

# 【中粮视点】金属&新材料：内需主导下难有提振

原创 曹姗姗 中粮期货研究中心 2023-06-06 10:16 发表于北京

收录于合集

#金属 2 #新材料 2



## 概要

本文主要跟踪更新春季大报告中金属&新材料板块涉及品种，分析各品种短期（4个月）影响价格走势的核心基本面逻辑和价格走势研判，少量涉及中长期分析。

在短期，影响板块价格的主要因素主要是中国需求。在经历年初乐观，3月下旬转为悲观，4月印证悲观需求，5月悲观情绪持续。以上情绪的变化也是整个板块价格变化的主节奏。

在春季大报告中，我们对于的观点是内外需求均难超预期，属于相对悲观。但实际数据表现的比我们更为悲观。在这个过程中的任何利好都未能提振品种价格。

短期趋势方向上，横向对比由强至弱分别为：金 > 银 > 铝 > 铜 > 硅。以下我们按照这个强弱顺序具体各品种的情况。

## 一 | 金： 更新牛市价差策略

在春节大报告中，我们坚定看涨二三季度金价，并给出具体策略“二季度，430以下买入，目标500；近月牛市价差”。目前回顾，虽然价格方向正确，但由于价格未能触发430的执行价，策略并未生效。

由于5月FOMC会后，美联储的前瞻性指引出现明显调整，我们亦跟随调整关于货币政策节奏的预期。从此前6月继续加息25bp调整为6月暂停加息，从此前年内不降息，调整为观望，5-5.25%预计为本轮加息的终点利率水平。

因此，**金价从利率驱动角度获得更强利多。对于黄金的趋势观点不变，继续看多，主逻辑从资产配置调整为“资产配置为主，利率驱动助力”。**

6月初，地缘、美国债务上限等风险事件降温，叠加市场对于6月加息概率增加，金银承压。但我们预计美联储6月暂停加息，因此，在短期下跌中，可适时寻找买点。更新策略为“二季度，440以下买入，目标500；近月牛市价差”。

## 二 | 银： HJT单位耗银开始下降

白银依旧有金价走势主导趋势，但幅度上受限于需求的不及预期，主要是光伏领域。在春节大报告中，我们已经用了较多笔墨分析光伏对白银需求的影响，以下基于最新的电池技术，再度详解。主要的观点是，HJT技术新增市占率提升，但与此伴随着的是单位耗银量的下降，因此，**HJT技术的迭代对于光伏用银总量的提升大幅不及预期。**

从2005年开始，光伏技术第一次突破，进入量产化，而后快速迭代更新，截止2022年，全球光伏用银总量接近4000吨，用银占比从2005年不足1%升至11%。

光伏用银主要指光伏银浆，是光伏电池的主要原料之一，属于电子浆料的一种。在光伏电池片生产环节，主要通过丝网印刷技术制成栅线，作为光伏电池的电极。

根据位置的不同，光伏银浆可分为正面银浆和背面银浆，其中正面银浆由于技术要求较高尚未能实现完全国产化，而目前P型电池的背面银浆已经完全实现国产化。

根据电池技术要求的不同，光伏银浆可分为高温银浆和低温银浆，其中高温银浆主要是用在目前存量市占率最高的P型电池，即PERC技术电池，而低温银浆主要应用在N型的HJT电池。

