

## 2024 年春节前后有色累库分析及预测

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

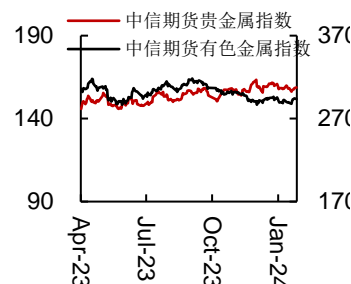
随着春节临近，有色金属下游将陆续放假。当前有色金属需求整体有一定韧性，但接下来将进一步季节性回落，按往年规律来看，要等到 3 月中旬才能够恢复正常。而冶炼企业在春节期间多数是保持正常生产的，如：铜、铝、锌和不锈钢等，锡春节期间因部分炼厂放假产量会明显回落，工业硅生产也会受到一定限制。我们看到 2023 年元旦之后，有色金属多数品种库存普遍开始累库，但节奏并不快。考虑到有色部分品种供应端仍存在一些扰动；而各终端预期分化，电力投资放缓，一季度家电排产预期维持高位，汽车产销维持高位，房地产销售和竣工预期下降，基建投资增速预期放缓，电子行业迎来修复。整体来看，供应端有扰动但还处于偏高增长状态，需求预期偏负面但现实端还有较强韧性，我们认为 2024 年春节后有色金属累库增量可能偏高，但需要谨防部分品种冶炼端加大检修或者减产扰动风险。

### 摘要：

**铜：**考虑到当前中国铜现实消费有一定韧性，但增速放缓。部分终端表现不错，空调等家电产品一季度排产维持高增长，汽车产销维持高增长；电网投资放缓且房地产销售偏弱。同时，近期铜精矿加工费持续快速下跌，铜冶炼利润出现一定亏损，考虑到冶炼厂和矿商一季度末可能存在博弈，估计一季度末冶炼厂加大检修规模或者检修的可能性比较大，但精铜产量预计还是会维持在偏高位，主要是由于国内冶炼厂仍将面临经济稳增长压力且冶炼厂新增产能较多（一季度有将近 30 万吨冶炼产能投产），我们认为 2024 年春节后沪铜季节性累库可能偏高，预计沪铜春节前后可能累库 21 万吨左右，沪铜交易所库存高点将回升到 26 万吨左右。

**铝：**2024 年下游需求呈现季节性走弱现象，春节较去年相对较晚，叠加去年国内疫情解封，因此今年国内电解铝春节库存拐点晚于去年同期，同时由于 2023 年底结余库存偏低，因此国内库存绝对水平处在历史低位。地产低迷叠加终端需求恢复不达预期，企业在手订单不如往年，国内铝累库斜率为春节前两周偏高水平，我们预计春节前两周、春节期间及节后两周库存将回升至 130 万吨。按照以往的数据统计，春节后累库周数 6 周左右，预计在 3 月份中旬铝库存将累积至历史次高点，随后将开始重新去库，去库斜率取决于未来需求兑现情况。

**锌：**当前锌精矿加工费不断下滑，精炼锌冶炼厂利润较低，后续供应端有减产的风险。



### 有色金属与新材料团队

研究员：

沈照明  
021-80401745  
Shenzhaoming@citicsf.com  
从业资格号：F3074367  
投资咨询号：Z0015479

李苏横  
0755-82723054  
lisuheng@citicsf.com  
从业资格号：F03093505  
投资咨询号：Z0017197

郑非凡  
zhenfeifan@citicsf.com  
从业资格号：F03088415  
投资咨询号：Z0016667

张远  
zhangyuan@citicsf.com  
从业资格号：F03087000  
投资咨询号：Z0019399

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

考虑到短期供应仍然维持偏高水平，锌锭端减产需要时间发酵，预计 2024 年春节期间供应不会迅速下滑，精炼锌累库幅度或处于往年平均水平，预计精炼锌春节期间累库幅度将达 15 万吨，春节后库存高点将回升到 21-22 万吨。

铅：2024 年节后或累库。2024 年春节前再生铅原料端废电池价格持续攀升挤压再生铅炼厂利润，原料紧张叠加利润收缩导致炼厂停产检修范围加大，进入 1 月份，部分炼厂顺势提前放假，再生铅产量出现明显减量叠加蓄电池企业春节前的备库行为导致社会库存出现去库。展望节后，再生铅炼厂节后有复产预期释放供给增量，而原生铅作为白银副产品在白银价格乐观预期下或整体稳定，需求端替换需求季节性走弱，新装需求被锂电池替代逐渐深化（比亚迪将旗下启动电池全部改为磷酸铁锂电池），在节后供给有增需求转弱预期背景下，铅锭社会库存或会呈现累库，预计累库幅度在 2-4 万吨区间。

镍：目前镍市场延续供需过剩状态，2023 年以来，由于电镍产能的大幅扩张，加之沪伦两市交割品牌的不断扩容，交仓累库依然成为近半年以来现实。预计春节期间仍无明显季节性变化，国内社库、仓单等或均呈现累积，全球总体显性库存延续震荡上累之势，预计春节前后全球显性库存累积近万吨。

不锈钢：当前不锈钢原料环节镍铁易涨难跌，铬铁小幅走弱但空间有限，成本端坚挺，生产利润目前尚可，钢厂 2 月排产预计维持季节性低位，但基于钢厂利润及接单情况来看，实际生产或强于往年季节性预期，下游节前需求及成交较好，关注节后需求不及预期致使库存累积速率出现一定预期差，春节前后库存仍存在较大上累空间，旧口径下预计或将进一步累库至逾 90 万吨。

锡：当前进口锡矿下滑，我们预计 1 月份产量将与 2023 年持平，但二月供应将环比明显下滑；当前需求回暖，但是锡价的快速上涨还是打击了企业春节备库的意愿，预计 2024 年春节前后库存将累库 1000 吨左右。

工业硅：需求端来看，当前工业硅消费相对偏弱，有机硅价格依然处于亏损状态，硅粉厂节前备货基本完成，供应端来看，新疆受环保限电影响开工率偏低，西南地区产量也处于往年低位，考虑到供应下滑幅度更大，我们认为 2024 年春节期间工业硅去库或高于往年，预计 2024 年春节前后库存将去化 2 万吨，需要关注新疆地区硅厂的复产情况。

碳酸锂：在价格低位的影响下，2024 年年初部分冶炼厂放假较早，产量已经有所下滑；而需求情况亦不乐观，2024 年需求增速放缓，尽管 1 月中上旬正极产量环比增长，但也是在为春节备库的，预计春节期间下游开工率也将大幅下滑。在进口维持增长的状态下，预计春节前后国内碳酸锂社会库存将累积 5000 吨左右。

氧化铝：2023 年 12 月以来，受矿石供应紧张、环保扰动等因素影响导致的减停产产能较多。春节前受环保因素的影响减复产交织，运行产能持续波动，截至 2024 年春节前第二

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

周，运行产能环比有所回升但仍未回到 2023 年 12 月初的水平。需求端 2023 年 10 月底云南电解铝开始逐步减产，进入 12 月后运行产能基本稳定。考虑到环保因素整体的周期性和持续时间不长，以及矿山春季陆续复产，国内端的供应扰动在春节或两会后将逐渐消退。预计 2024 年春节前后国内氧化铝仍将有约 8 万吨的去库。

**风险因素：**中国经济刺激超预期、供应中断

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、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。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

## 目 录

摘要： .....	1
一、铜历年春节前后累库情况分析 & 预测 .....	7
1.1、历年铜春节前后累库情况 .....	7
1.2、铜 2024 年春节前后累库预测 .....	9
1.3、历年铜春节前后价格涨跌 .....	10
二、历年铝春节前后累库情况 .....	11
2.1、历年铝春节前后累库情况 .....	11
2.2、铝 2024 年春节前后累库预测 .....	12
三、历年锌春节前后累库情况 .....	13
3.1、历年锌春节前后累库情况 .....	13
3.2、锌 2024 年春节前后累库预测 .....	14
四、铅历年春节前后累库情况分析 & 预测 .....	16
4.1、铅历年春节前后累库情况 .....	16
4.2、铅 2024 年春节前后累库预测 .....	17
五、镍历年春节前后累库情况分析 & 预测 .....	17
5.1、镍历年春节前后累库情况 .....	17
5.2、镍 2024 年春节前后累库预测 .....	20
六、不锈钢历年春节前后累库情况分析 & 预测 .....	20
6.1、不锈钢历年春节前后累库情况 .....	20
6.2、不锈钢 2024 年春节前后累库预测 .....	21
七、锡历年春节前后累库情况分析 & 预测 .....	22
7.1、锡历年春节前后累库情况 .....	22
7.2、锡 2024 年春节前后累库预测 .....	22
八、工业硅库存历年春节前后变动情况分析 & 预测 .....	23
8.1、历年工业硅库存春节前后变动情况 .....	23
8.2、工业硅 2024 年春节前后去库预测 .....	24
8.3、历年工业硅春节前后价格涨跌 .....	25
九、碳酸锂库存历年春节前后变动情况分析 & 预测 .....	26
9.1、历年碳酸锂库存春节前后变动情况 .....	26
9.2、碳酸锂 2024 年春节前后去库预测 .....	26
十、历年氧化铝春节前后累库情况 .....	27
10.1、历年氧化铝春节前后库存变动情况 .....	27
10.2、氧化铝 2024 年春节前后累库预测 .....	27
免责声明 .....	29

## 图表目录

图表 1: 三大交易所铜历年春节前后累库情况.....	7
图表 2: 上海保税库铜历年春节前后累库情况.....	8
图表 3: 广东铜社库历年春节前后累库情况.....	9
图表 4: 历年春节后沪铜累库情况.....	9
图表 5: 历年春节后铜价表现情况.....	10
图表 6: 中国铝棒+铝锭库存历年春节前后累库情况.....	11
图表 7: 中国铝锭库存历年春节前后累库情况.....	11
图表 8: 中国铝棒库存历年春节前后累库情况.....	12
图表 9: 国内电解铝日均产量.....	12
图表 10: 电解铝及铝合金净进口量.....	12
图表 11: 铝初端行业平均开工率 .....	13
图表 12: 国内铝锭+铝棒库存.....	13
图表 13: 国内铝锭+铝棒库存预估.....	13
图表 14: 国内铝表观消费量预估.....	13
图表 15: 锌历年春节前后社会库存累库情况.....	14
图表 16: 精炼锌月度产量 .....	15
图表 17: 精炼锌进口量 .....	15
图表 18: 历年锌社会库存累积高点及旺季去库表现.....	15
图表 19: 铝锭社会库存季节性变化.....	16
图表 20: 原生铝企业开工率.....	16
图表 21: 再生铝企业开工率 .....	16
图表 22: 铅酸蓄电池开工率.....	16
图表 23: 铝锭历年春节前后社会库存累库情况.....	17
图表 24: 铝锭历年春节前后两大交易所累库情况.....	17
图表 25: 镍交易所库存历年春节前后累库情况.....	18
图表 26: 镍保税区库存历年春节前后累库情况.....	18
图表 27: 镍社会库存历年春节前后累库情况.....	19
图表 28: 镍社会库存走势 .....	19
图表 29: 春节前后十五个交易日金川镍升贴水.....	20
图表 30: 春节前后十五个交易日俄镍升贴水.....	20
图表 31: 春节前后十五个交易日镍豆升贴水.....	20
图表 32: 不锈钢社会库存历年春节前后累库情况.....	21
图表 33: 不锈钢社会库存（旧口径）季节性.....	21
图表 34: SMM 中国锡锭产量情况 .....	22
图表 35: 两大交易所锡历年春节前后累库情况.....	22
图表 36: 工业硅历年春节前后社会库存情况.....	23
图表 37: 工业硅历年春节前后去库情况.....	23
图表 38: 工业硅历年库存变动情况.....	24
图表 39: 工业硅产量 .....	25
图表 40: 工业硅开工率 .....	25

