

新旧动能切换， 期货衍生品帮助铜铝企业稳健行远

分析师：肖艳丽

Z0016612

中辉期货研究院

时间：2024. 5. 16

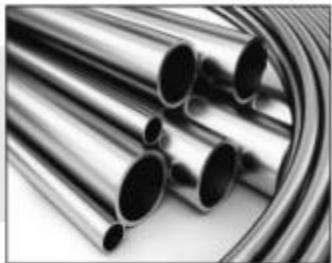
肖艳丽

- 家族深耕有色行业数十年，具有有色实际贸易和冶炼产业背景，研究框架扎实，产业经验丰富。
- 中级经济师，研究生学历，专注有色品种铜铝锌研究，多次接受《期货日报》行情采访，并发表多篇专题报告。
- 往期发布文章
沪铜专题《穿越周期的铜系列》
沪铜年报《山重水复疑无路，柳暗花明又一村》
调研报告《2023年江苏镀锌产业考察线下调研报告》
专题报告《双碳目标下，电解铝的绿色革命之路》



透视铜产业链探讨期货衍生品应用模式

企业应把风控作为生存底线,树立正确的风险管理目标和理念



■ 张旭

铜作为重要的工业金属,在国民经济和日常生活中有着广泛的应用。随着全球经济的复苏和工业生产的回暖,铜的需求量持续增加。然而,铜价的波动也给企业带来了较大的经营风险。本文旨在探讨铜产业链的现状,并分析期货衍生品在企业风险管理中的应用模式。

铜产业链现状分析

铜产业链涵盖了从铜矿开采到铜制品加工的各个环节。上游环节包括铜矿的勘探、开采和选矿;中游环节包括铜的冶炼和精炼;下游环节则包括铜材的轧制、加工和最终产品的制造。目前,全球铜矿资源分布不均,主要集中在中国、智利、秘鲁、刚果(金)等国家。随着全球经济的复苏,铜的需求量持续增加,铜价也随之波动。

在铜产业链中,企业面临着较大的价格波动风险。铜价的波动不仅会影响企业的生产成本,还会影响企业的销售价格。因此,企业需要采取有效的风险管理措施,以规避价格波动带来的风险。期货衍生品作为一种金融工具,可以帮助企业锁定成本,稳定收入,从而降低经营风险。

企业应树立正确的风险管理目标和理念,将风险控制作为生存底线。在运用期货衍生品进行风险管理时,企业应根据自身的实际情况,选择合适的期货品种和合约,并制定科学的风险管理策略。同时,企业还应加强风险管理人才的培养和团队建设,提高风险管理水平。

通过运用期货衍生品,企业可以有效地规避铜价波动带来的风险,降低生产成本,提高经营效益。未来,随着全球经济的持续发展和铜需求的不断增加,铜产业链的波动性将进一步加大。企业应进一步加强风险管理,提高抗风险能力,以应对未来的挑战。

总之,铜产业链的波动性给企业带来了较大的经营风险。企业应树立正确的风险管理目标和理念,将风险控制作为生存底线。通过运用期货衍生品,企业可以有效地规避铜价波动带来的风险,降低生产成本,提高经营效益。未来,企业应进一步加强风险管理,提高抗风险能力,以应对未来的挑战。

张旭,中辉期货研究员,主要从事铜产业链研究。

朱格拉周期下铜产业链发展现状分析

铜成为新能源汽车、智能化家电、电气化机械制造等新产业升级不可或缺的原材料



■ 张旭

随着全球经济的复苏和工业生产的回暖,铜的需求量持续增加。铜作为重要的工业金属,在国民经济和日常生活中有着广泛的应用。本文旨在分析朱格拉周期下铜产业链的发展现状,并探讨铜在新产业升级中的重要性。

朱格拉周期的理论意义

朱格拉周期是指固定资本更新周期,通常持续15-25年。它反映了经济中固定资本投资的周期性波动。在朱格拉周期中,固定资本投资的增加会带动经济增长,而固定资本投资的减少则会导致经济衰退。因此,研究朱格拉周期对于理解经济周期和制定经济政策具有重要意义。

在朱格拉周期中,固定资本投资的增加会带动经济增长。固定资本投资是指企业为了扩大生产规模、更新设备而进行的投资。当企业增加固定资本投资时,会带动相关产业的发展,从而促进经济增长。相反,当企业减少固定资本投资时,会导致相关产业萎缩,进而引发经济衰退。

铜作为重要的工业金属,在国民经济和日常生活中有着广泛的应用。随着全球经济的复苏和工业生产的回暖,铜的需求量持续增加。铜价的波动也给企业带来了较大的经营风险。因此,企业需要采取有效的风险管理措施,以规避价格波动带来的风险。

企业应树立正确的风险管理目标和理念,将风险控制作为生存底线。在运用期货衍生品进行风险管理时,企业应根据自身的实际情况,选择合适的期货品种和合约,并制定科学的风险管理策略。同时,企业还应加强风险管理人才的培养和团队建设,提高风险管理水平。

通过运用期货衍生品,企业可以有效地规避铜价波动带来的风险,降低生产成本,提高经营效益。未来,随着全球经济的持续发展和铜需求的不断增加,铜产业链的波动性将进一步加大。企业应进一步加强风险管理,提高抗风险能力,以应对未来的挑战。

张旭,中辉期货研究员,主要从事铜产业链研究。

铜产业链各环节发展现状

铜产业链涵盖了从铜矿开采到铜制品加工的各个环节。上游环节包括铜矿的勘探、开采和选矿;中游环节包括铜的冶炼和精炼;下游环节则包括铜材的轧制、加工和最终产品的制造。目前,全球铜矿资源分布不均,主要集中在中国、智利、秘鲁、刚果(金)等国家。随着全球经济的复苏,铜的需求量持续增加,铜价也随之波动。

在铜产业链中,企业面临着较大的价格波动风险。铜价的波动不仅会影响企业的生产成本,还会影响企业的销售价格。因此,企业需要采取有效的风险管理措施,以规避价格波动带来的风险。期货衍生品作为一种金融工具,可以帮助企业锁定成本,稳定收入,从而降低经营风险。

企业应树立正确的风险管理目标和理念,将风险控制作为生存底线。在运用期货衍生品进行风险管理时,企业应根据自身的实际情况,选择合适的期货品种和合约,并制定科学的风险管理策略。同时,企业还应加强风险管理人才的培养和团队建设,提高风险管理水平。

通过运用期货衍生品,企业可以有效地规避铜价波动带来的风险,降低生产成本,提高经营效益。未来,随着全球经济的持续发展和铜需求的不断增加,铜产业链的波动性将进一步加大。企业应进一步加强风险管理,提高抗风险能力,以应对未来的挑战。

总之,铜产业链的波动性给企业带来了较大的经营风险。企业应树立正确的风险管理目标和理念,将风险控制作为生存底线。通过运用期货衍生品,企业可以有效地规避铜价波动带来的风险,降低生产成本,提高经营效益。未来,企业应进一步加强风险管理,提高抗风险能力,以应对未来的挑战。

张旭,中辉期货研究员,主要从事铜产业链研究。

铜产业链各环节发展现状

铜产业链涵盖了从铜矿开采到铜制品加工的各个环节。上游环节包括铜矿的勘探、开采和选矿;中游环节包括铜的冶炼和精炼;下游环节则包括铜材的轧制、加工和最终产品的制造。目前,全球铜矿资源分布不均,主要集中在中国、智利、秘鲁、刚果(金)等国家。随着全球经济的复苏,铜的需求量持续增加,铜价也随之波动。

在铜产业链中,企业面临着较大的价格波动风险。铜价的波动不仅会影响企业的生产成本,还会影响企业的销售价格。因此,企业需要采取有效的风险管理措施,以规避价格波动带来的风险。期货衍生品作为一种金融工具,可以帮助企业锁定成本,稳定收入,从而降低经营风险。

企业应树立正确的风险管理目标和理念,将风险控制作为生存底线。在运用期货衍生品进行风险管理时,企业应根据自身的实际情况,选择合适的期货品种和合约,并制定科学的风险管理策略。同时,企业还应加强风险管理人才的培养和团队建设,提高风险管理水平。

通过运用期货衍生品,企业可以有效地规避铜价波动带来的风险,降低生产成本,提高经营效益。未来,随着全球经济的持续发展和铜需求的不断增加,铜产业链的波动性将进一步加大。企业应进一步加强风险管理,提高抗风险能力,以应对未来的挑战。

总之,铜产业链的波动性给企业带来了较大的经营风险。企业应树立正确的风险管理目标和理念,将风险控制作为生存底线。通过运用期货衍生品,企业可以有效地规避铜价波动带来的风险,降低生产成本,提高经营效益。未来,企业应进一步加强风险管理,提高抗风险能力,以应对未来的挑战。

张旭,中辉期货研究员,主要从事铜产业链研究。

美元周期下铜价的运行规律和背后逻辑

长期来看美元指数和铜价呈现强负相关性

美元周期与铜价运行规律

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价运行规律

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价运行规律

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

美元指数与铜价呈现强负相关性

目录

Contents

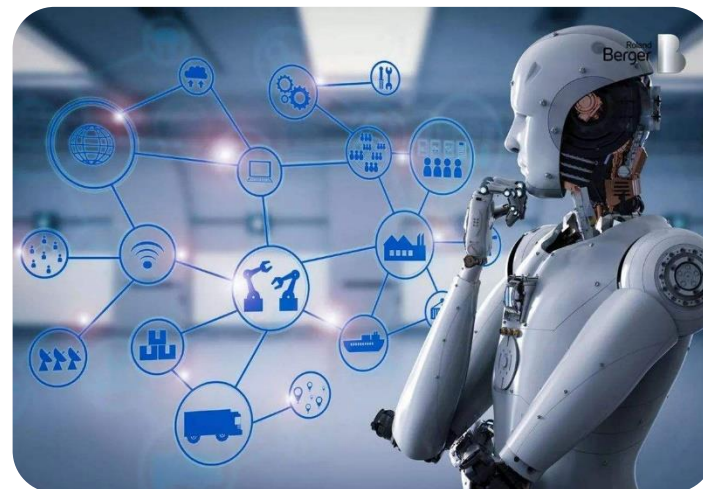
- 01 新旧动能切换
- 02 海内外宏观纵览
- 03 铜铝行情分析和展望
- 04 期货衍生品应用

01

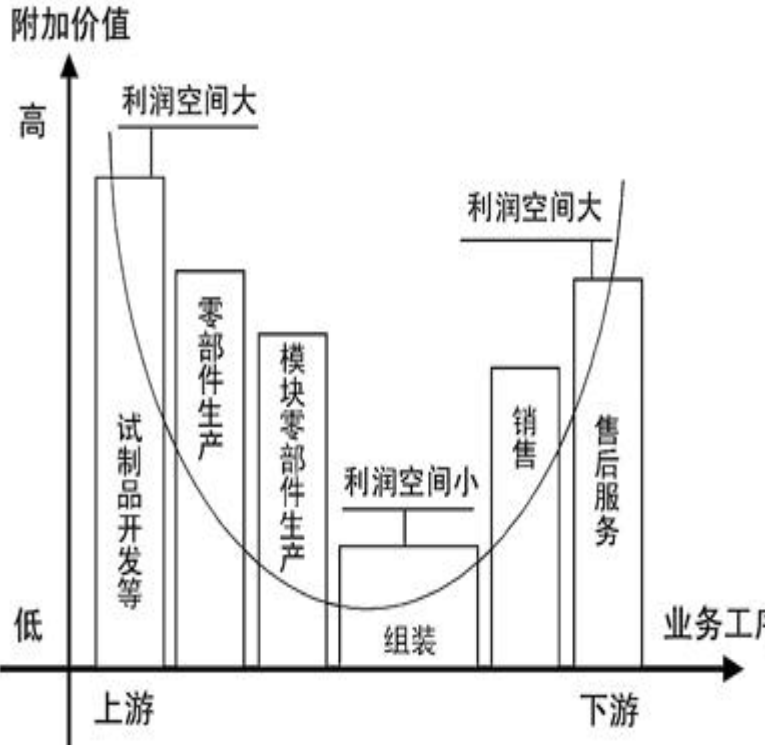
新旧动能切换

新动能——新质生产力

- 2023年9月，习近平总书记提到一个令人耳目一新的词汇——“新质生产力”。
- 从18世纪第一次工业革命的机械化，到19世纪第二次工业革命的电气化，再到20世纪第三次工业革命的信息化，一次次颠覆性的科技革新，带来社会生产力的大解放和生活水平的大跃升，从根本上改变了人类历史的发展轨迹。进入新时期，人类迎来了新一轮科技革命和产业变革。
- **这是在信息革命基础上孕育兴起的第四次科技革命，以大数据、互联网、云计算、区块链及人工智能等工具体系为代表的生产力，是完全不同于传统的新质生产力，会带来根本不同于以往的新质发展。**新质生产力有别于传统生产力，涉及领域新、技术含量高，依靠创新驱动是其中关键。从经济学角度看，新质生产力代表一种生产力的跃迁。它是科技创新在其中发挥主导作用的生产力，高效能、高质量，区别于依靠大量资源投入、高度消耗资源能源的生产力发展方式，是摆脱了传统增长路径、符合高质量发展要求的生产力，是数字时代更具融合性、更体现新内涵的生产力。



产业微笑曲线



2021-2022年能耗双控

地 区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青 海	●	●
宁 夏	●	●
广 西	●	●
广 东	●	●
福 建	●	●
新 疆	●	●
云 南	●	●
陕 西	●	●
江 苏	●	●
浙 江	●	●
河 南	●	●
甘 肃	●	●
四 川	●	●
安 徽	●	●
贵 州	●	●
山 西	●	●
黑 龙 江	●	●
辽 宁	●	●
江 西	●	●
上 海	●	●
重 庆	●	●
北 京	●	●
天 津	●	●
湖 南	●	●
山 东	●	●
吉 林	●	●
海 南	●	●
湖 北	●	●
河 北	●	●
内 蒙 古	●	●

- 2017年的供给侧改革和2021-2022年的能耗双控也是历史上对产业升级改革的探索。
- 能耗双控的本质是通过控制各省份的能源消耗总量，限制每万元地区生产总值的能耗和电耗，从而倒逼各省份产业升级，优化各省份产业结构，加快淘汰高污染，高能耗，低附加值的落后产业，提高能源利用效率，降低能耗强度。
- 从而鞭策国内产业自我革命，自我更新，摆脱传统的落后粗放式生产模式，做精做强，帮助企业从产业微笑曲线的低附加低利润的代加工和粗加工的底部区域向高附加值高利润的研发和终端销售迭代升级。
- 最终改变销售和研发两头在外，加工在内，利润在外，污染在内的中低端加工生产模式，完成我国从“制造大国”向“智造强国”转变的国家战略。

- 2020年9月，在第七十五届联合国大会上，习近平总书记代表中国做出承诺，力争在2030年前达到二氧化碳排放峰值，并努力争取2060年前实现碳中和。2023年有色金属行业碳排放总量约6.72亿吨，约占全国碳排放总量的4.7%。其中，电解铝碳排放量为4.27亿吨，约占全行业的63.5%，是有色行业实现2030碳达峰的关键。铜工业共排放0.28亿吨，占全行业比重为4.16%。
- 继续推动节能减排和重金属污染防治，通过减量化、无害化、资源化，提高资源综合利用率。要依靠科技创新，进一步提高铜冶炼渣中稀有贵金属等有价值元素综合回收效率。要大力发展再生铜产业。去年再生铜产量达395万吨，已接近“十四五规划”到2025年400万吨目标。再生铜的利用对铜产业节能降碳讲发挥重要作用。
- 近年来，电解铝产能有序向云南等水电资源丰富地区转移。截至目前，绿电铝占比达25%左右。绿电铝生产电解铝占比提高1个百分点，相当于电解铝行业节约标准煤182.6万吨，减少二氧化碳排放量493万吨。2023年，有多家铜冶炼企业完成PS转炉环保改造工作。



2025年前
继续降低碳排放强度



2030年前
二氧化碳排放达峰



2060年前
实现碳中和



单位GDP
二氧化碳排放
降低18%



单位GDP能耗
降低13.5%



森林覆盖率
达到24.1%



非化石能源占
能源消费总量比重
提高到20%左右

新动能——新型电力激发铜铝需求

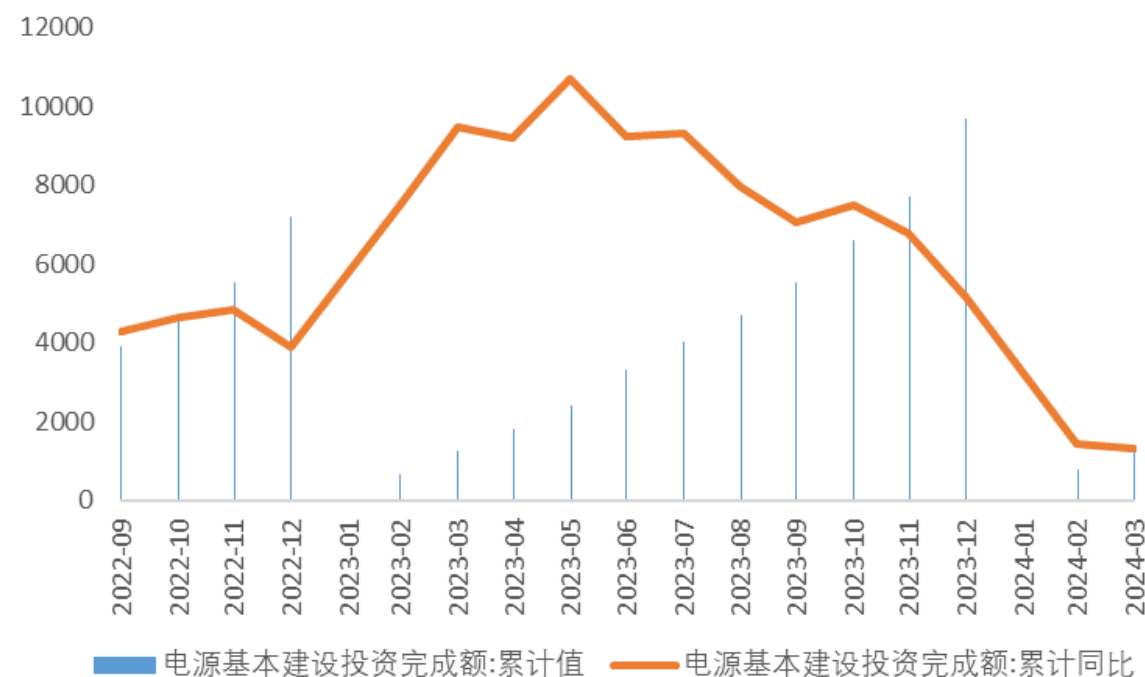
- 美国能源部于 2023 年发布《通胀削减法案》，将铜列为关键材料清单，认为铜对于美国经济和国家安全非常重要，在绿色能源转型，电动化和清洁水基础设施推动下，2035 年预计铜需求将增至一倍，铜在发电，输送和配给方面极端重要，缺少电力将使国家面临极大风险。尤其第四次产业革命的核心，OpenAI 等人工智能作为耗电巨兽，将会造成更多电力缺口。
- “十四五”期间我国能源消费结构将向清洁能源加速转型，特高压输电是解决远距离大规模输电的主要手段。据国家电网发布的《“碳达峰、碳中和”行动方案》，规划十四五”期间建成7回特高压直流，新增输电能力5600万千瓦。2024年电网投资超5000亿元。根据国家铜业协会发布的研究数据，新型清洁可再生电力系统（风光电）的平均用铜量超过传统发电系统的 8 至 12 倍。据安泰科测算，光伏边框用铝量约1.3万吨/GW，光伏装机支架用铝量约0.7万吨/GW。1GW 光伏新增装机需要消耗 0.5 万吨铜，1GW 风电新增装机需要 0.46-1.35 万吨铜。
- 与此同时，铝凭借仅有铜三分之一价格的成本优势，结合我国贫铜富铝的储备量，和铝良好的物理特性，铝电线电缆将会对铜电线电缆逐渐造成明显的替代效应。



新动能——新型电力激发铜铝需求

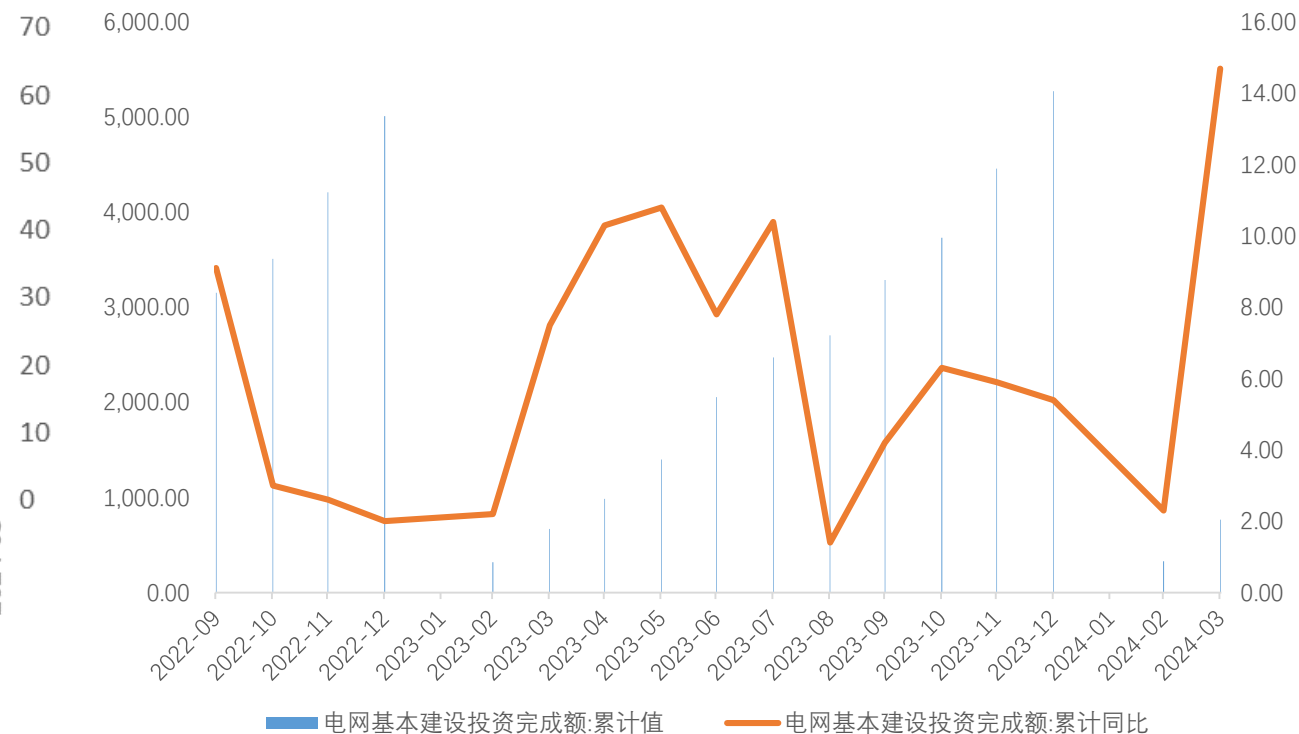
➤ 3月，国内电网基本建设投资累计完成额766亿元，同比增长14.7%，电源基本建设投资投资完成额1365亿元，同比增长7.7%。据统计，2024年1-4月陆上风电机组招标规模约51.21GW（含框架招标、集采），同比增加49.96%，海上风电机组招标规模约2.55GW，同比下滑7.27%，合计招标规模约53.76GW，同比增加45.69%。

电源基本建设投资完成额累计值和同比（亿元）



数据来源: wind, 中辉期货研究院

电网基本建设投资完成额累计值和同比（亿元）



数据来源: wind, 中辉期货研究院

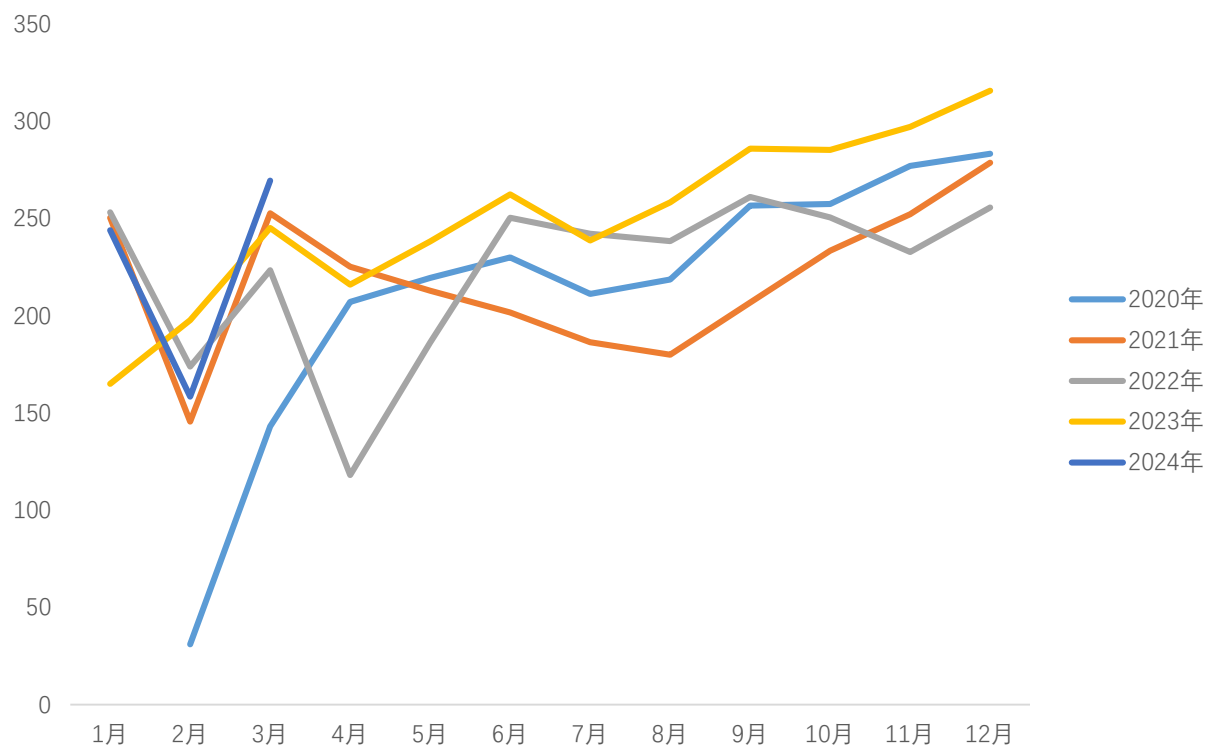
- 汽车产业作为国民经济的重要支柱产业，产业链条长，辐射范围广，发挥着工业经济稳增长的“压舱石”作用。新能源汽车作为我国绕过欧美国家百年燃油车领域技术掣肘的重要发力点，承载着替代房地产行业，提振经济的重望。电动汽车所需的铜量是内燃机汽车的两倍。据悉，目前混合动力电池耗铜量为 60kg/辆，纯电动汽车至少 83kg/辆(电动客车耗铜量为 224-369kg/辆，纯电动新能源汽车暂按100kg/辆计算)，燃油车耗铜量40KG/辆。
- 随着汽车轻量化的趋势，铝在汽车中的含量将越来越高。在传统车门系统中，车门门体占整个车门系统重量的53%。铝的密度，约2.7 g/cm³，仅为钢的三分之一。如果所有的钢板都用铝合金材料替换，将直接减重约三分之一的重量，如果采用间接减重，在保证相同性能的基础上，将减重六分之一的重量。新能源汽车中非纯电动车的单车铝使用量约为 206Kg/辆，纯电动汽车的单车铝使用量为292kg/辆，而普通的燃油车单车铝使用量为60kg/辆。



新动能——新能源汽车持续高景气

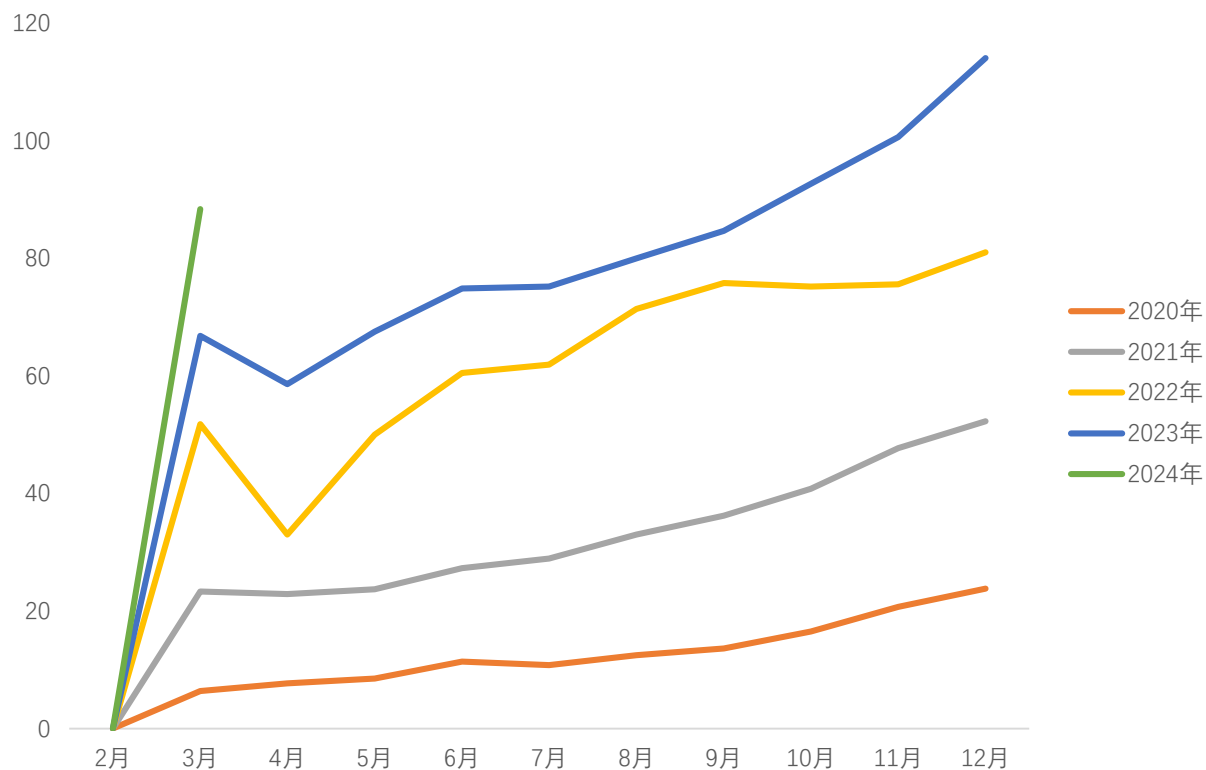
➤ 乘联会统计，3月新能源汽车产量88.4万辆，同比增长33.5%，1-3月累计207.6万辆，累计同比增长29.2%。汽车产量269.45万辆，当月同比增长9.93%，1-3月累计660.6万辆，累计同比增长6.4%。汽车价格战内卷，消费补贴和政策加码，汽车消费表现出色。

汽车产量（万辆）



数据来源：wind，中辉期货研究院

新能源汽车产量（万辆）



数据来源：wind，中辉期货研究院

- 随着物联网，智能化和电气化加快，家电制造业也进入了全屋智能化新阶段，曾今作为长期耐用品的家电，随着新一代消费升级，技术不断迭代和完善，部分小家电和清扫型家电开始向快消品转型。铜在家电行业中的应用主要以电机，冷凝管，连接管，换热器等为主。虽然空调仍然以8KG/台的高耗铜量占据家电耗铜榜的首位，但是小家电以低耗铜量，大基数也在不断提升整体的耗铜量。

