

狼来的时候的思考 -----逃不开的周期

银河期货 车红云
投资咨询资格证号：Z0017510



银河期货暖❤️服务 | 未来可期
与您一起迎接未来
Futures - Future

2023年度策略会回顾和2024年度策略会发布

■ 2023年年度策略会：通胀与经济增长博弈 市场难脱弱势

- 铜：海外衰退从预期走向现实 铜市将再次遭受冲击
- 锌：矿松炼紧高TC 锌价重心下移
- 镍：供给侧增长削弱成本支撑 价格有望震荡下行
- 铝：供需难言过剩 铝价博弈仍旧激烈
- 贵金属：通胀回落与紧缩预期博弈 实际利率仍是关键
- 碳酸锂上市以来看空，年底转为底部震荡



■ 2024年年度策略会：美国经济避免硬着陆，市场构建新周期底部

10\30\50\70

- 贵金属：海外降息周期将开启，贵金属等待绽放
- 铜：铜矿预期紧张，铜价构建周期底部
- 铝：氧化铝定价转矿端 需求主导铝价节奏
- 锡：供应扰动加需求回暖，锡价中枢或抬升
- 锌：矿及冶炼均扩张 锌价仍将底部震荡
- 铅：供需紧平衡，原料成本限制下方空间
- 镍、不锈钢和碳酸锂：供应全面过剩，价格难脱弱势

(3月7日) 铜市将提前拉开上涨大幕



(5月23日) 物极必反，有色贵金属市场上半场结束



(7月24日) 等待铜价给出调整结束迹象



研究员	推荐时间	达到目标时间	大行情策略明细	品种	入场价（当日结算价）	目标价（10%）	最高价	最低价	最大回撤	最大涨幅	是否有效	判断依据
王颖颖	20240313	20240418	【银河期货】铜策略推荐一铜市场进入供应紧张时期 铜价破位上行	沪铜	71680	78840	78920	71080	0	10.1%	是	3月13日中国19家冶炼厂在北京召开会议，决定联合减产。铜平衡表预期从大过剩转向紧缺，在供应紧缩的压力下，铜价破位上行。
王颖颖	20240422	20240520	【银河期货】沪铜异动点评及后续交易策略	沪铜	80080	88088	88940	77650	3%	11.1%	是	铜矿干扰不断，赞比亚、巴西、刚果金陆续有铜矿减产及停产的情况，加剧供应紧缺程度，铜将保持上行趋势，挑战前期高点。
王露晨	20240314	20240410	【银河期货】贵金属行情推介——多因素共振，贵金属后市上涨仍然可期	沪金	507.62	558.38	588.28	503.36	0.8%	15.9%	是	3月以来，美国宏观数据整体不及预期，指向美国经济趋缓，叠加鲍威尔的发言较为温和、美联储理事沃勒提出“反向扭转操作”，驱动市场再次转向交易宽松预期，叠加叠加全球央行持续购金、中东局势不稳等因素，黄金价格走高。
王露晨	20240314	20240410	【银河期货】贵金属行情推介——多因素共振，贵金属后市上涨仍然可期	沪银	6257	6883	7790	6166	1.5%	24.5%	是	3月以来，美国宏观数据整体不及预期，指向美国经济趋缓，叠加鲍威尔的发言较为温和、美联储理事沃勒提出“反向扭转操作”，驱动市场再次转向交易宽松预期。叠加白银在基本面存在较大缺口，支撑白银跟随黄金补涨。
王露晨	20240506	20240520	【银河期货】白银行情推介——双因素共振，白银终将闪亮	沪银	7012	7713	8211	6926	1.2%	17.1%	是	4月底5月初，随着美国最新出炉的非农数据降温，市场的紧张情绪有所缓和；白银基本面存在较大缺口，且预计光伏用银仍将对白银需求形成支撑；叠加本轮调整从技术面来看也已到位，预计白银具有较为可观的上行空间。
王露晨	20240604	7/17离场	【银河策略】宏观氛围转变 白银买入机会再现	沪银	8024	8733（前高）	8333	7560	5.8%	3.9%	否	宏观情绪边际转暖，美元破位下行，同时前期利多的基本面因素仍然有效，因此我们认为当前位置可以入场布局多单
王露晨	20240619	7/17离场	【银河策略】美联储降息交易下半场 关注黄金多头机会	沪金	551.34	580（前高）	585.84	544	1.3%	6.3%	否	近期美国宏观数据降温，市场对美联储9月的降息押注走高，宏。往后再看，市场对于美联储降息的交易进入下半场，在开启降息周期的大背景不变的前提下，我们认为在降息预期最终兑现之前，以黄金为代表的贵金属仍有上涨空间，叠加下半年美国大选的竞争将进入白热化阶段，国际宏观市场存在较高的不确定性，同样利多黄金。