图表 41: 历年春节后工业硅现货价格表现情况.....	25
图表 42: 碳酸锂历年春节前后社会库存情况.....	26
图表 43: 碳酸锂产量情况 .....	26
图表 44: 中国氧化铝库存历年春节前后变动情况.....	27
图表 45: 中国氧化铝周度库存 .....	27
图表 46: 氧化铝运行产能 .....	28
图表 47: 电解铝运行产能.....	28



随着春节临近，有色金属下游将陆续放假。当前有色金属需求整体有一定韧性，但接下来将进一步季节性回落，按往年规律来看，要等到3月中旬才能够恢复正常。而冶炼企业在春节期间多数是保持正常生产的，如：铜、铝、锌和不锈钢等，锡春节期间因部分炼厂放假产量会明显回落，工业硅生产也会受到一定限制。我们看到2023年元旦之后，有色金属多数品种库存普遍开始累库，但节奏并不快。考虑到有色部分品种供应端仍存在一些扰动；而各终端预期分化，电力投资放缓，一季度家电排产预期维持高位，汽车产销维持高位，房地产销售和竣工预期下降，基建投资增速预期放缓，电子行业迎来修复。整体来看，供应端有扰动但还处于偏高增长状态，需求预期偏负面但现实端还有较强韧性，我们认为2024年春节后有色金属累库绝对量可能偏高，但需要谨防部分品种冶炼端加大检修或者减产扰动风险。

## 一、铜历年春节前后累库情况分析预测

### 1.1、历年铜春节前后累库情况

一季度是中国铜消费的传统淡季，2月初下游企业普遍放假1-2周，但冶炼企业是连续生产的，这使得国内春节前后铜季节性累库的特征较为明显。2023年在12月以来，在铜价持续处于高位且新增订单偏弱背景下，下游消费逐步放缓，铜库存低位逐步回升。

三大交易所铜库存在每年春节前后普遍都会累库，主要影响便是沪铜季节性的累库，如2023年春节前后，三大交易所铜5周合计累库约12.8万吨，其中沪铜累库16.2万吨，占比127%，LME铜和Comex铜库存分别下降2.3万吨和下降1万吨。伦铜库存也阶段性会出现较大的变动，如2020年春节期间，三大交易所铜5周合计累库15.3万吨，其中沪铜贡献了12.9万吨，伦铜贡献了3万吨，伦铜在2020年春节前一周交仓近7万吨。

图表 1：三大交易所铜历年春节前后累库情况 单位：吨

铜库存 (LME+SHFE+COMEX)	春节前两周库存总量	春节前第二周库存增幅	春节前一周库存增幅	春节期间库存增幅	春节后第一周库存增幅	春节后第二周库存增幅	5周合计
2016	502302	22807	15885	-6475	23939	-12554	43602
2017	545434	-1636	31266	-5504	6405	41085	71616
2018	745980	46413	11612	6910	24760	33930	123625
2019	356535	24345	19974	-7281	51310	-5695	82653
2020	301689	-6942	86936	-15588	46217	42121	152744
2021	215451	73	5929	-1769	34307	39780	78320
2022	194653	20859	-3420	-9980	57479	24705	89643
2023	200847	18734	32527	-8031	79031	6158	128419
2024	226247						

资料来源：Wind 中信期货研究所

2024 年春节两周前 LME+Comex+SHFE 铜库存约 22.6 万吨，处于历史较低的库存水平，相比于 2021-2023 年同期，今年当下的库存水平要略偏高一些，但也相差不大。主要是由于近几年矿端、冶炼端生产并不稳定，比如：2022 年冶炼端是国内意外减产和检修导致开工率下降，海外偏正常，2023 年海外意外减产和检修规模较大，国内产能利用率提升，但国内外供应端并未形成合力；需求端具有较强韧性，风光装机快速增长及新能源汽车销售快速攀升驱动清洁能源需求占比提升，这在一定程度抵消国内房地产下行及海外经济放缓带来的需求冲击，也直接造成铜显性库存迟迟未能明显累积。

上海保税库铜库存在春节前后 2 周几乎都是累库的，除消费季节性转淡的影响外，海关操作和物流因素也是很重要的原因。目前进口窗口关闭，但冶炼厂铜精矿加工手册下出口没有利润，上海保税库铜库存有累库压力。今年上海保税库铜库存绝对数字偏低，几乎是 2008 年以来的低位，主要是由于中美利差持续大幅倒挂，人民币偏弱势，融资性库存几乎全部被清理干净，并且融资性进口也受到一定约束，这使得上海保税库铜库存持续维持低位，估计今年春节前后上海保税库铜库存可能小幅累积，难以出现像 2023 年一样的大幅堆积。

从过去几年的累库情况来看，广东铜社库在春节前后 2 周合计累库在 3-5 万吨之间，从过去累库情况来看，累库的幅度主要集中在春节后的 1-2 周，这主要是受到下游复工稍晚的影响；2024 年春节第二周前广东铜社会库存约 0.8 万吨，仍处于近些年低位，但相比于 2023 年同期略微抬升，春节前第二周累库约 0.6 万吨（截止 1 月 29 日），累库幅度正常略偏快。

图表 2：上海保税库铜历年春节前后累库情况

单位：万吨

上海保税区 铜库存	春节前两周 库存总量	春节前第二 周库存增幅	春节前一周 库存增幅	春节后第一 周库存增幅	春节后第二 周库存增幅	春节前后四 周合计
2016	39.0	3.0	4.0	5.0	-3.0	9.0
2017	53.5	3.0	2.5	0.5	1.0	7.0
2018	46.6	1.1	2.7	0.6	-2.3	2.1
2019	43.9	-0.8	1.0	1.7	1.1	3.0
2020	26.5	0.7	2.1	0.7	2.1	5.5
2021	35.2	-0.7	0.6	-0.5	1.3	0.7
2022	18.8	0.9	1.7	1.7	2.0	6.3
2023	5.4	1.2	1.7	2.9	1.8	7.6
2024	0.9					

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所



图表 3：广东铜社会历年春节前后累库情况

单位：万吨

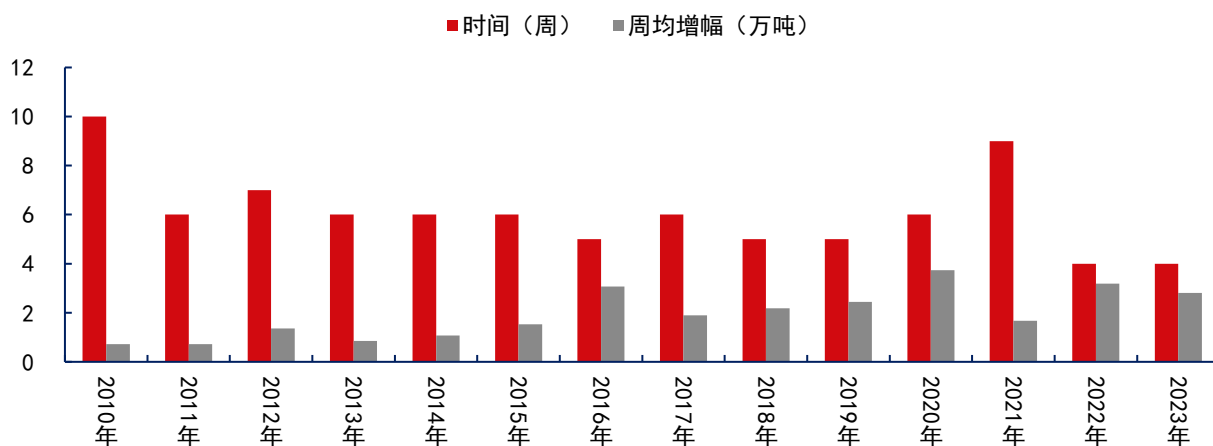
广东铜社会 库存	春节前两周 库存总量	春节前第二 周库存增幅	春节前一周 库存增幅	春节后第一 周库存增幅	春节后第二 周库存增幅	春节前后四 周合计
2016	3.1	-0.4	0.0	2.2	1.2	3.0
2017	1.3	-0.7	0.4	2.4	0.6	2.7
2018	1.3	0.6	-0.3	2.9	0.3	3.5
2019	1.2	0.3	1.4	0.0	3.3	5.0
2020	4.0	-0.3	0.0	3.4	1.6	4.8
2021	3.1	0.1	0.3	1.7	1.6	3.7
2022	2.9	-0.1	0.2	0.5	0.2	4.6
2023	0.6	0.3	1.6	3.2	-0.2	4.9
2024	0.8	0.6				

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

由于下游放假时间稍长，冶炼厂是持续生产的，所以冶炼厂部分无法销售的铜就会转到沪铜上交割，这会推动沪铜在春节后持续累库。最近 10 年，春节后沪铜累库持续时间一般在 5-7 周，平均在 6 周，而从沪铜周均累库的量来看，呈现攀升的态势，这是由于随着中国精铜产量持续扩张，日均产量也在逐年提高，扣除掉 2020 年较为异常的累库，过去几年周均累库在 1-3 万吨。2023 年春节后沪铜累库时间仅仅只有 4 周，明显低于往年平均累库时间，主要是受益于 2023 年年初铜价阶段性快速上涨，铜内外负价差极端化，国内冶炼厂在铜精矿加工手册下积极出口，这在一定程度上缓解了国内累库压力，并且铜价在 2023 年二季度旺季震荡下跌，这在一定程度上提振国内消费，所以 2023 年沪铜累库持续时间偏短。就当下来看，铜价维持在高位窄幅波动，并且铜内外负价差也不极端，考虑到 2024 年国内铜消费预期整体并不乐观，我们认为今年春节后沪铜累库时间有可能往 6 周或以上靠拢。

