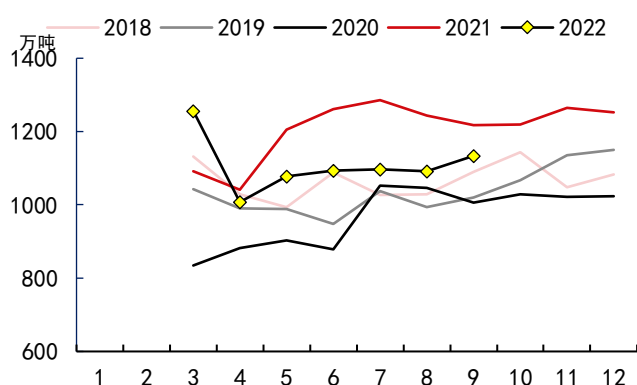
图 33: 中国石油及液体燃料需求



资料来源: Bloomberg 中信期货研究部

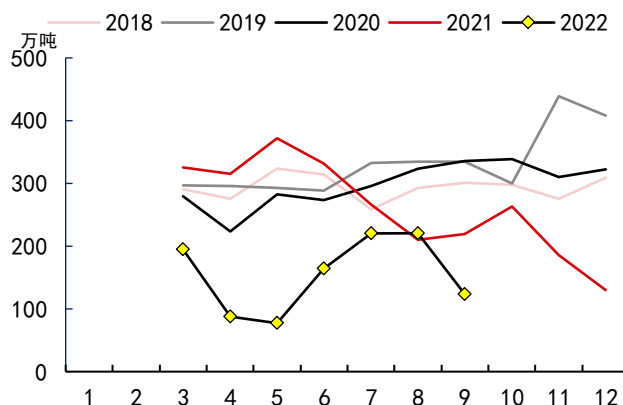
此外, 关注我国防疫政策优化后交通用油需求的增量。2022 年前 9 个月我国汽油表观消费量已超越 2019 同期, 但由于疫情扰动频发, 表需仍同比 21 年下降 7% 左右。而我国航空出行持续受到疫情负面冲击, 2022 年前 9 个月煤油表观消费量仅为疫情前水平 50% 左右。随着我国防疫政策持续优化, 预计 23 年我国汽油与航煤需求合计同比将增长近 30 万桶/日, 成为我国石油需求增长的主要推手。

图 34: 中国汽油表观消费量



资料来源: iFind 同花顺 中信期货研究部

图 35: 中国煤油表观消费量



资料来源: iFind 同花顺 中信期货研究部

(二) 煤: 除非地缘因素再发生, 否则明年或难见趋势性行情

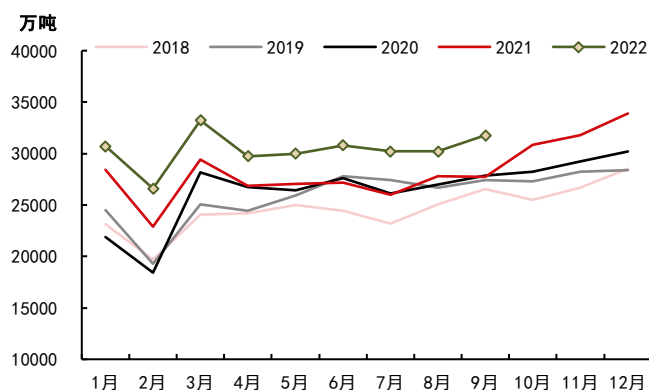
煤炭方面, 我们认为海外油价下行同样将使煤炭面临压力, 但国内稳增长的预期对其带来支撑, 因此除非地缘风险再发生, 否则 2023 年或很难出现趋势性行情。

1. 供给: 保供政策大幅改善煤炭供需问题

2021 年煤炭供需错配导致煤价大幅上涨, 为了预防类似情况再次发生影响国民经济生活的正常运行, 煤炭保供政策不断推出。得益于相关政策, 本年度 1-9

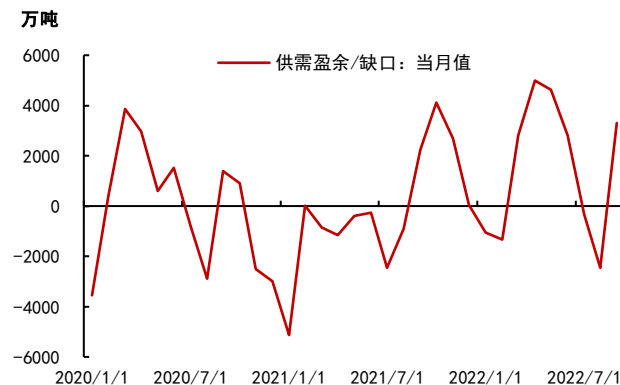
月份动力煤产量 273241 万吨，同比增加 12%。可以从下图看出在 2021 年在一季度以及三季度出现动力煤供应缺口导致动力煤价格快速攀升。进入 2022 年，供应情况大幅改善使煤价回落，但是在个别月份煤炭需求超预期出现时，煤炭供需仍会出现缺口，而大部分生产的煤炭被长协锁定，导致供需出现缺口时市场煤价格仍会大幅上升。

图 36： 动力煤生产当月值



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 37： 动力煤供需缺口相比于 21 年得到缓解

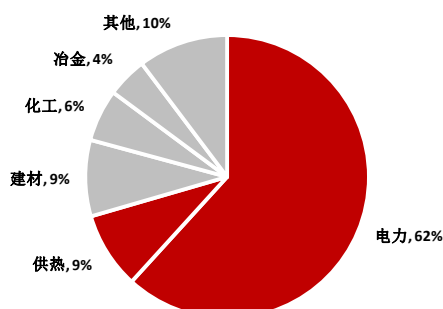


资料来源：Wind 中信期货研究所

2. 需求：稳增长政策力度与气温情况决定动力煤需求

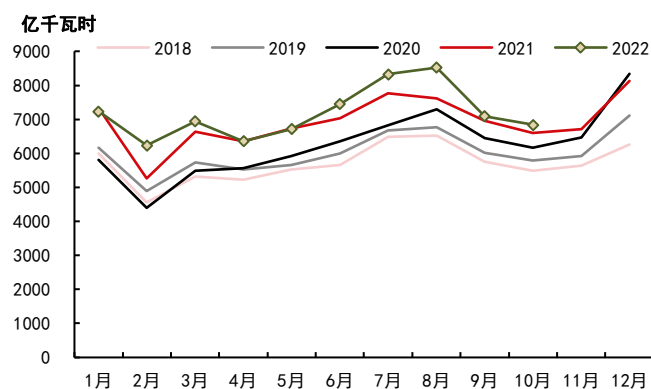
由于动力和供热占动力煤总需求的 70%，首先我们分析本年度电力与供热的情况。稳增长政策及推动本年度用电量高于往年用电量，截至今年 10 月份，全社会用电量 71710 亿千瓦时，同比增长 5%。细分来看，第二产业用电量 47015 亿千瓦时，同比增长 3%，主要是因为今年稳增长政策频出，一定程度上刺激了二产用电需求；第三产业用电量 12477 亿千瓦时，同比增长 4%，第三产业用电量虽然在气温较为极端的时候有一定发力，但由于疫情影响，全年其余时间用电量不及去年；居民用电量 11257 亿千瓦时，同比大涨 13%，主要原因是今年 2 月的寒冬以及 7-8 月的炎热天气造成居民用电量大涨。由此顺推，在动力供暖方面，需要观察国内宏观经济政策刺激力度和温度的变化。

图 38： 用电与供热需求占动力煤总量约 70%



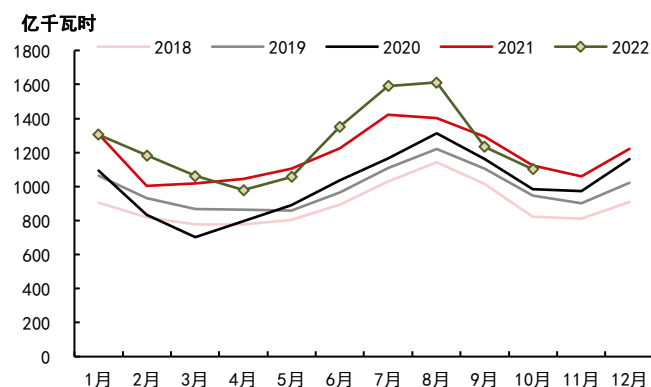
资料来源：汾渭 中信期货研究所

图 40： 22 年社会用电量高于往年



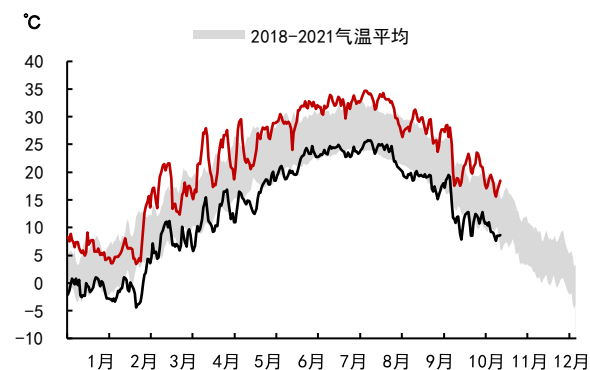
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 42： 三产用电量受疫情与气温影响明显



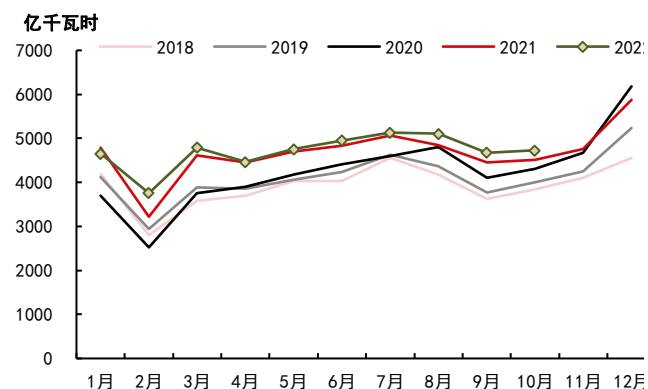
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 39： 本年度 2 月及 7-8 月温度偏离正常区间



