



2023 年 7 月 6 日

二〇二三年度

国泰君安期货研究所

以库存为“基”，有色结构犹胜于单边

---2023 年下半年有色宏观展望

| | | |
|----------|------------------------|-----------------------------|
| 王蓉 | 投资咨询从业资格号：Z0002529 | wangrong013179@gtjas.com |
| 季先飞 | 投资咨询从业资格号：Z0012691 | jixianfei015111@gtjas.com |
| 邵婉嫣 | 投资咨询从业资格号：Z0015722 | shaowanyi020696@gtjas.com |
| 张航 | 投资咨询从业资格号：Z0018008，CFA | zhanghang022595@gtjas.com |
| 莫晓雄（联系人） | 期货从业资格号：F03087742 | moxiaoxiong023952@gtjas.com |
| 刘雨萱（联系人） | 期货从业资格号：F03087751 | liuyuxuan023982@gtjas.com |
| 张再宇（联系人） | 期货从业资格号：F03108174 | zhangzaiyu025583@gtjas.com |

报告导读：

有色宏观今年的矛盾点在需求侧，需求侧在国内和海外均存在诸多的不确定，并体现在方向、程度、节奏等多个维度，我们能做的是在今年这种几乎史无前例的纷繁格局中，寻找具有一定概率的确定性。在供需结构的研判上，库存预期变化是重要的指标，更容易提供结构性交易机会，或对方向判断有所指引。

(1) 单边趋势：阶段性机会为主。铜、锡偏强，锌、镍、不锈钢、碳酸锂、工业硅偏弱，铝、铅将延续震荡格局，但价格重心或偏上行。

(2) 跨品种对冲策略：铜、锡多配，锌、镍、不锈钢、工业硅空配，产业链套利关注铝和氧化铝。

(3) 期限策略：正套和反套相时而动。正套：铜、锡、铝、铅等品种。反套：工业硅。反套+正套：不锈钢、锌、镍。

(4) 跨市策略：反套或仍为主流模式，前提是人民币不出现意料外的大幅升值。基本面的逻辑也有利于下半年铜、锌、铝、锡、镍等品种的内外反套，镍品种可先正套再反套。

风险点：宏观方向更为明朗，有色金属单边走出向下或者向上的中期趋势。

目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 上半年中国有色传统板块基本呈现低库存+大 BACK 的市场格局 | 3 |
| 1.1 板块基本呈现低库存（除锡以外） | 4 |
| 1.2 有色多品种呈现大 BACK 的期限结构（除铅锡以外） | 5 |
| 1.3 LME 市场：整体低库存，但期限结构波动巨大 | 5 |
| 2. 背后的驱动：需求绝对水平基本处在历年偏高位，下游“被动式”补库 | 6 |
| 2.1 多品种的需求规模处在历年偏高位 | 6 |
| 2.2 下游补库（以铜铝锌为例）：主动还是被动？ | 7 |
| 3. 下半年的主线条：微观库存变化，提供相对确定性的交易机会 | 9 |
| 3.1 上半年有色板块策略回溯提炼：以库存为“基”，择机交易 | 9 |
| 3.2 下半年重点策略推荐：单边行情 VS 结构对冲 | 11 |
| 3.2.1 单边趋势：阶段性机会为主 | 12 |
| 3.2.2 跨品种对冲策略：铜、锡多配，锌、镍、不锈钢、工业硅空配，产业链套利关注铝和氧化铝 | 12 |
| 3.2.3 期限策略：正套和反套相时而动 | 13 |
| 3.2.4 跨市策略：反套或仍为主流模式，前提是人民币不出现意料外的大幅升值 | 14 |
| 4. 结论：以库存为“基”，有色结构犹胜于单边 | 15 |

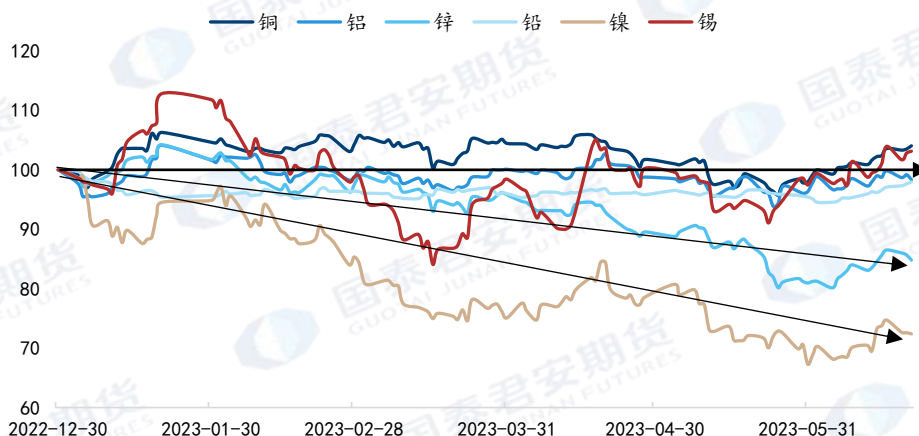
(正文)

1. 上半年中国有色传统板块基本呈现低库存+大 Back 的市场格局

根据今年上半年有色板块的强弱排序，分别是铜>锡>铝>铅>锌>镍，铜相对最强，镍最弱。尽管各品种有所分化，但就整体而言，大板块中性偏弱，犹以镍和锌的跌势更为凸显。过去半年，除了年初春节前的宏观买盘超预期推涨一波外，市场在有色板块几乎难觅持续可做多的品种。即使是板块内被寄予厚望的铜，也在4-5月份连续下挫，甚至一度破位。然而，除了镍以外，上半年有色下跌的深度也并没有很好打开，毕竟在基本呈现低库存及大 Back 的市场格局（除了锡高库存外）中，市场对需求侧的认知又存在分歧，这给了有色板块相对坚实的底部支撑。

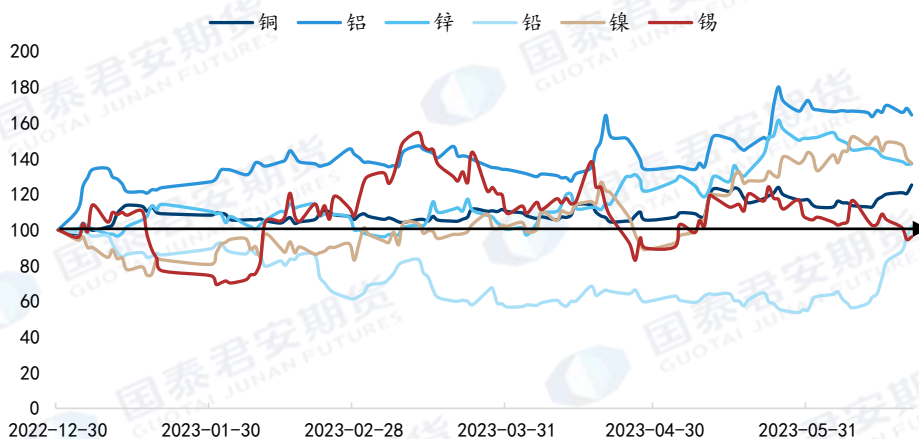
尽管今年迄今为止，有色市场机会不多，但相较去年底多品种却出现了不同程度的增仓（除了锡小幅减仓外）。当然，上半年的增仓应称之为修复式上升，持仓绝对规模仍明显低于2021-2022年水平。在今天的市场环境里，宏观定位难度之大，资金逻辑切换之快，微观供需矛盾之撕裂，使得多空之间的对峙力量较为均衡。而多空增仓博弈的背后，或更多聚焦在结构性策略上，这或许依然会是下半年的主线条。

图1：今年上半年有色板块按价格强弱排序分别是铜>锡>铝>铅>锌>镍，铜相对最强，镍最弱



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图2：按照各品种期货持仓量的高低排序分别是铝>镍>锌>铜>铅>锡，除锡持仓下降外，其他品种不同程度增仓