图表 4：历年春节后沪铜累库情况

单位：周、万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 1.2、铜 2024 年春节前后累库预测

考虑到当前中国铜现实消费有一定韧性，但增速放缓，部分终端表现不错，空调等家电产品一季度排产维持高增长，汽车产销维持高增长，电网投资放缓且房地产销售偏弱；2024 年全年来看，风光新增装机预期放缓，国家电网预算目标下调，在房地产销售偏弱且竣工预计下降的背景下，家电产销预计放缓，铜消费预期偏悲观。同时，近期铜精矿加工费持续快速下跌，铜冶炼利润出现一定亏损，考虑到冶炼厂和矿商一季度末可能存在博弈，估计一季度末冶炼厂加大检修规模或者检修的可能性比较大，但精铜产量预计还是会维持在偏高位，主要是由于国内冶炼厂仍将面临稳增长压力且冶炼厂新增产能较多（一季度有将近 30 万吨冶炼产能投产），我们认为 2024 年春节后沪铜季节性累库可能偏高，预计沪铜春节前后可能累库 21 万吨左右，沪铜交易所库存高点将回升到 26 万吨左右。

### 1.3、历年铜春节前后价格涨跌

从我们统计的春节期间伦铜涨跌来看，大多数年份伦铜在春节期间是上涨的，这是由于中国 1-2 月的很多经济数据发布时间延后，就算有相关政策也会等到 3 月才会逐渐出台，这使得 1-2 月出现政策扰动的真空期，同时，春节后便是中国即将到来的消费旺季，投资者往往在这个时间段会抱有较高的预期，拉高价格，等待中国消费者开市后买入。

2020 年的情况比较特殊，在当年春节期间伦铜出现较大幅度的下跌。2020 年春节期间，由于新冠疫情影响，中国在春节前采取了较为严厉的疫情管制措施，投资者担心中国铜需求走弱，这使得伦铜在当年春节期间出现较大幅度的下跌。

图表 5：历年春节后铜价表现情况

单位：元/吨，%

	春节前两周 价格	春节前第二 周价格涨跌	春节前一周 价格涨跌	春节期间 LME 涨跌	春节后第一 周价格涨跌	春节后第二 周价格涨跌
2016	35780	1.7%	2.2%	-2.7%	-1.5%	-0.2%
2017	46300	-2.5%	4.0%	1.0%	-2.3%	2.1%
2018	51740	-3.9%	2.6%	2.0%	1.7%	-2.4%
2019	47290	-1.0%	2.0%	1.0%	-0.3%	3.4%
2020	49090	0.6%	-2.4%	-6.1%	-4.8%	0.7%
2021	58260	1.0%	4.2%	1.5%	7.8%	5.6%
2022	71460	-0.2%	-1.4%	1.2%	1.7%	0.6%
2023	65120	5.3%	2.6%	-0.7%	-2.2%	-0.6%
2024	68870					

资料来源：Wind 中信期货研究所

我们还发现春节期间伦铜的涨跌跟春节前铜涨跌有一定关系，春节前的情绪往往会延续到春节期间外盘的表现，在春节前一周涨幅较大的年份，绝大多数年份伦铜在春节期间都是上涨的，并且还有不错的涨幅。并且，春节前沪铜价格涨跌幅度不大的年份，当年伦铜在春节期间涨跌幅度也不会太大。

2024 年春节前，国内外宏观面预期并不一致，中国央行意外释放超预期降准

的消息，这在一定程度上抵消房地产销售预期悲观的影响；同时，12月美国就业数据好于预期且CPI超预期回升，美联储降息预期出现一定反复，美元指数震荡反弹。相较于2023年，今年春节前投资者对宏观面预期一般，沪铜在春节前第二周上涨0.2%（截止1月30日），估计今年春节期间伦铜可能表现一般。

二、历年铝春节前后累库情况

2.1、历年铝春节前后累库情况

由于春节前后及春节期间为铝下游的传统消费淡季，铝加工及终端企业普遍放假，但铝冶炼企业的连续生产特性，使得国内春节前后电解铝季节性累库特征较为明显。

根据历史统计情况来看，历史上春节期间电解铝均出现了一定程度的累库，尤以2020年较为显著，主要是由于新冠肺炎疫情的爆发，引发终端需求崩塌，国内电解铝库存大幅累积，2020年、2021年、2022年及2023年五周合计库存增幅分别高达112%、83%、43%、49%。2018年和2019年春节期间库存的累积幅度则相对较低。

图表 6：中国铝棒+铝锭库存历年春节前后累库情况 单位：万吨

年份	春节前两周库存总量	春节前第二周库存增量	春节前一周库存增量			春节期间库存增量			春节后第一周库存增量			春节后第二周库存增量			五周合计增幅	
2018	182.55	-1.55	-0.8%	3.7	2%	19.2	10%	17.85	9%	9.35	4%	48.55	27%			
2019	130.65	4.65	3.6%	9.6	7%	21.35	15%	10.05	6%	4.9	3%	50.55	39%			
2020	65.6	4.25	6.5%	9.25	13%	20.8	26%	21.95	22%	17.1	14%	73.35	112%			
2021	79.7	4.25	5.3%	12.35	15%	18.3	19%	20.75	18%	7.75	6%	66.2	83%			
2022	111.1	4.45	6.5%	4.65	4%	21.45	18%	8.2	6%	8.55	6%	47.3	43%			
2023	72.25	4.25	5.9%	17.5	23%	31.25	33%	7.95	6%	11	8%	35.75	49%			
2024	58.1	5.2	6.5%													

资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表 7：中国铝锭库存历年春节前后累库情况 单位：万吨

年份	春节前两周库存总量	春节前第二周库存增量	春节前一周库存增量		春节期间库存增量		春节后第一周库存增量		春节后第二周库存增量		五周合计增幅		
2018	173.4	-2.3	-1%	2.4	1%	17.5	10%	16.4	9%	11.5	6%	45.5	26%
2019	120.5	3.6	3%	8.1	7%	17	13%	8.4	6%	5.6	4%	42.7	35%
2020	59.2	3	5%	5.9	9%	16.9	25%	19.8	23%	13.1	13%	58.7	99%
2021	68.8	4.3	6%	7.5	10%	12.8	16%	17.4	19%	7.6	7%	49.6	72%
2022	92.5	0.7	1%	0.5	1%	15.8	17%	6.2	6%	9.3	8%	32.5	35%
2023	62.3	7.3	12%	12.6	18%	23.6	29%	6.1	6%	11.2	10%	60.8	98%
2024	44.4	3.2	7%										

资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表 8：中国铝棒库存历年春节前后累库情况

单位：万吨

年份	春节前两周库存总量	春节前第二周库存增量	春节前一周库存增量		春节期间库存增量		春节后第一周库存增量		春节后第二周库存增量		五周合计增幅		
2018	9.15	0.75	8%	1.3	13%	1.7	15%	1.45	11%	-2.15	-15%	3.05	33%
2019	10.15	1.05	10%	1.5	13%	4.35	34%	1.65	10%	-0.7	-4%	7.85	77%
2020	6.4	1.25	20%	3.35	44%	3.9	35%	2.15	14%	4	23%	14.65	229%
2021	10.9	2.75	25%	4.85	36%	5.5	30%	3.35	14%	0.15	1%	16.6	152%
2022	18.6	3.75	20%	4.15	19%	5.65	21%	2	6%	-0.75	-2%	14.8	80%
2023	9.95	1.55	16%	4.9	43%	7.65	47%	1.85	8%	-0.2	-1%	15.75	158%
2024	13.7	2	15%										

资料来源：Mysteel 中信期货研究所

## 2.2、铝 2024 年春节前后累库预测

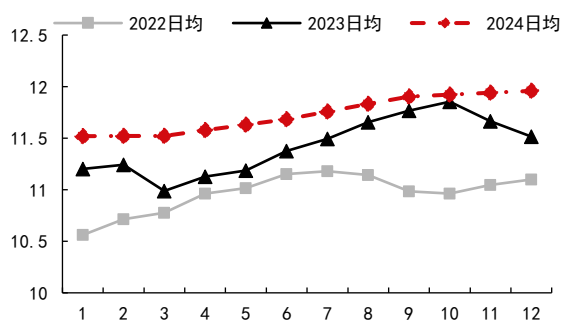
根据阿拉丁数据显示，2023 年全年铝运行产能为 4203.8 万吨，截至上周，国内电解铝运行产能持平于 4203.8 万吨，据了解，云南区域枯水期来水和蓄水好于往年，发电量也高于往年，当地电解铝二轮减产可能性下降，国内电解铝产能整体维持稳定。

当前全行业利润尚可，冶炼厂投产积极性较高，2024 年，国内具备投复产条件的产能规模约 161 万吨，主要集中在贵州、内蒙古、云南地区。从项目进度看，西南项目或多或少受到电力扰动，但在国内稳增长的大目标下，铝厂担负着地方工业产值、税收及就业等社会责任，参考去年限电情况综合评估，预计国内电解铝产能集中释放的时间将集中在 2024 年三季度，春节前后及春节期间产能增量极为有限。

供应的调节项主要来自于进口，地缘因素使得贸易流转向延续，因此俄罗斯金属或常态化进入国内市场，按照 2023 年的基准情形假设，俄铝仍以月均 8-9 万吨的量进入国内，同时国内外的宏观预期差或令内外比值维持相对高位，进口窗口或维持阶段性打开的可能性，展望 2024 年春节前后，铝及铝合金仍将维持较高的进口量，叠加 12 至 1 月进口大多数时间均维持盈利状态，预计春节前后进口量进口铝锭及铝合金对市场冲击将边际走强。

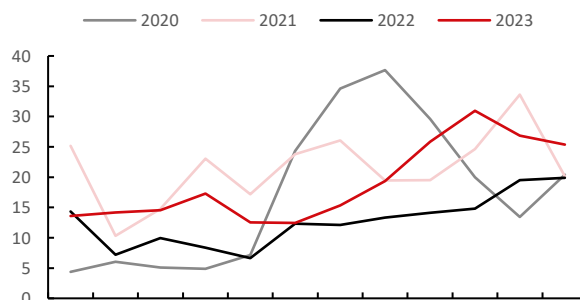
图表 9：国内电解铝日均产量

单位：万吨



图表 10：电解铝及铝合金净进口量

单位：万吨

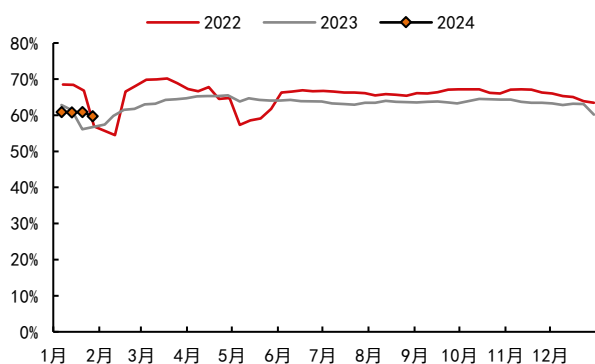


资料来源：阿拉丁 中信期货研究所

资料来源：阿拉丁 中信期货研究所

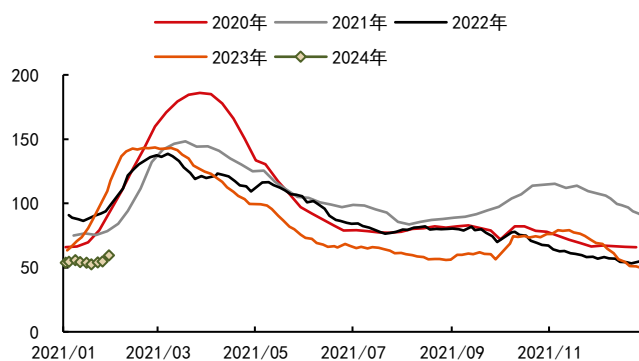
2024 年下游需求呈现季节性走弱现象，春节较去年相对较晚，叠加去年国内疫情解封，因此今年国内电解铝春节库存拐点晚于去年同期，同时由于 2023 年底结余库存偏低，因此国内库存绝对水平处在历史低位。根据 Mysteel，春节前两周铝锭及铝棒库存小幅累积至 58.05 万吨，地产低迷叠加终端需求恢复不达预期，企业在手订单不如往年，国内铝累库斜率为春节前两周偏高水平，截至 1 月 29 号，铝锭及铝棒库存累积 5.2 万吨至 58.05 万吨。我们预计春节前两周、春节期间及节后两周库存将回升至 130 万吨。按照以往的数据统计，春节后累库周数 6 周左右，预计在 3 月份中旬铝库存将累积至历史次高点，随后将开始重新去库，去库斜率取决于未来需求兑现情况。