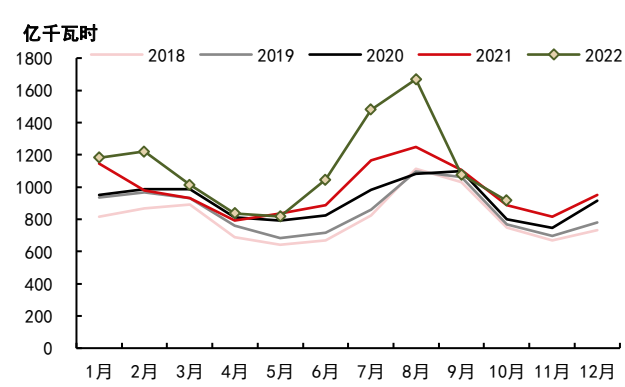
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 41： 二产用电量在稳增长政策刺激下维持较高位置



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 43： 居民用电量因气温变化而波动

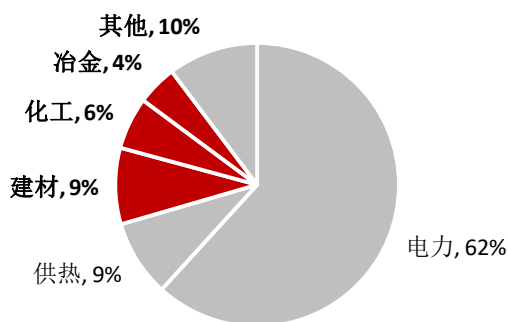


资料来源：Wind 中信期货研究所

工业用煤部分，虽然工业直接用煤仅占总需求的约 20%，但是由于发电用煤通常被长协锁定，叠加工业需求可以反映二产用电量，所以工业需求的变化能够影响市场煤价格的边际变化。从水泥、甲醇以及高炉开工率可以看出，本年度

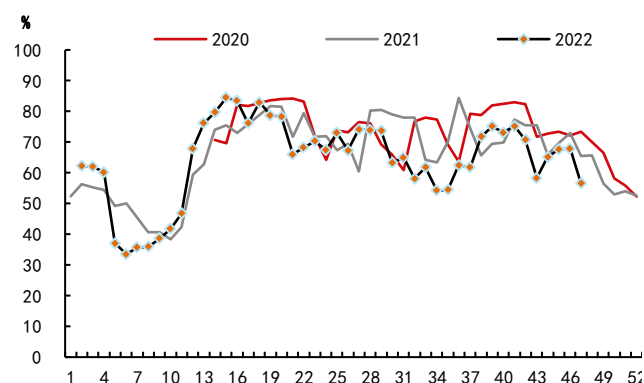
工业直接用煤需求与往年相比处于中等偏高位置，从而可以解释为什么本年度二产用电处于高位。但是由于近期疫情持续散点式复发，导致工业开工率在“金九银十”需求不及预期，同时带动预期下滑，导致开工率呈下滑趋势。后续判断开工率走势还需要观察我国未来经济恢复情况及相关疫情政策。

图 44： 工业直接用煤占总需求约 20%



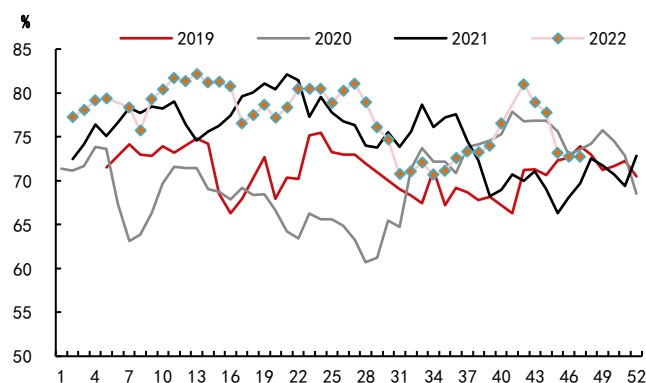
资料来源：汾渭 中信期货研究所

图 45： 水泥开工率



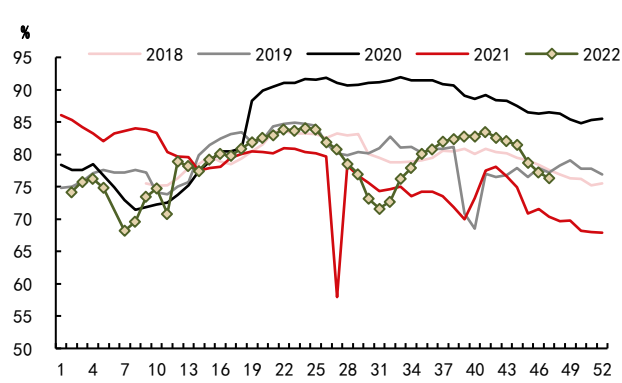
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图 46： 甲醇开工率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 47： 高炉开工率



资料来源：iFind 中信期货研究所

3. 未来走势：震荡行情，难见趋势交易机会

展望未来，由于近期全国各地受疫情影响导致整体需求疲弱，同时发运量恢复高位，预计短期煤炭价格从高位回落。在此之后，虽现阶段煤价受到弱需求压制，但煤炭价格难以大跌，预计回落至价格中枢震荡，理由如下：（1）保供政策在 2023 年要求更加严格，发改委明确要求长协季度和年度履约量达到 100%，或导致市场煤供应保持紧张状态，叠加近期长协煤价年内首次上调，释放积极信号，支撑煤价；（2）国内经济处于恢复通道，预计未来各项稳增长政策将会持续推出，政策预期支撑煤价；（3）随着国内疫情科学防控日渐完善，预计后期疫情影响逐渐减弱，对煤价的压力减少；（4）冬日供暖需求即将到来，对煤炭总体需求有支

撑。综上，虽弱现实短期压制煤价，但长期来看，煤价难以大跌，预计回归高位中枢震荡。

图 48： 预计未来煤价回归价格中枢震荡



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、有色：关注铜空头机会，铝、锌相比或稍强

2023 年，我们预计有色金属供给整体偏宽松，全球经济增速放缓，使得价格整体承压。但需求端可能的亮点——国内房地产调控预期、基建韧性，新能源产业建设或限制品种下行空间。此处，我们重点推荐上半年铜价回落机会。

（一）供给端：铜趋于宽松，铝锌因能源供给问题偏紧

2023 年有色供给端要点：

- （1） 新增产能和现存产能的扩张，2023 年铜矿供给趋于宽松；
- （2） 能源价格的高企增加了冶炼端的不确定性，支撑铝、锌。

1. 2023 年铜矿供给趋于宽松

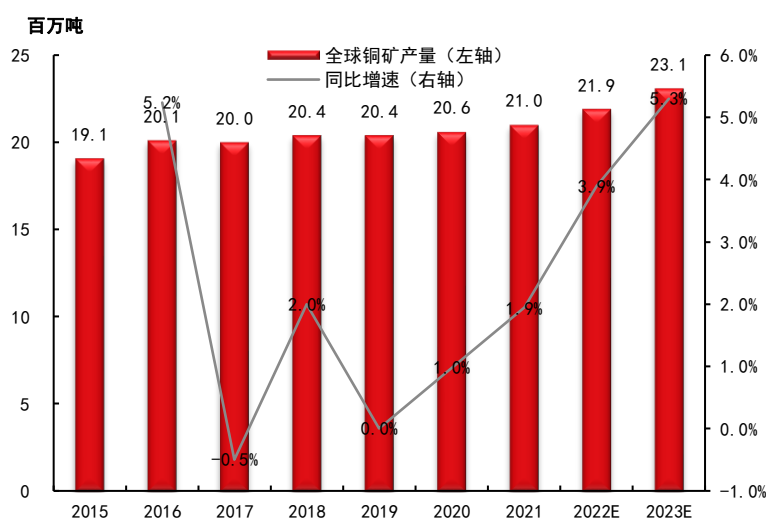
受益于新增产能和现存产能的扩张，2023 年铜矿供给趋于宽松。新冠疫情、劳动力紧缺、罢工、智利用水限制、原矿品位下降、秘鲁的抗议活动等多个因素限制了 2022 年全球许多矿山的产量。虽然 2022 年的全球铜矿产量仍在增长，但远低于 ICSG 于今年 4 月份的预期。最新的数据显示，2022 年的铜矿产量增长预期已由 5% 下修至 3.9%。

展望 2023 年，随着目前铜矿项目管线日益完善，2023 年铜矿产量将直接受益于刚果等地的新建及扩建的矿山项目。据 ICSG 统计，2021/2023 年开始的主要项目包括刚果的 Kamo a Kakula 和 Tenke（扩建）、秘鲁的 Quellaveco、以及智利

的 Spence-SG0 和 Quebrada Blanca QB2。与此同时，一批中小型的新项目和扩建项目也已经或有望开工。因此，预计 2023 年全球铜矿产量增速约为 5.3%。