(7月24日) 现在要考虑的问题:

1、铜在周期中的位置：上涨周期还是下跌周期

判断标准：经济周期，美国经济、中国经济、全球经济

2、铜的基本面：关键点是铜的供应

判断标准：铜矿供应和精铜供应

3、铜价近期关注的焦点。

判断标准：美元指数、美国股市、中国股市

■ 我们对了吗？

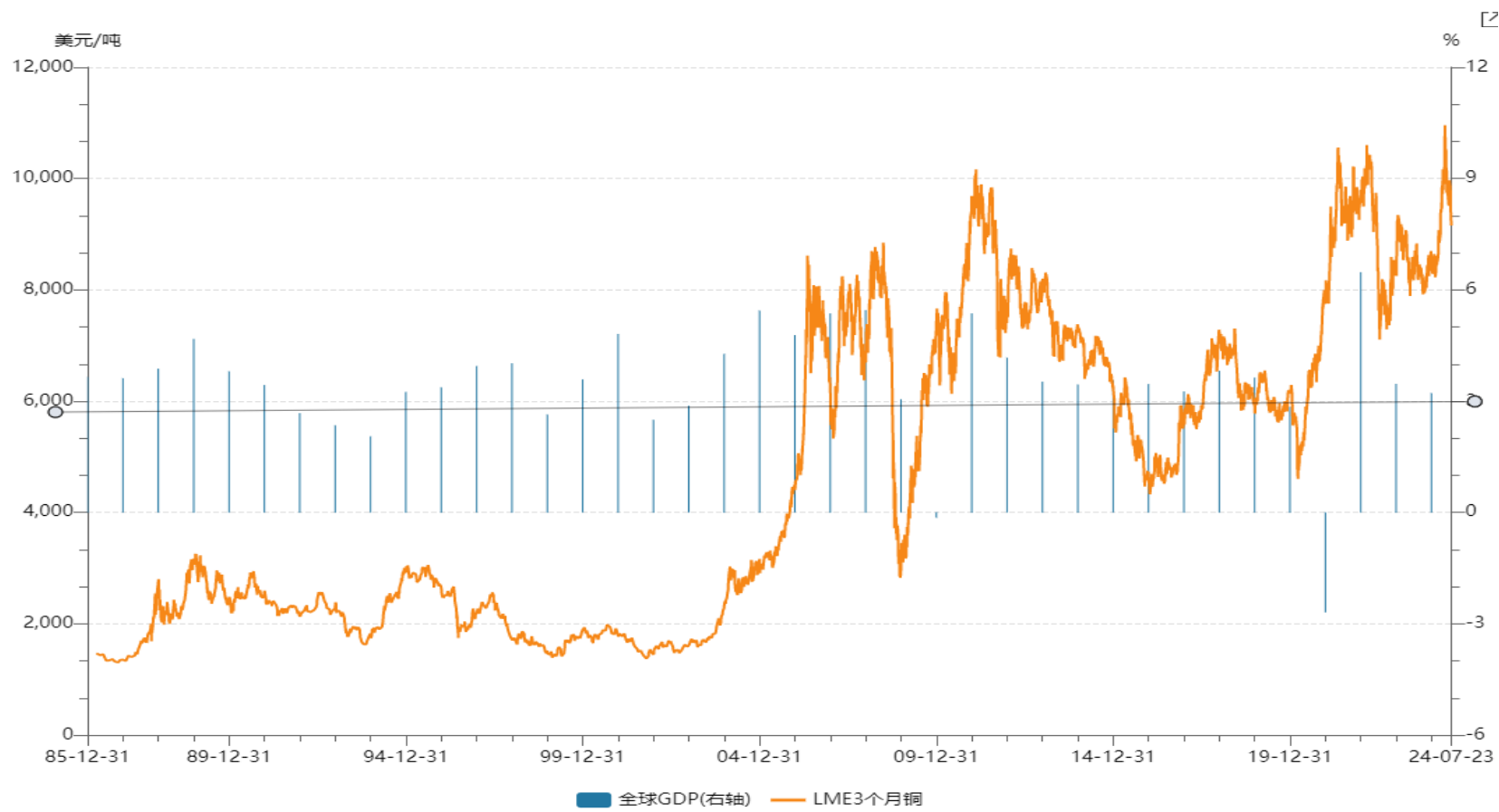
(8月7日) 现在要考虑的问题:

铜在周期中的位置： 上涨周期还是下跌周期

结论： 2022年下行周期的结尾

关注的焦点： 美国经济是否能软着陆

铜的周期就是全球经济周期



铜价进入上行周期的条件

正常经济周期:

经济进入强劲增长是铜价大涨的前提

非常规周期:

重大危机下的QE政策

当前:

现在这一次的周期跟以往都不一样,
(美联储主席鲍威尔)

周期时间:

8年

8年

7年

7年

8年

中国

6月30日 6月份中国PMI为49.5%，与上月持平，其中生产指数为50.6%，下降0.2%；新订单指数为49.5%，下降0.1%；原材料库存指数为47.6%，下降0.2个百分点。

6月份NPMI为50.5，比上月下降0.6，其中新订单指数为46.7%，下降0.2%，分行业看，建筑业新订单指数为44.1%，与上月持平；服务业新订单指数为47.1%，比上月下降0.3%

7月1日 6月财新PMI为51.8，上升0.1，连续八个月高于荣枯线，为2021年6月以来最高

7月3日 6月财新服务业PMI录得51.2，下降2.8，为2023年11月以来最低

7月10日 6月份，中国CPI同比上涨0.2%，涨幅比上月回落0.1个百分点；
6月份，中国PPI同比下降0.8%，降幅比上月收窄0.6个百分点

7月15日 上半年GDP同比增长5.0%，其中，一季度同比增长5.3%，二季度增长4.7%。

其中全国固定资产投资(不含农户)同比增长3.9%，前值为4.0%，其中，全国房地产开发投资同比下降10.1%，与前值持平。

1-6月份，社会消费品零售总额同比增长3.7%，除汽车以外，增长4.1%。6月份，同比增长2.0%，除汽车以外，增长3.0%。

7月1日 6月美国PMI降至48.5，5月为48.7，新订单分项指数从5月的45.4上升至49.3，生产分项指数从5月的50.2降至48.5，投入物价分项指数从5月的57.0降至52.1，为12月以来最低。就业分项指数在5月短暂反弹后下滑

美国5月营建支出月率下滑0.1%，预期增长0.1%，前值为下滑0.1%

7月3日 美国6月ISM非制造业PMI为48.8，预期为52.5，前值为53.8。

7月12日 7月密西根大学消费者信心指数初值降至66.0，经济学家预测为68.5，6月终值为68.2。

7月16日 美国6月零售销售月率持稳，预期为下滑0.3%，前值上扬0.10%。美国6月零售销售年率上扬2.3%，较前值持平。美国6月核心零售销售月率上扬0.4%，预期持稳，前值下滑0.10%。

美国7月NAHB房产市场指数为42，为2023年12月以来新低；预期为43，前值为43。

7月17日 美国6月营建许可总数为144.6万户，预期为139.5万户，前值为138.6万户。

美国6月新屋开工年化月率上扬3%，预期上扬1.80%，前值下滑5.50%。美国6月新屋开工年化总数为135.3万户，预期130.7万户，前值127.7万户

美国6月工业产出月率上扬0.6%，预期上扬0.30%，前值上扬0.90%。

美国6月制造业产出月率上扬0.4%，预期上扬0.2%，前值上扬0.90%。

7月22日 美国6月成屋销售年化月率下滑5.4%，预期为下滑2.7%，前值为下滑0.7%

7月24日 美国6月季调后新屋销售年化月率下滑0.6%，预期为上升3.4%，前值为下滑11.3%。美国6月季调后新屋销售年化月率录得21.7万户，为2023年11月以来新低

- 8月5日 美国7月季调后非农就业人口增加11.4万，预期为增加17.5万
- 美国7月失业率升至4.3%，预期为4.1%，上月为4.1%。
- 美国7月平均每小时工资月率增长0.2%，前值为增长0.3%，年率增长3.6%，预期为增长3.7%，前值由增长3.9%修正为增长3.8%。
- 。
- 8月8日美国截至8月3日当周初请失业金人数为23.3万，为7月6当周以来新低。上周为24.9万，市场预期为24万。
- 美国截至7月27日当周续请失业金人数为187.5万，上周为187.7万，市场预期为187万。
- 美国截至8月3日当周初请失业金人数四周均值为24.07万，市场预期为23.8万。
- 8月12日 纽约联储消费者预期调查显示，7月份一年期通胀预期为2.97%，略低于上月的3.02%；未来三年的通胀预期中值大幅下降0.66%，至2.3%，创下自2013年6月该调查开始以来的低点。
- 8月13日 美国7月最终需求生产者物价指数(PPI)较上年同期上升2.2%，前值为上升2.6%。较前月上升0.1%，值为上升0.2%。
- 美国7月扣除食品和能源的最终需求PPI较上年同期上升2.4%，前值为上升3.0%。较前月持平，前值为上升0.4%。
- 8月14日 美国7月CPI同比2.9%，低于预期与前值的3%，这也是美国CPI自2021年以来首次降至3%以下。7月核心CPI连续第四个月下降，且为2021年初以来的最低增速

