

# 工业金属月度汇报： 宏观与基本面在长期与短期的共振

招商期货  
2022年4月12日

# 一、整体逻辑：宏观与基本面在长期与短期的共振

## 1. 宏观：短期看涨，中期或回落，长期看涨

长期：弱美元，强金属

短期：加息/缩表——行至后期，才会对需求有明显抑制

中期：需要担忧通胀是否转滞涨或衰退。

## 2. 基本面共性：整体应逢低做多

长期：供给追赶需求，矿不够——长期需要释放废料产能来解决

短期：政策利好

## 3. 基本面特性：

镍：极紧开始趋松

不锈钢：强成本支撑+需求恢复

铜：金融属性占主导

铝：产能天花板+需求恢复

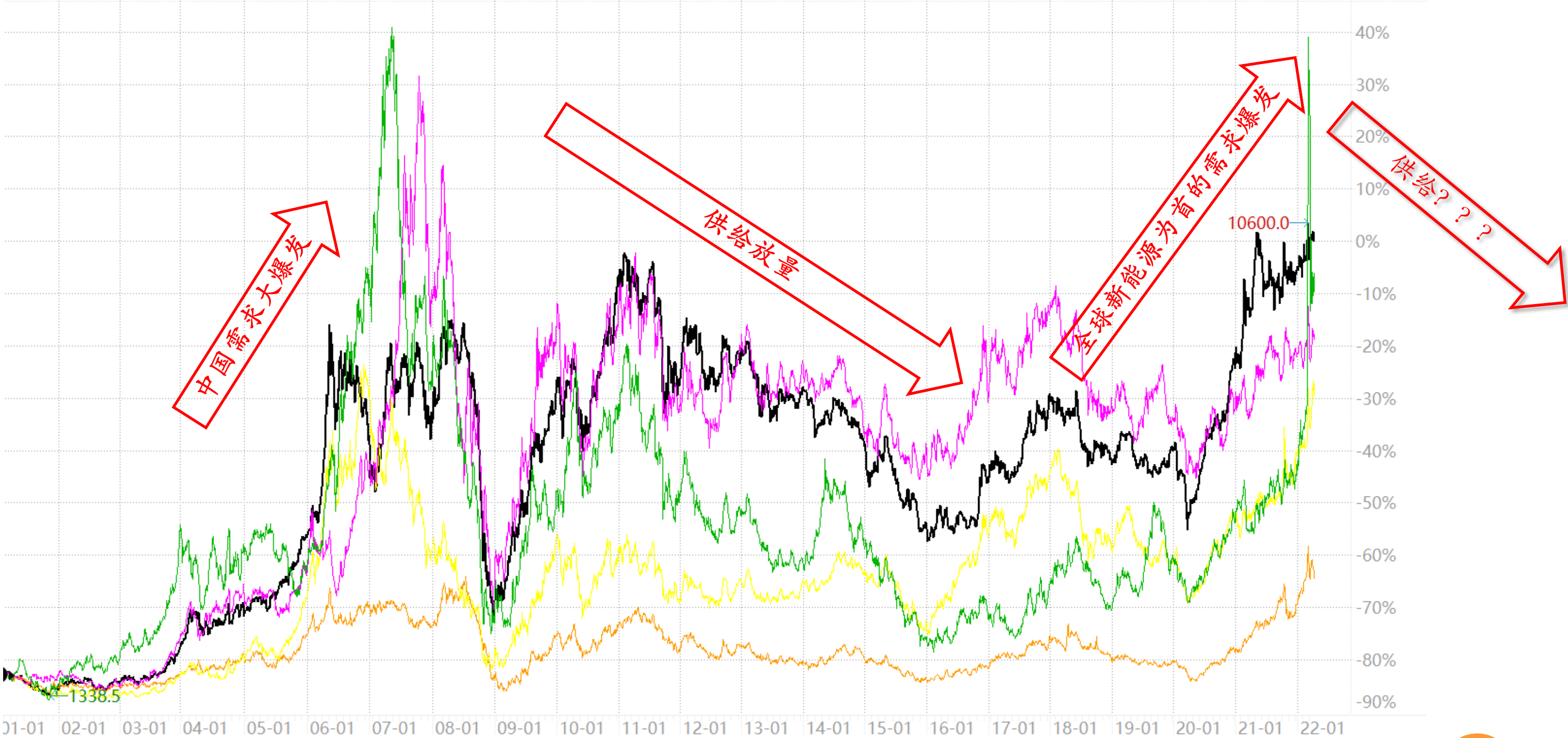
锌：欧洲天然气

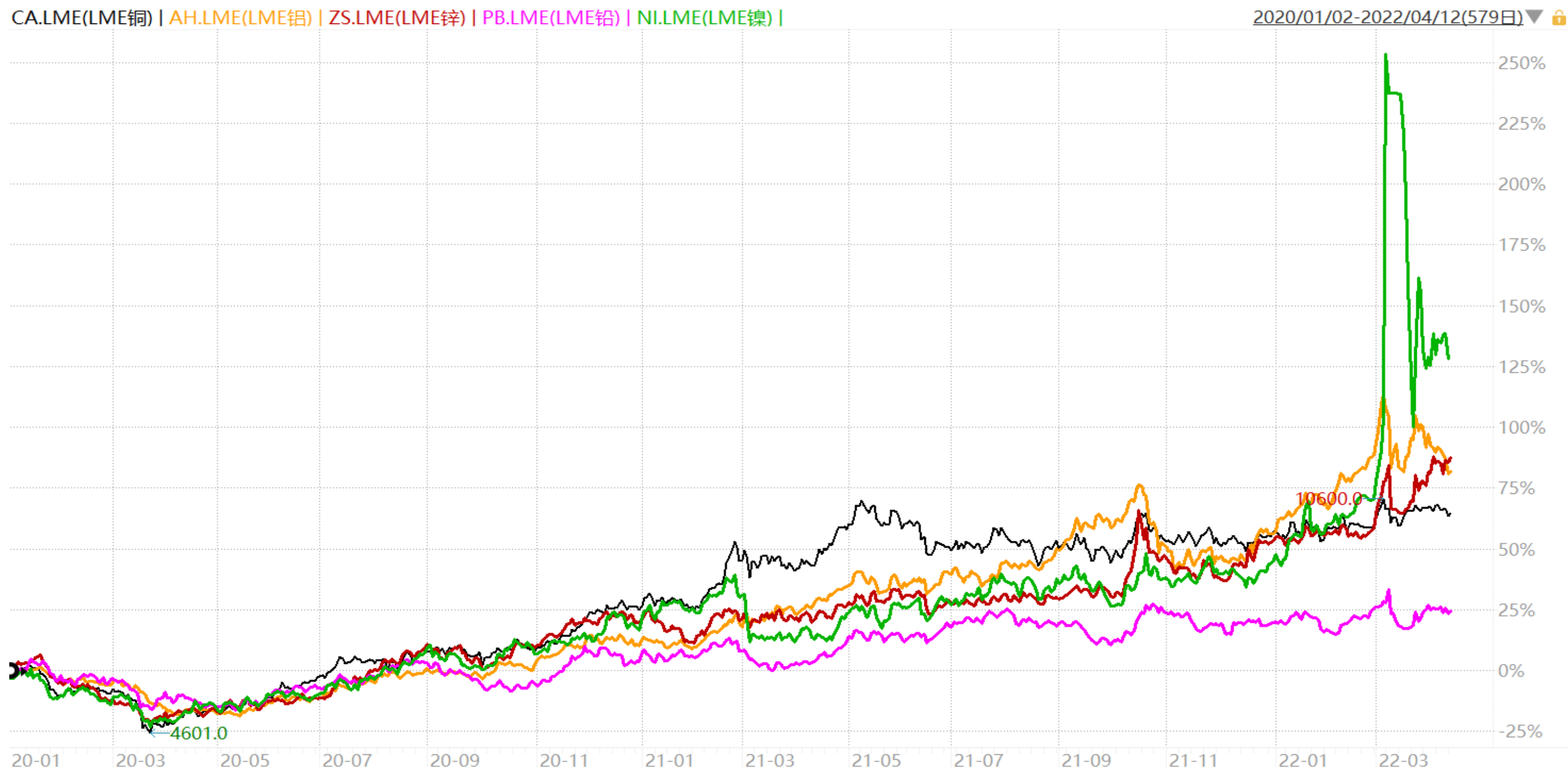
做多的排序：

铝（供给将长期停滞，需求向好） > 锌（供给受损时间较长，需求向好） > 不锈钢（供给短期受损，需求向好）  
> 铜 > 镍

我们所处的位置——宏观与基本面的共同作用

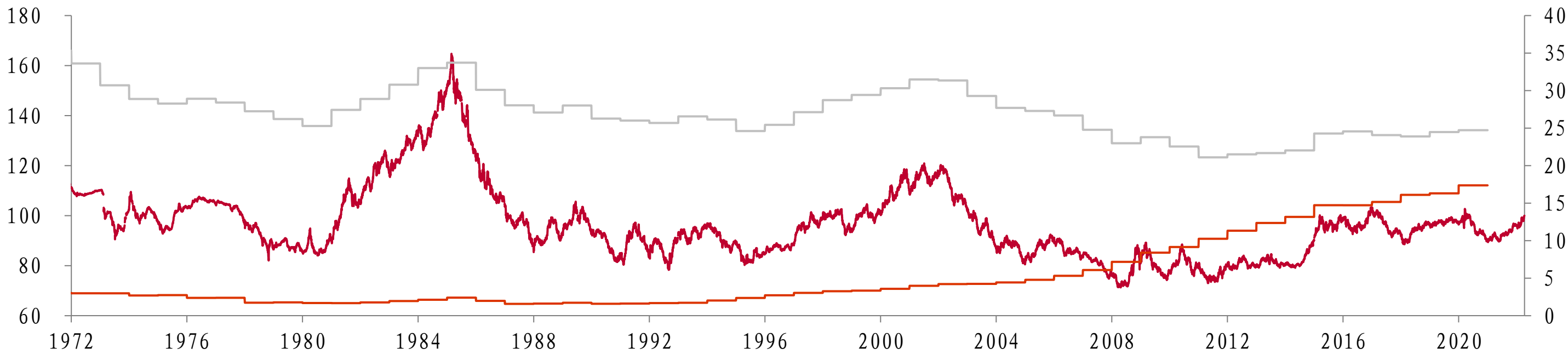
CA.LME(LME铜) | AH.LME(LME铝) | ZS.LME(LME锌) | PB.LME(LME铅) | NI.LME(LME镍) | 2001/01/02-2022/04/11(5397日) ▼ 🔒





# 宏观：我们所处的长期位置——美元在未来5年可能都会走弱

— 美元指数 — 美国GDP占比 — 中国GDP占比



## 1. 经济学角度：

《20200918招期有色专题报告：有色市场的宏观逻辑——赵嘉瑜》 《美国的国本在动摇》——赵嘉瑜（20220401）

- 1) **产业转移**：初期资本输入国低廉劳动力压制通胀，为处于产业链顶端具有最高附加值的美国输送更大利益，美元走强；产业转移后期，资本输入国的劳动力等各项成本提升，美国通过资本所获取的利益减少，美元走弱。
- 2) **美德利差**：美元指数与美国-德国10年期国债利差高度正相关，仅仅在1998-2001年及2008-2010年间呈现不明朗关系。
- 3) **国际支付货币结算比例**：美元与欧元的结算比例差值与美元指数存在较强的正相关关系，美元结算比例下降+流动性提升=美元指数的走弱

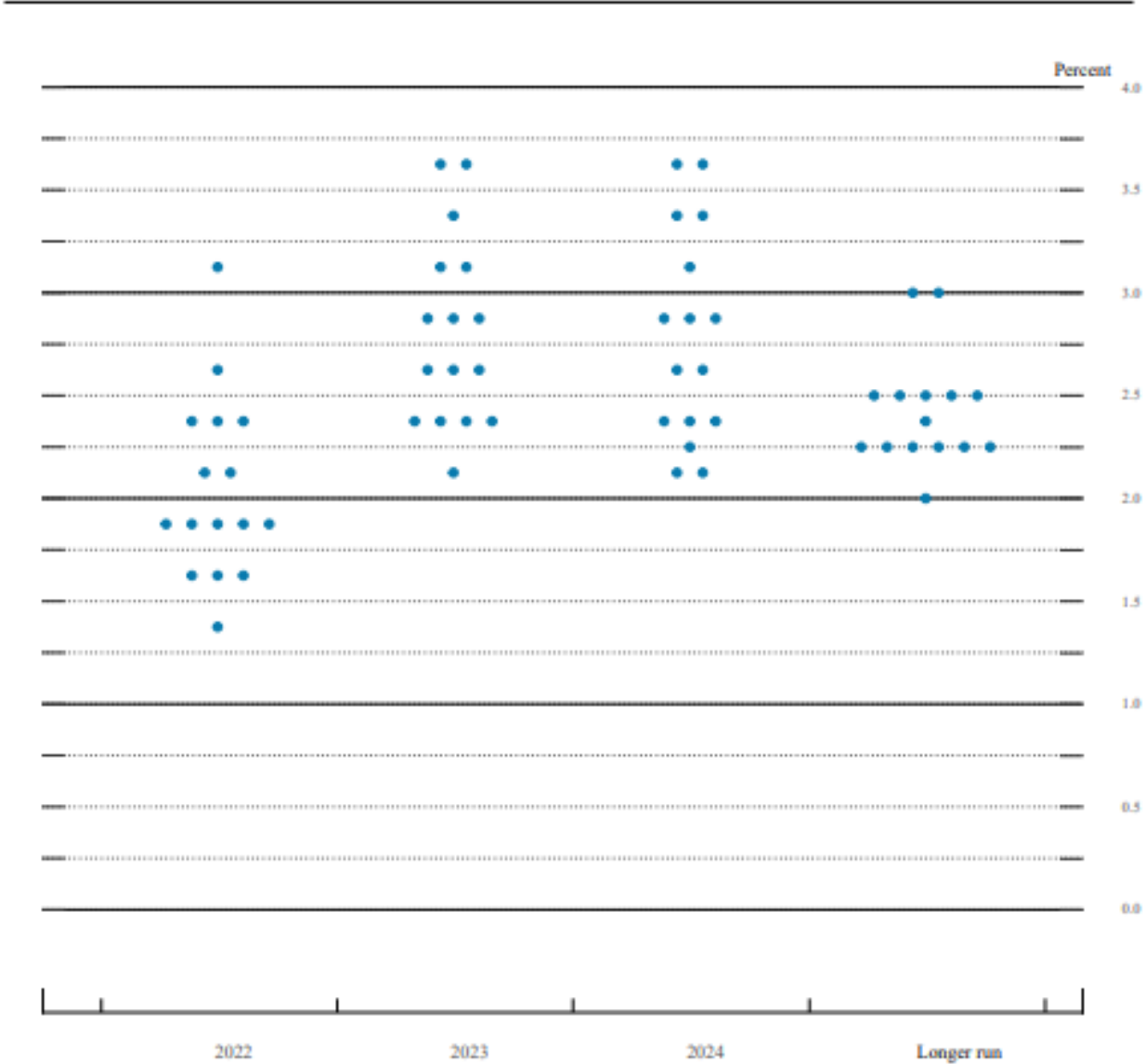
## 2. 政治经济学角度：

- 1) **美元需求遭遇多维度冲击**：
  - a. 货币信用：俄乌冲突中美国、瑞士直接对个人资产冻结；
  - b. 美元信用：能源等大宗结算逐渐剥离美元；美国货币政策极不负责
- 2) **区域力量侵蚀全球霸权**：
  - a. 有战略自主的区域大国；
  - b. 区域联盟；
  - c. 边缘国家：美国没有上世纪80年代产业输出的能力。
- 3) **中国全方位挑战美国体系**：
  - a. 经济关系（解绑） b. 发展战略（陆权提升）
- 4) **美国的信任危机在蔓延**：
  - a. 信用受损（契约精神） b. 信任流失（民主自由）

Percent

| Variable                                | Median <sup>1</sup> |      |      |            |
|---|---------------------|------|------|------------|
|   | 2022                | 2023 | 2024 | Longer run |
| Change in real GDP                      | 2.8                 | 2.2  | 2.0  | 1.8        |
| December projection                     | 4.0                 | 2.2  | 2.0  | 1.8        |
| Unemployment rate                       | 3.5                 | 3.5  | 3.6  | 4.0        |
| December projection                     | 3.5                 | 3.5  | 3.5  | 4.0        |
| PCE inflation                           | 4.3                 | 2.7  | 2.3  | 2.0        |
| December projection                     | 2.6                 | 2.3  | 2.1  | 2.0        |
| Core PCE inflation <sup>4</sup>         | 4.1                 | 2.6  | 2.3  |            |
| December projection                     | 2.7                 | 2.3  | 2.1  |            |
| Memo: Projected appropriate policy path |                     |      |      |            |
| Federal funds rate                      | 1.9                 | 2.8  | 2.8  | 2.4        |
| December projection                     | 0.9                 | 1.6  | 2.1  | 2.5        |

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



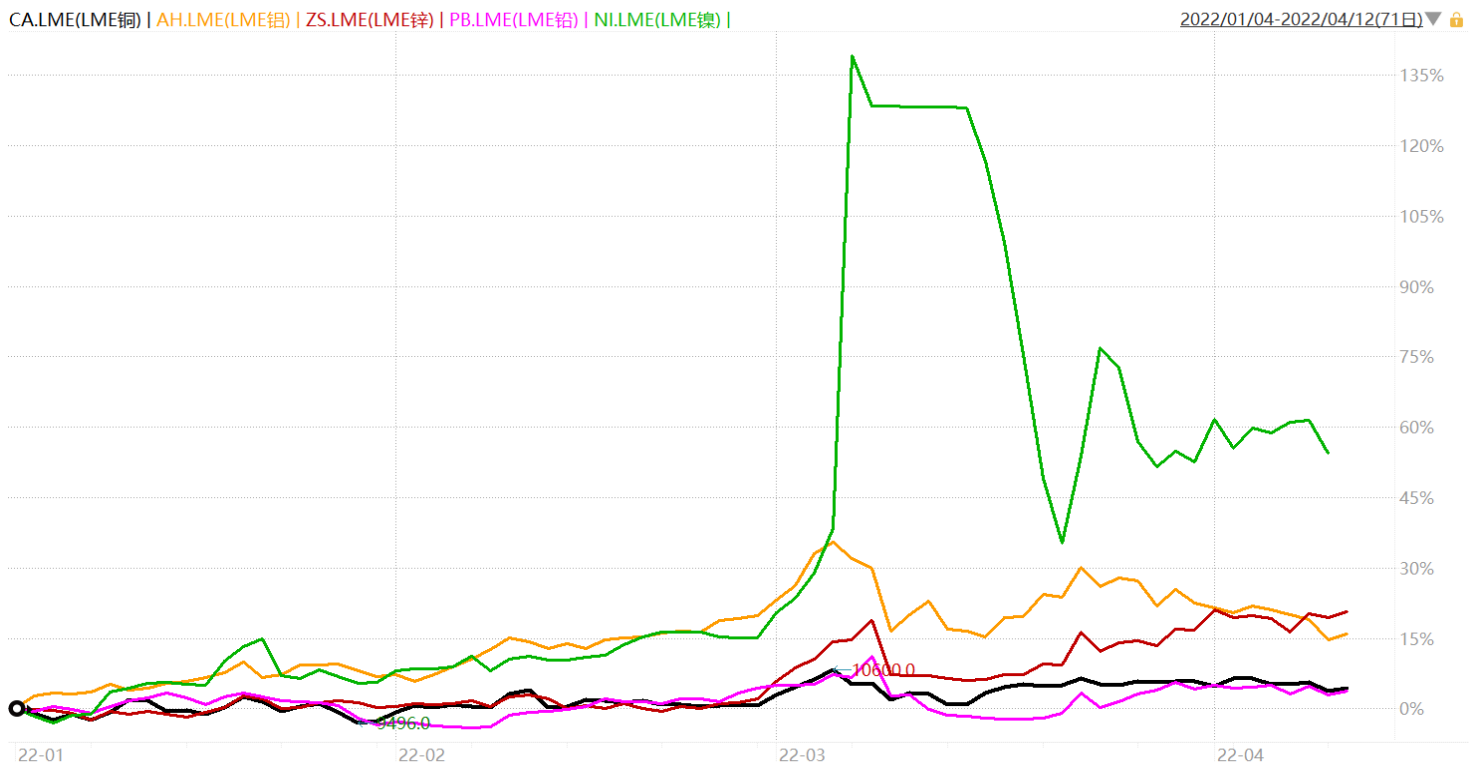
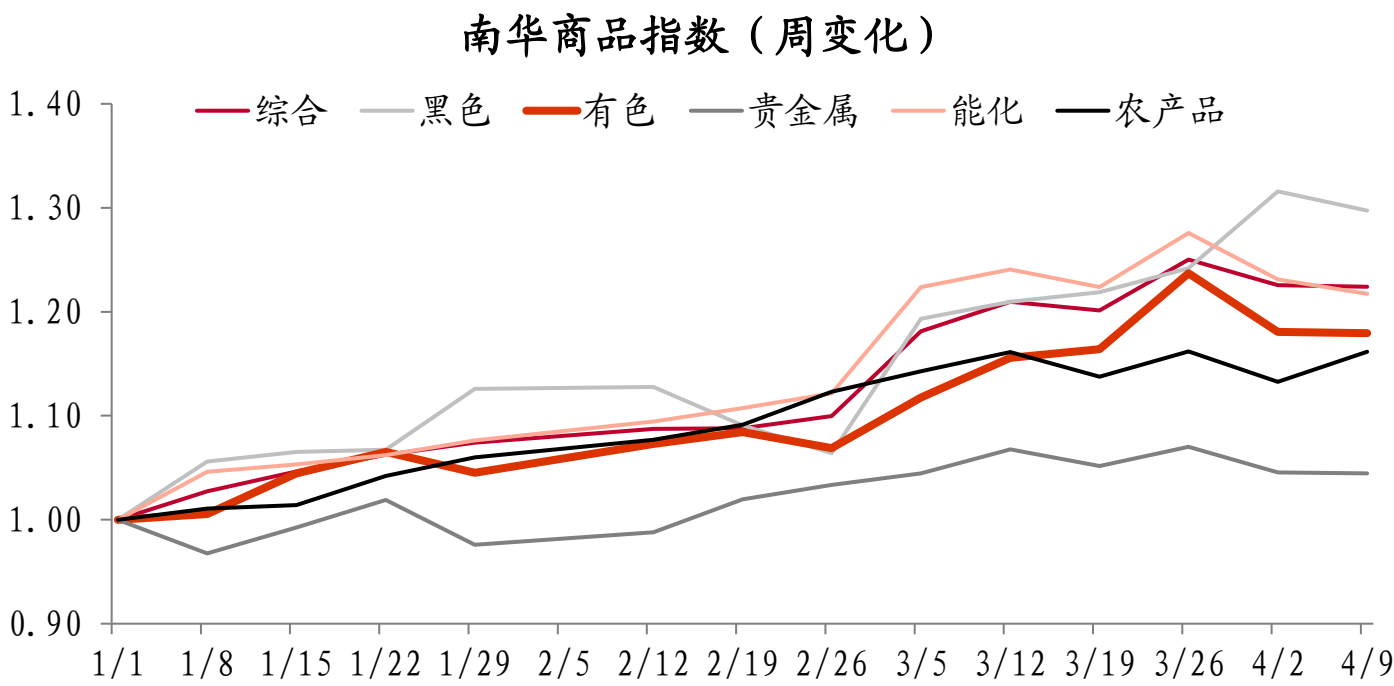
- 3议息会议季度经济预测相对1月下调，但通胀上调。
- 美联储FOMC 3月点阵图上移，隐含22年7次加息预期。
- 市场讨论5月6月各自加息50bp。
- 在加息前期，美联储加息仍在追赶供需矛盾带来的通胀压力，只是起到缓和上涨的作用，目前仍处于这一阶段；而到加息后期，美联储加息将对商品需求端产生实质影响，也就是从供需的根上去抑制通胀。



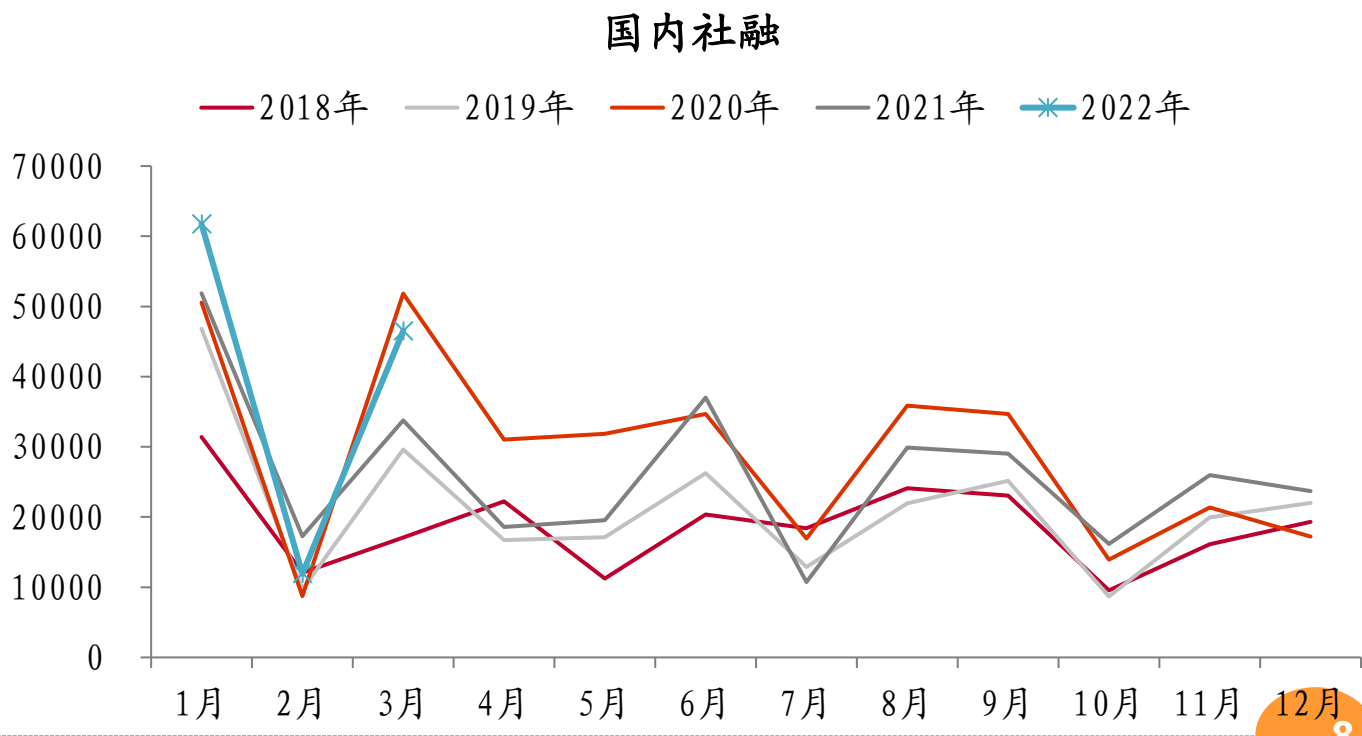


| 新能源汽车需求情况 |                  |        |        |           |        |        |
|-----------|------------------|--------|--------|-----------|--------|--------|
|           |                  | 铜      | 铝      | 锌         | 铅      | 镍      |
| 燃油汽车      | 2020（kg/台）       | 22     | 100    | 17        | 5      | 0      |
|           | 2030（kg/台）       | 22     | 180    | 15.4      | 4      | 0      |
| 新能源汽车     | 2020（kg/台）       | 60     | 150    | 20        | 5      | 31     |
|           | 2030（kg/台）       | 60     | 280    | 17.4      | 4      | 41     |
| 燃油车       | 2020年（万台）        |        | 7276   | 2030年（万台） |        | 5500   |
| 新能源车      | 2020年（万台）        |        | 324    | 2030年（万台） |        | 3000   |
| 传统汽车      | 2020消费(t)        | 160.1  | 727.6  | 123.7     | 36.4   | 0.0    |
|           | 2030消费(t)        | 121.0  | 990.0  | 84.7      | 22.0   | 0.0    |
|           | 增量               | -39.1  | 262.4  | -39.0     | -14.4  | 0.0    |
| 新能源车      | 2020消费(t)        | 19.4   | 48.6   | 6.5       | 1.6    | 13.4   |
|           | 2030消费(t)        | 180.0  | 840.0  | 52.2      | 12.0   | 136.7  |
|           | 增量               | 160.6  | 791.4  | 45.7      | 10.4   | 123.3  |
| 总体        | 2020全球消费<br>（万吨） | 2087.0 | 6450.0 | 1131.0    | 1071.0 | 236.0  |
|           | 增量占目前消费<br>量比重   | 5.82%  | 16.34% | 0.59%     | -0.37% | 52.25% |