图表 11：铝初端行业平均开工率 单位：%



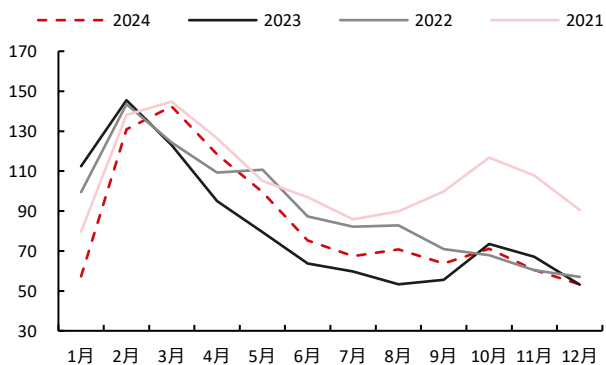
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 12：国内铝锭+铝棒库存 单位：万吨



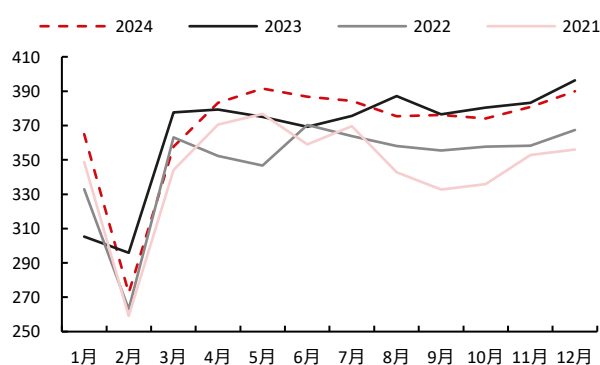
资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 13：国内铝锭+铝棒库存预估 单位：万吨



资料来源：SMM Mysteel 中信期货研究所

图表 14：国内铝表观消费量预估 单位：万吨



资料来源：SMM Mysteel 中信期货研究所

## 三、历年锌春节前后累库情况

### 3.1、历年锌春节前后累库情况

中国锌消费在 1 季度处于淡季，并且在 2 月前后有春节因素的影响，加工及

下游终端企业普遍放假 1-2 周，但冶炼企业是连续生产的，因此，季节性供需错配，加上物流暂停或减少，多数有色品种包括锌，一般在 1 月中-3 月中，均呈现季节性累库的特征。

在过去 7 年来，锌社会库存春节前后均有累库，主要是受到沪锌季节性累库的冲击。从累库时间来看，一般在节前 1-2 开始累库，持续 6-8 周不等，其中 2020 年和 2019 年累库时间较长，均达 11 周。2019 年主要是由于全球锌矿出现了显著恢复性增长，同时进口矿对国产矿替代效应增强，冶炼厂原料制约较小，叠加加工费带动冶炼厂利润处于高位水平，冶炼企业生产意愿非常高，基本处于满负荷生产状态，供给端的强力释放支撑了累库的持续时长。2020 年主要是由于疫情因素，下游消费出现断崖式下跌，且由于各地的疫情管控政策严格，持续时间较长，复工复产的速度较慢，因此 2020 年的累库不仅持续时间长，累积的量也比较大。

图表 15：锌历年春节前后社会库存累库情况

单位：万吨

社会库存	春节前3周	春节前2周	春节前1周	春节期间	春节后1周	春节后2周	6周合计增幅
2023	1.3	1.2	2.4	5.5	1.6	1.1	13.1
2022	-0.2	1.1	2.7	5.7	2.5	2	13.8
2021	-0.4	1.6	1.3	5.7	3.8	-0.3	11.7
2020	0.1	0.3	1.7	6	2.8	4.4	15.3
2019	0.6	0.6	0.7	5.7	2.1	0.7	10.4
2018	1.5	1.5	3.8	4.5	2.1	0.2	13.6
2017	0.6	1.3	1.8	3.2	1.5	0.5	8.9
2016	0	1.1	1.7	4.5	2.9	0.7	10.9

资料来源：Wind SMM MySteel 中信期货研究所

从累库的数量来看，一般节后累库 6-10 万吨，前后总累库 13-15 万吨不等，2020 年由于疫情原因总累库量较大，春节累库量达 15.3 万吨；2017 年累库量较小，仅有 8.9 万吨，主要是由于 2017 年全球矿端产能收缩，海外锌矿山关停，海外三大锌精矿龙头企业计划产量同比下降 78 万吨，占全球需求量 6%。国内许多民营小矿关闭，供应侧持续收紧导致累库偏低。

从我们统计的春节期间沪锌的涨跌来看，大多数年份沪锌在春节之前是上涨的，而节后往往有下跌。2020 年的情况比较特殊，在当年春节期间沪锌出现较大幅度的下跌。2020 年春节期间，由于新冠疫情影响，中国在春节前采取了较为严厉疫情管制措施，国内锌锭春节累库幅度凸显，对节后锌价均形成了压制，节后锌价表现明显偏弱。其它年份的春季累库幅度中性或偏低，对锌价的压力较小。

### 3.2、锌 2024 年春节前后累库预测

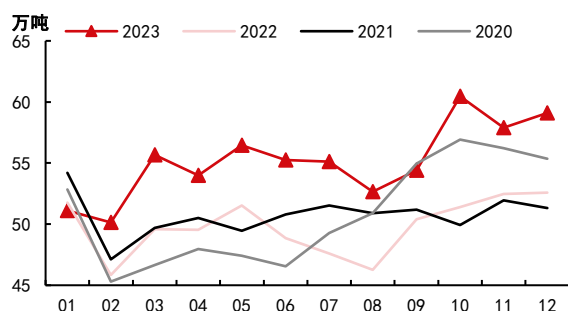
自 2023 年以来，国内外锌矿加工费开始回落。现阶段国产锌矿加工费降至 4100 元/吨，进口锌矿加工费降至 80 美元/吨，锌矿供应开始收集。随着冶炼加工费的回落，当前冶炼厂利润是进一步下降，这使得炼厂生产意愿后续将会减弱。



国内 12 月锌锭产量超 59 万吨，仍然处于高位，考虑到锌锭进口量也处于较高水平，锌锭供应端压力短期仍然较大。中长期来看，锌矿供应逐渐收紧，2023 年海外锌矿减产较多，前期锌矿累计减产超 30 万吨，叠加国内北方锌矿季节性减产，国内外加工费不断下滑，这使得冶炼厂生产意愿将会有所减弱，后续供应有下滑风险。

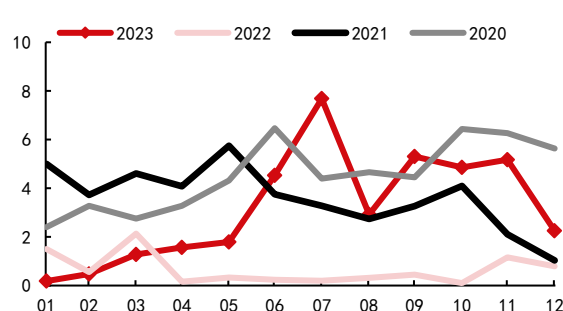
需求端来看，由于当前正处于下游需求淡季，春节前下游企业的开工率也是在继续回落。最新镀锌开工率大幅回落到了 29%，压铸锌开工率回落到了 9%，氧化锌开工率是回落到了 44%，都有一个比较大的降幅。随着春节的临近，下游多数企业基本进入到了放假状态，后续下游企业的开工率也会继续走弱。不过从中期来看，终端需求仍然具有韧性，2023 年四季度超发的 1 万亿特别国债将会在 2024 年一季度形成实物工作量，预计对需求将会有一定支撑。

图表 16：精炼锌月度产量 单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 17：精炼锌进口量 单位：万吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

在供给端仍处于高位的情况之下，精炼锌库存增幅会处于往年偏中性的水平，根据上海有色网的口径，春节前三周锌锭库存来到了 7 万吨左右。由于春节期间上游冶炼厂停产意愿仍然不够大，所以即使冶炼端发生了亏损但是产量并没有出现大幅减少。对于 2024 春节期间锌锭的累库量，我们预估春节前后累库量约为 15 万吨。

图表 18：历年锌社会库存累积高点及旺季去库表现

单位：万吨

	春节前后累库数量	春节累库高点	去库起始日期	二季度去库数量	二季度末库存量
2015	10.74	31.29	3.2	3.23	28.06
2016	8.52	43.56	3.7	11.51	30.29
2017	10.35	30.13	2.1	14.6	11.49
2018	13.88	28.74	3.1	11.95	13.25
2019	13.57	23.95	3.2	6.18	15.32
2020	20.76	30.6	3.2	9.69	19.44
2021	13.4	24.25	3.4	10.79	10.92
2022	16.5	27.7	3.7	8.22	17.99
2023	14.41	17.85	2.27	4.37	10.01
2024E	14.6	21.7	3.7	7.85	13.85