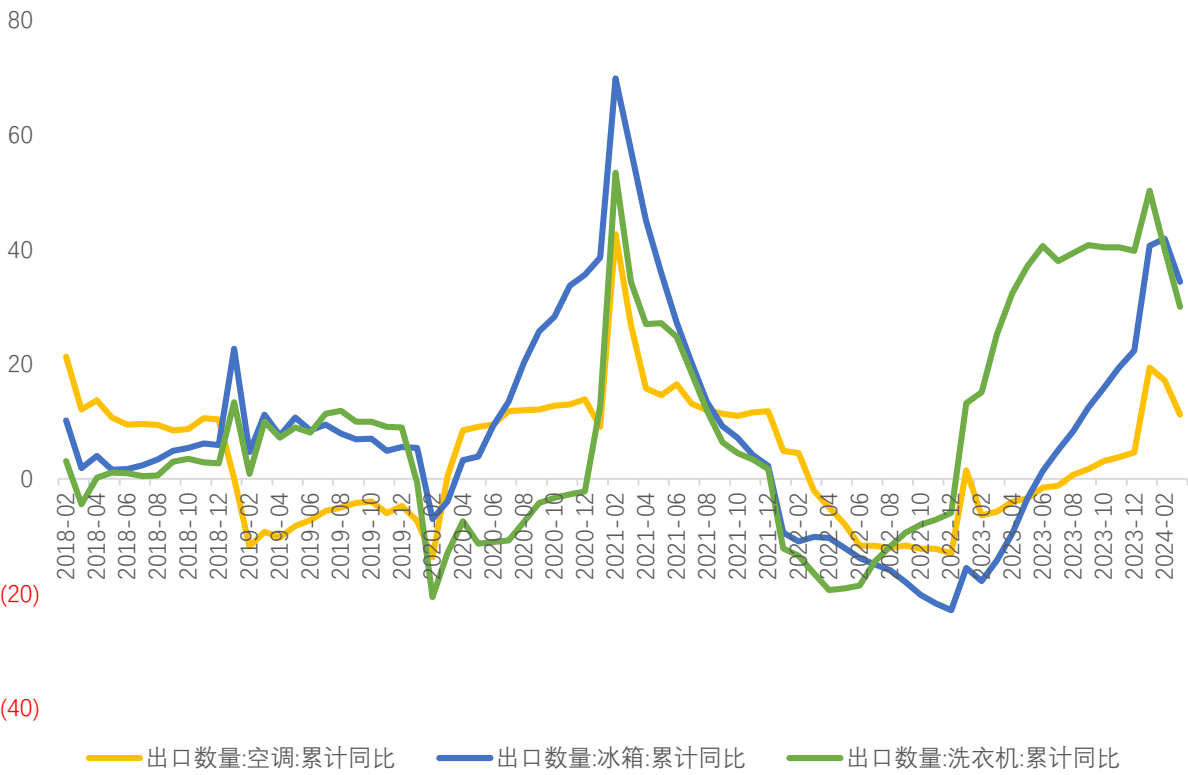


新动能——智能家电产销两旺



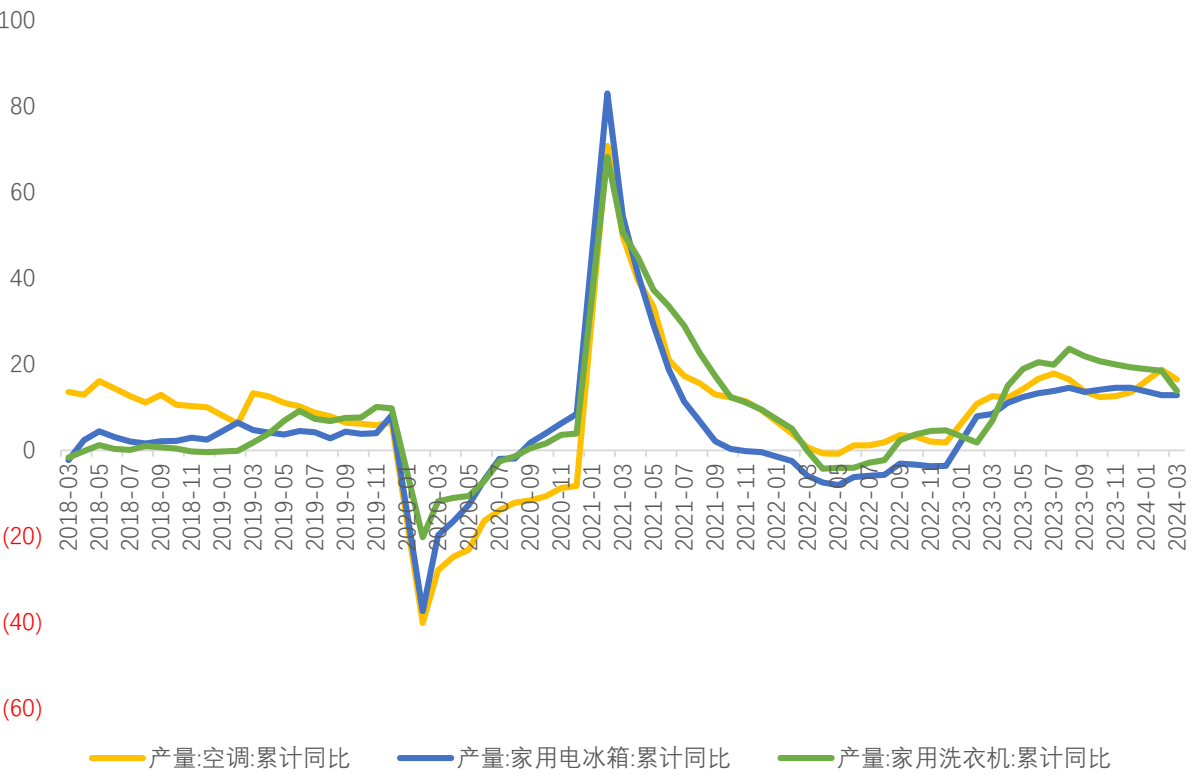
➤ 3月，空调，冰箱，洗衣机出口累计同比分别增长11.2%，增长34.4%，增长30%。空调，冰箱，洗衣机产量累计同比增长16.5%，12.8%，13.8%。家电出口和生产增长超预期，产销两旺。权威气象部门预测2024年仍将是厄尔尼诺大年，极端高温天气或再次出现，叠加国内保交楼进入尾声，大量房屋进入交付环节，市场对家电消费维持乐观预期。

家电出口累计同比



数据来源：wind，中辉期货研究院

家电产量累计同比



数据来源：wind，中辉期货研究院

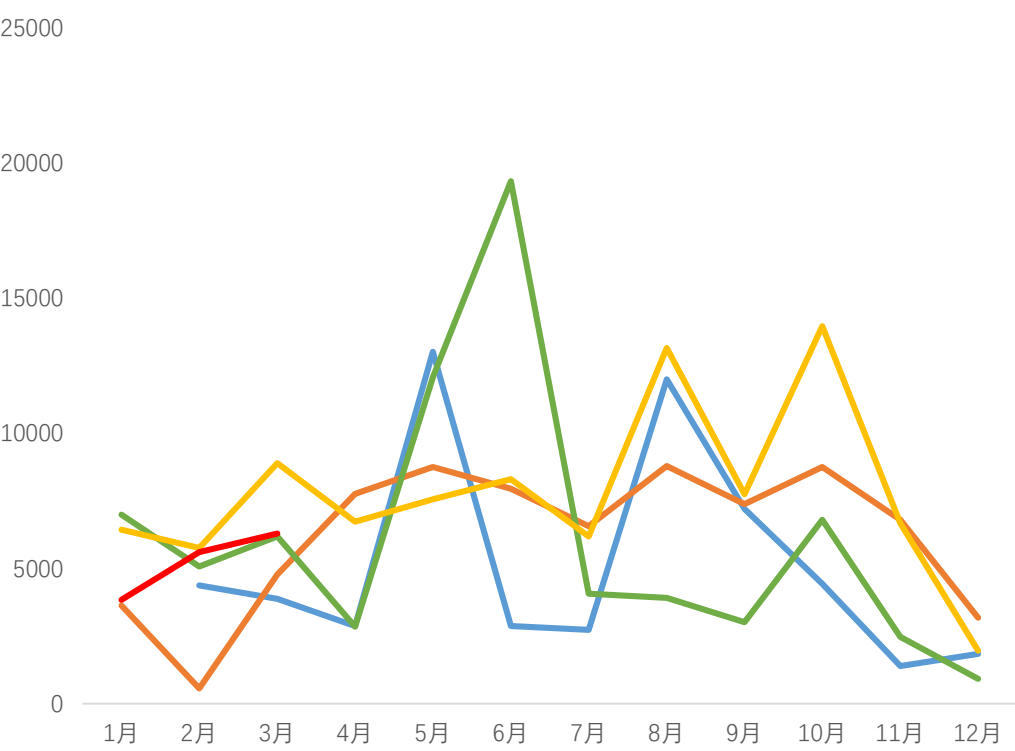
- 以**5G基建、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能以及工业互联网七大领域的新基建**正在逐渐取代传统的“**铁公基**”旧基建。尤其是以电源和电网投资和风光电的新型清洁能源投资和新能源汽车充电桩表现亮眼。



- 海外方面，疫情过后，全球制造业回流和海外基建爆发，逆全球化促使各国加快工业重建，同时随着亚欧一带一路和中东，非洲经济发展，国内基建出海势头正盛，海外基建极大的释放了国内过剩的基建产能，也带动了国内建筑产业上下游供应商的对外出口。
- 2024年1月国务院下发《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法(试行)》（简称47号文）。国务院新要求，天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏12个债务较高省份除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省部级或市一级2024年不得出现新开工项目。除此之外，根据中金公司研报，2024-2026年城投债券到期偿还规模进入高峰，市场对后续一揽子化债方案的推进抱有期待。

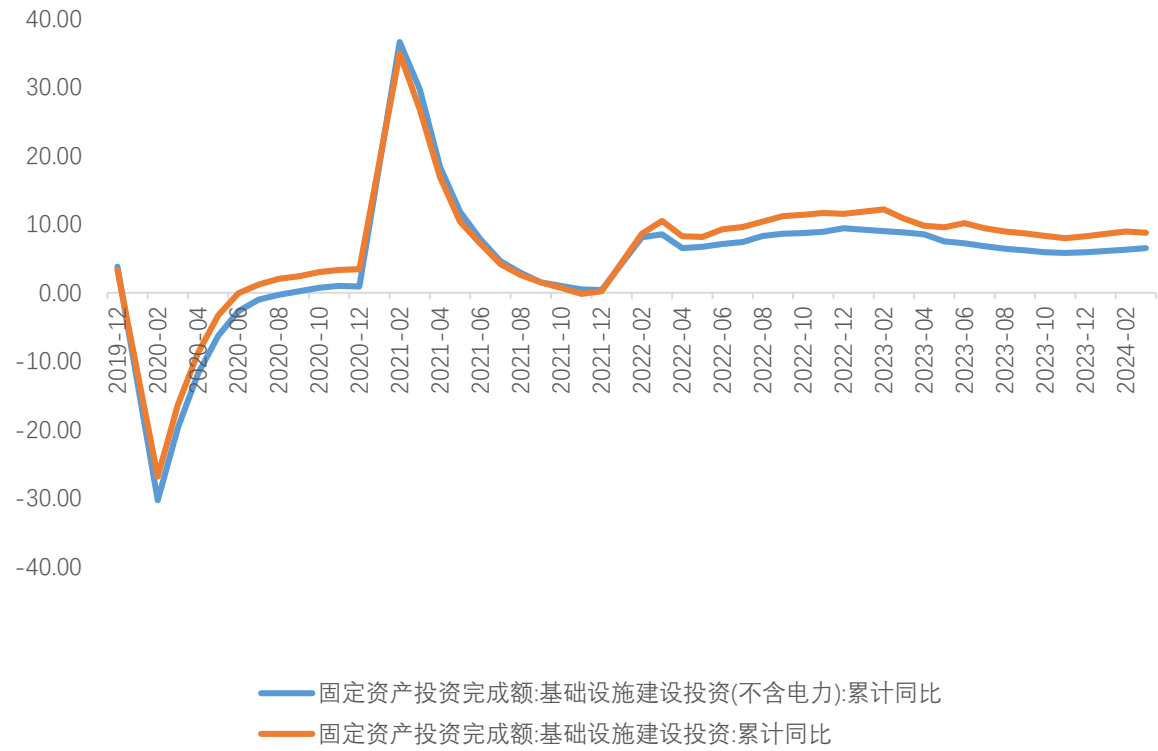
➢ 3月，国内地方政府专项债发行6295亿元，前值5600亿元。国内专项债加快释放，中央预算内投资计划已下达超过2000亿元，将进一步加快计划下达，推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。国内《推动工业领域设备更新实施方案》印发，将加快铜、铝、再生金属冶炼等环保装备更新改造，新一轮供给侧改革或再启动，此外消费品以旧换新等刺激政策或继续加码，近期财政部公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排，市场信心提振。

地方政府专项债发行额



数据来源：wind，中辉期货研究院

基建同比



数据来源：wind，中辉期货研究院

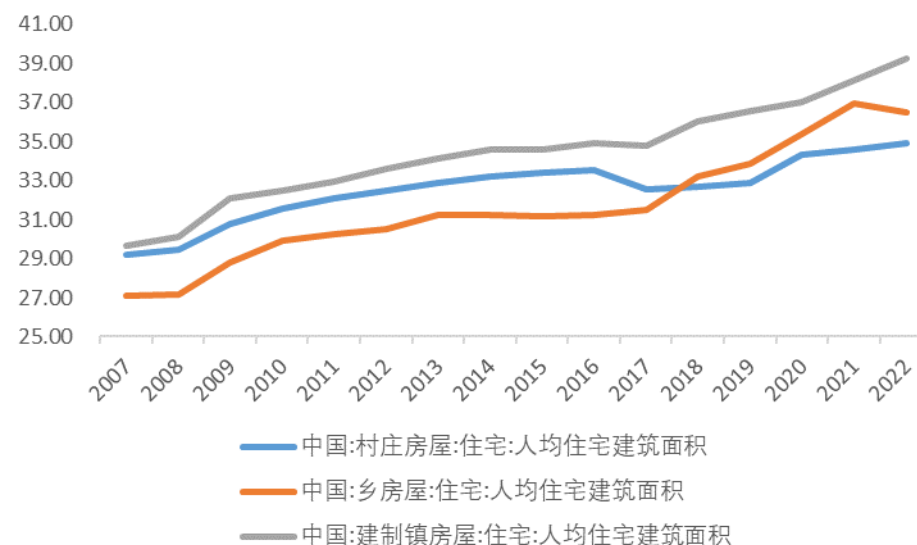
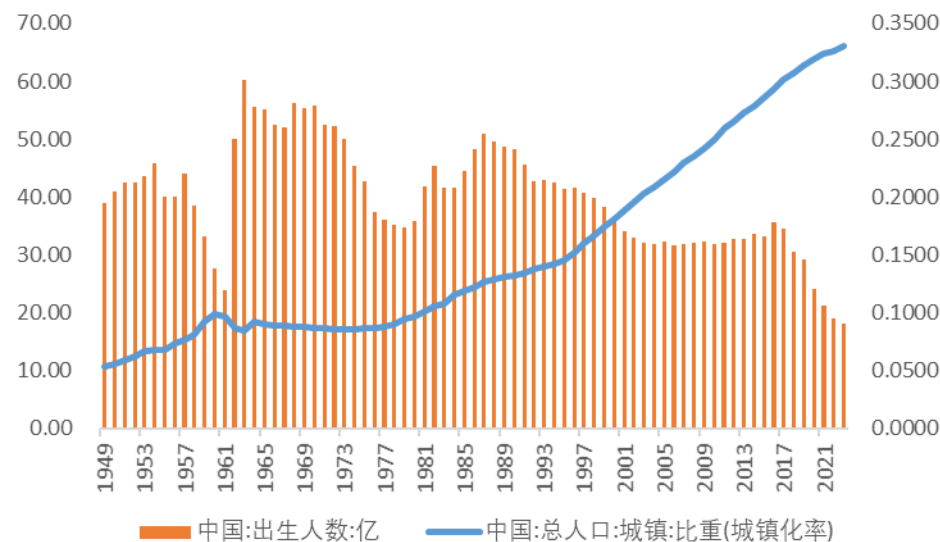
传统旧动能——基建和房地产

- 中国人深受传统儒家文化影响，骨子里对“有恒产者有恒心”，“居者有其屋”理念世代推崇，远至盛唐白居易的“长安居，大不易”，近至21世纪的“丈母娘房地产经济学”。房产自古以来就是每个家庭最为重要的固定资产和成家立业的先决条件。
- 当房地产行业向好，房价上涨，带动上下游钢铁，水泥，家电，汽车等行业的发展，居民和企业收入增加，社会消费和投资旺盛，经济繁荣。当房地产衰退，房价下跌，上下游产业也随之进入低迷，居民和企业收入减少，社会活力降低，经济陷入停滞和衰退。



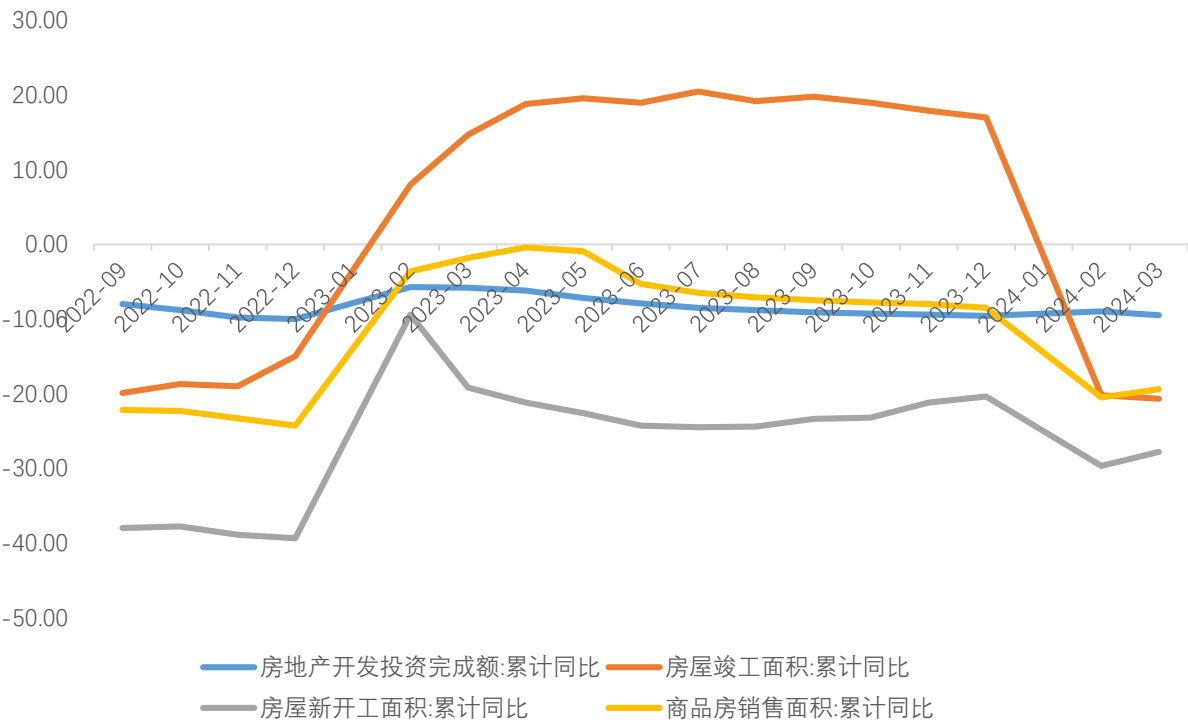
传统旧动能——基建和房地产

- 根据国家统计局的数据，2022年我国房地产行业产业增加值（房地产业+建筑业）合计15.72万亿，2022年全国GDP总值113.21万亿，房地产行业占GDP比重达到了14%。如果叠加上下游产业链，房地产和相关行业占GDP总量超30%。我国自1998年开启商品房历史，到2023年正好25年，一个完整的建筑周期结束。
- 根据国家统计局的数据，1998年，全国房地产业增加值0.3万亿元，2022年则增长至7.38万亿元，增长了22倍。25年内，房地产行业在拉动经济增长，稳定就业方面做出过重大贡献，房地产既是国民经济的支柱产业，也是居民的最重要的固定资产投资和最大消费。但房地产行业也耗费了大量的社会金融资源和人力，导致经济脱实向虚，对其他产业造成了挤出效应。
- 随着中国城镇化进入尾声，总人口城镇化率66.16%，实际人口城镇化率或超70%，新生人口逐年递减，2023年降至902万人，人均住宅面积逐年上升，接近40平米/人。房地产供需关系逆转和疫情疤痕效应，叠加恒大，碧桂园等知名房企暴雷，居民购房意愿低迷，房地产行业面临周期下行挑战。



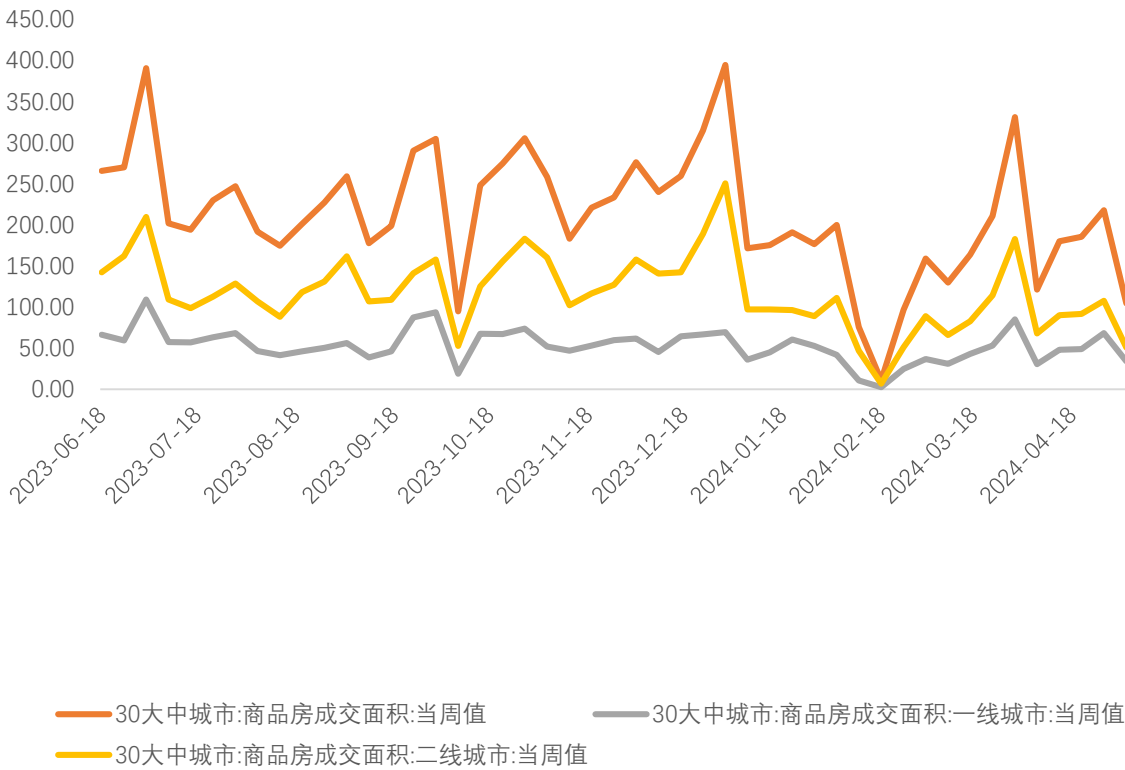
➢ 3月，房屋施工面积累计增速下跌11.1%。新开工面积累计同比跌27.8%，竣工面积累计同比下降20.7%，竣工面积跌落至17个月的低位。商品房销售面积累计下跌19.4%。节前中共中央政治局会议稳增长政策积极布局，首次提出“消化存量房地产和优化增量住房”的政策。节后杭州，武汉，西安等地纷纷放出重磅房地产政策，全面放开限购，其中杭州和南京推出买房落户政策，关注后续房地产融资协调机制落地。

房地产



数据来源: wind, 中辉期货研究院

30大中城市商品房成交面积



数据来源: wind, 中辉期货研究院

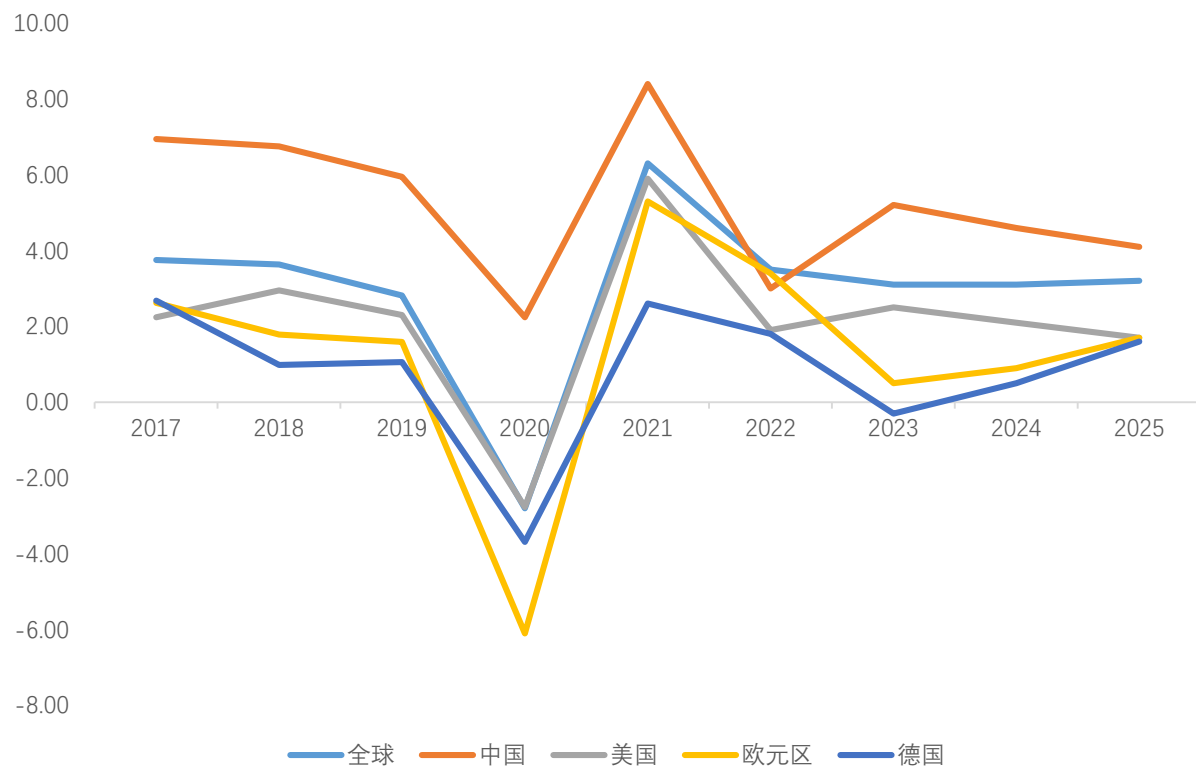
02

海内外宏观纵览



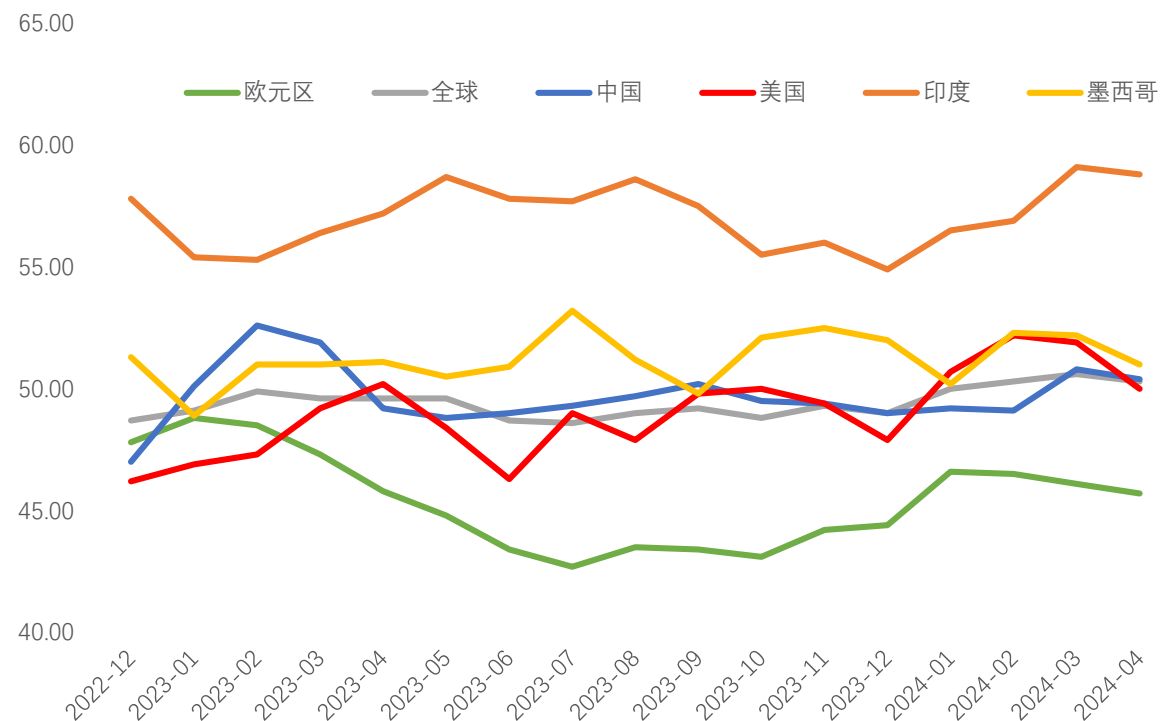
➤ IMF预计2024年全球经济增长3.2%，较1月3.1%的预期高出0.1个百分点，其对2025年全球经济增速的预测维持在3.2%不变。全球摩根大通4月制造业PMI50.3，连续四个月在荣枯线以上，美国MARKIT制造业PMI50，欧元区4月制造业PMI45.7，德国4月制造业PMI42.5。新兴国家的印度和东南亚等国，凭借欧美对中国的制造业转移外迁和在东西方阵营中左右逢源，印度4月制造业PMI高达58.8，墨西哥4月制造业PMI51。

IMF预测全球主要经济体增速 (%)