基本面：我们所处的短期位置——政策逐渐利好

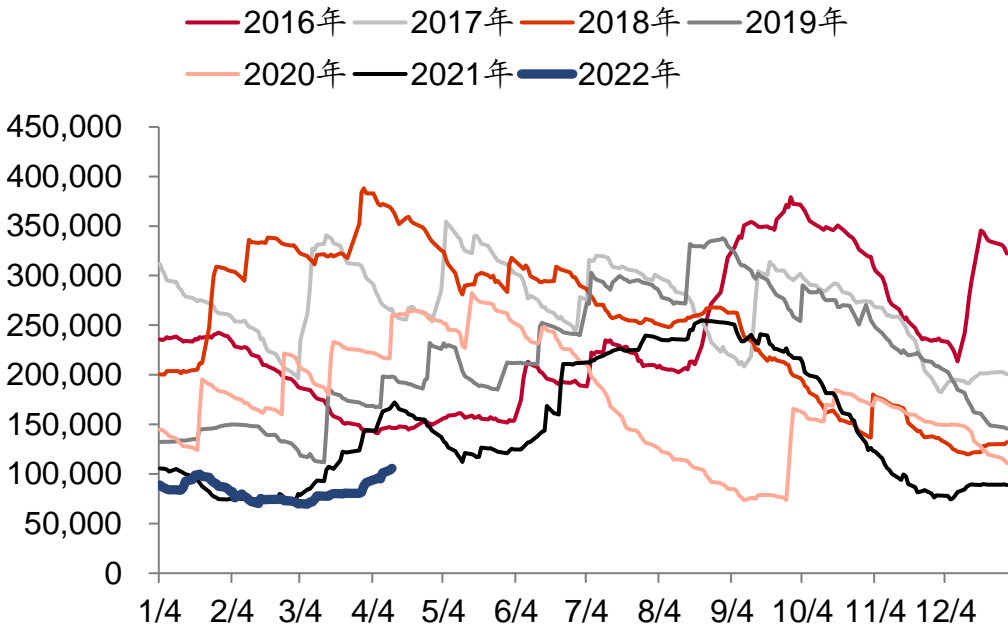


- 经济：地产松绑，5.5%的经济目标。
- 疫情：上海新增拐点，防疫试点。
- 金融：一季度社融创新高，3月超预期；降息？

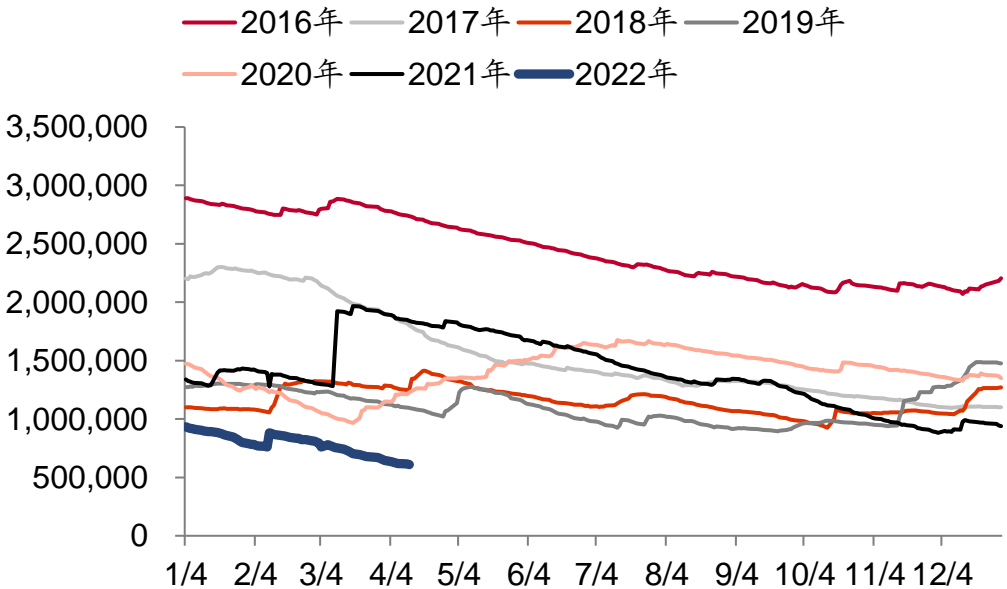




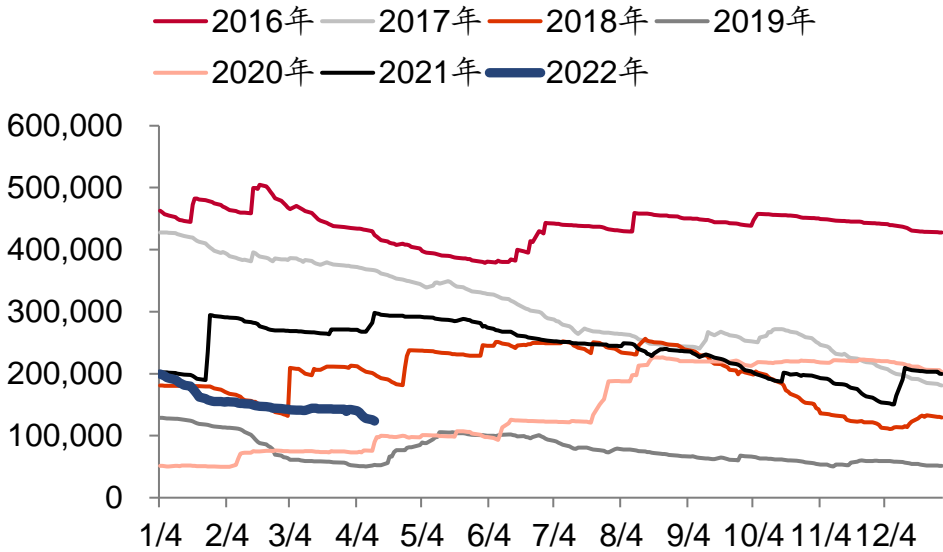
LME铜库存（单位：吨）



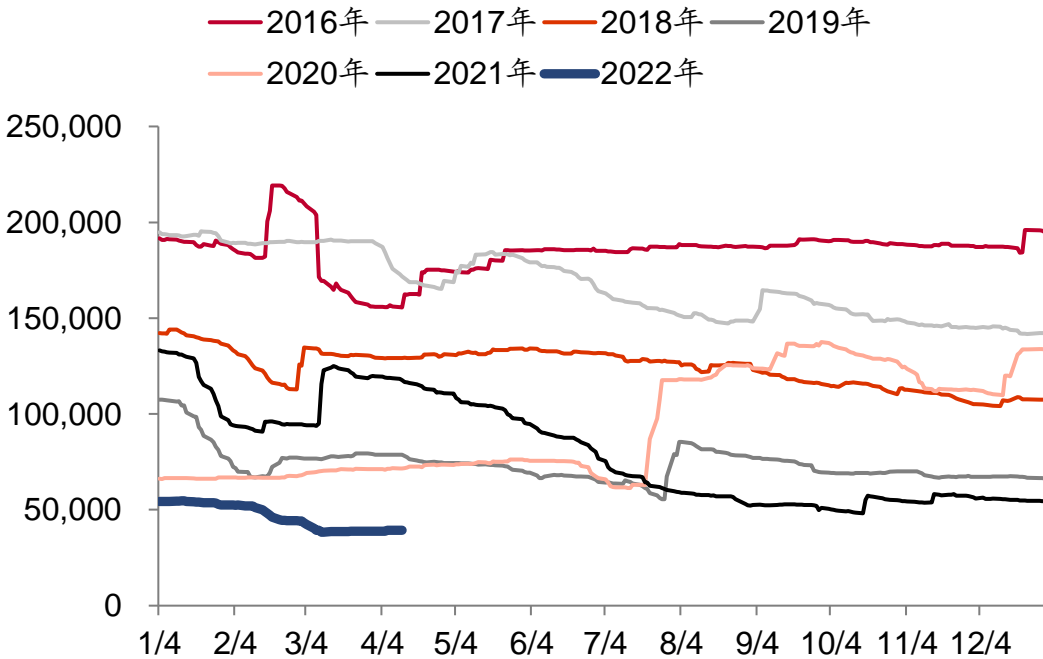
LME铝库存（单位：吨）



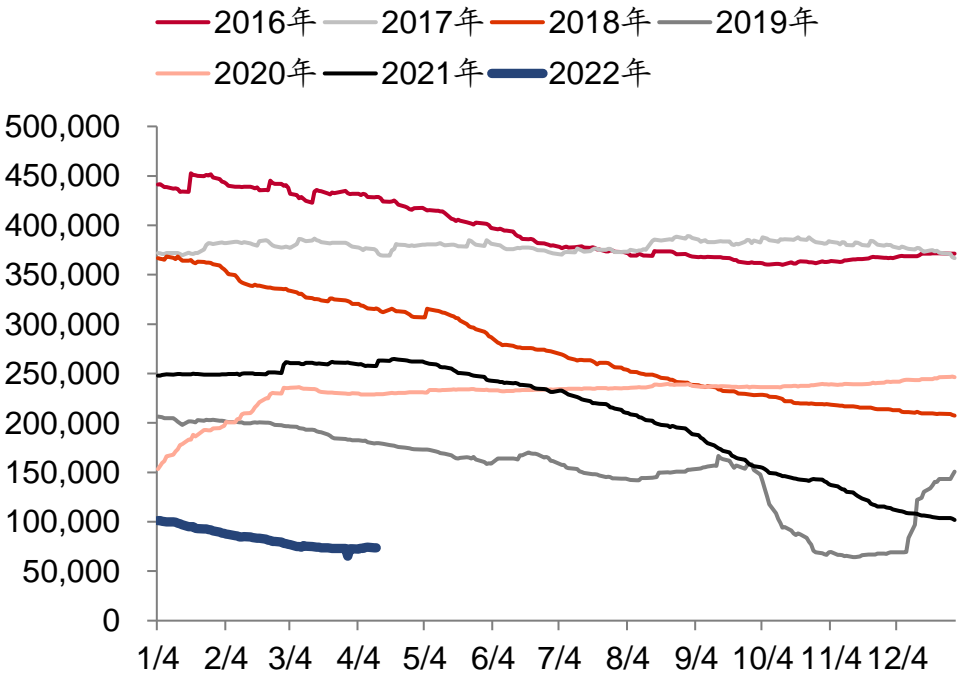
LME锌库存（单位：吨）



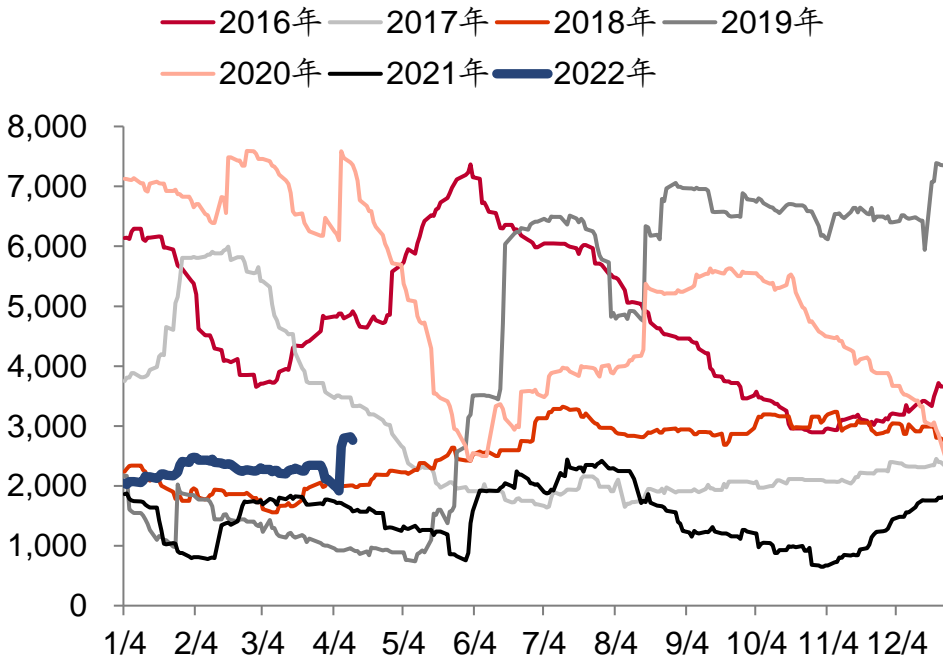
LME铅库存（单位：吨）



LME镍库存（单位：吨）

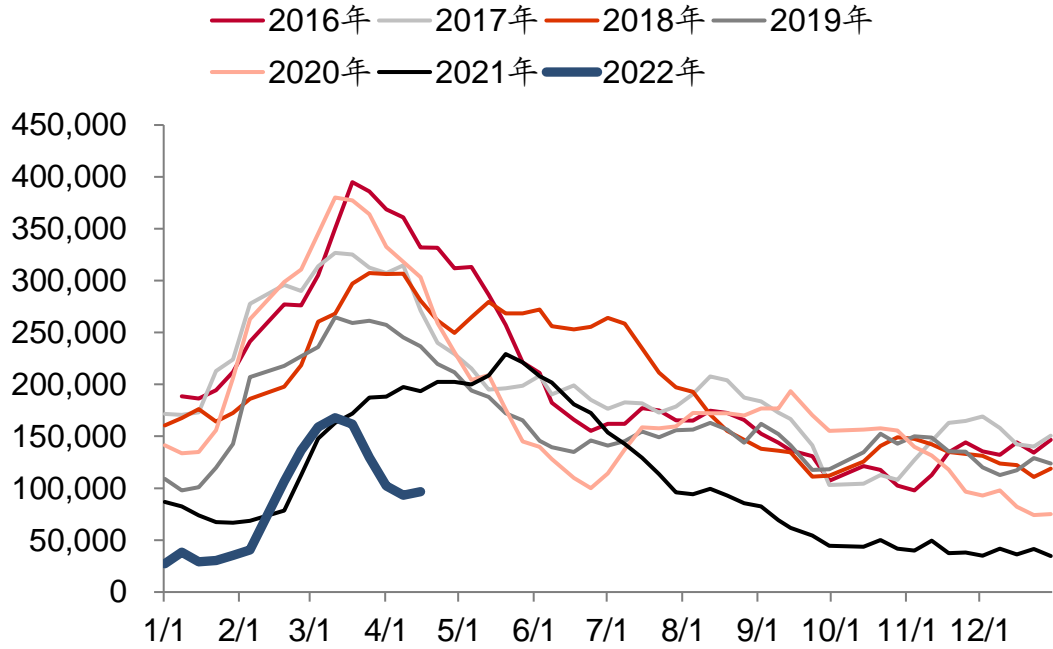


LME锡库存（单位：吨）

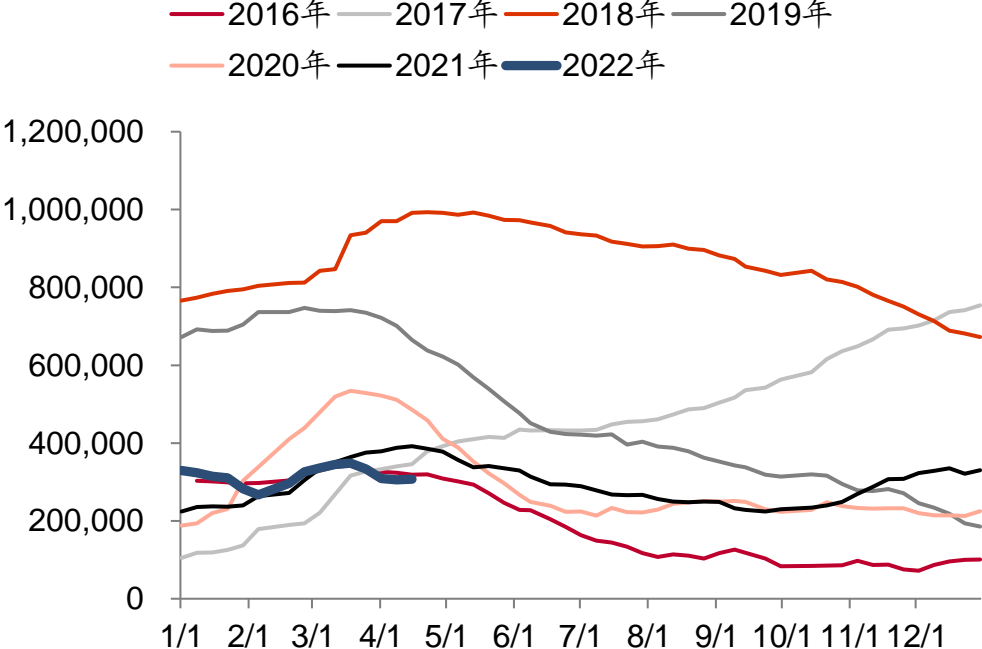


# 上期所库存：整体低位，近期由于物流不畅有所累积

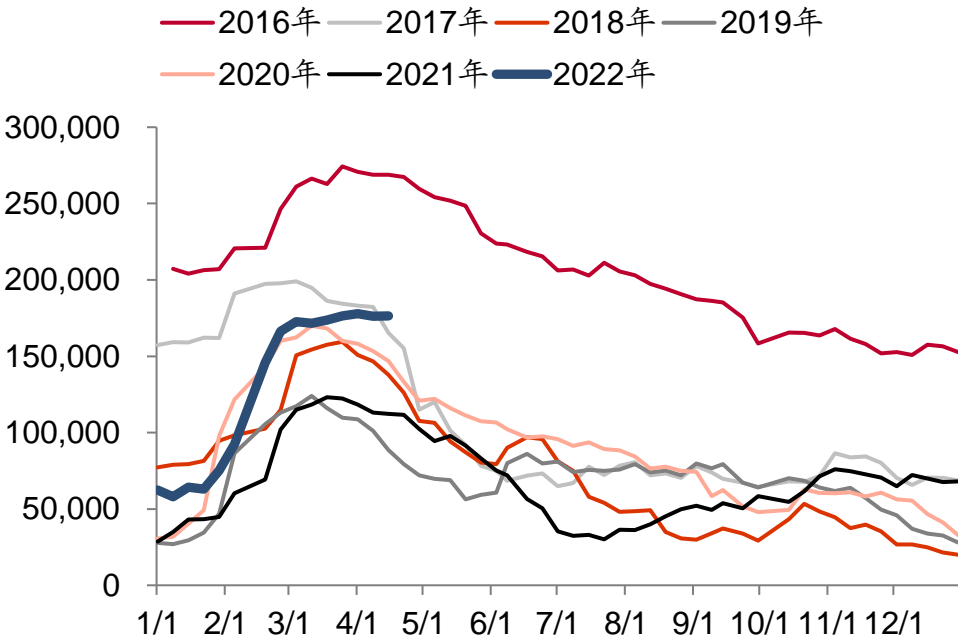
SHFE铜库存（单位：吨）



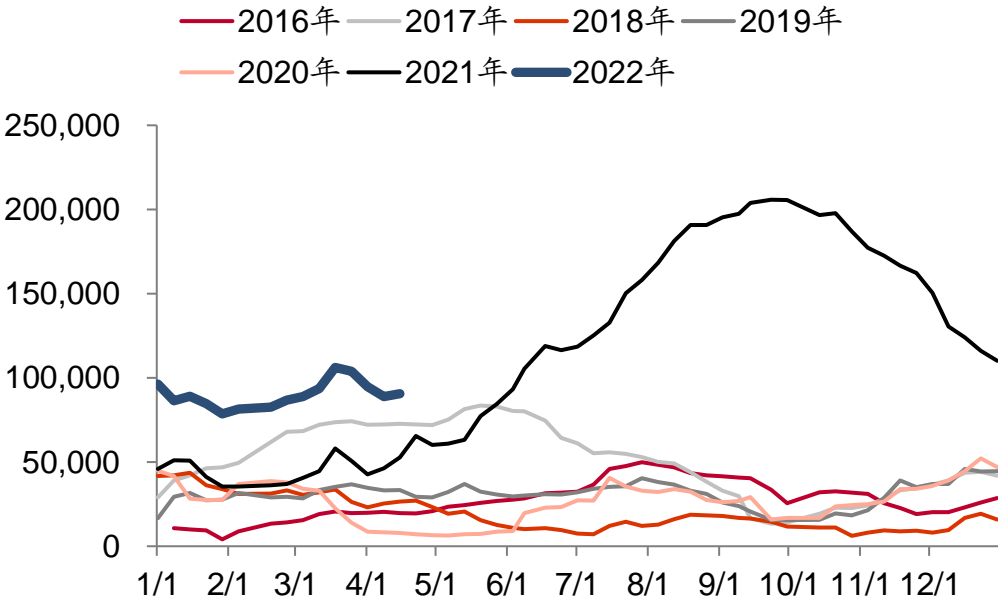
SHFE铝库存（单位：吨）



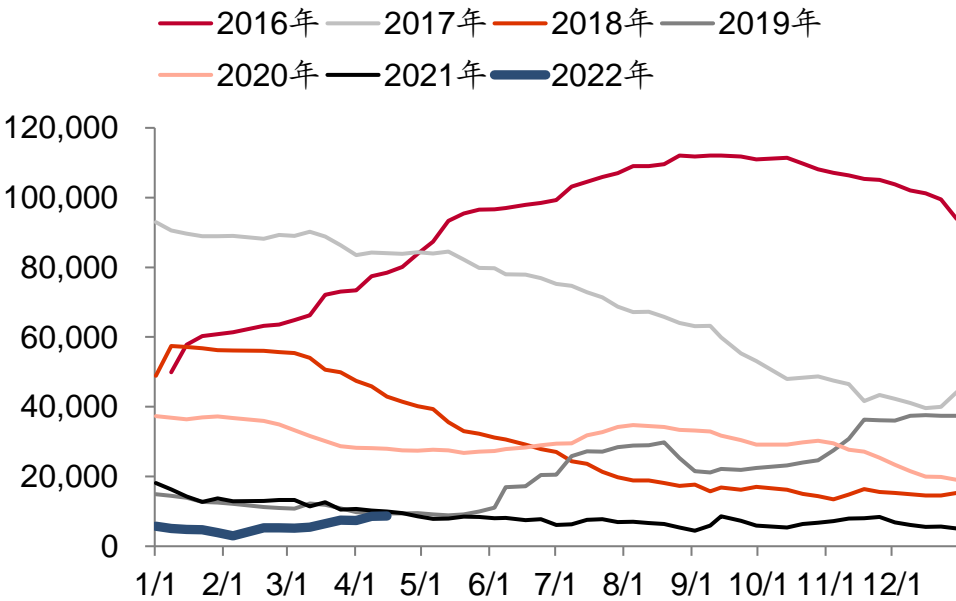
SHFE锌库存（单位：吨）



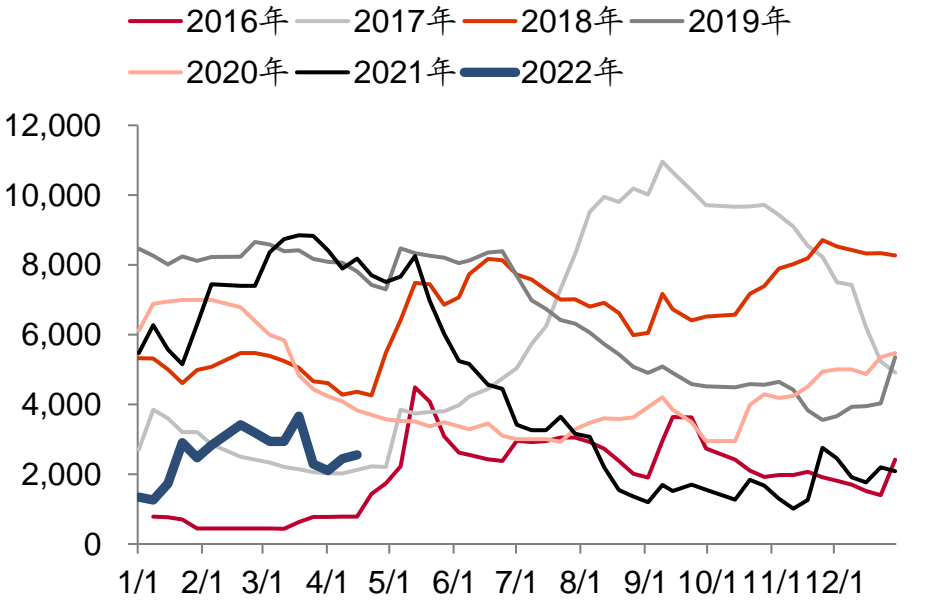
SHFE铅库存（单位：吨）



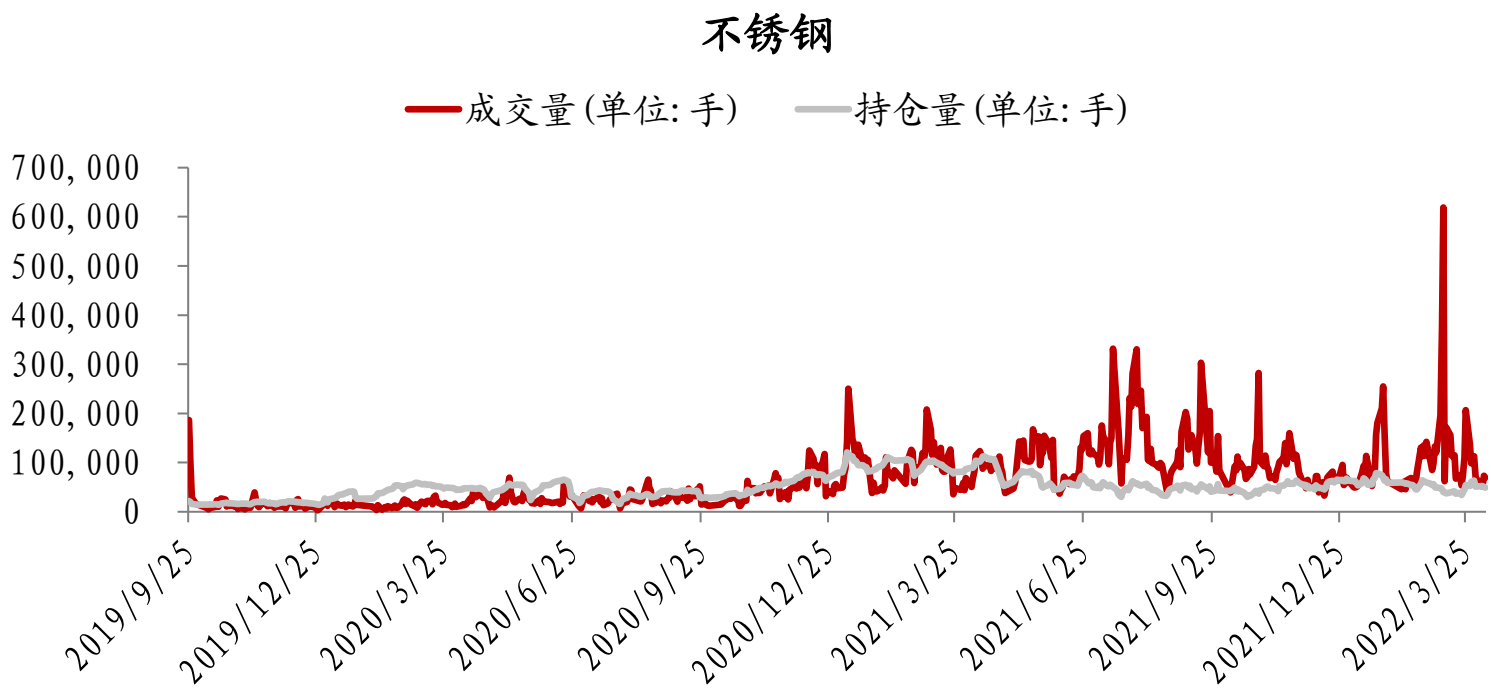
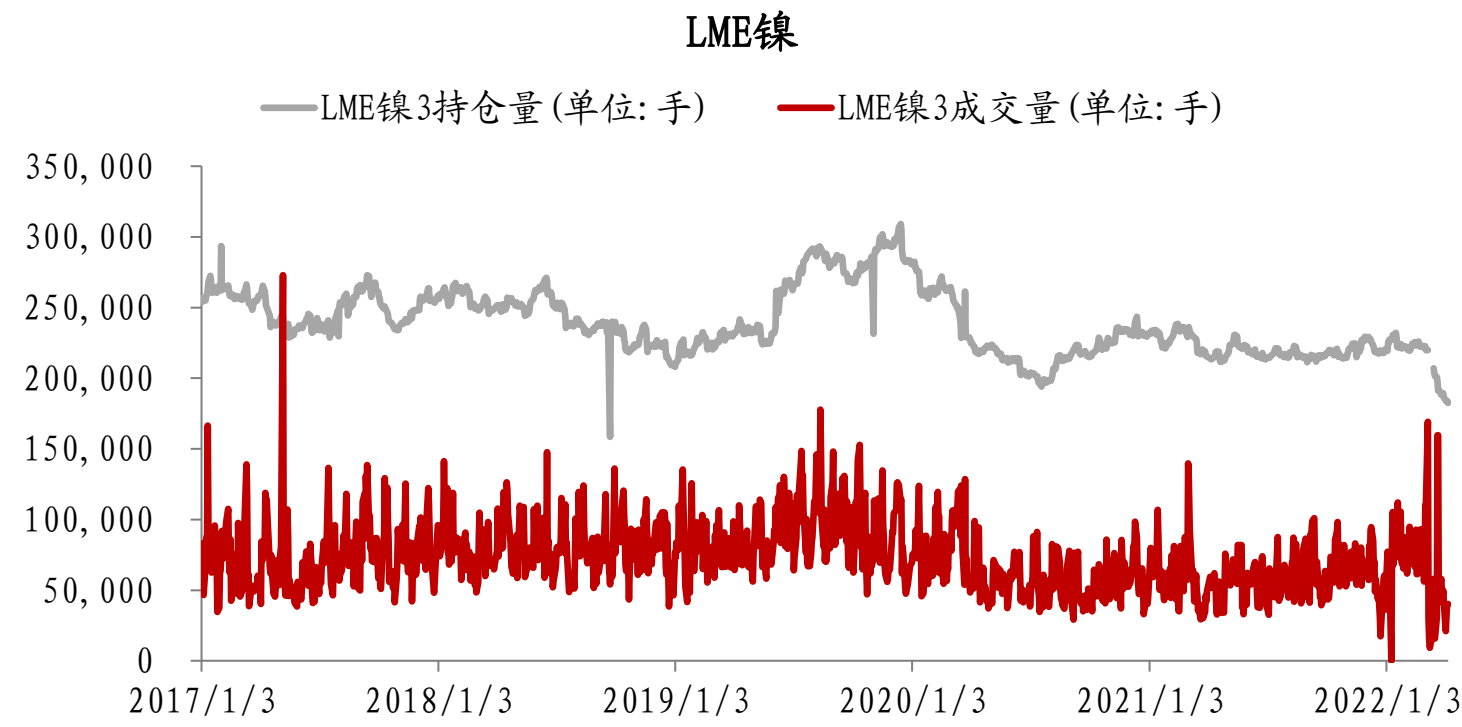
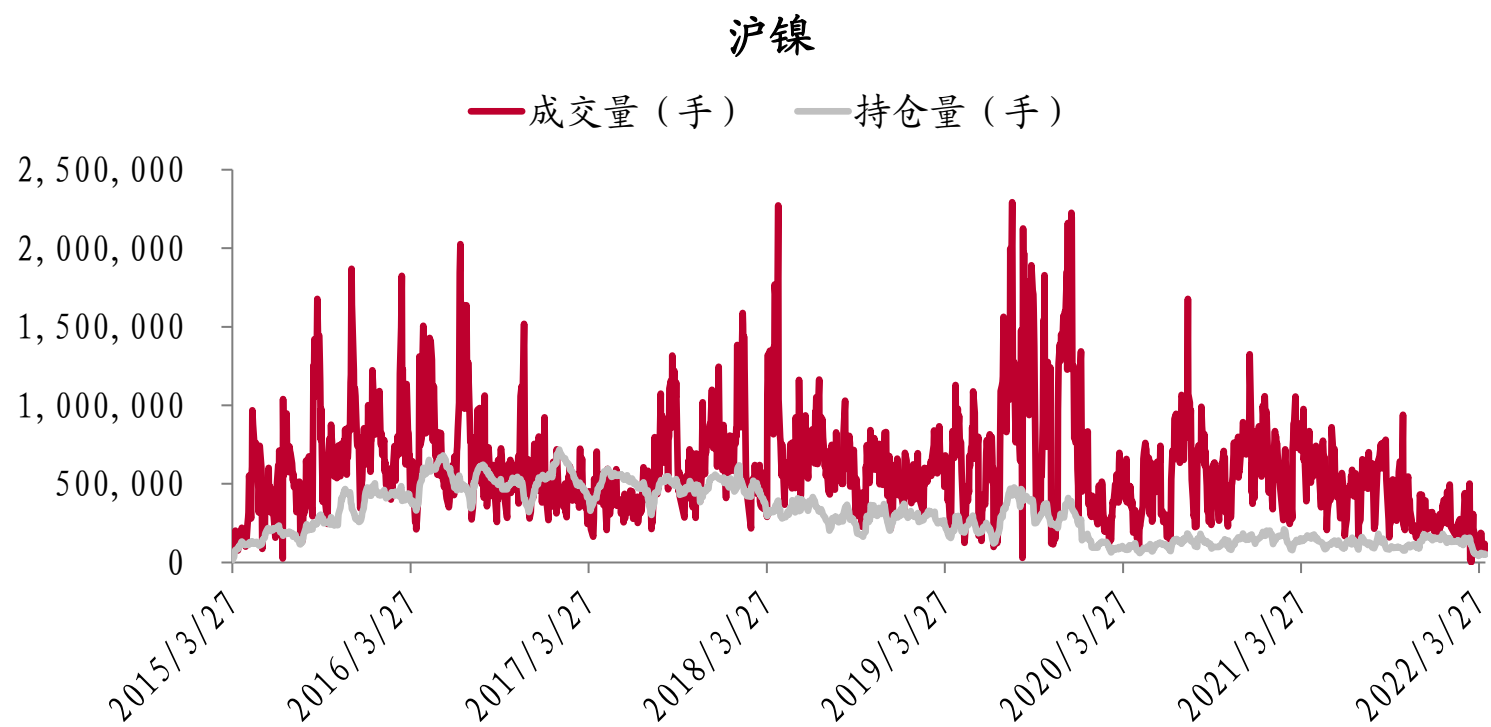
SHFE镍库存（单位：吨）



