

ITG 国贸期货

大宗  
商品

# 研究报告

国贸期货研究院出品

有色金属

研究  
中心

2023. 5. 22-5. 28

资讯周报



## 一、【贵金属】债务上限谈判和 6 月是否加息仍是影响贵金属走势的短期主线

**观点：短期：贵金属料以偏强震荡为主。长期：维持看涨观点不变，建议调整后可逢低做多。**

**逻辑：**（1）上周（5.15-5.19），美国债务上限问题谈判取得进展，降低债务违约风险，避险需求降温，加上美联储官员鹰派称对 6 月继续加息持开放态度，美国周度申请失业金人数大幅回落表明美国就业市场韧性，导致美联储 6 月加息概率升至 40%，使得美元指数、美债收益率反弹，贵金属价格因此承压下跌，金价创 6 周新低，银价创 7 周新低。期间，人民币汇率大幅贬值跌破 7.06 关口，创 2022 年 12 月以来新低，则使得国内金银价格跌幅小于外盘。但周五晚间，美国债务上限谈判再度遇阻，共和党谈判员退场，使得避险情绪再度升温，加上美联储主席鲍威尔称基于，鉴于信贷压力，可能无需加息至那么高的水平，缓解 6 月再度加息的压力，提振贵金属价格反弹。此外，中国外汇市场指导委员会发声，人民币汇率由跌转涨，单边贬值趋势暂告一段落，国内金价支撑削弱，整体表现不及外盘。

（2）展望后市，美国债务上限谈判反复和美联储 6 月加息预期反复等因素料仍是影响贵金属市场的主线。我们预计美国债务最终不会违约，美联储 6 月也大概率会暂停加息，故贵金属价格或偏强震荡为主。

（3）长期而言，美联储未来暂停加息是较为确定的事件，且四季度美联储存有降息可能，因此美联储货币政策即将转向宽松，加上美国经济衰退风险加大、美国实际利率或再度转为下行、全球金融市场和地缘局势不稳定性提升、全球央行买盘强劲等，都将长期支撑黄金的配置价值，因此我们对贵金属价格维持长线看涨观点不变，建议以做多为主。个人观点，仅供参考。

**风险点：**美联储维持高利率水平更久、美联储降息时间和幅度晚于市场预期、美国经济韧性较强等。个人意见，仅供参考。

## 二、【金属铜】美国债务上限谈判陷僵局，铜价低位运行

**观点：近期铜价大跌后，下游接货情绪有所好转，支撑价格出现反弹。但美国债务上限谈判陷入僵局，叠加中国经济复苏斜率放缓，预计短期市场情绪仍偏谨慎，铜价反弹幅度受限。此外，随着国内铜库存持续下滑，沪铜正套仍可滚动持有。**

**逻辑：**1、**中国经济数据偏弱，复苏斜率放缓：**中国 4 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%，预期 20.2%，前值 10.6%；1-4 月社会消费品零售总额同比增长 8.5%，预期 8.2%，前值 5.8%；中国 4 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，预期 10.9%，前值 3.9%。1-4 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%，预期 4.9%，前值 3.0%；中国 1-4 月城镇固定资产投资同比增 4.7%，预期 5.7%，前值 5.1%；中国 1-4 月全国房地产开发投资-6.2%，预期 -5.7%，前值 -5.8%。

2、**美国债务上限谈判僵持：**美国共和党领袖、众议院议长麦卡锡的债务上限谈判代表在周五早上与白宫代表的闭门会议开始后不久便突然离开。共和党代表 Garret Graves 说，谈判处于“暂停”状态，他不知道谈判代表们是否会在周五或周末再次会面。截至 5 月 18 日，美国财政部的现金余额降至 573 亿美元，