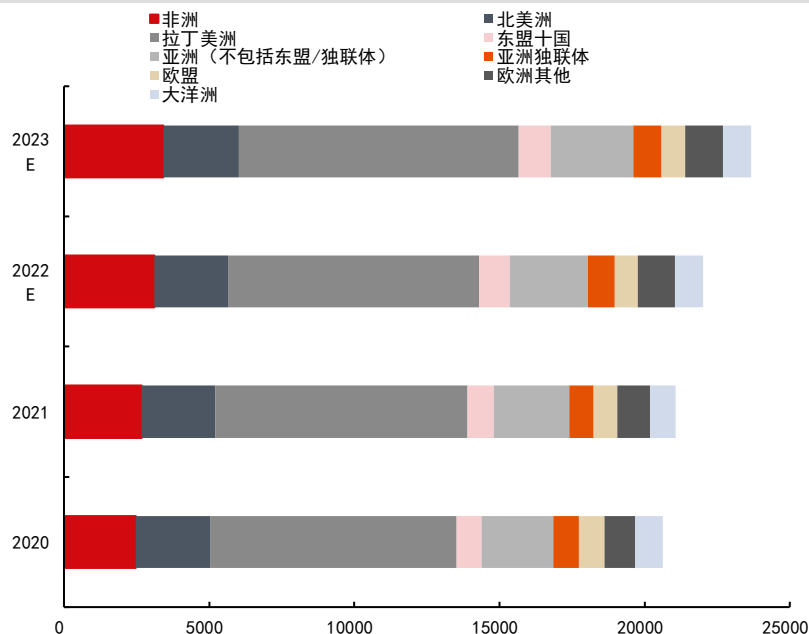
长期来看，矿山资本开支减小及矿山品位下降等问题或限制铜矿供给。一直以来，勘探行业受金属价格及融资条件的影响较大。展望 2023 年，全球通胀、地缘政治扰动以及全球经济衰退预期加强、流动性收紧等因素或将导致矿山的资本开支预算缩小。S&P 的数据显示，截至今年 8 月，初级和中级勘探公司筹集的资金总额为 84 亿美元，远低于 2021 年同期的 146 亿美元。如果该趋势持续到 2022 年剩余时间及 2023 年的前几月，预计 2023 年全球勘探预算将减少 10%-20%。

图 49： 全球铜矿产量



资料来源：ICSG 中信期货研究所

图 50： 全球铜矿产量分地区情况（千吨）

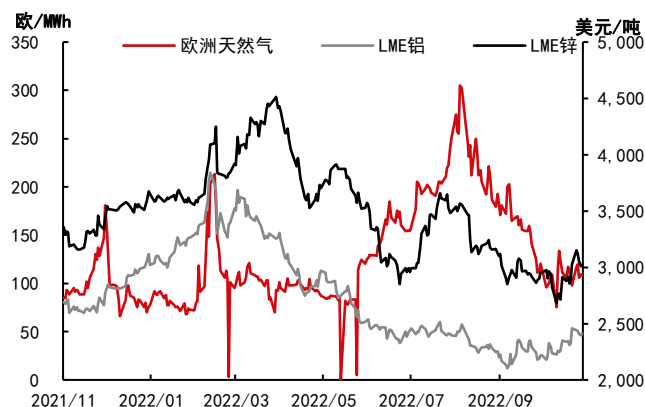


资料来源：ICSG 中信期货研究所

2. 能源供给限制铝、锌冶炼端能力

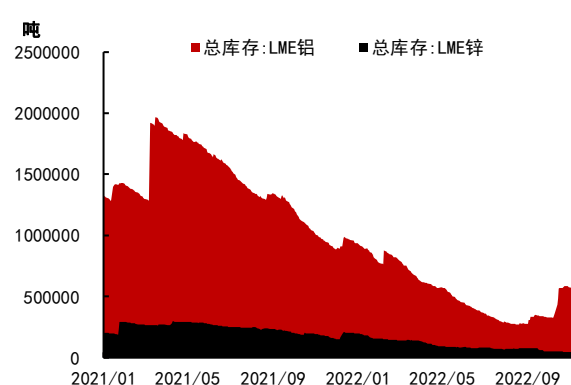
生产能力不足使能源成本高涨，挤压了欧洲铝和锌的冶炼产量。8 月路透新闻披露，目前能源成本占欧洲铝和锌生产成本的 80%左右，远高于铝 40%和锌 50%的历史平均水平。展望 2023 年，由于能源供给仍然受限，那么有色价格的下行空间则相对有限。

图 51: LME 铝和锌价格追踪欧洲天然气价格



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 52: LME 铝和锌库存处于低位



资料来源: Wind 中信期货研究所

（二）需求端：整体偏弱，中长期带来支撑

2023 年需求端要点：

- （1） 全球经济预期下行，继续压制宏观需求预期；
- （2） 中美房地产市场低迷，抑制有色需求；
- （3） 中长期看，全球能源转型建设支撑有色。

重复观点，尽管全球能源转型长期支撑有色金属价格，但在明年首先抑制通胀和衰退落地的大背景下，商品价格仍整体承压。其中建议关注铜价回落，铝锌或相对仍有支撑。

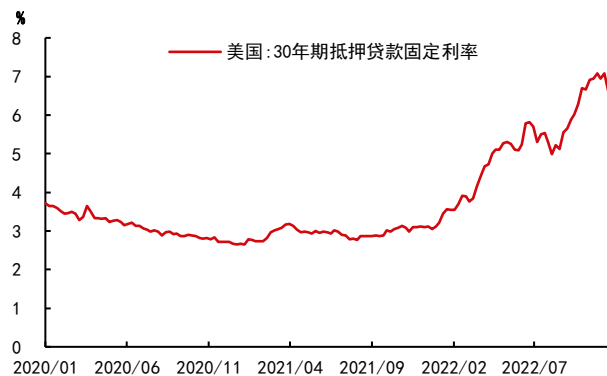
1. 主要房地产市场的低迷挤压有色需求

美国房地产整体呈下行趋势，新开工及营建许可数据低迷，利率高位攀升打击房地产市场表现。2021 年美国利率创历史低点，房地产市场表现强劲，房屋销售量创 15 年来最高。今年则在通胀及在美联储激进加息的背景下，抵押贷款利率快速上涨并完全改变了房地产市场的表现。今年年初，30 年期按揭住房贷款的平均利率约为 3%，而在 9 月底已触及 7%，购房者的抵押贷款需求同比下降 67.9%。而反映到具体需求端的表现上，最新数据显示，美国 9 月房屋销售环比下降 10.9%。需求端的萎缩直接拖累了新开工房屋数量；与此同时，领先指标营建许可于 10 月环比下降 2.4%也预示着美国房地产市场的逐渐冷却。

处于历史高位的抵押贷款利率也将迫使房地产市场继续恶化。美联储连续四次加息 75bp 后，10 月份好于预期的通胀数据进一步增强了市场关于后续美联储

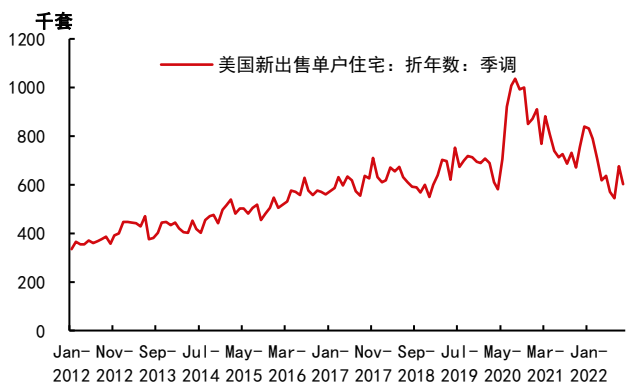
将放缓加息的预期。但鉴于通胀仍处于历史高位，美联储将继续加息。当前市场预计美联储的基准利率将于 2023 年 5 月达到 4.8% 左右的峰值，因此，抵押贷款利率在 2023 年年中前走低的可能性较小。

图 53: 美国 30 年期抵押贷款固定利率高位运行



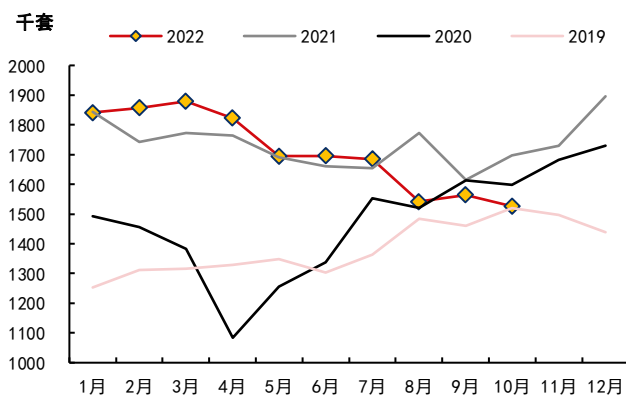
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 55: 美国新出售单户住宅下降



资料来源: 美国人口统计局 中信期货研究所

图 57: 美国已获得批准的新建私人住宅（折年数）



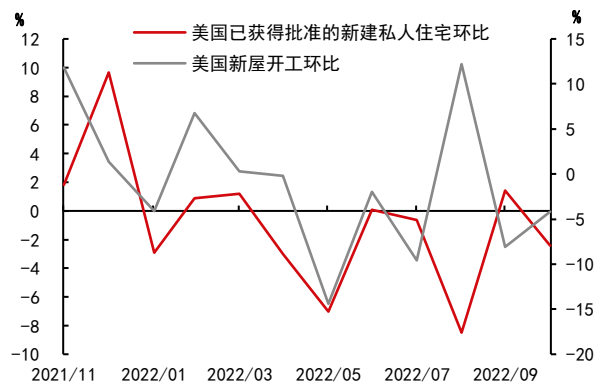
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 54: 美国 MBA 抵押贷款申请活动指数快速下滑



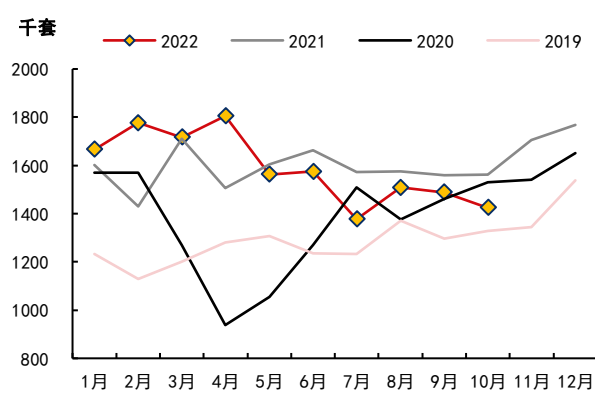
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 56: 美国获批新建住宅及已开工新建住宅月度环比