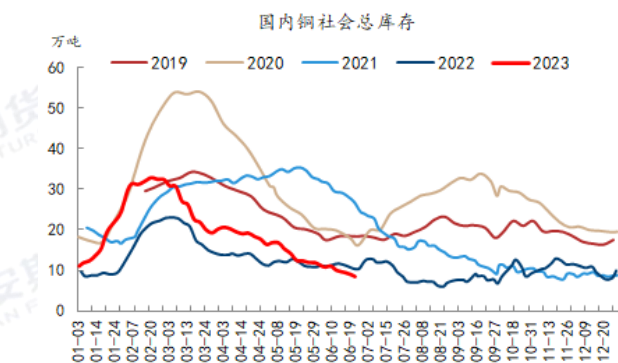


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

1.1 板块基本呈现低库存（除锡以外）

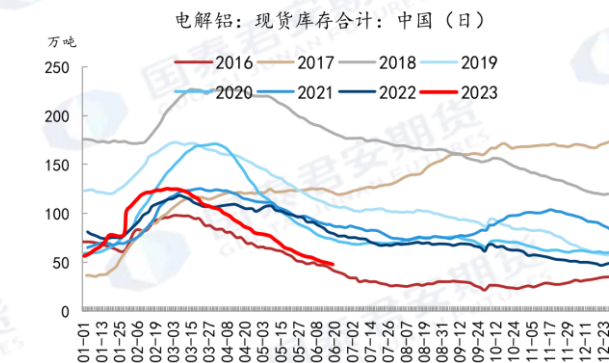
今年迄今，国内有色板块的库存在去年低基数的基础上，继续呈现偏低位运行（除了锡）。这其中，铜库存已经落至近5年同期新低位，不足10万吨；铝库存逼近2016年同期历史极低位，处在近8年历史低位；锌和镍的库存也分别处在近7年和近4年同期新低位；原生铝的库存绝对水位也处在历史同期偏低位，仅有3.5万吨左右。锡是有色板块的例外，上半年其库存持续走高，远超过近4年同期水平，亦高过2021年纪录峰值。

图3：精炼铜社库已经落至近5年同期新低位



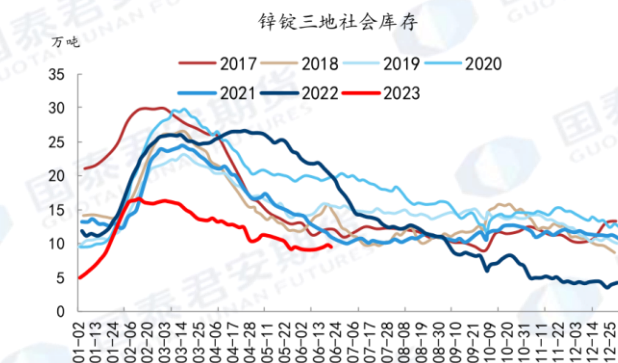
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图4：电解铝社库逼近2016年同期历史极低位



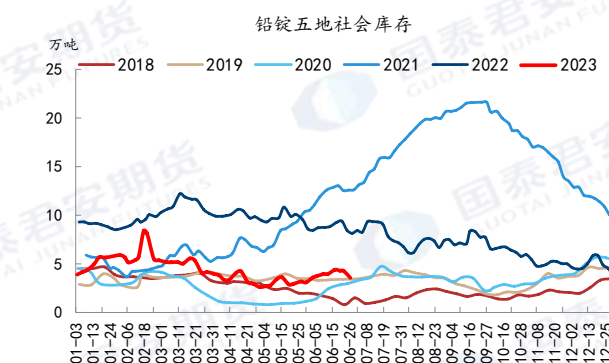
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图5：精炼锌社库处在近7年同期新低位



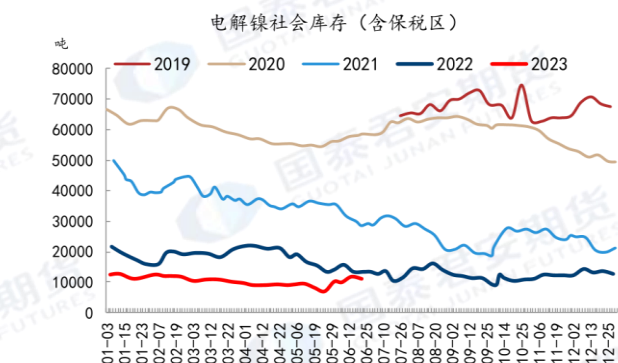
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图6：原生铝社库绝对水位偏低，处在历史同期偏低位



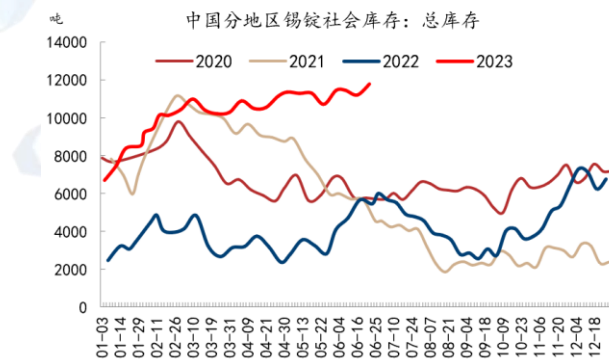
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图7：电解镍社库处在近4年同期新低位



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图8：精炼锡社库一路走高，远超过近4年同期水平

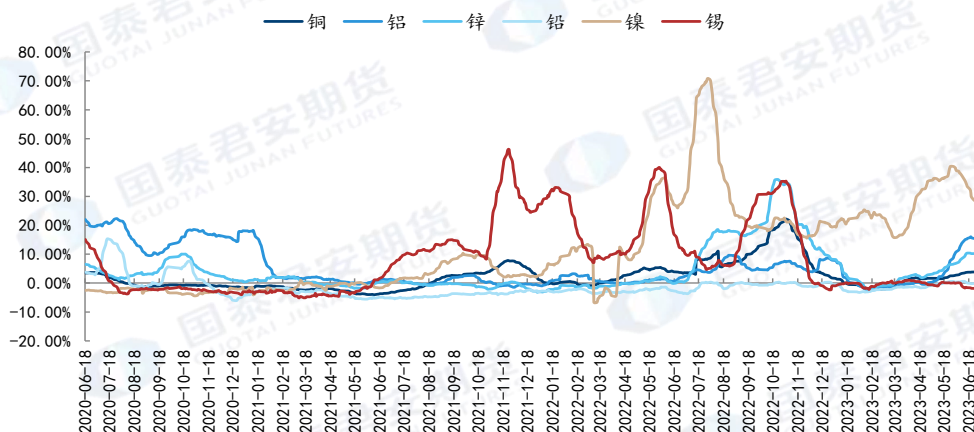


资料来源：SMM，国泰君安期货研究

1.2 有色多品种呈现大 Back 的期限结构（除铅锡以外）

在有色板块基本呈现低库存的格局下，多个品种的月间期限结构也对应出现了大 Back。按照各品种 00-01 合约的月间价差折算年化收益率，镍、铝、锌、铜反套收益居前，截至 6 月下旬分别可达到 28.2%、15.3%、10.2%和 3.9%。库存水位不那么低的铅、锡两个品种，则均呈现 C 结构，年化收益率分别在-0.1%和-1.8%。

图 9：按照最新各品种 00-01 合约月间价差折算年化收益率，镍、铝、锌、铜反套收益居前，铅、锡为 C 结构



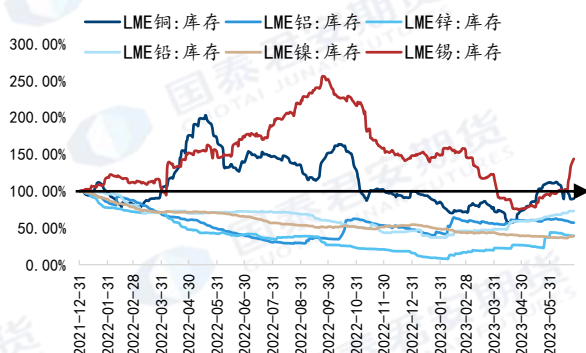
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