这低于一天前的 683 亿美元和上周末的 1400 亿美元。

**3、美联储主席释放暂停加息信号：**虽然强调抗击通胀的必要性，鲍威尔还是发表鸽派信号称，自己倾向于支持 6 月暂不加息，而且银行业危机导致的信贷条件收紧，可能意味着美联储峰值利率将低于预期；FOMC 尚未就货币政策应进一步收紧多少而作出决定。

4、基本面方面，近期随着铜价回落，铜精废价差缩窄，精铜消费明显向好，国内铜现货货源趋紧，现货升水大幅走扩，但随着进口窗口打开，保税货源有望流入缓解国内铜现货偏紧局面。此外，随着国内铜库存持续下滑，沪铜正套仍可滚动持有。

**风险关注：海外经济衰退风险、国内经济复苏进展、铜库存变化**

### 三、【金属锌】宏观利空，锌价下行大势不改

**观点：锌价下行大势不改，逢高做空。**

**逻辑：**1、宏观方面，美国财长耶伦表示，如果未能提高债务上限，美国最早将于 6 月 1 日出现债务违约；当前债务上限下采取的非常规措施最早可能在 6 月 1 日耗尽。本周内外盘锌价走势小幅分化，内盘锌价上涨 0.7%，LME 锌价跌 31 美元/吨，跌幅 1.22%；

2、原料供应端，国内锌锭冶炼厂原料库存在 22 天左右，仍高于去年同期。库存方面，截止至 2023 年 5 月 18 日，精炼锌社会库存总计 10.36 万吨，较上周减少 0.44 万吨。冶炼端，SMM4 月精炼锌产量 54 万吨，预计 5 月产量 55.98 万吨。消费端，镀锌消费连续四周走弱，产能利用率为 62.36%，较上周下降 0.89%；

3、短期锌价超跌存在一定反弹动力，但宏观金融环境难以快速转好，反弹之后锌价仍将偏弱运行。锌价基本面压力来自海外供给端的逐步复产以及国内冶炼供给端增产预期，二季度 LME 锌价可能下探至 2400 美元附近。策略方面，逢高做空。

**风险关注点：地缘局势，欧洲能源问题，仓单库存**

### 四、【金属镍】宏观不确定性仍存，镍价弱勢震荡

**观点：操作上建议观望，短线操作，关注 16 万附近支撑，后续维持反弹空思路，注意防范市场风险！**

**逻辑：宏观方面：**1、鲍威尔表态偏鸽，支持 6 月暂不加息，而美国债务上限谈判仍有不确定性，后续关注美联储货币政策路径指引、美国债务上限问题如何收场以及美国经济数据表现。国内方面，中国 4 月经济数据表现不及预期，尤其是房地产投资在低基数环境下同比降幅继续扩大，市场对中国经济复苏预期走弱，避险情绪有所回升。

**基本面：**1、LME 镍库存仍在低位，LME 镍 0-3M 贴水走扩，纯镍进口窗口偶有打开，近期俄镍到货增加，随着国内外精炼镍项目陆续投产，后续纯镍供应紧张格局将逐步缓解，关注硫酸镍与纯镍价差变化。2、镍矿方面，本周镍矿价格持稳，镍铁价格松动下游刚需回落，港口库存小幅去库，而矿山挺价意愿较强，矿价近期持稳为主。3、镍铁方面，本周高镍铁均价小幅回落至 1120 元/镍点，国内镍铁价格有所松动，钢厂采购偏谨慎，汇率变动后铁厂成本压力渐显。4、不锈钢方面，本周钢价震荡偏弱，原料支撑有所减弱，

钢厂 5 月排产增加，但市场信心不足，下游拿货谨慎。本周不锈钢两地库存去化速度放缓，终端需求恢复仍缓慢，后续供应压力较大，观察市场到货增加后两地库存的去化情况。5、新能源方面，新能源汽车产销增速放缓，硫酸镍需求持稳，镍豆经济性仍不佳。