- 8月1日 7月财新中国PMI录得49.8，较6月下降2个百分点，2023年11月以来首次低于荣枯线
- 8月5日 7月财新服务业PMI录得52.1，较6月回升0.9个百分点
- 8月12日 2024年7月社融存量增速回升至8.2%（前值8.1%），新增社融7708亿元，同比多增2342亿元。
- 8月13日 7月末，M2余额同比增长6.3%。M1同比下降6.6%。前七个月净投放现金5396亿元。M1增速延续回落，M2增速小幅改善，M2与M1的剪刀差进一步扩大至12.9%。

欧洲

8月1日 欧元区6月失业率为6.5%，预期及前值均为6.4%
欧元区7月HCOB制造业PMI终值为45.8，预期为45.6，前值为45.6

8月5日 欧元区6月PPI年率为下滑3.2%，市场此前预期为下滑3.3%，5月为下滑4.2%。月率为增长0.5%，市场此前预期为上升0.4%，5月为下滑0.2%。

欧元区8月Sentix投资者信心指数为-13.9，为连续第二个月下降，并跌至1月以来最低水平，市场此前预期为-8，7月为-7.3。欧元区8月Sentix预期指数从7月的1.5降至-8.8。

欧元区7月S&P Global综合PMI终值为50.2，预期为50.1，前值为50.1。
服务业PMI终值为51.9，预期为51.9，前值为51.9。

8月6日 欧元区6月零售销售月率为下滑0.3%，为2023年12月以来最大降幅，市场此前预期为下滑0.1%，5月为上升0.1%。
欧元区6月零售销售年率为下滑0.3%，市场此前预期为成长0.2%，5月为上升0.3%。

铜的周期就是全球经济周期



铜价进入上行周期的条件

正常经济周期:

经济进入强劲增长是铜价大涨的前提

非常规周期:

重大危机下的QE政策

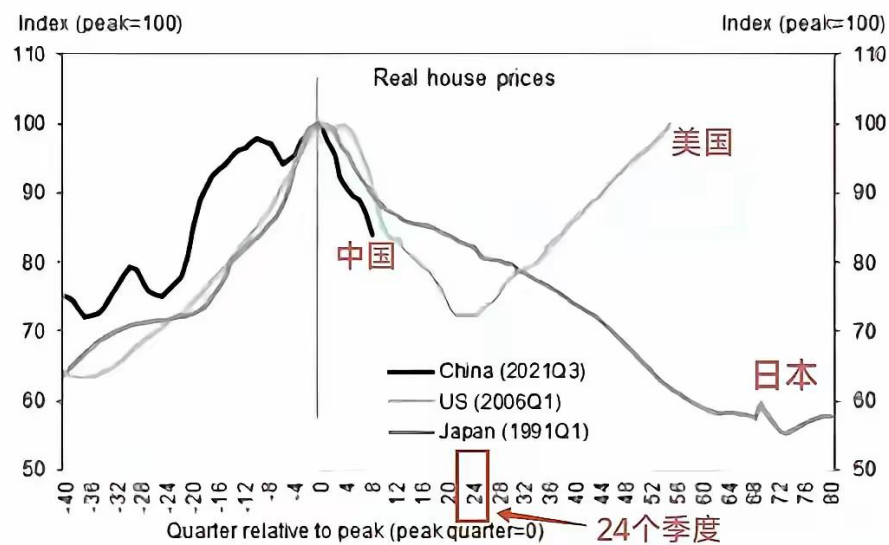
当前:

现在这一次的周期跟以往都不一样,
(美联储主席鲍威尔)



周期时间: 8年 8年 7年 7年 4.5年 6-8?