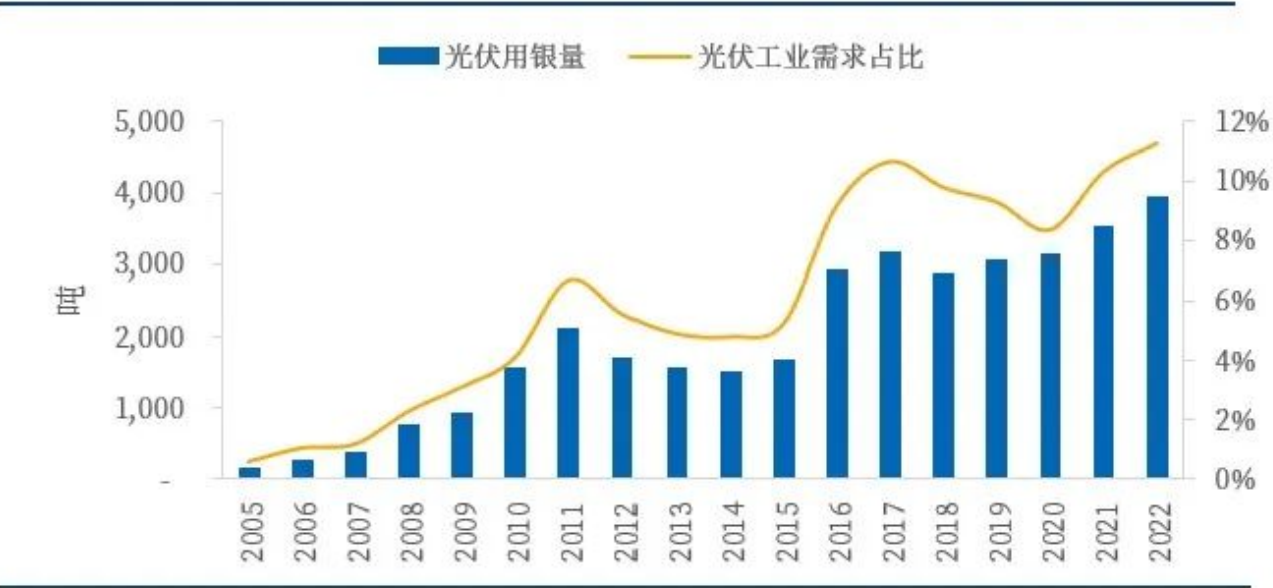
光伏银浆的总需求量受三个因素制约。

**一是全球光伏装机量**，装机量增长的大趋势是带动光伏用银量增加的主驱动。

**二是单位用银量**，银浆作为光伏电池重要的成本之一，在技术普及过程中，单位用银量的压缩成为降低成本的主要方法之一，如在2018年PERC技术初期，双面单位耗银量为125mg/片，到2022年技术成熟后下降到91mg/片，预计到2025年可降至76mg/片。

**三是电池技术迭代**，从BSF到PERC，再到现在争议较大的TOPCon和HJT，每一代电池技术的初期，单位用银量都较为大，如HJT电池初期的单位用银量超过300mg/片，到2022年降至127mg/片，预计到2025年可降至82.5mg/片，到2030年可降至65mg/片。

图表 6：光伏装机量与用银量



数据来源：GFMS, SOLARZOOM, CRU, 世界白银协会, Wind, 中粮期货研究院

在计算光伏用银时，不仅要根据考虑光伏装机总量和不同技术的单位耗银量，还要根据不同技术的新增市占率作为单位耗银量的系数进行加权。因此，可以发现在每一代新的电池技术初期，光伏用银量都出现明显的增加，而后即使新增光伏装机量增加，但光伏用银量反而出现下降，直至下一个技术出现。