**风险关注：**宏观消息，印尼菲律宾政策变化，镍库存变化，下游需求

研究报告内容不代表协会观点  
仅供交流使用 不构成任何投资建议

# 目 录

<b>【贵金属】债务上限谈判和 6 月是否加息仍是影响贵金属走势的短期主线</b>	<b>6</b>
<b>【铜】美国债务上限谈判陷僵局,铜价低位运行</b>	<b>16</b>
<b>【锌】宏观利空, 锌价下行大势不改</b>	<b>24</b>
<b>【镍】宏观不确定性仍存, 镍价弱势震荡</b>	<b>33</b>

研究报告内容不代表协会观点  
仅供交流使用 不构成任何投资建议

## 债务上限谈判和 6 月是否加息仍是影响贵金属走势的短期主线

### 观点

短期：贵金属料以偏强震荡为主。

长期：维持看涨观点不变，建议调整后可逢低做多。

### 核心逻辑

(1) 上周(5.15-5.19)，美国债务上限问题谈判取得进展，降低债务违约风险，避险需求降温，加上美联储官员鹰派称对 6 月继续加息持开放态度，美国周度申请失业金人数大幅回落表明美国就业市场韧性，导致美联储 6 月加息概率升至 40%，使得美元指数、美债收益率反弹，贵金属价格因此承压下跌，金价创 6 周新低，银价创 7 周新低。期间，人民币汇率大幅贬值跌破 7.06 关口，创 2022 年 12 月以来新低，则使得国内金银价格跌幅小于外盘。但周五晚间，美国债务上限谈判再度遇阻，共和党谈判员退场，使得避险情绪再度升温，加上美联储主席鲍威尔称基于，鉴于信贷压力，可能无需加息至那么高的水平，缓解 6 月再度加息的压力，提振贵金属价格反弹。此外，中国外汇市场指导委员会发声，人民币汇率由跌转涨，单边贬值趋势暂告一段落，国内金价支撑削弱，整体表现不及外盘。

(2) 展望后市，美国债务上限谈判反复和美联储 6 月加息预期反复等因素料仍是影响贵金属市场的主线。我们预计美国债务最终不会违约，美联储 6 月也大概率会暂停加息，故贵金属价格或偏强震荡为主。

(3) 长期而言，美联储未来暂停加息是较为确定的事件，且四季度美联储存有降息可能，因此美联储货币政策即将转向宽松，加上美国经济衰退风险加大、美国实际利率或再度转为下行、全球金融市场和地缘局势不稳定性提升、全球央行买盘强劲等，都将长期支撑黄金的配置价值，因此我们对贵金属价格维持长线看涨观点不变，建议以做多为主。个人观点，仅供参考。

**风险点：**美联储维持高利率水平更久、美联储降息时间和幅度晚于市场预期、美国经济韧性较强等。个人意见，仅供参考。

贵金属·周度报告

2023 年 5 月 21 日 星期日

国贸期货·研究院

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

## 一、行情回顾

上周(5.15-5.19)，美国债务上限问题谈判取得进展，降低债务违约风险，避险需求降温，加上美联储官员鹰派称对6月继续加息持开放态度，美国周度申请失业金人数大幅回落表明美国就业市场韧性，导致美联储6月加息概率升至40%，使得美元指数、美债收益率反弹，贵金属价格因此承压下跌，金价创6周新低，银价创7周新低。期间，人民币汇率大幅贬值跌破7.06关口，创2022年12月以来新低，则使得国内金银价格跌幅小于外盘。但周五晚间，美国债务上限谈判再度遇阻，共和党谈判员退场，使得避险情绪再度升温，加上美联储主席鲍威尔称基于，鉴于信贷压力，可能无需加息至那么高的水平，缓解6月再度加息的压力，提振贵金属价格反弹。此外，中国外汇市场指导委员会发声，人民币汇率由跌转涨，单边贬值趋势暂告一段落，国内金价支撑削弱，整体表现不及外盘。