资料来源：Wind SMM MySteel 中信期货研究所

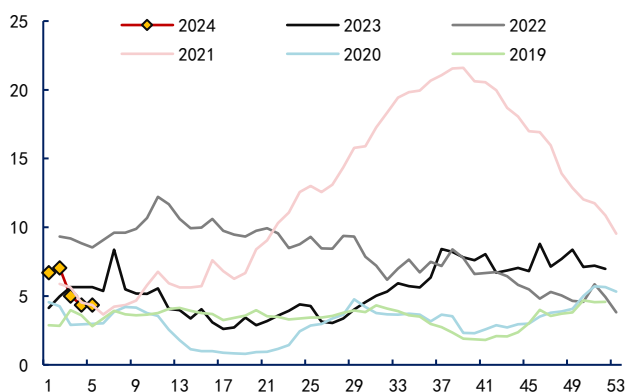
## 四、铅历年春节前后累库情况分析 & 预测

### 4.1、铅历年春节前后累库情况

从往年数据来看，铅并无季节性累库特征。有色品种的累库主要是因为冶炼厂连续生产而加工及下游终端企业普遍放假 1-2 周导致季节性供需错配。从铅的需求来看，铅蓄电池企业在春节期间确实会出现较大的开工率下滑，年均下滑 23% 左右，从铅的供应来看，原生铅冶炼厂也基本生产连续，春节假期没有较大的开工率下滑情况，但主要问题在于再生铅，再生铅在铅的供应中占比接近 60%，而再生铅企业在春节期间开工率出现大幅下滑，年均下滑 20% 左右，由于供需两端均有假期导致的较大开工下滑，且下滑幅度基本一致，因此铅的季节性供需错配不明显，这也导致国内铅锭在春节前后并无季节性累库的特征。

图表 19：铅锭社会库存季节性变化

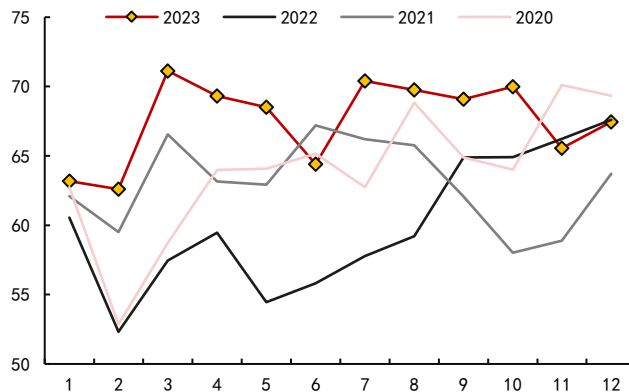
单位：%



资料来源：SMM Mysteel 中信期货研究所

图表 20：原生铅企业开工率

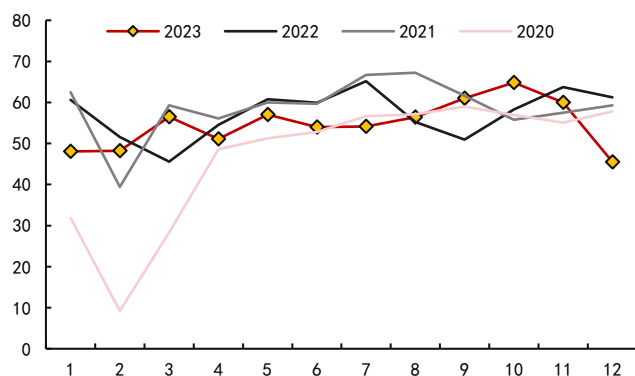
单位：%



资料来源：SMM Mysteel 中信期货研究所

图表 21：再生铅企业开工率

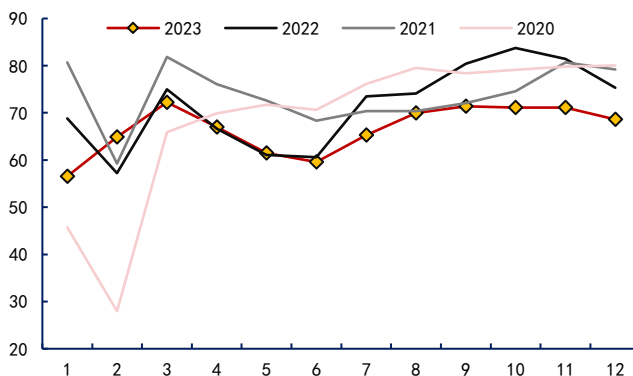
单位：%



资料来源：SMM Mysteel 中信期货研究所

图表 22：铅酸蓄电池开工率

单位：%



资料来源：SMM Mysteel 中信期货研究所

过去 6 年中，铅锭社会库存变动幅度较大的年份主要是 2021 年和 2022 年。2021 年累库较大不是季节性导致，主要是原生、再生炼厂生产的大幅提升，二、三季度均处于累库状态，由于累库量较大二季度交割仓库需求量增加，期交所批准中储天津陆通仓库扩容 2 万吨。直到 9 月集装箱问题缓解，铅锭出口呈现爆发

性增长，同时 10 月下游消费季节性修复，库存才高位回落。2022 年主要受疫情影响导致铅酸蓄电池的替换需求季节性明显滞后，叠加供给增加导致的库存累库。

图表 23：铅锭历年春节前后社会库存累库情况

单位：万吨

社会库存	春节前 3 周	春节前 2 周	春节前 1 周	春节本周	春节后 1 周	春节后 2 周	春节后 3 周
2024	-2.05	-0.65					
2023	0.32	0.84	0.67	0.00	-0.27	3.00	-2.90
2022	-0.14	-0.37	-0.28	1.05	0.02	0.28	0.78
2021	-1.10	-0.20	-0.68	0.57	0.11	0.33	1.13
2020	-0.03	-0.30	-1.35	0.11	0.85	0.35	-0.06
2019	1.14	-0.38	-0.78	1.10	-0.24	-0.08	0.06
2018	-0.76	-0.23	0.01	-0.18	0.10	0.20	0.07

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 24：铅锭历年春节前后两大交易所累库情况

单位：吨

SHFE+LME	春节前 3 周	春节前 2 周	春节前 1 周	春节本周	春节后 1 周	春节后 2 周	春节后 3 周
2024	-28414	-1972					
2023	3358	11845	-1685	-8004	7111	29224	-29110
2022	-4146	-6798	1704	383	-738	-695	3594
2021	-24265	-22114	-5008	-523	4343	2161	3647
2020	-275	-2587	-13719	-177	9463	1774	195
2019	-9226	-14326	-10237	-1092	6909	369	-1278
2018	-8731	-7764	-9942	-9447	18254	-1563	881

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 4.2、铅 2024 年春节前后累库预测

2024 年节后或累库。2024 年春节前再生铅原料端废电池价格持续攀升挤压再生铅炼厂利润，原料紧张叠加利润收缩导致炼厂停产检修范围加大，进入 1 月份，部分炼厂顺势提前放假，再生铅产量出现明显减量叠加蓄电池企业春节前的备库行为导致社会库存出现去库。展望节后，再生铅炼厂节后有复产预期释放供给增量，而原生铅作为白银副产品在白银价格乐观预期下或整体稳定，需求端替换需求季节性走弱，新装需求被锂电池替代逐渐深化（比亚迪将旗下启动电池全部改为磷酸铁锂电池），在节后供给有增需求转弱预期背景下，铅锭社会库存或会呈现累库，预计累库幅度在 2-4 万吨区间。

# 五、镍历年春节前后累库情况分析 & 预测

## 5.1、镍历年春节前后累库情况

不同于铜、铝等工业金属在春节前后常出现的季节性累库现象，回溯过去七年来看，LME 和 SHFE 两大交易所库存总和并未表现出明显的季节性变化，甚至在 2023 年春节期仍延续自 2021 年以来持续的去化状态。

2017 年、2020 年及 2021 年出现了一定程度的累库，尤以 2020 年较为显著，

2020 年年初镍本处于供需双弱局面，供应小幅下降，而春节期间新冠肺炎疫情的爆发，引发终端需求下滑明显，库存大幅累积。2018 年、2019 年、2022 年及 2023 年春节期间则库存有所去化，放眼全年来看，实则年初库存去化仅是开端，2018 年、2019 年和 2022 年镍交易所库存整体维持去化，2023 年的库存去化状态也一直延续至年中，年中过后库存开始呈现累计，近年来春节期间库存变化并未表现出明显春节特征。

交易所库存总量来看，SHFE 镍库存相较于 LME 镍库存，库存量差距较大，SHFE 镍库存占两大交易所总库存量多在 5%-20%之间，2021 年以来占比更是多在 5%左右，对交易所库存变动并不起到主导作用，有色金属常规春季累库效应影响在镍交易所库存层面进一步弱化。

图表 25：镍交易所库存历年春节前后累库情况

单位：吨

交易所库存 (LME+SHFE)	春节前两周 库存总量	春节前第二 周库存增幅	春节前一 周库存增幅	春节期间 库存增幅	春节后第一 周库存增幅	春节后第二 周库存增幅	五周合计
2017	461432	183	9328	72	-146	-3190	6247
2018	409786	-11471	-3622	-2749	-2447	-6477	-26766
2019	215112	357	-1206	-1517	-1491	-3468	-7325
2020	207969	11399	10476	11307	7737	11757	52676
2021	262580	-198	-745	1133	1666	7333	9189
2022	97746	-4266	-1764	-7230	-1158	-3240	-17658
2023	57752	-1470	-2302	-2106	-422	-2995	-9295

资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

上海保税区镍库存在春节前后季节性同样不明显，保税区库存主要由海内外价差、进口盈亏及国内供需等决定，海关政策和运输情况也是一类重要影响因素。整体来看，近年来春节期间镍进口窗口多保持关闭，而 2021 年、2022 年及 2023 年进口窗口偶有打开，因而反映到数据上来看，2021 年较之前两年库存增幅，未有明显累库情况发生，2022 年及 2023 年更是表现为库存有所去化。目前进口窗口处于持续关闭状态，近月保税库库存变动十分有限，预计今年春节期间保税区库存累积幅度同样不明显。

图表 26：镍保税区库存历年春节前后累库情况

单位：吨

上海保税区库存	春节前两周 库存总量	春节前第二 周库存增幅	春节前一 周库存增幅	春节期间 库存增幅	春节后第一 周库存增幅	春节后第二 周库存增幅	五周合计
2019	28000	200	0	0	1500	700	2400
2020	17700	400	400	0	0	500	1300
2021	16600	0	1000	0	800	-1700	100
2022	9900	-1600	-200	0	800	-700	-1700
2023	8400	-100	-300	-500	0	-500	-1400

资料来源：SMM 中信期货研究所

镍社会库存是库存变动主要观察指标，因为镍注册交易所仓单较为容易，交

易所库存变动调节性较大，整体社会库存变动对价格走势影响关系更为密切。

2019 年春节期间社会库存有所去化，2020 年-2023 年库存则有所累积。2019 年社会库存去化仅是延续 2018 年以来持续去库的趋势，未出现春节反转累库的情况，2020 年库存转向累积主要是因为新冠疫情影响导致终端需求断崖式下滑，供需缺口迅速收窄转向。2021 年库存累积主要是春节期间不锈钢厂多处于亏损状态，大幅检修导致下游需求阶段性下滑引起，镍小幅累库之后节后继续保持去化。2022 年及 2023 年的累库主要是由于进口窗口有所打开，致使保税区清关明显，大量海外资源进入社会库存。