如2010年的BSF技术、2016年的PERC技术和2022年的HJT技术，主要原因就是单位耗银量的降速高于新增光伏装机量的增速。

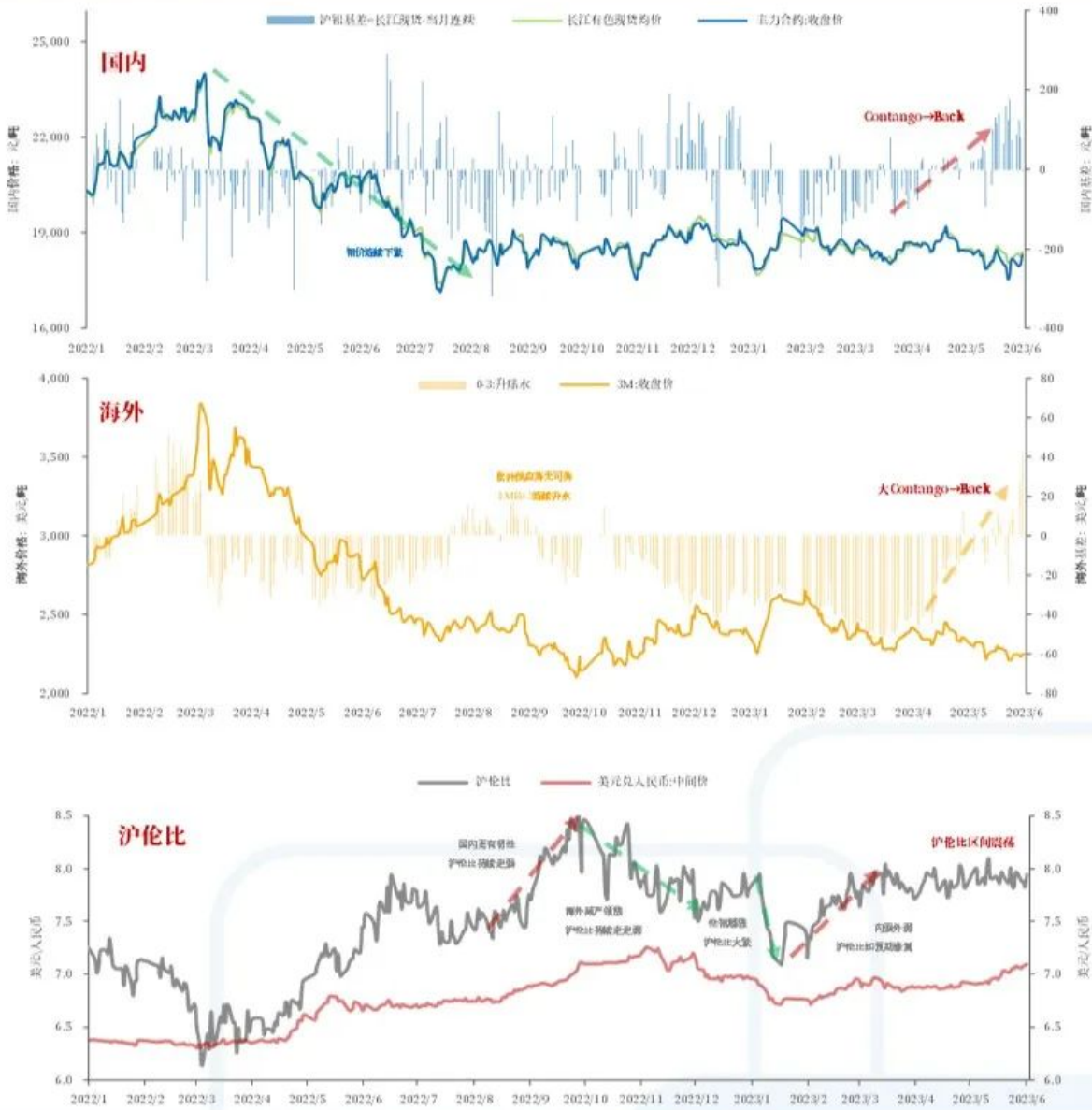
我们预计到2030年，光伏用银有望超过电子用银，成为白银的最大工业需求。与此伴随着的是光伏回收问题，目前已有光伏生产企业研发出光伏回收技术，且主要回收的就是其中的银浆。按照光伏20年的平均使用周期，预计在2025年开始，光伏回收也将成为白银供应中的重要一环，到2040年左右成为最大的再生银来源，与需求端逐步形成部分闭环。

### 三 铝：需求到供应的权柄转移

今年，我们对于铝价方向及节奏的判断非常精准（具体详见铝月度观点更新），春季大报告中的观点和策略继续维持，即“二季度维持窄幅波动，淡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”，“17000-19000区间操作”，推荐买入组合期权”。

图表 7：内外盘铝价走势图



数据来源: iFind、中粮期货研究院

供应方面，水电扰动，西南减产预期开始发酵。预计5-6月供应平衡，冶炼利润高位震荡；进入6月，西南水电问题，市场将重新评估三季度，情绪先行带动铝价上涨。

在云南减产的背景下，贵州、四川、广西、内蒙古等地减产产能逐步复产；已复产和已投产产能（120wt/yr）与未来云南省可复产产能相当，前期云南减产缺口被补足，对短期价格形成利空。西南降水仍未改善，蓄水量低位，电价高位，丰水期云南不会复产，四川工业部门