**外盘:**伦敦现货黄金周跌1.67%至1977.08美元/盎司，高位触及2022.114美元/盎司，低位触及1951.5美元/盎司，创4月3日以来新低；伦敦现货白银周跌0.49%至23.845美元/盎司，高位触及24.207美元/盎司，低位触及23.3美元/盎司，创3月3日以来新低。

**内盘:**沪金主力合约周跌1.23%至447.62元/克，高位触及454.68元/克，低位触及446.1元/克，创4月28日以来新低；沪银主力合约周跌1.4%至5435元/千克，高位触及5491元/千克，低位触及5363元/千克，创4月4日以来新低。

图表1: 伦敦现货黄金价格走势图



图表2: 伦敦现货白银价格走势图



图表3: 沪金主力价格走势图

图表4: 沪银主力价格走势图



数据来源: wind

## 二、影响因素分析

### (1) 避险需求持续存在和全球央行强劲买盘，将长期支撑黄金价格

**美国白宫与国会的债务上限谈判取得一定进展，但仍存反复风险：**美国众议院议长麦卡锡在北京时间5月17日晚表示：将确保完成债务协议的工作，最终我们不会出现债务违约，债务谈判中不会讨论税收问题。美国国会参议院多数党领袖舒默也表示：17日举行的债务上限谈判向前迈出了坚实的一步，希望债务上限协议能尽快达成。5月18日，美国国会众议院议长麦卡锡再次表态，称预计债务上限协议将在下周交付众议院表决，谈判正在围绕着削减支出以及提高债务上限进行，当前仍有许多工作要做，当前的处境比一周之前已经好了许多。但随后美国众议院金融服务委员会主席 McHenry 称，美国债务谈判尚未接近达成协议。据路透报道，美国白宫与共和党谈判代表周五（19日）就提高债务上限谈判中途骤然暂停；随后第二次会议谈判结束后，双方均未提及任何进展，据报道，债务上限僵局集中在2024年的支出水平上，白宫也承认存在实质性分歧。彭博援引知情人士称，谈判代表们计划周六（20日）再次会面。

**美债长短端收益率仍持续倒挂，尤其是10Y-3M利差倒挂幅度再创记录新高：**2/10年期美债收益率自2022年7月6日以来开始倒挂，持续时间已超10个月，截至5月19日，倒挂幅度为58bp。美联储最关注的3M/10Y期的美债收益率也从10月18日开始持续倒挂，持续时间超过6个月，截至5月19日，倒挂幅度为159bp，自记录高位回落。

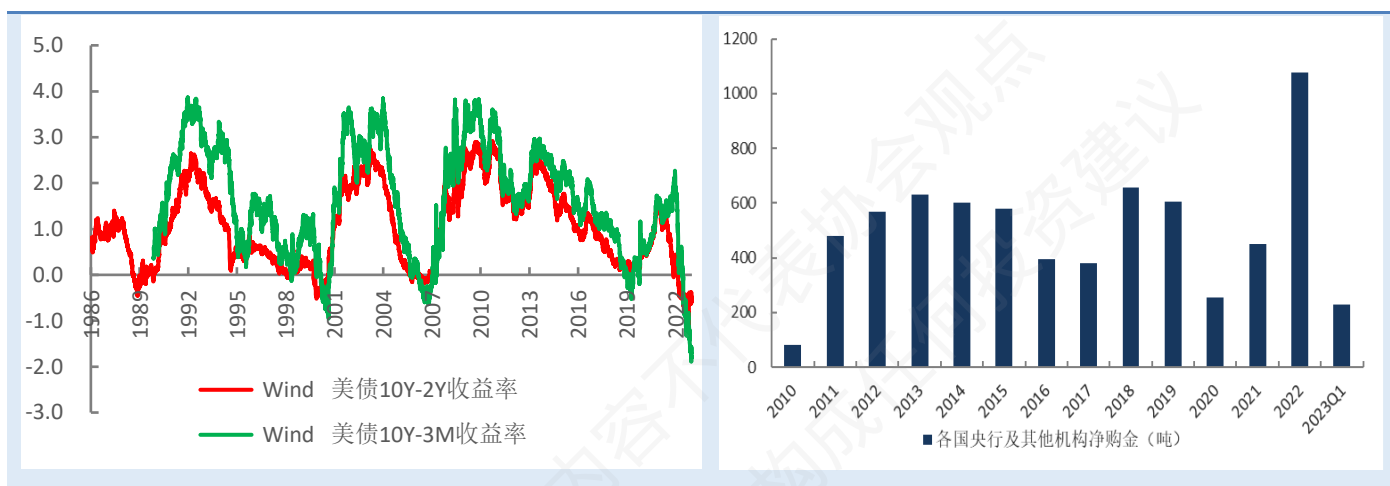
**全球央行维持强劲购金，为金价长期上行提供坚实的基础：**根据世界黄金协会，一季度，全球央行的购金需求大幅增长，多国央行仍然热衷于购买黄金，令全球官方黄金储备增加228吨。截至2023年4月，2023年4月，中国人民银行增加黄金储备8.09吨至2068.38吨，为连续第6个月增加黄金储备，此期间