SHFE锡库存（单位：吨）



**镍：不确定性太多，有短空机会**



不确定性太大，套利与投机的观望，多空情绪显著消退

博弈的两端：

- 1. 多方：趋松的基本面；银团补充资本；中国政府可能介入；松散的联盟
- 2. 空方：“随着异常市场条件的消除，以合理有序的方式减少其现有持仓”

| 国内镍的供需平衡（单位：万镍吨） |                    |       |       |                     |               |
|------------------|--------------------|-------|-------|---------------------|---------------|
|                  |                    | 2019年 | 2020年 | 2021年<br>3月预计 vs 实际 | 2022年<br>2月预计 |
| 产量               | 镍铁                 | 58.4  | 51.2  | 44.0 43.2           | 35            |
|                  | 镍盐（原生料）            | 6.8   | 7.8   | 10.2 10.6           | 29.7          |
|                  | 精炼镍                | 15.7  | 16.9  | 17.0 16.6           | 16.6          |
|                  | 通用镍                | 2.9   | 1.1   | 0.0 0.0             | 0.0           |
| 净进口              | 印尼NPI              | 19.1  | 38.3  | 58.6 43.0           | 71.0          |
|                  | FENI               | 17.3  | 20.2  | 14.8 15.6           | 15.6          |
|                  | 精炼镍净进口<br>（进入现货市场） | 11.0  | 8.7   | 10.2 18.6           | 9.0           |
| 供给总量             |                    | 131.2 | 144.2 | 154.8 147.6         | 178.9         |
| 消费               | 不锈钢（除废钢）           | 102.4 | 112.2 | 118.8 106.7         | 117.9         |
|                  | 电池（除废料）            | 5.8   | 7.7   | 12.2 18.9           | 28.1          |
|                  | 其他                 | 21.9  | 22.4  | 22.8 22.8           | 23.2          |
| 需求总量             |                    | 130.1 | 142.3 | 153.8 148.4         | 169.2         |
| 镍的供需平衡           |                    | +1.1  | +1.9  | +1.0 -0.8           | +7.7          |

镍的触角很多，平衡表变化大，因此更要关注库存表现

Primary Nickel Global Market Summary

|                                  | Unit    | 2021<br>Q1 | 2021<br>Q2 | 2021<br>Q3 | 2021<br>Q4 | 2022<br>Q1 | 2022<br>Q2 | Y/Y<br>(%) |
|----------------------------------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Supply and Demand                |         |            |            |            |            |            |            |            |
| Production                       | kt      | 635.4      | 644.0      | 680.7      | 717.4      | 733.8      | 778.4      | 20.9       |
| Consumption                      | kt      | 687.7      | 729.6      | 715.1      | 706.5      | 742.7      | 778.6      | 6.7        |
| Balance                          | kt      | -52.2      | -85.5      | -34.4      | 10.9       | -8.9       | -0.2       |            |
| Stocks                           |         |            |            |            |            |            |            |            |
| Total Stocks                     | kt      | 678.7      | 592.4      | 559.3      | 570.1      | 561.2      | 561.0      |            |
| Reported Stocks Change           |         | 6.5        | -35.8      | -75.6      | -55.9      |            |            |            |
| Implied Unreported Stocks Change | kt      | -59.2      | -50.5      | 42.5       | 66.8       |            |            |            |
| Stocks Change                    | kt      | -52.8      | -86.3      | -33.1      | 10.9       |            |            |            |
| Total Stocks Consumption Ratio   | Weeks   | 12.8       | 10.6       | 10.2       | 10.5       | 9.8        | 9.4        |            |
| Prices                           |         |            |            |            |            |            |            |            |
| LME Cash                         | USDc/t  | 17,570     | 17,359     | 19,125     | 19,821     |            |            |            |
| LME Cash                         | USDc/lb | 797        | 787        | 867        | 899        |            |            |            |
| LME 3M                           | USDc/t  | 17,614     | 17,389     | 19,114     | 19,713     |            |            |            |
| LME Cash to 3M                   | USDc/t  | 44         | 30         | -11        | -108       |            |            |            |

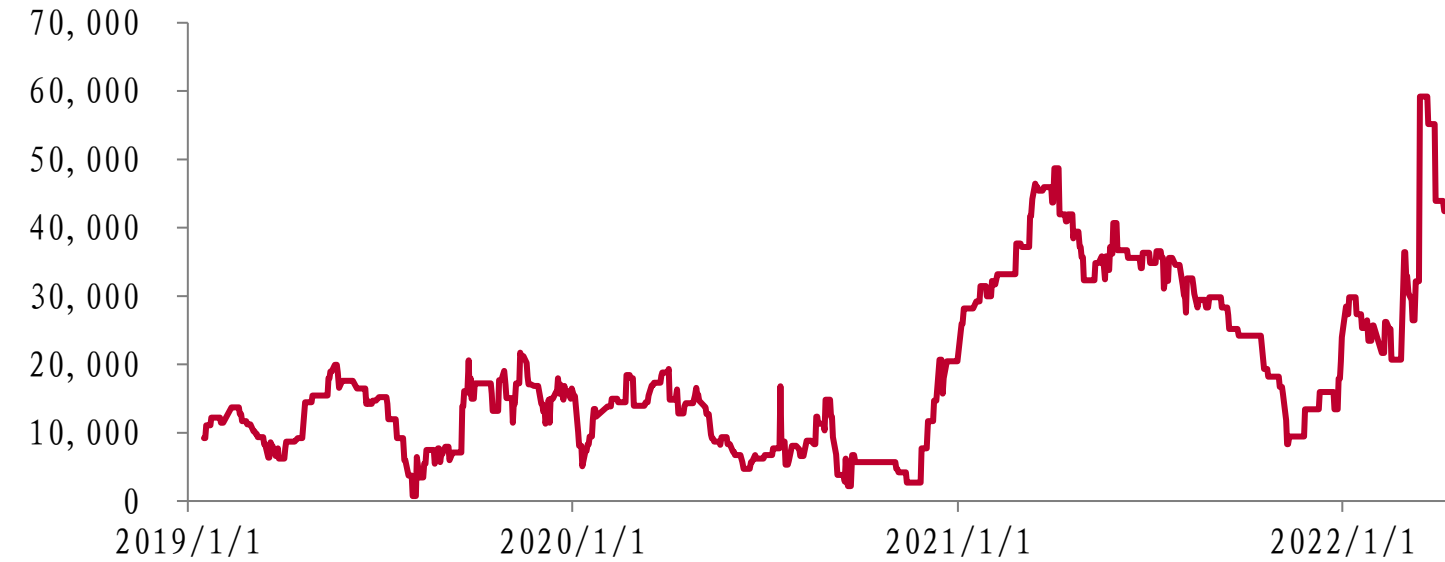
DATA: LME, CRU

供需上，由于高冰镍产能持续投放且需求短期受淡季、疫情、提价等抑制，镍的库存拐点会加速出现。但镍暂还不具备流畅下行的动力，一是下游抵制高镍价自身库存水平很低，二是镍库存整体仍旧处于低位。

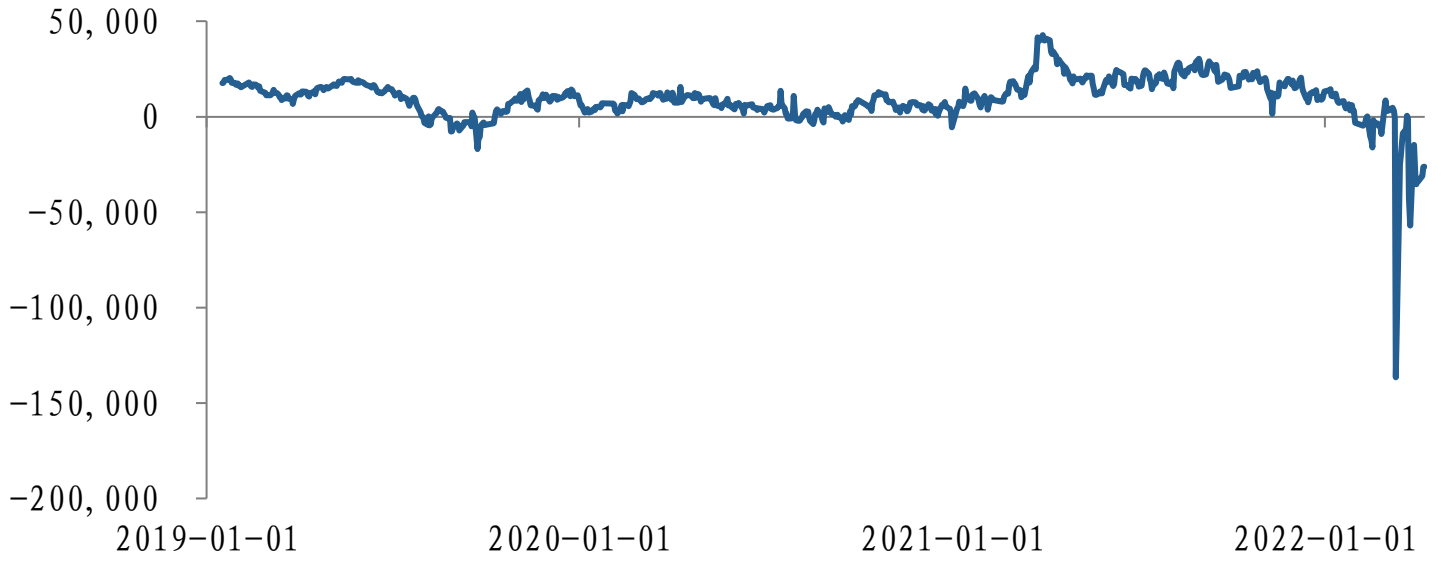


镍估值：硫酸镍-镍铁 = 硫酸镍-镍豆 + 镍豆-镍板 + 镍板-镍铁

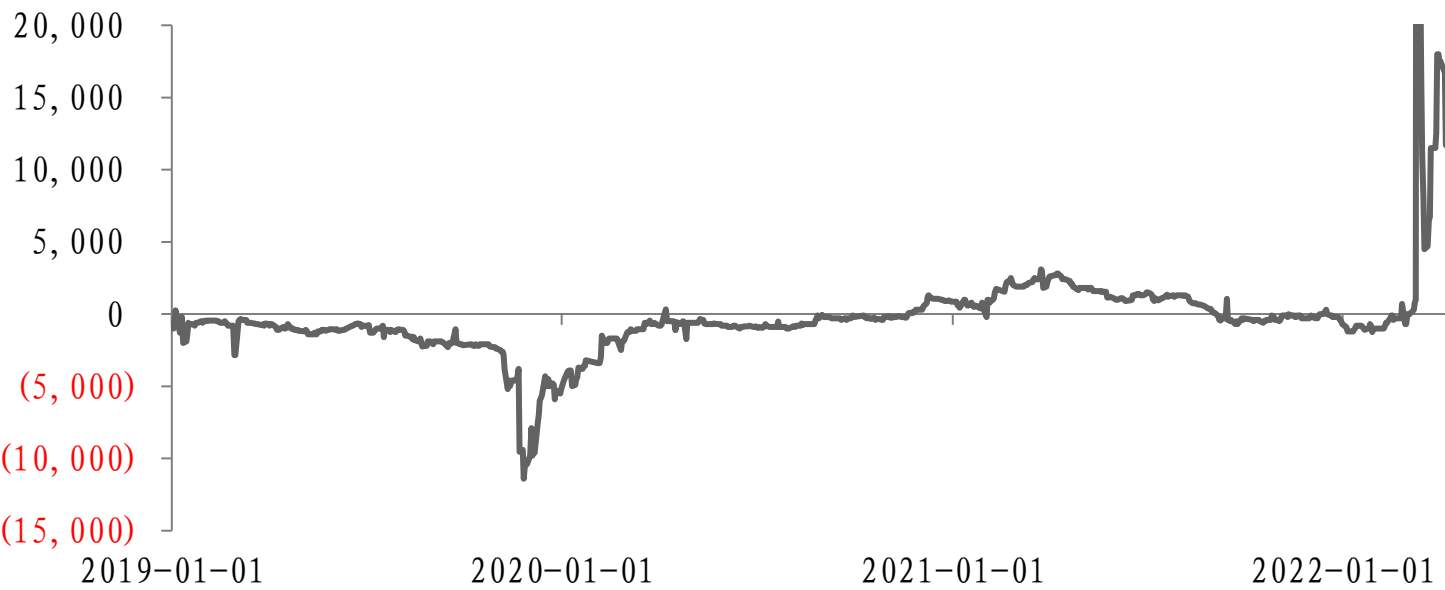
硫酸镍-镍铁价差（单位：元/镍吨）



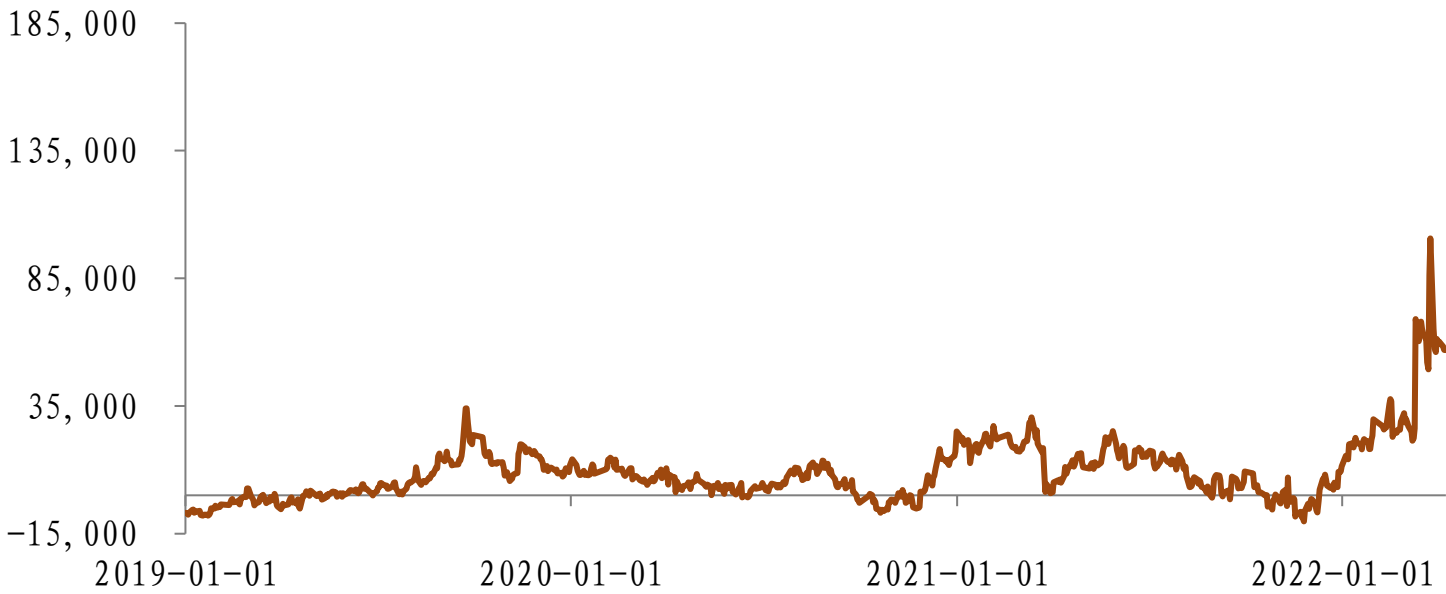
硫酸镍-镍豆价差（单位：元/镍吨）



镍豆-俄镍板价差（单位：元/镍吨）



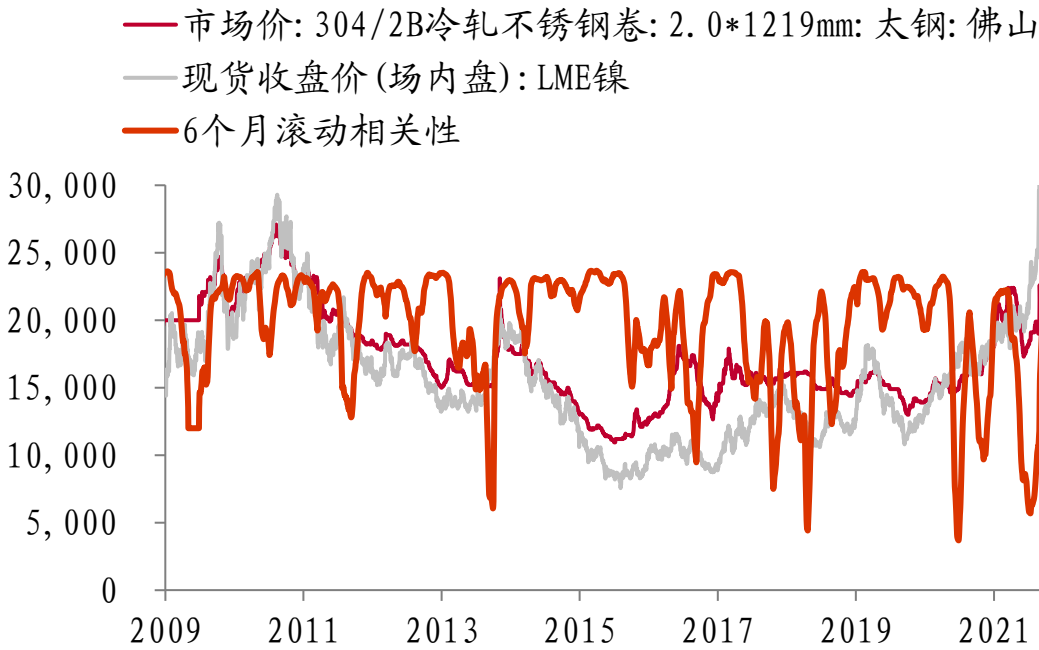
俄镍板-镍铁（单位：元/镍吨）



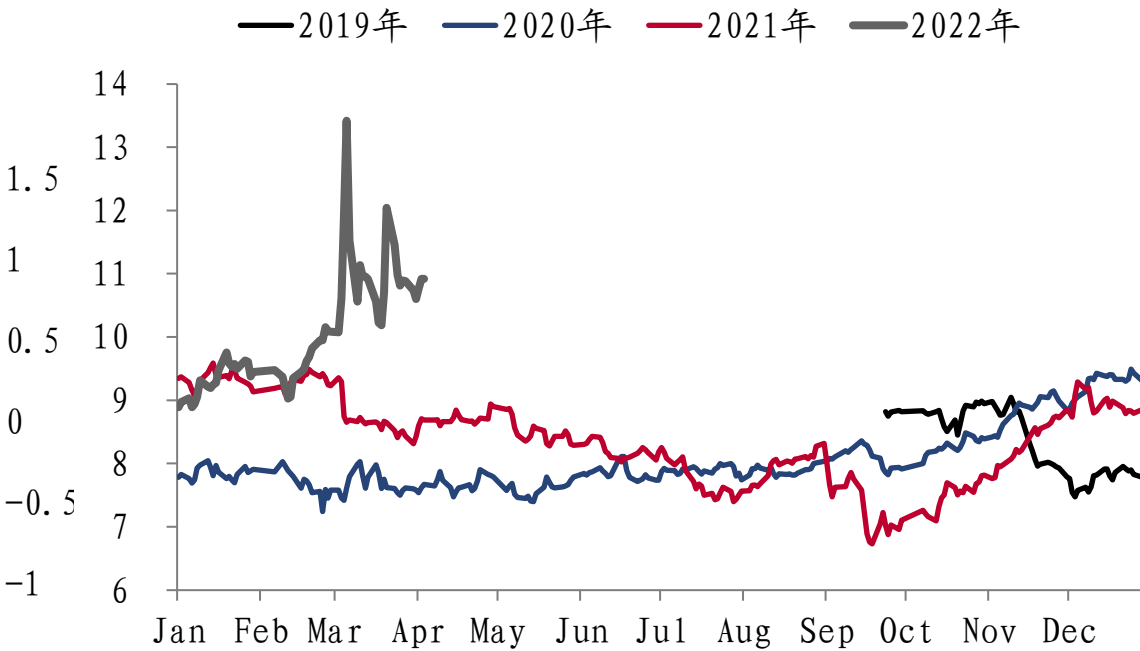


**不锈钢：供需均受损，成本下移前坚定看多**

镍与不锈钢相关性



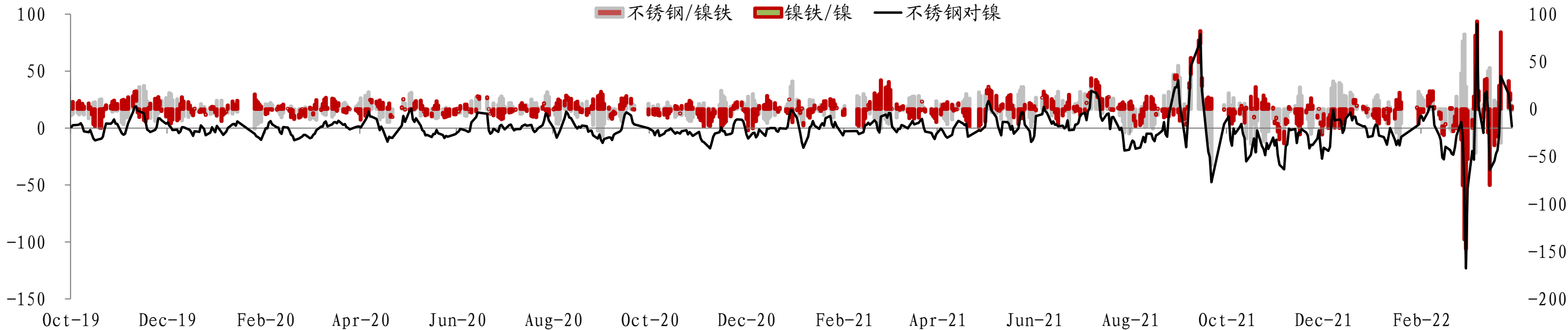
镍-不锈钢比值



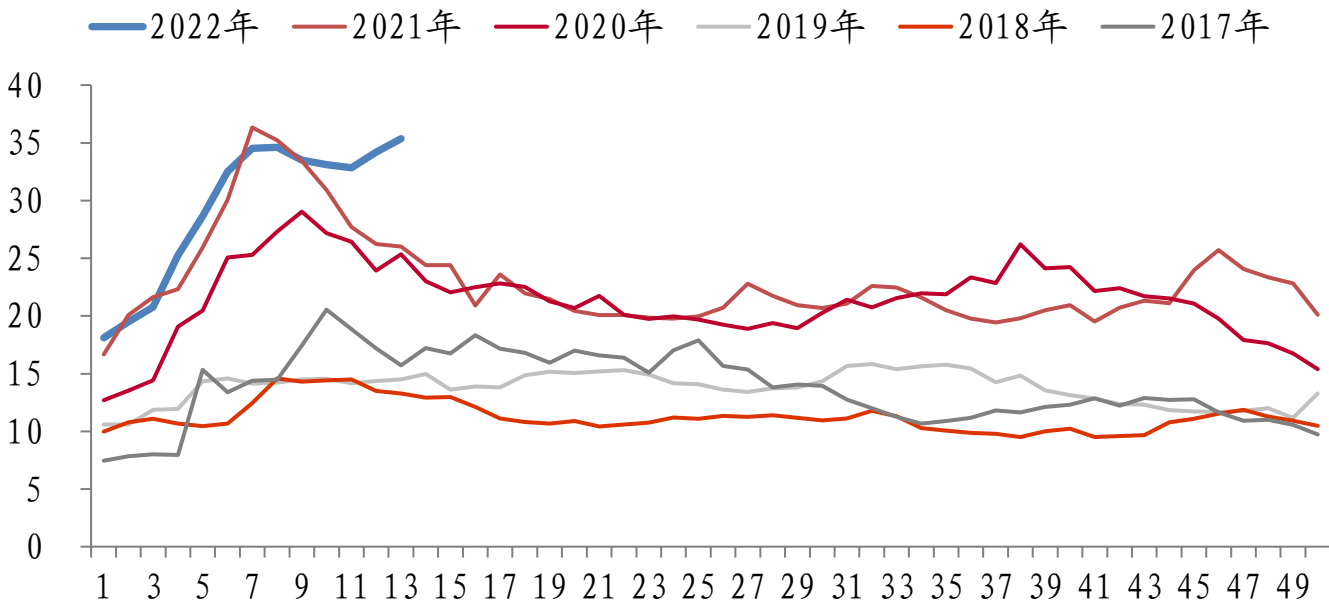
不锈钢-热卷比值



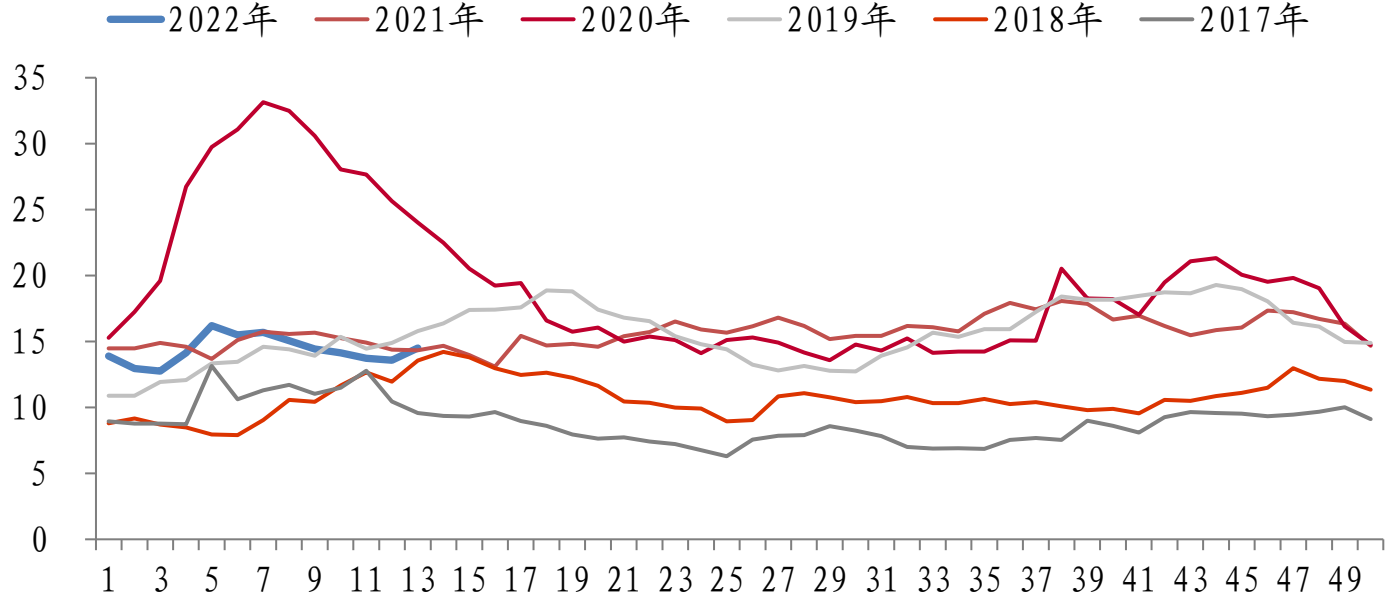
5日动态贡献量 (5手SS对2手Ni)