从 2019 年年中以来的镍社会库存走势也可以看出，近年来镍整体体现出库存去化的趋势性变化而非季节性。期间仅在 2019 年 4 月至 7 月，库存有一轮较大幅度反转回升，主要是由于此前镍进口利润持续亏损，进口窗口长期关闭，而 2019 年 4 月开始镍进口窗口打开，并持续至 7 月，镍进口量同步大幅增长。就 2023 年来看，镍社会库存确有实质性出现拐点，年中之前库存延续近年以来的去化之势，年中至今，库存整体呈现持续累积状态。

图表 27：镍社会库存历年春节前后累库情况

单位：吨

社会库存(上期所+ 南储+隐性)	春节前两周 库存总量	春节前第二 周库存增幅	春节前一周 库存增幅	春节期间 库存增幅	春节后第一 周库存增幅	春节后第二 周库存增幅	五周合计
2019	31808	-1273	-2032	1139	-641	-1338	-4145
2020	47162	-3306	721	-21	253	3361	1008
2021	22772	220	31	2070	1050	109	3480
2022	9161	-719	-1145	2425	1309	408	2278
2023	2930	542	-1507	1917	-266	391	1077

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 28：镍社会库存走势

单位：吨

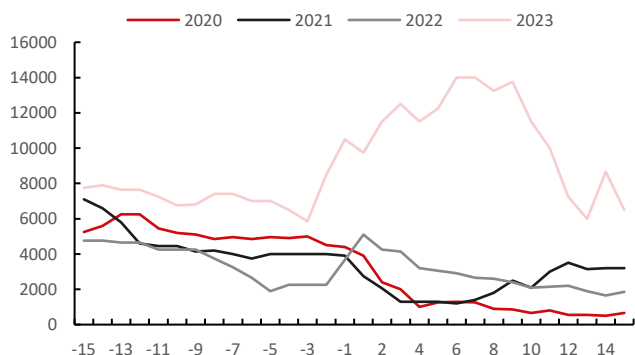


资料来源：SMM 中信期货研究所

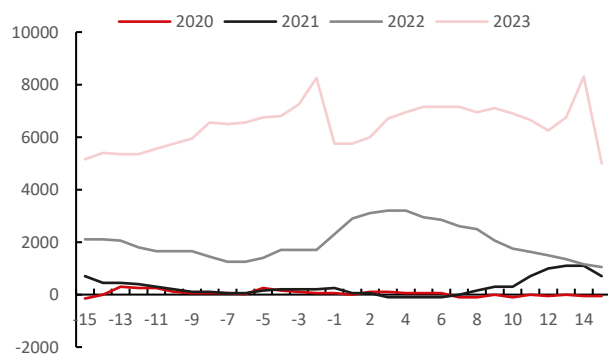
从升贴水视角来看，观察 2020 年-2023 年春节前后各十五个交易日进口镍和

镍豆对沪镍的升贴水情况，发现近四年春节期间升贴水也未有明显趋势变化，春节期间现货市场松紧状态不一，没有出现因为季节性累库带动现货升贴水趋势性下降的现象。由于 2023 年期货盘面的大幅 Back 结构，年后若时间进入次月，则会面临报价对标合约换月问题，导致升水阶段性快速上冲走阔，而后逐步回归。

图表 29：春节前后十五个交易日金川镍 单位：元/吨  
升贴水



图表 30：春节前后十五个交易日俄镍升 单位：元/吨  
贴水

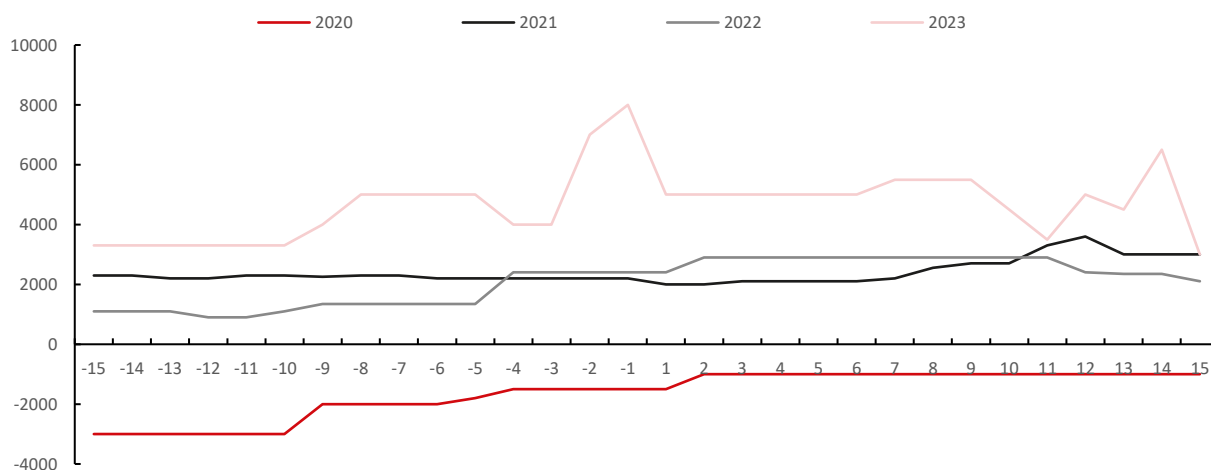


资料来源：SMM · 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

图表 31：春节前后十五个交易日镍豆升贴水

单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所

## 5.2、镍 2024 年春节前后累库预测

目前镍市场延续供需过剩状态，2023 年以来，由于电镍产能的大幅扩张，加之沪伦两市交割品牌的不断扩容，交仓累库依然成为近半年以来现实。预计春节期间仍无明显季节性变化，国内社库、仓单等或均呈现累积，全球总体显性库存延续震荡上累之势，预计春节前后全球显性库存累积近万吨。

# 六、不锈钢历年春节前后累库情况分析预测

## 6.1、不锈钢历年春节前后累库情况



一季度尤其是一二月是不锈钢消费的传统淡季，加之年末及次年年初受到春节假期因素的影响，不锈钢加工及下游终端企业普遍放假 1-2 周，但冶炼企业是连续生产的，这使得春节前后不锈钢多表现出季节性累库的特征。今年这一现象同样明显，不锈钢加工及下游终端企业进入 1 月以来开工率就多有下跌，部分企业目前已进入假期状态，故我们也看到今年自 12 月底 1 月初以来库存拐点就基本确立，由于今年过年稍偏晚，目前来看不锈钢累库幅度尚偏有限，速率暂不及往年，需关注节后累库预期差。

历年年度相关数据我们仅加总无锡及佛山这两大不锈钢主流地区库存表征社会库存量。发现 2020 年-2023 年春节期间不锈钢库存都发生了明显累库现象，五周合计分别累库 22.79 万吨、29.95 万吨、24.02 万吨和 30.38 万吨，累库量明显。观察近四年不锈钢社会库存变化情况，可以发现不锈钢社会库存季节性变动显著，库存多在 1、2 月份春节期间大幅上涨，后续随着 3、4 月逐步切换到传统旺季，库存将逐步迎来下降。

图表 32：不锈钢社会库存历年春节前后累库情况

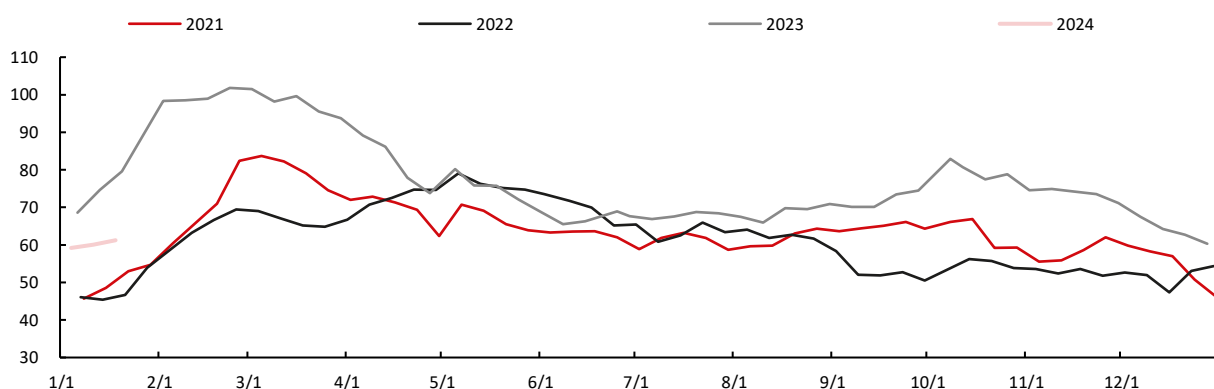
单位：吨

社会库存（无锡+佛山）	春节前两周库存总量	春节前第二周库存增幅	春节前一周库存增幅	春节期间库存增幅	春节后第一周库存增幅	春节后第二周库存增幅	五周合计
2020	552598	74903	11750	11750	40900	88624	227926
2021	565021	21436	55263	52940	52940	116918	299496
2022	454000	12800	72280	93420	33800	27900	240200
2023	685709	60645	49565	191739	-2552	4421	303818

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 33：不锈钢社会库存（旧口径）季节性

单位：万吨



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

## 6.2、不锈钢 2024 年春节前后累库预测

当前不锈钢原料环节镍铁易涨难跌，铬铁小幅走弱但空间有限，成本端坚挺，生产利润目前尚可，钢厂 2 月排产预计维持季节性低位，但基于钢厂利润及接单情况来看，实际生产或强于往年季节性预期，下游节前需求及成交较好，关注节后需求不及预期致使库存累积速率出现一定预期差，春节前后库存仍存在较大上累空间，旧口径下预计或将进一步累库至逾 90 万吨。

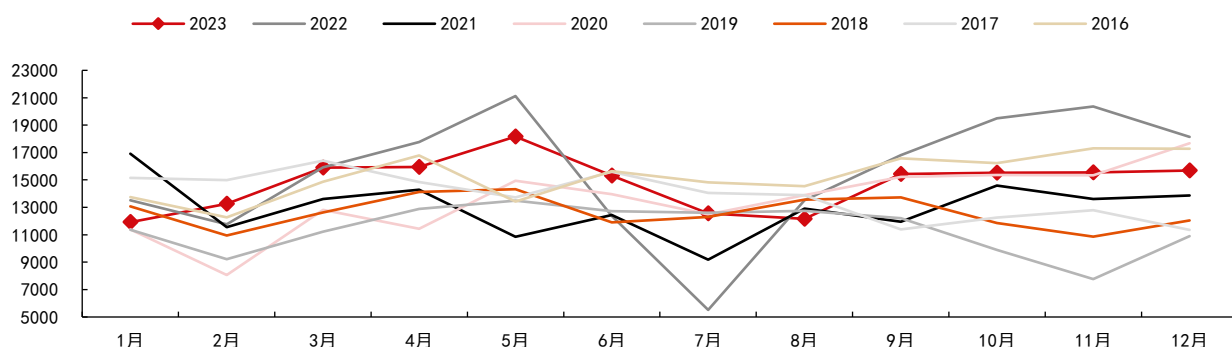
## 七、锡历年春节前后累库情况分析 & 预测

### 7.1、锡历年春节前后累库情况

2 月前后受春节因素的影响，锡下游消费会有较明显减弱，但同时上游冶炼厂也有明显的减产，2023 年过年提前，加上疫情影响工厂提前放假，减产有所前移，但综合来看国内春节前后锡并无季节性累库的特征。