1.3 LME 市场：整体低库存，但期限结构波动巨大

相比国内，LME 市场自 2021 年底至今的低库存格局同样在延续，不同之处在于注销仓单的占比出现了显著的攀升。具体分品种看，库存降幅最大的是镍和锌，分别自 2021 年底的 10.2 万吨和 19.9 万吨，降至 3.9 万吨和 7.8 万吨，降幅高达 61.3%和 60.6%。不过，今年迄今镍库存仍在下降，并持续处在历史同期及绝对低位，但锌库存出现明显回升（历史同期低位）。此外，铝、铅及铜今年迄今也都有一定的库存增幅（同样处在历年同期低点）。锡是自 2021 年底至今库存唯一走高一个品种，但这和 2021 年锡市场的极低库存基数有关，目前维持在 2900 吨左右的低库存水平。

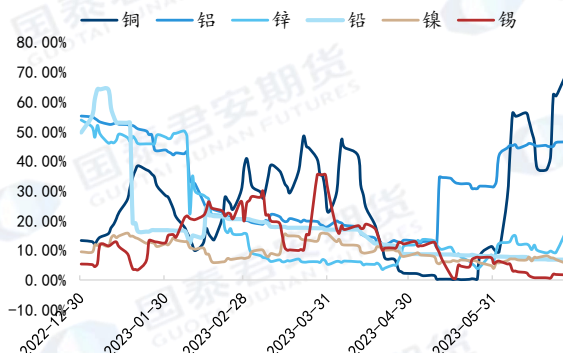
此外，上半年各品种注销仓单占比的变化剧烈，锌、铝自 50-60% 的占比数下降至目前个位数附近，铜铝最新的占比数则高企在 67.9%和 46.6%。与之相伴的是，今年迄今 LMEC-3 期限结构的巨大波动。

图 10：以 2021 年底库存为基准的各品种变动情况



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 11：LME 各品种注销仓单占比情况

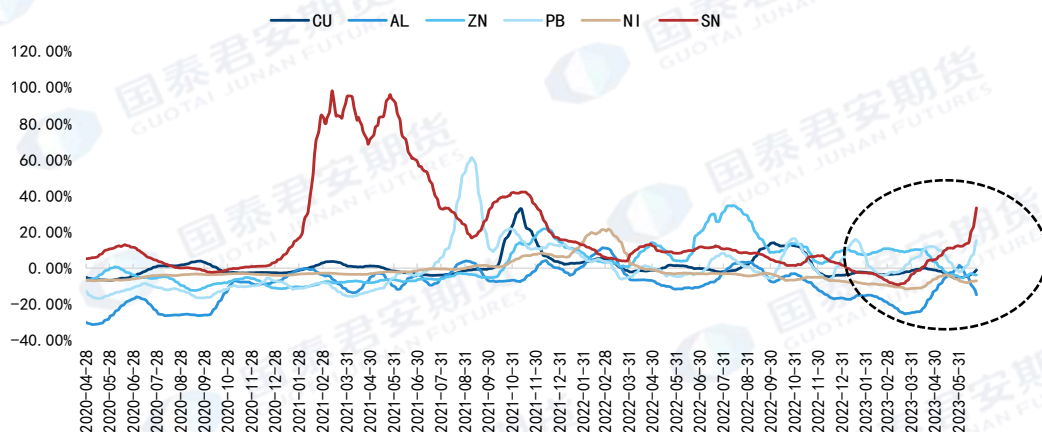


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

今年迄今观察海外 LME 市场，整体呈现单边让位于结构的格局，期限结构间的机会不断，但单边的走势却

相对波澜不惊。C-3 结构之所以在过去半年波动较大（以 LME 铝为例，最深的 Contango 价差触及-52.75 美元/吨，最大的 Back 触及 40.5 美元/吨；再以 LME 锡为例，最深的 Contango 价差触及-267.0 美元/吨，最大的 Back 触及 1558.0 美元/吨），我们认为这和品种库存持续所处的历年同期偏低位，今年迄今波动亦较大的 LME 注销仓单占比，以及海外一度高集中度的仓单/Cash/次日持仓占比等均有关。海外市场之所以更多在期限结构间做文章，我们认为在欧美升息环境中，高资金成本与低显性库存下主要持货商的内生选择，当然今年迄今海外原铝供需面缺乏突出的单边矛盾点，亦是更底层的基本面逻辑。

图 12：按照最新各品种 C-3 合约的月间价差折算年化收益率，锡、铅反套收益居前，其他品种均呈现 C 结构



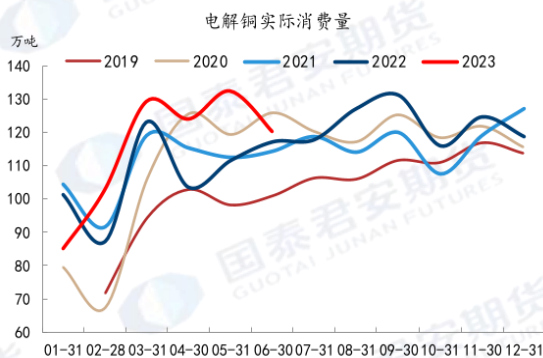
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 背后的驱动：需求绝对水平基本处在历年偏高位，下游“被动式”补库

2.1 多品种的需求规模处在历年偏高位

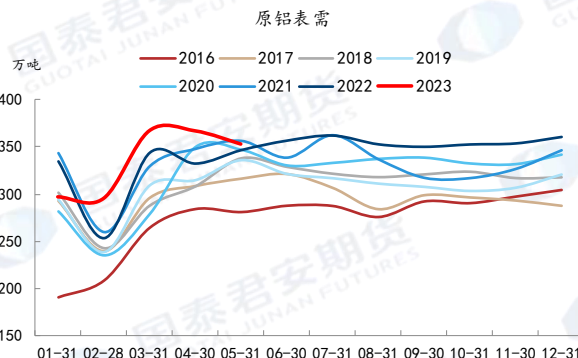
对于国内有色板块基本呈现的低库存+大 Back 格局，我们认为和今年迄今多品种的需求体量仍处在历年同期偏高水平有关。依托于 2020 年后的流动性支撑和消费复苏，有色多个品种（除了锌锡）2021-2022 年的整体需求水位已经抬升至历年同期偏高水平。而尽管市场对今年有色需求端颇有分歧，但从社库反推的表需规模及需求增速看，并没有出现崩塌式下行，且凭借 2022 年的高基数，多品种依然达到了历年同期偏高位水平。

图 13：今年迄今电解铜消费处在历年同期偏高水平



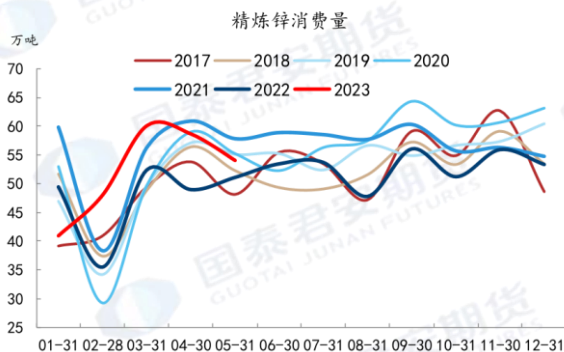
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 14：今年迄今原铝消费亦处在历年同期偏高水平