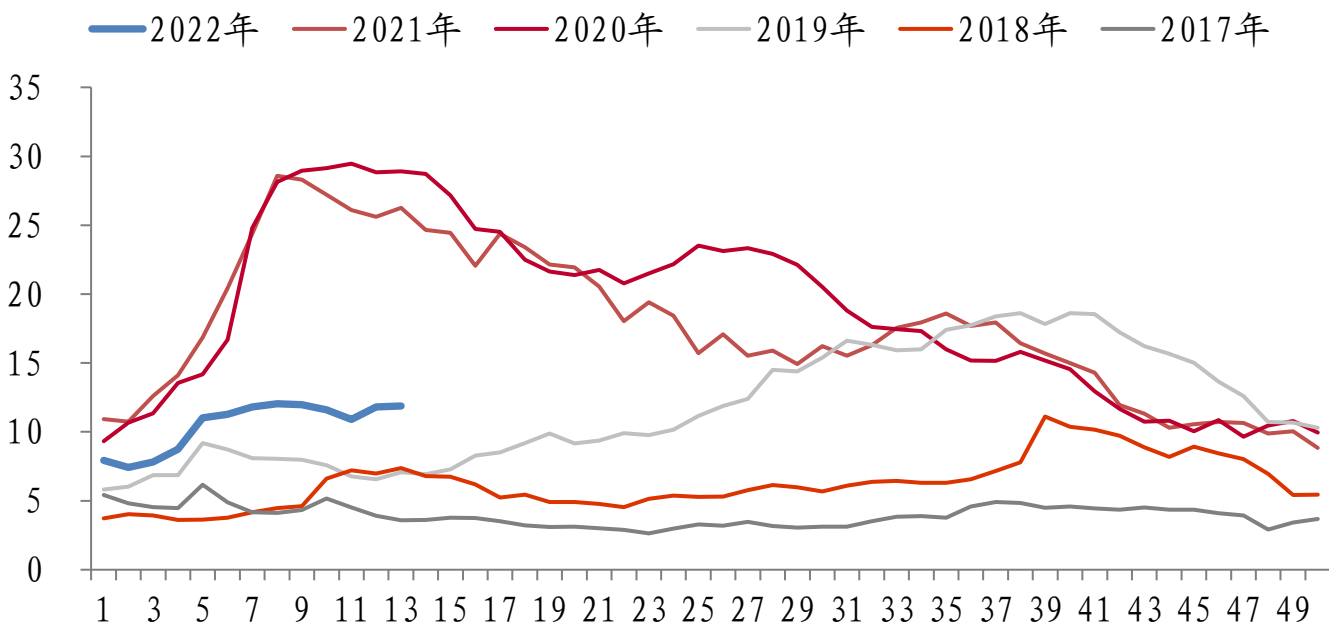
Mysteel: 锡佛两地300系冷轧周度库存 (单位: 万吨)



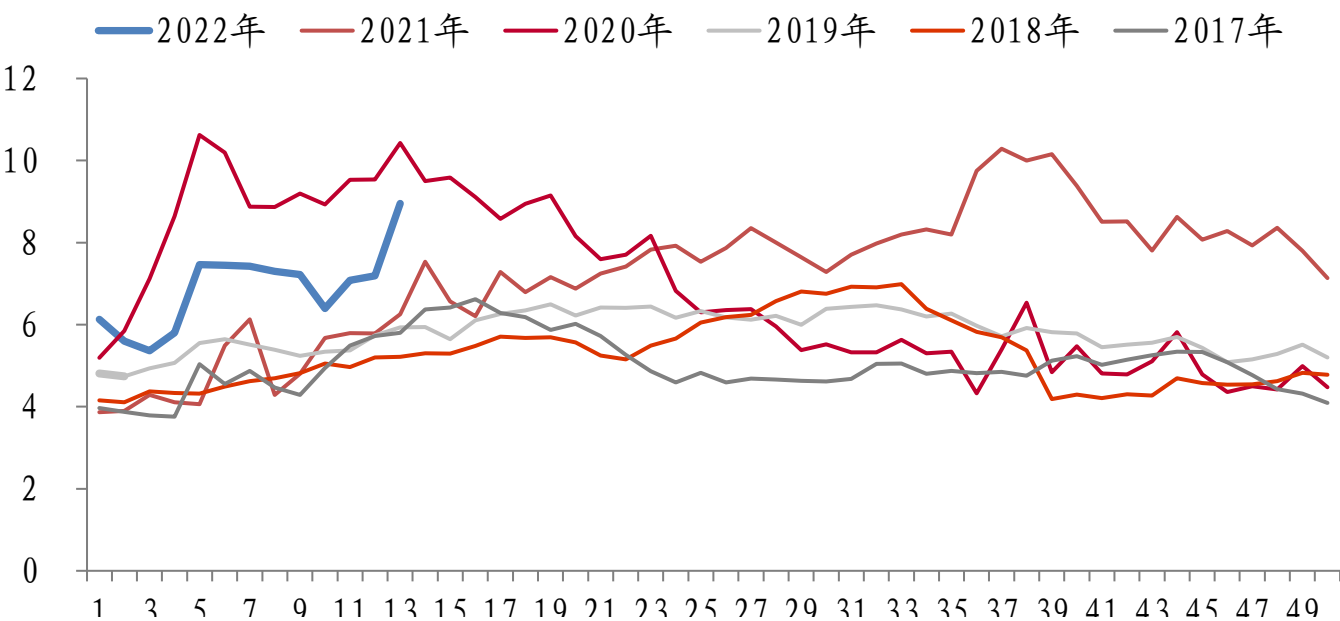
Mysteel: 锡佛两地300系热轧周度库存 (单位: 万吨)



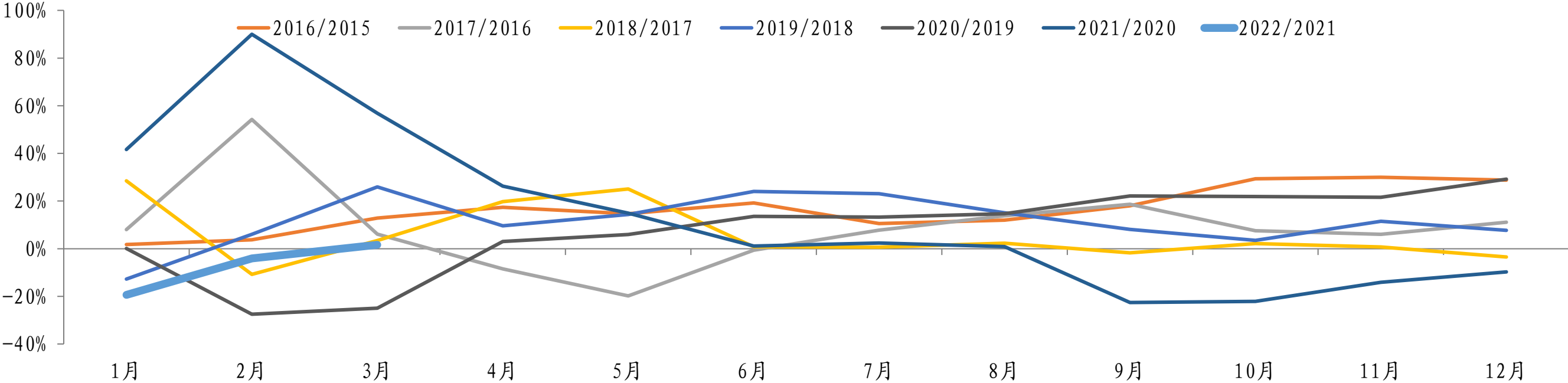
锡佛两地200系周度库存 (单位: 万吨)



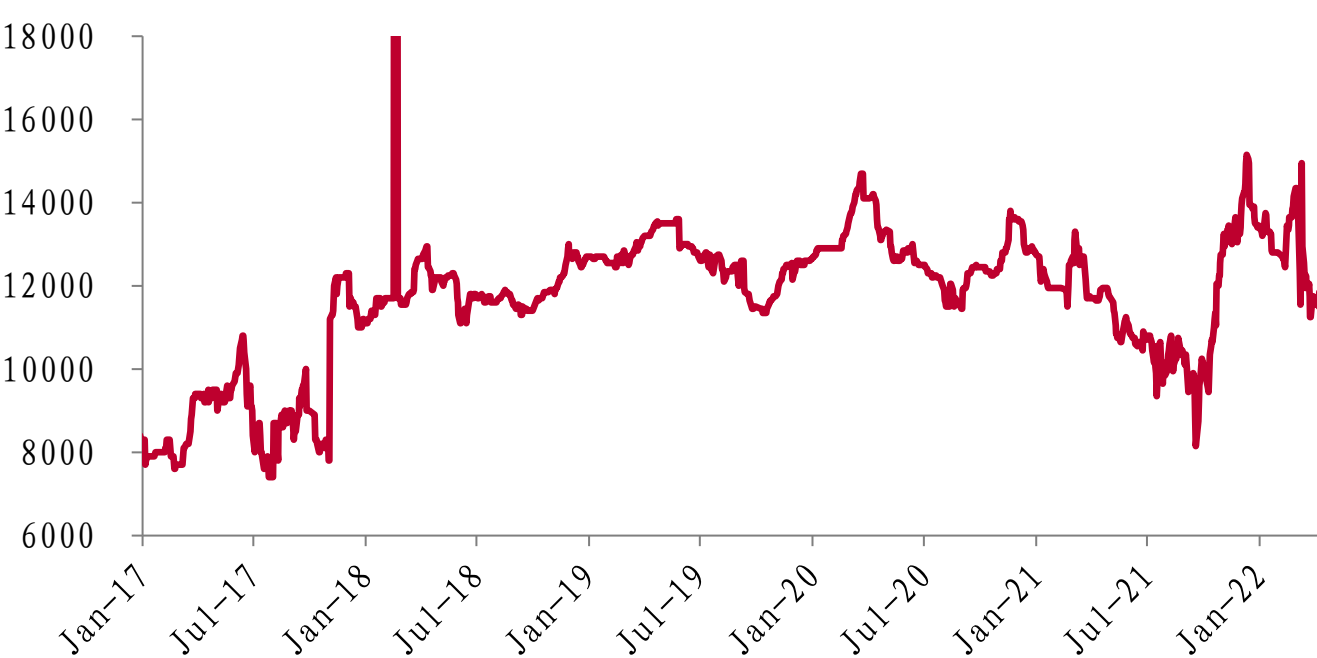
锡佛两地400系周度库存 (单位: 万吨)



不锈钢消费同比



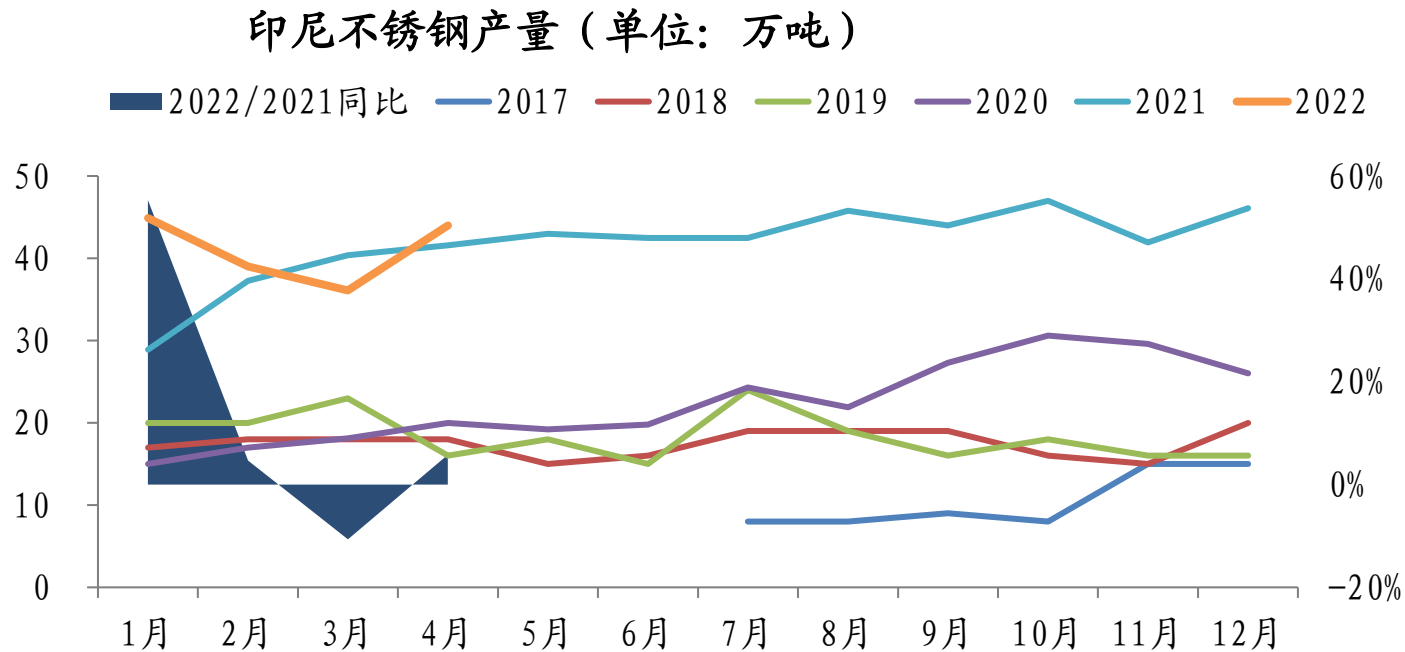
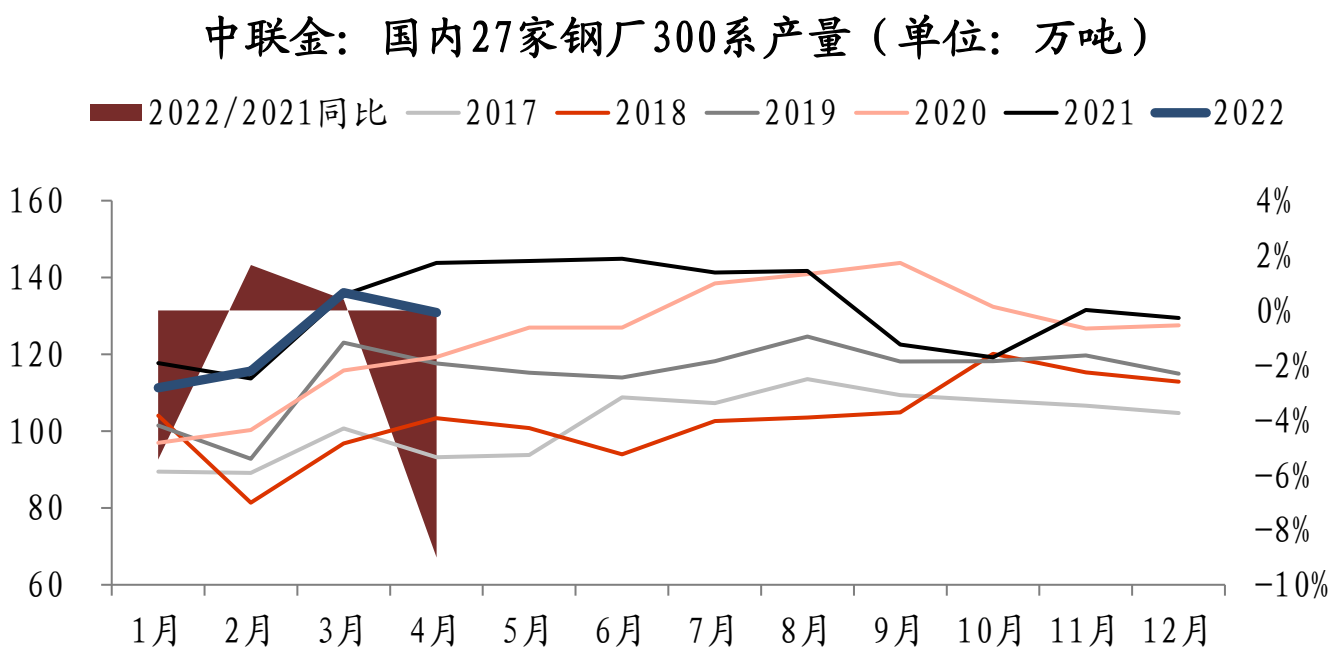
316L工业焊管与304板卷价差（元/吨）



冷热轧价差



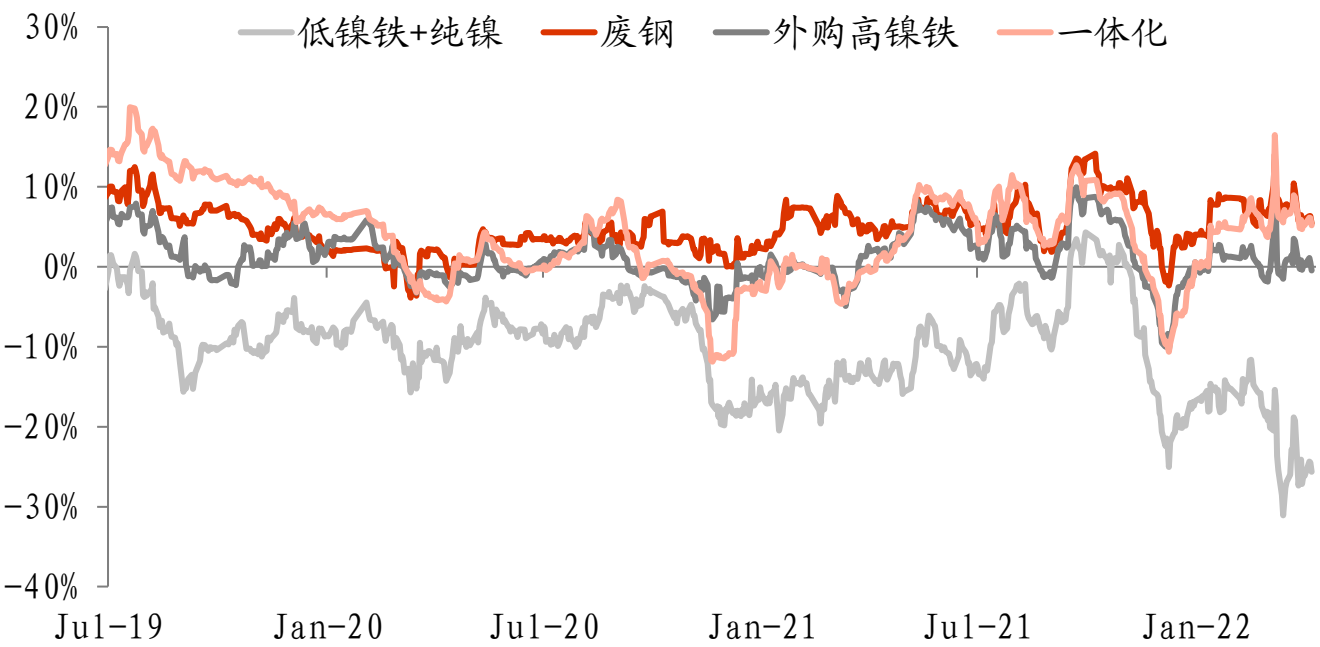




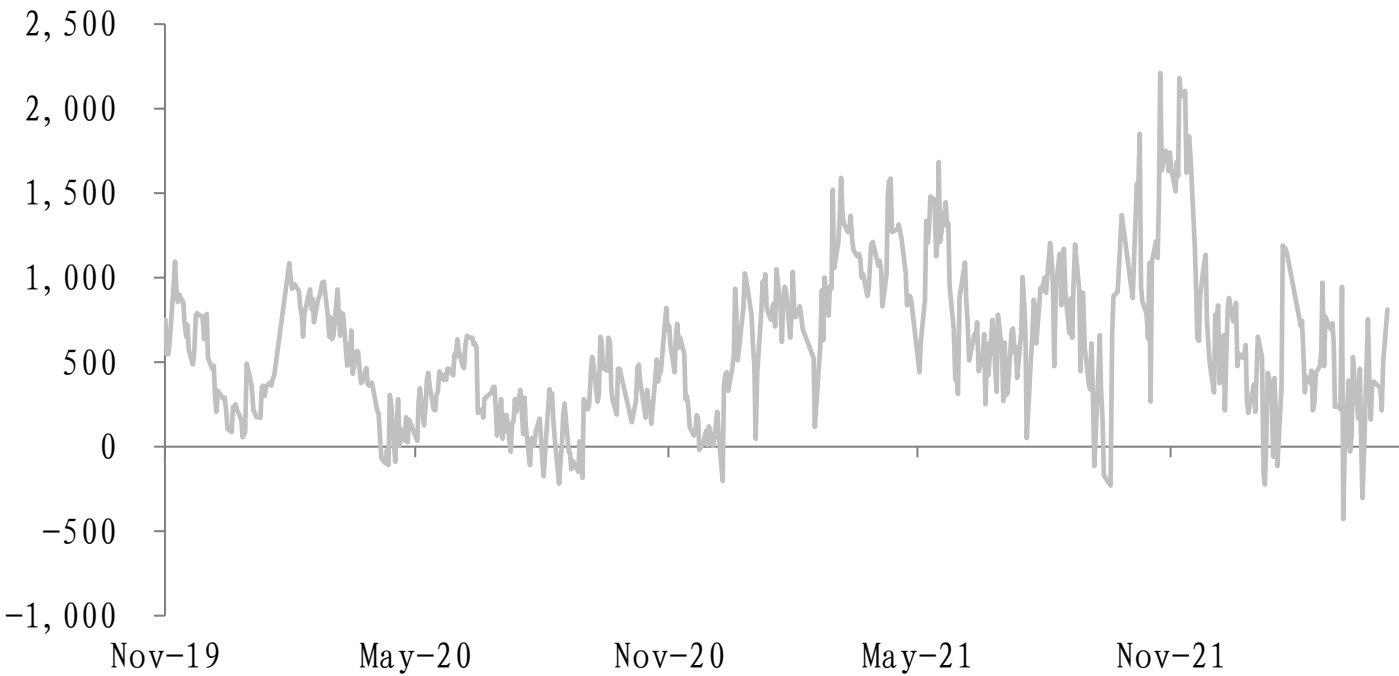
不锈钢产量（单位：万吨）

|      | 中国    |        |        |        |        |        |       | 印尼    |      |    |    |    |      |    |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|------|----|----|----|------|----|
|      | 1月    |        | 2月     |        | 3月     |        | 4月    | 1月    |      | 2月 |    | 3月 |      | 4月 |
|      | 预计    | 实际     | 预计     | 实际     | 预计     | 实际     | 预计    | 预计    | 实际   | 预计 | 实际 | 预计 | 实际   | 预计 |
|      | 200系  | 60.3   | 67.1   | 69.3   | 71.35  | 99.4   | 93.3  | 100.1 | 0    | 0  | 0  | 0  | 0    | 0  |
| 300系 | 121.2 | 114.84 | 111.06 | 119.63 | 147.35 | 143.03 | 137.9 | 47.2  | 44.9 | 47 | 39 | 44 | 36.1 | 44 |
| 400系 | 47.1  | 44.31  | 42.83  | 39.97  | 57.6   | 59.5   | 59.8  | 0     | 0    | 0  | 0  | 0  | 0    | 0  |
| 总计   | 228.6 | 226.25 | 223.19 | 230.95 | 304.35 | 295.83 | 297.8 | 47.2  | 44.9 | 47 | 39 | 44 | 36.1 | 44 |