图表 34：SMM 中国锡锭产量情况

单位：万吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

自沪锡在 2015 年上市以来，共经历 8 次春节。过去 8 年中，库存变动幅度较大的年份有 2016 年、2021 年和 2013 年。2016 年锡锭在春节前后接连去库，主要原因是锡价长期处于低位，当年 1 月中旬国内 9 大锡冶炼厂宣布联合减产 1.6 万吨，减产预期使得市场上仓单纷纷注销，5 周合计去库 2534 吨。2021 年春节前后锡锭库存大幅累库，主要是由于海外库存处低位，国内原料充沛，冶炼厂为追求利润在 1 月大幅增产，产量远超往年同期。2023 年春节前后锡锭库存大幅累库，主要是由于需求尚未复苏，同时价格快速反弹导致采购需求下滑所致。

图表 35：两大交易所锡历年春节前后累库情况

单位：吨

锡库存 (LME+SHFE)	春节前两周 库存总量	春节前第二 周库存增幅	春节前一 周库存增幅	春节期间 库存增幅	春节后第一 周库存增幅	春节后第二 周库存增幅	5 周合计
2016	6676	-610	-1009	-555	-215	-145	-2534
2017	7696	83	872	355	-242	-272	796
2018	6919	17	393	-1	-171	-355	-117
2019	9164	1096	-298	-215	-73	311	821
2020	13945	64	-69	-425	295	408	273
2021	7171	1089	-69	560	1341	338	3259
2022	5055	-364	-305	681	508	-384	136
2023	8752	969	52	308	960	923	3212

资料来源：Wind 中信期货研究所

### 7.2、锡 2024 年春节前后累库预测

目前锡价处于较高位置，冶炼加工费有所回调，12月矿端进口锡矿下滑，受到厄邦持续禁矿影响，预计1-2月份锡矿进口将下滑，我们预计1月份锡锭产量将与2023年2月持平，但二月将环比明显下滑；另一方面，由于锡价的快速反弹，下游企业春节备库告一段落或不再新增备库，导致锡锭的需求将小幅下滑，这在近期已经有所反映。所以伦锡和沪锡的累库现象或将持续，预计本次春节前后将累库1000吨左右。

## 八、工业硅库存历年春节前后变动情况分析 & 预测

### 8.1、历年工业硅库存春节前后变动情况

不同于其他有色金属，工业硅在春节前后并没有季节性的累库情况，相反，由于春节期间一般处于西南地区的枯水季。西南等地的工业硅厂由于电力问题，多半会选择在春节期间陆续停产，这使得往年春节期间工业硅的库存大都处于去库状态。

在过去10年来，工业硅库存在春节前后普遍都会去库，主要影响便是供给端的减停产，如2022年春节后三周工业硅社会库存（天津港、黄埔港以及昆明港）去库了0.3万吨，2021年去库了0.2万吨。从去库时间点来看，大都数集中在春节前5周，也就是往年12月底左右，因为一般而言在往年的12月底西南地区就正式进入枯水季了，西南地区的工业硅厂减产数量也较多。

图表 36：工业硅历年春节前后社会库存情况 单位：万吨

社会库存	春节前5周	春节前4周	春节前3周	春节前2周	春节前1周	春节本周	春节后1周	春节后2周
2023	12.1	12.1	12.5	12.3	12.3	12.5	12.7	13
2022	8.4	8.6	8.4	8.2	8.5	8.4	8.3	8
2021	7.5	8.3	7.7	7.1	6.9	6.9	6.7	6.2
2020	10.3	9.4	9.1	7.8	7.5	7.6	7	6.3
2019	11.7	11.7	11.4	10.6	10.4	9.2	9.6	8.8
2018	11.9	8.1	7.4	6.7	6.5	6.5	6.5	5.9
2017	6.1	7.1	7.3	7.3	7.1	7.2	7.1	7.1
2016	8.5	7.9	7.6	7.2	7.2	5.6	5.6	5.1

资料来源：Wind SMM 百川 中信期货研究所

图表 37：工业硅历年春节前后去库情况 单位：万吨

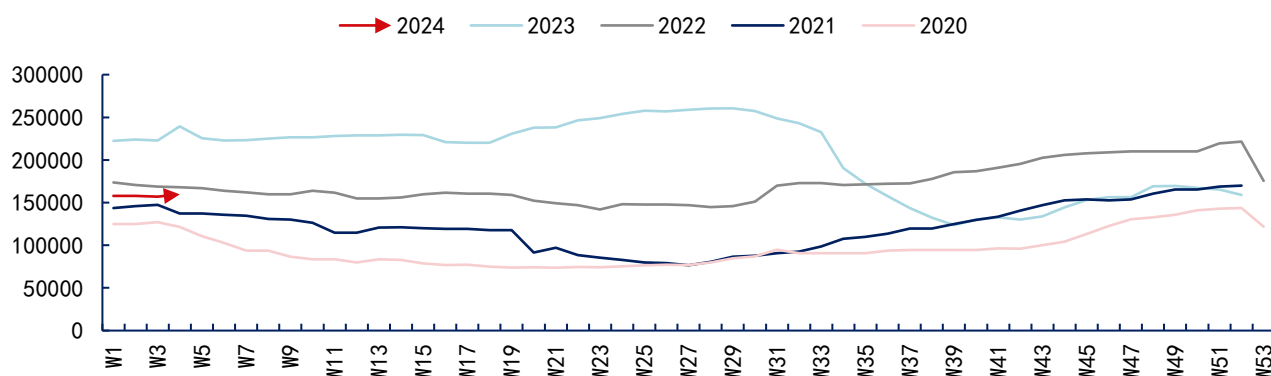
社会库存	春节前3周	春节前2周	春节前1周	春节本周	春节后1周	春节后2周	春节后3周
2023	0.4	-0.2	0	0.2	0.2	0.3	0.1
2022	-0.2	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.2
2021	-0.6	-0.6	-0.2	0	-0.2	-0.5	0.5
2020	-0.3	-1.3	-0.3	0.1	-0.6	-0.7	0.3
2019	-0.3	-0.8	-0.2	-1.2	0.4	-0.8	-1
2018	-0.7	-0.7	-0.2	0	0	-0.6	0
2017	0.2	0	-0.2	0.1	-0.1	0	-0.1
2016	-0.3	-0.4	0	-1.6	0	-0.5	-0.6

资料来源：Wind SMM 百川 中信期货研究所

由于枯水季延续时间较长，一般从往年的 11 月份延续到来年的 5 月份，上游冶炼厂停产时间也较长，所以基本在春节之后工业硅去库的时间也会维持较长时间，一般会延续到每年的 6 月份。回顾往年，工业硅社会库存的历史低点基本在每年的第 23 周至第 27 周，后续随着丰水季的来临库存也在开始累积。从去库幅度来看，基本在 4-7 万吨。2022 年由于枯水季西南地区减产较少，仅仅去库了 4 万吨，而 2021 年社会库存去库了 7 万吨之多。2023 年由于新疆新增产能不停爬产，叠加终端需求疲弱，库存去化不明显，甚至出现了一定累库。

图表 38：工业硅历年库存变动情况

单位：万吨



资料来源：Wind SMM 百川 中信期货研究所

## 8.2、工业硅 2024 年春节前后去库预测

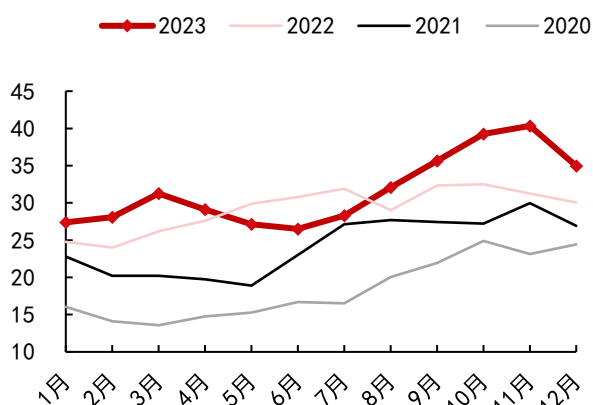
供给方面，新疆地区生产受到环保限电影响，西南地区开工率因为枯水季季节性下滑。新疆工业硅企业因为限电&环保而出现了停产，最新开工率在 65%左右，开工率显著不及往年同期。四川地区开工率在大运会之后显著抬升，10 月回升到 80%左右，当前随着枯水季来临开工率逐渐下滑，当前已经降至 20%左右。云南地区随着枯水季的来临开工率也在下滑，德宏州与怒江部分硅厂已有显著减产，当前开工率在 35%左右，预计后续仍然有下降空间。

需求方面，全球经济增速明显放缓，欧美经济仍存在衰退的可能，从终端行业来看，海外地产行业以及电子行业显著下滑，外需的走弱 2023 年持续拉低出口需求，预计在 2024 年随着海外补库存周期的开启出口将会有一定改善。有机硅、铝合金行业需求表现稳定，稳增长背景之下 2024 年或有改善机会。多晶硅投产产能较多，成为工业硅需求当中最大的需求增量，多晶硅的需求增量决定工业硅的向上空间。多晶硅价格近期下跌，使得多晶硅企业采购意愿较弱，短期抑制工业硅需求，但刚性需求仍在。12 月底硅粉厂集中采购，1 月份采购意愿有所消退，这使得需求表现较为清淡。

总体来看，工业硅供需改善，预计工业硅库存将会一改 2023 年累库的颓势，在 2024 年春节前后将会出现一定去库。结合当前三大产区开工率都明显低于过去 2 年，则 2024 年枯水季工业硅库存去化速度也会较为可观。

图表 39：工业硅产量

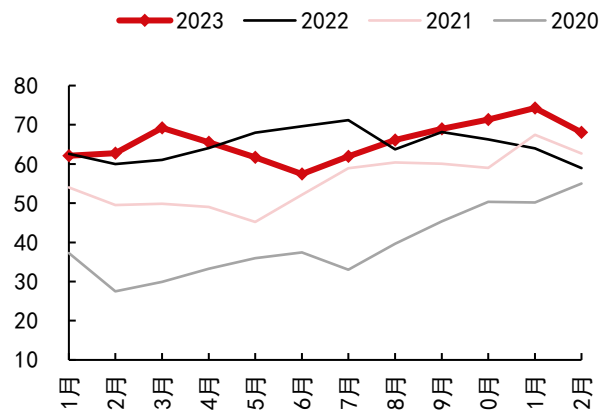
单位：万吨



资料来源：Wind SMM 百川 中信期货研究所

图表 40：工业硅开工率

单位：%



资料来源：Wind SMM 百川 中信期货研究所

### 8.3、历年工业硅春节前后价格涨跌

从我们统计的春节期间工业硅涨跌来看，大多数年份工业硅在春节期间是上涨的，这是由于春节期间工业硅正处于枯水季，供应端受到较大扰动，库存也在不断下降，价格也倾向于上移。另外，1-2 月份处于国内经济数据的真空期，1-2 月份的经济数据都要集中等到 3 月才会公布，此时价格更多由预期推动。由于春节正处消费淡季，市场一般会对金三银四消费旺季比较期待，所以价格更加倾向于上行。叠加春节之后下游都会集中补库，这也导致春节之后价格倾向于上行。