资料来源：钢联，SMM，国泰君安期货研究

图 15：今年迄今精炼锌消费处在历年同期中高位水平



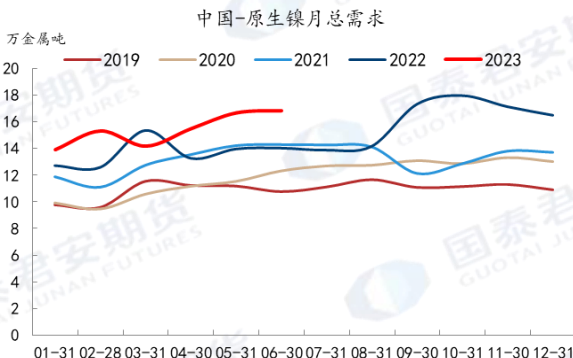
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 16：今年迄今铅锭消费处在历年同期偏高水平



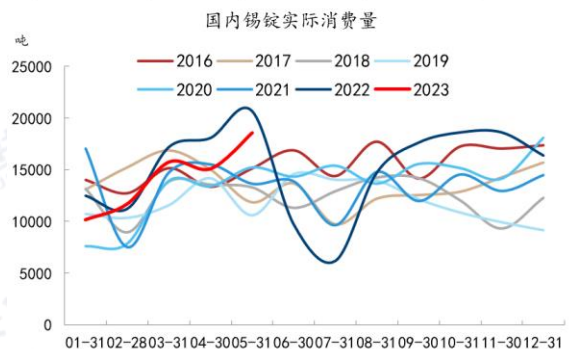
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 17：今年迄今原生镍消费处在历年同期偏高水平



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 18：今年锡锭消费低于去年同期，处在同期中高位



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

2.2 下游补库（以铜铝锌为例）：主动还是被动？

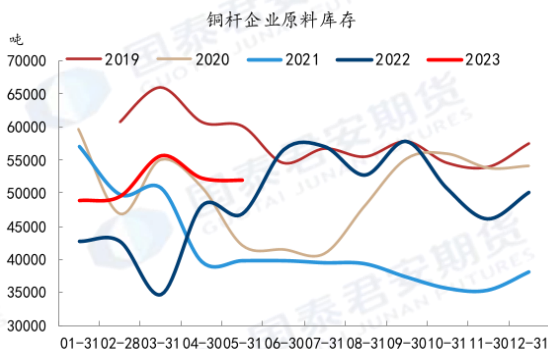
今年有色多品种表需的绝对水位仍高企，我们认为除了终端消费行业尚有基本盘的需求，同比依然实现了不同程度的正增长外，**库存更多进入下游初级加工环节，或也是推跌社库、推高表需的重要驱动**。从铜杆、铜板带箔、铝型材、铝板带箔、镀锌、压铸锌合金等有色下游企业的原料库存及其比值来看，基本都高于去年同期，铝型材及板带箔的原料库存比甚至明显高于历年同期水位，或处在同期偏高位。

然而，看到国内宏观视角上的库存周期，以制造业 PMI 产成品及原材料库存作为表征，今年自 2 月之后库存指数便持续走低，这或表明上半年国内制造业并无主动补库，甚至还在做一定程度的主动去库。因此，考虑到整体制造业和铜铝锌下游加工环节库存的迥异表现，我们倾向于认为，**今年迄今下游的补库更多发生在冶炼略偏下游的初级加工环节，而非整个下游消费链条，甚至就整体制造业而言还在做主动去库**。

对于下游的初级加工环节而言，上半年除了少数阶段的加工利润支撑下游主动补库外，我们看到有别于以往的一条传导路径在于：**鉴于去年佛山的仓储事件引发有色市场对仓储公司的信任危机，更多精炼金属直接厂对厂发货，减少了进入社会仓储的环节，从而导致显性库存下降，此种模式可以视为下游的“被动式”补库**。

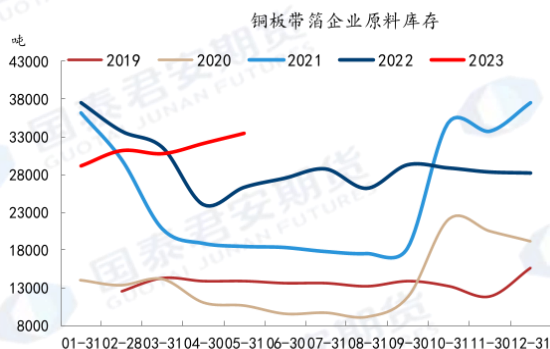
而我们认为**“被动式补库”也是补库**，只要终端需求的基本盘依然坚实，同比有增量，那么即便铜等有色金属价格短时跟随制造业主动去库的宏观定价而承压（例如今年 4-5 月份），也会因为显性库存的持续低位而重获价格的反弹和支撑。因此，**这里核心的问题还在于社会库存，只要库存持低，就意味着整体制造业的主动去库并没有反噬到更上游的金属材初级加工环节，加工企业依然有空间吸纳原材料**。

图 19：铜杆原料库存高于去年同期水平



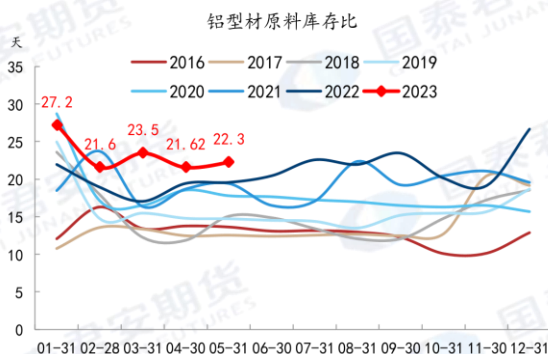
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 20：铜板带箔原料库存 2 季度开始高于去年同期



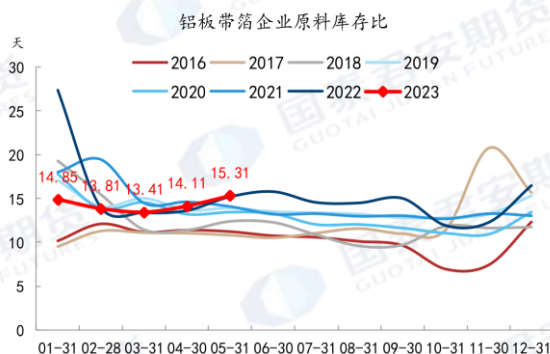
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 21：铝型材原料库存比明显高于历年同期



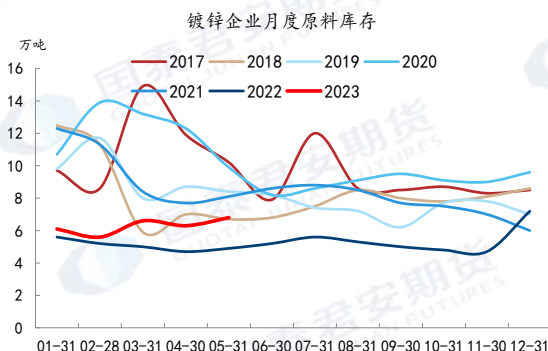
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 22：铝板带箔原料库存比处在历年同期偏高位



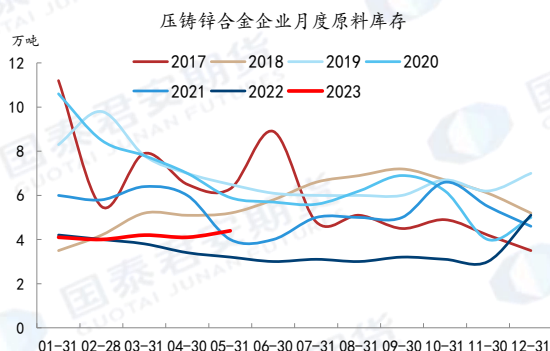
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 23：镀锌原料库存高于去年同期水平