共增持约 128 吨黄金。截至 2023 年 3 月，印度央行的黄金储备升至 794.64 吨，创历史新高。风险点在于：从基本面来看，二季度是黄金消费的传统淡季，以及在当前高金价下，畏高情绪或进一步打压国内黄金的消费，央行的购金速度或可能放缓。

综上，虽然当前美国债务违约风险降低，使得短期避险需求降温，但我们认为其仍存有反复风险，加上全球金融市场和地缘局势的不确定性仍较高，美国经济衰退风险增加，因此市场避险需求仍会保持高位，叠加全球央行强劲买盘，都将长期支撑黄金的配置价值。

图表5：美债长短端利差倒挂仍持续，本周幅度小幅扩大

图表6：全球央行创史上最强劲购金季



数据来源：wind和世界黄金协会

## (2) 美联储暂停加息相对确定，但降息不确定性，整体仍支撑贵金属

美联储加息情况：2022 年 3 月加息 25bp——5 月加息 50bp——6 月加息 75bp——7 月加息 75bp——9 月加息 75bp——11 月加息 75bp-12 月加息 50bp——2023 年 2 月加息 25bp——2023 年 3 月加息 25bp——2023 年 5 月加息 25bp，令基准的联邦基金利率升至 5.0%-5.25%目标区间，为 2007 年 9 月、即金融危机爆发前夕以来的最高水平。这是美联储自去年 3 月以来连续第十次加息，累计加息幅度为 500 个基点。

美联储官员鹰派发声增多使得 6 月加息概率上升至 40%：美国克利夫兰联储主席梅斯特（2025 年 FOMC 票委）：数据显示我们的利率没有达到足够限制性的水平。需要看到更多证据表明通胀正在下降，美联储需要坚持其遏制通胀的措施。里士满联储主席 Barkin：对美联储 6 月份的行动持开放态度。但同时指出，他仍希望获得明确的信号显示高通胀已经被击败。如果需要，他也会支持进一步加息。美国达拉斯联储主