Exhibit 10 : Our derived measure of China real house prices has only declined by half as much as the US did during the 2006-12 downturn



Source: Haver Analytics, Wind, Goldman Sachs Global Investment Research

高盛预测中国房价见底时间

2017年10月17日 银河期货宏观策略部

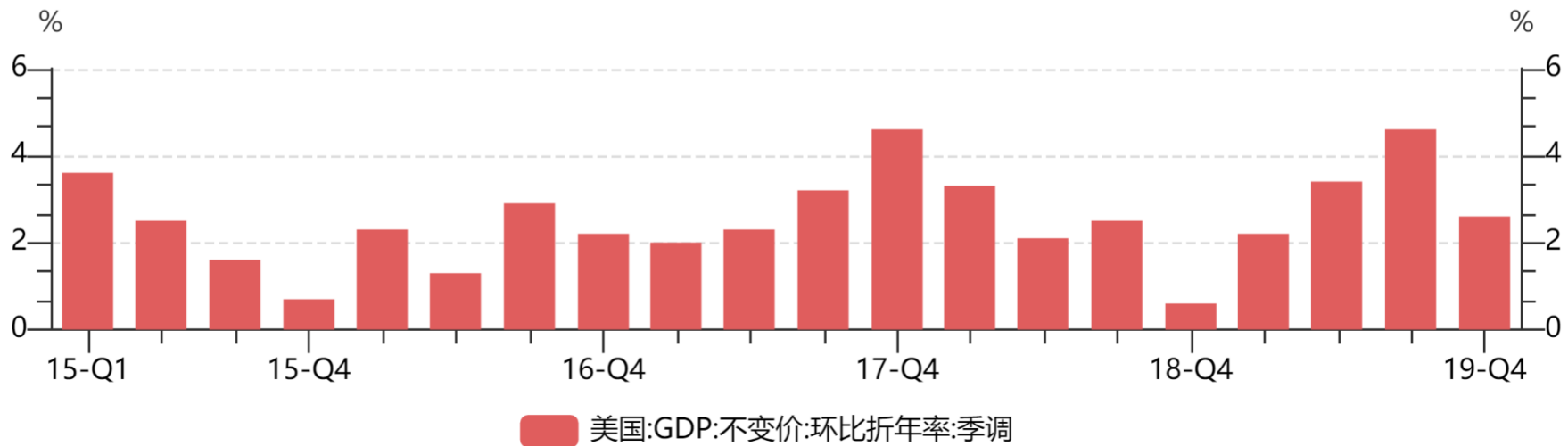
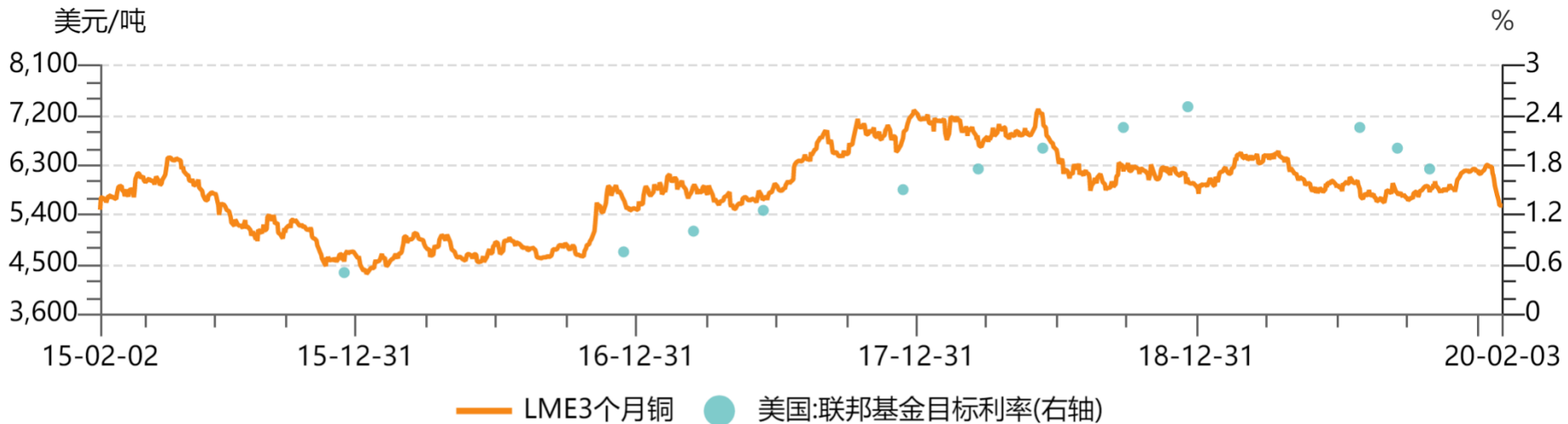
1994~1995年（格林斯潘）和2018~2019年（鲍威尔）加息停止后的迥异表现可以给我们提供借鉴。这两段都是加息停止后半年开启降息，经济未进入衰退。但哪段更为可比？对当前有何启示？