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 58: 美国:已开工的新建私人住宅（折年数:季调）



资料来源: Wind 中信期货研究所

2. 全球能源转型的背景下，新能源产业将从中长期带动有色需求

在能源转型以及双碳政策的背景下，光伏、风电、新能源汽车产业均快速发展，将从中长期带动有色需求。基于目前的光伏装机量，保守预计 2023 年国内光伏装机量将达 110GW。根据中汽协的数据，2022 年 1-10 月我国新能源汽车累计销量为 528 万台，同比增长 1.1 倍。在 2022 年各项新能源国家补贴的影响下，线性外推，预计 2022 年新能源汽车销量约为 650 万台，远超去年年末预期，2023 年新能源汽车销量预计在 900 万台左右。根据中国可再生能源学会的预测，2023 至 2025 年，中国风电年均新增装机容量或将达到 60-70GW。

新能源汽车用铜主要集中在电机、电池、充电桩、充电线，CRU 的数据显示，新能源汽车的单车用铜量约为 80kg，预计 2023 年用铜量在 70 万吨左右。铜在光伏中的应用主要集中在连接器、电缆、逆变器，光伏平均用铜强度约为 3600kg/MW，预计 2023 年光伏用铜量接近 40 万吨。风力发电主要用铜环节集中在发电机、变压器、齿轮箱和塔筒电缆，根据 CRU 数据，陆上风电 1MW 耗铜量为 2400kg，海上风电 1MW 耗铜量 8200kg，2023 年风电耗铜量约为 18 万吨。

新能源汽车的用铝主要包括车身、轮毂、底盘、防撞梁、地板、动力电池和座椅等，在目前汽车轻量化发展的趋势下，电车对铝的需求逐渐增多。CRU 的数据显示，新能源车的单车用铝量约为 227kg，预计 2023 年新能源车用铝量在 200 万吨左右。光伏用铝主要包括边框、支架以及电池片中铝浆的生产制造中，光伏的平均用铝强度约为 12.9 吨/MW，2023 年光伏用铝量约为 140 万吨。风电装机方面，陆上风电 1MW 耗铝量为 2400kg，海上风电 1MW 耗铝量 3600kg，2023 年风电耗铝量约为 15.2 万吨。

图 59： 2023 年国内新能源产业有色消费量预计

	2023年销量（万台） 2023年装机量（GW）	平均耗铜量（kg/台） （kg/MW）	平均耗铝量（kg/台） （kg/MW）	2023年耗铜总量 （万吨）	2023年耗铝总量 （万吨）
新能源汽车	900	80	227	72	204
光伏装机	110	3600	12900	40	142
风电装机（陆上）	54	2400	2400	13	13
风电装机（海上）	6	8200	3600	5	2.2
			总计	130	361.2

注：

新能源汽车销量*单车平均耗铜（铝）量=新能源汽车耗铜（铝）总量

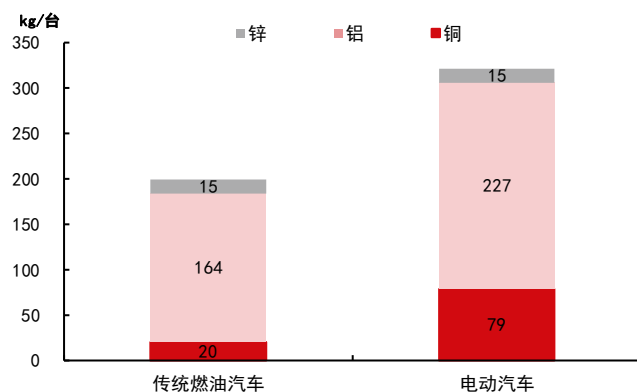
光伏装机量*平均耗铜（铝）量=光伏装机耗铜（铝）总量

风电装机量*平均耗铜（铝）量=风电装机耗铜（铝）总量

根据过去我国陆上风电装机及海上风电装机的相对占比，假设2023年陆上风电装机占总装机90%，海上风电装机占总装机10%。

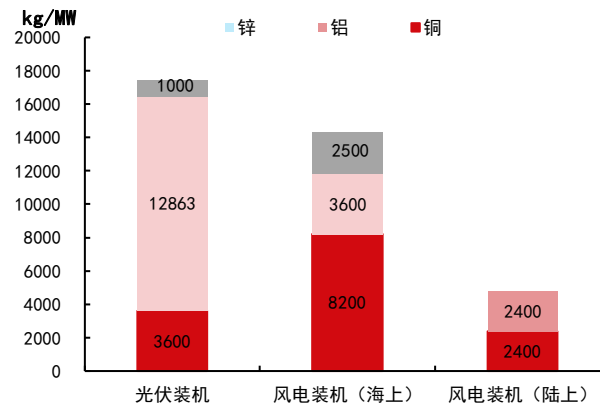
资料来源：Fitch Ratings CRU 中信期货研究所

图 60: 汽车金属用量



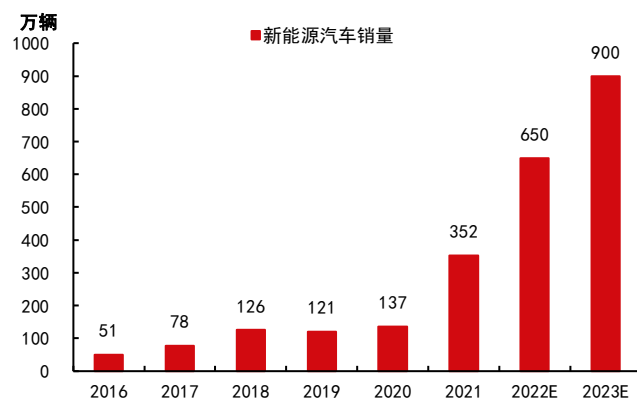
资料来源: Fitch Ratings CRU 中信期货研究所

图 61: 光伏及风电装机金属用量



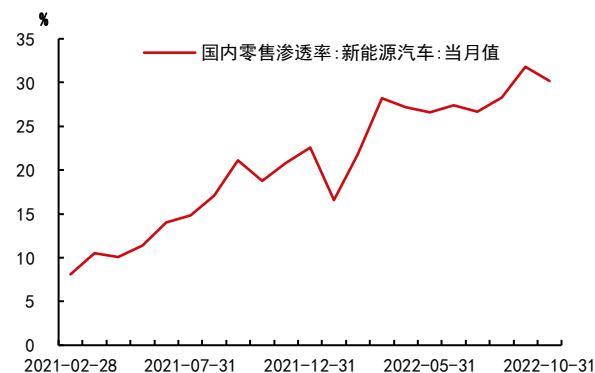
资料来源: Fitch Ratings CRU 中信期货研究所

图 62: 国内新能源汽车销量预测



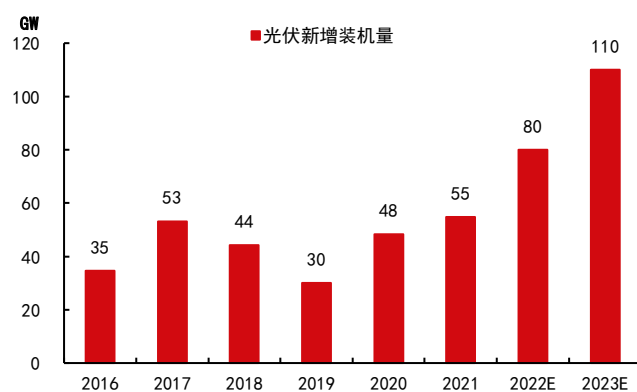
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 63: 国内新能源汽车渗透率不断增长



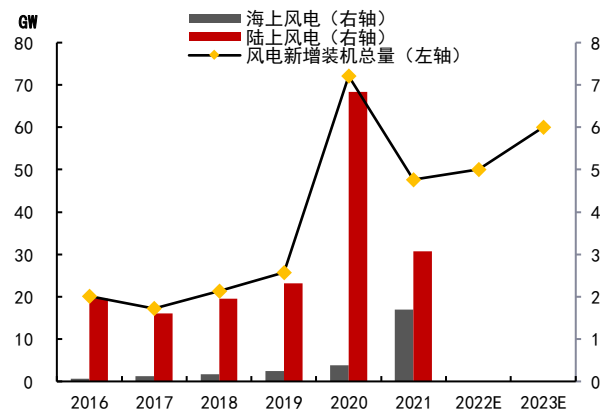
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 64: 国内光伏装机量



资料来源: 国家能源局 中信期货研究所

图 65: 国内风电装机量



资料来源: 国家能源局 中信期货研究所

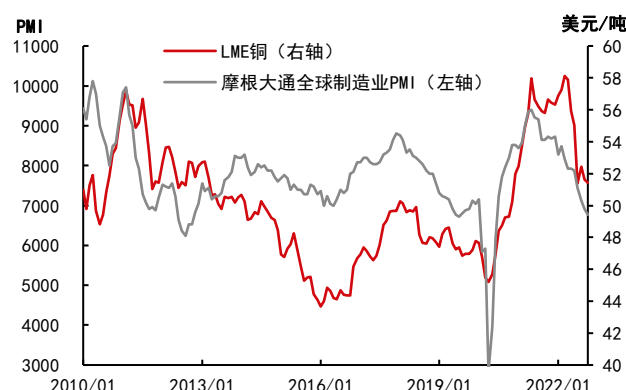
(三) 总结：整体承压，看空铜价

铜：我们认为 2023 年铜矿供应偏宽松，主要是由于目前铜矿项目管线的日益完善，刚果等地新建及扩建项目的增加。随着全球经济衰退预期加强、主要经济体的房地产增长有限、流动性收紧，宏观需求整体趋弱，预计铜价下行压力会逐渐释放。长期看，新能源汽车、可再生能源发电需求或使铜价跌幅受限，铜的上行周期并未走完，不过这或将是 2024-25 年的事了。