数据来源: wind, 中辉期货研究院

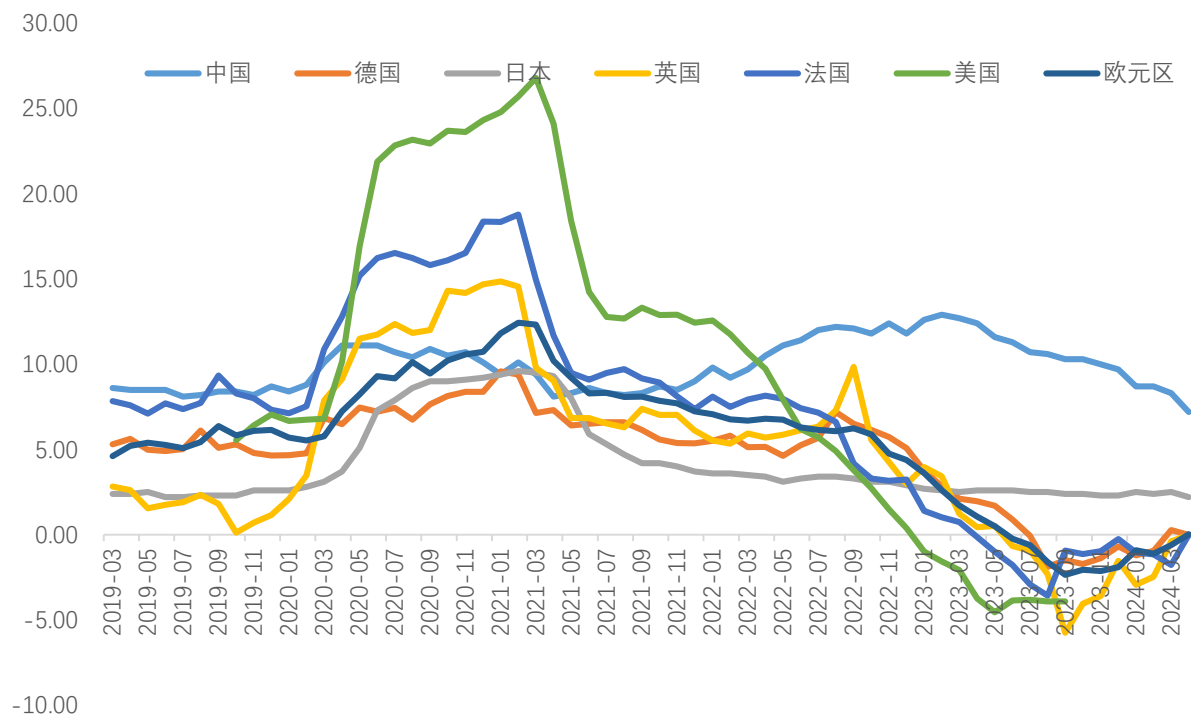
全球主要经济体制造业PMI



数据来源: wind, 中辉期货研究院

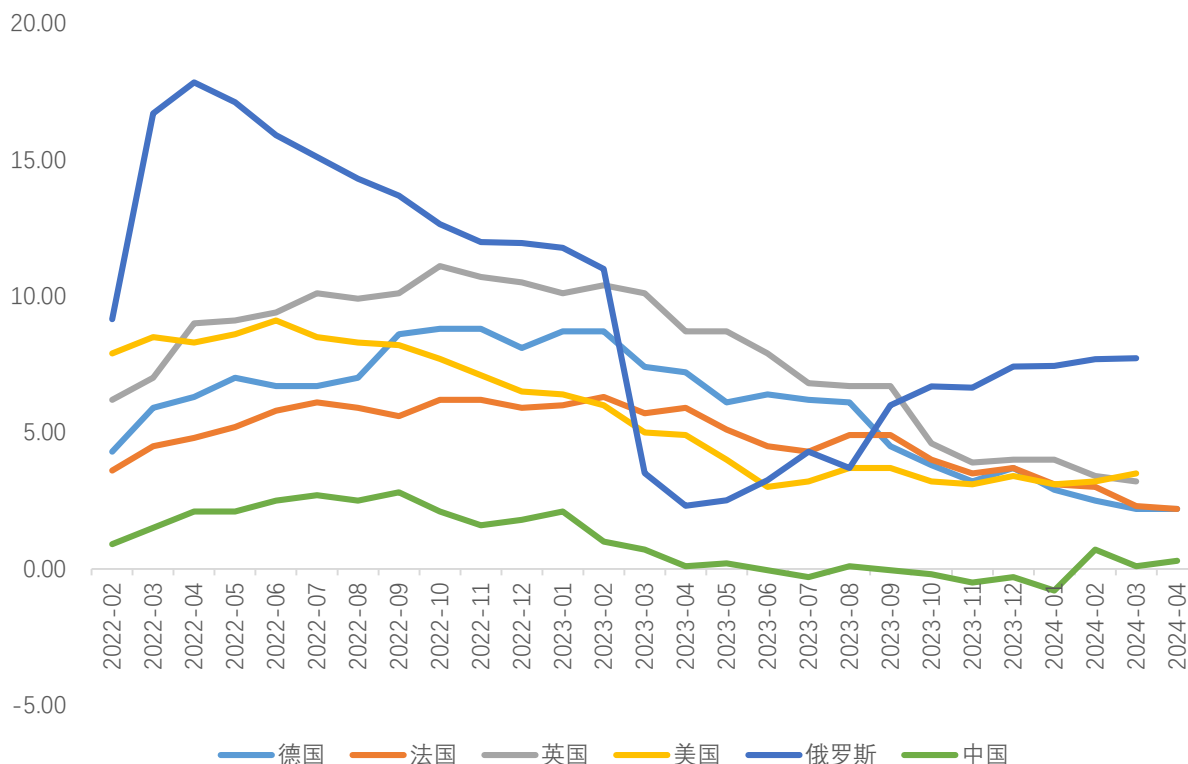
➤ 4月，德国和法国的CPI同比增长均录得2.2%，进一步接近欧央行2%的目标位，英国CPI同比增长3.2%，环比下滑，欧洲通胀有所降温。2024年或是全球央行降息之年，海外央行或集体转向宽松，M2触底回升，而新兴经济体方面，为了刺激经济复苏，阿根廷和俄罗斯预计降息幅度最大。全球市场流动性释放，或推高大宗商品原材料价格。

全球主要经济体M2同比



数据来源：wind，中辉期货研究院

全球主要经济体CPI同比



数据来源：wind，中辉期货研究院

美联储2024年开启降息周期

- 美元作为美国霸权横行世界的载体。当美国经济出现问题时，为了重启经济，刺激内需，美联储开启降息周期，天量美元随之涌向全球，造成全球通胀。当美国经济恢复活力，美联储开启加息周期，美元加速回流美国本土，收割全球财富，引发新兴市场和发展国家经济危机。铜作为以美元定价的大宗商品，当美元指数走高，铜价通常承压下跌。因此长期来看，铜价和美元指数有着较强的负相关性。（**但是当美元加息结束进入降息周期的节点，历史上铜价往往反而会下跌，因为此时说明经济进入衰退的概率较大，需要降息刺激经济，因此铜价短期内反而会因为需求不足和预期转弱而下挫。**）

美元周期

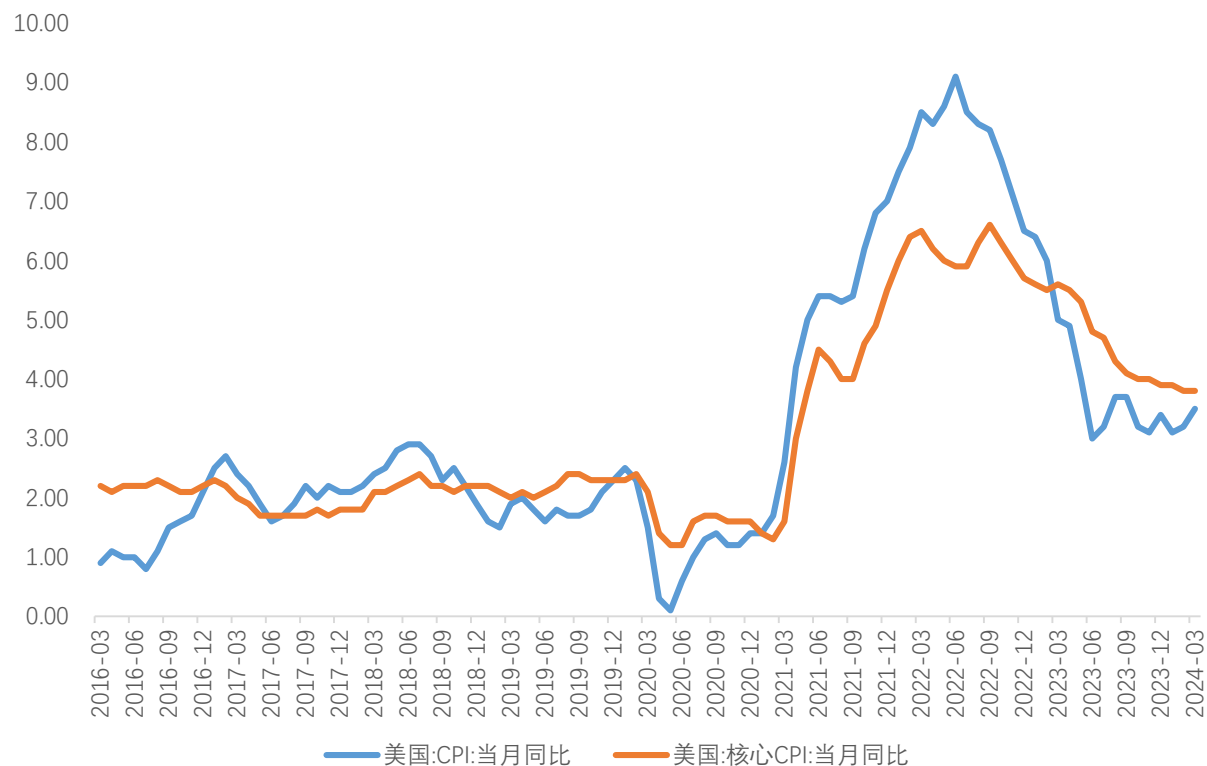
经济周期和美元周期，铜价关系



美国二次通胀担忧增加

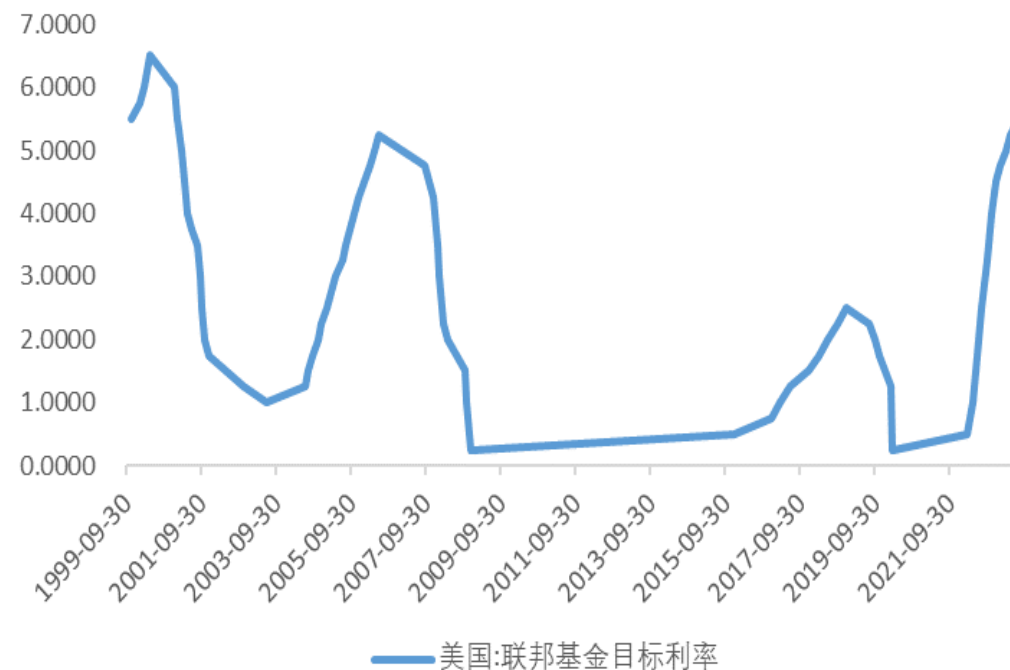
➤ 美国3月末季调CPI同比上涨3.5%，创2023年9月以来新高，预期3.4%，前值3.2%；季调后CPI环比上涨0.4%，预期0.3%，前值0.4%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国3月末季调核心CPI同比上涨3.8%，预期3.7%，前值3.8%，通胀粘性超预期。市场担忧美国通胀保持高位，叠加美国大选的政治扰动，使得美联储决策更加艰难。

美国CPI和PCE（通胀指数）（%）



数据来源: wind, 中辉期货研究院

美国联邦基金目标利率 (%)

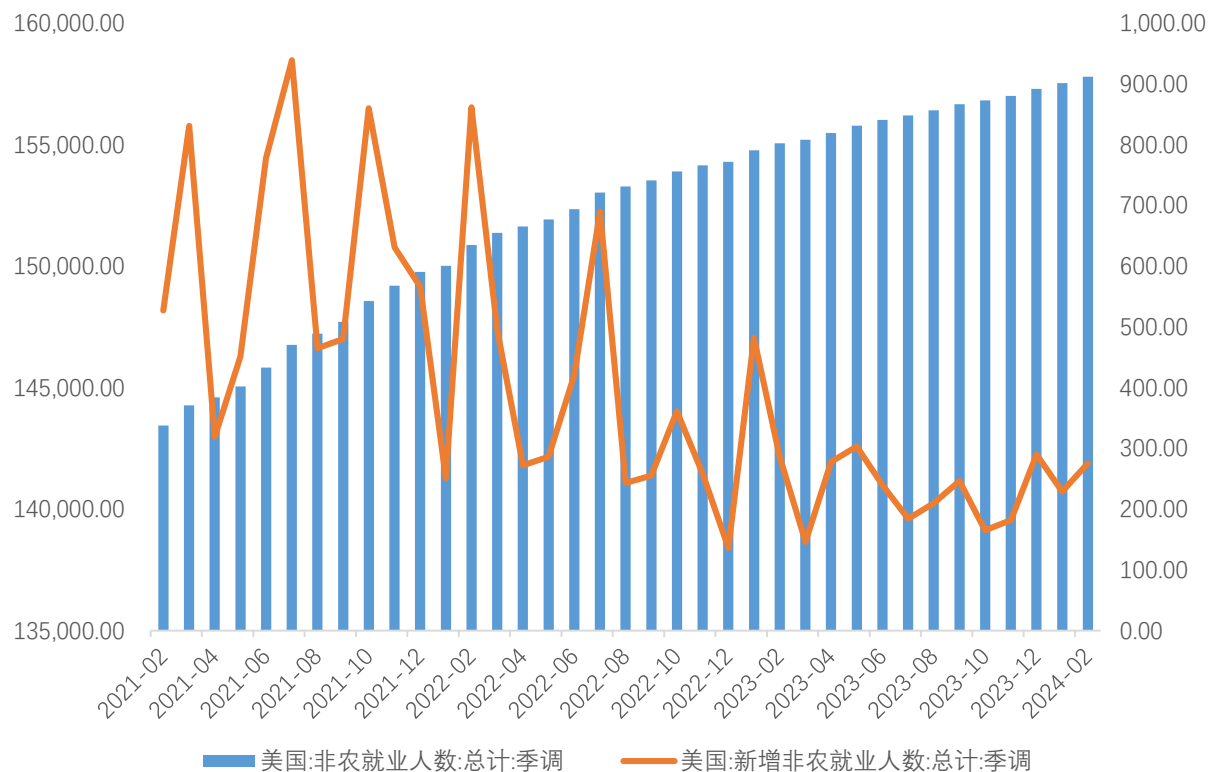


数据来源: wind, 中辉期货研究院

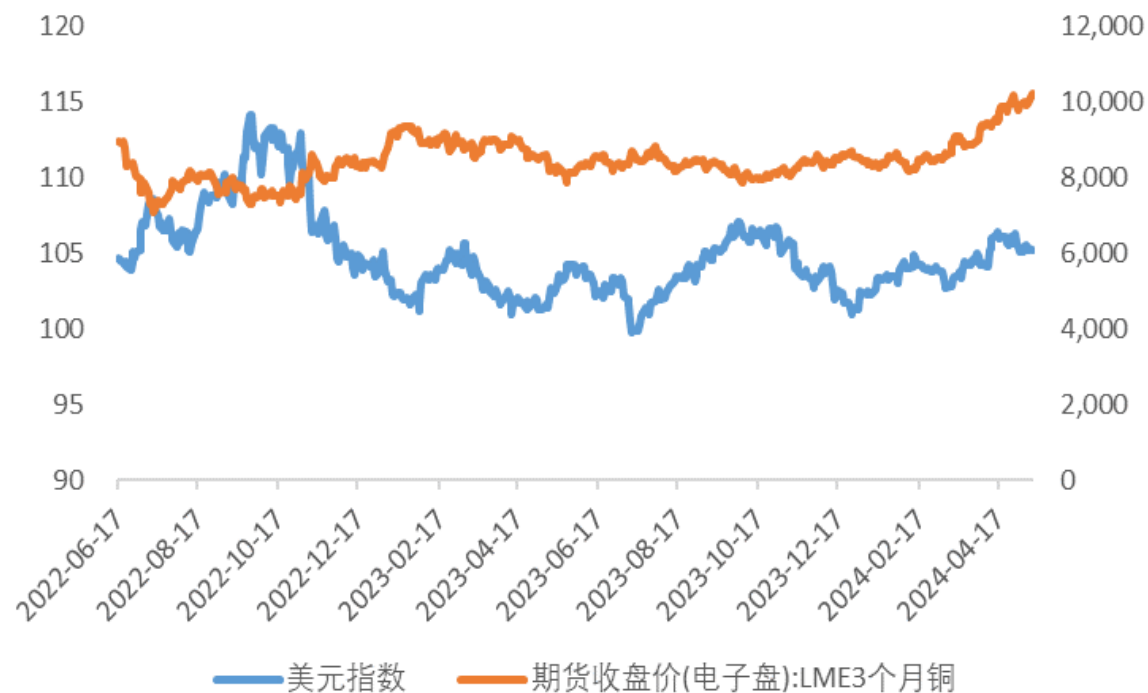
美国经济韧性超预期，美联储鹰声频传

➤ 美国4月非农新增17.5万人，失业率3.9%，劳动力市场超预期放缓。远低于预期新增就业为24万，失业率预期为3.8%，非农就业与失业率超预期疲软。美联储近期官员鹰声频传，但是前期鲍威尔发声整体偏鸽，关注后续美国数据和美联储的议息会议表态，将对大众商品和股债汇等产生重大影响。

非农新增就业人数



美元指数和铜价



美联储如期连续五次会议在利率政策上按兵不动，声明重申等到对通胀更有信心再降息。点阵图仍暗示今年降息三次，此前有人担忧会鹰派转向改为降息两次。美联储还大幅上调了2024年的美国GDP增长预期，小幅上调今年核心PCE通胀预期至2.6%，认为2025年起通胀更接近2%目标，下调2024年和2026年的失业率预期至4%。

鲍威尔表示，相信利率可能处于周期性峰值，暗示今年降息三次仍有可能。同时，他重申美联储将放缓缩表速度，并表示这将很快发生，不希望储备金短缺的问题重演。大多数官员仍然认为有可能实现对通胀的信心，但同时承认，美国经济数据并未提振美联储对美国通胀进展的信心。劳动力市场仍然相对紧张，但供需条件持续趋向更好的平衡。

英国央行宣布维持基准利率在5.25%的16年高位不变，符合市场预期。英国央行行长贝利表示，关键通胀指标仍处高位，现在不是降息的时候。同时，市场普遍预期英国央行将在8月首次降息，而6月降息的可能性也已超过50%。在通胀预期方面，英国央行维持了一季度增长0.1%的预期，并预计夏季通胀率将略低于2%，暗示届时或开启降息周期。

日本央行结束了长达8年的负利率政策，实现了货币政策的历史性转变，成为全球最后一个放弃负利率政策的主要经济体。日本央行结束了国债收益率曲线控制政策，并取消了购买ETF和房地产投资信托基金的政策。

瑞士央行则意外降息25个基点，将基准利率从1.75%下调至1.5%，这一决定超出市场普遍预期。在经历了自疫情消退以来的首次降息后，瑞士央行这一举措也预示着美联储和欧洲央行可能在晚些时候采取宽松政策。

第五次朱格拉周期加速和中美库存周期共振



➤ 当下我们处于第六个康波周期尾声，自改革开放以来的第五个朱格拉周期，本轮朱格拉周期主题是中国崛起背景下的中美芯片战争。以集成电路和新能源，储能，光刻机，第三代半导体等行业为主的科技竞赛。而从库存周期来看，我们处于被动去库存的阶段，需求和库存都有触底向上的迹象。中美的库存周期分别对应了两国生产国和消费国的经济地位。当中美的货币和财政政策趋同时，中美的库存周期大概率产生共振。反之，当中美的货币和财政政策相背而行时，中美的库存周期大概率错位。

中美库存周期和铜价

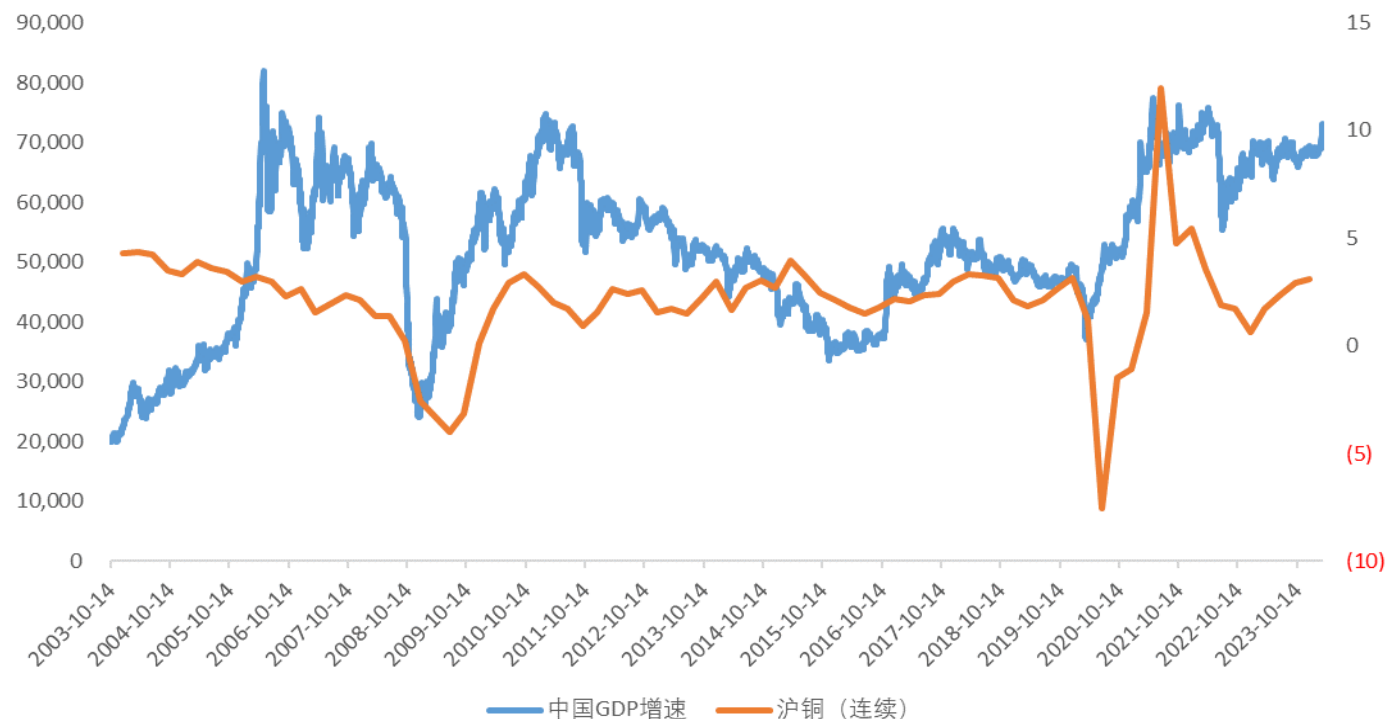
中美库存周期和铜消费和价格增速								
年份	中国产成品存货同比	美国产成品库存同比	ICSG精铜期末库存环比变化	LME铜价环比涨幅	全球铜消费增速	中国库存周期	美国库存周期	中美是否共振
2023	5.01	-3.07		-2.31	3.20	去库存	去库存	是
2022	15.65	0.18	13.47	-5.47	3.38	补库存	补库存	是
2021	12.64	-4.17	-2.10	49.93	1.04	补库存	补库存	是
2020	8.79	-8.07	1.73	2.95	2.57	补库存	去库存	否
2019	2.47	-5.59	-0.98	-7.96	-0.56	去库存	去库存	是
2018	8.42	2.95	-10.76	5.46	3.28	去库存	补库存	否
2017	8.44	-1.93	0.73	27.34	0.85	补库存	补库存	是
2016	-0.39	-3.43	-9.30	-11.32	1.89	去库存	去库存	是
2015	6.14	-1.13	12.82	-19.56	0.61	去库存	去库存	是
2014	13.08	-0.38	0.68	-7.09	7.00	补库存	去库存	否
2013	6.92	-0.27	-3.71	-7.62	4.54	去库存	补库存	否
2012	12.26	-5.02	14.19	-9.89	3.93	去库存	去库存	是
2011	22.77	-3.03	0.58	16.81	2.96	补库存	补库存	是
2010	8.73	-7.41	-12.94	45.30	6.95	补库存	补库存	是
2009	3.86	-20.01	24.86	-24.47	-0.89	去库存	去库存	是
2008	25.20	-8.56	13.61	-3.07	-0.79	补库存	去库存	否
2007	20.10	1.78	-9.77	6.30	6.82	补库存	去库存	否
2006	17.23	7.08	23.99	90.47	2.16	补库存	补库存	是
2005	19.34	-6.28	-6.07	25.75	-0.97	补库存	去库存	否
2004	20.34	5.97	-48.15	56.06	7.15	补库存	补库存	是

数据来源：wind，中辉期货研究院

2024年，国内经济稳中求进

➤ 两会如期召开，政府工作报告给出的2024年的经济 GDP增长目标是5%左右，虽然低于国内预期但是高于IMF预测。财政政策方面，3%的赤字率高于去年的2.8%，3.9万亿的地方政府专项债高于以往。CPI目标是3%左右，市场预测或有“供给侧改革”拉动通胀，市场也期待有更大力度的货币政策和财政政策刺激。二季度国内政策或倾向观察和微调，同时也是居民消费的旺季和工业生产的淡季，在宏观和需求证伪之前，市场信心将逐步缓慢恢复。

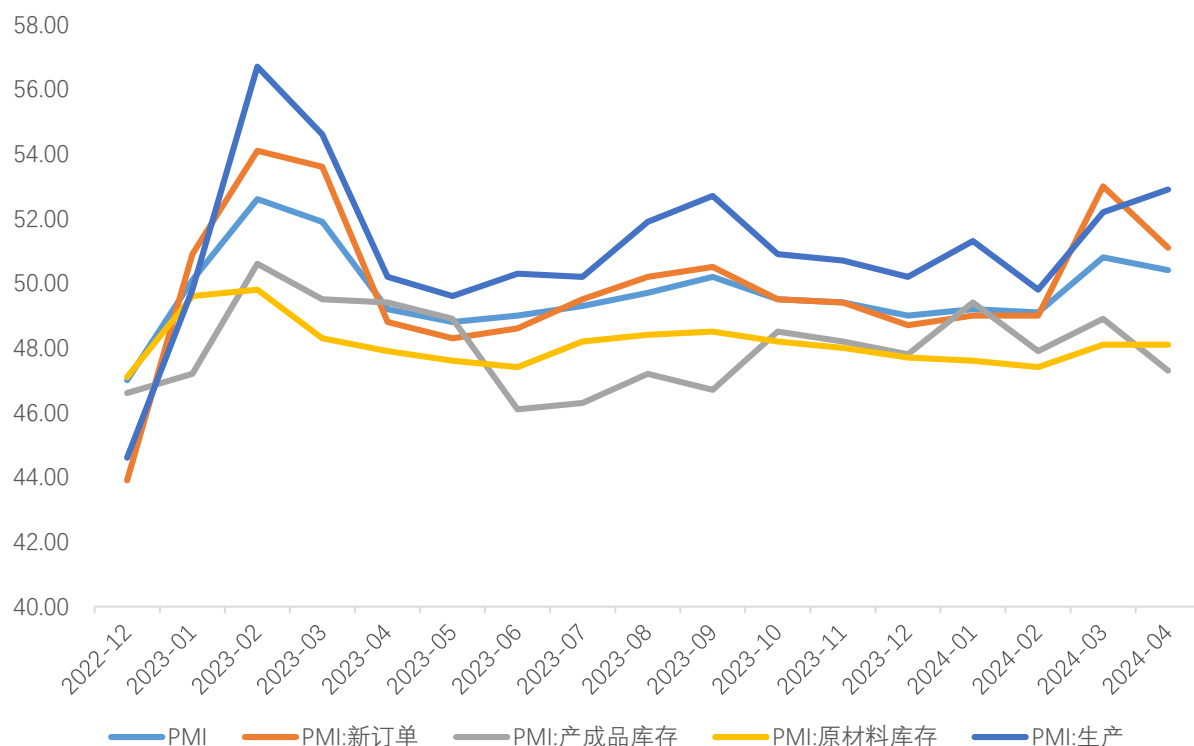
中国GDP增速和沪铜价格（%，元/吨）



4月制造业PMI表现尚可，出口回暖

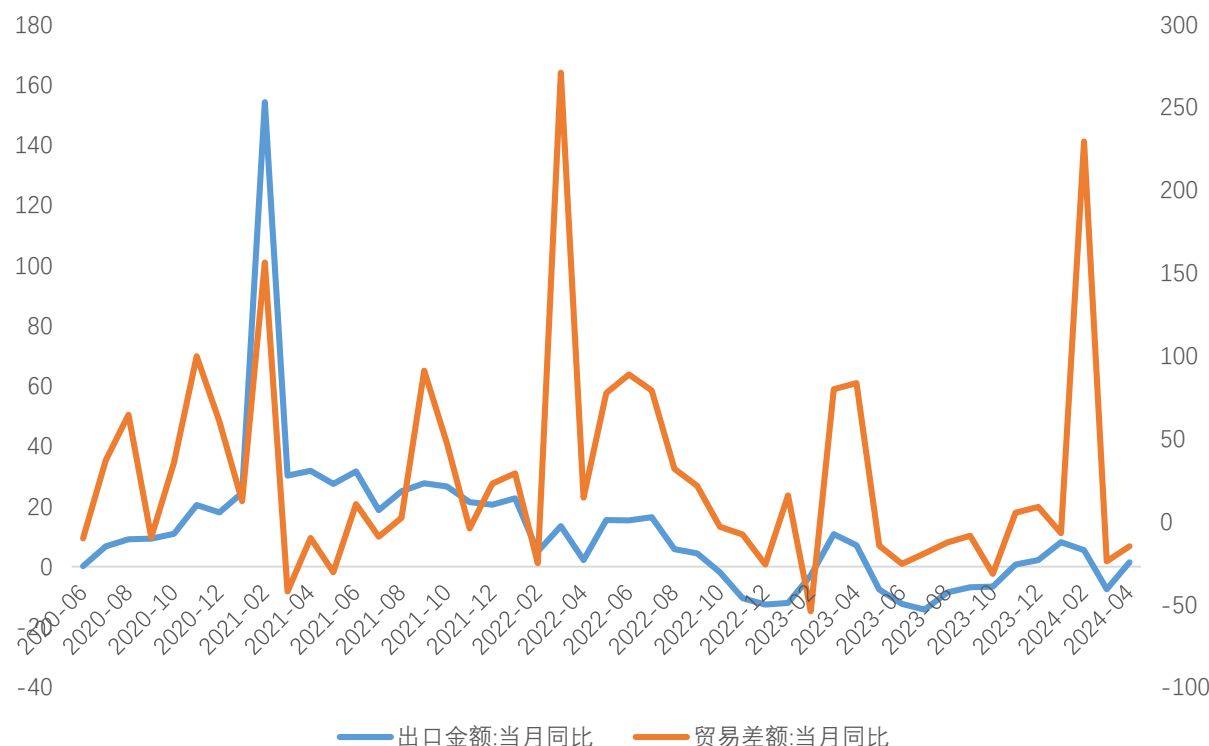
➤ 国内4月宏观数据喜忧参半，结构分化，4月制造业PMI 50.4，连续两个月处于荣枯线上方。受益于一带一路和对亚非拉等发展中国家贸易增长，4月出口当月同比增长1.5%，扭转3月当月同比下滑7.5%的下行趋势。4月CPI当月同比增长0.3%，前值0.1%，PPI当月同比减少2.5%，前值-2.8%。水电燃气等公共生活必须用品涨价或进一步帮助CPI走出通缩。