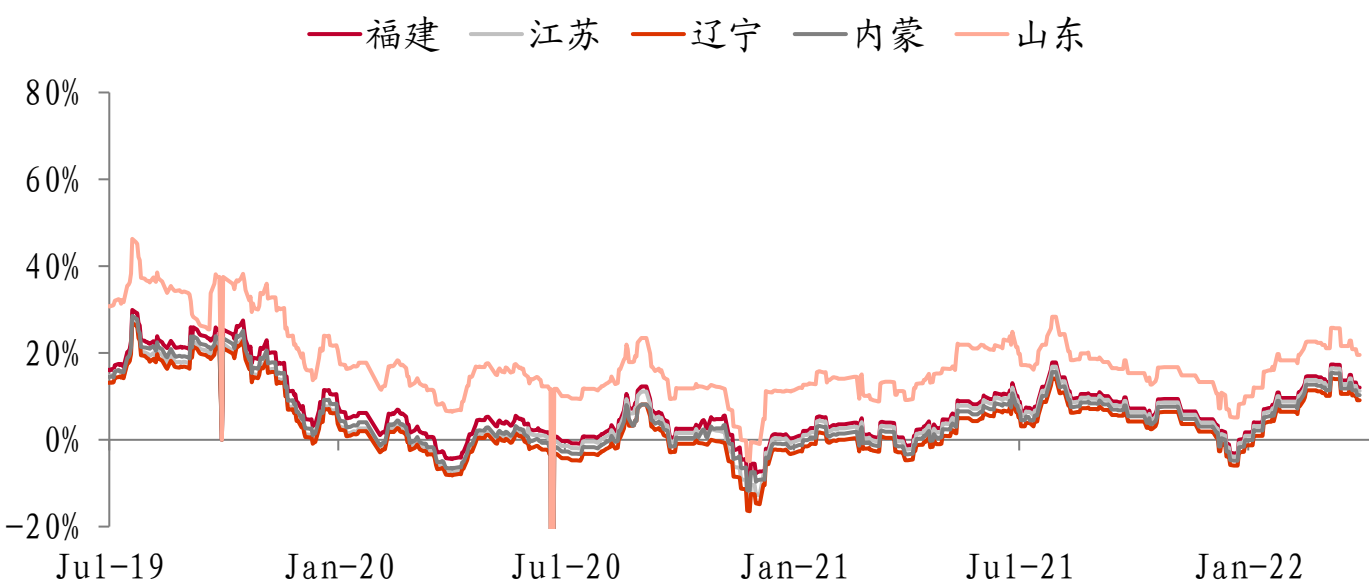
不锈钢利润率



基差



镍铁利润率

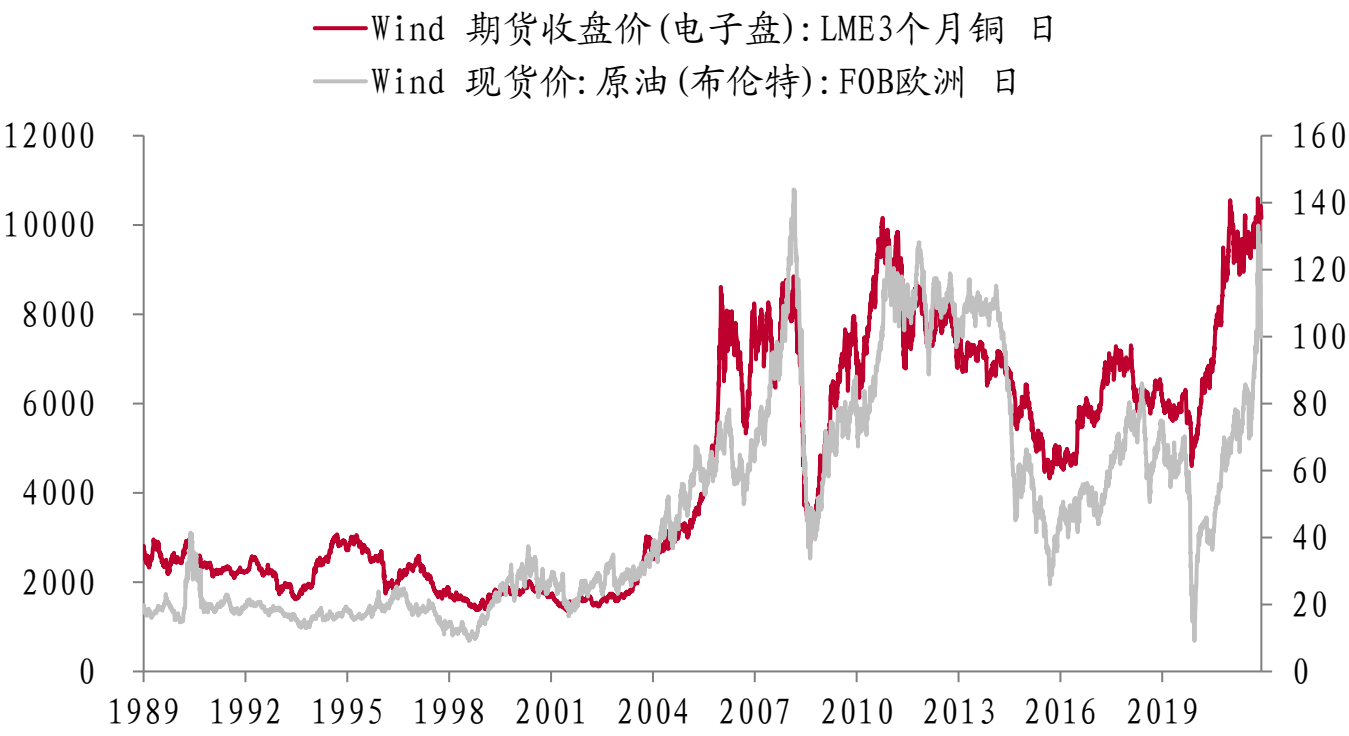


1600-1650元/镍对应19500-20000元左右成本，给出500-1000基差，回落到18500-19500有强成本支撑。

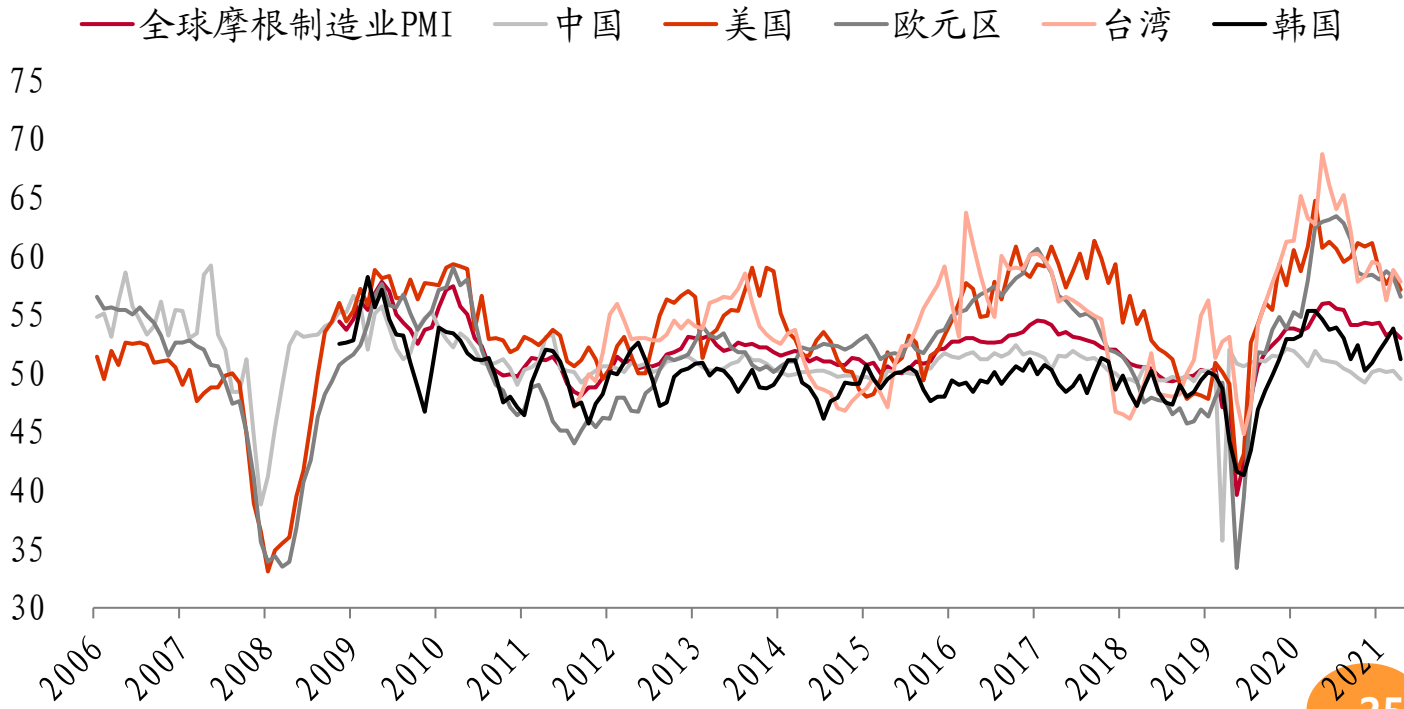
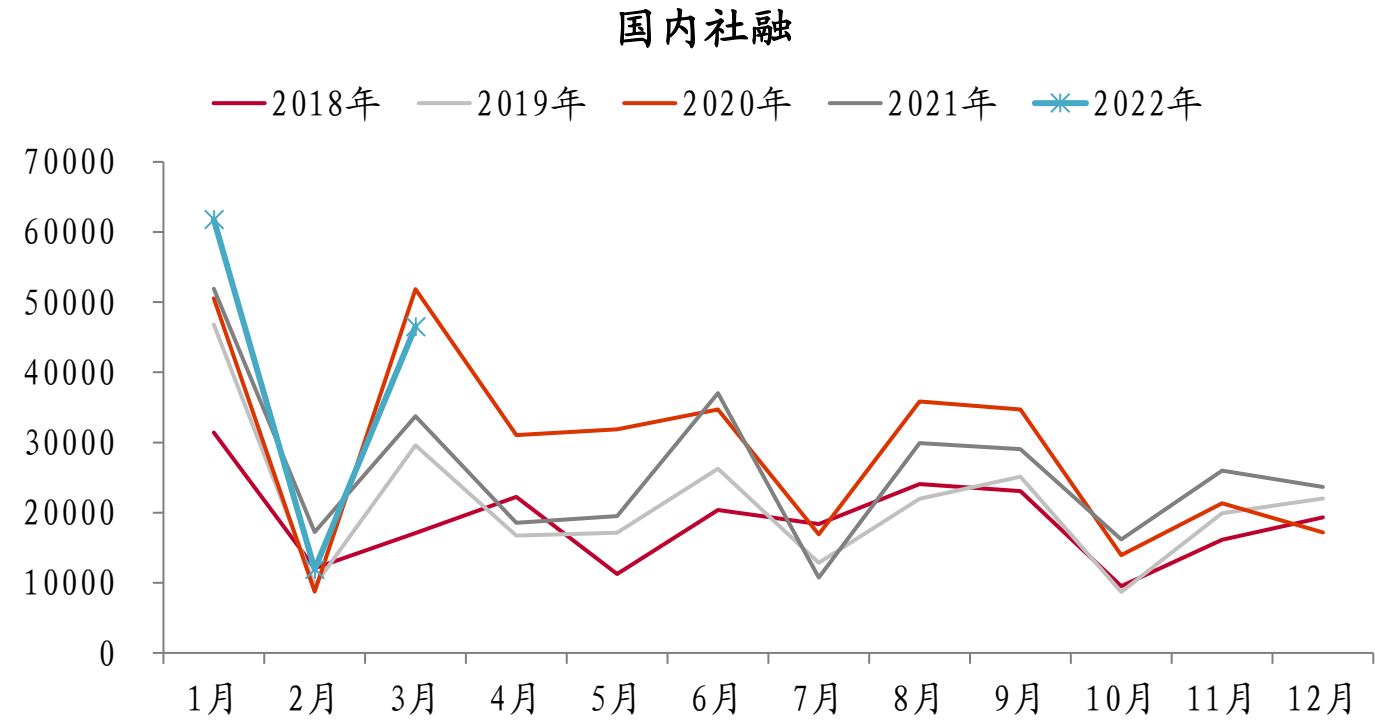
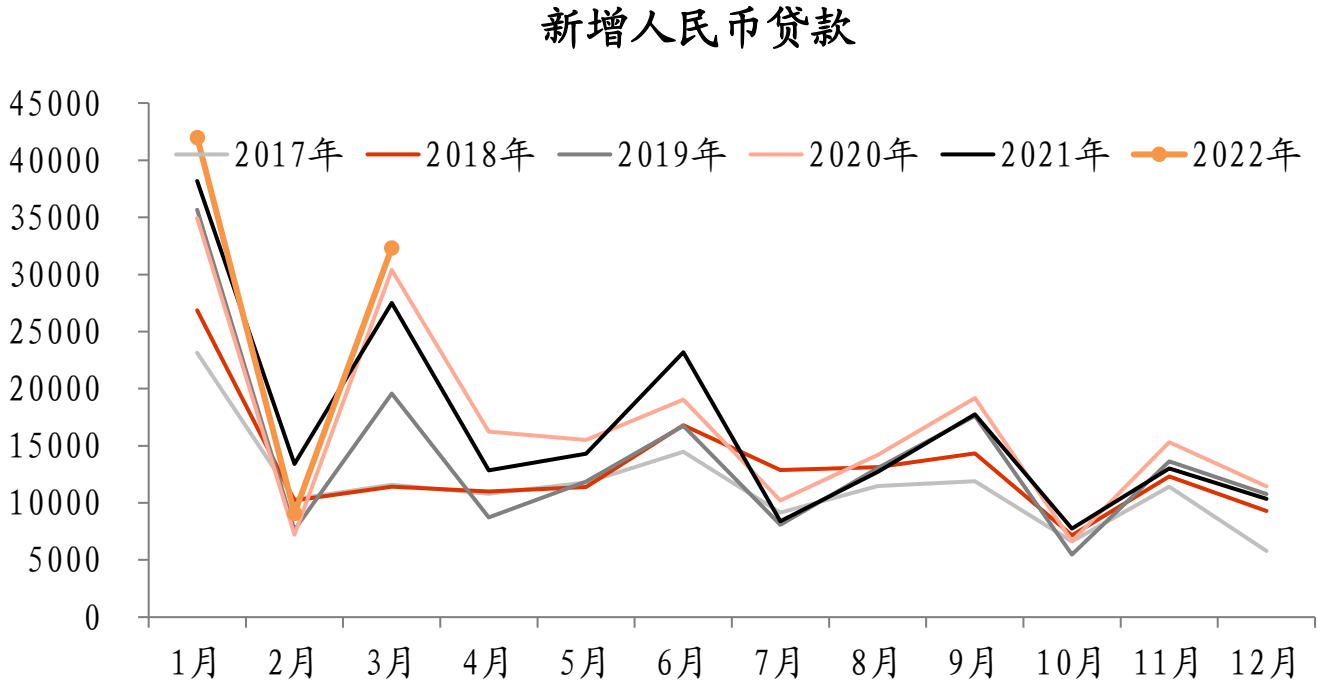
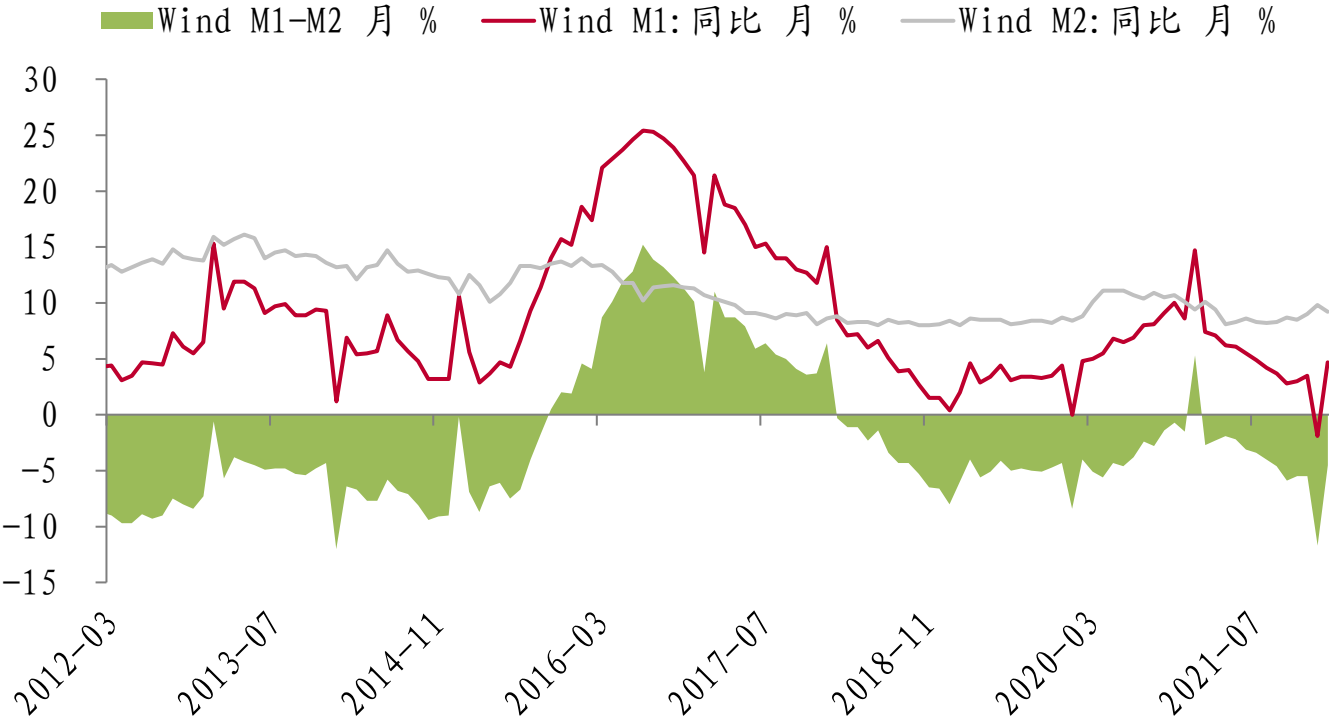
除非镍下行，不然镍铁空间打不开

**铜：疫情油价带来短期压力，不改中期通胀推升预期**

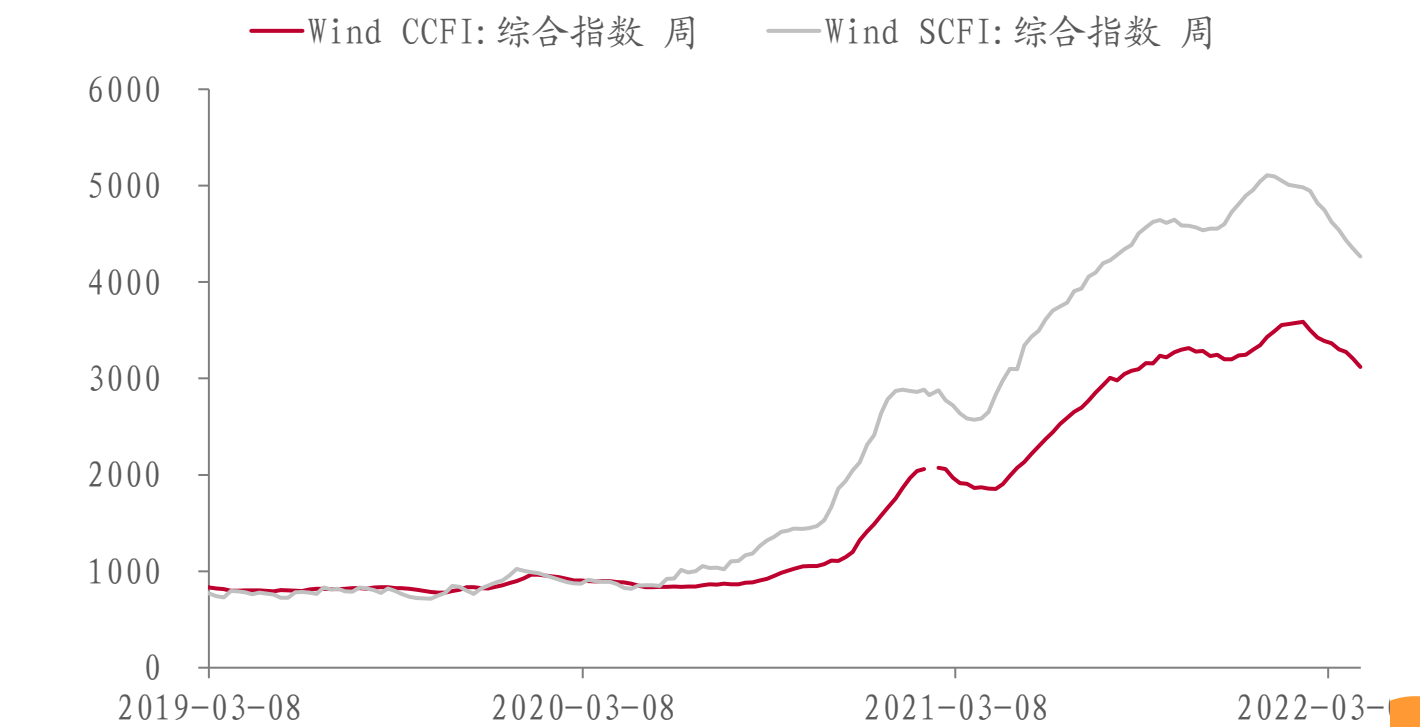
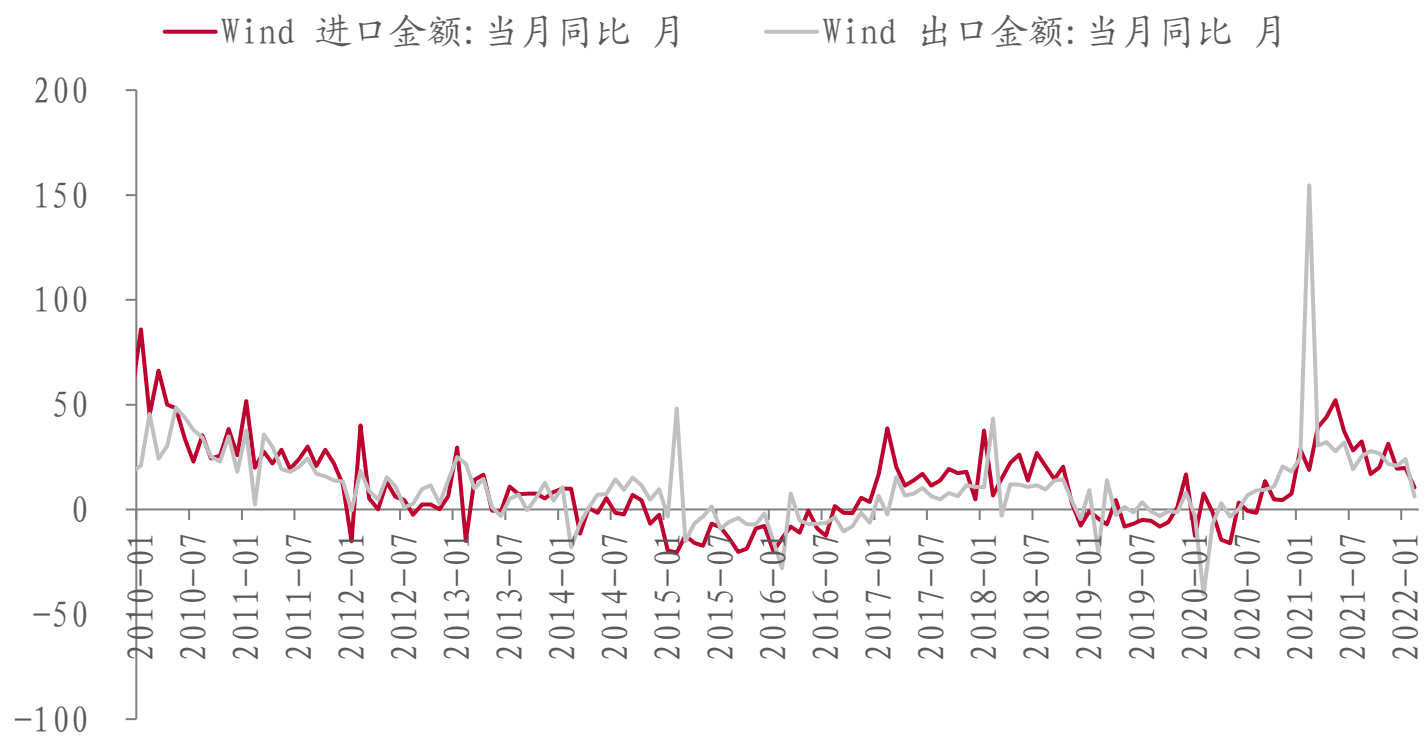
宏观：通胀螺旋上升预期存在



宏观 国内3月货币信贷数据较强，海外经济需求韧性犹在

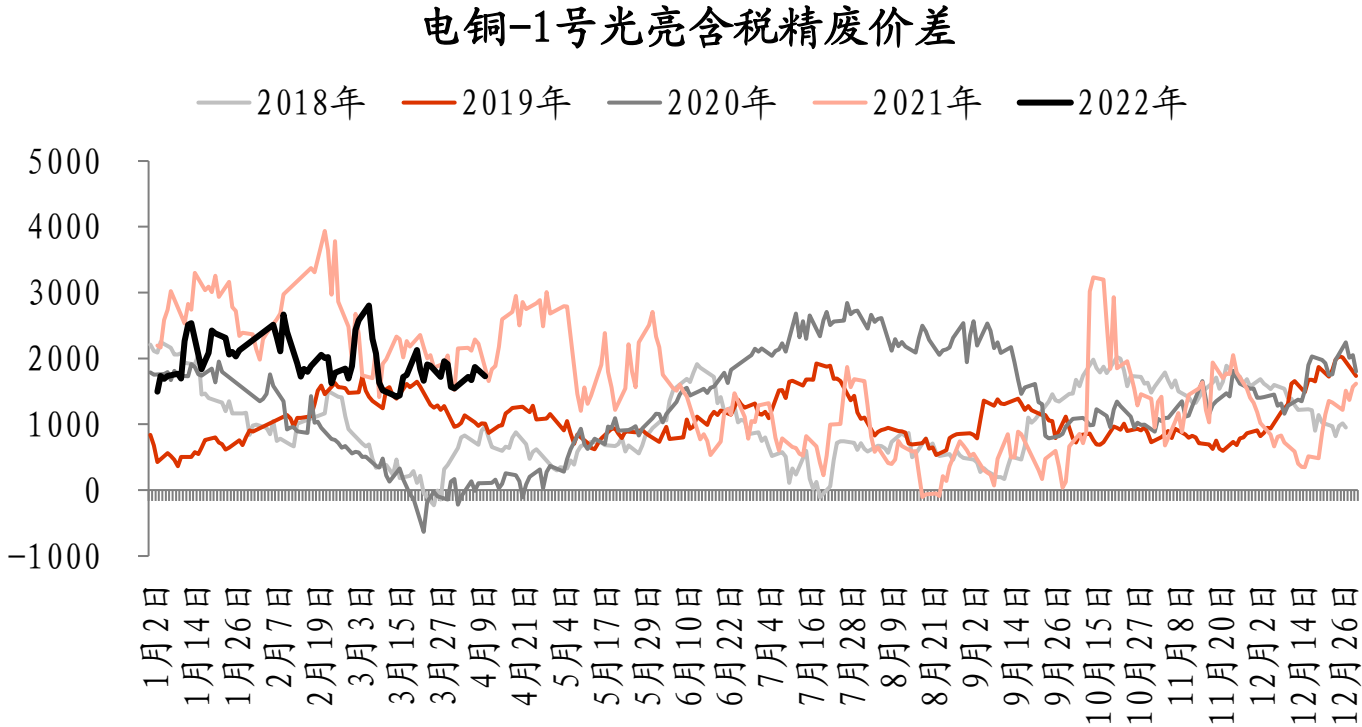
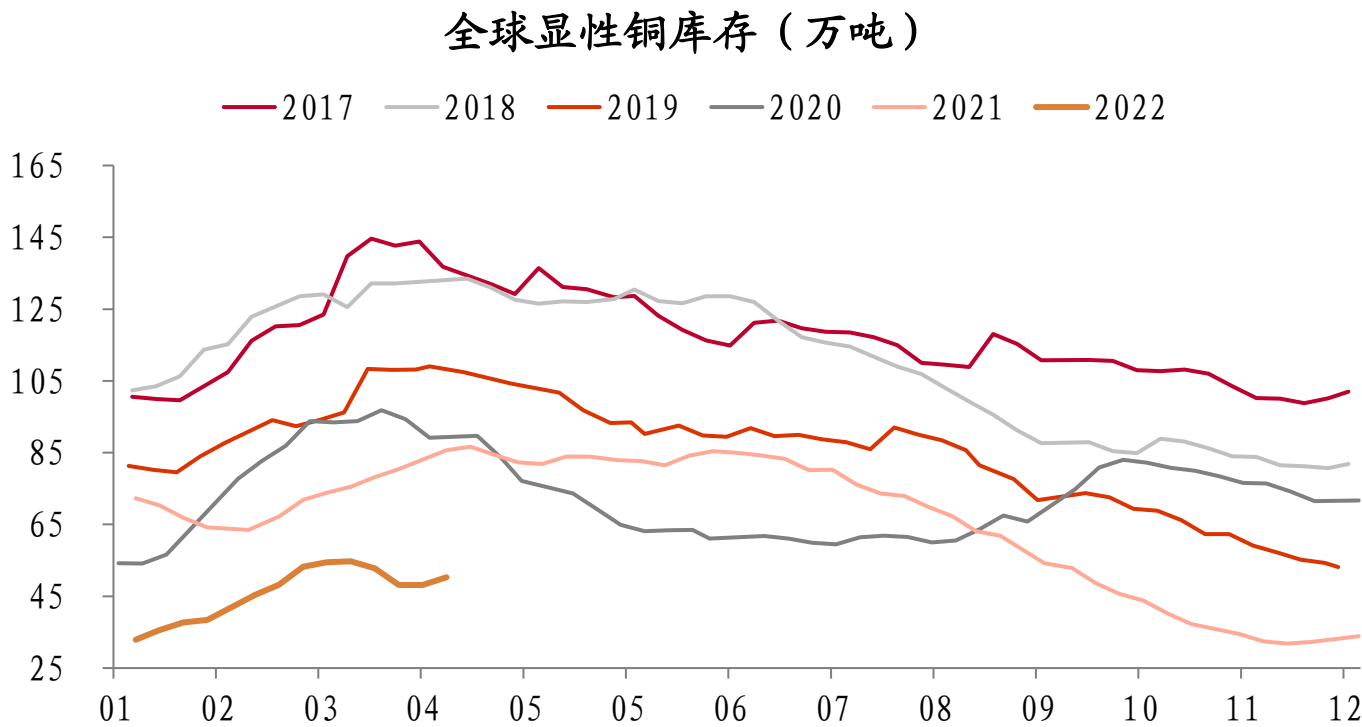
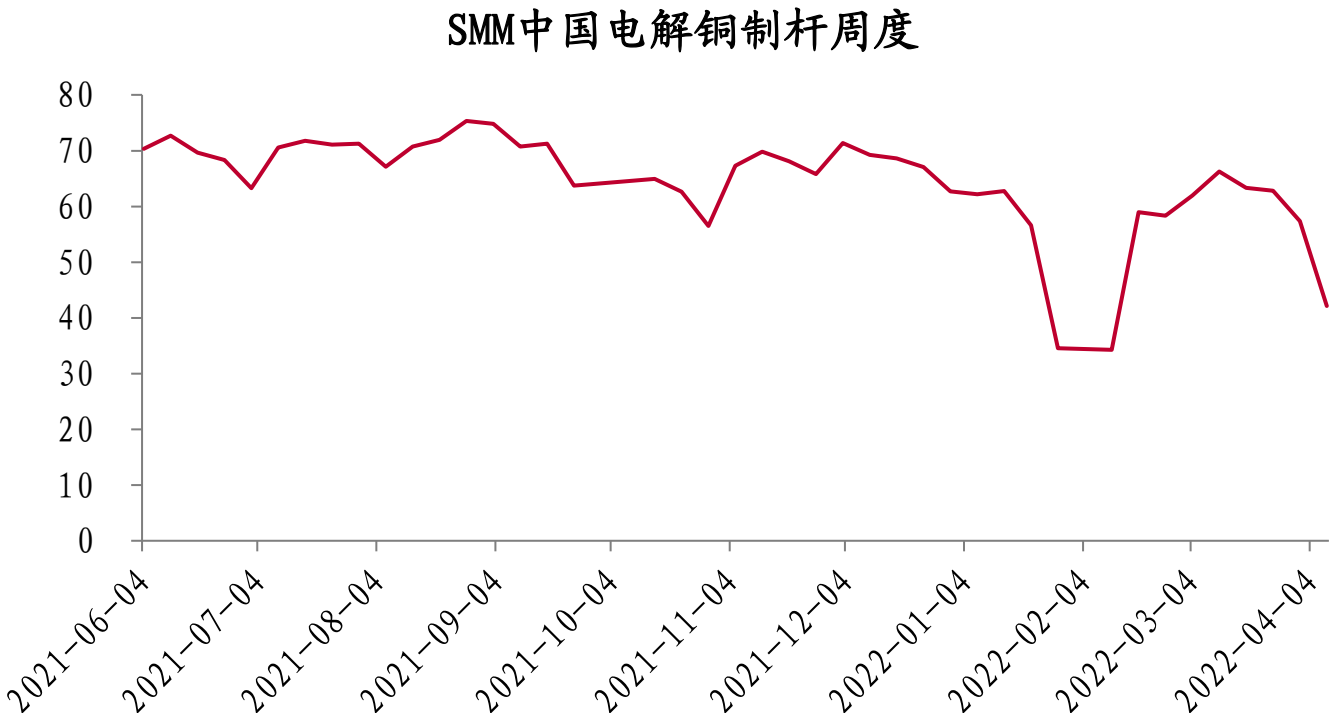
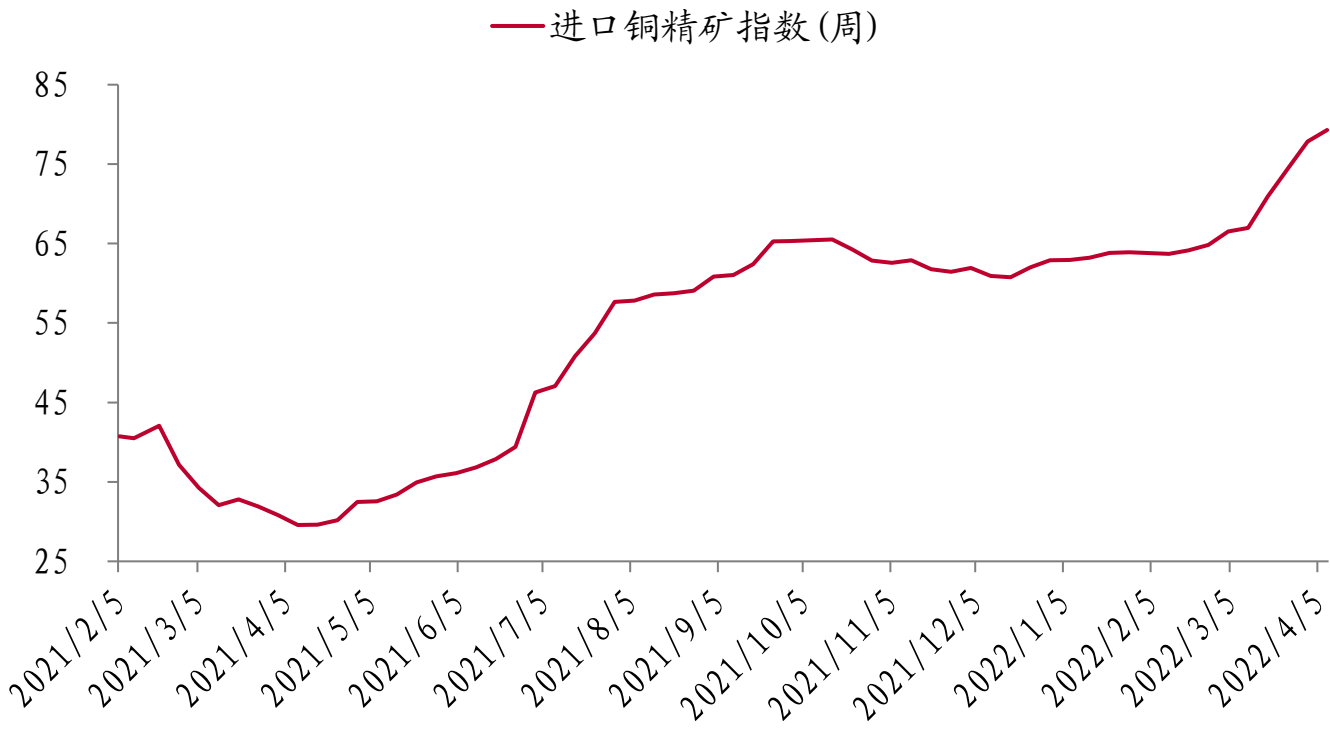