铝：供给方面，2023 年全球供给预计净增长，但欧洲受能源价格的影响复产存疑，国内电解铝运行产能恢复缓慢。需求方面，由于欧洲整体经济增速放缓及美国房地产行业表现低迷，预计海外需求整体较弱；国内主要关注房地产调控政策放松后，地产和基建的表现。长期来看，能源转型、“绿色需求”会带动铝的消费。

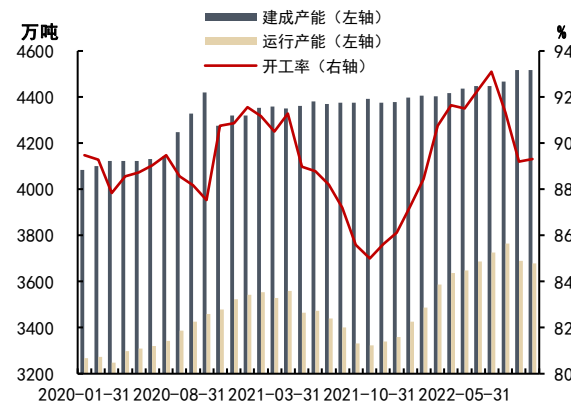
锌：根据 ILZSG 的数据，2023 年全球精炼锌的供给整体偏松。明年精炼锌的产量上升将主要受益于中国及部分海外冶炼厂的投产，包括澳大利亚、印度、哈萨克斯坦、墨西哥和土耳其。预计 2023 年需求会小幅回暖，精炼锌需求回升 1.5%。短期来看，锌价一定程度上受低库存的支撑，建议关注国内基建及欧洲能源价格对锌价的影响。

图 66： 全球经济下行压制铜价



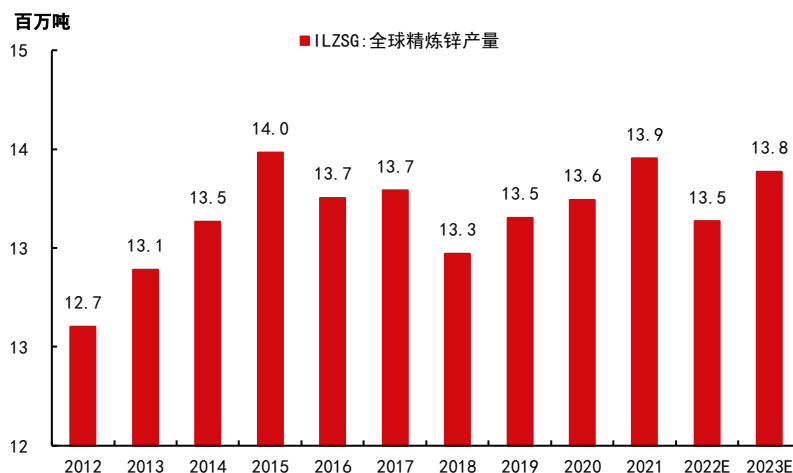
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图 67： 国内电解铝产能及开工率



资料来源：SMM 中信期货研究所

图 68: 全球锌精矿产量



资料来源: Wind ILZSG 中信期货研究所

三、贵金属：白银或强于黄金，关注金银比回落、金油比上升

贵金属可视为一种特殊的债券，由于库存不灭性，因此与美联储货币政策、经济状态和地缘政策更相关。我们认为，判断 2023 年贵金属只要回答三个问题：

(1) 美联储何时转向，是否降息？(2) 美国经济是否衰退，何时衰退？(3) 白银价格上涨是否短期，空间如何？

我们的答案是，(1) 美国明年二季度结束前加息或暂停，但由于通胀回落缓慢，未来降息空间也受限；(2) 美国经济未来衰退概率接近 100%，时间最早或在二季度末，较大概率在三四季度，此时加息对长端利率影响愈发有限，美元指数大幅上冲概率较低，支撑贵金属；(3) 白银现货需求和低库存使白银相比黄金更强。

综上，我们预测，Comex 黄金价格 1620 美元/盎司为底部，黄金和白银将在 12 月议息会议确定加息高点后向上。但由于通胀回落缓慢，因此美联储降息也会较为慎重，因此如不出现地缘外生冲击，价格上涨程度或有限，高点预期在 1950-2000 美元/盎司。

我们更强调白银的多头机会，20.4 美元/盎司为底部。由于通胀韧性，低库存问题或将更加严重，白银价格空间或强于黄金，第一目标价位 26.10 美元/盎司，不排除更高可能。

考虑到黄金和白银整体趋势逻辑已经在主线部分介绍，我们在此重点强调白银逻辑。我们曾在二季度表示，由于白银在 2020 年累积了超量金融投资库存，使得其价格仍然主要跟随黄金，并据此提出了根据通胀预期操作金银比的策略，在二季度产生良好效果，但这一情况在今年 8 月下旬起发生变化，金银比与通胀预期负相关关系消失，显示白银相对黄金定价逻辑变化。

图 69： 白银供需平衡表：2020 年积攒了近十年最高的金融投资库存 10299 吨

项目(单位:吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
供应										
矿山生产	26293	27437	27896	27992	26863	26445	26000	24295	25587	26226
回收	5609	5018	4581	4537	4580	4622	4593	5044	5382	5616
净对冲供应	-	332	67	-	-	-	473	264	-	156
官方部门净销售额	52	36	33	33	33	37	32	37	48	48
总供应量	31954	32822	32577	32562	31475	31104	31097	29640	31017	32045
需求										
工业的	13983	13650	13720	14785	15663	15539	15492	14459	15807	16783
工业中光伏	1571	1507	1684	2915	3166	2877	3069	3142	3536	3950
摄影	1424	1355	1282	1174	1092	1051	1018	865	892	885
珠宝	5813	6000	6273	5859	6072	6280	6229	4660	5641	6278
银器	1447	1666	1802	1677	1853	2102	1931	1009	1327	1639
净实物投资	9351	8806	9654	6594	4843	5139	5809	6377	8668	8686
净对冲需求	913	-	-	374	66	239	-	-	292	-
总需求量	32930	31478	32731	30463	29590	30348	30480	27370	32627	34270
供需平衡	-976	1344	-1154	2099	1885	756	2217	-1610	-2224	-1225
ETP持有拉动	148	-9	-532	1676	223	-666	2590	10299	2020	778
ETP	-1124	1353	377	423	1663	1421	-1972	-8029	-3630	-3002
银价(美元/盎司)	23.79	19.08	15.68	17.14	17.05	15.71	16.21	20.55	25.14	23.9

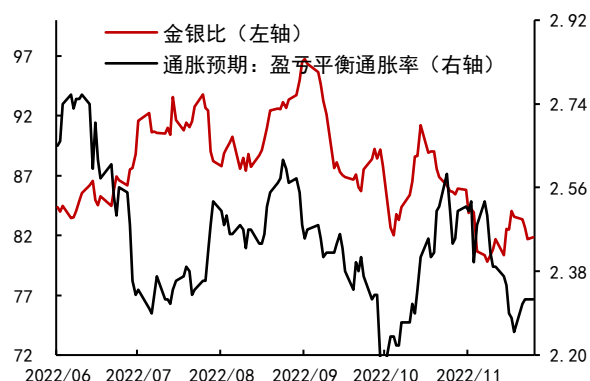
资料来源：世界白银协会 中信期货研究所

图 70： 8 月前金银比与通胀预期明显负相关



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 71： 8 月下旬开始金银比与通胀预期负相关消失

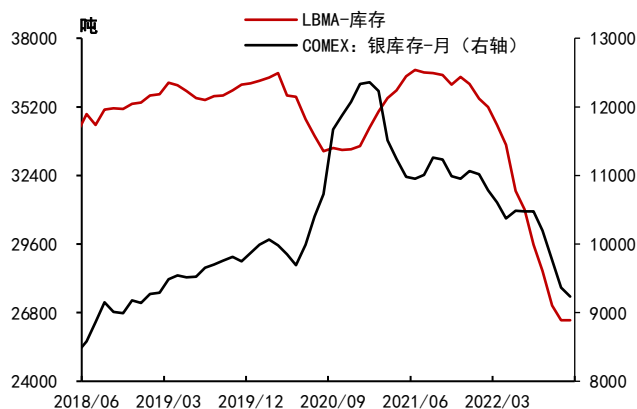


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

宏观定价变化提醒我们关注库存变化，可以发现白银库存大幅下降。LBMA 库存下降至 26500 吨左右，为 2016 年以来新低，COMEX 白银库存下降至不足 9000 吨，同样低于 2019 年水平，这解释了宏观定价能力的消失。

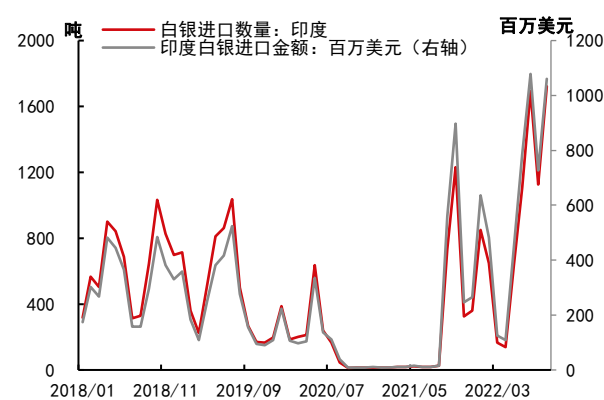
印度白银进口量的大幅上升或能解释库存回落。根据路透社的报道，今年印度的白银进口量将会比 2021 年增加两倍，创下历史新高，此前白银价格跌至两年低点，促使投资者押注白银、为反弹做好准备，并预计白银在未来几年可能跑赢黄金。白银进口商 Amrapali Group Gujarat 的首席执行官 Chirag Thakkar 表示，印度的投资需求一直在推动进口，2022 年印度的白银进口量可能会跃升至创纪录的 8,200 吨，而 2021 年仅为 2100 吨。