**部分限电**，6月初市场重新评估三季度供应缺口，情绪将带动铝价上涨，尤其是9月合约。西南减产预期下，电解铝冶炼利润有望在破新高。进口窗口维持，俄铝铝锭进口量持续增加。

图表 8：全国分区域电解铝产量



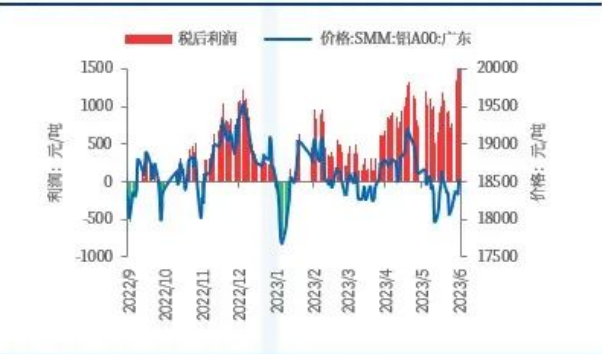
数据来源：统计局, iFind, Wind, 中粮期货研究院

图表 9：氧化铝成本利润



数据来源：iFind, Mysteel, ATK, 中粮期货研究院

图表 10：电解铝税后利润（日度）



数据来源：Wind, iFind, 中粮期货研究院

图表 11：电解铝进出口利润



数据来源：Wind, iFind, 中粮期货研究院

**需求方面**，淡季已至、内外经济难见起色，建筑、汽车和出口的新订单极难持续，光伏单一增量难以弥补，预计整体需求环比走弱，中期继续施压铝价。

**建筑结构（33%）**，开工率稳中有升，然后续南方进入雨季，地产施工季节性淡季，型材需求将受压制。汽车（22%），汽车销量已现疲态，致使车企开始主动控制产量，汽车耗铝量环比下降。光伏（5%），集中式项目落地加速，多晶硅产能瓶颈打开，光伏电池产量同比几近翻倍，光伏耗铝量持续走高。**出口（11%）**，进口俄罗斯铝锭，将通过铝材出口，形成循环，但欧美经济影响需求及利润，铝材出口量预计小幅走低。



图表 12：中国铝型材开工率



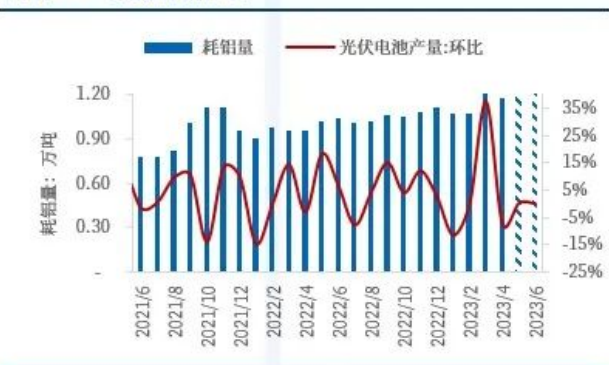
数据来源：Wind、SMM、百川盈孚、中粮期货研究院

图表 13：汽车耗铝量



数据来源：Wind、iFind、中汽协、中粮期货研究院

图表 14：光伏耗铝量



数据来源：Wind、iFind、国家统计局、CPIA、中粮期货研究院

图表 15：中国铝材出口量



数据来源：iFind、海关总署、中粮期货研究院

综上，即使缺少云南，全国电解铝产量依然高位维持，叠加进口高位，短期供应持稳，预计西南减产，三季度紧张依旧。型材需求进入淡季、汽车销售不畅、出口受制欧美经济，整体需求走弱。由于云南的持续减产，被动去库。5-6月，供应持稳+需求淡季，缺口收窄，被动去库，整体维持紧平衡；三季度，如西南减产，供应下降+需求持稳，缺口再度扩大，绝对低位库存，价格上涨动力强。