# 宏观 持仓来看美元走强交易较为充分，国内出口韧性维持



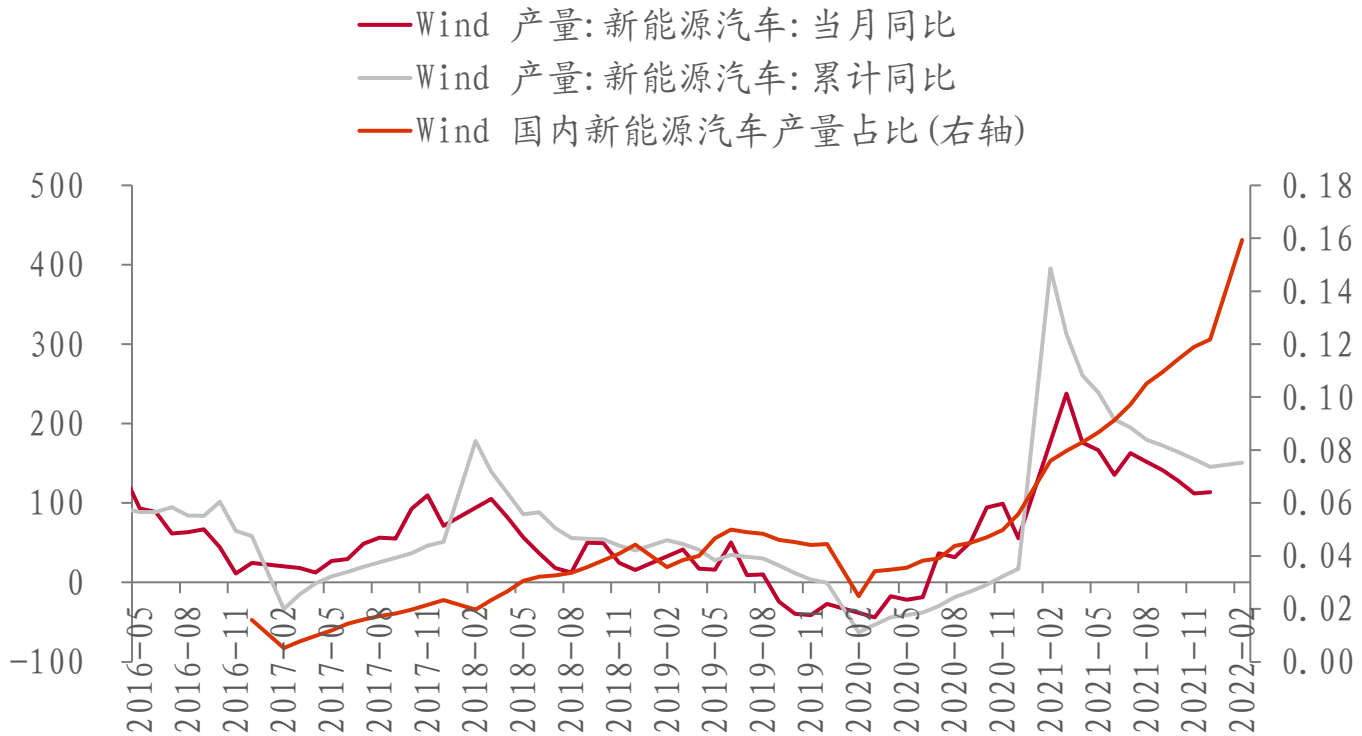
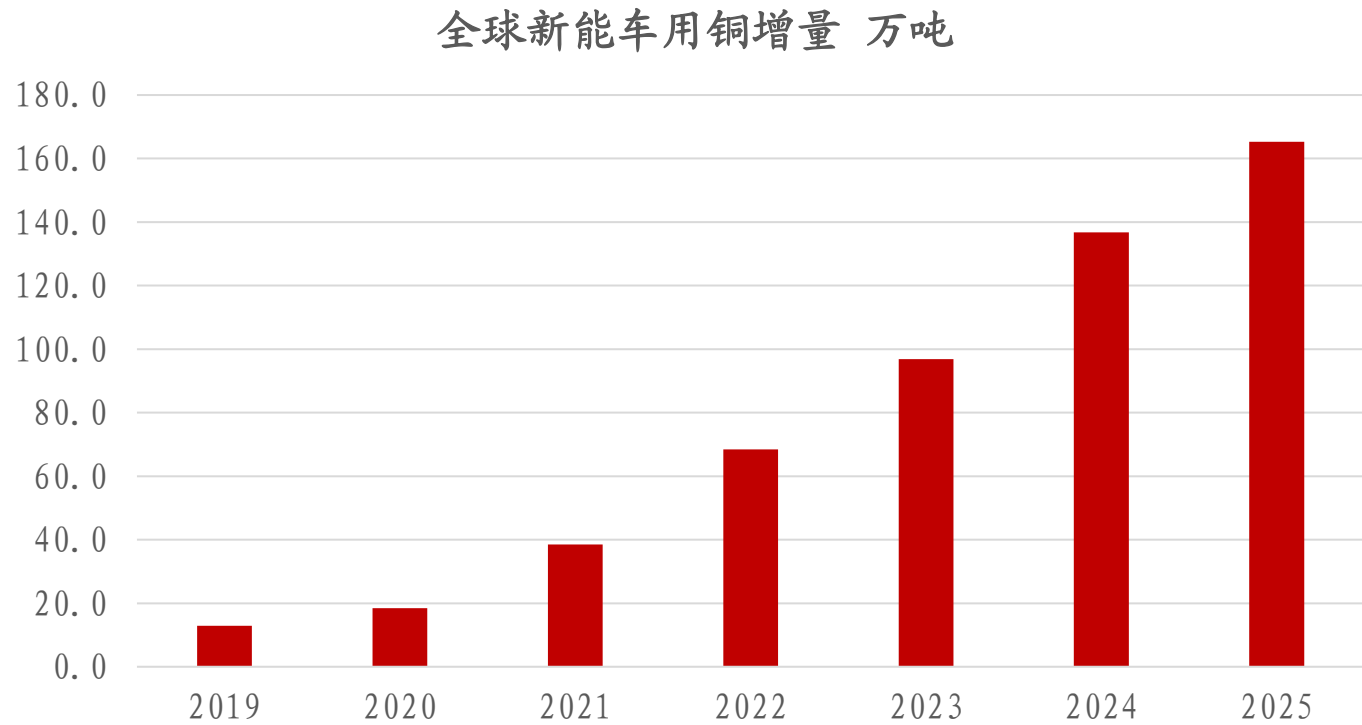


电铜供需 铜矿到电铜传导顺利 疫情影响当期消费 推迟但不会消失 全球库存50万吨低位



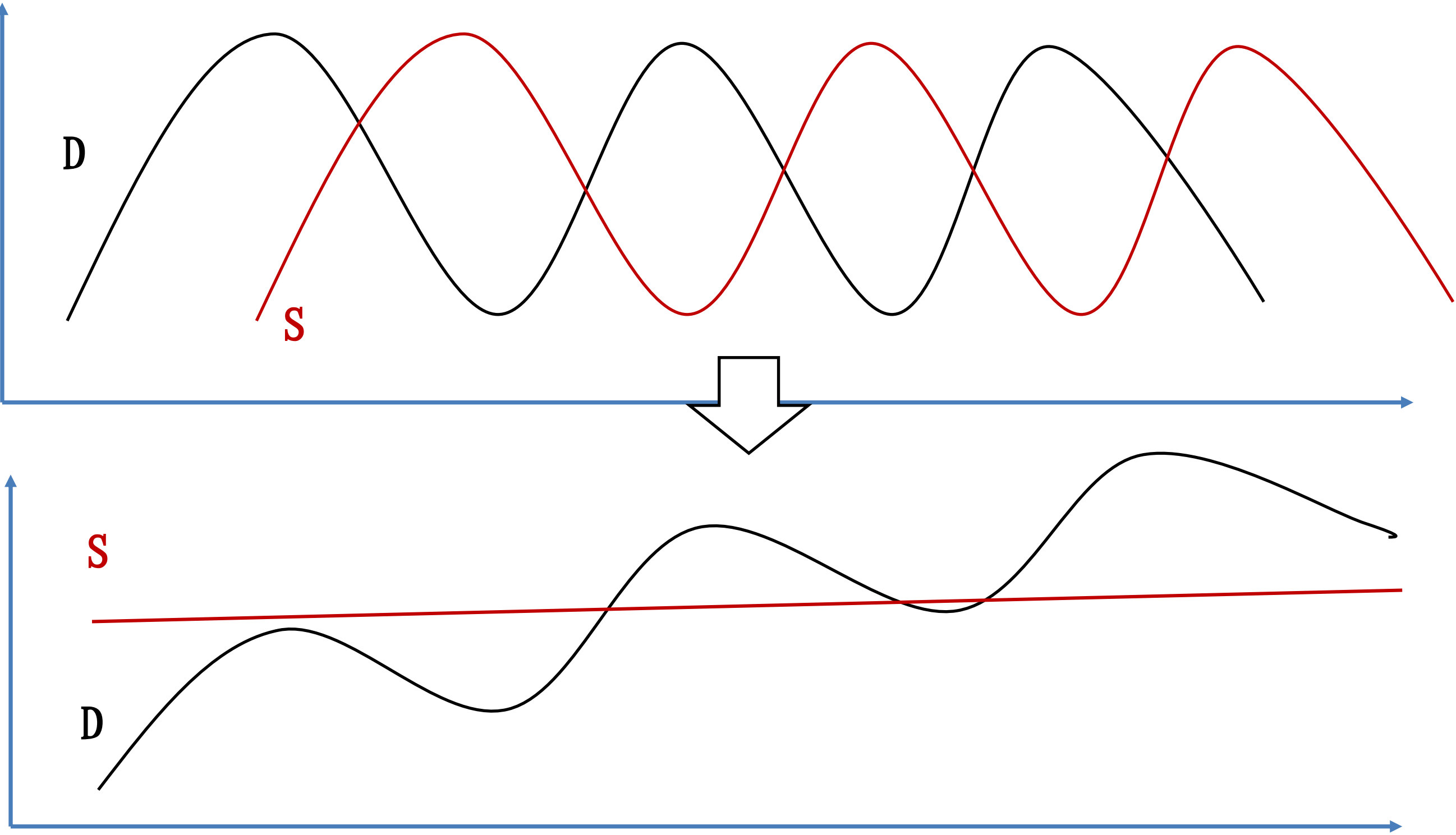
电铜消费 乐观预估22年新能源汽车用铜年度增量在30万吨以上，高油价带来超预期消费

CNMF招商期货

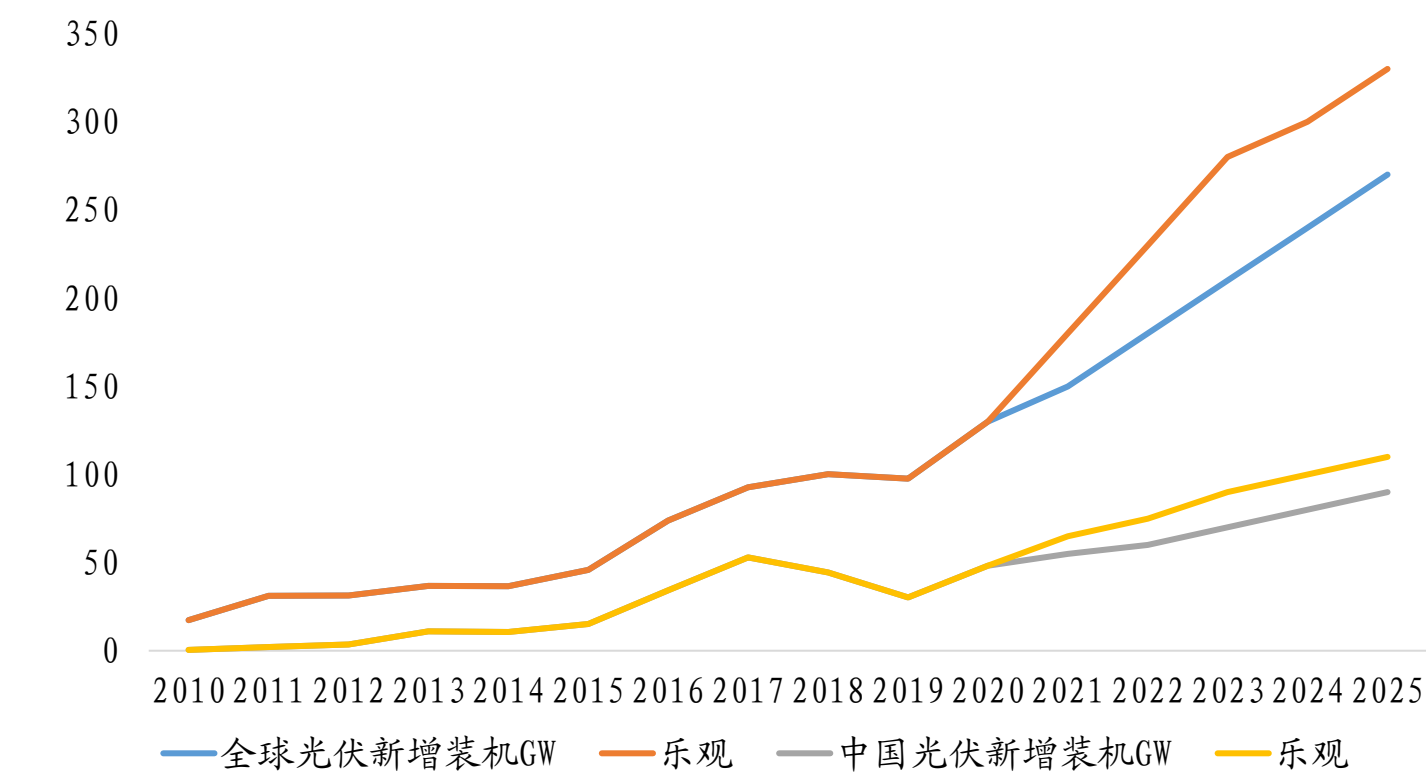


- 根据Marklines数据，新能车销量中国占比约40%，欧洲占比40%，美国占比10%。根据中国政府2025年新能车占比达20%，挪威，德国，瑞典，英国，法国分别在2025年，2030年，2035年和2040年禁燃油车的计划，预设21-25年全球新能车销售保持30%左右的符合增长率。拜登8月初签署行政令，要求2030年末实现美国销售汽车中半数为新能源汽车。
- 2021年全球新能源汽车销量月675万辆，乘用车中，燃油车用铜28kg, 新能车84kg估算。

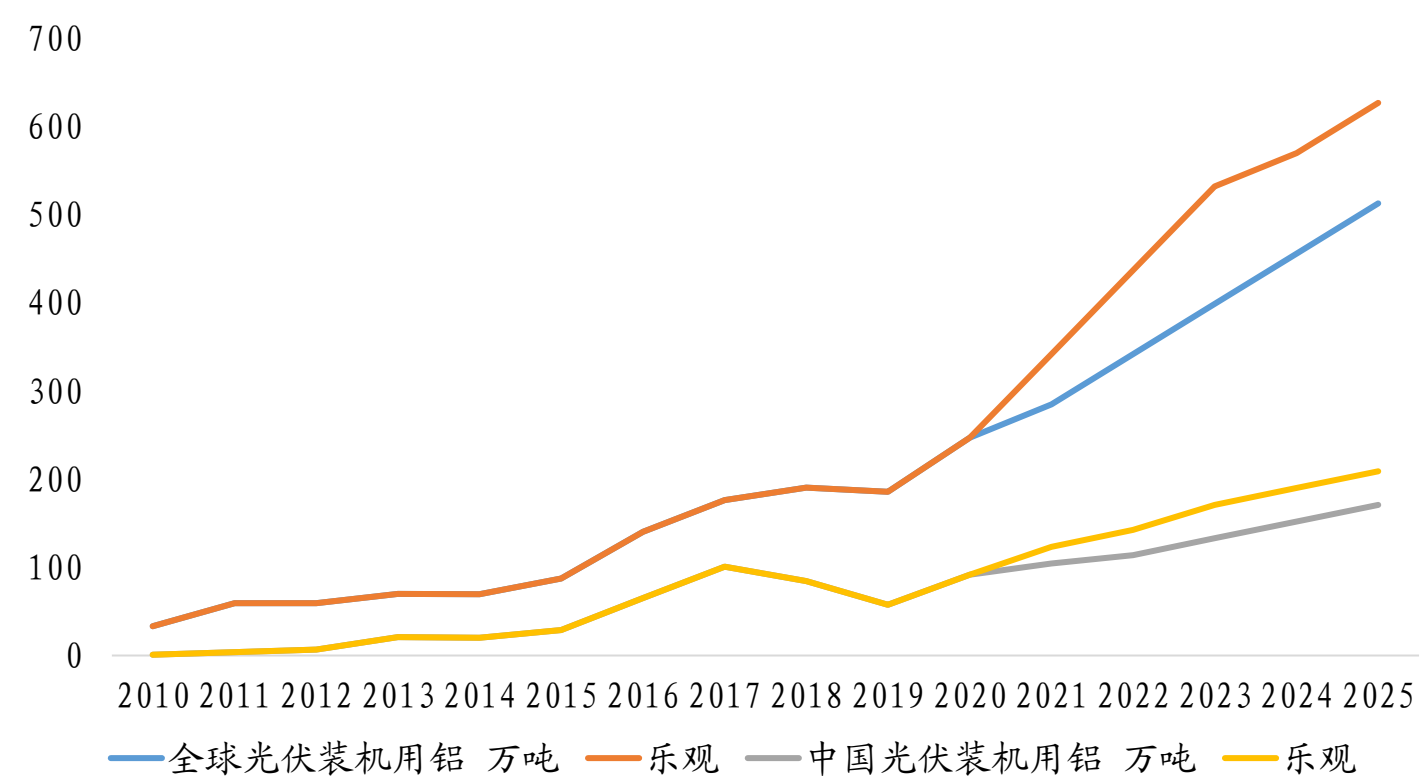
**铝：调整相对充分，关注买入机会**



成长性：光伏用铝逐渐递增，25年前全球年度消费预计增50万吨



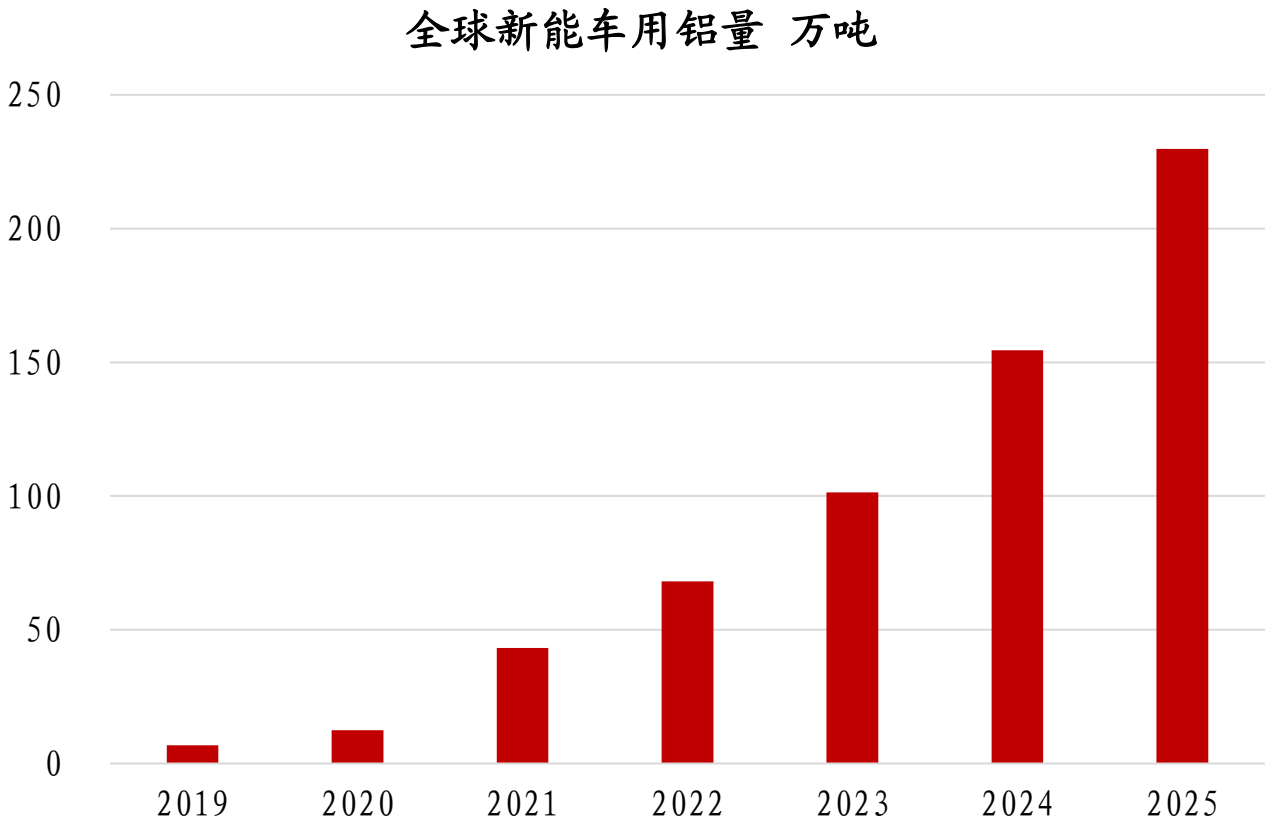
|      | 全球光伏新增装机GW | 乐观预估 | 中国光伏新增装机GW | 乐观预估 |
|------|------------|------|------------|------|
| 2010 | 17         | 17   | 1          | 1    |
| 2011 | 31         | 31   | 2          | 2    |
| 2012 | 31         | 31   | 4          | 4    |
| 2013 | 37         | 37   | 11         | 11   |
| 2014 | 37         | 37   | 11         | 11   |
| 2015 | 46         | 46   | 15         | 15   |
| 2016 | 74         | 74   | 34         | 34   |
| 2017 | 93         | 93   | 53         | 53   |
| 2018 | 100        | 100  | 44         | 44   |
| 2019 | 98         | 98   | 30         | 30   |
| 2020 | 130        | 130  | 48         | 48   |
| 2021 | 150        | 180  | 55         | 65   |
| 2022 | 180        | 230  | 60         | 75   |
| 2023 | 210        | 280  | 70         | 90   |
| 2024 | 240        | 300  | 80         | 100  |
| 2025 | 270        | 330  | 90         | 110  |



|      | 全球光伏装机用铝 万吨 | 乐观预估 | 中国光伏装机用铝 万吨 | 乐观预估 |
|------|-------------|------|-------------|------|
| 2010 | 33          | 33   | 1           | 1    |
| 2011 | 59          | 59   | 4           | 4    |
| 2012 | 59          | 59   | 7           | 7    |
| 2013 | 70          | 70   | 21          | 21   |
| 2014 | 69          | 69   | 20          | 20   |
| 2015 | 87          | 87   | 29          | 29   |
| 2016 | 140         | 140  | 65          | 65   |
| 2017 | 176         | 176  | 101         | 101  |
| 2018 | 190         | 190  | 84          | 84   |
| 2019 | 186         | 186  | 57          | 57   |
| 2020 | 247         | 247  | 92          | 92   |
| 2021 | 285         | 342  | 105         | 124  |
| 2022 | 342         | 437  | 114         | 143  |
| 2023 | 399         | 532  | 133         | 171  |
| 2024 | 456         | 570  | 152         | 190  |
| 2025 | 513         | 627  | 171         | 209  |

成长性：全球新能源车25年前带来用铝增量25-60万吨

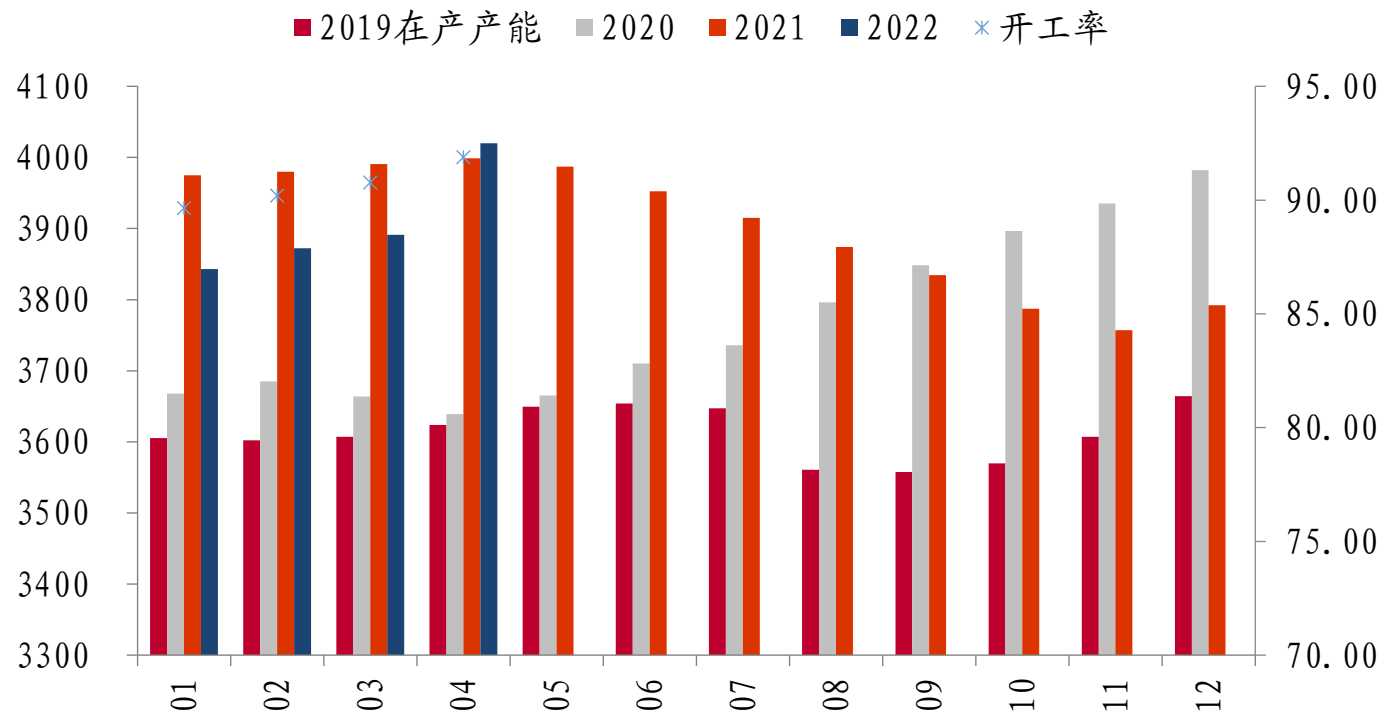
| 全球新能源车产量 万量 |      | yoy  | 新能源车单车用铝量kg | 燃油车单车用铝kg | 全球新能源车用铝量 万吨 |
|-------------|------|------|-------------|-----------|--------------|
| 2017        | 140  |      | 140         |           |              |
| 2018        | 217  | 55%  | 140         | 118       | 4.8          |
| 2019        | 227  | 5%   | 148         | 118       | 6.8          |
| 2020        | 324  | 43%  | 156         | 118       | 12.4         |
| 2021        | 912  | 181% | 165         | 118       | 43.2         |
| 2022        | 1200 | 32%  | 175         | 118       | 68.1         |
| 2023        | 1520 | 27%  | 185         | 118       | 101.4        |
| 2024        | 2000 | 32%  | 195         | 118       | 154.5        |
| 2025        | 2600 | 30%  | 206         | 118       | 229.8        |



➤ 21年新能源汽车带来全球用铝增量约30万吨以上，21-25年后续年度增量在25-60万吨左右。



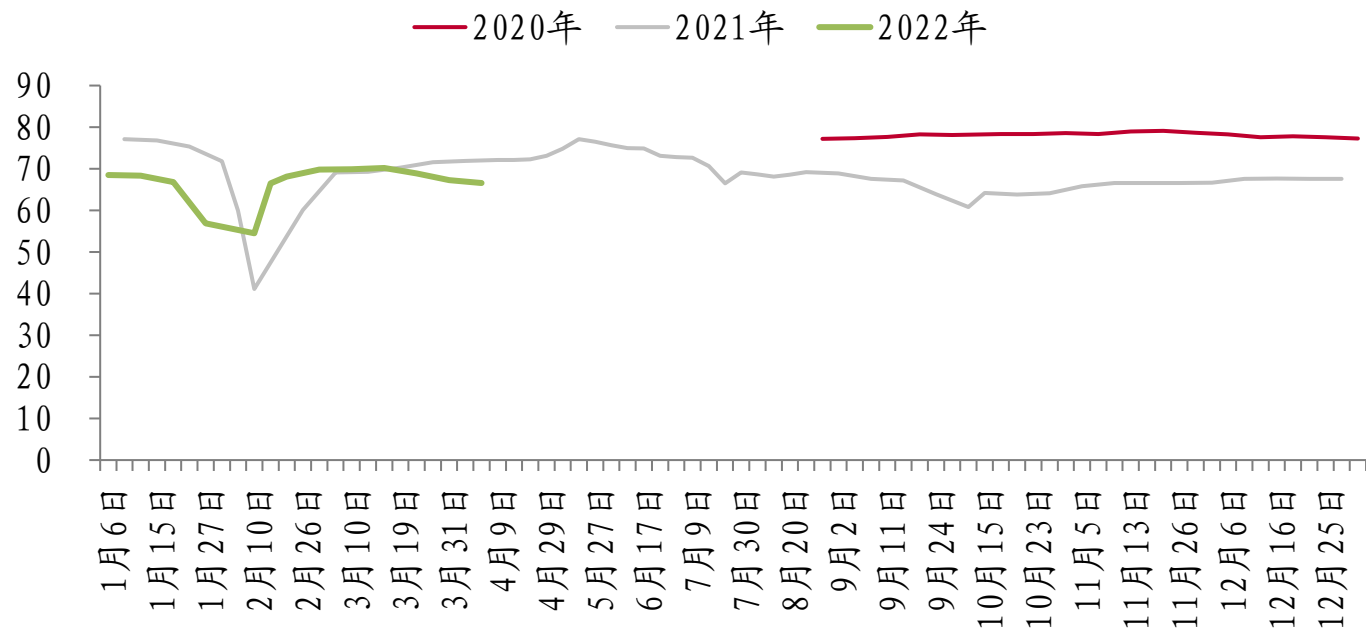
电解铝 国内供给增长速度超预期，需求短期受到疫情打压，但预期向好不变，全球库存历史低位