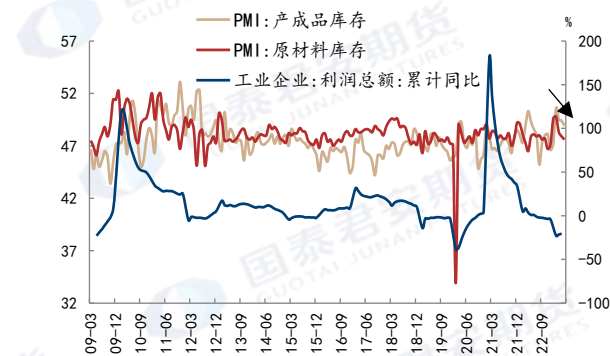
资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 24：压铸锌合金原料库存亦高于去年同期水平



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 25：工业企业利润走低，制造业整体并无主动补库



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 26：铜价会跟随制造业主动去库的宏观定价而走低



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

3. 下半年的主线条：微观库存变化，提供相对确定性的交易机会

有色宏观今年的矛盾点在需求侧，需求侧在国内和海外均存在诸多的不确定，并体现在方向、程度、节奏等多个维度，我们能做的是在今年这种几乎史无前例的纷繁格局中，寻找具有一定概率的确定性：

（1）对于国内需求：下半年政策端是否落地实物工作量，需求增量如何可观察 2 个路标——第一，政策刺激落地，并有对应的宏观总量数据匹配；第二，制造业相关品种例如有色产业链下游利润的修复给到一定持续性；

（2）对于海外需求：衰退现实落地的时间点和运行的节奏未知，但衰退的大方向具有某种程度的确定性，可以跟踪衰退路标——例如美国的就业市场；

（3）基于内外需求侧，有色板块的应对策略基本还是以结构性策略为主：

第一，国内下游利润修复——结合库存预期，布局阶段性单边多头，或做月间正套；

第二，在内外利差显著收窄之前（人民币不出现大幅升值的前提下）——做出口反套；

第三，需求侧出现分化，例如国内刺激政策的结构性落地后，下游利润和需求的修复哪些品种强，哪些品种弱——做品种对冲。

这其中，在供需结构的研判上，库存预期变化是重要的指标，更容易提供结构性交易机会，或对方向判断有所指引。

3.1 上半年有色板块策略回溯提炼：以库存为“基”，择机交易

2023 年上半年，有色品种库存在历史同期所处的位置和边际的变化，决定了基本面矛盾对交易方向的引导。从库存位置上看，传统有色大金属铜、铝、锌、镍等品种库存处于历史同期低位，不锈钢、锡、工业硅、碳酸锂等品种处于历史同期高位，铅等品种处于历史中性位置。

（1）低库存品种——铜、铝、锌、镍：上半年以期限正套+出口反套为主

在低库存的品种中，铜具有较强的金融属性，当库存变化和宏观形成共振时更容易引发确定性行情。4-5 月，美国银行流动性风险和债务违约风险持续施压价格，但是库存持续去化限制了价格的下跌空间。6 月，宏观利多逐步释放和内外库存去化形成共振，驱动了价格持续上涨。在结构性交易上，2-6 月社会库存高位持续去化，沪

铜的结构 Contango 转为 Back，且 Back 不断扩大，有利于沪铜期限正套。2 月下旬国内库存下降而海外库存低位边际回升，在出口出现盈利时为内外反套提供了利好的交易机会，该头寸最终可以在 5 月进口出现盈利时平仓。铝的核心矛盾点在于铝锭社库走低所体现的偏强表需，与下游需求偏弱反馈之间的劈叉，造成了多空彼此长时间持续的对峙，使得沪铝延续了自去年 8 月以来的横盘格局。在结构上，3 月铝锭进入传统去库期之后，去库速率较快，绝对库存水位逼近 2016 年同期历史极低位，推高沪铝近端合约升水，月间收益率达到 15% 以上。

锌库存低位并没有对价格形成强势支撑，锌价反而是节节走弱，主要逻辑在于基本面供增需减，推高了冶炼厂库存和下游企业成品库存。上半年，持续推空锌的交易策略，获得了较高的收益。在结构上，锌的低库存没有对价格形成向上驱动，但使得沪锌 Back 结构持续走阔，为期限正套提供交易机会。锌内外供应均为增加趋势，国内消费弱复苏，但海外需求已然迈过涨势凌厉阶段进入经济增速下行区间，需求增速的劈叉造成沪伦价差从 2 月开始持续修复，现货进口亏损从 3374 元/吨收窄至亏损 99 元/吨。镍板的库存低位，但是国内炼厂投产预期和投产落地，以及俄镍集中流入，使得镍价每次反弹都为空头提供入场机会。在结构上，以炼厂 5 月开始投产作为分界线，该时间之前，近端低库存与供应过剩的弱预期促成阶段性期限正套逻辑；该时间之后，供应放量兑现投产预期，Back 触顶后边际收敛，带来期限反套交易机会。同时，国内新增产能投产且俄镍贸易流倾向中国，导致国内基本面偏弱。在进口亏损达到历史高位并导致出口窗口打开，尝试了内外反套。

（2）高库存品种——不锈钢、锡、工业硅、碳酸锂：上半年以期限反套+单边做空为主

在高库存的品种中，不锈钢一季度需求回暖不及预期，导致供需错配，价格持续回落。二季度高位库存施压钢价，镍铁、镍矿原料成本坍塌让利下游，不锈钢持续处于低位运行。锡现实消费未能兑现预期，社会库存一路累至万吨以上的高位，一度季度锡价攀高后回落；二季度锡的现实需求依然疲弱，但是供应侧干扰不断，锡价表现为震荡偏强格局。在结构上，远端供应紧张预期，期限 Back 结构转 Contango，有利于期限反套。工业硅生产端表现出韧性，而需求端疲软，行业库存高位且未走出枯水期去库之态势，在原料成本回落的格局之下，硅价大幅回落。我们持续推出做空工业硅的策略，获得了较高的收益。工业硅基本面持续走弱，库存持续高位，使得工业硅期货期限结构由 Back 转为 Contango，为阶段性期限反套提供了交易机会。碳酸锂一季度消费滑坡是导致价格下跌的核心命门，继而带动锂盐库存周期发生了逆转性的变局。二季度虽然社会库存偏高，但下游极低库存下的刚性采购，基本面边际修复叠加贸易投机情绪，催化了锂盐价格触底反弹。

（3）中性库存品种——铅：持续处于震荡格局

在中性库存的品种中，铅 1 季度受海外跟踪 BCOM 基金建仓完毕后溢价回吐，2 季度供需矛盾不突出，使得铅价持续处于震荡格局中。在结构上，铅元素供需整体过剩，沪铅长期维持 Contango 结构。在 Contango 结构较大时，可进行无风险正套。内外基本面劈叉不显著，且出口窗口打开周期较短，实物流动相对较小，未出现沪伦比值大幅回升的确定性驱动。

此外，在跨品种对冲上，铜可以作为多头配置品种，锌、镍、工业硅可以作为空头配置品种，铅、锡、铝震荡格局不进行配置。上半年，我们推出 36 个单边、期限套利、内外套利和多空对冲交易策略，收益率总和达到 80.53%，平均每个策略收益率约为 2.24%。