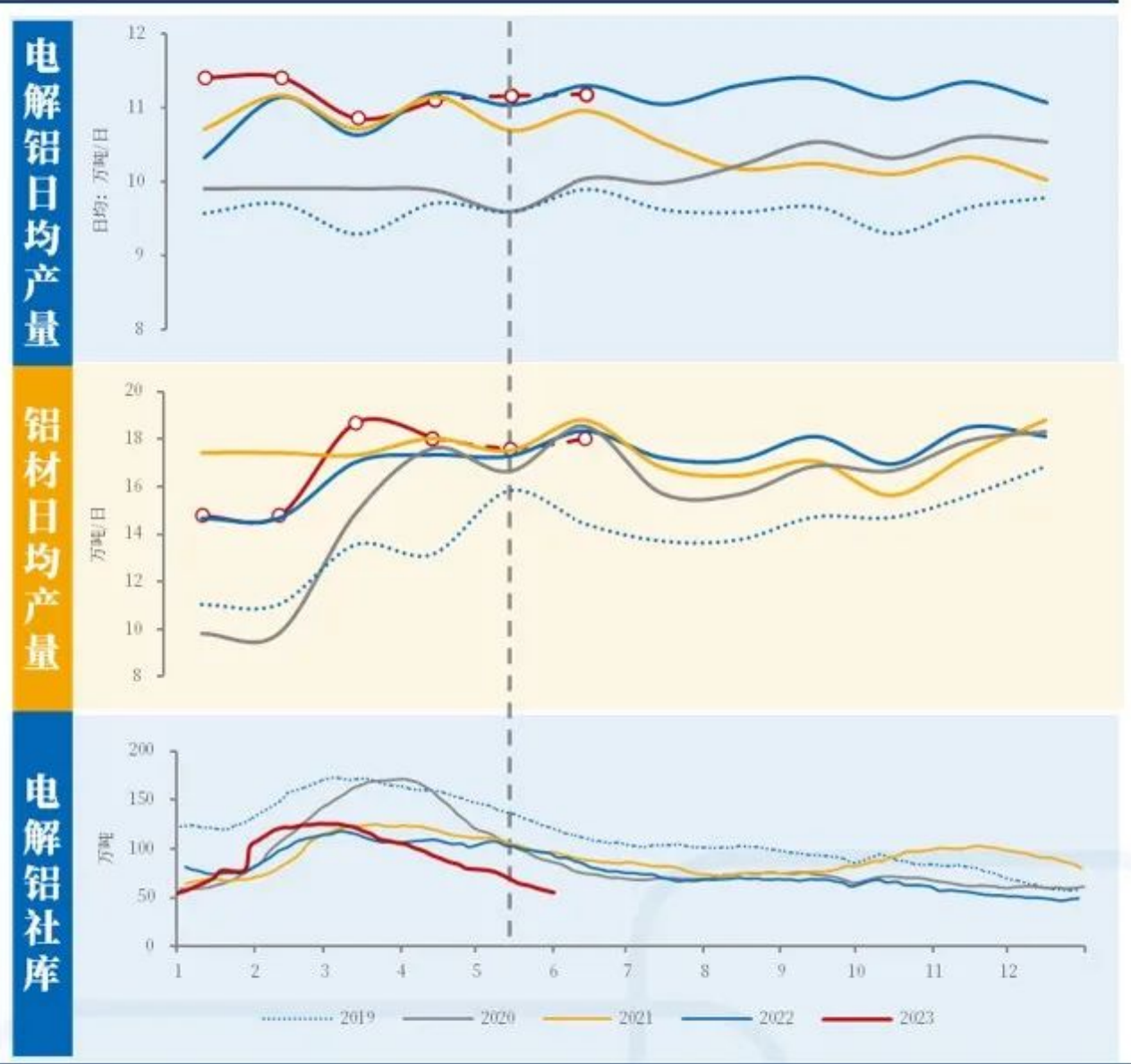
图表 16：中国电解铝平衡表

单位:万吨	2023/6	2023/5	2023/4	2023Q3	2023Q2	2023年	2022年
供应							
原铝	335.5	346.0	333.4	1,049	1,015	4,113	4,044
环比	-3.03%	3.78%	-0.98%	3.34%	0.47%	1.70%	4.87%
净进口	9.2	8.2	9.6	28	27	103	49
进口	10.0	9.0	10.0	30	29	111	68
出口	0.8	0.8	0.4	2	2	8	20
消费	355.0	377.6	367.0	1,096	1,100	4,233	4,090
环比	-5.98%	2.87%	1.78%	-0.37%	16.06%	3.48%	-0.07%
过剩/短缺	-10.3	-23.4	-24.0	-19.1	-57.7	-16.0	3.0