不过由于我们引用的是历史的现货价格，并且在 2020 年之前工业硅供需矛盾较小，所以部分年份如 2018 年和 2019 年春节期货价格并没有多少波动。综合当前工业硅基本面，预计 2024 年春节之后工业硅价格更加倾向于震荡为主，会有下游补库导致工业硅价格阶段性上行的机会。当前工业硅现货价格已经跌破西南地区成本线，西南地区开工率明显低于往年，1 月份价格的下跌更多是因为下游补库意愿较差。春节之后下游重新备货会使得价格出现阶段性上行的机会，但是在高库存以及过剩产能的两重压力之下，价格上行幅度也会有限。

图表 41：历年春节后工业硅现货价格表现情况

单位：元/吨，%

工业硅价格	春节前3周	春节前2周	春节前1周	春节本周	春节后1周	春节后2周	春节后3周
2023	-2.32%	-2.43%	0.00%	-0.64%	-1.16%	0.47%	0.41%
2022	-0.78%	0.52%	0.00%	0.52%	0.26%	2.57%	2.01%
2021	0.00%	2.36%	-2.31%	0.00%	0.00%	0.79%	0.39%
2020	-14.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.48%
2019	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.85%
2018	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind SMM 百川 中信期货研究所

## 九、碳酸锂库存历年春节前后变动情况分析 & 预测

### 9.1、历年碳酸锂库存春节前后变动情况

作为一种随着电池金属，碳酸锂 2021 年才随着电动汽车大规模普及而广泛使用，碳酸锂的库存数据可以追溯至 2021 年。2021-2022 年，碳酸锂严重短缺，即使春节也鲜有累库，但进入 2023 年之后，供应的大量释放和需求增速的放缓带来过剩，春节期间碳酸锂累库近超过 2 万吨。

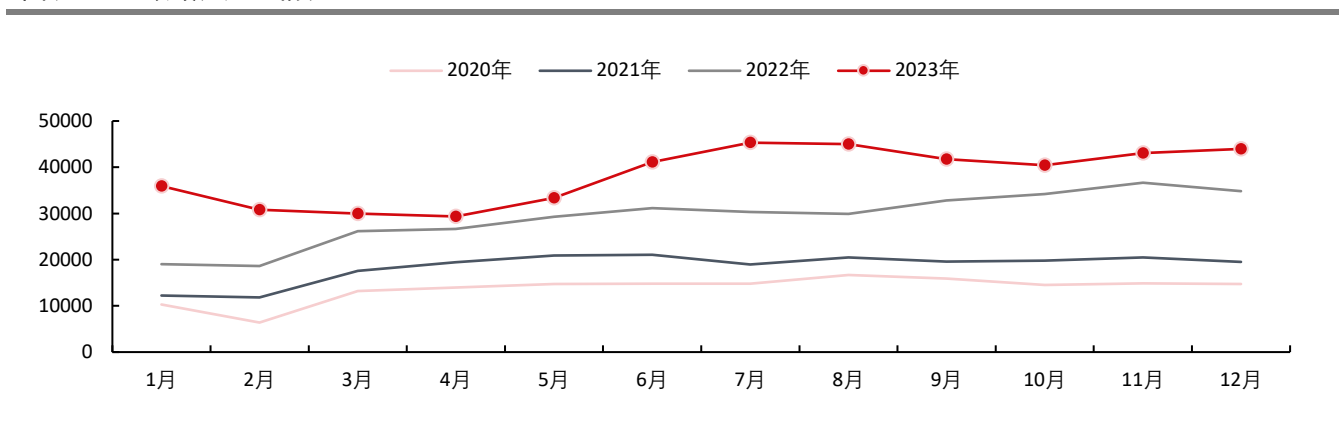
图表 42：碳酸锂历年春节前后社会库存情况 单位：万吨

碳酸锂 社会库存	春节前两周 库存总量	春节前第二 周库存增幅	春节前一 周库存增幅	春节期间 库存增幅	春节后第一 周库存增幅	春节后第二 周库存增幅	5 周合计
2021	2540	140	180	-55	465	-375	355
2022	5207	-206	-57	-14	9	12	-256
2023	7198	6712	4566	2051	4050	4970	22349

资料来源：百川盈孚 中信期货研究所

过去碳酸锂产量受季节性有明显影响，尤其是盐湖提锂在冬季可能面临产量下滑。但近年来，国内盐湖供应占比有所下滑，且随着技术的改进，盐湖冬季受季节性影响已经不明显。春节期间，供应和需求都面临放假，从一般年份来看，碳酸锂春节累库现象并不明显。

图表 43：碳酸锂产量情况 单位：吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

### 9.2、碳酸锂 2024 年春节前后去库预测

从供应情况看，春节前后都有减产的情况。在价格低位的影响下，2024 年年初部分冶炼厂放假较早，产量有所下滑；而需求情况亦不乐观，2024 年需求增速放缓，尽管 1 月中上旬正极产量环比增长，但也是在为春节备库的，预计节中开工率也将大幅下滑。在进口维持增长的状态下，预计春节期间国内碳酸锂社会库存将维持累库趋势，累库幅度约 5000 吨。



## 十、历年氧化铝春节前后累库情况

### 10.1、历年氧化铝春节前后库存变动情况

由于冬季采暖季对氧化铝运行产能的季节性限制，以及铝冶炼企业的连续生产特性，使得国内春节前后氧化铝存在一定的季节性去库。

根据百川盈孚近三年库存数据（厂库+社库）来看，历史上春节前后五周氧化铝均出现了一定程度的去库，2021-2023 年春节前后五周库存分别变动了-11（-5%）、-3（-3%）、-3（-2%），但整体幅度不大。

图表 44：中国氧化铝库存历年春节前后变动情况

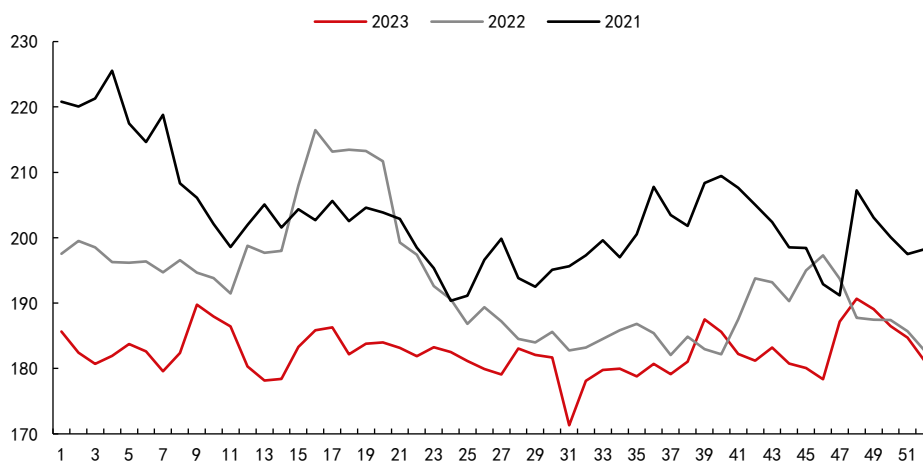
单位：万吨

	春节前两周	春节前一周	春节当周	春节后一周	春节后两周	五周合计变动
2021	217 (-8)	214 (-3)	218 (+4)	208 (-10)	206 (-2)	-11 (-5%)
2022	199 (-1)	196 (-2)	196 (0)	196 (0)	194 (-2)	-5 (-3%)
2023	186 (+3)	182 (-3)	180 (-2)	181 (+1)	183 (+2)	-3 (-2%)

资料来源：百川盈孚、中信期货研究所

图表 45：中国氧化铝周度库存

单位：万吨



资料来源：百川盈孚、中信期货研究所

### 10.2、氧化铝 2024 年春节前后累库预测

根据阿拉丁数据，2023 年 12 月以来，受矿石供应紧张、环保扰动等因素影响导致的减停产产能较多。以阿拉丁的周度运行产能去观测，高峰时期产能环比下降超过 700 万吨。进入 2024 年 1 月，受环保因素的影响减产复产交织，运行产能持续波动，截至 2024 年春节前第二周，运行产能环比有所回升但仍未回到 2023 年 12 月初的水平。需求端 2023 年 10 月底云南电解铝开始逐步减产，进入 12 月后运行产能基本稳定。基于电解铝生产的连续性，春节期间电解铝运行产能预计变化不大。

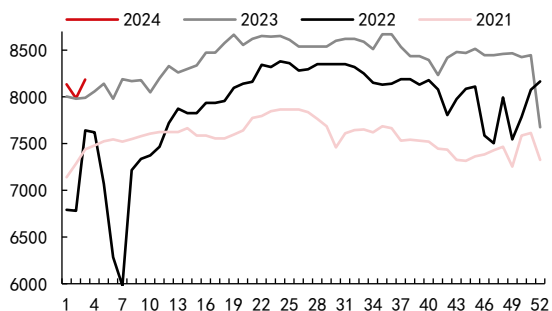
2023 年 12 月氧化铝进口大增，进口量 26.8 万吨，同比增长 115.7%，环比增长 107.7%，净进口 13.8 万吨，同比增长 106%，环比扭转了净出口。进口氧化

铝在一定程度上抵充了运行产能的损失。

考虑到环保因素整体的周期性和持续时间不长，以及矿山春季陆续复产，国内端的供应扰动在春节或两会后将逐渐消退。预计 2024 年春节前后氧化铝仍将约 8 万吨的去库。

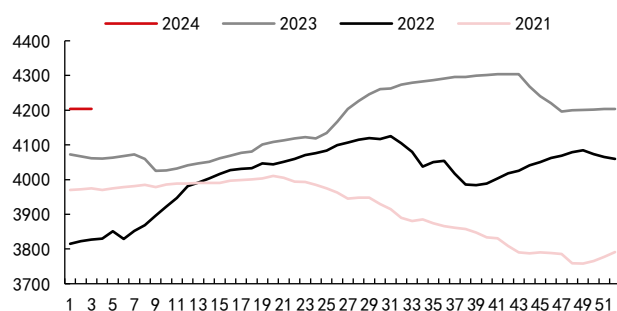
图表 46：氧化铝运行产能

单位：万吨



图表 47：电解铝运行产能

单位：万吨



资料来源：阿拉丁、中信期货研究所

资料来源：阿拉丁、中信期货研究所

## 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，且不担保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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>