国内制造业PMI



数据来源: wind, 中辉期货研究院

出口回暖



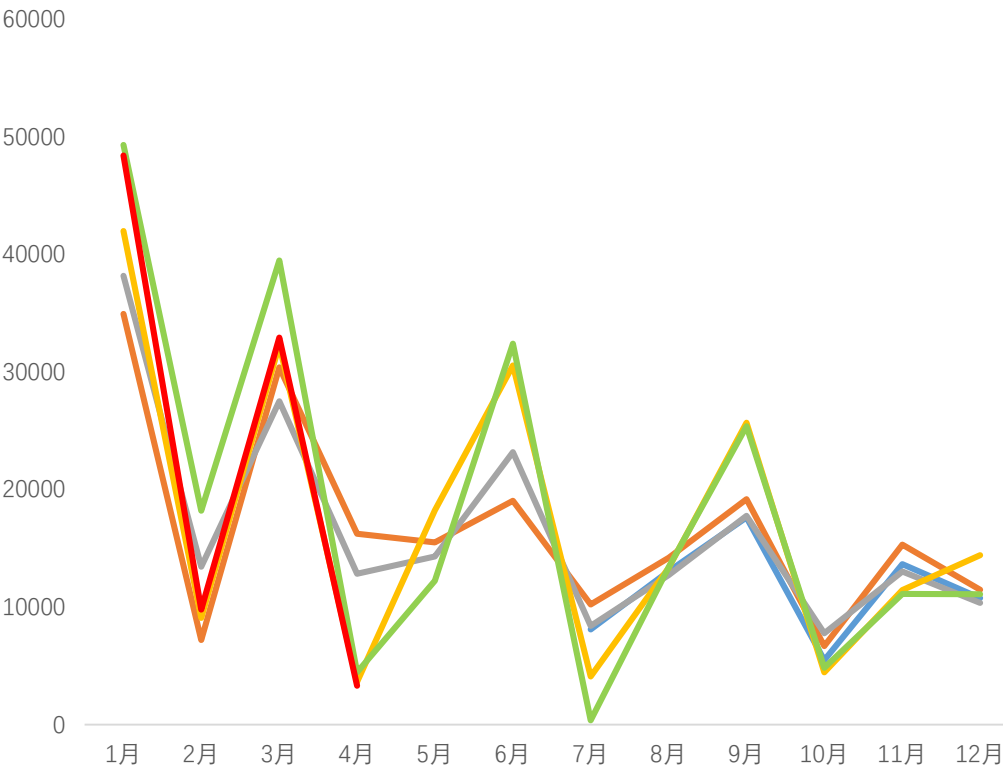
数据来源: wind, 中辉期货研究院

M1和社融新增创历史同时转负



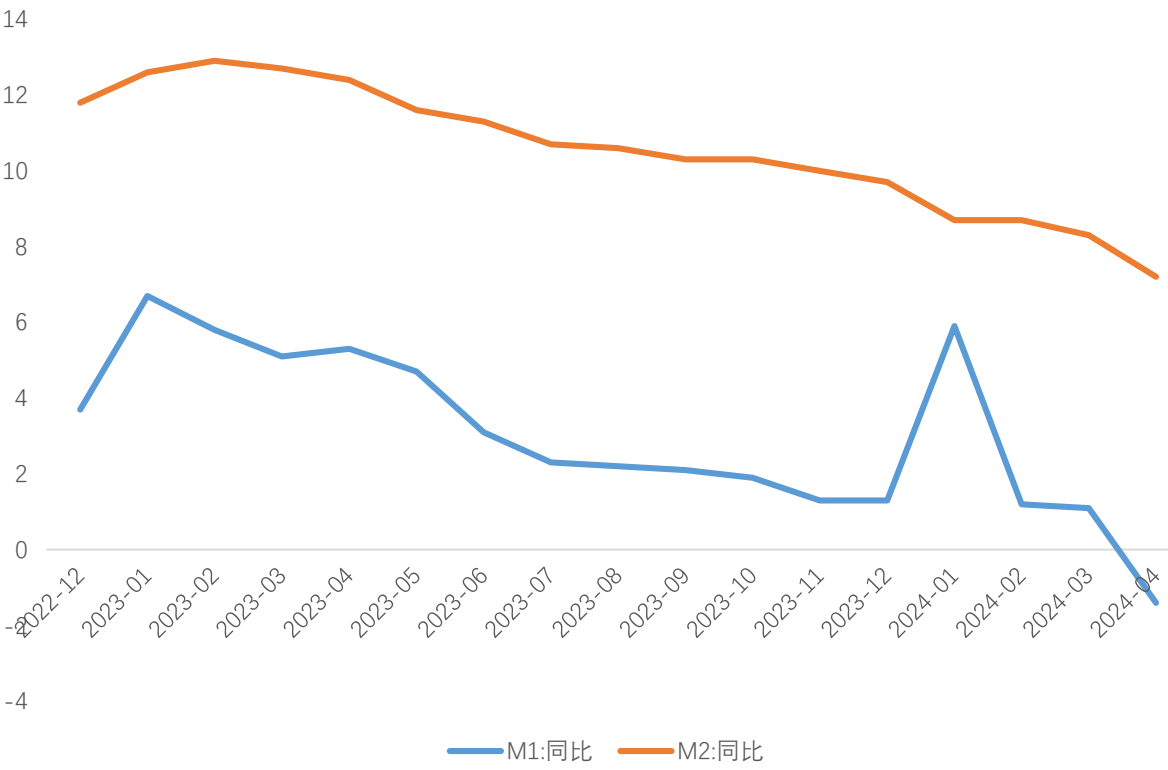
➤ 受去年高基数和政府债发行偏慢，海外脱钩断链和居民信心待修复的影响，M1和社融创历史同时转负值，M2余额30.12万亿元，同比增长7.20%。M1余额66.01万亿元，同比增长-1.40%，4月社会融资规模增量为-1987亿元，比上年同期少14236亿元。数据越差，预期越高，或倒逼更积极的财政和货币政策，预计LPR有进一步调降的空间。

新增人民币贷款



数据来源：wind，中辉期货研究院

M1和M2当月同比

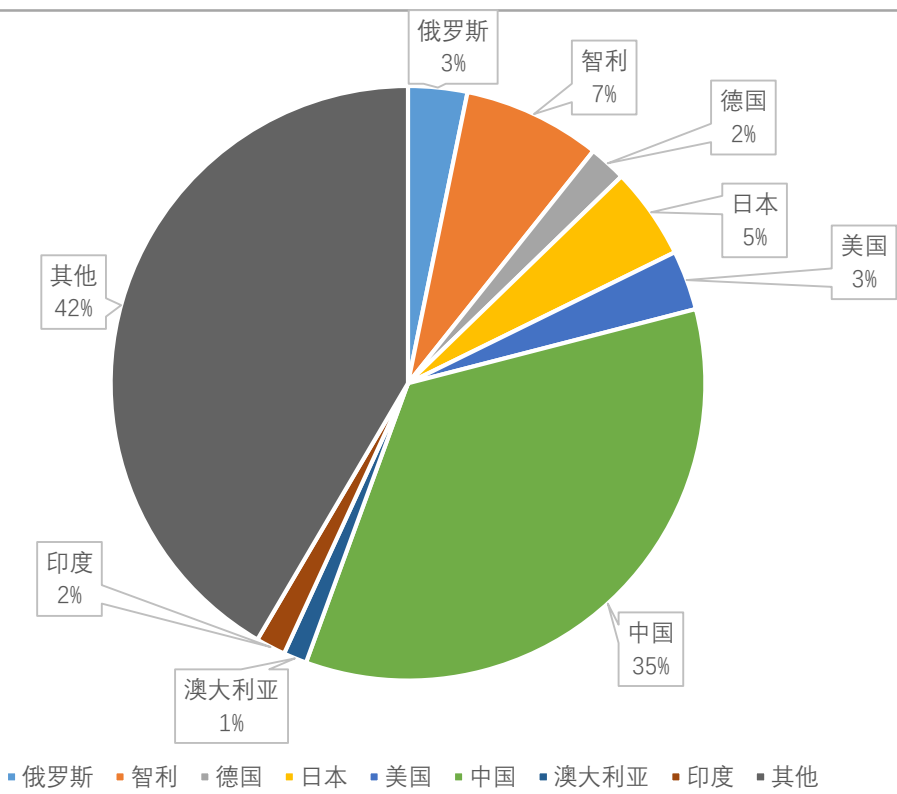


数据来源：wind，中辉期货研究院

英美对俄制裁加码，LME对俄金属仓单限制

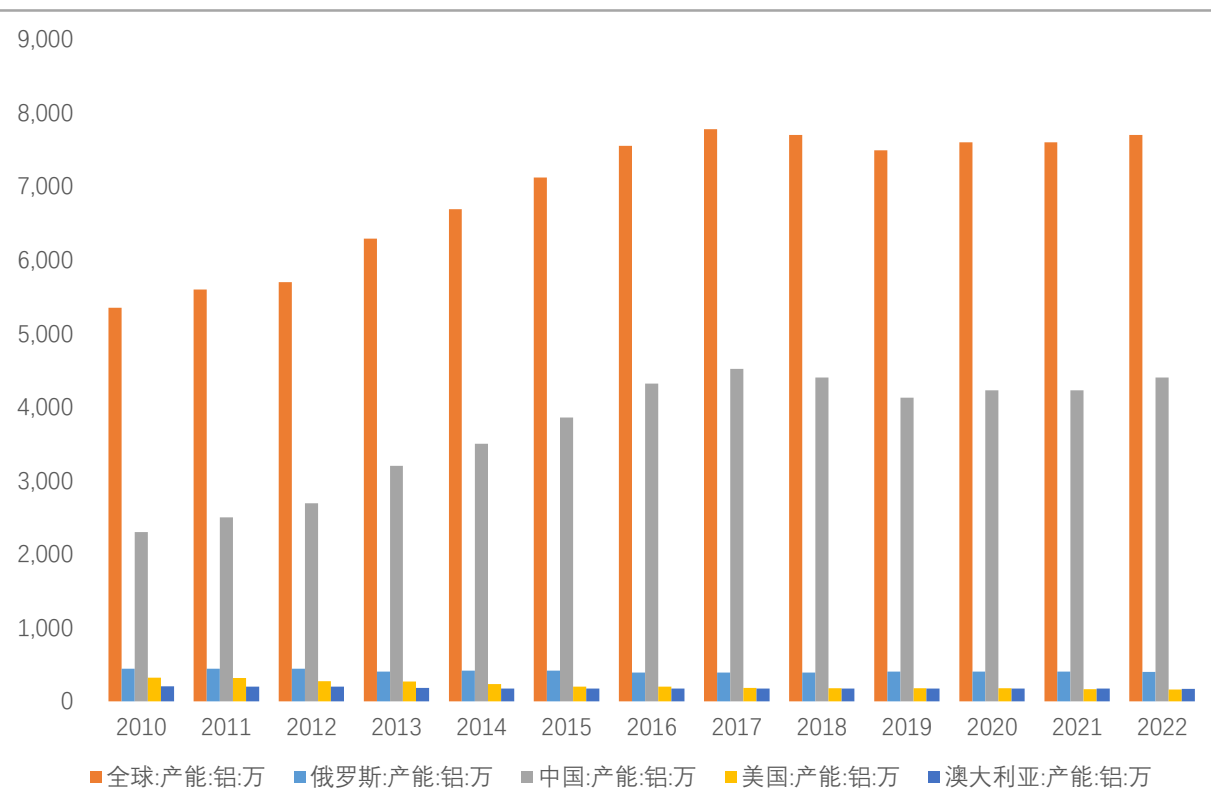
➤ 受英美对俄制裁影响，LME 将立即暂停2024年4月13日或之后生产的俄罗斯相关金属生成仓单，预计对铜铝镍影响较大，俄罗斯2023年精炼铜产量82.5万吨，占全球铜比重3.2%，其中对中国出口占比 59%。而俄罗斯铜在LME铜库存中占比约为50%左右。俄罗斯铝的2023年产量大概是400万吨，占全球铝比重6.6%。LME注册仓单里俄罗斯铝的占比接近92% 。2023年中国从俄罗斯进口铝共124.5万吨，占中国铝矿进口总量的25%左右，**随着欧美市场受阻，俄罗斯或加大对中国的铜铝出口。**

俄罗斯铜全球占比



数据来源：wind，中辉期货研究院

俄罗斯精炼铝产量



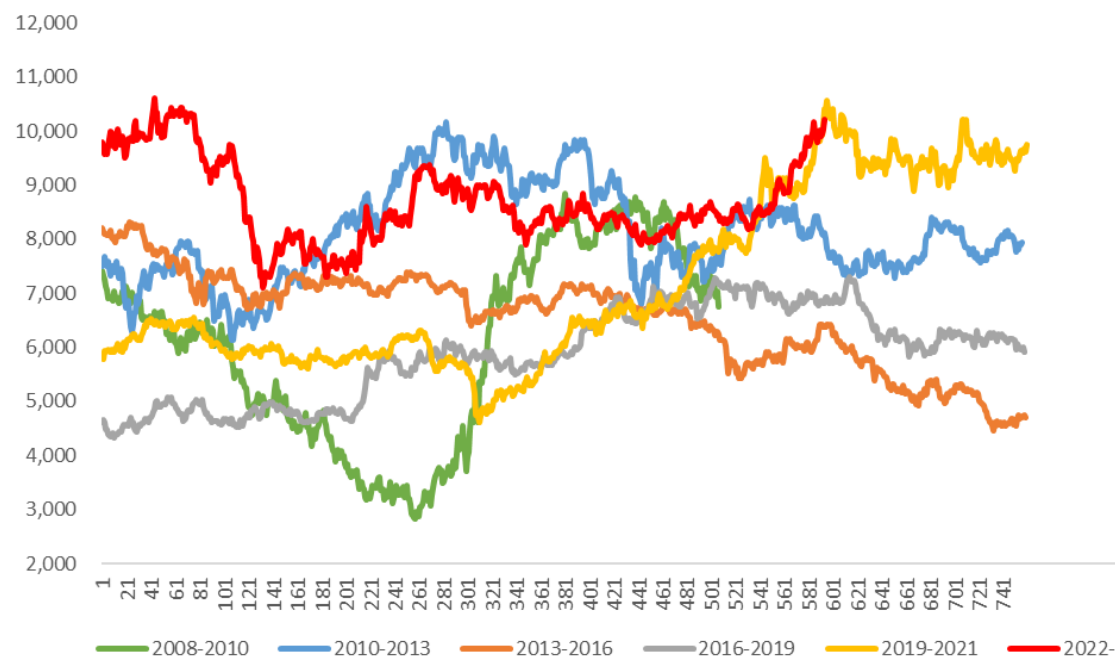
数据来源：wind，中辉期货研究院

03

铜铝行情分析和展望

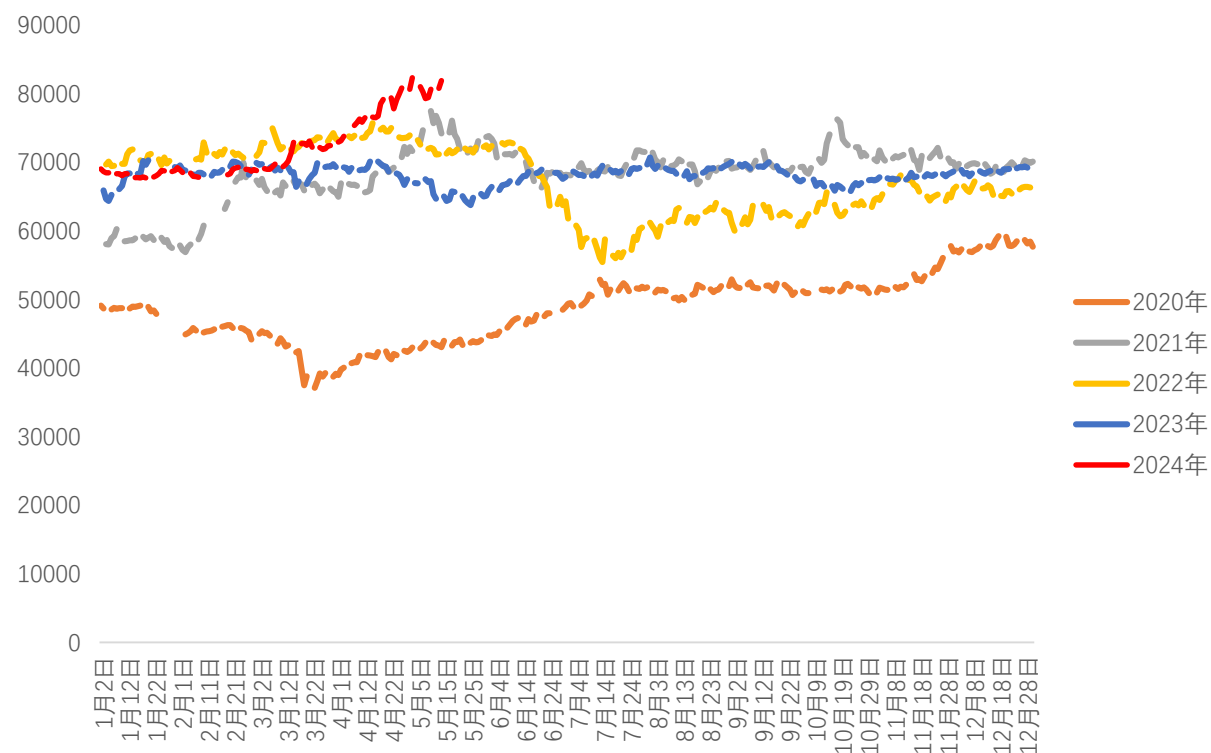
➤截至5月14日，沪铜主力合约报收82280元/吨，日涨幅1.97%，年度涨幅19.12%。LME铜报收10204.5美元/吨，年度涨幅19.22%。

2008年-至今伦铜价格对比（美元/吨）

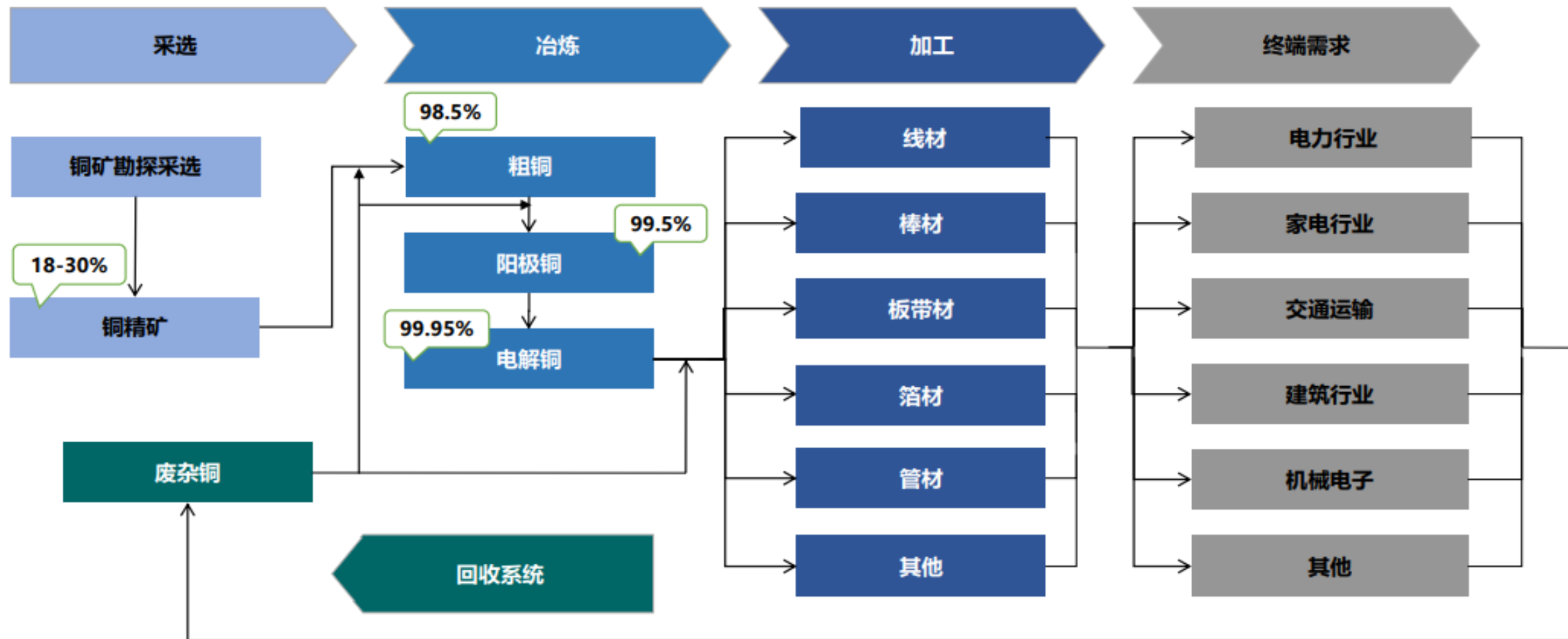


数据来源：wind，中辉期货研究院

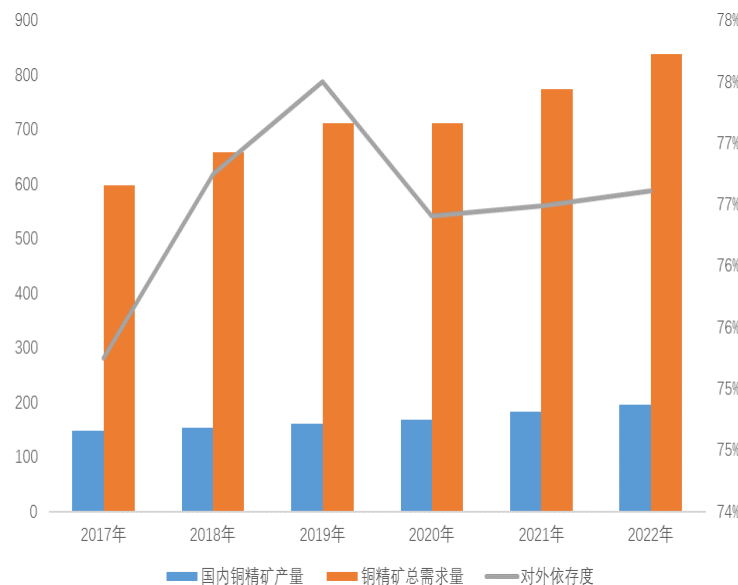
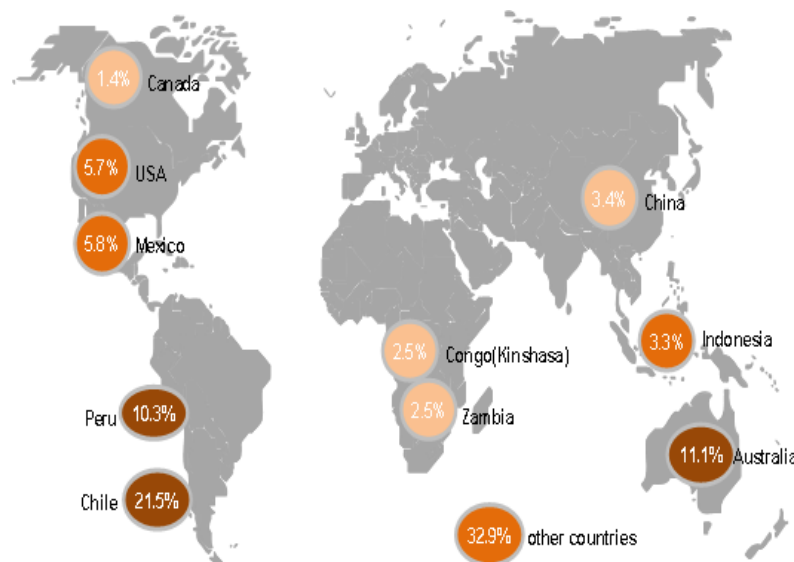
2020年-2024年沪铜价格对比（元/吨）



数据来源：wind，中辉期货研究院



- 全球铜矿已经探明的资源储量8.9亿吨，智利的铜储量高达2亿吨，澳大利亚铜储量9300万吨，秘鲁铜储量7700万吨，分别占比21.5%，11.1%和10.3%。而中国铜矿资源储量仅占3%，约为2600万金属吨。国际铜业研究组织（ICSG）统计2023年全球铜矿产能2825万吨，同比增长4.4%，世界金属统计局（WBMS）统计2023年全球铜矿产量2236万吨，同比3.4%。预计2024年全球铜矿产量为2276万吨，增量约为40万吨，增速为1.8%（2023年全球铜矿增量为74万吨，增速为3.4%），全球铜矿供给增量和增速将逐步下滑。全球铜精矿需求量2286万吨，同比增长2.0%，供应短缺10万吨。
- 我国作为全球最大的铜冶炼生产国和铜消费国，铜的对外依存度居高不下，中国铜精矿自给程度由2010年的40%下滑至2023年的23%，对外依存度高达77%。2023年累计进口铜精矿2531.8万吨，同比增加8.07%。而南美作为美国的后花园，重要的铜矿背后是欧美国家的身影。



2024年主要矿企产量指引（万吨）

矿企	2022年	2023年	2023年同比	2024年中值	2024年中值同比
自由港	191	191	0%	186	-3%
必和必拓	157.4	171.7	9%	181.5	6%
智利铜业	155.3	132.5	-15%	135.8	2%
紫金矿业	91	101	11%	111	10%
嘉能可	105.8	101	-5%	98	-3%
南方铜业	89.5	91.1	2%	93.6	3%
英美资源	66.4	82.6	24%	76	-8%
第一量子	77.6	70.8	-9%	39.5	-44%
安托法加斯塔	64.6	66.1	2%	69	4%
波兰矿业公司	73.3	71.1	-3%	56.9	-20%
合计	1071.9	1078.9	1%	1047.3	-2.90%

根据中国有色金属报数据，2022年—2026年，全球铜矿产能年均复合增长率2.8%。ISCG预测，全球的铜精矿产量将在2025年达到峰值，之后随着世界主要矿山老龄化，品味下降，开采难度加大从而出现拐点。叠加铜矿投资的资本开支近十年处于低位，世界矿业巨头必和必拓警告市场铜正在面临前所未有的紧缺。

2024年，随着非洲刚果（金）和我国西藏巨龙，驱龙铜矿等多个项目正式投产和新建，但是海外铜矿干扰不断，巴拿马第一量子矿业公司（First Quantum Minerals）的Cobre Panamá铜矿陷入停产风波，该铜矿占全球铜供应量的1.5%左右，年产35万吨左右，根据市场权威预估，如果巴拿马铜矿暂停运营或带来铜矿损失16万吨。

全球最大的铜生产商Codelco的产量下滑8.4%至142万吨，是25年来的最低水平。

英美资源发布报告显示，2023年公司在智利铜产量50.72万吨，同比下降10%，特别是去年第四季度在智铜产量跌幅达16%。除此之外，英美资源还下调了产量预期，预计将达到73万至79万吨，比之前的预估减少20%。

近期，必和必拓，作为全球最大的上市矿业集团之一，对英美资源集团再次提出收购要约，报价升至340亿英镑（合427亿美元），但第二次遭到拒绝。中国作为全球最大的矿铜买家，铜对外依存度超过了77%，若此次必和必拓收购成功，将使必和必拓拥有全球约10%的铜矿供应，超越智利的Codelco和自由港麦克莫兰公司，成为全球最大的铜生产商。可能削弱中国冶炼厂在价格谈判中的地位。

➤ 全球的前十大铜矿企业，我国仅有紫金矿业一家上榜。全球主要的铜矿开采权和贸易权集中在欧美等国的企业中，比如自由港，嘉能可和必和必拓等。虽然近些年，我国的企业开始走出去，以五矿和紫金为代表的中国企业积极进行海外投资和建设，逐步布局海外尤其非洲和南美的铜矿资源，但是对比欧美家底深厚的老牌矿企，我们仍有不小的差距，导致我国在铜定价方面缺乏话语权。

全球十大铜生产企业

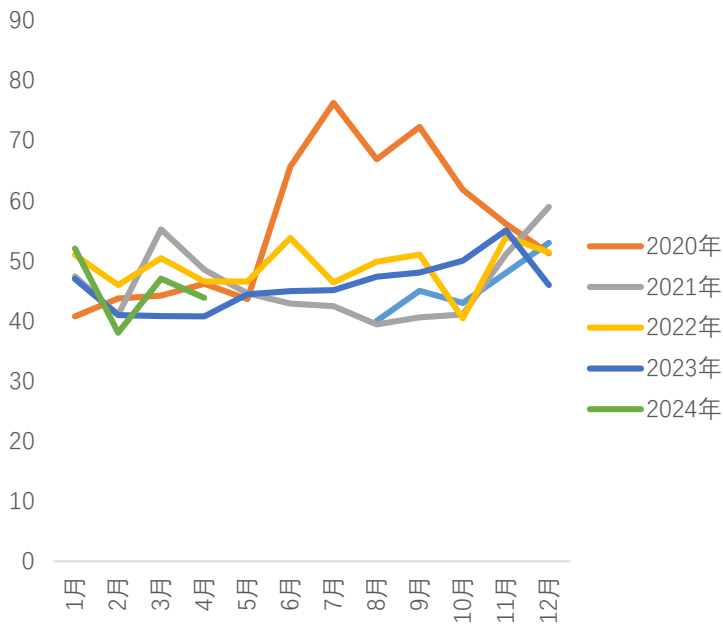
全球十大铜生产企业（万吨）				
排名	企业名称	旗下主要铜矿	2022年产量	所属国家
1	智利国家铜业公司（Codelco）	特尼恩特（EL Teniente），丘基卡马塔（Chuquicamata）	155.3	智利
2	自由港麦克莫兰公司（FCX）	格拉斯伯格（Grasberg）铜金矿	152.6	美国
3	必和必拓集团（BHP Group）	埃斯孔迪达（Escondida），奥林匹克坝（Olympic Dam）铜矿	113.2	澳大利亚
4	嘉能可（Glencore）	Katanga铜矿	105.8	瑞士
5	南方铜业公司（Southern Copper Corp）	Cuajone铜矿	89.47	墨西哥
6	紫金矿业	多宝山铜矿，驱龙铜矿，科卢韦奇齐铜矿	87.7	中国
7	第一量子矿业（First Quantum Minerals）	佩塔基亚（pataquilla），Cobre Panama铜矿，Kansanshi铜矿	77.6	加拿大
8	力拓集团（Rio Tinto Group）	埃斯孔迪达（Escondida）铜矿	52.1	英国
9	英美资源集团（Anglo American）	Los Bronces铜矿，Collahuasi铜矿	46.8	英国
10	波兰矿业集团（KGHM）	Miedz（米兹）铜矿	44.9	波兰

铜精矿进口和国内产量 未锻造铜进口



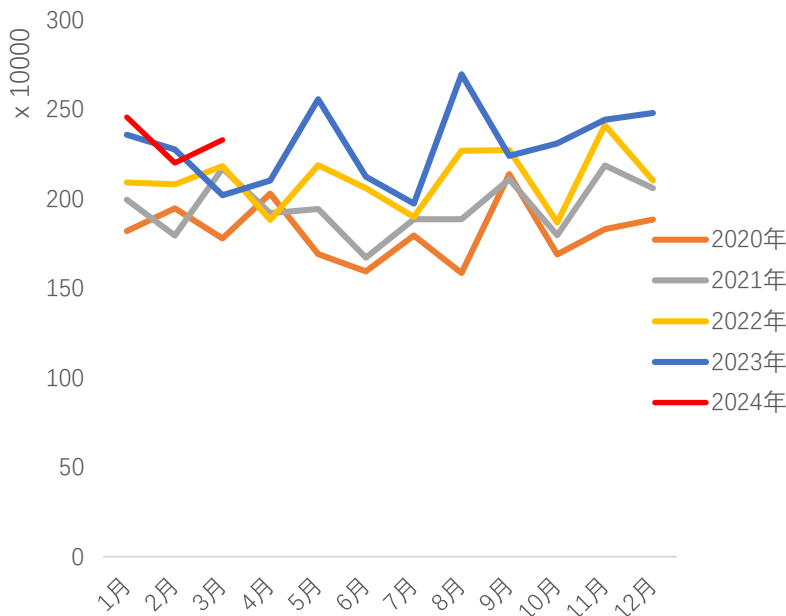
➤根据海关数据，中国4月铜矿砂及其精矿进口量为234.8万吨，1-4月累计进口933.6万吨，同比增长6.9%。中国4月末锻轧铜及铜材进口量为43.8万吨，1-4月累计进口181.3万吨，同比增长7.0%。1-3月国内铜精矿产量40.5万吨，同比减少2.21%。