表 1：2023 年上半年交易策略模拟回顾：36 个策略总收益率为 80.53%，平均每个策略收益率为 2.24%

| 序号 | 入场时间 | 平仓时间 | 模拟策略 | 收益率 | 序号 | 入场时间 | 平仓时间 | 模拟策略 | 收益率 | 序号 | 入场时间 | 平仓时间 | 模拟策略 | 收益率 |
|----|-------|-------|----------|--------|----|-------|-------|------------|--------|----|-------|-------|----------|--------|
| 1 | 1月8日 | 3月12日 | 铜内外反套 | 0.33% | 13 | 3月12日 | 3月26日 | 做空SN2304 | -2.70% | 25 | 4月23日 | 5月11日 | 做多CU2306 | -0.74% |
| 2 | 1月8日 | 1月29日 | 做多NI2302 | 7.08% | 14 | 3月19日 | 5月12日 | 做空PB2304 | 1.20% | 26 | 5月3日 | 5月26日 | 做空SS2306 | 2.81% |
| 3 | 1月8日 | 2月2日 | 做空SI2308 | 1.23% | 15 | 3月19日 | 4月19日 | 逢高空SI2308 | 3.85% | 27 | 5月3日 | 6月16日 | 铜内外正套 | 0.65% |
| 4 | 1月18日 | 2月16日 | 多金空银 | 5.98% | 16 | 4月3日 | 4月12日 | 做空SN2305 | 6.23% | 28 | 5月14日 | 6月19日 | 做空SI2308 | 6.01% |
| 5 | 1月29日 | 2月23日 | 做多PB2303 | 1.02% | 17 | 4月9日 | 4月28日 | 做多SS2305 | 3.52% | 29 | 5月14日 | | 做多金银比 | -1.32% |
| 6 | 2月12日 | 3月5日 | 做空NI2303 | 16.48% | 18 | 4月9日 | 4月21日 | 做多AG2306 | 0.18% | 30 | 5月28日 | 6月16日 | 做空NI2307 | -1.82% |
| 7 | 2月12日 | 2月24日 | 做多SS2303 | 0.91% | 19 | 4月16日 | 5月25日 | 做空ZN2306 | 16.85% | 31 | 5月28日 | 6月21日 | 沪镍跨期反套 | 0.77% |
| 8 | 2月12日 | 2月23日 | 做多ZN2303 | 1.34% | 20 | 4月16日 | 4月26日 | 做空NI2306 | 0.84% | 32 | 5月28日 | 6月2日 | 镍内外正套 | 4.59% |
| 9 | 2月12日 | 2月17日 | 做多SI2308 | -3.23% | 21 | 4月16日 | 5月19日 | 空SN05多SN06 | 0.09% | 33 | 6月4日 | | 做空SS2307 | 1.91% |
| 10 | 2月12日 | 2月24日 | 做空SN2204 | 2.70% | 22 | 4月23日 | 5月12日 | 做空SN2306 | 2.36% | 34 | 6月11日 | | 做空ZN2307 | -0.94% |
| 11 | 2月26日 | 3月5日 | 做多SI2308 | -0.06% | 23 | 4月23日 | 5月10日 | 空NI06多NI07 | 0.25% | 35 | 6月18日 | | 镍内外反套 | 0.72% |
| 12 | 3月5日 | 4月2日 | 做多SS2304 | -6.71% | 24 | 4月23日 | 5月11日 | 做空SI2308 | 5.03% | 36 | 6月18日 | | 做空NI2308 | 3.10% |

资料来源：国泰君安期货研究

备注：统计日期截至 6 月 25 日当周，收益率按照算术平均计算，详细策略可关注我司产品《【贵色国君】有色及贵金属周度策略集锦》。

3.2 下半年重点策略推荐：单边行情 VS 结构对冲

库存在历史上所处的位置，以及库存的边际变化，决定了单边和套利的交易方向。一般而言，低库存或者库存持续去化，有利于多头和期限正套交易。以季度末库存进行测算，截至 2023 年底，有色金属多品种库存总量仍将处于历史偏低水平，但同比的维度看不同品种库存有可能出现分化。

分品种来看，截至今年年底，铜、铝等品种库存将较去年同期下降，铝、锌、镍、碳酸锂、不锈钢、工业硅等品种库存增幅较大。从节奏上看，铜、锡等品种三季度库存环比下降，铝、铅、镍、工业硅等品种库存环比增幅明显；铜、铝、锌、工业硅等品种四季度库存环比下降，镍、锡、碳酸锂等品种库存环比增幅明显。总体来看，铜、锡等品种更具备多头交易的可能，锌、镍、碳酸锂、工业硅等品种具备空头交易可能。铝尽管库存同环比的表现较弱，但绝对库存水位依然不高，震荡格局中不排除犹有阶段性走强的空间。而铅库存亦并非降至同期最低水平，且也有再生铅的供应补充，因此不倾向给到单边看多的方向。当然，未来市场供需变化快速，我们也需要持续调整供需平衡表，并做动态修正。

整体看，传统有色及新能源板块的单边趋势还是以阶段性机会为主，并由此衍生出跨品种的对冲策略——铜、锡多配，锌、镍、不锈钢、工业硅空配，产业链套利关注铝和氧化铝；期限和跨市是上半年比较有确定性的策略，下半年期限的正反套，以及跨市的反套策略或仍对投资者有一定的吸引力。

表 2：下半年有色库存表现：铜、铝等库存较去年同期下降，铝、锌、镍、碳酸锂、工业硅等库存增幅较大

| 季度库存变化 | 2023年Q1 | 2023年Q2 | 2023年Q3E | 2023年Q4E | 2023年Q3E环比 | 2023年Q3E同比 | 2023年Q4E环比 | 2023年Q4E同比 |
|-----------|---------|---------|----------|----------|------------|------------|------------|------------|
| 铜（精炼铜） | 37.81 | 15.96 | 14.96 | 14.47 | -6.27% | 19.78% | -3.28% | -5.24% |
| 铝（电解铝） | 105.8 | 48.1 | 72.9 | 74.5 | 51.56% | 19.12% | 2.19% | 33.27% |
| 铝（原生） | 3.97 | 3.25 | 4.06 | 3.39 | 24.92% | -38.48% | -16.50% | -11.26% |
| 锌（精炼锌） | 15.19 | 12 | 12.98 | 9.3 | 8.17% | 82.56% | -28.35% | 70.02% |
| 镍（精炼镍） | 1.04 | 1.12 | 1.25 | 2.41 | 11.61% | 9.28% | 92.80% | 64.98% |
| 锡（精炼锡）(吨) | 10281 | 11772 | 5500 | 7540 | -53.28% | 102.60% | 37.09% | 11.50% |
| 不锈钢 | 110.37 | 86.32 | 88.57 | 93.88 | 2.61% | 27.64% | 6.00% | 22.64% |
| 工业硅（金属硅） | 31.5 | 33.5 | 38.8 | 37.5 | 15.82% | 78.80% | -3.35% | 23.36% |
| 碳酸锂 | 7.44 | 5.65 | 6.19 | 7.25 | 9.51% | 158.53% | 17.04% | 230.22% |