数据来源: Wind、iFind、Mysteel、SMM、IAI、CPIA、ATK、中粮期货研究院



图表 17：中国电解铝供需库情况



数据来源: Wind、iFind、Mysteel、SMM、中粮期货研究院

## 四 | 铜: 6月反弹后空向五字头

在春节大报告中，我们预判“二季度铜价易涨难跌，三季度则可能面临宏观节点变化”，提出策略“二季度66000-67000逢低买入，70000-71000逢高卖出，可配合卖出期权”。显然预判完全错误，低买策略部分削弱了高卖策略的盈利，叠加期权策略后，整体策略几无收益。

**首先，复盘思考**我们策略错误的根本是对于内需预测的错误。报告撰写时，全球市场对于中国需求的恢复的亢奋已经显示退潮的迹象，我们持有的观点已经属于市场上相对悲观。然而事实比我们的相对悲观更为悲观，内需不佳主导了4-5月的铜价下跌。

**其次，**不能固执的在错误的路上越走越远，思想上**清零重新观察趋势**。全球供应难有增量，不作为主导趋势的主线。全球需求中欧美需求仍有韧性（与此前观点一致）、中国需求难有提振、印度东南亚需求尚未启动。全球库存低位，内盘仍在去库，但外盘已显累库迹象。因此，方向上应是偏空为主。

图表 18: LME 铜库存



数据来源: LME, iFind, 中粮期货研究院

图表 19: COMEX 铜库存



数据来源: COMEX, iFind, 中粮期货研究院

图表 20: SHFE 铜库存



数据来源: SHFE, iFind, 中粮期货研究院

图表 21: 中国铜社会库存



数据来源: Mysteel, 中粮期货研究院

**最后，在详细拆解最为关键中国需求**，即铜需求的四大板块，电力电缆、地产、汽车以及家电。

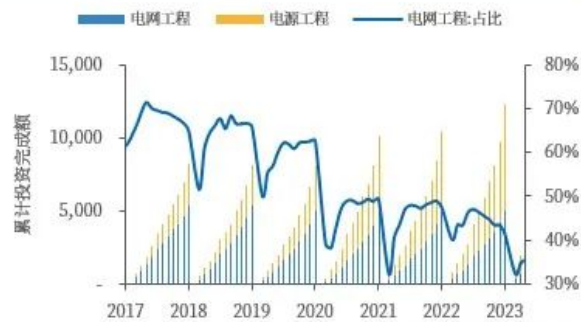
**电力电缆方面**，2017年电力投资中，电网投资为电源的一倍以上，而在2020年，电网投资被电源投资超越，到2023年4月最新数据，电网投资约为电源的一半。这反应出，从2017年开始电网已经不再是电力投资的重心，对应的电力电缆需求增速走弱是确定性的。**虽然后续可以期待基建在电力工程的政策发力，但受益的主要是电源端，而非电网。**

**地产方面**，铜属于同步且相对靠前的需求，主要在新开工后的土石方作业环节铺设区域电缆，次之是建安环节装配分户电缆，最少的反而是装修环节的屋内电线铺设。因此，**新开工的负增长对铜消费的拖累极大，而保交楼的政策利好有限。**

**汽车方面**，新能源汽车的耗铜主要有汽车本身和配套充电桩两个部分。新能源汽车本身的耗铜量约为80kg/辆，较传统燃油车多57kg/辆。直流电充电桩的耗铜量为70kg/台，交流电充电桩为8kg/台，家用充电桩为2kg/台。从数据端看，**汽车销量本身已经疲软，总耗铜量在环比走弱，增量不可期。**