► **1994~1995年加息停止到降息开启的切换，美联储都掌握“主动权”。**1994年美联储多次加息，主要是受大宗商品价格上涨带来的通胀影响。美国经济于1995年开始放缓，虽然通胀还未回落至3%，但工业金属价格已见顶并快速回落；美联储选择在1995年2月加息50bp后的3月会议上就宣布停止加息。1995年4月美国失业率快速上升、5月制造业PMI首度回落至收缩区间，降息预期逐步升温，美联储也于1995年7月转为降息。

得益于此，1994年底美债利率即开始快速下行，抵消了风险溢价抬升，美股也自1994年末持续反弹并持续到降息阶段。与之相反，避险资产如黄金则震荡趋弱。

► 2018~2019年加息停止到降息的切换，则处处体现出“倒逼”的被动，2018年底市场大跌“倒逼”美联储改口不加息，2019年二季度衰退预期倒逼降息。2018年鲍威尔10月表示基准利率到达中性利率还有“一条很长的路”（a long way）[3]，紧缩预期再升温，诱发美股大跌、美债利率也见顶回落。2019年1月初，鲍威尔表示后续可能暂停加息[4]；虽然彼时盈利仍在下修且3m10s利差继续收窄，但估值修复支撑美股触底反弹（风险溢价收窄）。2019年中，3m10s利差倒挂，衰退预期升温，美债利率进一步回落，但美股跌幅有限。黄金在上述两段美股下跌期间均有不错表现，但停止加息后至衰退预期升温前反而基本持平。