图 72: LBMA 和 COMEX 白银库存大幅回落



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 73: 印度白银进口量大幅上升



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 74: 黄金 ETF 持仓尚未完全企稳



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

图 75: 白银 ETF 持仓已经提前企稳反弹



资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

而从 ETF 的持仓量看，白银实际可交割的库存可能更少。如上图所示，在前期美联储货币收紧导致贵金属下跌的过程中，白银率先黄金企稳，并且库存相比收紧前没有大幅度下降，仍有 15000 吨左右（疫情前为 11000 吨）。考虑 SLV 白银 ETF 约占全球的 60%左右，那么对应于 LBMA 的库存，其中 ETF 占据可能就有

20000 吨以上，这使得白银现货短缺程度或比表面更为严重，这使得明年白银或相比黄金更加有机会。

四、黑色：利润制约 & 库存低位，顺复苏预期操作更有性价比

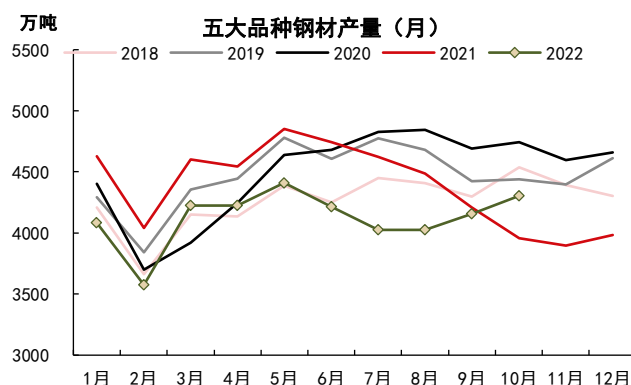
（一）钢材： 复苏预期背景下，关注关注 05 合约的多头机会

如我们第二条主线所述，在“低库存+低利润”的背景下，国内定价的黑色系在极低底部不如做预期反弹性价比更高。但需要投资者密切关注的是，当前疫情情况和居民收入情况何时能够得到缓解，仍需要微观数据支持。

1. 供给：受利润和预期制约，增长受限

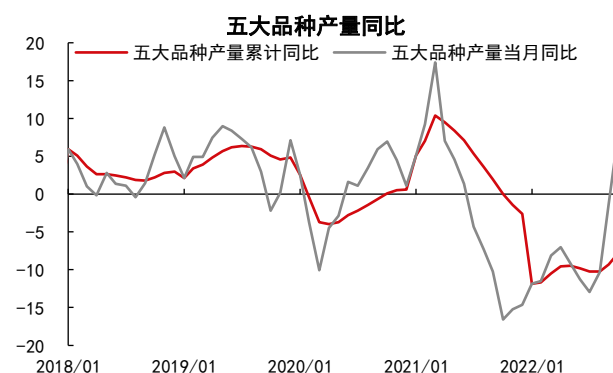
国家统计局数据显示，截止到 2022 年 10 月，我国粗钢产量 86057 万吨，同比下降 2.2%。分季度来看，一季度由于冬奥会叠加采暖季，限产监管较严压制粗钢产量；二季度由于国内疫情爆发和需求走弱带来的利润恶化导致钢厂陆续停产检修，产量进一步走弱；到三季度 7 月末开始，利润有修复现象，钢厂开始阶段性复产。四季度以来，在前期铁水快速减产后，目前减产速度有所放缓，平控要求影响暂时有限。在钢价位于成本线位置的背景下，预计来年供给端将持续由需求驱动，在未看见需求有长期回暖的背景下，来年钢厂或仍将谨慎产钢。

图 76： 五大品种供给处于相对低位



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 77： 五大品种产量同比情况



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 78: 2022 年钢厂利润重心下移



资料来源: Wind 中信期货研究部

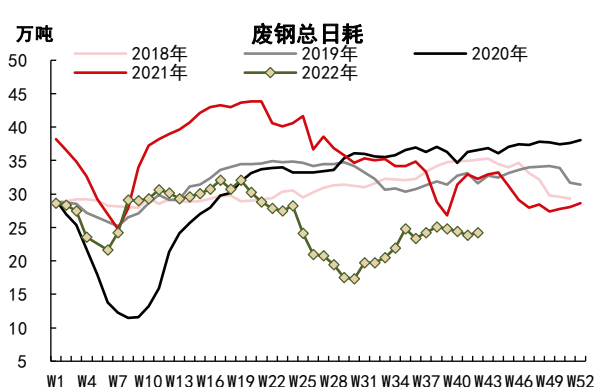
从供给结构来看，在价格的制约下，结构变化与成本的弹性增加。2022 年由于价格的压制，长短流程都处于亏损边缘，因此钢厂内部产量结构的变化主要来自于成本之间的博弈。2022 年前期由于短流程长期处于负利润区间，其开工率下滑明显。但近期由于废钢价格的下滑，出现了废钢性价比高于铁水的局面，短流程钢厂日耗与长流程废钢添加的比例也迅速提升。因此我们预计，若在四季度以及明年整体需求仍然没有实质性的好转的前提下，通过观测废钢铁水价差来观测钢厂结构的变化会相对较好。

图 79: 2022 年短流程利润长期为负



资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

图 80: 2022 年短流程利润长期为负



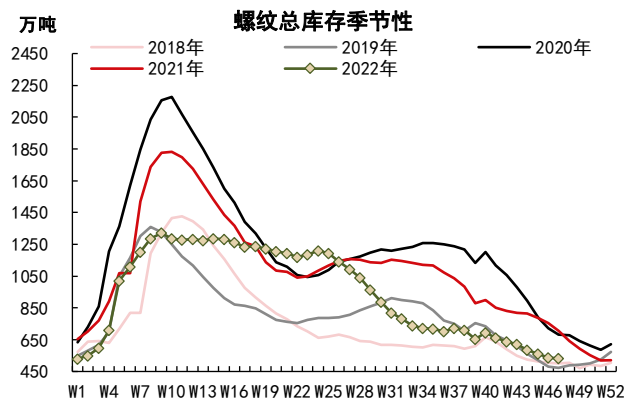
资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

2. 库存: 处于低位且难以上行

今年一季度受采暖季以及冬奥会的限产影响，黑色库存位于低位，压力较小，但从二季度以来库存压力逐步开始上升，受宏观因素影响，去库速度相较于往年十分缓慢。到 6 月份在需求持续低迷，价格承压的背景下，钢厂开始通过检修减产的方式被动去库存。截止到 11 月，在需求还未看到明显抬升且仍处于淡季的背景下，

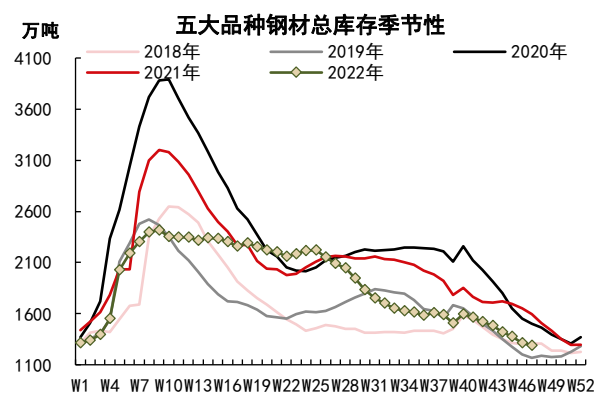
钢厂仍希望通过减量生产，维持低库存的形式来支撑钢价。钢材的低库存反映出钢企和贸易商信心不足，我们预计来年在需求端实质性好转前，或难看到钢材库存上升。

图 81： 螺纹总库存处于相对低位



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 82： 五大品种库存情况

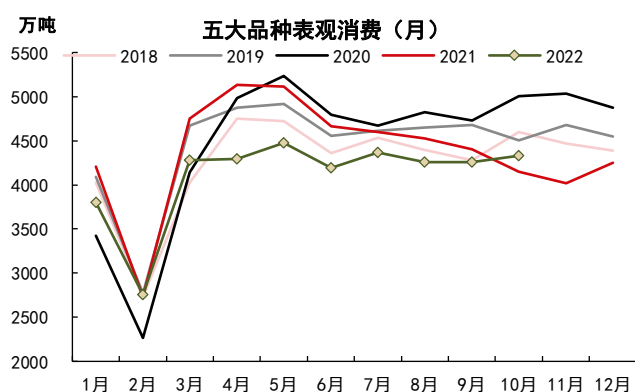


资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

3. 需求：长期仍然偏弱，但复苏预期方向更有性价比

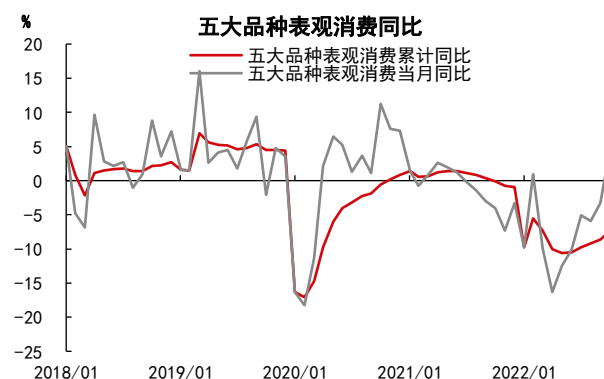
今年在地产的下行周期、疫情拖累的制造业与海外加息的背景下，黑色整体需求端承压，位于近年来较低水平。我们预期明年黑色板块的需求端仍受这些因素的干扰承压运行，而基建段会维持对黑色板块的托底作用。我们关注地产边际改善带来的机会，以及疫情新规下对制造业的影响。