未锻造铜进口数量（万吨）



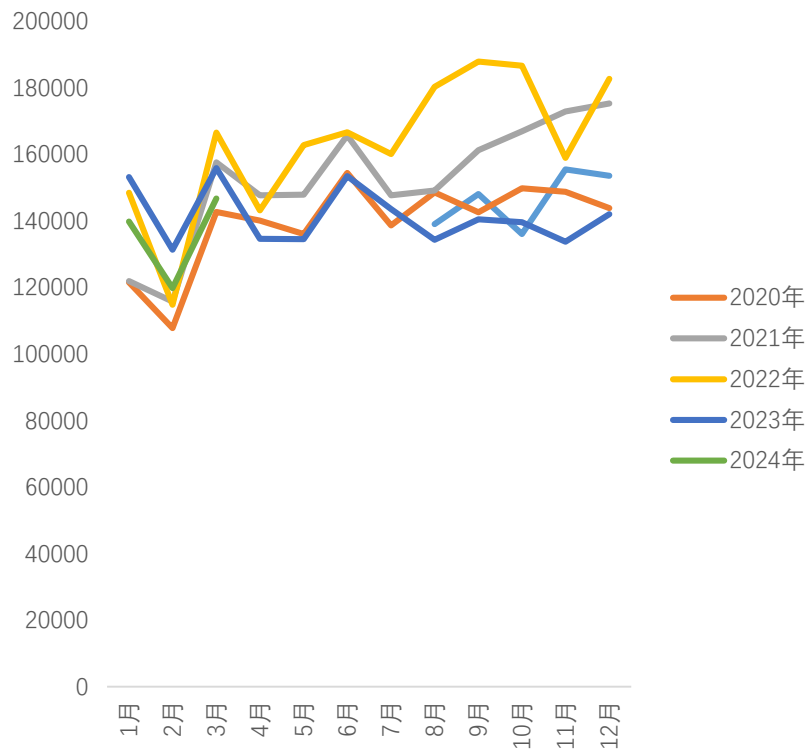
数据来源：wind，中辉期货研究院

铜精矿进口数量（吨）



数据来源：wind，中辉期货研究院

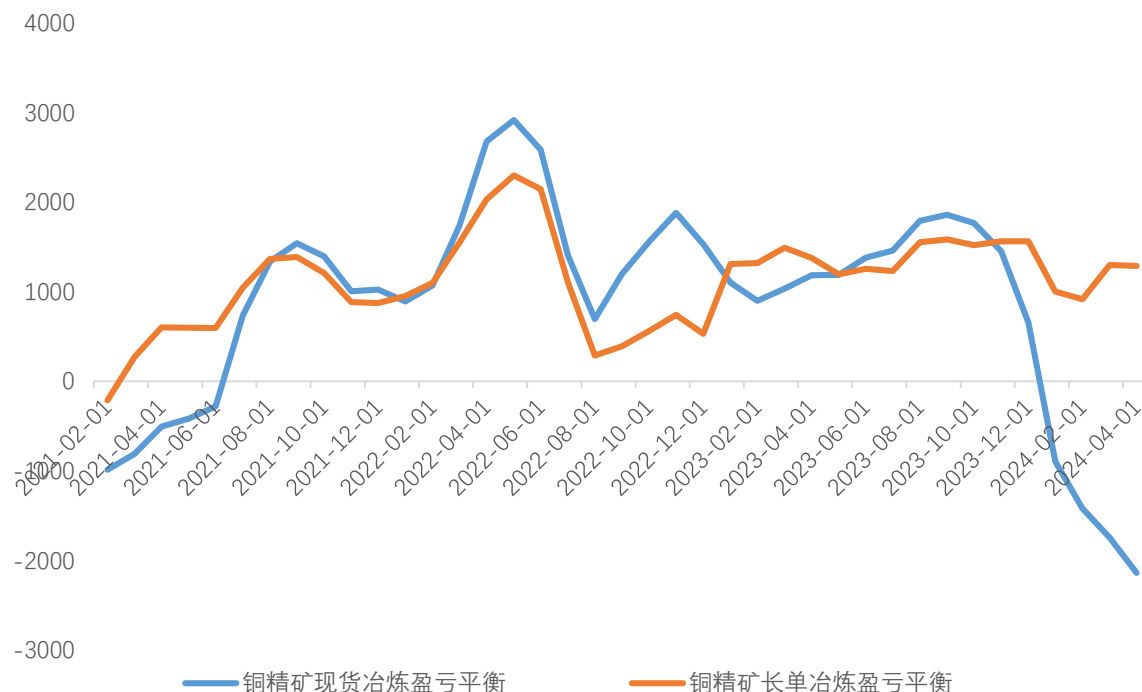
国内铜精矿产量（吨）



铜精矿加工费和冶炼利润

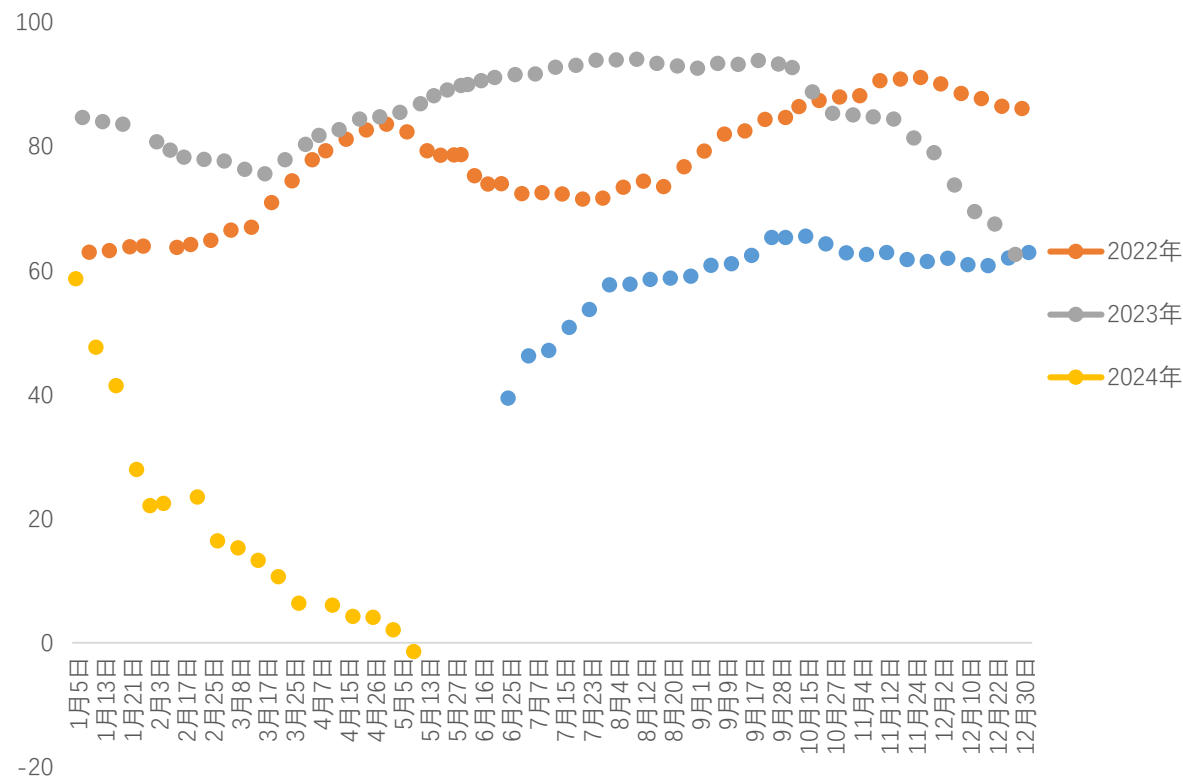
➤ 最新的铜精矿现货冶炼亏损2136元/吨，铜精矿长单冶炼盈利1287元/吨，SMM进口铜精矿指数(周)报-1.43美元/吨，惊现负值，刷新历史。

铜精矿现货冶炼盈亏（元/吨）



数据来源：wind，中辉期货研究院

进口铜精矿指数（美元/吨）

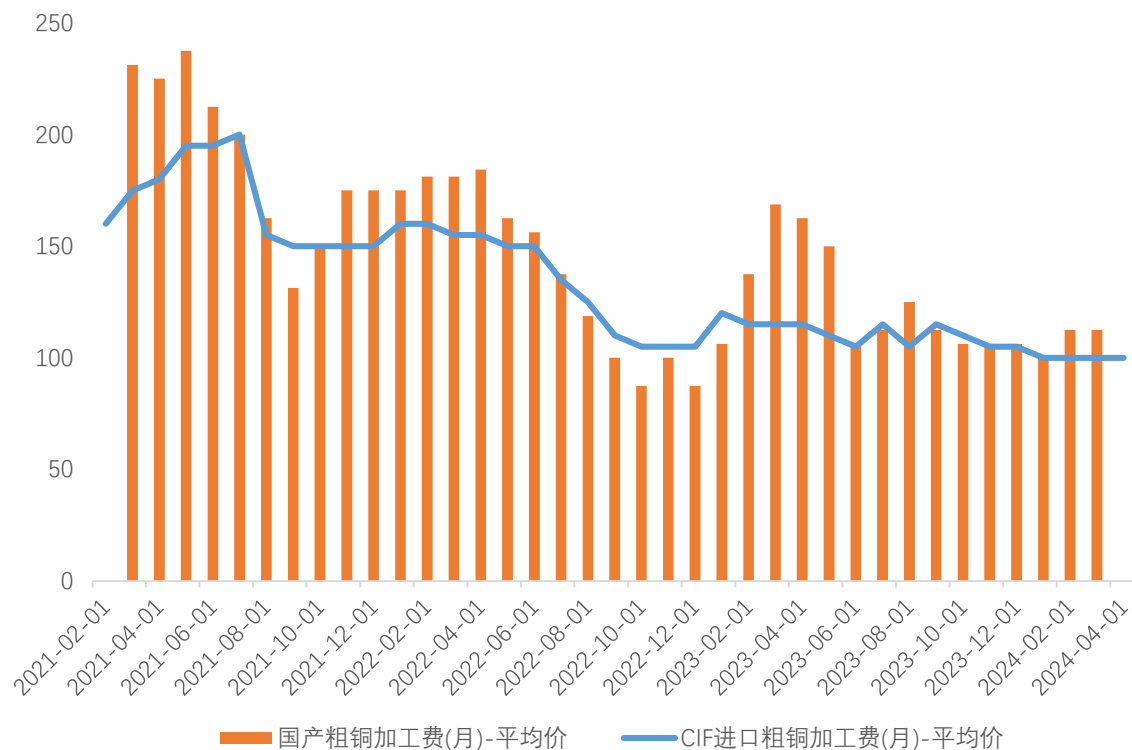


数据来源：wind，中辉期货研究院

国产粗铜加工费和进口粗铜加工费

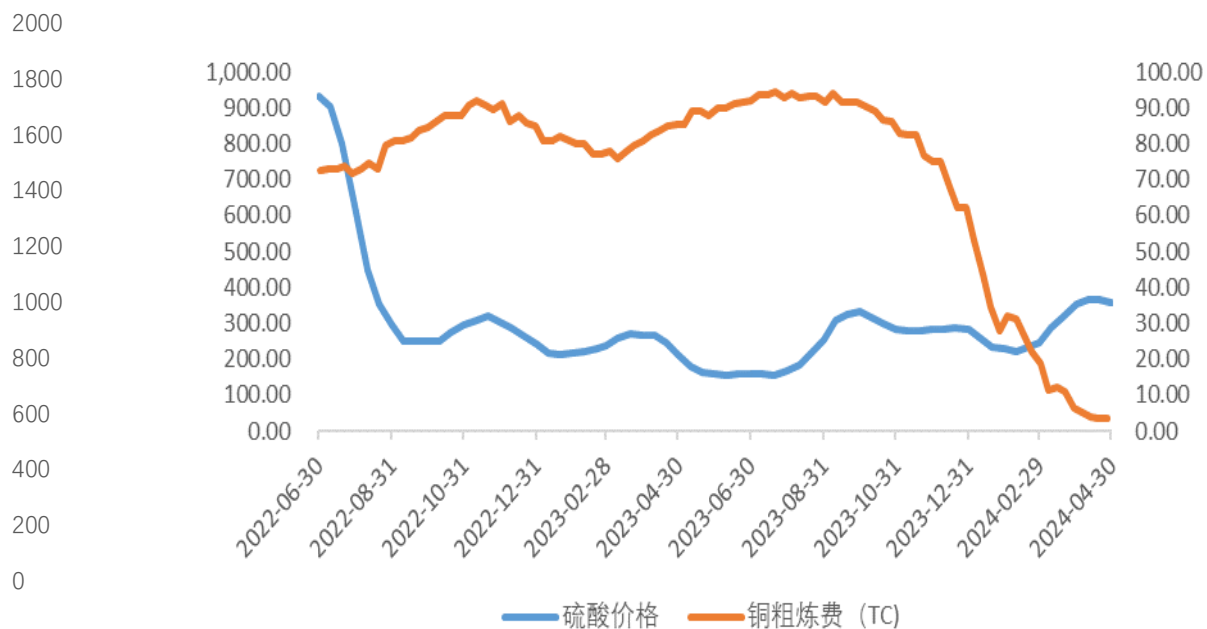
➤ 国内铜冶炼厂的粗炼费3.4美元/吨，硫酸报356.7元/吨。由于铜价大幅上升令精废价差扩大，粗铜和阳极铜供应增加，截止至4月30日SMM南方国产粗铜加工费报1500元/吨，较上月上升450元/吨，国内阳极板加工费报1200元/吨，较上月上升400元/吨， CIF进口粗铜加工费持平100美元/吨。

国产粗铜月度冶炼加工费（元/吨）



数据来源: wind, 中辉期货研究院

铜冶炼厂粗炼费TC和硫酸价格（美元/吨，元/吨）



数据来源: wind, 中辉期货研究院

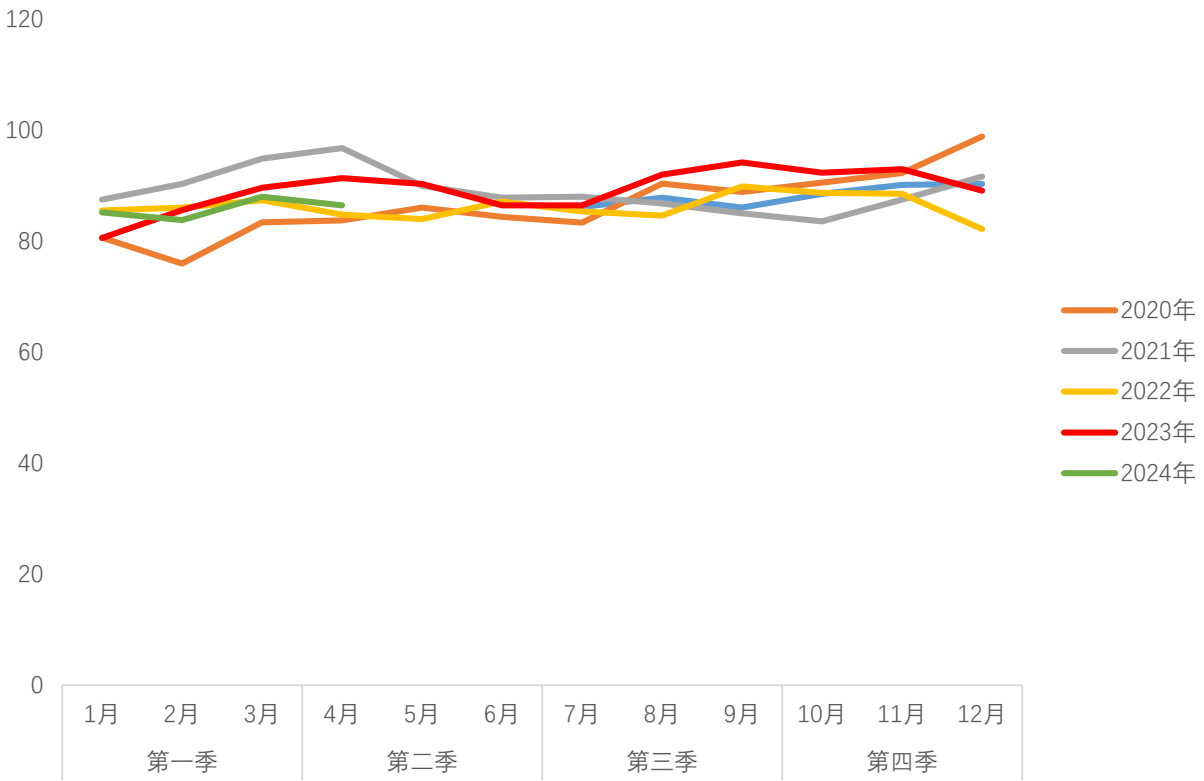
➤ 4月国内铜冶炼厂月度开工率86.45%，前值88%。4月有7家冶炼厂进行检修，产量降幅并没有预期大，主要因为4月铜价大幅上升令精废价差扩大，粗铜和阳极铜供应增加，此外，4月硫酸价格走高，黄金和白银的价格则处于历史高位，副产品能弥补生产亏损，冶炼厂主动减产的动力不强。最后，华东某冶炼厂完成技改产量逐步恢复正常也是令总产量超预期的原因之一。

2024年国内二季度铜冶炼检修计划表

指标名称	公司名称	产能	开始时间	结束时间	备注	预估影响产量
2024	铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司（双闪）	48	2024/5/1	2024/5/1	25-30天	
2024	阳新弘盛铜业有限公司	40	2024年4月初	2024年5月初	30天	2.5
2024	山东中金岭南铜业有限责任公司（三厂）	25	2024年5月中旬	2024年6月中旬	30天	1
2024	国投金城冶金有限责任公司	10	2024/6/1	2024/6/1	20天左右	0.7
2024	新疆五鑫铜业有限责任公司	10	2024/5/1	2024/6/1	45天	1.2
2024	营口盛海化工有限公司	10	2024/4/1	2024/5/1	25天	0
2024	青海铜业责任有限公司	10	2024/4/1	2024/5/1	30天	1
2024	恒邦股份	10	2024/4/1	2024/5/1	30天	0.5
2024	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（新线）	15	2024年5月下旬	2024/7/1	55天	2.5
2024	浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司（老线）	15	2024年10月底	2024/11/1	35天	0.8
2024	赤峰金通铜业有限公司	30	2024/6/10	2024/6/1	20天	1.5
2024	赤峰云铜有色金属有限公司	40	2024/7/1	2024/8/1	轮休	3.5
2024	包头华鼎铜业发展有限公司	20	2024/6/1	2024/6/1	25天	0
2024	五矿铜业(湖南)有限公司	10	2024年4月中	2024年5月中	30天	0.8
2024	阳谷建发铜业有限公司	40	2024/5/10	2024/6/1	50-55天	4
2024	阜新博发铜业有限公司	10	2024年4月底	2024年5月底	30天	0
2024	楚雄滇中有色金属有限公司	15	2024年7月上旬	2024/8/1	25天左右	0

数据来源：wind，中辉期货研究院

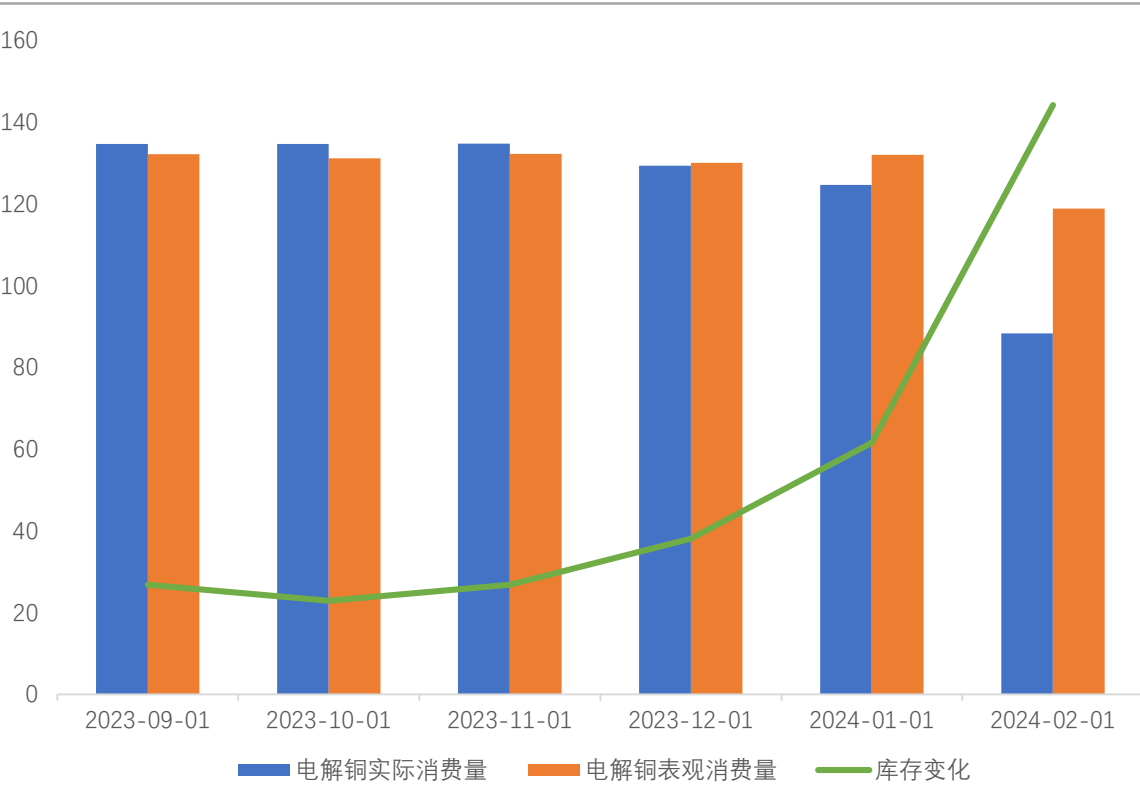
国内冶炼厂月度开工率



数据来源：wind，中辉期货研究院

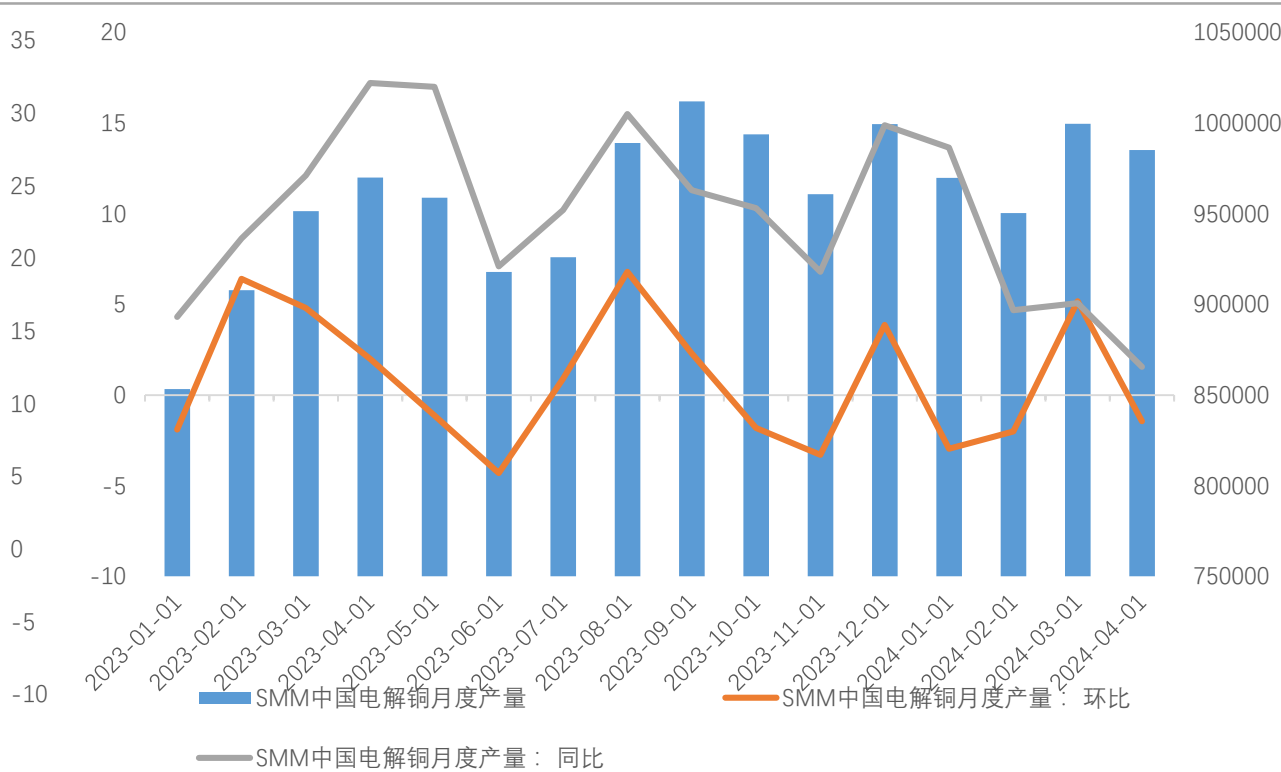
➤4月SMM中国电解铜产量为98.51万吨，环比减少1.44万吨，同比增加1.56%，且较预期的96.5万吨增加2.01万吨。1-4月累计产量为390.47万吨，同比增加22.22万吨，增幅为6.03%。SMM根据各家排产情况，预计5月国内电解铜产量为97.71万吨，环比下降0.8万吨。

电解铜供需平衡



数据来源: wind, 中辉期货研究院

电解铜产量 (万吨)



数据来源: wind, 中辉期货研究院

2024年电解铜终端行业耗铜量

➤预计2024年各行业耗铜量合计将达到1580万吨（较年初上修10万吨），环比2023年增长3%，其中电力和交通的铜需求维持高增长，对铜价形成支撑。建筑类铜需求维持韧性，关注后续国内政策刺激和居民消费投资信心重建。

2024年电解铜终端行业耗铜量（万吨）

2020-2025年各行业耗铜量统计							
行业	电力	建筑（房地产+基建）	家电	交通（汽车+轮船）	机械和电子	合计	环比增速
2025年	735	328	216	212	129	1620	3%
2024年	720	325	212	202	121	1580	3%
2023年	705	320	209	193	110	1537	4%
2022年	670	310	207	179	118	1484	1%
2021年	650	330	210	160	125	1475	8%
2020年	621	328	201	146	70	1366	4%

2024年精炼铜产量



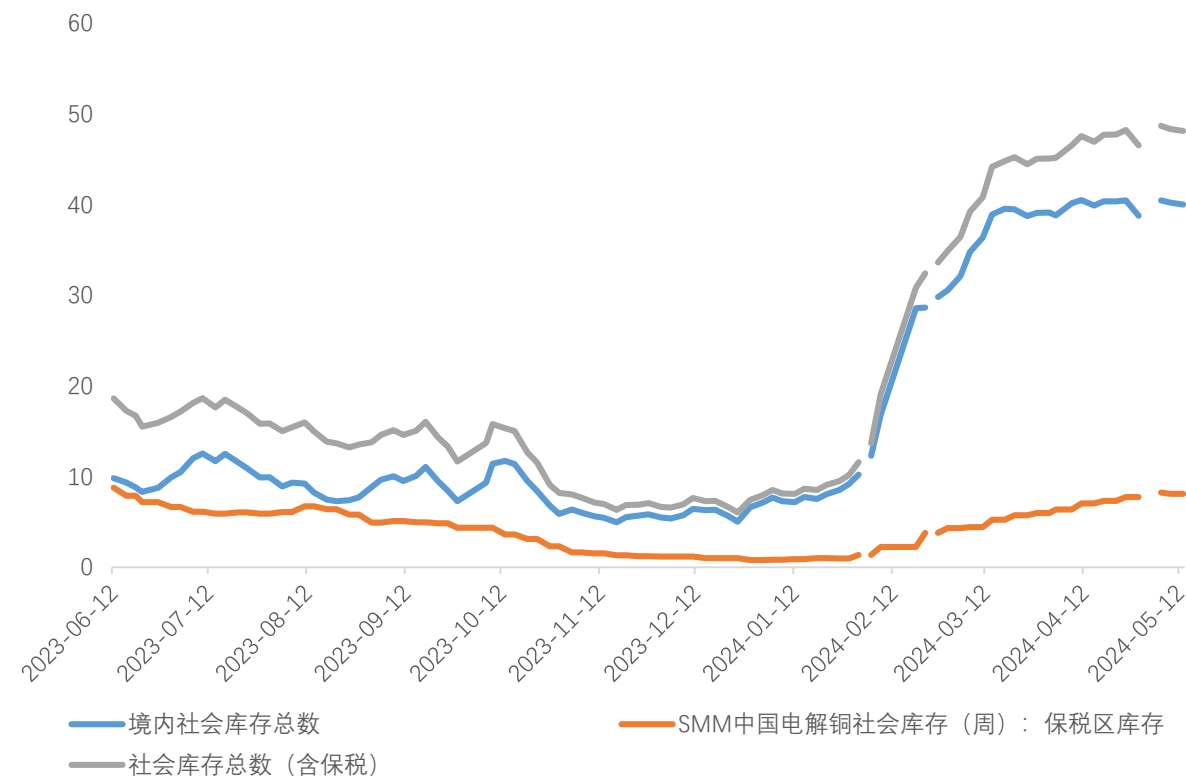
➤ 2024年，随着二季度减产逐步兑现，国内铜（原生+再生）供应向下修正至1560万吨，其中精炼铜总产量1175万吨，净进口285万吨，再生废铜供应100万吨，铜（原生+再生）总消费向上修正至1580万吨，库存从年初的过剩10万吨转为短缺20万吨。

2024年国内电解铜年度供需平衡预测（万吨）

2024年电解铜供需年度预测（万吨）								
时间	精铜产量	净进口量	精铜供应量	精铜消费量	废铜消费量	总耗铜量	铜总供应量	库存过剩/缺口
2025	1265	250	1515	1485	135	1620	1610	-10
2024	1175	285	1460	1480	100	1580	1560	-20
2023	1130	320	1450	1424	113	1537	1552	15
2022	1030	341	1371	1380	104	1484	1476	-8
2021	998	317	1315	1361	114	1475	1429	-46
2020	930	431	1361	1291	75	1366	1436	70

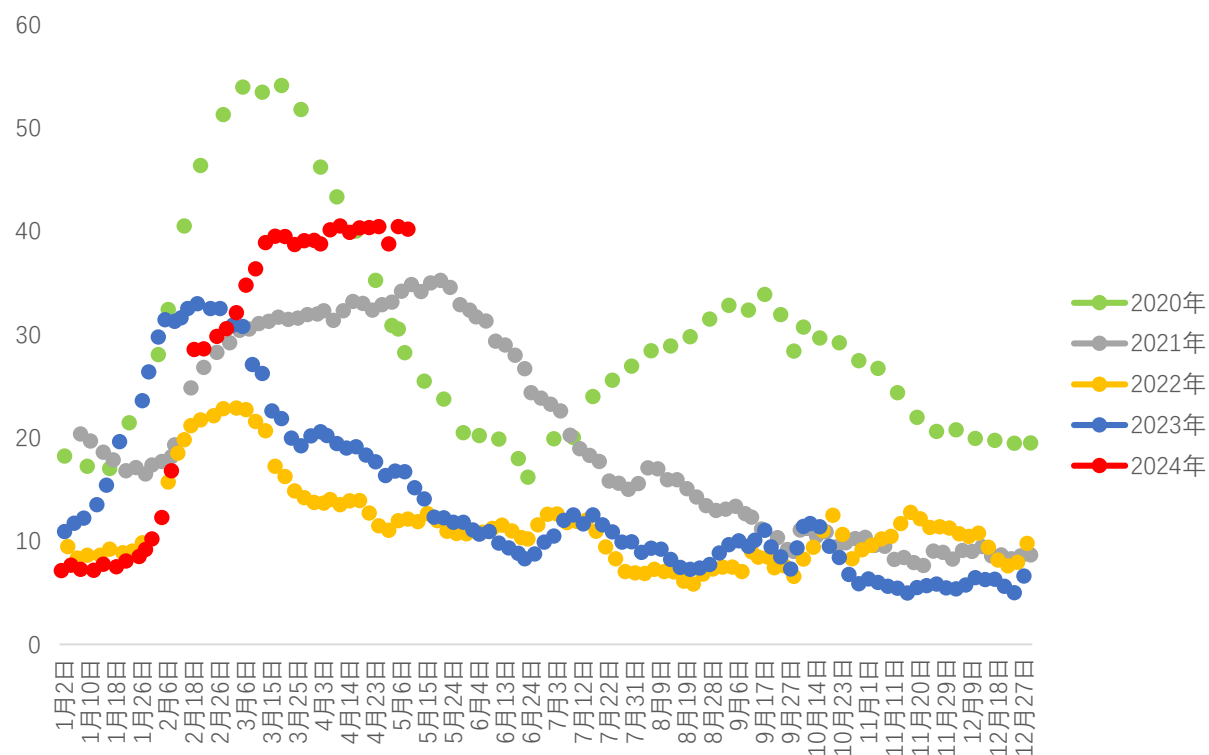
➤截至5月13日周一，SMM全国主流地区铜库存环比上周四下降0.21万吨至40.01万吨，延续去库的势头。临近月中交割，冶炼厂在现货贴水较大的背景下仍偏向往交易所仓库发货，料下周仓库到货量会增加，预计交割后冶炼厂会加大出口力度。