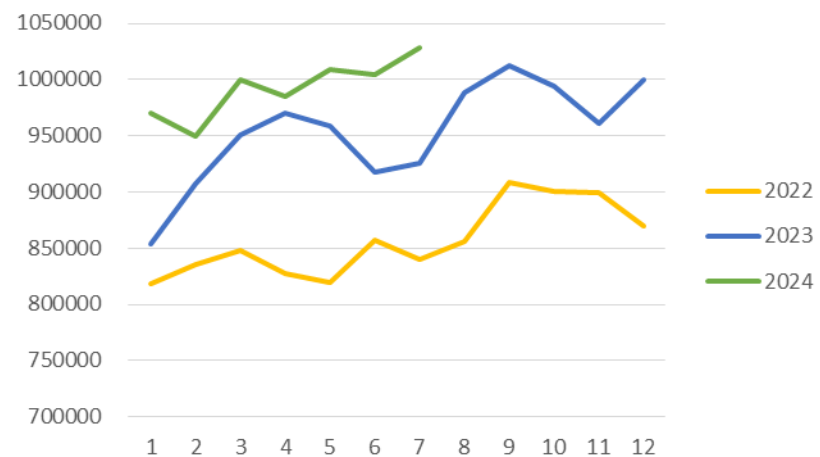




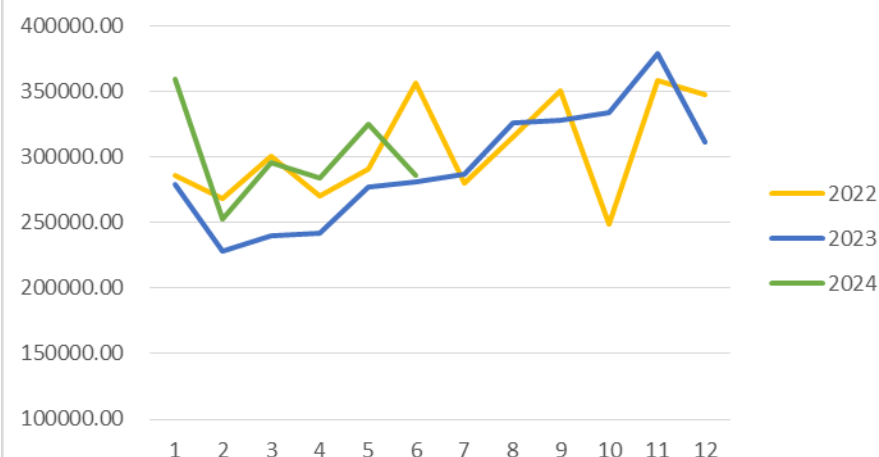




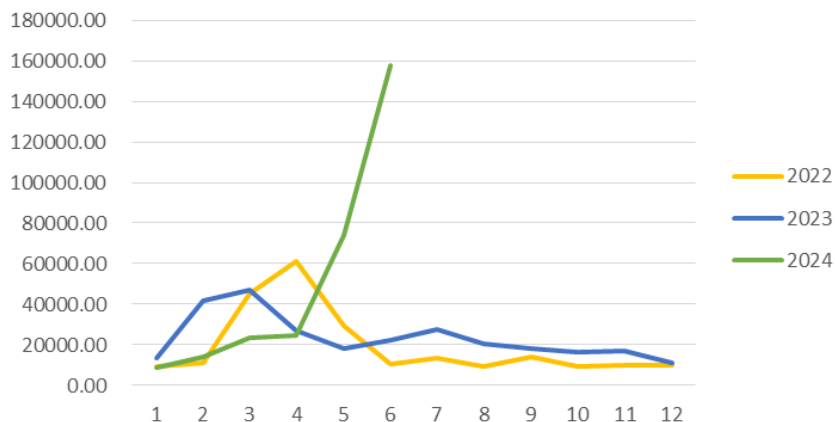
SMM中国精铜产量



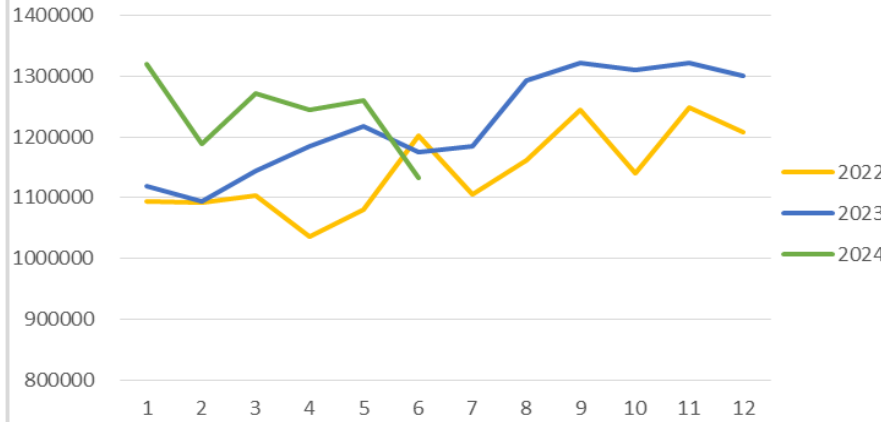
精铜进口



精铜出口



精铜总供应



Wind	电源基本建	电网投资	固定资产投	房屋竣工	空调	汽车	集成电路	其它	
指标名称	电源基本建	电网基本建	固定资产投	房屋竣工	产量:空调	产量:汽车	产量:集成	其它	铜消费增幅
频率	月	月	月	月	月	月	月		
2022-12	22.80	2.00	5.10	-15.00	1.80	3.40	-11.60	1.00	2.40
2023-02	43.60	2.20	5.50	8.00	10.80	-14.00	-17.00	1.00	5.44
2023-03	55.20	7.50	5.10	14.70	12.60	-5.10	-14.80	1.00	7.63
2023-04	53.60	10.30	4.70	18.80	12.20	4.30	-10.30	1.00	9.47
2023-05	62.50	10.80	4.00	19.60	14.20	7.10	0.10	1.00	11.94
2023-06	53.80	7.80	3.80	19.00	16.60	6.10	-3.00	1.00	10.52
2023-07	54.40	10.40	3.40	20.50	17.90	4.50	-3.90	1.00	10.83
2023-08	46.60	1.40	3.20	19.20	16.50	4.80	-1.40	1.00	9.14
2023-09	41.10	4.20	3.10	19.80	13.70	4.60	-2.50	1.00	8.51
2023-10	43.70	6.30	2.90	19.00	12.40	4.90	0.90	1.00	9.12
2023-11	39.60	5.90	2.90	17.90	12.60	6.80	3.70	1.00	9.05
2023-12	30.10	5.40	3.00	17.00	13.50	9.30	6.90	1.00	8.63
2024-02	8.30	2.30	4.20	-20.20	18.80	4.40	16.50	1.00	3.54
2024-03	7.70	14.70	4.50	-20.70	16.50	5.30	40.00	1.00	6.91
2024-04	5.20	24.90	4.20	-20.40	17.60	7.70	37.20	1.00	7.75
2024-05	6.50	21.60	4.00	-20.10	16.70	6.60	32.70	1.00	6.91
2024-06	2.50	23.70	3.90	-21.80	13.80	5.70	28.90	1.00	5.78