图 83： 五大品种当月表需情况



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

图 84： 五大品种当月同比情况



资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

（二）铁矿：钢厂补库需求不足，供给相对过剩，价格仍看终端需求

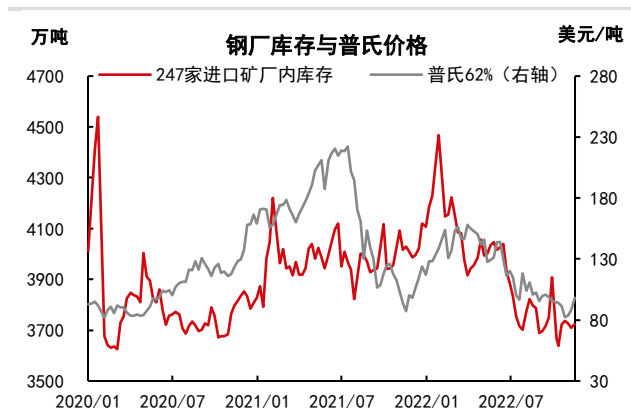
在铁矿宽松格局下，钢厂补库驱动渐渐成为了铁矿市场的主导；而其自身的结构性矛盾在九月后随着中品矿性价比的提升才得以显现。但目前印度下调铁矿出口关税，对低品矿的供给预期增加，叠加钢厂利润重心下移，或使得低品矿需

求重新走强。

根据历史复盘，当铁矿石的供应都相对平稳，且供需相对较松时，定价权掌握在钢厂手里，铁矿价格走势也跟钢厂补库节奏呈正相关关系，钢厂补库会带动铁矿阶段性走强。2022 年受疫情、地产下行等因素影响，钢材需求持续疲弱。原料价格相对强势，挤压钢厂利润，钢厂生产一度亏损，维持原料低库存运行。

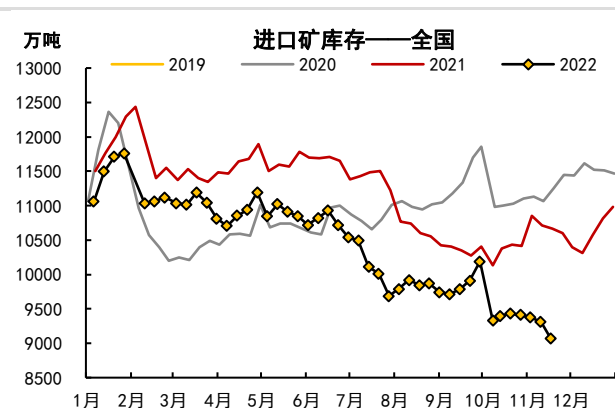
目前，在“保交楼”政策的支持下，远期需求预期好转，但由于终端现实需求依然偏弱，仍需关注终端需求的落地情况。在成材价格保持稳定、终端需求逐渐好转的情况下，2022 年的补库对铁矿石价格仍有提振作用；但由于铁矿日耗仍处于低位，补库幅度将不及往年，钢厂库存预计维持低位。

图 85： 价格走势与钢厂补库节奏呈正相关



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

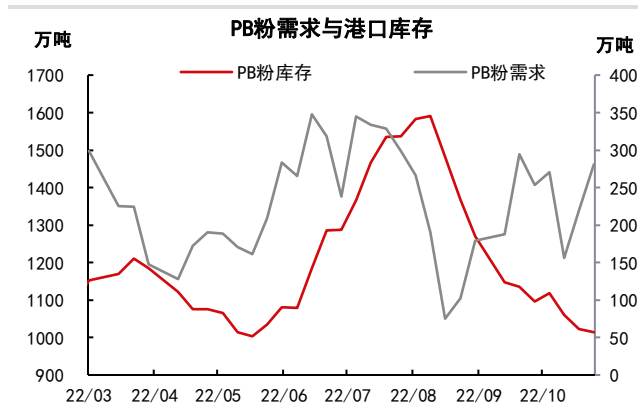
图 86： 247 家进口矿库存处于历史低位



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

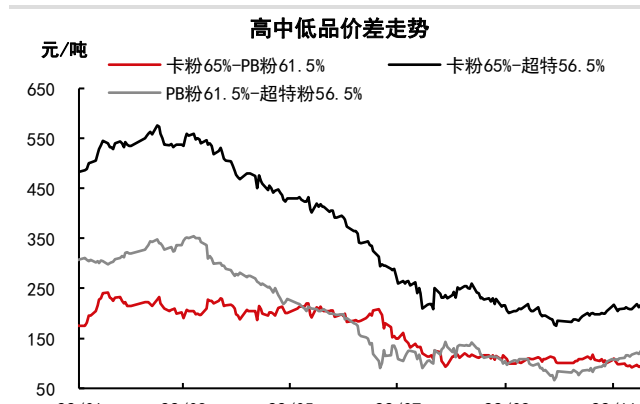
而由于 2022 年供给端整体库存水平较高，在前期高库存和低需求下，铁矿自身的结构性矛盾并不突出。通过观察铁矿石各品种间价差，可以发现自 2022 年以来，铁矿石价格中枢总体下移，高中低品价差呈收窄趋势；同时目前高中品价差继续缩小、中低品价差开始走扩，中品矿性价比有所提升，表征其需求好转驱动价格坚挺，港口开始大幅去库。

图 87： PB 粉需求回升



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 88： 高中低品价差收窄



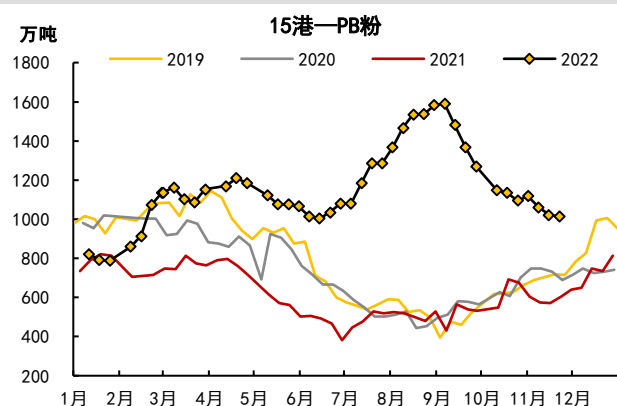
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 89: 中品矿具有性价比



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 90: PB 粉延续去库



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

展望后市，在印度下调铁矿石出口关税后，市场对于低品矿的未来供给预期增量；若钢材终端需求改善较缓，使得钢厂利润持续低位，我们预计**或将促使低品矿需求走强，进而推动中低品价差继续扩大。**

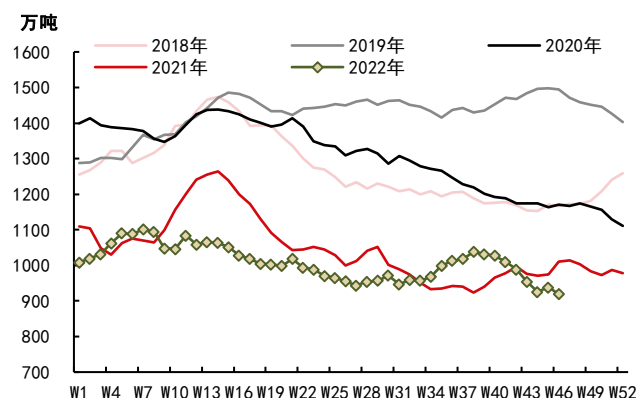
长期看，在“碳达峰、碳中和”的大背景下，随着我国钢铁需求逐步见顶，同时废钢对铁水的替代效应逐步显现；而海外经济在 2023 年即使恢复，铁水产量也难再有明显增量，全球对铁矿需求或将逐步减少，价格中心将下移。

（三）焦炭：供需相对平衡，成本拖累向下

2022 年以来，焦企生产节奏基本配合下游需求，焦炭供需总量矛盾并不突出。受制于钢材终端弱需求和钢厂低利润，2022 年下半年开始，钢厂普遍转变经营策略，对焦炭以按需采购为主，经过持续主动去库，目前钢厂的焦炭库存可用天数已至较低水平，而焦炭全产业链库存也持续去化至近五年绝对低位。库存蓄水池作用的减弱，使得高炉面临季节性集中复产补库时，焦炭的价格弹性被放大。

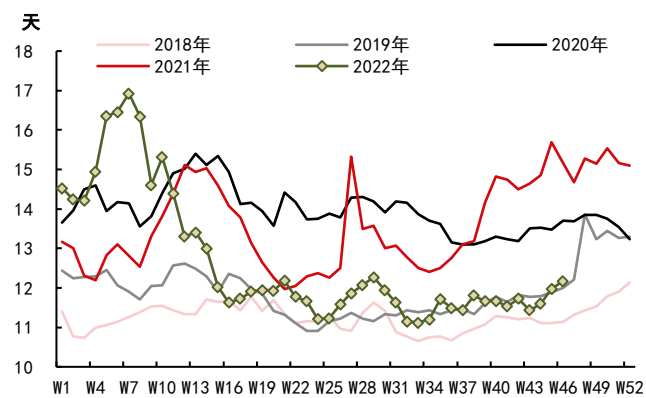
2023 年，我们认为焦炭供应仍然会以跟随下游需求走势为主，供需总量相对平衡。成本端，在煤炭保供的政策背景之下，预计焦煤供需趋于宽松，对焦炭的成本支撑减弱，而焦炭作为中间加工环节，焦化利润在中长期内都将维持较低水平。总体来看，焦炭价格变化的主要驱动在于需求端，基于钢材终端需求长期走弱，焦炭的价格中枢或仍有下移空间。从价格变化的节奏来看，焦炭将主要跟随钢材需求的季节性波动，在需求旺季和高炉复产周期，配合下游低库存，焦炭有阶段性反弹机会。

图 91: 焦炭总库存季节性



数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

图 92: 247 家钢厂焦炭库存可用天数

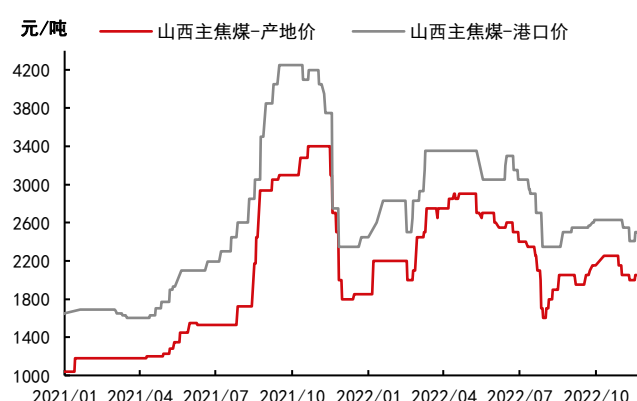


数据来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究所

(四) 焦煤: 供需趋于宽松

展望 2023 年, 基于钢材终端需求下行, 焦化利润持续低位, 预计焦煤需求总量有所下滑。供应端, 煤炭保供政策尚未退出, 预计国内焦煤供应相对平稳, 进口量稳中有增。总体来看, 如无需求端支持, 焦煤供需将趋于宽松, 价格重心大概率继续下移。