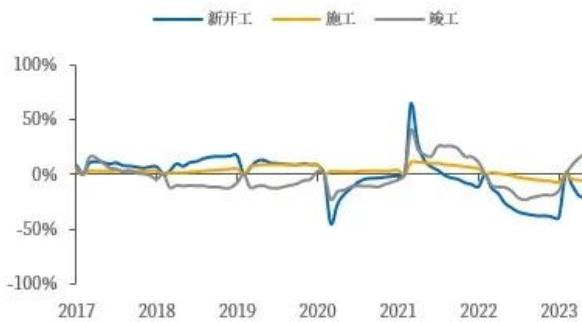
**家电方面**，新房和二手房销量均未见明显转好，整体产销均较为清淡，短期难以出现大幅改善，今年夏天预计也不会出现2021年的高温。**短期，对家电需求同比看平。**

图表 22：电力工程投资完成额



数据来源：中国电力企业联合会, iFind, 中粮期货研究院

图表 23：地产三环节房屋面积累计同比



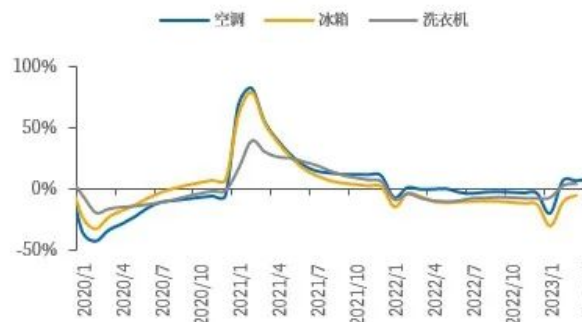
数据来源：国家统计局, Wind, 中粮期货研究院

图表 24：汽车行业耗铜量



数据来源：iFind, 中粮期货研究院

图表 25：白家电产量同比



数据来源：产业在线, iFind, 中粮期货研究院

近期，由于精废价差的缩窄，加税后几乎为负，精炼铜需求增加，对铜价形成一定支撑。预计6月美联储货币政策和西南地区水电紧张将为铜价提供进一步的利好，形成一波反弹行情。

图表 26：国内精废价差缩窄



综上，**预计铜价在6月展现向上的反弹回调，预计高点有望到达6.7万元/吨**，而后继续下跌，**三季度铜价将跌破6万元/吨，开启五字头时代**。策略调整为6月反弹后逢高做空。