铜境内铜库存



数据来源：wind，中辉期货研究院

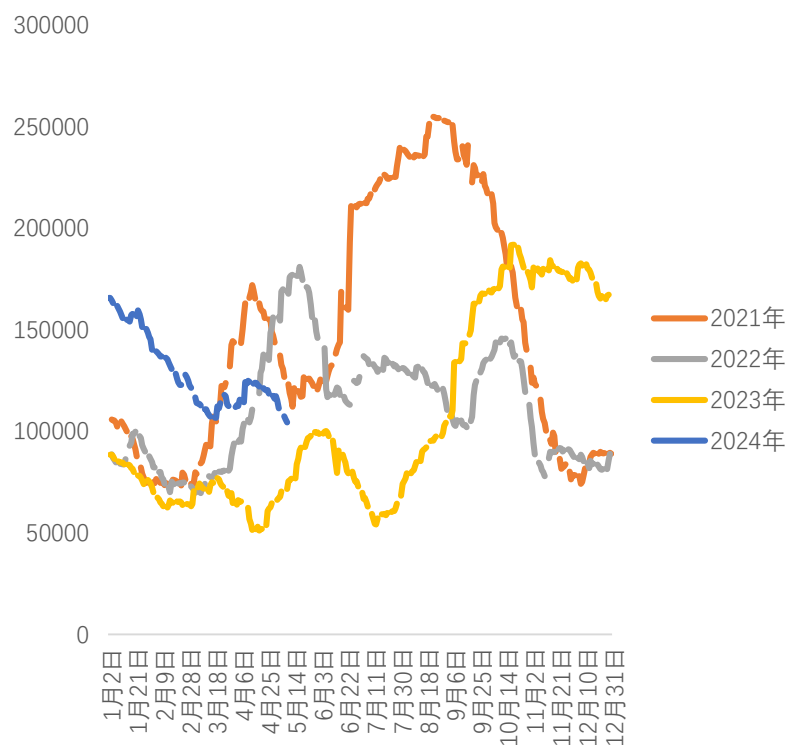
2020-2024年铜库存对比



数据来源：wind，中辉期货研究院

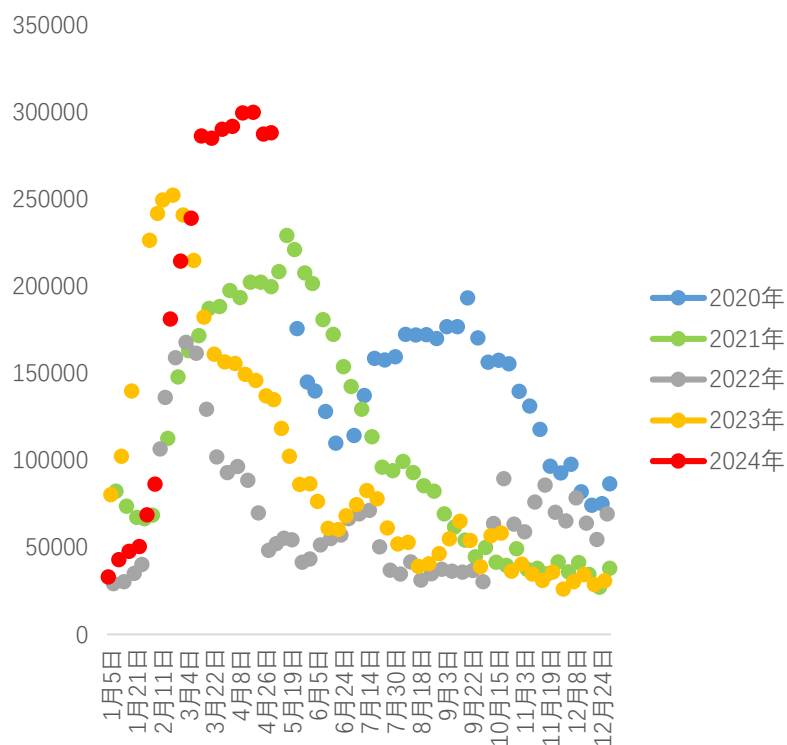
➤截至5月13日，上期所铜库存增至290376吨，处于历史同期高位。COMEX铜周度降至21310吨，LME铜降至103100吨，创下8个月以来新低。

LME铜库存



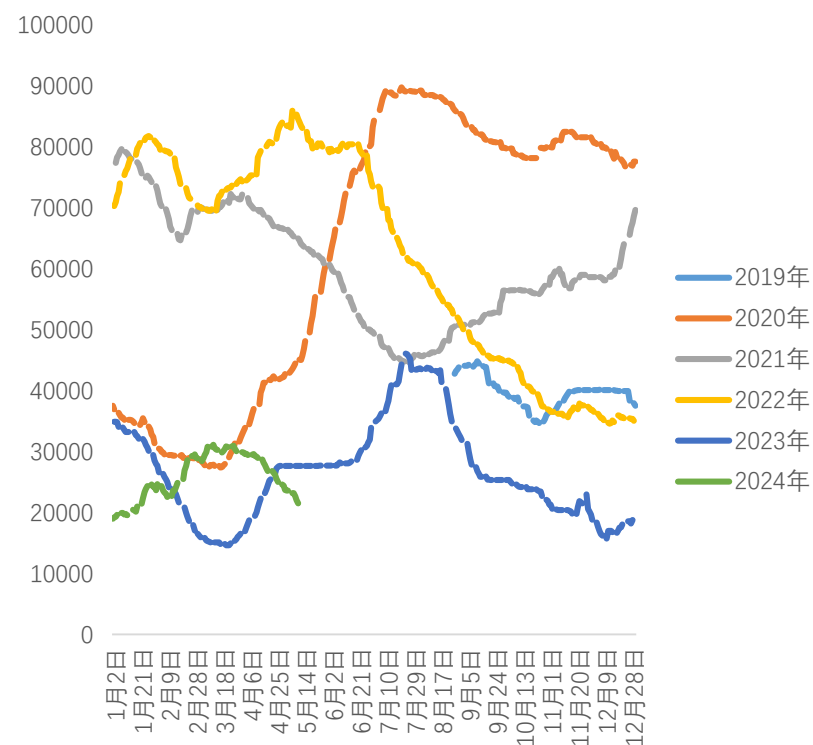
数据来源: wind, 中辉期货研究院

上期所铜库存



数据来源: wind, 中辉期货研究院

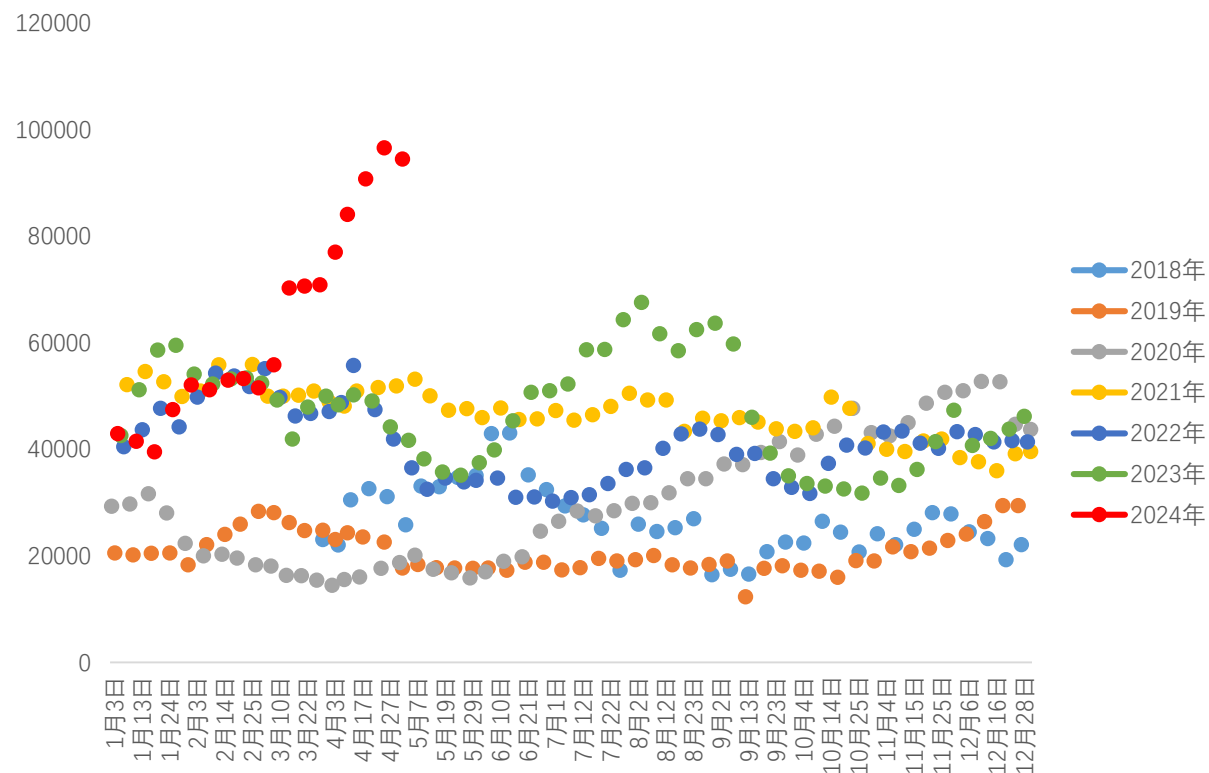
COMEX铜库存



铜投机多头资金创历史新高

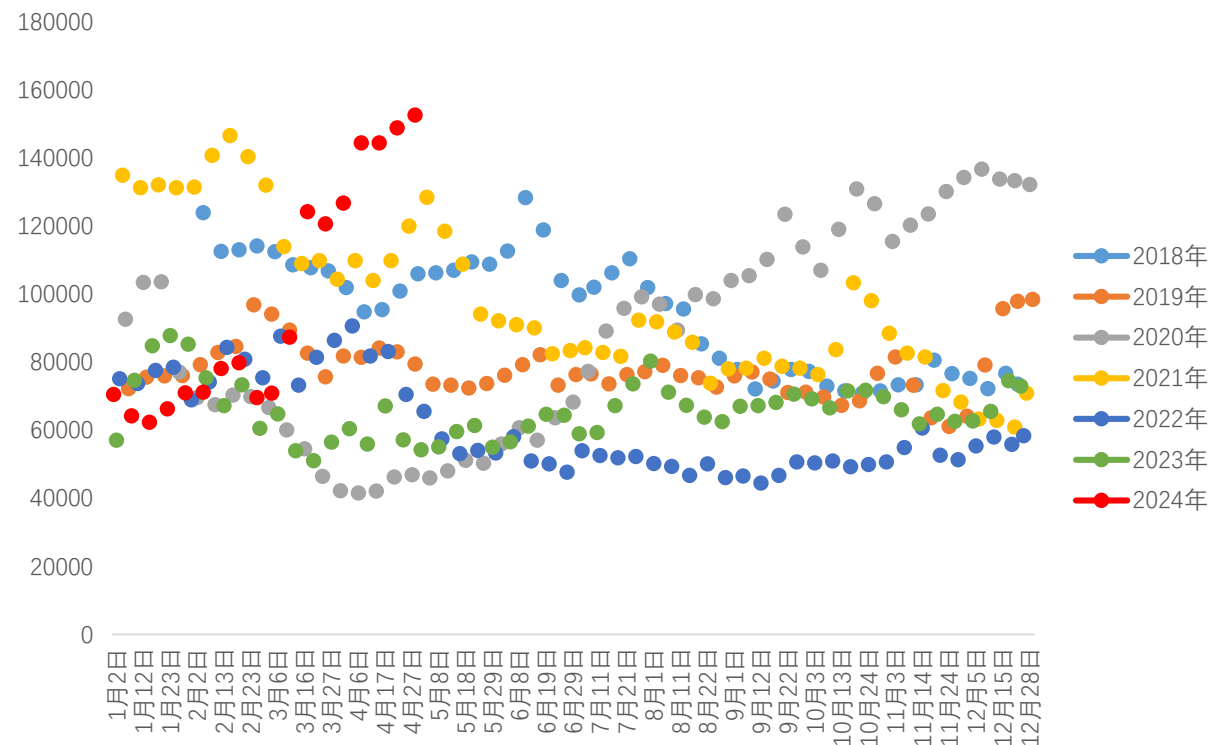
➤ 2024年，铜的投机基金多头头寸接连创下历史新高。截至5月3日，LME铜投资基金多头持仓94516手，净多头持仓59382手。COMEX铜非商业多头持仓152807手，净多头58064手。

LME铜多头投机基金持仓



数据来源: wind, 中辉期货研究院

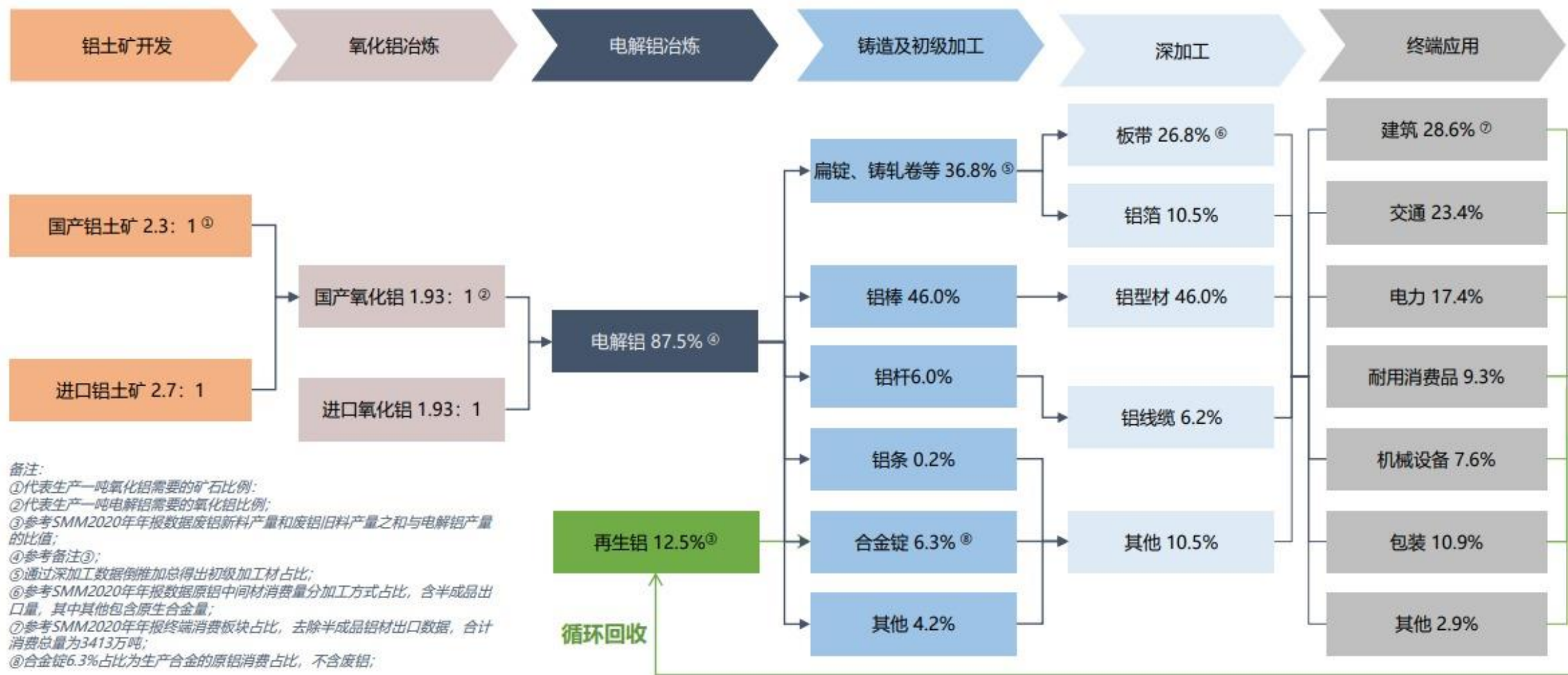
COMEX铜非商业多头持仓



数据来源: wind, 中辉期货研究院

8万是新起点还是筑顶，铜牛的故事还能讲多久

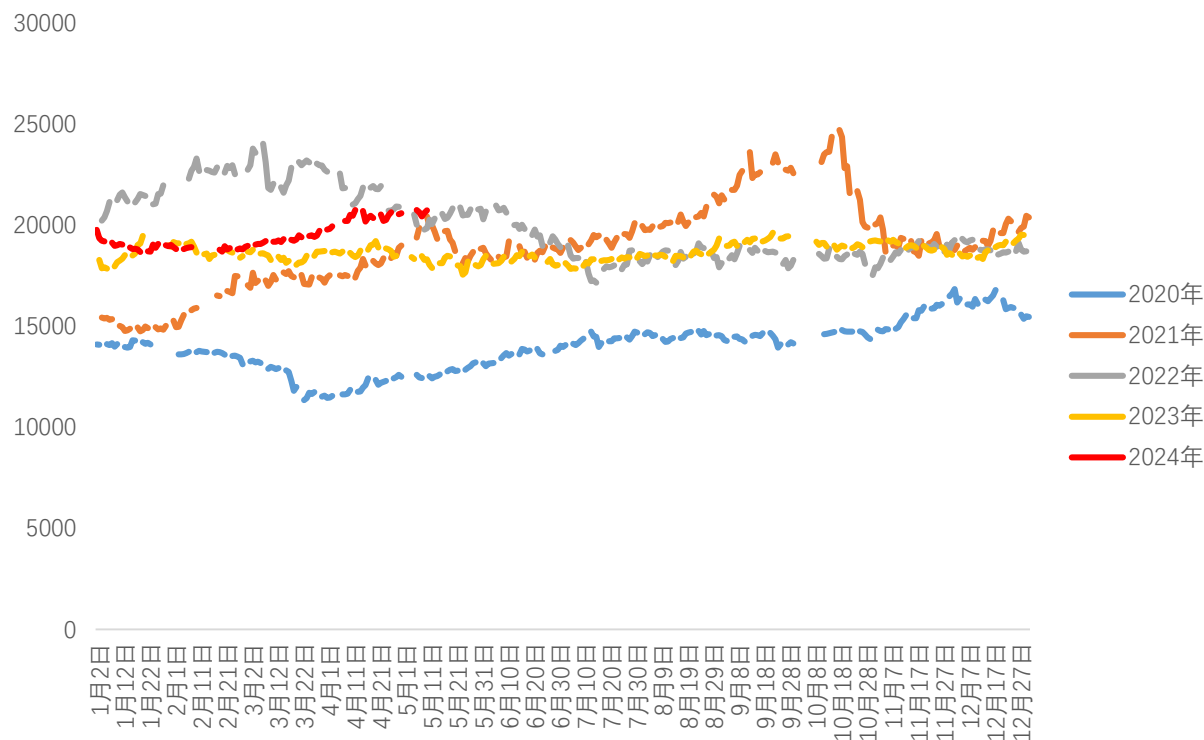
- 宏观上，4月制造业PMI连续两个月位于荣枯线上方，CPI同比上涨0.3%，多地房地产政策加码，全面放开限购，杭州南京买房落户。M1和社融首次同时转负，其中新增社会融资规模量为负值-1987亿元，创下历史最低值。数据越差，预期越高，财政部公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排，市场信心提振。海外方面，美国最新的就业数据疲软，显示劳动力市场出现降温迹象，市场对美联储降息预期回升，但近期美联储官员频频放鹰，关注周三美国4月通胀数据。海外地缘风险加剧，中东哈以谈判破裂，加剧市场波动。
- 基本面方面，必和必拓对英美资源集团发出收购要约被拒，市场预测全球铜精矿供应或更加紧张，高盛预测铜明年高达1.5万美元/吨。海外铜精矿干扰下，进口铜精矿指数惊现负值，报-1.43美元/吨。最新的铜精矿现货冶炼亏损2136元/吨。粗铜和阳极板补充下，4月电解铜产量98.51万吨，较预期的96.5万吨增加2.01万吨。但预计随着冶炼厂检修增加，5月国内电解铜或环比下滑。需求方面，高铜价负反馈效应累积，最新的电解铜制杆周度开工率53.11%，环比减少8.52%。终端消费上，新旧动能切换，房地产依旧疲软，新型风光电和汽车表现亮眼。库存方面，海内外库存表现分化，LME铜库存水平为103100吨，降至逾八个月新低，全国主流地区铜库存40.01万吨，处于历史同期高位。
- 整体而言，**海内外宏观多空交织，铜的核心逻辑仍是供应紧张和海内外通胀预期共振，短期或继续震荡偏强**，但也要警惕冶炼厂减产或者需求不及预期带来高位回落风险，切忌盲目追涨杀跌，频繁进出市场。操作上，建议前期多单逐渐逢高止盈，卖出套保积极逢高布局，锁定利润。中长期铜供应偏紧，维持回调逢低试多策略。短期沪铜关注区间【78000, 85000】元/吨，伦铜关注【9500, 12000】美元/吨。风险提示：冶炼厂减产，需求不足，地缘风险



沪铝和伦铝年度表现

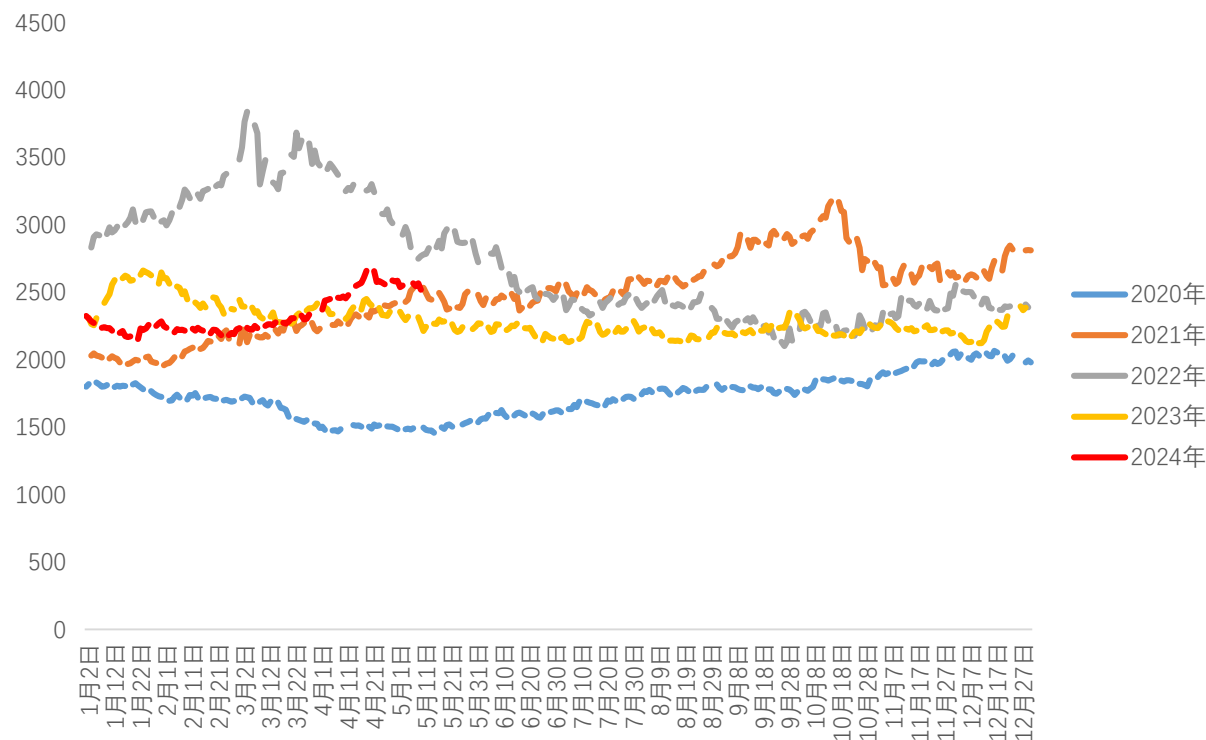
➤截至5月14日，沪铝主力合约报收20545元/吨，日涨幅0.32%，年度涨幅5.2%。LME铝报收2544美元/吨，年度涨幅6.55%。

2020年-2024年沪铝价格对比（元/吨）



数据来源：wind，中辉期货研究院

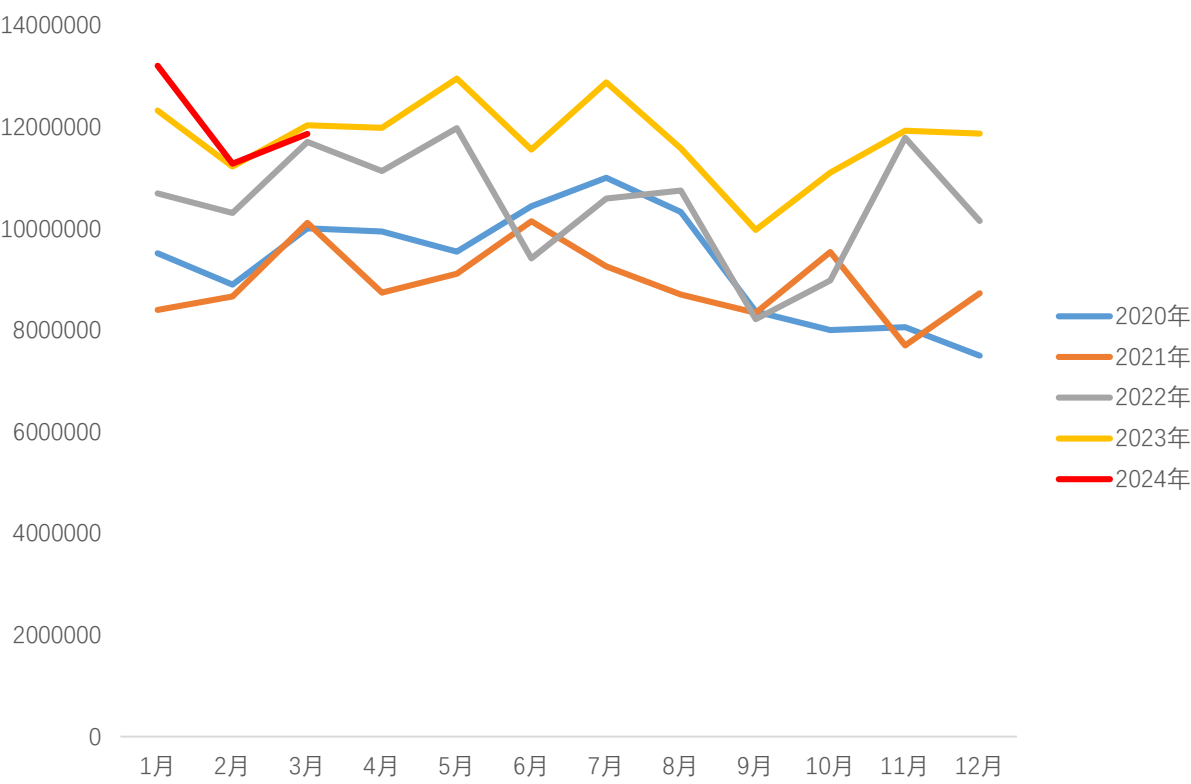
2020年-2024年LME铝价格对比（元/吨）



数据来源：wind，中辉期货研究院

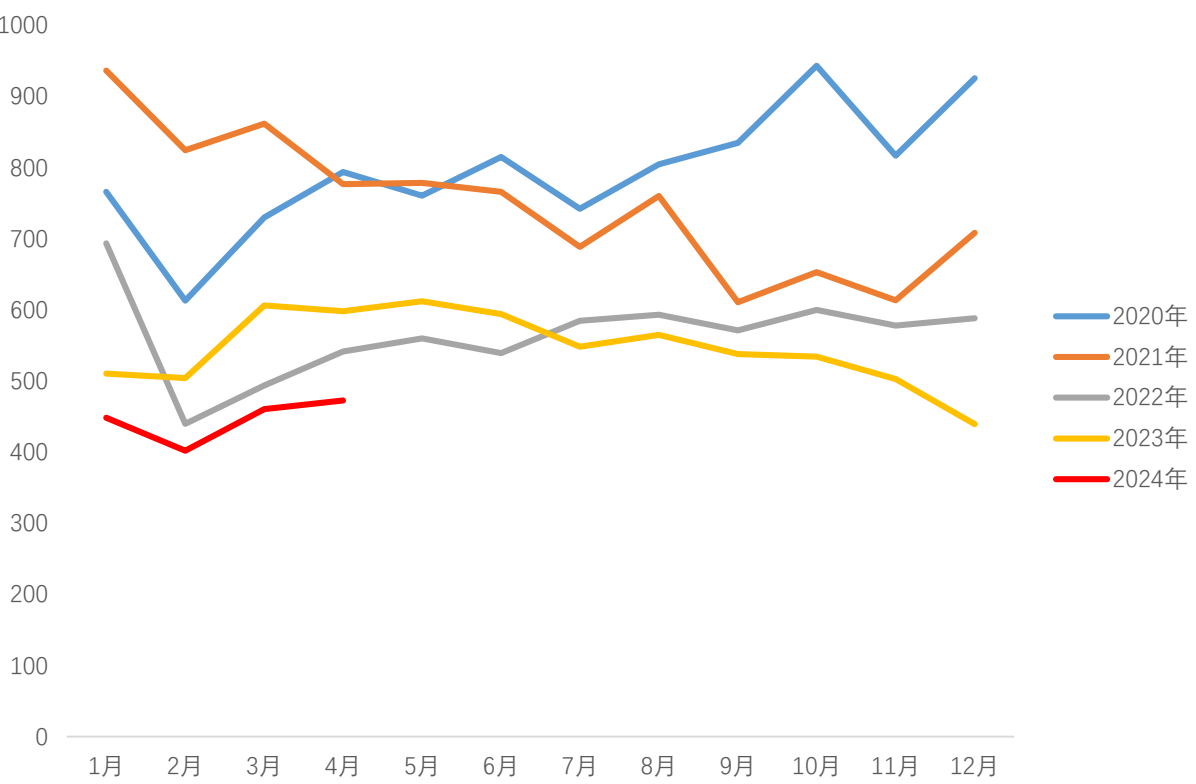
▶据海关统计，中国3月铝土矿进口1186万吨，同比下滑1.43%。SMM数据显示，4月中国铝土矿产量472.62万吨，同比下滑21%，国内铝土矿的品位下滑，近年来产量整体下滑。铝土矿价格坚挺，国产矿供应紧张，铝土矿进口依赖度逐年提升接近68%。