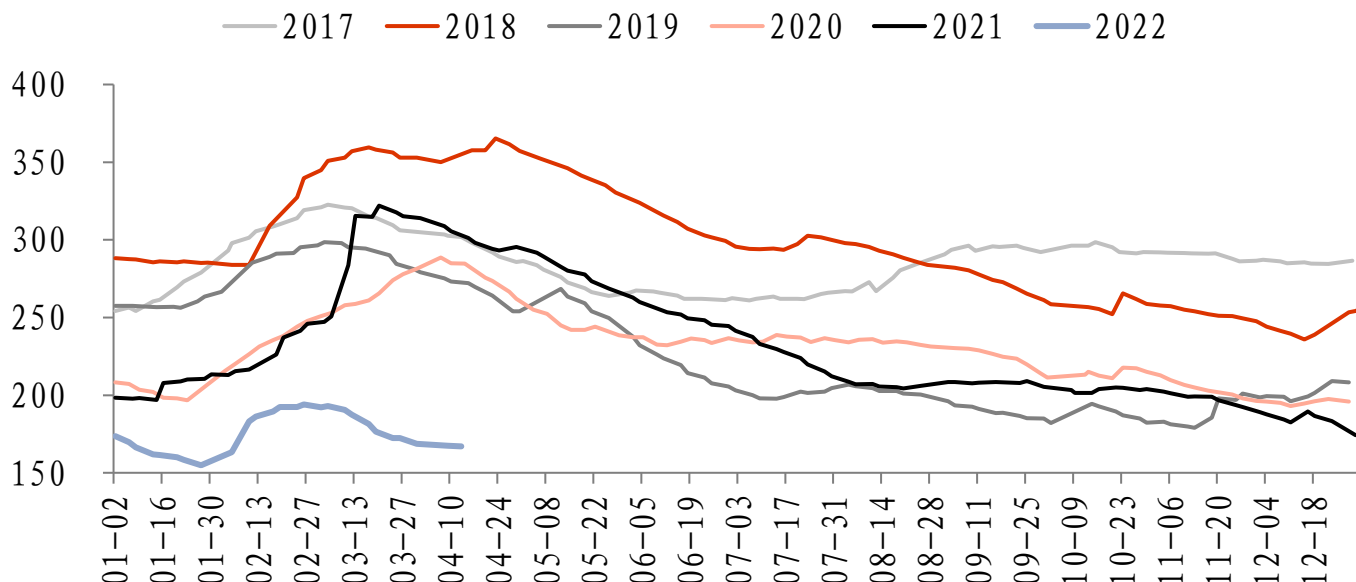
欧洲天然气价格及电价相关性



国内周度铝下游开工三周环比向下



全球铝显性库存

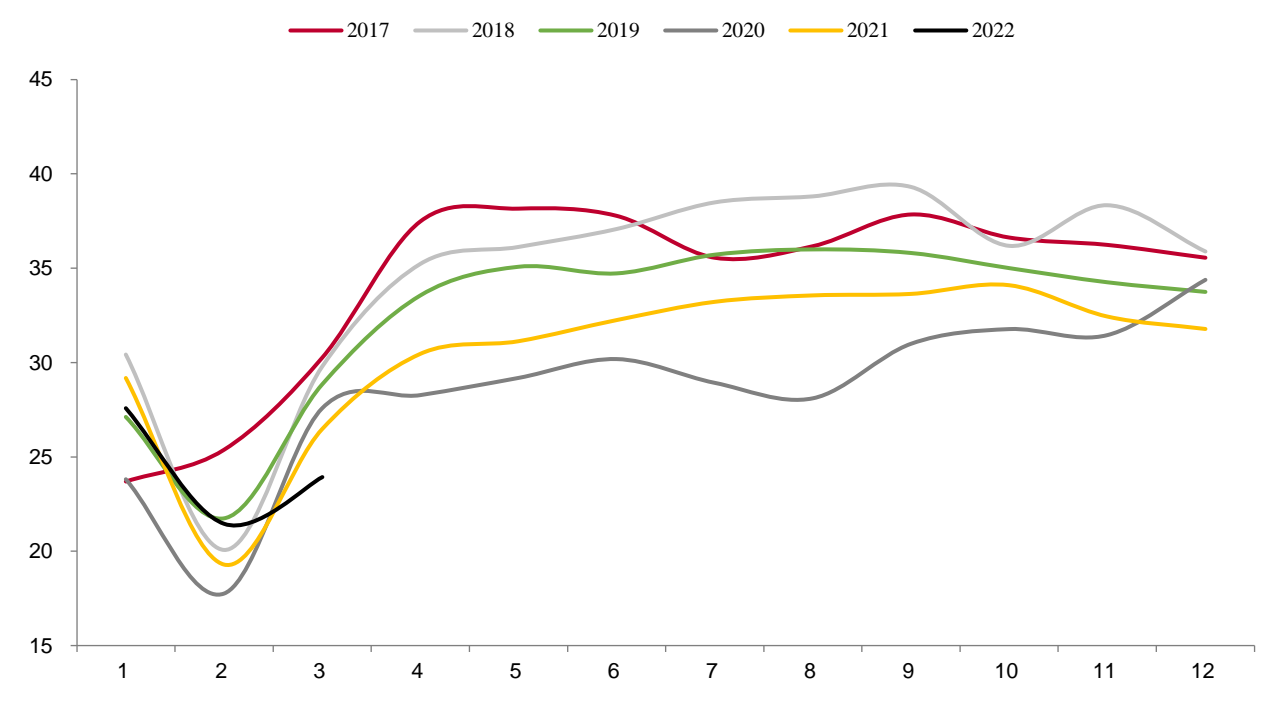
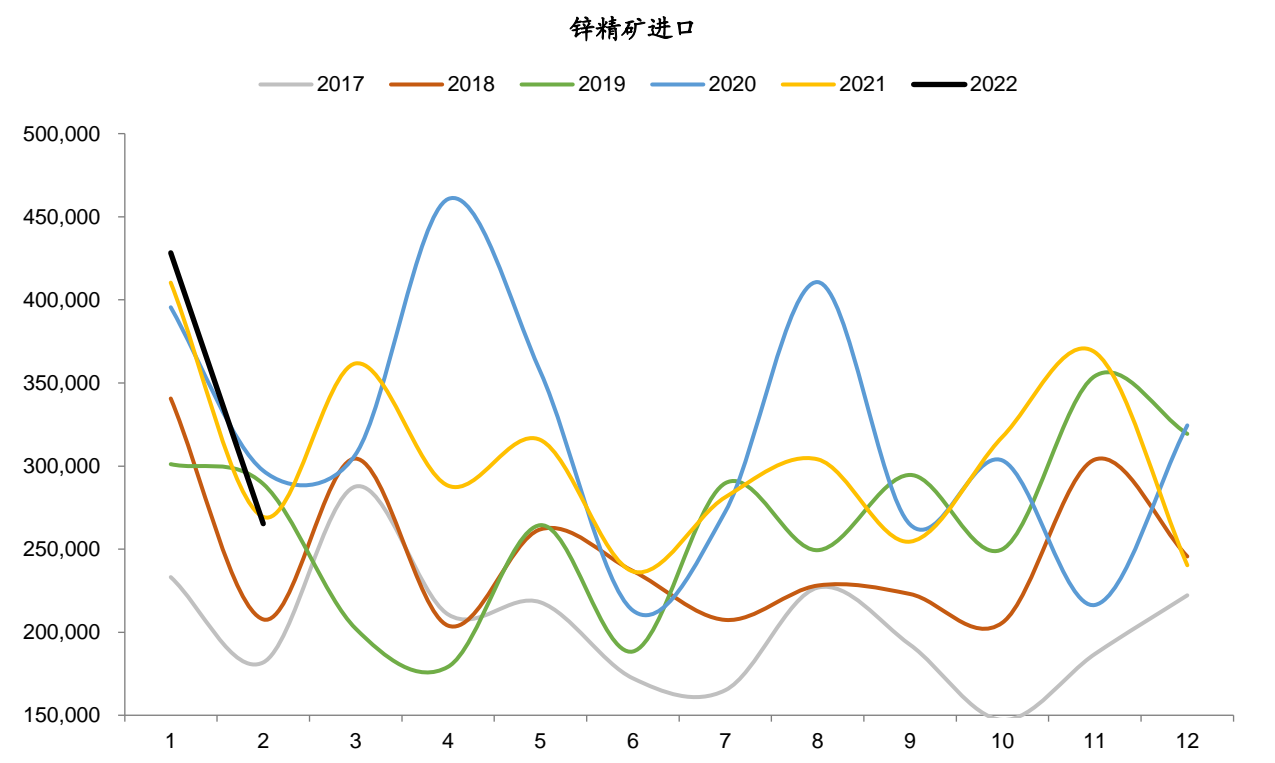
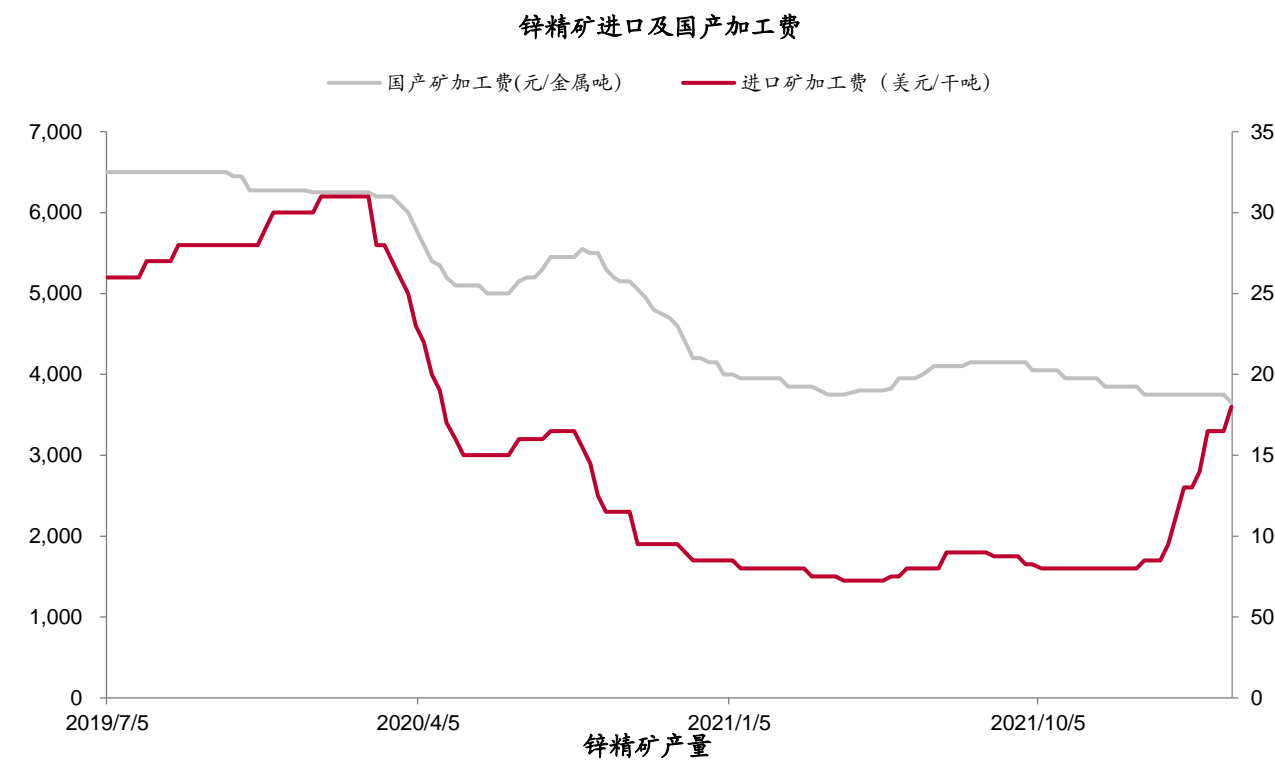
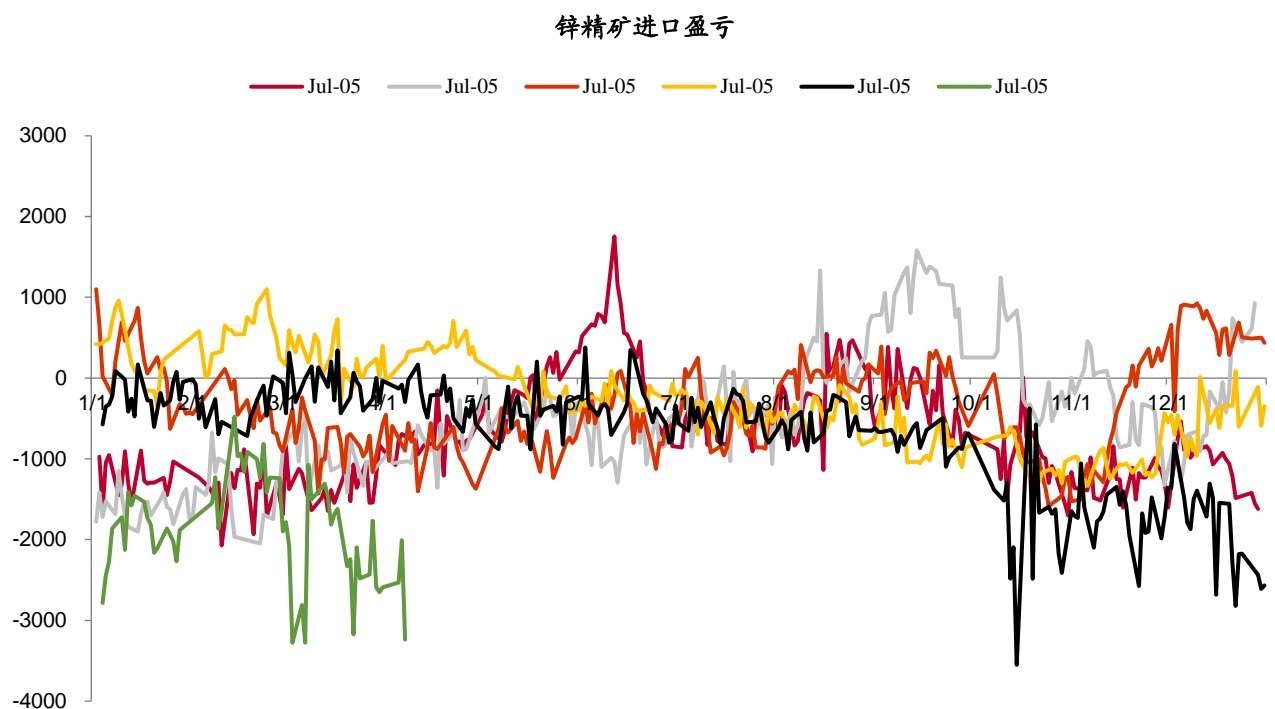


➤ 欧洲70%火电是天然气发电，而天然气供给40%来自于俄罗斯。电价飙升中，欧洲450万吨产能只有挪威冰岛220万吨产能有稳定电力保障，剩下230万吨中停产90万吨，抵充了22年海外大部分增量。剩余140万吨受到威胁。

➤ 俄铝泰舍特项目一期43万吨或被推迟，俄铝氧化铝供应扰动。

# 锌：能源矛盾反复，内外供应面临挑战

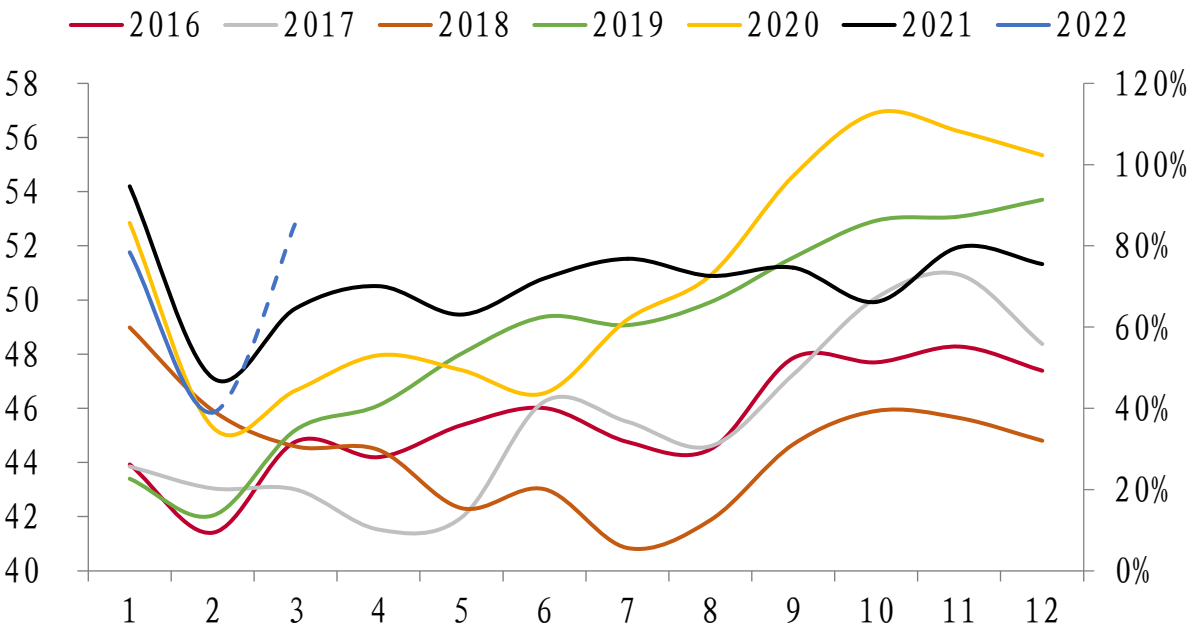
# 矿：比值低位，进口亏损，进口补充有限，关注原料问题



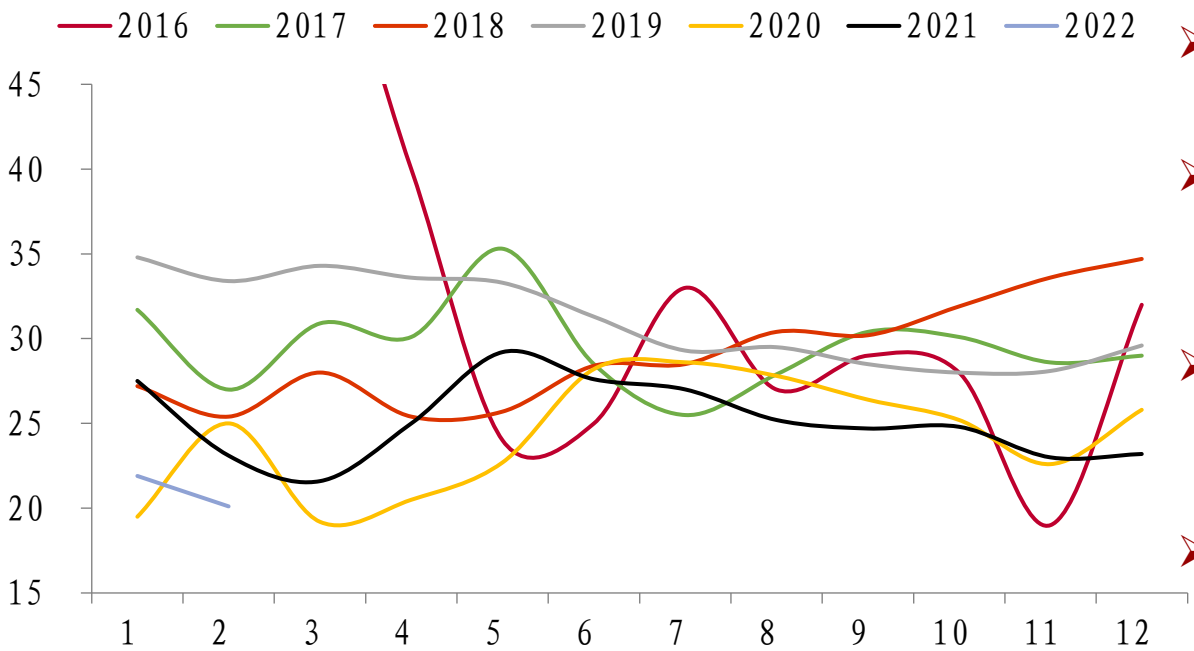
- 沪伦比值继续维持在低位，矿进口亏损依旧较大之下，进口补充有限，多采购国产矿
- 结果：进口矿及国产矿加工费劈叉继续兑现，显示目前冶炼厂的原料来源主要靠国内
- 3月之后矿进口盈亏继续扩大，预计3月进口将更为有限
- 在进口补充有限的背景下，国产矿的产量也难言乐观
- 3月冶炼产量环比增加，密切关注加工费变动

冶炼：国内此前预期的原料不足对冶炼产量的制约已在兑现中

SMM精炼锌产量

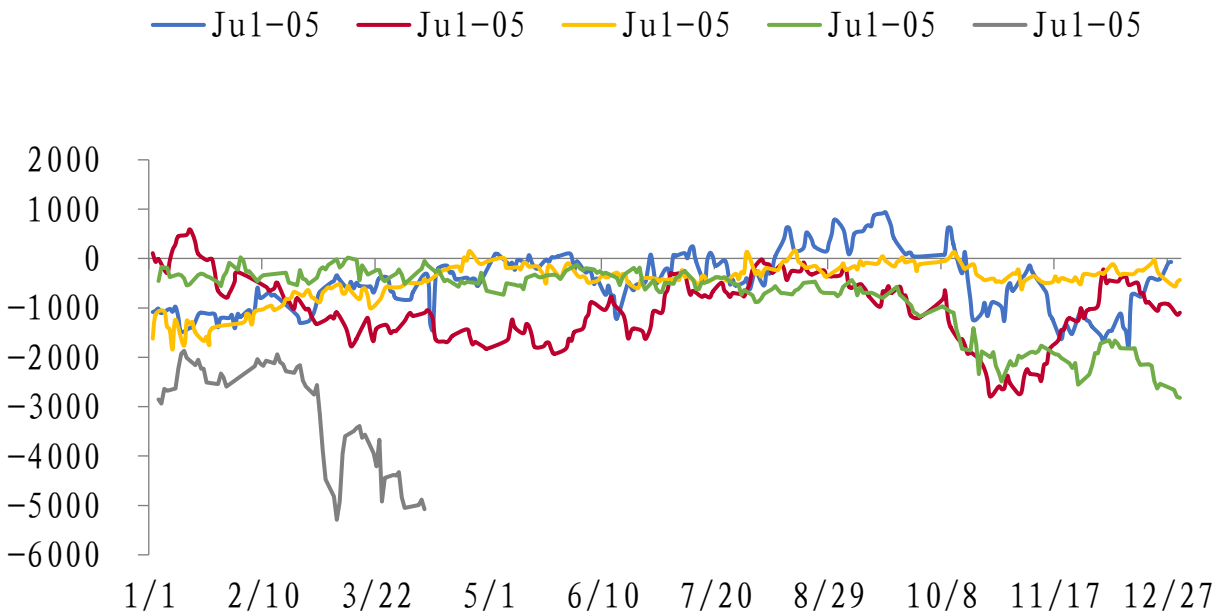


锌冶炼厂原材料库存（天）

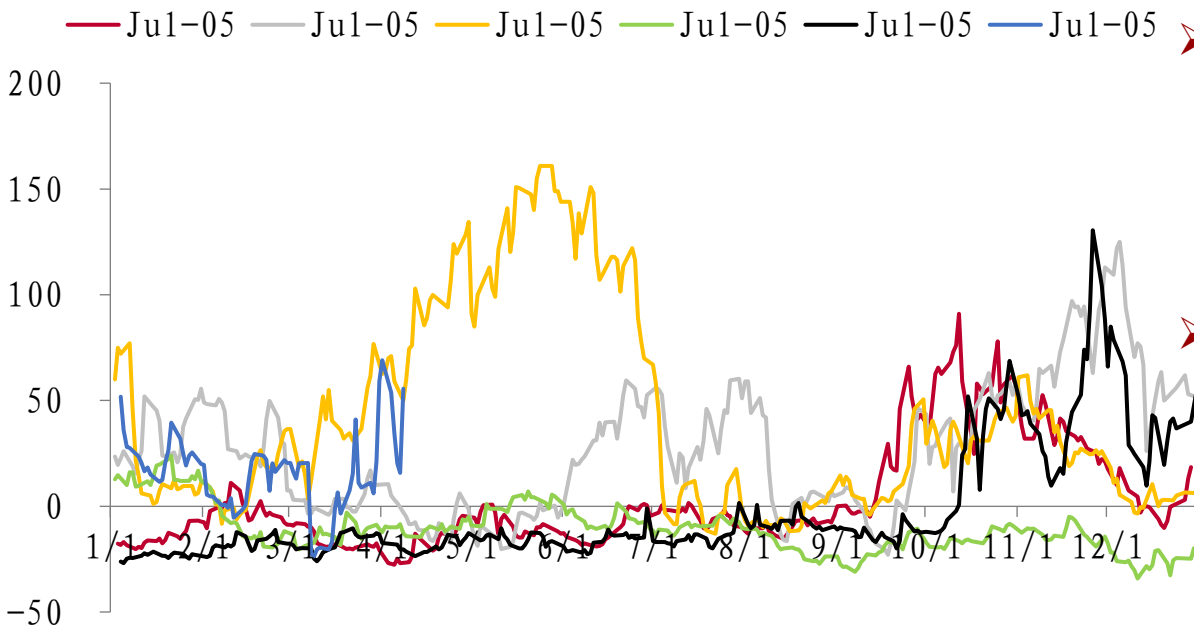


- 内外冶炼端分化，但矛盾均在于冶炼产量释放存在瓶颈
- 国内冶炼端即将进入3月产量恢复时段+价格因素刺激更多产量
- 关注产出瓶颈：矿够不够。目前原料库存天数低，后续产量增量或将不及预期
- 关注加工费、开工率

锌进口盈亏

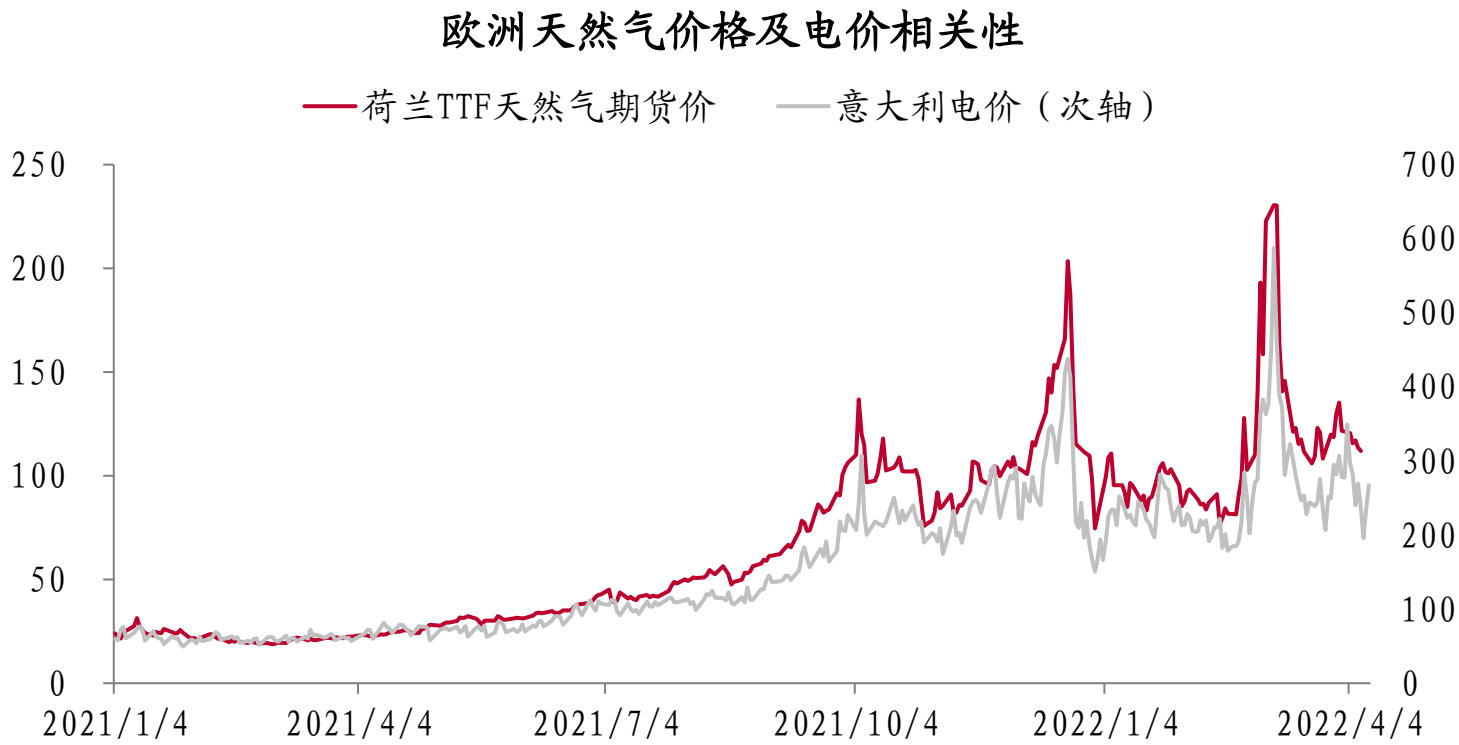
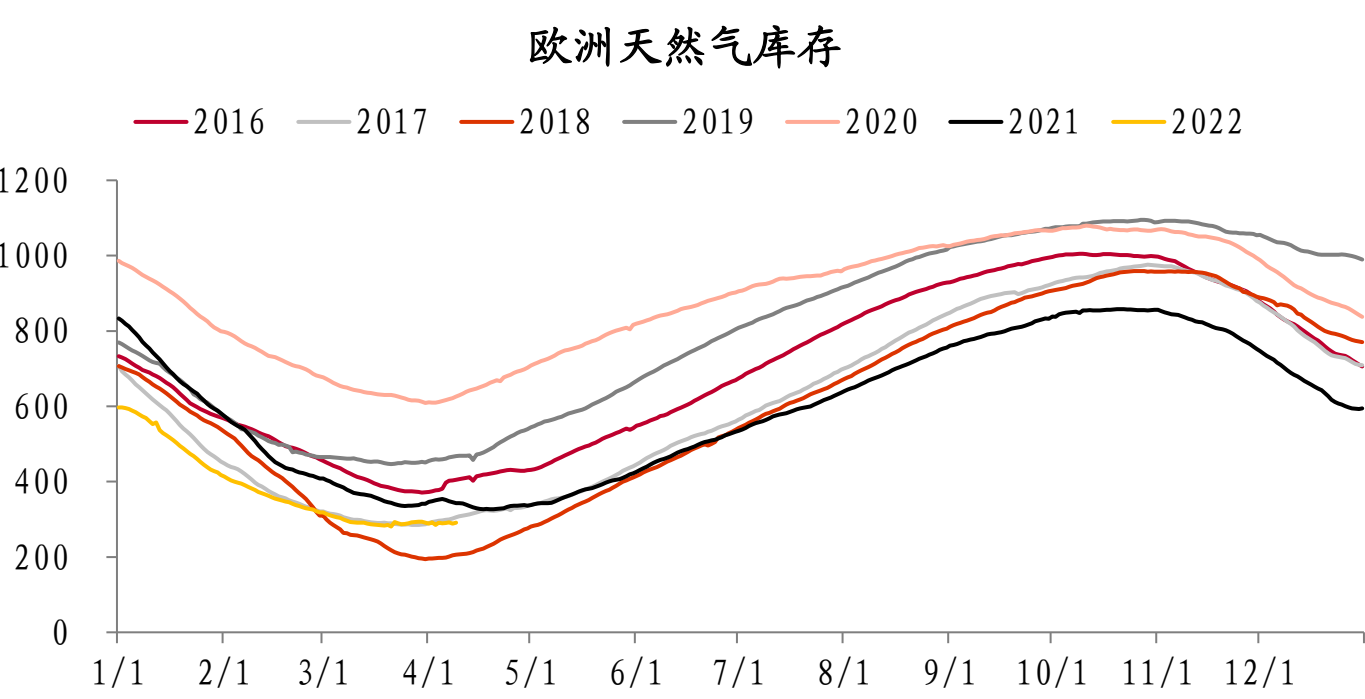