资料来源：国泰君安期货研究

备注：以季末库存计算；除锡库存的单位为吨外，其余品种的库存单位均为万吨。

3.2.1 单边趋势：阶段性机会为主

2023 年下半年有色品种走势将有所分化，不同品种在基本面驱动上有一定程度的确定性。具体来看，板块内的品种行情可分为走强、走弱和震荡等三种走势：

(1) 走强品种：铜、锡等品种下半年或将筑底回升，行情的节奏仍重要，主要的驱动将来自美元弱势、下游补库、海外限矿、以及需求周期触底拐头。

(2) 走弱品种：锌、镍、不锈钢、碳酸锂、工业硅等品种将呈现走弱的趋势，主要的驱动将来自供给侧的增量，供需增速劈叉，形成过剩库存。

(3) 震荡品种（重心或偏上行）：铝、铅将延续震荡格局，但价格重心或偏上行，主要的驱动是供给侧有一定增量，但阶段性也有扰动，且需求存一定刚性，再生成本有支撑。

表 3：下半年传统有色及新能源板块各品种单边方向预估

| 单边强弱 | 品种 | 2023年Q1 | 2023年Q2 | 2023年Q3E | 2023年Q4E |
|------------|-----|---|--|---|-------------------------|
| 走强 | 铜 | 美元回升以及累库周期限制价格上涨空间 | 价格“V”型走势，美国债务违约风险施压价格，但随后美元回落和内外库存去化形成共振，拉升价格 | 美元弱势和全球低库存，驱动价格震荡偏强；节奏上，8-9月生产旺季来临后企业补库，以及11-12月企业为后期生产补库，将对价格形成较强支撑 | |
| | 锡 | 现实消费未能兑现预期，社会库存一路累至1万吨以上的高位 | 供应侧干扰不断，现实需求依旧疲软，维持震荡格局 | 上半年的紧俏供应逻辑在下半年延续，缅甸限矿等待兑现；同时需求有望迎来自上拐点，锡价底部位置夯实，有望重心上移 | |
| 走弱 | 锌 | 需求预期证伪+海外银行连续爆雷，价格高位下跌 | 供需需减叠加美国债务上限等问题扰动，节节下行 | 消费淡旺季过渡阶段，价格或先抑后扬 | 供需增速劈叉，价格承压下行，年末关注矿端矛盾 |
| | 镍 | 投产预期施压镍价 | 国内投产落地与俄镍集中流入 | 国内镍板项目投产迈入高峰，累库预期施压镍价 | 原料中间品偏向过剩，进一步打开电积成本下方空间 |
| | 不锈钢 | 需求回暖不及预期，供需错配 | 高位库存施压钢价，镍铁、镍矿原料成本坍塌让利下游 | 新增投产再强化供应弹性，印尼镍铁回流冲击不锈钢成本 | |
| | 碳酸锂 | 消费滑坡是导致锂盐价格下跌的核心命门，继而带动锂盐库存周期发生了逆转性的变局 | 价格底部高弹性反弹源于下游极低库存下的刚性采购，基本面边际修复叠加贸易投机情绪，进一步催化锂盐价格触底反弹 | 预计2023H2锂盐市场供需格局较Q2更加宽松，但较Q1更加紧缺；国内锂产量和进口量预计将明显增长，国内新能源车消费恢复，储能需求增长显著，新能源产品和原材料的出海将同期赋能锂盐需求 | |
| | 工业硅 | 上半年硅价流畅下跌，持续破位；生产端表现出一定韧性，而需求端表现疲软，行业库存亦未走出枯水期去库之态势，在原料成本回落的格局之下，硅价大幅回落 | 库存方面能否持续去化将成为影响价格的关键变量；若大厂仅减产一个月时间(甚至更短)，则基本面并无变化，硅价仍处下行周期之中，下方锚定于硅厂成本线，底部或将在四季度出现 | | |
| 震荡(重心或偏上行) | 铝 | 上半年，沪铝延续了自去年8月份以来的横盘格局；市场核心矛盾点在于铝锭社库所体现的偏强表需，与下游反馈之间的劈叉，造成了多空彼此长时间持续的对峙 | 下半年偏重心上行，阶段性的波段回调依然会有，节奏跟踪依然重要；伴随7-8月份库存的概率抬升(云南复产+淡季需求)，沪铝不排除有一定阶段性回调的空间，但下半年价格深跌的基础也并不坚实，逢低依然存在向上修复的波段买入机会 | | |
| | 铅 | 海外跟踪BCOM基金建仓完毕，溢价回吐，后震荡运行 | 供需矛盾不突出，长期震荡，6月受LME交割风险影响抬升 | 消费逐步过渡至旺季，支撑价格从再生铅成本下方回升；不过，由于供应端弹性较大、易带来供应压力，整体仍震荡，中枢上移 | |

资料来源：国泰君安期货研究

3.2.2 跨品种对冲策略：铜、锡多配，锌、镍、不锈钢、工业硅空配，产业链套利关注铝和氧化铝

有色跨品种套利主要基于单品种强弱的对比，我们倾向于将铜、锡作为下半年的多配品种，锌、镍、不锈钢、工业硅作为空配品种。产业链对冲上，今年上半年，氧化铝/电解铝的现货比值自 15.14%小幅抬升至 15.40%，下半年云南复产叠加社库上升期间，可阶段性做空铝厂利润，抛沪铝买氧化铝，但更长趋势内不看好氧化铝获取更多利润。

表 4：下半年跨品种对冲机会关注

| 跨品种对冲 | 品种 | 2023年Q1 | 2023年Q2 | 2023年Q3E | 2023年Q4E |
|-------|-------|---------------------------------|---|--|-------------------------|
| 多配 | 铜 | 美元回升以及累库周期限制价格上涨空间 | 美国地区银行业危机和债务上限谈判等施压价格，但随后美元回落和内外外库存去化驱动价格回升 | 美元指数将大概率维持弱势，有利于从定价端对铜价形成支撑；从库存端看，全球总库存处于历史偏低水平，将赋予铜价较强的向上弹性 | |
| | 锡 | 整体呈现震荡格局，逢高空、逢低多的区间操作为主 | | 随着供应紧缩预期逐渐兑现、冶炼厂下半年多发停产检修，需求触底回升，逢低多或是较为稳妥的策略 | |
| 空配 | 锌 | 需求预期证伪+海外银行连续爆雷，价格高位下跌 | 供需矛盾不突出，长期震荡，6月受LME交割风险影响抬升 | 消费淡季过渡阶段，价格或先抑后扬 | 供需增速劈叉，价格承压下行，年末关注矿端矛盾 |
| | 镍 | 供应预期施压镍价 | 国内投产落地与俄镍集中流入 | 国内镍板项目投产迈入高峰，累库预期施压镍价 | 原料中间品偏向过剩，进一步打开电积成本下方空间 |
| | 不锈钢 | 需求回暖不及预期，1季度大跌 | 高位库存施压钢价，镍铁、镍矿原料成本坍塌让利下游 | 犹有供给增量及成本塌陷担忧，逢高可空 | |
| | 工业硅 | 上半年工业硅逢高空为主 | | 库存方面能否持续去化将成为影响价格的关键变量；若大厂仅减产一个月时间(甚至更短)，则基本面并无变化，硅价仍处下行周期之中，下方锚定于硅厂成本线，底部或将在四季度出现 | |
| 阶段性多配 | 铝 | 海外跟踪BCOM基金建仓完毕，溢价回吐，后震荡运行 | 供需矛盾不突出，长期震荡，6月受LME交割风险影响抬升 | 消费逐步过渡至旺季，关注再生铝成本线以下逢低做多的机会 | |
| | 铝 | 上半年波段操作，逢低买或者逢高空均可 | | 下半年待7-8月云南起量、社库抬升后，价格低位寻买点 | |
| 产业链套利 | 铝-氧化铝 | 上半年，氧化铝/电解铝比值自15.14%小幅抬升至15.40% | | 下半年云南复产叠加社库上升期间，可阶段性做空铝厂利润，抛沪铝买氧化铝，但更长趋势内不看好氧化铝获取更多利润 | |

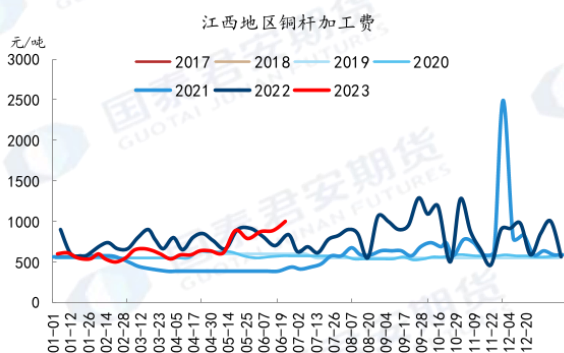
资料来源：国泰君安期货研究

3.2.3 期限策略：正套和反套相时而动

2023年下半年，有色市场的结构性跨期机会可重点关注：

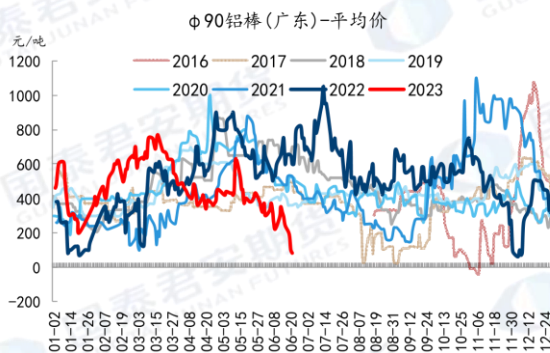
(1) 正套：铜、锡、铝、铅等品种。铜、锡、铝主要基于库存低水位（更宜下游利润配合），铅更加倾向于无风险正套。铅供需大格局过剩，预计沪铅将长期维持 Contango 结构，在 Contango 结构较大时，建议关注无风险正套机会。