进口铝土矿产量当月值（吨）



数据来源：wind，中辉期货研究院

国产铝土矿产量累计值（万吨）



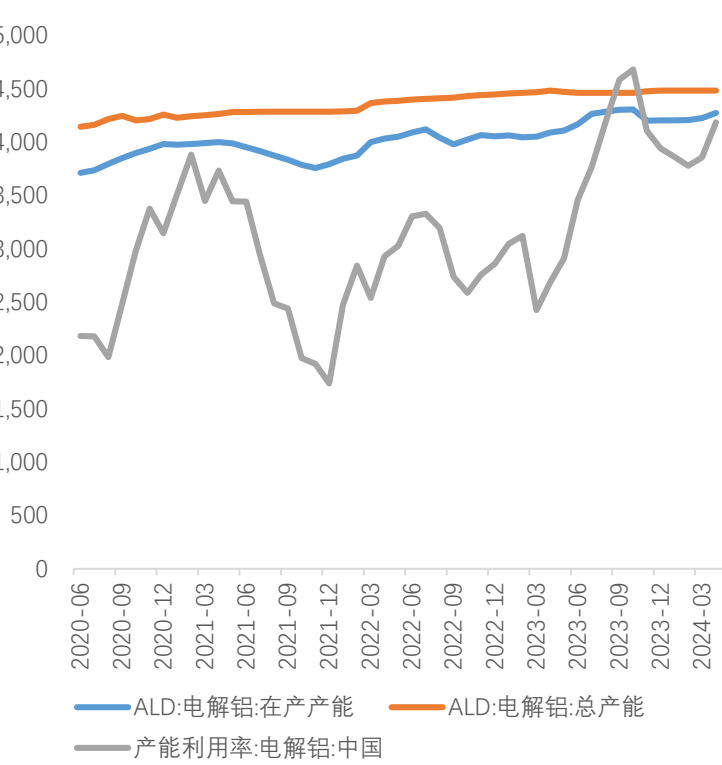
数据来源：wind，中辉期货研究院

电解铝生产成本和云南水电铝



➤ 4月，电解铝总产能4481.7万吨，在产产能4273.4万吨，产能利用率95.35%。云南剩余65万吨电解铝产能或因电力稳步供给而5月复产35万吨，叠加内蒙古华云三期42万吨电解铝项目或于5月15日首台电解槽通电启动，截至5月13日，电解铝总成本17505元/吨，利润3014元/吨。电解铝冶炼厂积极性较高或使国内电解铝5月生产量环比增加。

电解铝产能利用率



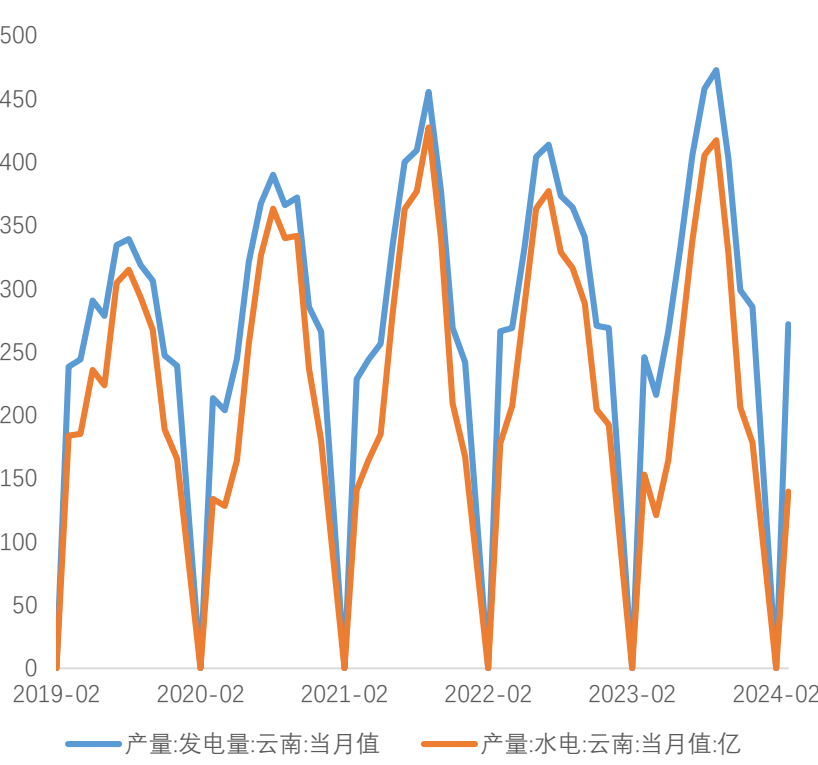
数据来源: wind, 中辉期货研究院

电解铝成本和利润 (元)



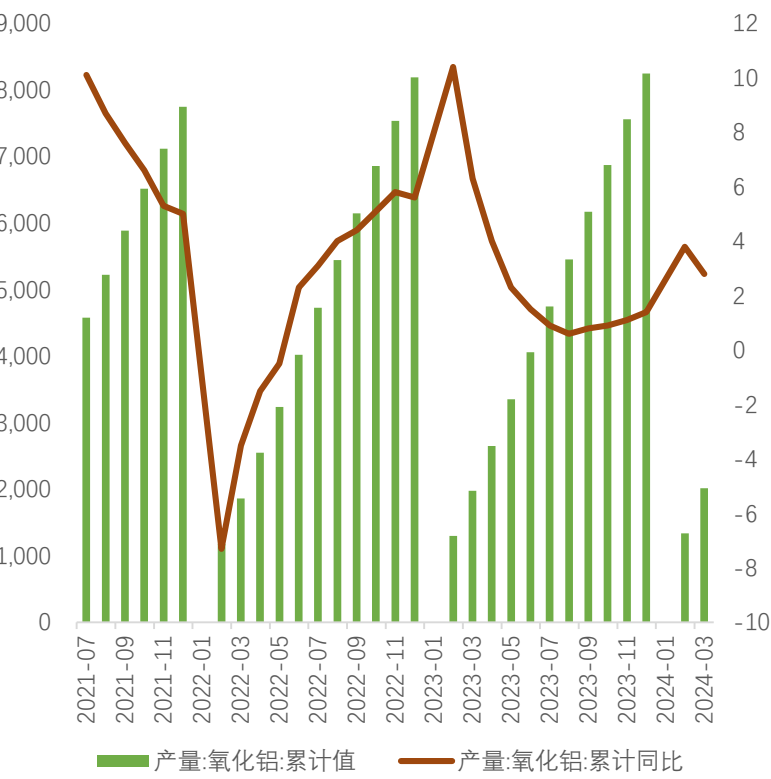
数据来源: wind, 中辉期货研究院

云南水电产量 (亿千瓦)

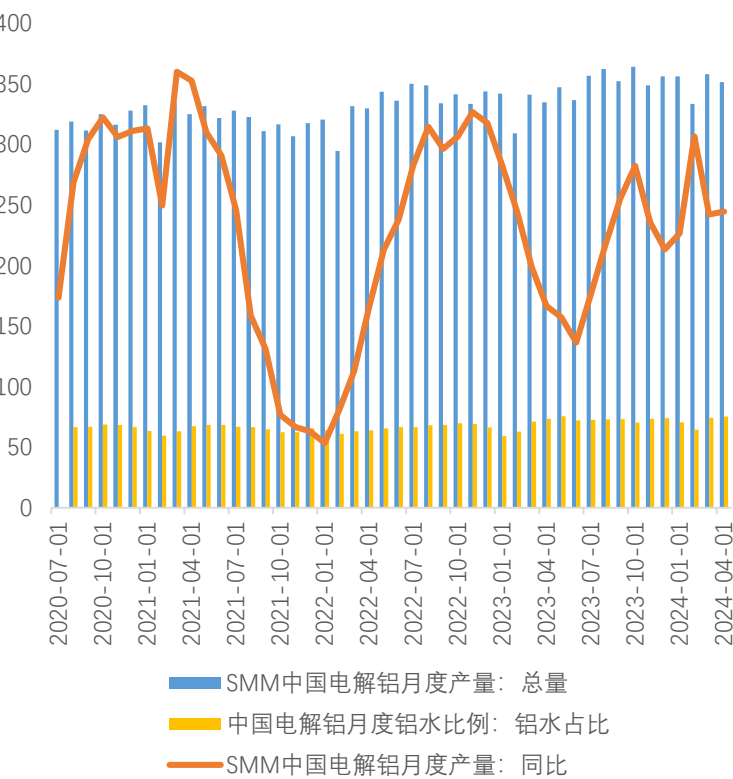


➤ 3月中国氧化铝产量为694万吨，净进口12万吨，总需求722万吨，总供应706万吨，短缺16万吨。4月中国冶金级氧化铝产量为667.9万吨，环比减少1.51%，同比去年增加2.20%。截至4月末，中国氧化铝建成产能为10000万吨，运行产能为8127万吨，全国开工率为81.3%。 4月国内电解铝产量351.5万吨，同比增长5%，铝水占比75.36%。

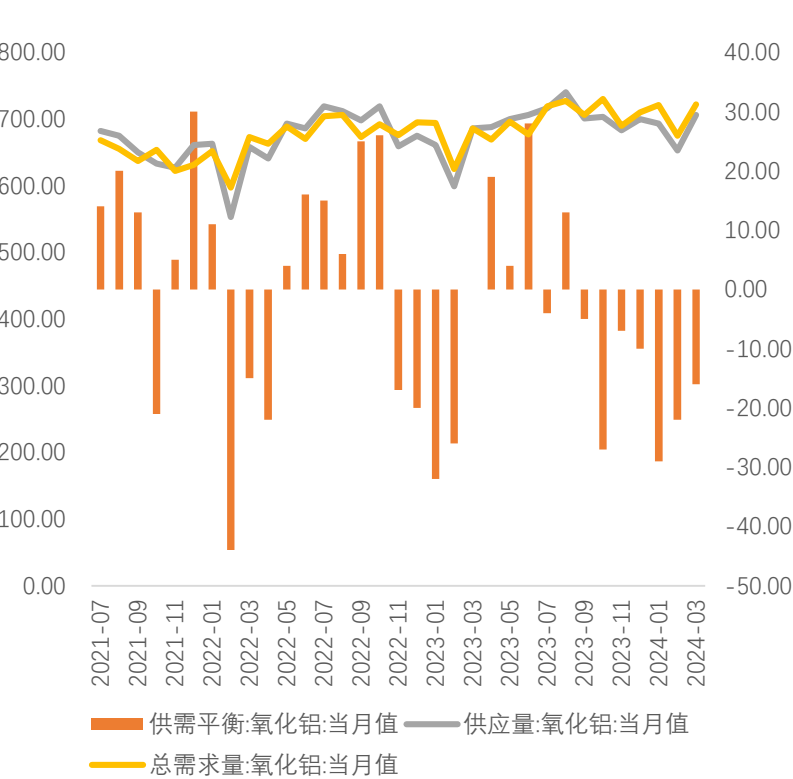
氧化铝产量和同比（万吨）



电解铝产量和同比（万吨）

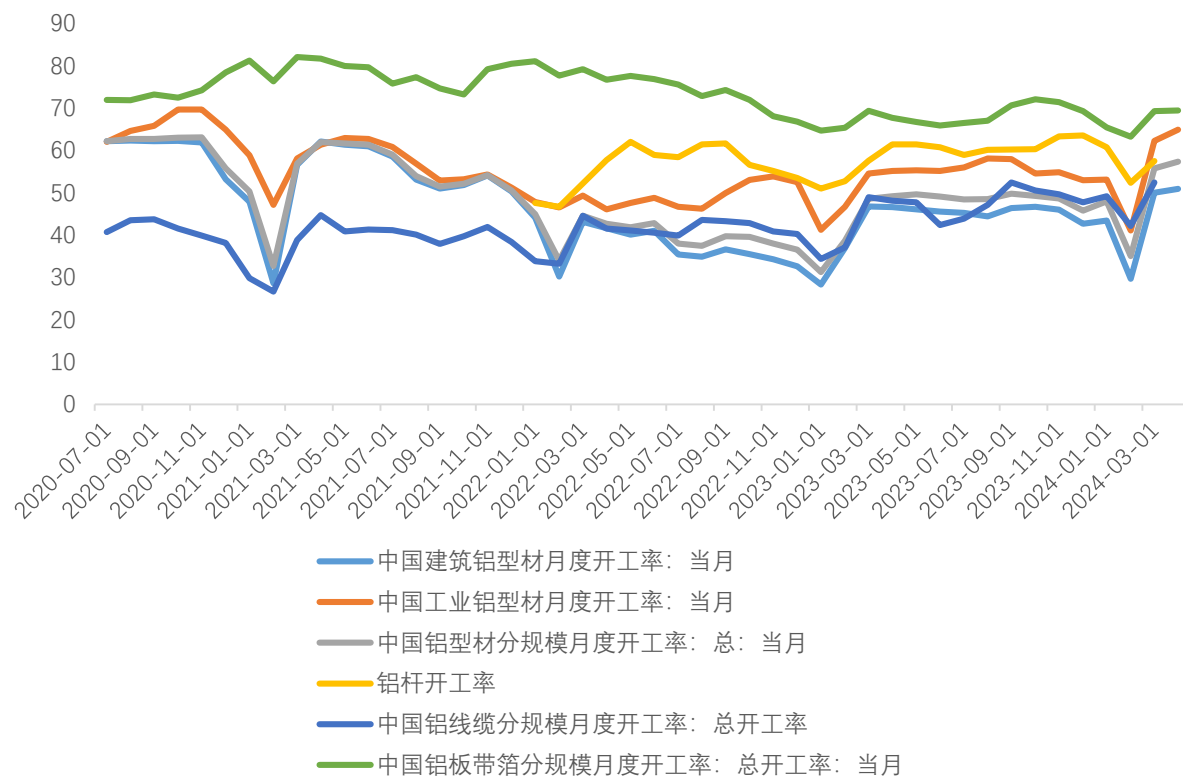


氧化铝供需平衡（万吨）



➤ 2024年4月国内铝杆建成产能745.2万吨，4月（30天）全国铝杆总产量36.1万吨，环比3月（31天）小幅增加0.6万吨，增幅达2%。国内4月铝杆开工率为58.1%，环比3月开工率上涨0.6%。5月10日当周，铝型材开工率60%，周环比+2个百分点；铝板带开工率77%，周环比持平；铝箔开工率77.3%，周环比持平，铝材开工率64.9%，周环比+0.5个百分点，据海关数据，2024年1-4月，中国出口未锻轧铝及铝材199.8万吨，同比上升8.8%。

中下游铝加工企业月度开工率



数据来源：wind，中辉期货研究院

未锻造铝及铝材出口数量和同比（万吨）



数据来源：wind，中辉期货研究院

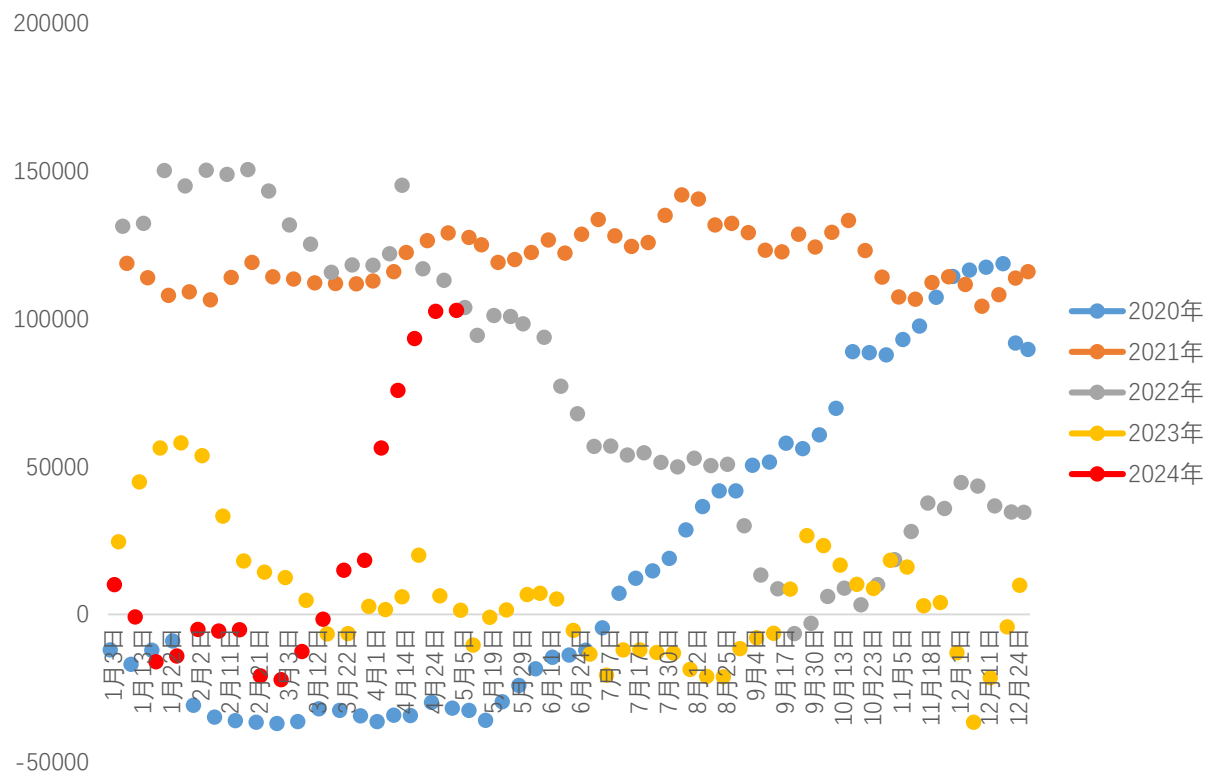
▶截至5月13日，SMM统计电解铝锭社会总库存77.8万吨，较上周四持平。SMM统计，5月13日国内铝棒社会库存20.02万吨，与上周四相比去库1.09万吨。节后铝棒库存先增后减，近期已有接近3万吨的去库。LME铝库存日度骤增超13万吨至103万吨，市场担忧海外隐形铝库存显性



铝投机多头持仓和注销仓单

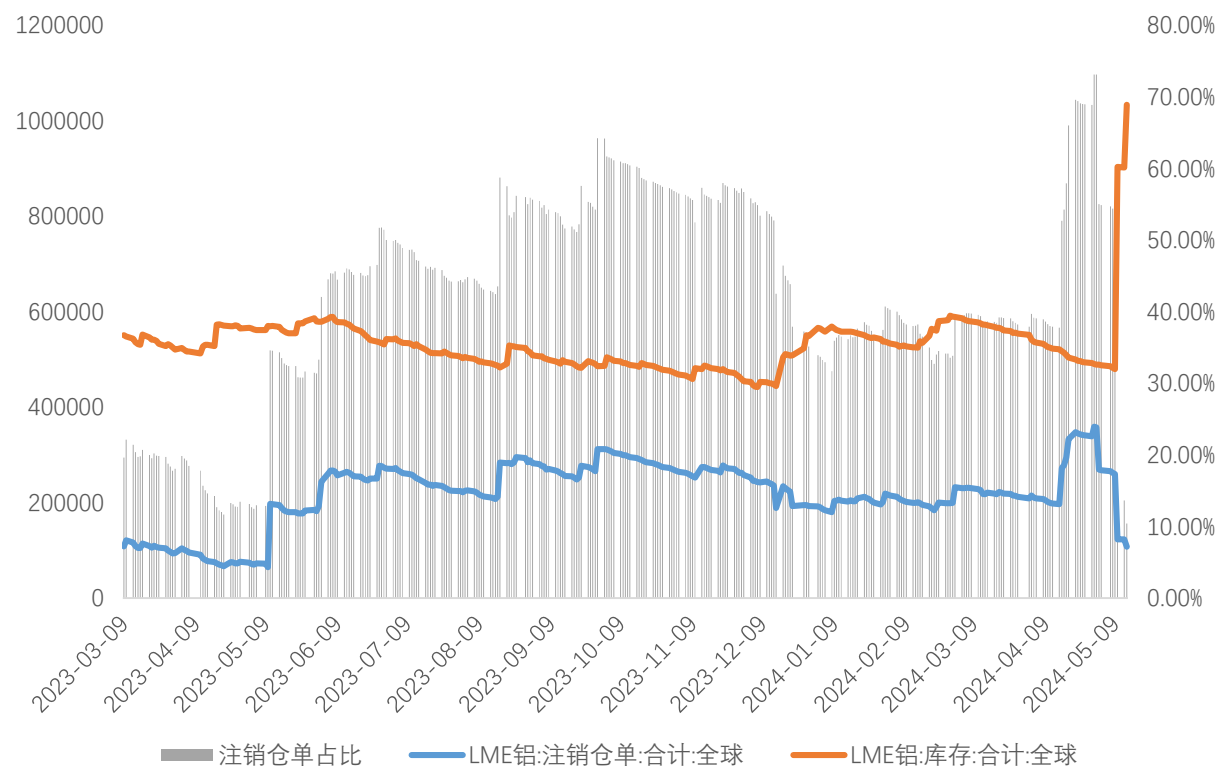
➤截至5月3日，LME铝投机基金多头持仓164769手，空单持仓61911手，净多头持仓102858手。LME铝注销仓单最新占比10.44%，较5月1日的高位73.15%明显回落。

LME铝多头投机基金持仓



数据来源: wind, 中辉期货研究院

LME铝库存和注销仓单 (吨)



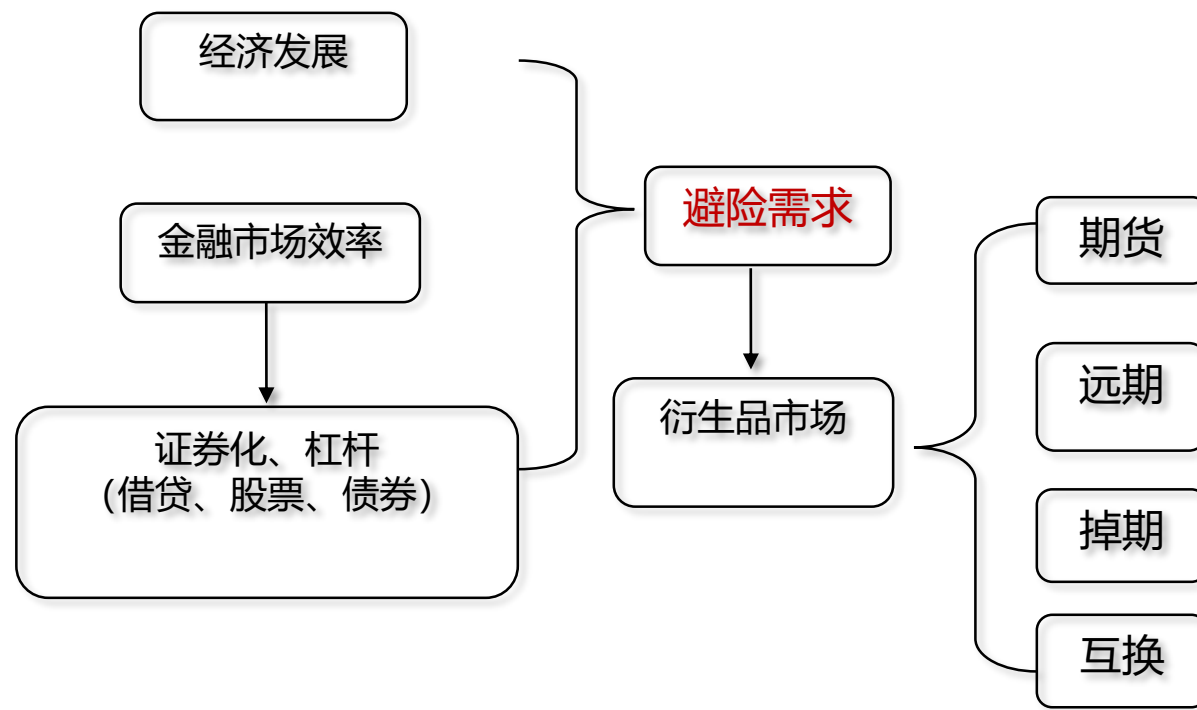
数据来源: wind, 中辉期货研究院

- 宏观上，4月制造业PMI连续两个月位于荣枯线上方，CPI同比上涨0.3%，多地房地产政策加码，全面放开限购，杭州南京买房落户。M1和社融首次同时转负，其中新增社会融资规模量为负值-1987亿元，创下历史最低值。数据越差，预期越高，财政部公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排，市场信心提振。海外方面，美国最新的就业数据疲软，显示劳动力市场出现降温迹象，市场对美联储降息预期回升，但近期美联储官员频频放鹰，关注周三美国4月通胀数据。海外地缘风险加剧，中东哈以谈判破裂，加剧市场波动。
- 基本面上，海内外铝土矿供应偏紧，国内氧化铝和电解铝冶炼利润均处于高位，供应复产积极，但海内外铝土矿供应偏紧限制了实际的复产量。4月中国冶金级氧化铝产量为667.9万吨，环比减少1.51%，4月国内电解铝产量351.5万吨，同比增长5%，预计5月随着云南水电铝复产，电解铝产量环比上升。截至5月13日，SMM统计电解铝锭社会总库存77.8万吨，国内铝棒社会库存20.02万吨，LME铝库存日度骤增超13万吨至103万吨，市场担忧海外隐形铝库存显性化。中下游消费周度变化不大，终端消费领域，房地产依旧疲软，汽车和电力表现超预期。
- 整体而言，铝土矿供应偏紧，氧化铝和电解铝供应复产临近，铝棒库存高位，海外电解铝库存大增，铝上方空间或有限，建议多单逢高止盈，卖出套保积极逢高布局空单，5月或有较大的高位回调风险，沪铝关注区间【19500，21500】元/吨，伦铝关注区间【2200，2600】美元/吨。风险提示：铝土矿干扰，需求不足