图 93: 焦煤现货价格走势



数据来源: Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 94: 焦煤期货价格走势



数据来源: Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

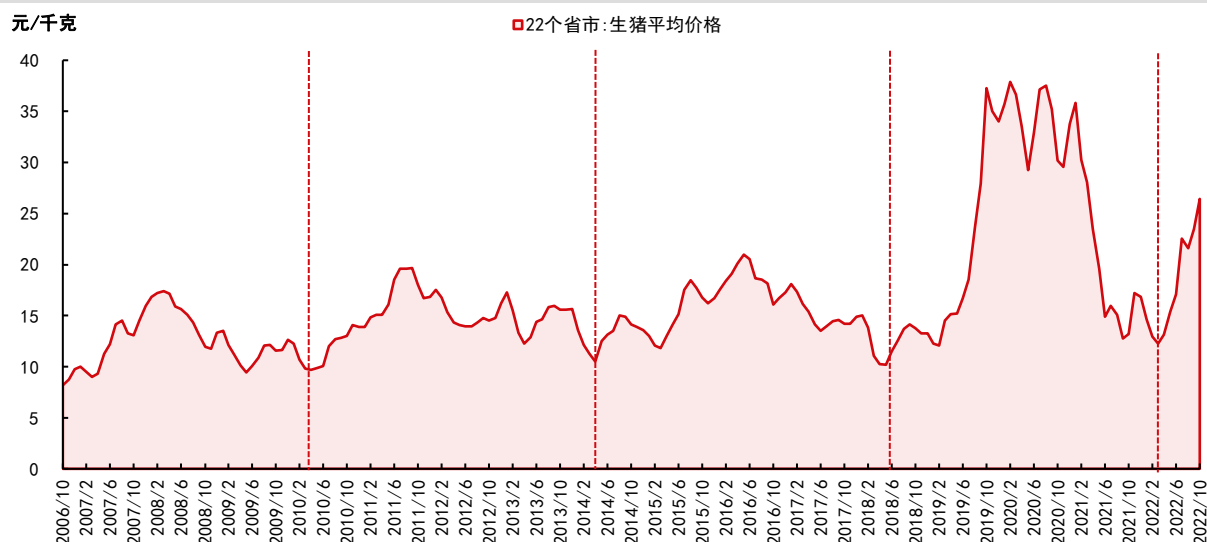
五、农产品: 生猪价格或将回落

本轮猪周期自 2022 年 4 月开始, 在 10 月下旬达到 28.02 元/公斤的高位价格, 疫情防控结合生产端压栏及二次育肥影响下, 10 月下旬后猪价开启下行模式。从猪价走势来看, 本轮猪周期相比较前几轮呈现三个特点(除去 2018.06-2022.03 这轮异常变动)。**第一个是价格高点高**, 前面三轮顶峰价格分别为 17.38 元/公斤、19.68 元/公斤、20.97 元/公斤, 本轮目前高价已达到 28.02 元/公斤的高位;**第二个是上涨速度快**, 前三轮周期达到价格高点分别用了 18、17、25 个月, 本轮周期用了 7 个月达到 28.02 元/公斤的高位;**第三个是驱动力不同**, 前几轮周期主要受生猪疫病或环保政策等外部影响驱动, 本轮周期主要源于养殖户的盈亏导致的产能变化, 同时大规模防控对需求及供给端也造成一定冲击, 市场在经历了

上一轮非洲猪瘟周期后，也发生了一定变化。

据涌益咨询显示，截止至 2022 年 11 月 17 日的一周，全国生猪周度出栏均价 24.36 元/公斤，环比降幅 3.26%，月降幅 13.06%，同比涨幅 39.12%。目前全国平均出栏体重为 130.19 公斤，环比增幅 0.11%，10 月下旬猪价开启下行模式，养殖端出栏积极性增加，但是结合屠宰端数据看，终端走货乏力。

图 95： 生猪价格周期变动规律



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 96： 生猪价格周期内相关数据

周期	周期长(月)	上行周期	下行周期	顶峰价	谷底价	主要驱动因素
2006.10—2010.04	43	18	25	17.38	8.18	蓝耳病
2010.05—2014.04	48	17	31	19.68	9.88	口蹄疫+仔猪腹泻
2014.05—2018.05	49	25	24	20.97	10.22	八项规定+环保+产能变化
2018.06—2022.03	46	27	19	37.88	11.48	疫情+新冠+产能变化
2022.04—	7(至今)					防疫+产能变化

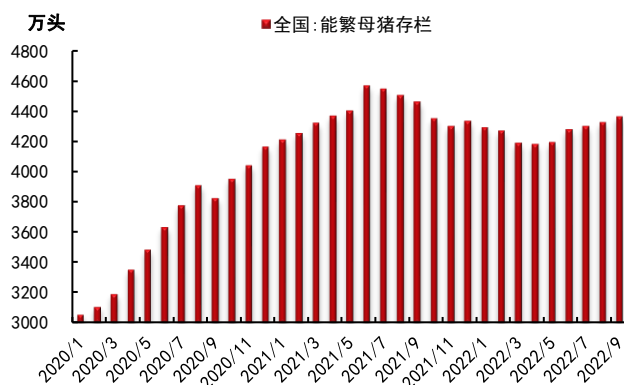
资料来源：Wind 中信期货研究部

能繁母猪的存栏量对应着 10 个月后的生猪出栏量，从农业部数据观测来看，母猪从 21 年 6 月左右开始去化，截至到今年四月份，按涌益数据计算，去化程度达到 8.48%。后续随着生猪价格的快速反弹，母猪存栏量也开始环比上升，已连续上涨多月。

自 21 年 5 月开始，能繁母猪中二元能繁比例逐步上升，22 年占比在 80%以上，母猪结构优化。二元母猪在配种成功率、乳猪成活率和胎龄等方面均优于三元母猪，这部分比例的上升或对今年年底及明年生猪出栏量有促进作用。据涌益数据显示，自今年三月左右开始，母猪的配种数和分娩窝数和窝均健仔数环比提

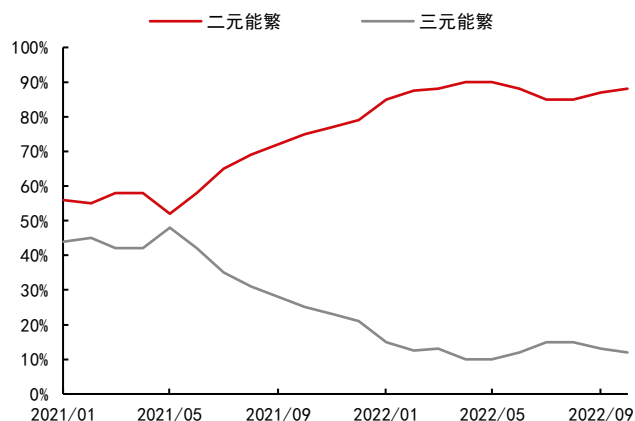
升。母猪生产质量及数量有所提高，后续生猪的出栏量或有提升。

图 97： 能繁母猪存栏量走势变动



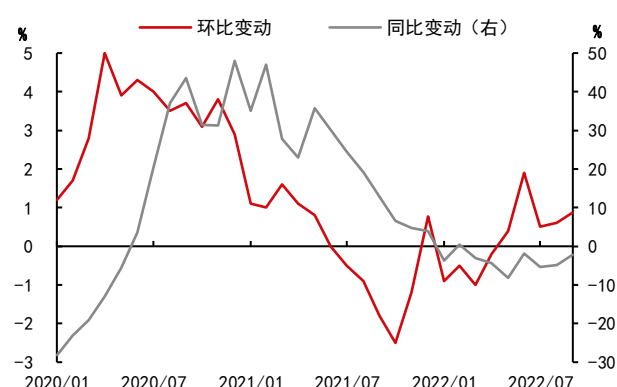
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 99： 能繁母猪存栏结构



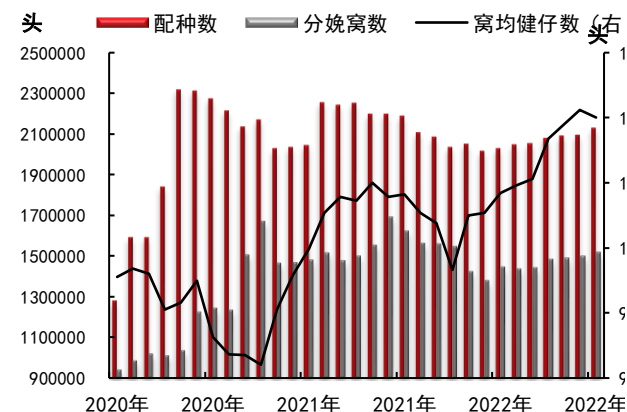
资料来源：Wind 中信期货研究部

图 98： 能繁母猪存栏环比与同比变动



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 100： 母猪生产指标



资料来源：Wind 中信期货研究部

从能繁母猪的变动预测明年生猪价格走势，由于今年二季度后能繁母猪的存栏量以及存栏结构都有所改善，对应十个月后的生猪出栏情况也有所改善。预计明年生猪的供应量充足，一月份春节过后，季节性走势使得消费需求回落，生猪价格下跌，后续生猪开启下跌周期。但以玉米和豆粕为主的生猪饲料价格在高位，饲料成本对生猪价格有一定支撑，生猪价格中枢上移，预计明年价格回落至 20 元/公斤附近。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826