五

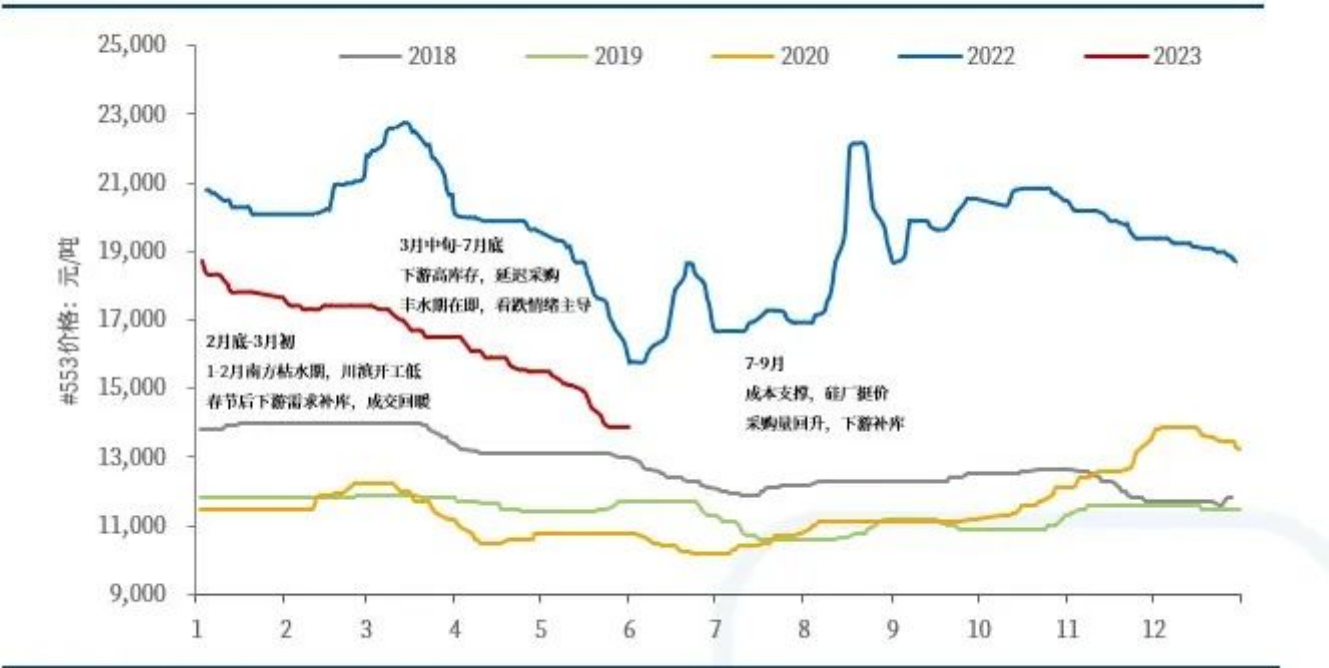
硅：  
布局三季度反弹多单

2023年工业硅价格持续下跌，截止6月1日收盘下跌27.49%，符合季节性规律。虽然方向上符合春季大报告中关于二季度预测，但幅度上已经远远跌破入场价位15000元/吨。

**回顾错过幅度的原因**，一方面是此前的高价格时，跌幅不应用历史低价格数据做统计推算，另一方面是内需比我们的相对悲观更为悲观（详见铜的部分），且外需出口坍塌。



图表 33：工业硅#553 现货价格季节性



数据来源：iFind，中粮期货研究院

目前，此前下跌逻辑在6月依然可以延续，工业硅价格仍然有下跌空间，主要原因有四点。

**第一，**上游冶炼环节在前两年的高利润“安全垫”下，信心没有完全丧失，新疆新增产能投产后，价格大幅下跌过程中产量依然维持高位，还需要进行进一笔的洗牌，从部分亏损到绝大部分亏损，才能形成成本支撑。

**第二，**由于需求不佳，下游有机硅、多晶硅价格跌幅更大。

**第三，**在海外经济疲弱，叠加欧美对于中国优势的光伏行业限制，外需出口预计难有好转。

**第四，**库存逆季节性大幅累计，高库存驱动下，做空情绪依然“沸腾”。



图表 18: LME 铜库存



数据来源: LME, iFind, 中粮期货研究院

图表 19: COMEX 铜库存



数据来源: COMEX, iFind, 中粮期货研究院

图表 20: SHFE 铜库存



数据来源: SHFE, iFind, 中粮期货研究院

图表 21: 中国铜社会库存



数据来源: Mysteel, 中粮期货研究院

**三季度，预计工业硅将出现季度级别上涨，维持春季大报告看多观点，但目标位调整为15000。**首先，西南地区水电扰动，叠加低利润下，丰水期产能供应受限，市场信心开始恢复。然后，库存下降，直至5万吨附近时，市场情绪彻底转向。最后，低库存下，多晶硅新增产能投产爬坡叠加政策发力在光伏集中式项目，需求端带动工业硅价格上涨。

策略上，建议在6月跌势延续中后期，选择11000附近布局09合约多单，或选择执行价15000以上09合约的买入期权。

作者简介

曹姗姗

中粮期货研究院 资深研究员  
交易咨询号：Z0013588

风险揭示

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有

- 限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。



中粮期货研究中心

传递最新资讯，共享财富人生。

2266篇原创内容

公众号

收录于合集 #金属 2

下一篇 · 【春季策略报告】金属&新材料：黄旗紫盖连碧草

喜欢此内容的人还喜欢

【中粮视点】白糖：难言转势

中粮期货研究中心



【中粮视点】宏观：将近酒 杯莫停

中粮期货研究中心



【中粮视点】原油：震荡筑底 反弹空间有限

中粮期货研究中心