04

期货衍生品应用

➤ 衍生品是管理风险的有效工具



选择套期保值工具，
应综合考虑各种工具
的特点、工具成本、
企业的承受能力等各
项因素

- 优点：交易的规范化与透明化、制度严密性、交易对手众多、竞价公平性
- 缺点：履约保证金的浮动较大，可能占用较多流动资金；合约的流动性

- 本质：一种协议，包括利率互换、货币互换等
- 优点：灵活度高；不存在保证金占用问题
- 缺点：信用风险较大、不容易找到交易对手等

远期 合约

- 买卖双方之间的一种协议
- 优点：灵活度高，买卖双方可以对合约内容进行协商确定
- 缺点：信用风险大、履约时间长、不容易找到交易对手、市场效率低、流动性差

期 货

期 权

- 以一定数额的权利金换取一定的选择权；买方拥有权力；卖方负有义务
- 优点：不存在保证金占用问题
- 缺点：期权费成本较高

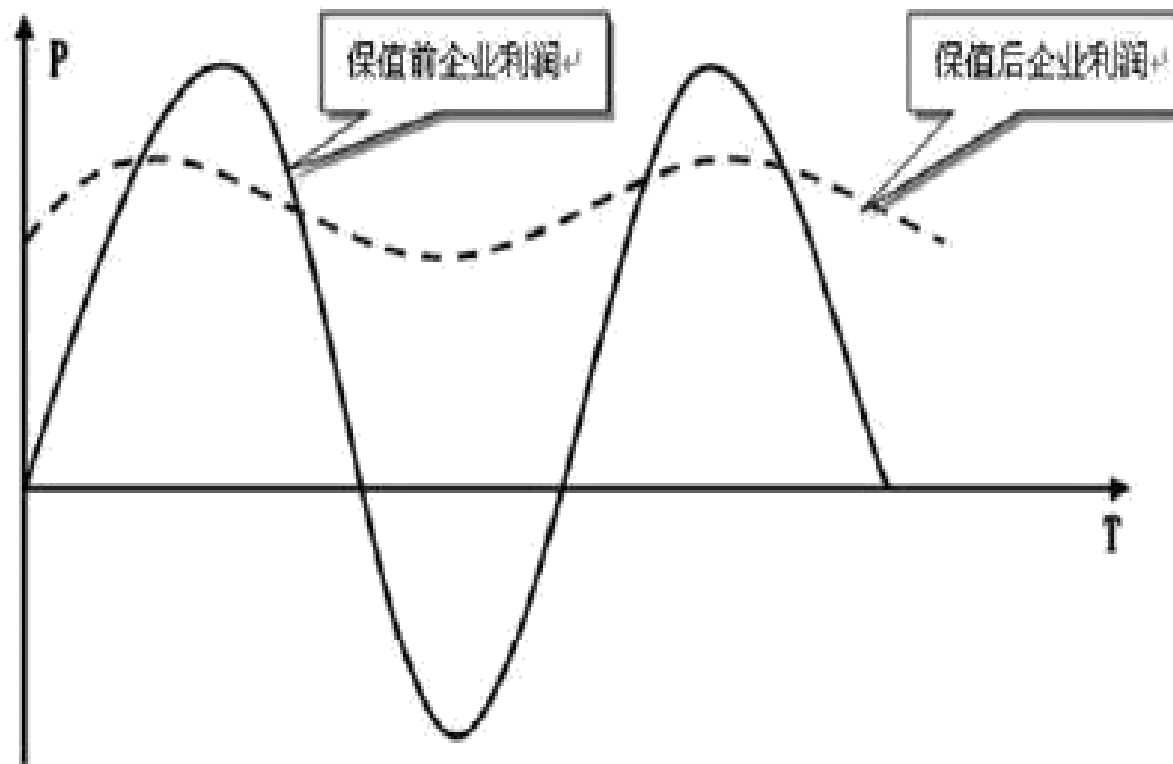
互 换



套期保值，又称对冲贸易，是指交易人在买进（或卖出）实际货物的同时，在期货交易所卖出（或买进）同等数量的期货交易合同作为保值。



是一种为了避免或减少价格发生不利变动的损失，而以期货交易临时替代实物交易的一种行为。



➤ 套期保值平滑利润曲线，避免大涨大跌，帮助企业维持稳健经营。



价格波动风险的
不可预见性

- 宏观风险
- 政策风险
- 信用风险

疫情

流动性

违约
风险



利润增厚的需求

- 跑赢同行

期权
工具

抗风
险

隐性
收益

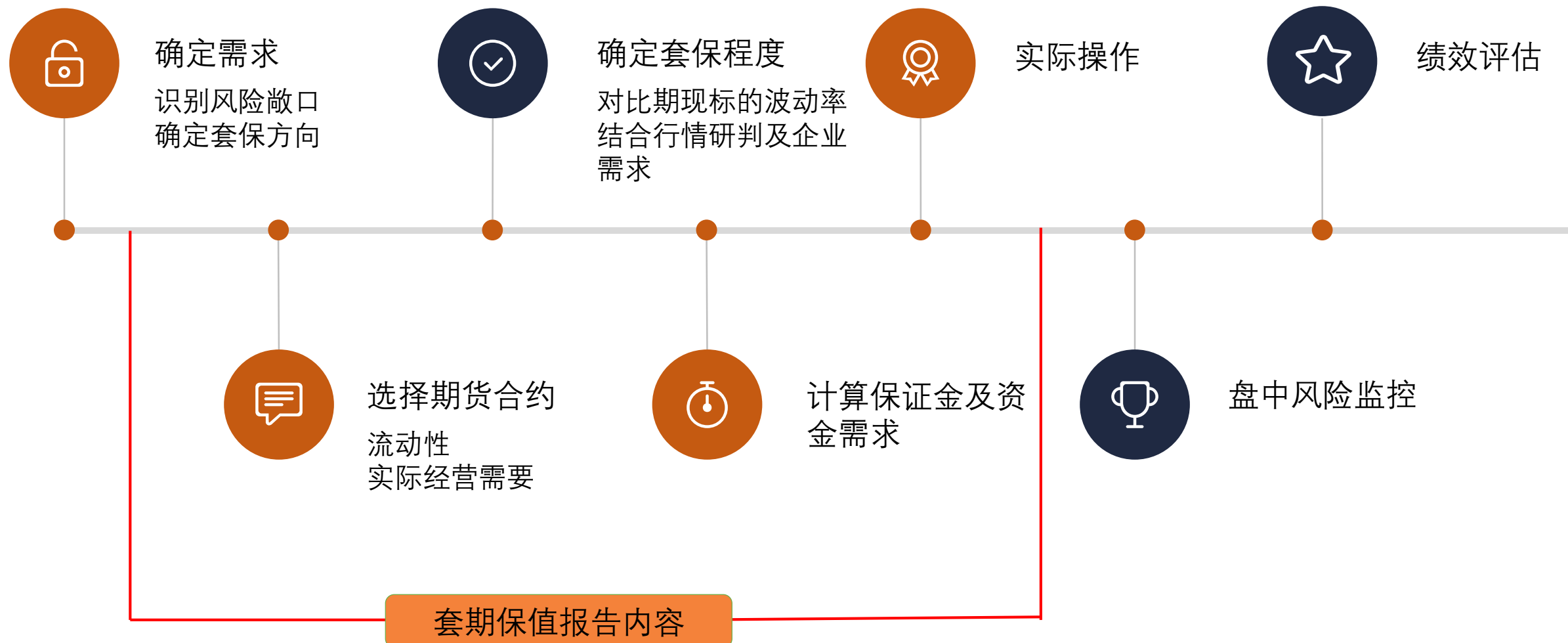


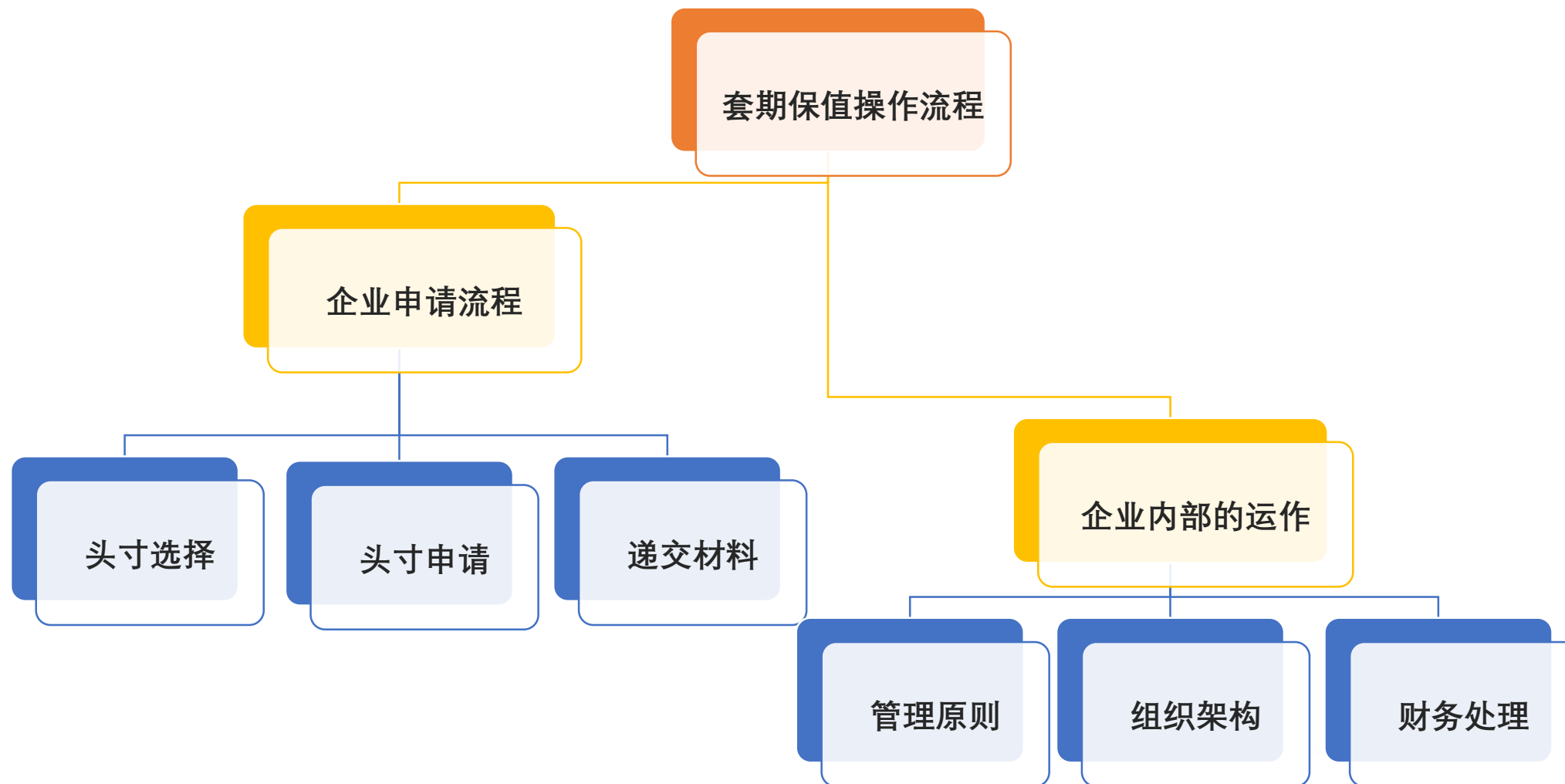
市场拓展

- 做大规模
- 降低交易难度

规模
优势

稳定
性





- 确定企业的现货交易模式，如点价交易、一口价交易，以及对上/下游企业的货物流转过程中是否有时间和货物量匹配的错位。
- 确定企业是否有常备库存，主要的困境是什么，如担忧库存下跌、库存占用资金大、仓储费及库容问题等。
- 上游：卖出货物的敞口（一般需要卖出保值）
- 下游：买入货物的敞口（一般需要买入保值）
- 贸易企业：买卖的净敞口，以及库存敞口（视实际情况而定）

上游敞口

- 原材料价格或者生产成本与保值标的高度相关

双向敞口

- 即原材料价格以及产成品价格都随着套期保值的标的物而变动

下游敞口

- 产品与保值期货合约标的物的关联性较高

价格上涨阶段

生产企业



观望

贸易企业



买入保值

需求下游企业



买入保值

价格下跌阶段

生产企业



卖出保值

贸易企业



卖出保值

需求下游企业



观望

- **基差=现货价格-期货价格**，套保的实质是将基差变化替代了价格变化，用相对价格替代绝对价格。
- 当基差变强时，有利于卖出套期保值，当基差走弱时，有利于买入套期保值。

套期保值方案分析						
套保模式	买入套保			卖出套保		
基差变化	基差扩大	现货价格上涨幅度大于期货价格上涨幅度	出现净亏损	基差扩大	现货价格上涨幅度大于期货价格上涨幅度	出现净盈利
		现货价格下跌幅度小于期货价格下跌幅度	出现净亏损		现货价格下跌幅度小于期货价格下跌幅度	出现净盈利
	基差缩小	现货价格上涨幅度小于期货价格上涨幅度	出现净盈利	基差缩小	现货价格上涨幅度小于期货价格上涨幅度	出现净亏损
		现货价格下跌幅度大于期货价格下跌幅度	出现净盈利		现货价格下跌幅度大于期货价格下跌幅度	出现净亏损
套保建议	买入套保选择基差较大时入场，基差收敛缩小的可能性更大			卖出套保选择基差较小时入场，基差回归扩大的可能性更大		

- 在铜产业链中，电解铜生产企业和铜材加工企业存在利润分配的**跷跷板效应**，当铜价快速上涨，电解铜生产企业利润增加，铜材加工企业成本上升，利润减少。当铜价快速下跌，电解铜生产企业利润减少，铜材加工企业成本降低，利润增加。双方购销一般采用定量不定价的长协模式。
- 基差贸易有助于帮助双方平滑利润，稳健经营。
- 基差贸易的模式为“**正常买卖，定价后置**”。
- 卖方在收取全额货款或者90%货款后将货权转移给买方，买方在合同签订一个月内，有权在对应的沪铜合约上进行点价，点价同时，卖方套保头寸平仓，约定最终结算价为期货点价价格+双方商定基差。在确认结算价后，卖方开全额增值税发票给买方，按照结算价结算，对之前货款实行多退少补。

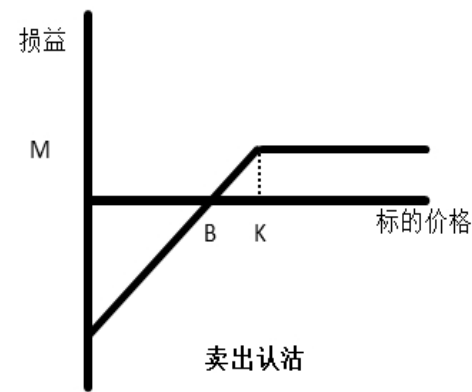
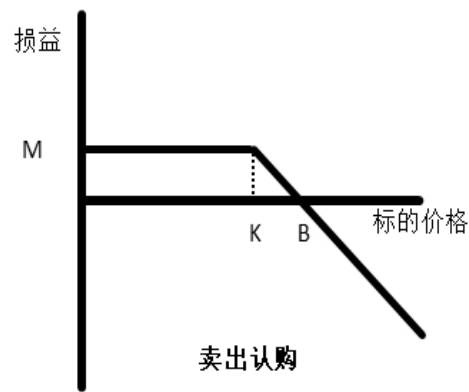
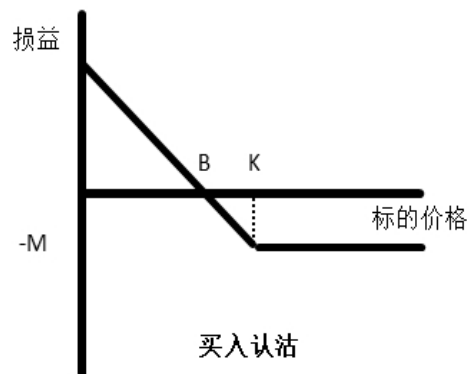
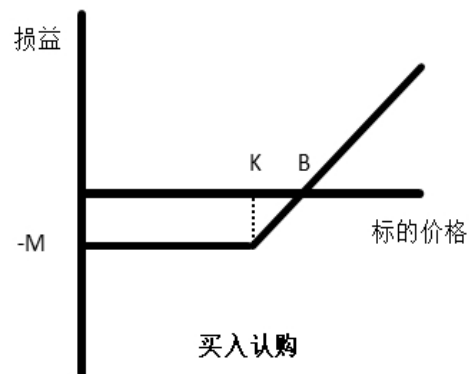
期权策略——简单期权

➤ 买入看涨期权

使用背景：当铜企业预期铜价格将来会上涨，并且企业未来有铜现货采购需求，担心价格上涨，成本上升，希望占用较少的现金，对冲价格上涨风险。或者企业已经拥有铜期货多头头寸，期货头寸占用大量保证金，资金成本较高，且担心价格下跌利润回吐，可以高位平仓多头头寸，同时买入看涨期权代替期货多头头寸，锁定上涨收益，规避追缴保证金风险。反之当铜企业预期铜价格将来会下跌，并且企业持有标的资产，担心价格下跌，库存贬值，利润减少，希望占用较少的现金，对冲价格下跌风险。或者企业已经拥有铜期货空头头寸，期货头寸占用大量保证金，资金成本较高，可以平仓空头头寸，同时买入看跌期权代替期货空头头寸。

➤ 卖出看涨期权

使用背景：铜企业持有标的资产，预判价格难有继续上涨的趋势性行情，可能窄幅震荡，或者小幅下跌。企业希望降低持仓成本，同时高价卖货，选择卖出看涨期权，收取权利金，锁定盈利空间。卖出看涨期权，卖方向买方收取权利金，卖方需要支付保证金，买方行权时，卖方有义务履约。反之，铜企业如果未来有采购需求，预判铜价短期难有大的下跌趋势行情，可能窄幅震荡或者小幅上涨，企业希望能低成本采购，选择卖出看跌期权，收取权利金，锁定采购成本。

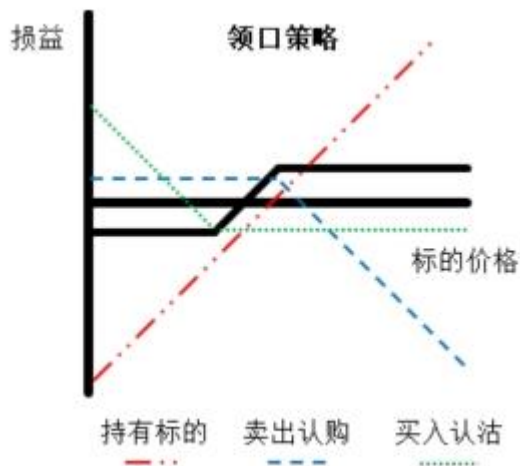


➤ 看涨领口期权

使用背景：铜企业未来有采购需求，担心后期价格持续上涨，造成成本上升，预判价格大幅下跌的可能性较小，同时希望降低总权利金的支出，在买入看涨期权的同时卖出一份虚值的看跌期权，通过卖出一个比较难被行权的看跌期权收取权利金。

➤ 看跌领口期权

使用背景：铜企业持有标的头寸，担心后期价格下跌，造成库存贬值，预判价格大幅上涨的可能性较小，同时希望降低总权利金的支出，在买入看跌期权的同时卖出一份虚值的看涨期权，通过卖出一个比较难被行权的看涨期权收取权利金。



含权贸易的模式——牛市价差策略

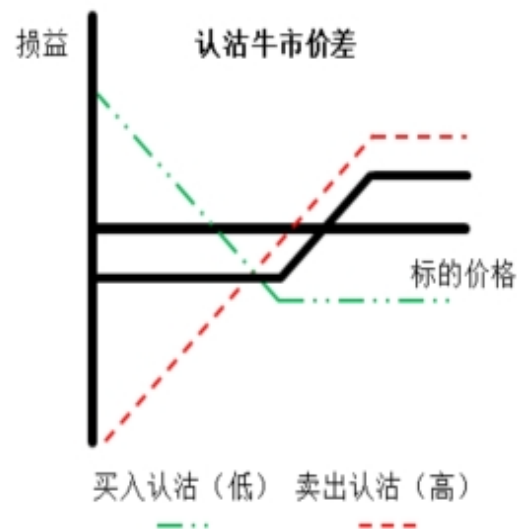
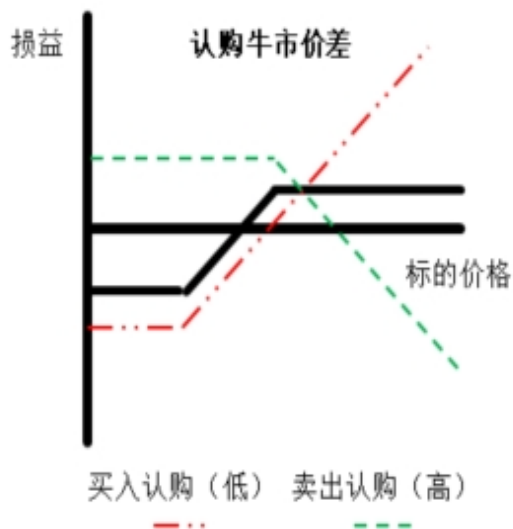
► 牛市价差策略

买入一份行权价较低的看涨（或者看跌）期权，同时卖出一份行权价较高的，到期日相同的看涨（或者看跌）期权，组成牛市价差策略。

牛市看涨价差策略盈亏点=买入看涨执行价+（买入期权权利金-卖出期权权利金）

牛市看跌价差策略盈亏点=卖出看跌执行价-（卖出期权权利金-买入期权权利金）

牛市看涨价差期权策略使用背景：铜企业未来有采购需求，担心后期价格持续上涨，造成成本上升，预判价格大幅下跌的可能性较小，同时希望降低总权利金的支出，在买入看涨期权的同时卖出一份行权价格较高，到期日相同的看涨期权。



期权策略——跨式期权策略

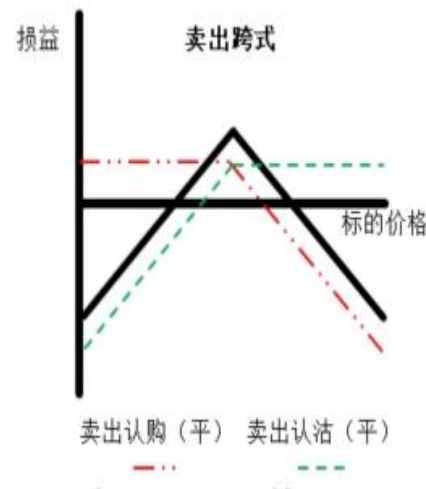
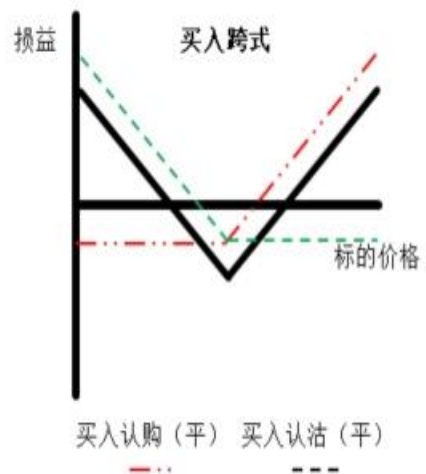
➤ 跨式期权

买入一份行权价较低的看涨（或者看跌）期权，同时卖出一份行权价较高的，到期日相同的看涨（或者看跌）期权，组成牛市价差策略。

多头跨式期权式同时买入相同行权价和到期日的看涨和看跌期权，最大的亏损是两份权利金，空头跨式期权是同时卖出相同行权价和到期日的看涨和看跌期权，最大的收益是两份权利金。

多头跨式期权希望标的价格大幅偏离行权价格，无论是大涨还是大跌，都可以带来收益，因此也被称为做多波动率，随着到期时间临近，多头跨式策略的价值变低。

空头跨式期权正好相反，希望价格变化不大，带来稳定的权利金收益，因此也被称为做空波动率。



►运用“期权、期货、现货”三种工具，将客户的一系列需求简洁有效糅合在一纸现货合约中，具体是为了满足客户对于商品交易数量与价格的综合风险管理需求而设计出的个性化现货贸易方案。近年随着铜铝期权工具的诞生，国内有些大型冶炼厂和风险管理机构采用含权贸易方式报价，即设定底价。一般在年初，铜铝加工企业要与冶炼厂商量全年长单价格，当时的价格水平决定了含权贸易的底部价格。

►根据企业风险管理需求，企业可以选择现货+期权的策略，管理现货订单的价格风险。上游企业可通过期权交易锁定最低销售价，实现销售价“遇涨则涨、遇跌不跌”，下游企业则可锁定最高采购价，实现采购价“遇涨不涨、遇跌则跌”，实现“稳价”效果。利用期权非线性损益的特点，设计跨式期权，障碍敲入敲出期权等，达到保险的效果。



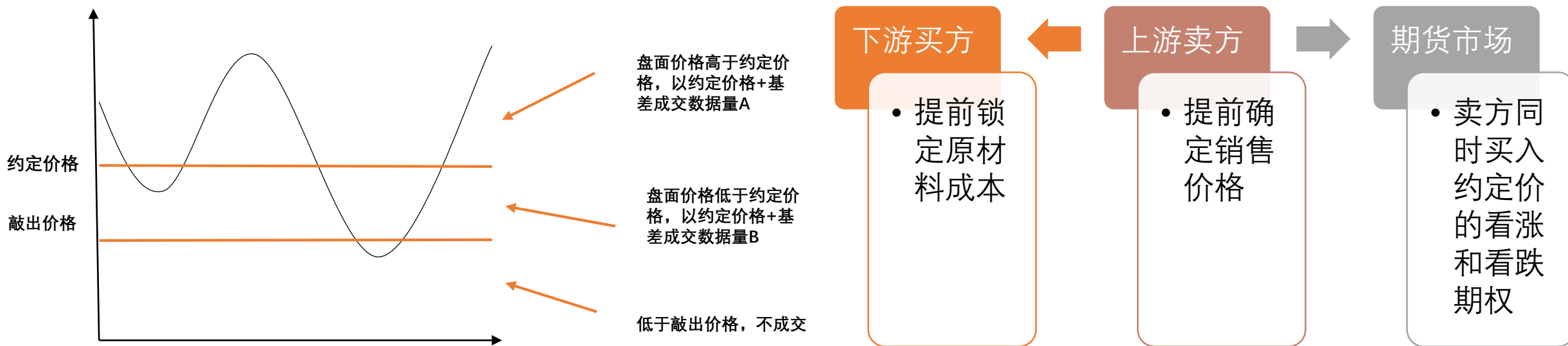
期权应用——下游封顶采购

- 封顶采购模式：传统的基差点价模式下，下游买方预期价格将下跌，希望能低价买货，但是又担心期货价格上涨，导致成本提高。上游卖方为了加快库存周转，拓展销售渠道，和下游买方约定采购封顶价，保证下游买入价格不超过约定的封顶价。
- 实现方法：买卖双方签订封顶采购合同后，卖方买入封顶价的看涨期权，如果价格低于封顶价，双方盘面点价+基差成交，一旦价格上涨超过封顶价，买方要求封顶价买入时，上游卖方行使看涨期权，对冲价格上涨风险。



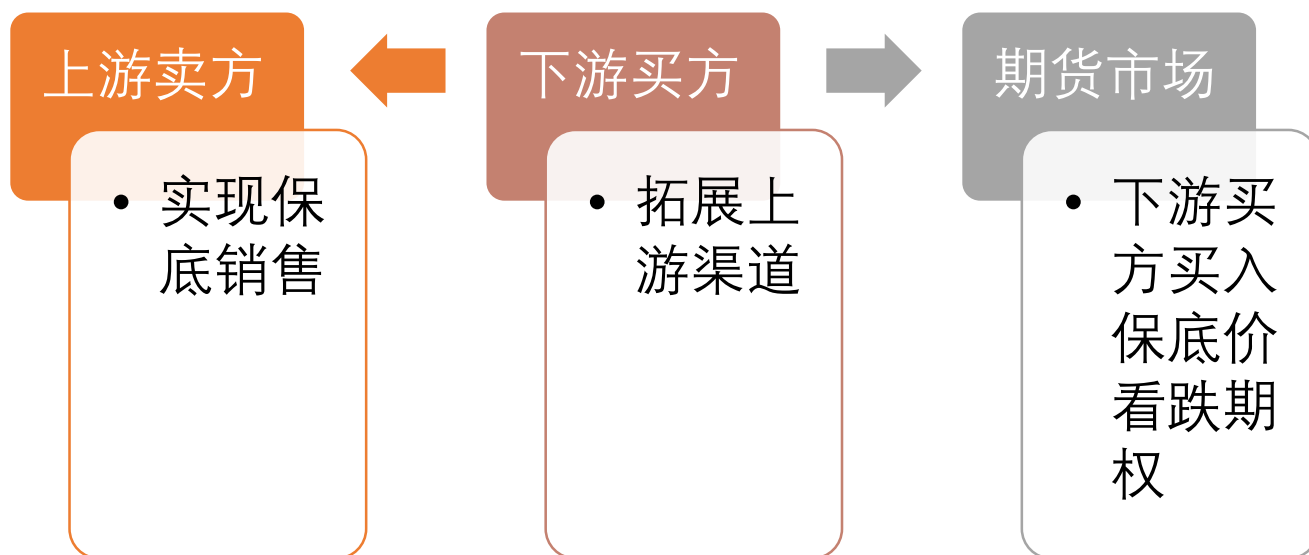
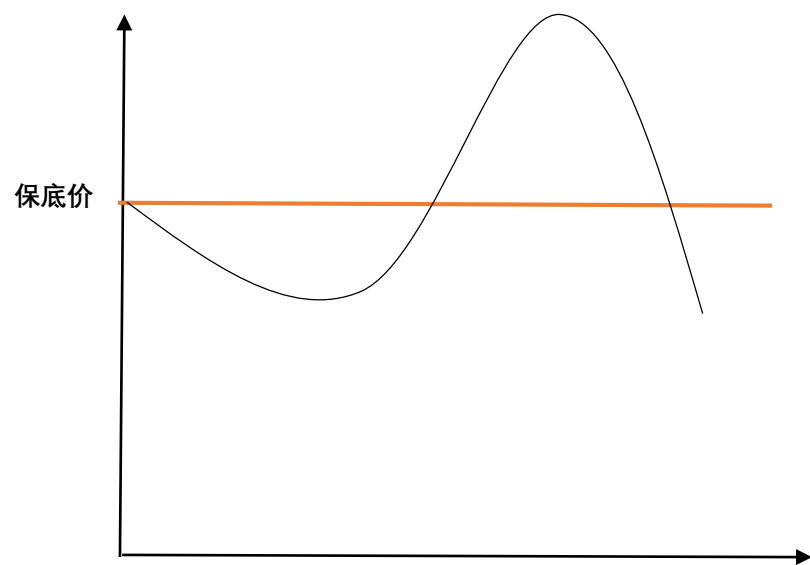
期权应用——上游销售累沽基差贸易

- 累沽基差贸易模式：上游卖方希望高价卖货，但是担心不能点价成交，可以通过累沽基差贸易。下游买方和上游卖方约定交易的时间周期，销售价格+基差和对应数量，以及敲出价格。如果约定的时间内，盘面价格走高超过约定价格，则当天按照约定价格+基差，成交约定数量A，如果约定的时间内，盘面价格低于约定价格，则按照约定价格+基差成交约定数量B，如果盘面价格低于敲出价格，则当日不进行交易。
- 实现方法：买卖双方在签订累沽基差贸易合同后，卖方买入约定价格的看涨期权同时买入约定价格的看跌期权，无论价格如何波动，卖方都能以约定的价格销售成交。



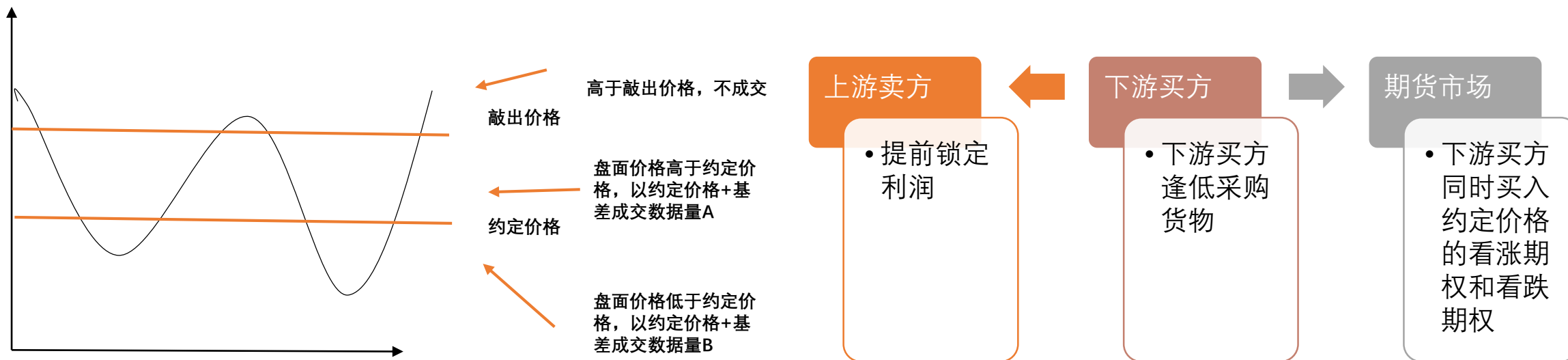
期权应用——上游保底销售

- 保底销售模式模式：传统的基差点价贸易下，上游生产企业卖方希望能高价销售，担心期货价格下跌，下游买方借机提供保底销售服务，拓展上游渠道，双方协商一个销售底价+基差，即使盘面价格跌穿底价，上游卖方也可以选择保底价+基差来销售。如果盘面价格上涨，高于报低价，双方可以盘面点价+基差成交。
- 实现方法：买卖双方签订保底销售合同后，买方买入保底价的看跌期权，如果价格跌破此价格，卖方保底价+基差销售成交，买方行使看跌期权，对冲价格下跌风险。



期权应用——下游累积基差贸易

- 累积基差贸易模式：现实贸易中，由于下游采购存在周期，下游买方希望低价买货，但是担心不能点在低价，因此通过累积基差贸易模式让下游买方能够逢低采购货物。
- 实现方法：下游买方和上游卖方约定交易的时间，销售价格+基差和对应数量，以及敲出价格。如果约定的时间内，盘面价格走高超过敲出价格，则下游买方不买货。如果盘面价格低于约定价格，则按照约定价格+基差，成交约定数量A，如果盘面价格高于约定价格，则按照约定价格+基差成交约定数量B。
- 实现方法：买卖双方签订合同后，买方买入约定价格的看涨期权和看跌期权，无论价格如何波动，买方都能以约定的价格采购成交。



案例分析-低氧铜杆企业卖出套保

➤ 案例回顾：

4月，某铜企业年生产12万吨低氧铜杆，平均每月生产低氧铜杆1万吨，为了对冲铜价波动风险，该生产商每月滚动在期货盘面卖出套保，资金为自有资金，没有利息成本。企业预计电解铜期货4月在75000-82000附近波动，而客户想以78500元/吨+升贴水点价成交下面区间下沿最低约定为77000（期货跌破77000不交货），交货时间约定30个交易日，若当天价格高于78500元/吨，则当天以78500+升贴水卖出5万吨，若当天价格小于78500元/吨但是大于77000元/吨，则当天以78500+升贴水卖出1万吨，若当天价格小于77000元/吨，则不卖货。



- 如果连续30个工作日在77000-78500之间（以收盘价为准）波动，则客户每天都可以以“78500+升贴水”的价格卖出1万吨：
- 如果30天内某日的收盘价在78500以上，则当日以“78500+升贴水”的价格卖出5万吨：
- 如果30天内某日收盘价在77000以下，则当日不进行贸易。
- 累沽基差贸易能帮助客户解决“想要高价卖货但价格未能点价成交”的痛点，实现的效果为，即使价格都没达到78500，但是客户都以78500的价格点价成交并交货。

➤ 套期保值实际操作需要重点关注

1. **保证金的变化**，确保账户的风险比例控制在合理范围，避免出现账户追保，强平和穿仓风险。一般铜期货合约保证金为12%（远期合约），14%（活跃合约），24%（交割当月合约）。遇到五一，十一，春节等中长期节假日，交易所一般会提前提保。
2. **合理规划套保比例**，如果缺乏专业团队，可以循序渐进，从30%-60%开始套保，熟悉相关流程和操作后，套保比例可以增至80%-90%。
3. 套期保值方向和时机需要结合企业短期订单，中长期战略储备因地制宜，即使是加工企业，如果原材料库存过高，存在跌价风险，也可以选择卖出套保，弥补原材料和销售损失。
4. **长期套保需要关注合约的连续性和月间价差结构，有色金属现在都是连续合约，注意移仓时机选择，减少交易的摩擦成本**。企业账户可以进入交割月，个人账户需要提前移仓。
5. 如果套保期货账户出现浮亏，**建议严格设定止盈和止损**，一旦出现企业期货账户亏损超过15%，立刻无条件平仓，防止期货账户亏损进一步扩大。
6. 企业如果生产或者采购的原材料为非标需要严格执行移仓，避免进入交割环节。

- 企业参与套期保值，出发动机是规避风险，平滑波动，而不是单方面投机，因此对于套期保值的效果，需要结合期货和现货两个市场。在套期保值的会计计算方面，对套期工具产生的利得或损失中属于套期无效的部分（即扣除计入其他综合收益后的其他利得或损失），应当计入当期损益。
- **对套期保值的效果评估应该侧重于账户的风险控制，以及对现货生产或者采购的头寸保护情况。**做到决策和操作留痕，操作和决策双分离，双审核，避免出现单边投机和头寸裸露。
- 在套期保值的实际操作中，**对套期保值建立持仓预警和交易止损纠错机制，避免出现重大操作失误，舞弊，欺诈，对期货账户做到每日台账纪录，财务每日提交资金报告，纪录账户盈亏，出入金情况。**

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！



中辉期货有限公司

公司总部地址：中国（上海）自由贸易试验区新
金桥路29号10号楼5层A区

全国统一客服热线：400-006-6688

网址：<https://www.zhqh.com.cn>