累计								
万千瓦	风电新增	增幅	光伏新增	增幅	光伏用铜	增幅	风电用铜	
Wind								
指标名称	发电新增	发电新增	发电新增	发电新增	设备容量:太阳能	累计值:同比		
2023-04	1,420.00	48.23	4,831.00	186.20	14.493	6.674	21.167	121.26%
2023-05	1,636.00	51.20	6,121.00	158.16	18.363	7.6892	26.0522	113.57%
2023-06	2,299.00	77.67	7,842.00	153.95	23.526	10.8053	34.3313	123.72%
2023-07	2,631.00	76.22	9,716.00	157.51	29.148	12.3657	41.5137	126.40%
2023-08	2,892.00	79.18	11,316.00	154.46	33.948	13.5924	47.5404	127.17%
2023-09	3,348.00	74.01	12,894.00	145.13	38.682	15.7356	54.4176	119.22%
2023-10	3,731.00	76.49	14,256.00	144.78	42.768	17.5357	60.3037	120.02%
2023-11	4,139.00	83.79	16,388.00	149.40	49.164	19.4533	68.6173	126.48%
2023-12	7,566.00	96.00	21,602.00	147.13	64.806	35.5602	100.3662	128.58%
2024-02	989.00	69.35	3,672.00	80.27	11.016	4.6483	15.6643	76.88%
2024-03	1,550.00	49.04	4,574.00	35.89	13.722	7.285	21.007	40.18%
2024-04	1,684.00	18.59	6,011.00	24.43	18.033	7.9148	25.9478	22.59%
2024-05	1,976.00	20.78	7,915.00	29.31	23.745	9.2872	33.0322	26.79%
2024-06	2,584.00	12.40	10,248.00	30.68	30.744	12.1448	42.8888	24.93%

	零售	累计	当月比	累计比
Wind				
指标名称	中国:零售销量	中国:零售销量	中国:零售销量	中国:零售销量
频率	月	月	月	月
2023-07	641,005.00	3,725,139.00	31.90	36.20
2023-08	716,335.00	4,441,474.00	34.50	36.00
2023-09	746,305.00	5,187,779.00	22.10	33.80
2023-10	771,797.00	5,967,850.00	38.50	34.60
2023-11	840,500.00	6,808,350.00	39.80	35.20
2023-12	947,347.00	7,742,464.00	47.80	36.40
2024-01	667,653.00	667,653.00	101.80	101.80
2024-02	388,294.00	1,059,835.00	-11.60	37.60
2024-03	714,234.00	1,774,069.00	30.50	34.70
2024-04	677,044.00	2,451,173.00	29.00	33.00
2024-05	804,598.00	3,255,771.00	38.70	34.40
2024-06	856,826.00	4,112,597.00	28.80	33.20
2024-07	878,000.00	4,988,000.00	36.90	33.70

	全球EV总销量	同比	累计	同比
指标名称	全球新能源汽车总销量	全球新能源汽车总销量	全球新能源汽车总销量	全球新能源汽车总销量
频率	月	月	累计	同比
2023/5/31	1105194.00	54.00	4602510.00	39.30%
2023/6/30	1212517.00	34.00	5815027.00	38.28%
2023/7/31	1108115.00	31.00	6923142.00	37.07%
2023/8/31	1209727.00	32.00	8132869.00	36.33%
2023/9/30	1287790.00	22.00	9420659.00	34.23%
2023/10/31	1313480.00	29.00	10734139.00	33.57%
2023/11/30	1430952.00	25.00	12165091.00	32.46%
2023/12/31	1565966	20	13731057.00	31.09%
2024/1/31	1029365	58	1029365.00	57.71%
2024/2/29	779409	-7	1808774.00	21.58%
2024/3/31	1273336	21	3082110.00	21.22%
2024/4/30	1150137	20.46	4232247.00	21.01%
2024/5/31	1282765	16.07	5515012.00	19.83%
2024/6/30	1435951	18.43	6950963.00	19.53%

■ 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

■ 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。



车红云 大宗商品研究所 副所长

电话：010-68569793

手机：13611212452

电邮：chehongyun@chinastock.com.cn

北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

Floor31,IFC Tower,8jianguomenwai Street,Beijing PR.China(100022)

上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

28th Floor, No.501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China

致謝



银河期货微信公众号



下载银河期货APP