LME锌 0-3



- 进出口：
- 内外矛盾分化之下，进口亏损继续扩大，1-2月的净进口达到历年极低水平，甚至使得长期维持的出口亏损转为小幅盈利，出口有所增加
- 海外紧张局面不改，LME0-3升水显示近端依旧偏紧，进口将继续受到影响，短期海外紧张局面难言改善

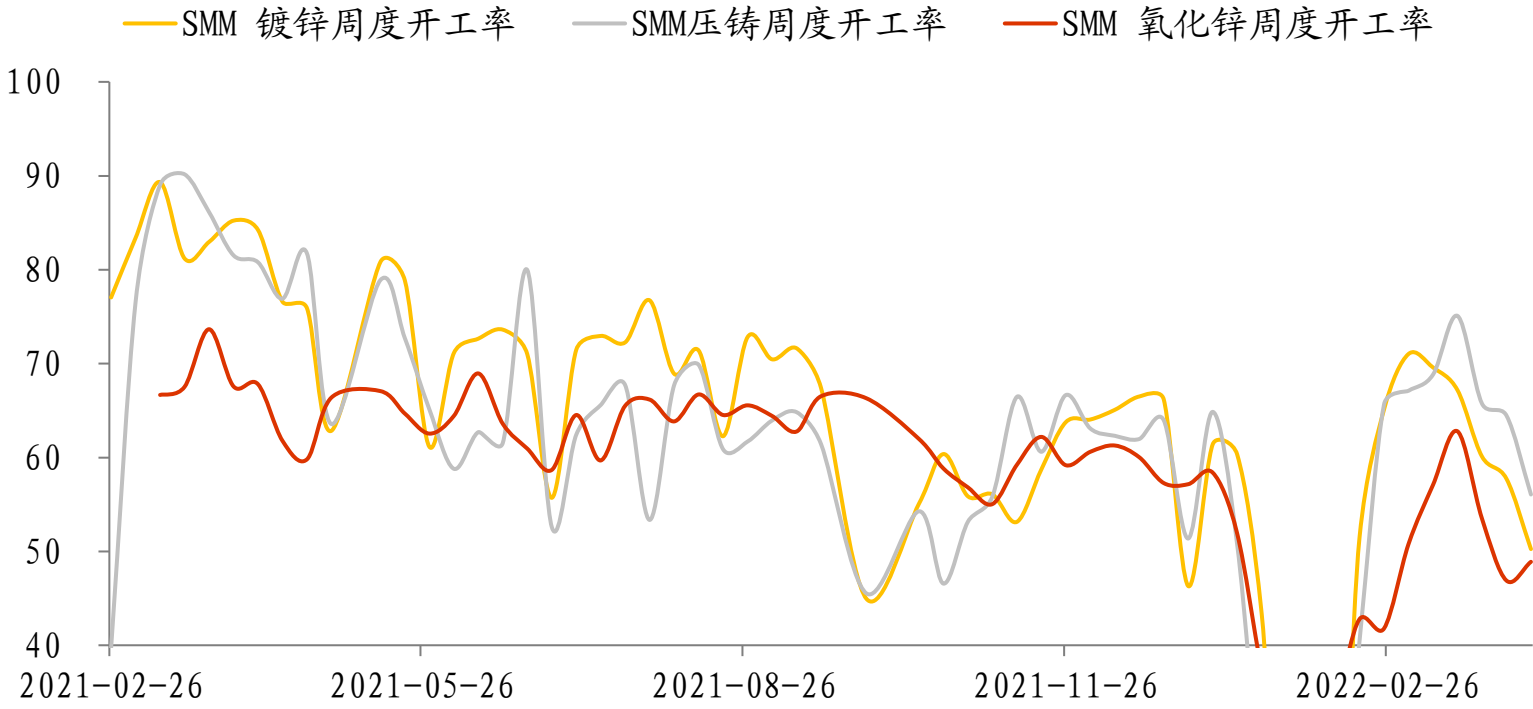
冶炼：俄乌矛盾仍反复，能源危机未见除需求回落之外的其他解决方法



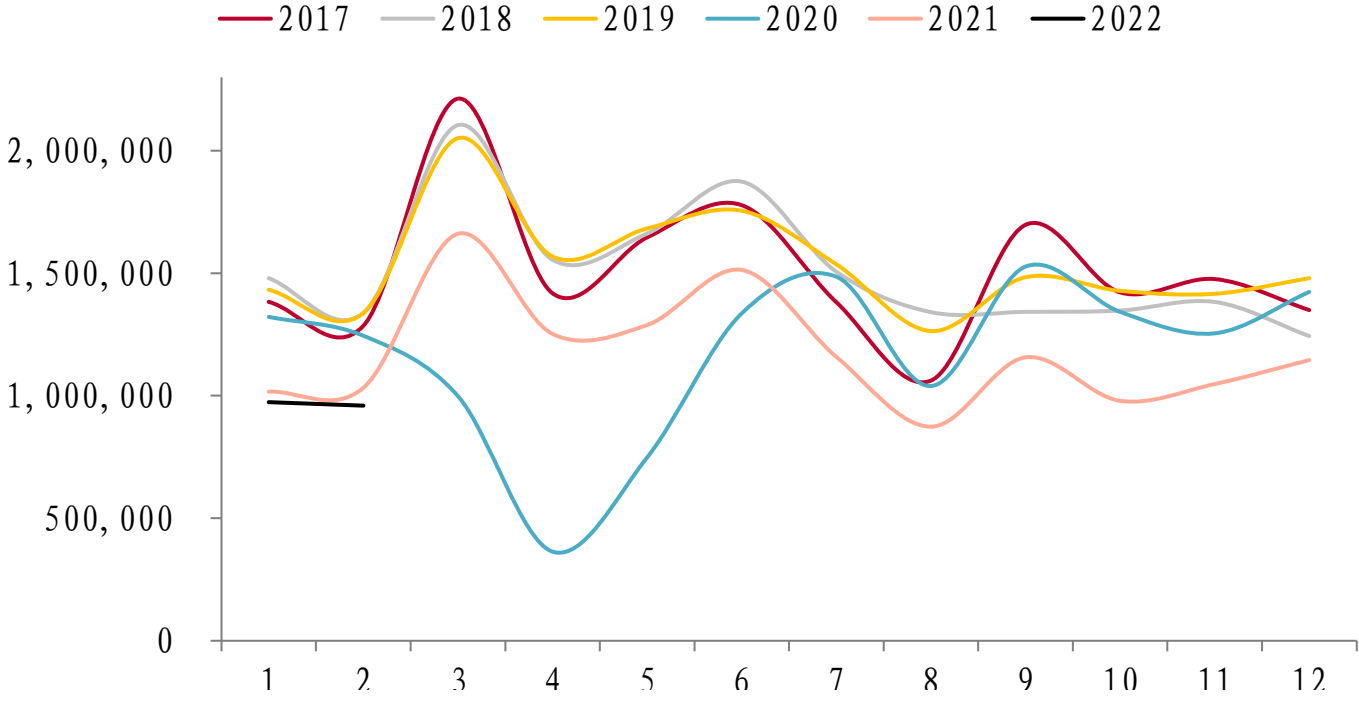
- 做锌的投产是在做能源，逻辑在于：
- 1.欧洲冶炼厂亏损边缘背景下，成本推升价格
- 2.担忧亏损边缘的冶炼厂因电价边际再上涨导致新的停产

消费：国内消费不佳，海外需求尚可但面临原料短缺及高价问题

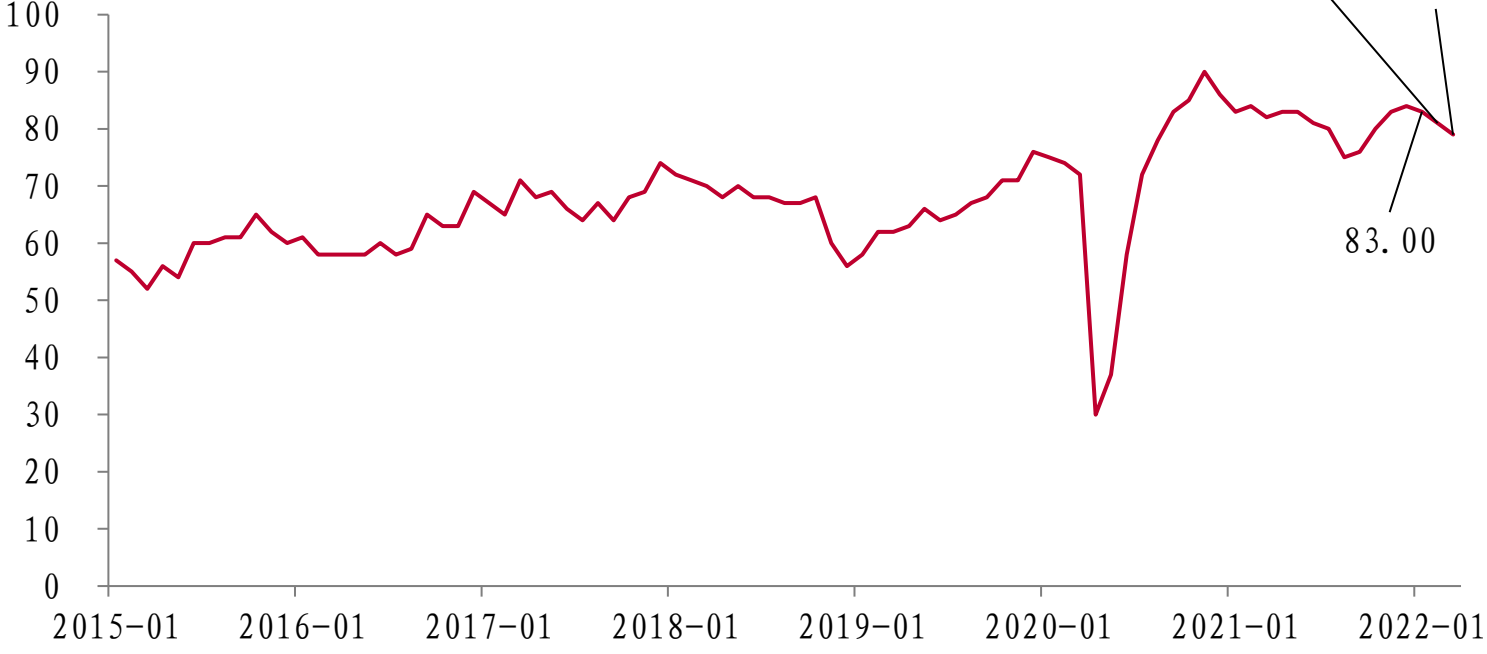
下游周度开工



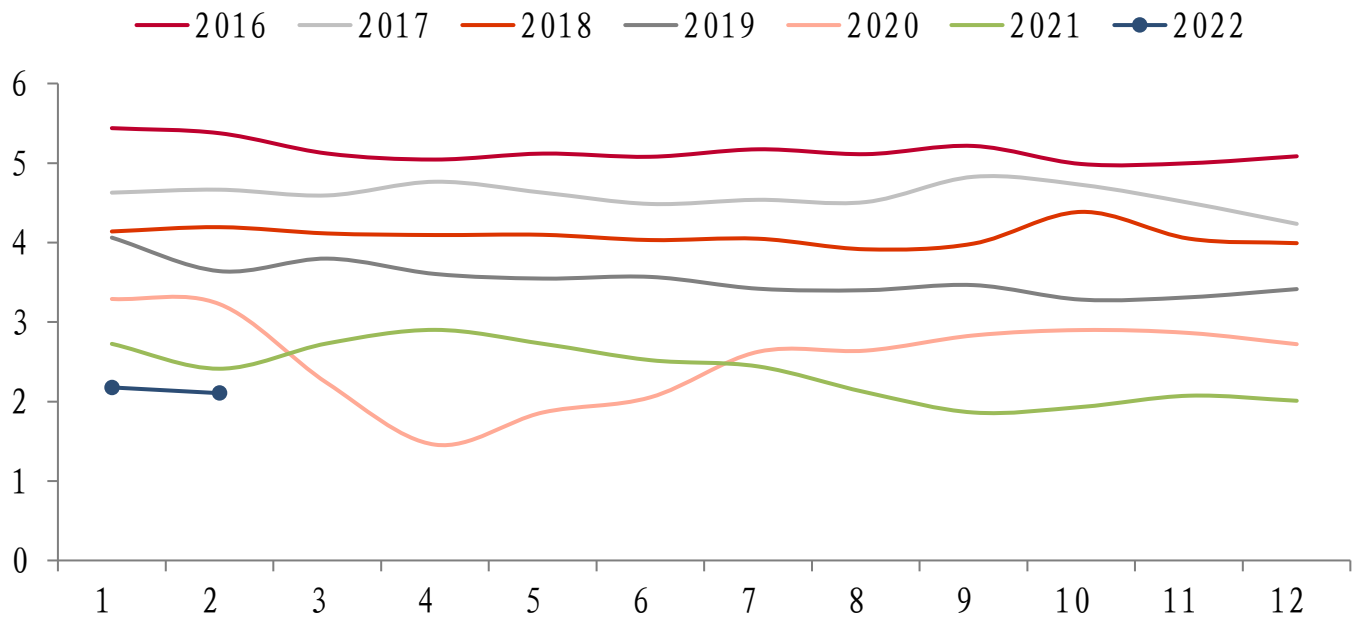
欧洲新车注册



美国NAHB住房市场指数



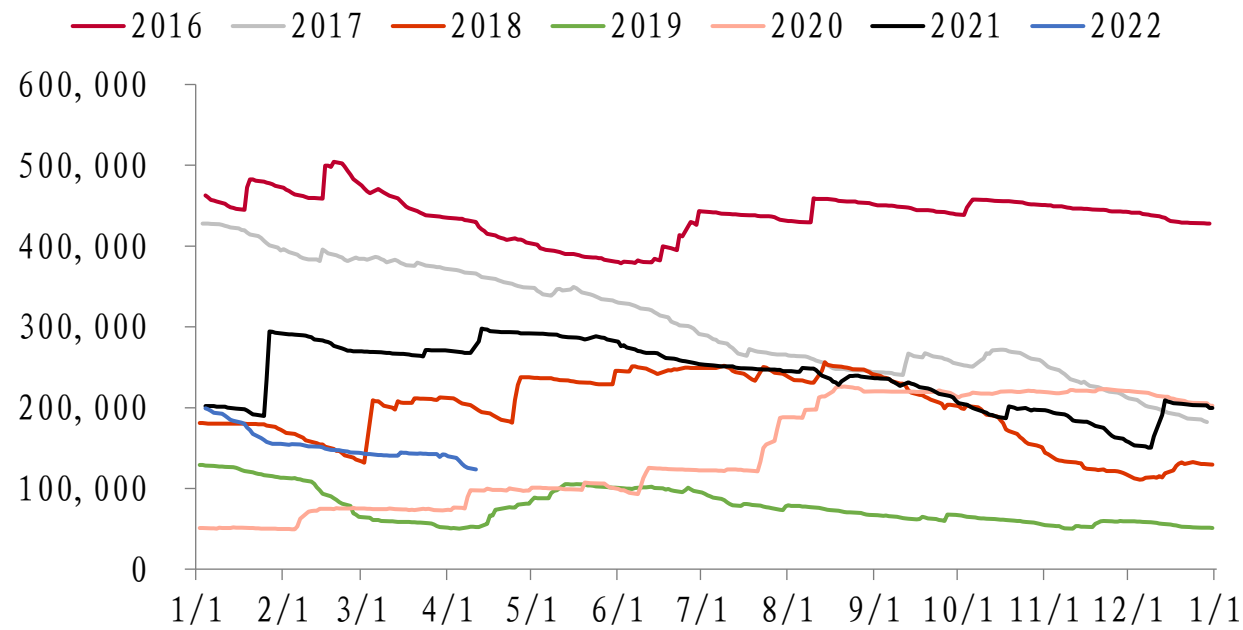
美国汽车内销



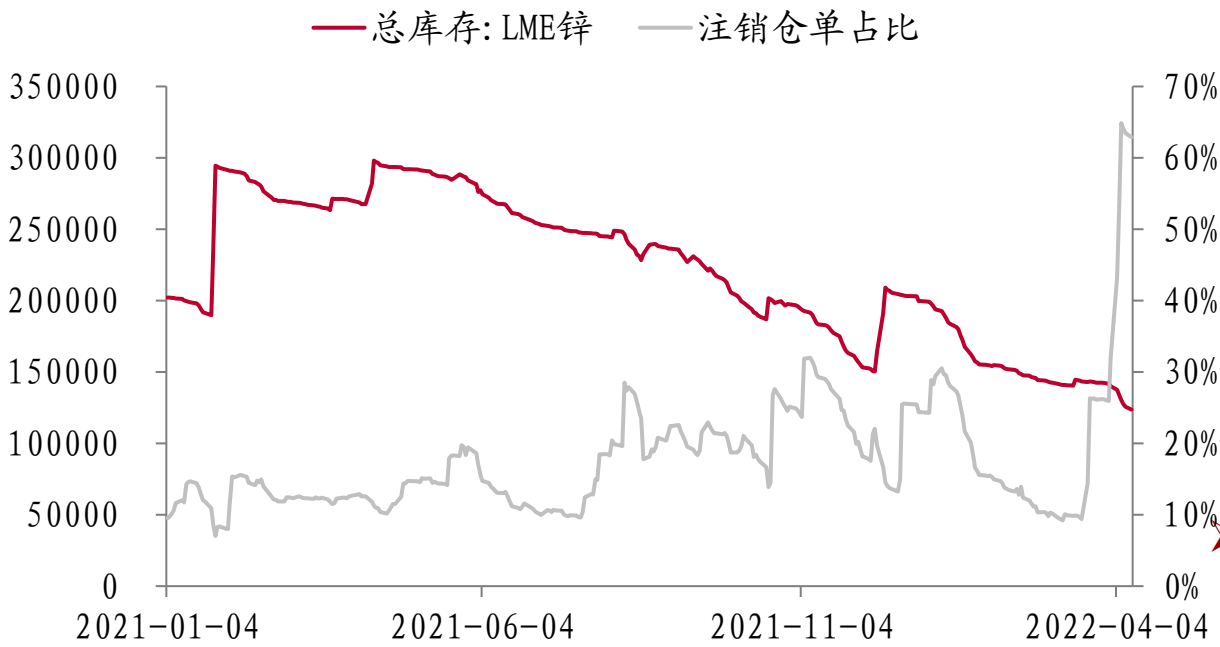


库存：内外劈叉，关注逼仓风险

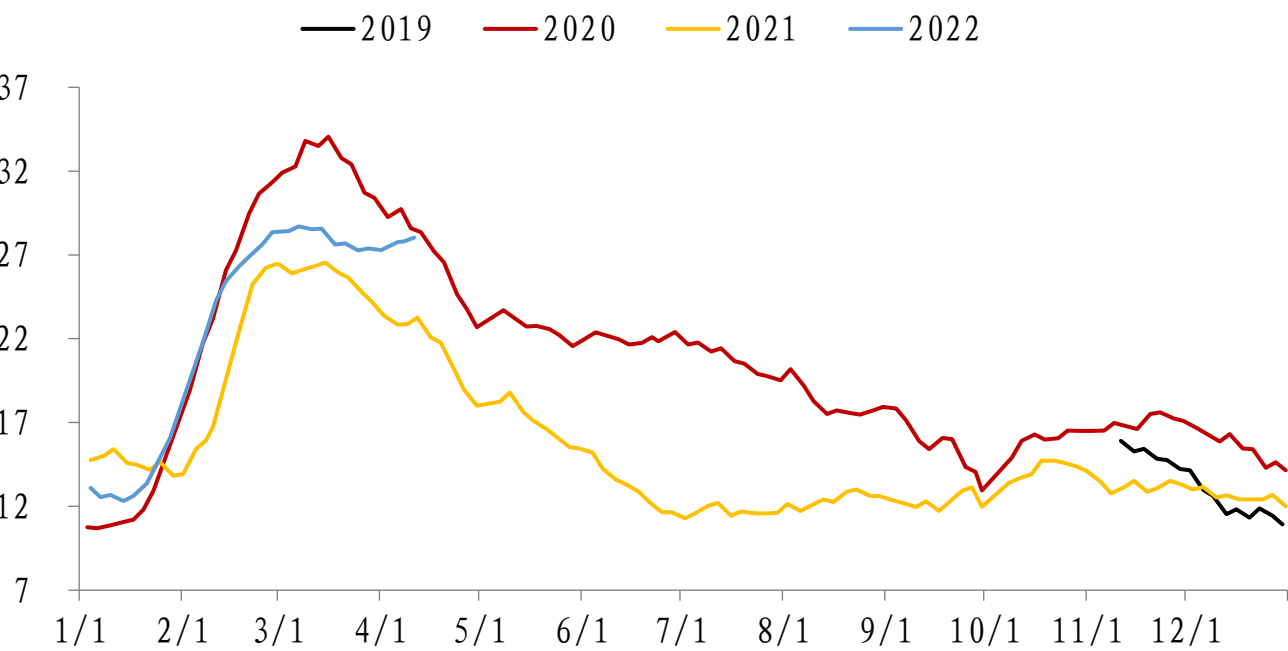
LME锌锭库存



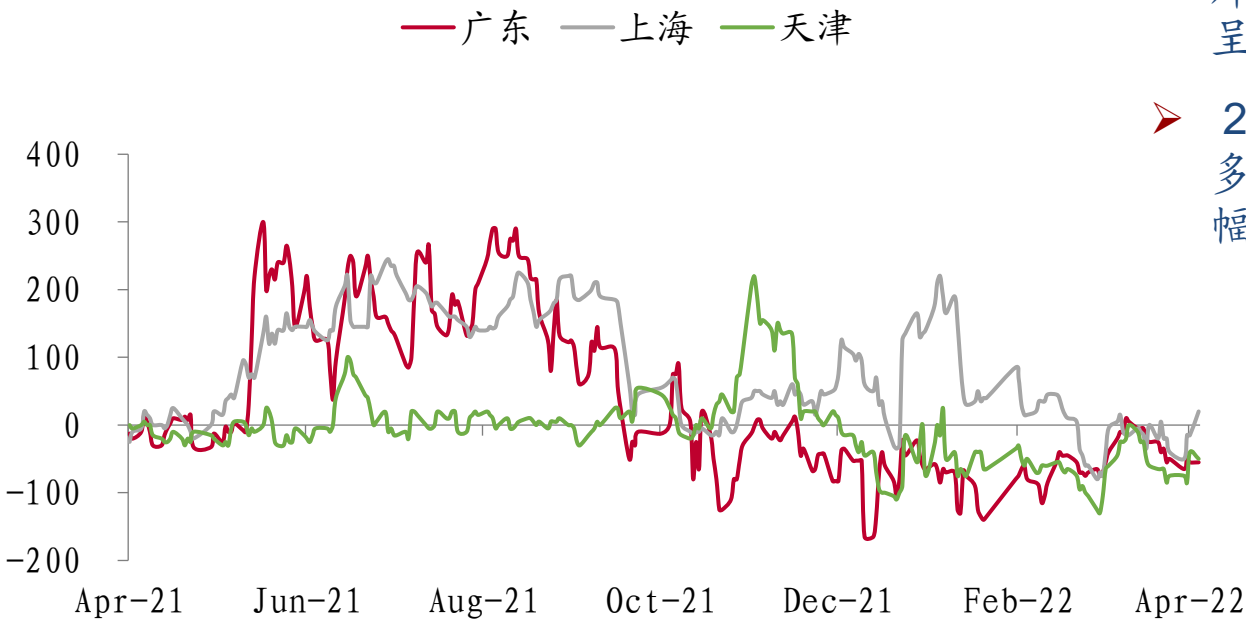
LME锌库存及注销仓单



锌锭七地社会库存



三地锌锭现货升贴水（元/吨）



内外锌库存的差异显示需求的需求的劈叉：

- 1.国内疫情影响需求与运输+高价抑制下游需求，传统去库时点呈现累库，同时现货呈现贴水，短期需求不佳
- 2.海外LME库存持续走低至多年低位，近日注销仓单大幅增加，警惕逼仓风险

平衡

- 锌目前基本面矛盾仍在于内外冶炼厂产量释放受限。
- 海外方面，欧洲对俄罗斯的天然气资源依赖仍较为严重，能源敞口短期难看到除需求回落之外的其他解决方法，海外冶炼产量隐形上限的解除仍将取决于能源问题。国内方面同样面临高锌价对冶炼产出的刺激以及原料不足导致的潜在冶炼产量上限之间的矛盾，在国内矿产量未完全恢复、原料库存低位加之矿进口亏损大的背景下，冶炼端原料制约再度使得供应端产出不及预期已有苗头。
- 消费端暂时较弱，疫情及高价抑制下游需求，国内库存去化承压，主流地区现货贴水。同时内外库存的劈叉显示需求的不一致，LME库存持续下降且注销仓单占比大幅上升，警惕海外逼仓风险，而国内需求不佳，累库超季节性。未来稳增长提振基建预期，但海外车市受俄乌冲突导致的供应链中断影响较大。
- 整体上，短期能源问题波动加大，做锌头寸密切关注能源问题，未转向之前，鉴于供应短期难释放，可埋伏多单，并同时注意逼仓风险。

平衡表（单位：万吨）

|           | 2020 | 2021E | 2022F | 增速   | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 |
|-----------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 全球矿产量     | 1244 | 1293  | 1340  | 3.6% | 292  | 329  | 312  | 360  | 331  | 334  | 336  | 339  |
| 全球冶炼产量    | 1391 | 1399  | 1428  | 2.1% | 350  | 342  | 343  | 364  | 339  | 354  | 361  | 374  |
| 全球需求      | 1362 | 1406  | 1433  | 1.7% | 335  | 365  | 353  | 366  | 335  | 361  | 368  | 379  |
| 全球平衡（加抛储） | 19   | (2)   | (15)  |      | 15   | (10) | (5)  | (2)  | 4    | (7)  | (7)  | (5)  |
| 中国矿产量     | 400  | 412   | 427   | 3.6% | 78   | 109  | 104  | 121  | 106  | 107  | 107  | 108  |
| 中国冶炼产量    | 636  | 641   | 659   | 2.8% | 159  | 157  | 162  | 163  | 159  | 159  | 166  | 175  |
| 抛储        | 0    | 18    | 0     |      | 0    | 13   | 5    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中国净进口     | 51   | 46    | 45    |      | 13   | 13   | 9    | 10   | 8    | 13   | 13   | 11   |
| 中国需求      | 683  | 706   | 713   | 1.0% | 164  | 191  | 176  | 175  | 161  | 178  | 185  | 189  |
| 中国平衡（加抛储） | 5    | (1)   | (9)   |      | 8    | (8)  | 0    | (2)  | 6    | (6)  | (6)  | (3)  |

资料来源：招商期货研究所



## 研究员简介:

赵嘉瑜：招商期货研究所有色金属研究员，借调招商基金。具有期货从业资格（证书编号：F3065666）和投资咨询从业资格（证书编号：Z0016776），美国纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交大经济学与法语双学士，曾在曼氏金融工作，善于宏观、微观结合分析。

徐世伟：金融风险管理师（FRM），上期所（贵金属期权）优秀讲师，有8年以上期货及衍生品投资研究经历，擅长FICC衍生品研究与结构型产品设计，对贵金属尤其是白银产业链有深入了解，目前从事白银、纸浆等大宗商品研究。期货从业资格（证书编号：F0307617）及投资咨询资格（证书编号：Z0001836）。

重要声明：本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。