图 27：近期铜杆加工费显示铜主要下游的利润偏强



资料来源：SMM，国泰君安期货研究

图 28：近期铝棒加工费显示铝主要下游利润挤压严重



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

(2) 反套：工业硅。考虑到工业硅倾向于空头交割的属性，在价差合适时可择机介入近远月的跨期反套，但亦需关注突发事件等消息面的影响。

(3) 反套+正套：不锈钢、锌、镍。不锈钢产能投产增加供应弹性，基本面整体偏弱，在淡季累库或有反套机会，而在金九银十旺季以正套为主。锌7月淡季累库预期较强，有望支撑反套获利，进入旺季以后以正套思

路为主。镍供应放量兑现投产预期导致 Back 结构触顶边际收敛后，近端累库幅度或低于远端，反套盈亏比收窄，有利于反套切向正套。

表 5：下半年各品种跨期对冲机会关注

| 期限策略 | 品种 | 2023年Q1E | 2023年Q2 | 2023年Q3E | 2023年Q4E |
|-------|-----|---|--|--|----------|
| 正套 | 铜 | 社会库存攀高后去化，沪铜Contango转为Back结构 | 国内库存持续去化，沪钢Back结构扩大 | 国内库存还有下降空间，更容易对近端价格形成支撑。节奏上，7月和10月近端合约价格有可能稍有偏弱，将为期限正套提供比较好的交易机会 | |
| | 铝 | 3月铝锭进入传统去库期之后，去库速率较快，绝对库存水位逼近2016年同期历史极低位，推高近端升水，月间收益率达到15%以上 | 下半年铝锭社库走高的高度可能也就在70万吨上下，在7-8月累库结束后，阶段性或仍有月间正套的机会 | | |
| | 锡 | Back结构转Contango，月间价差收敛 | | 缅甸供应紧缩逐渐兑现，且社库有望去库，而年底新项目集中投产，近强远弱下关注正套机会 | |
| | 铅 | 整体供需平衡为过剩状态下，预计将长期维持Contango结构。在Contango结构较大时，建议关注无风险正套机会，若价差收窄的驱动较弱、盘面平仓无法盈利，接近月仓单交至远期亦可获取收益 | | | |
| 反套 | 工业硅 | 上半年，基本面持续走弱，期限结构由Back转为Contango结构 | | 考虑到工业硅的交割属性，在价差合适时可择机介入近月跨期反套，但亦需关注突发事件等消息面的影响 | |
| 反套+正套 | 不锈钢 | 上游挺价控货，仓单库存加速去化，叠加远端预期偏弱，存在阶段性正套机会 | | 产能投产增加供应弹性，基本面整体偏弱，淡季累库或有反套机会，而在金九银十旺季以正套为主 | |
| | 锌 | 社会库存低位去化，Back结构走阔 | | 7月淡季累库预期较强，有望支撑反套获利，进入旺季后以正套思路为主 | |
| | 镍 | 近端低库存与供应过剩的弱预期促成阶段性正套逻辑 | 供应放量兑现投产预期，Back触顶后边际收敛 | 供应逐步爬升，但近端累库幅度或低于远端，反套盈亏比收窄 | |

资料来源：国泰君安期货研究

3.2.4 跨市策略：反套或仍为主流模式，前提是人民币不出现意料外的大幅升值

2023 年下半年，有色内外策略或仍以反套为主，大的逻辑是人民币利率持低，降低以人民币计价商品的成本，有利于支撑以人民币计价商品的价格；美元利率偏高，以美国计价商品的成本较高，将压制以美元计价商品的价格。同时，基本面的逻辑也有利于下半年铜、锌、铅、锡、镍等品种的内外反套。

铜供需平衡表显示，下半年国内铜库存将下降，但海外铜的库存略有增加。锌内外供应均在增加，但国内消费弱复苏，海外需求已然迈过涨势凌厉阶段进入经济增速下行区间，必然造成沪伦价差修复。铅的沪伦比值长期徘徊于出口窗口打开的边缘，逢国内消费旺季且出口窗口打开时介入无风险反套。锡海外逼仓后价格将逐渐回落，促使内外比值上修。镍新增投产且俄镍贸易流倾向中国，导致国内基本面偏弱。若进口亏损达到历史高位并导致出口窗口打开，则以尝试反套为主。

表 6：下半年各品种内外对冲机会关注

| 跨市策略 | 品种 | 2023年Q1E | 2023年Q2 | 2023年Q3E | 2023年Q4E |
|-------|----|---|---------------------------------------|--|----------|
| 反套 | 铜 | 国内库存攀升施压国内价格，导致出口盈利，有利于内外反套建仓 | 国内库存持续去化，且人民币持续贬值，美元指数震荡回升，国内价格逐渐强于海外 | 人民币利率下行，沪铜的价格相对坚挺；美元利率持续处于较高水平，伦铜价格相对偏弱；从内外平衡表的角度看，国内铜库存将下降，海外铜的库存略有增加 | |
| | 锌 | 内外供应均为增加趋势，国内消费弱复苏，海外需求已然迈过涨势凌厉阶段进入经济增速下行区间，需求增速的劈叉必然造成沪伦价差修复，风险点：欧洲冬天冶炼厂再度限产 | | | |
| | 铅 | 内外基本面劈叉不显著，且出口窗口打开周期较短，实物流动相对较小，未出现沪伦比值大幅回升的确定性驱动 | | 沪伦比值长期徘徊于出口窗口打开的边缘，逢国内消费旺季且出口窗口打开时介入无风险反套 | |
| | 锡 | 反套驱动不明确，内外价差收敛，进口窗口逐渐关闭 | | 海外逼仓后价格将逐渐回落，促使内外比值上修 | |
| 正套+反套 | 镍 | 国内新增投产且俄镍贸易流倾向中国，国内基本面偏弱；若进口亏损达到历史高位并导致出口窗口打开，则以尝试反套为主 | | | |

资料来源：国泰君安期货研究

4. 结论：以库存为“基”，有色结构犹胜于单边

有色宏观今年的矛盾点在需求侧，需求侧在国内和海外均存在诸多的不确定，并体现在方向、程度、节奏等多个维度，我们能做的是在今年这种几乎史无前例的纷繁格局中，寻找具有一定概率的确定性。在供需结构的研判上，库存预期变化是重要的指标，更容易提供结构性交易机会，或对方向判断有所指引。

(1) 单边趋势：阶段性机会为主。铜、锡偏强，锌、镍、不锈钢、碳酸锂、工业硅偏弱，铝、铅将延续震荡格局，但价格重心或偏上行。

(2) 跨品种对冲策略：铜、锡多配，锌、镍、不锈钢、工业硅空配，产业链套利关注铝和氧化铝。

(3) 期限策略：正套和反套相时而动。正套：铜、锡、铝、铅等品种。反套：工业硅。反套+正套：不锈钢、锌、镍。

(4) 跨市策略：反套或仍为主流模式，前提是人民币不出现意料外的大幅升值。基本面的逻辑也有利于下半年铜、锌、铅、锡、镍等品种的内外反套，镍品种可先正套再反套。

风险点：宏观方向更为明朗，有色金属单边走出向下或者向上的中期趋势。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您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，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521