席 Logan：当前的数据没有提供停下（加息）脚步的理由。通胀过高，恢复物价稳定至关重要。对 6 月加息持开放态度。

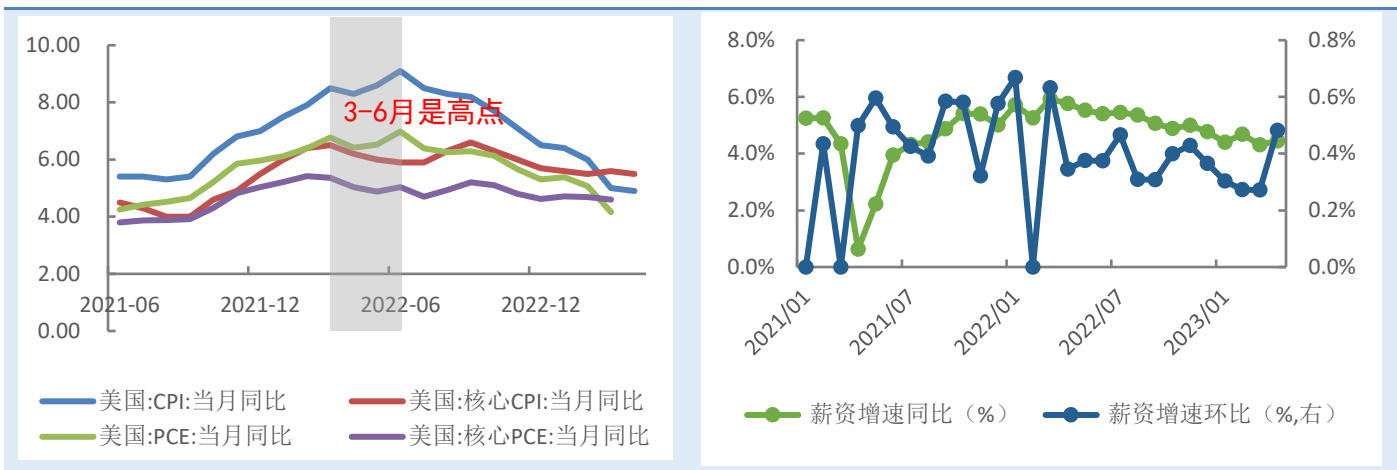
但也有部分官员不支持继续加息，尤其是美联储主席鲍威尔周五晚间讲话暗示 6 月将暂停加息：美国亚特兰大联储主席 Bostic：美联储在抗击通胀过程中取得良好进展，当前可以暂停加息。不认同市场对于美国通胀回落速度的看法，预计在 2024 年之前不会降息。联储威廉姆斯：通胀仍过高，但已开始回落。美联储 Goolsbee：尚未决定 6 月是否加息，需观察更多数据。美联储主席鲍威尔表示，美国通胀远远高于 2% 目标，强调让通胀重返目标 2% 的承诺。但也指出，鉴于信贷压力可能对经济增长、就业和通胀造成的负面影响，可能无需（继续）加息至那么高的水平就能成功打压通胀。美联储在收紧货币政策方面已取得长足进步，政策立场现在是对经济增长具有限制性的。做太多与做太少的风险正变得更加平衡。我们面临着迄今为止收紧政策的效应滞后，以及近期银行业压力导致的信贷收紧程度等多重不确定性。有鉴于此，美联储有能力观察更多数据和未来前景的演变，然后再决定可能需要提高多少利率。FOMC 尚未就货币政策应进一步收紧多少而作出决定。

虽然近期美联储官员就 6 月是否加息持开放态度，令市场对美联储 6 月继续加息预期攀升至 40%，使得贵金属承压。但综合 5 月的会议纪要和美国经济是数据的参差不齐，我们认为美联储 6 月进入暂停加息阶段是较为确定的。此外，在高基数效应下二季度 CPI 或延续回落，高利率和银行业危机对经济的负面影响也将逐步体现，我们预计 2023 年四季度美联储仍有降息的可能。但需要注意，就业市场维持紧俏、薪资增速持续增长、消费支出尚可、核心通胀和长期通胀粘性都较强，均表明美国通胀风险未除，故我们预计美国降息的时间和力度都将低于市场预期，这是需要警惕的风险。

对于贵金属市场而言，美联储货币政策即将转向宽松将使得贵金属资产长期受益。在这一过程中，美国名义利率大概率缓慢震荡下行，但通胀率回落的兑现将令通胀预期逐步企稳，从而限制实际利率的上方空间，且未来一旦基本确定美联储降息时间路径，不排除美国实际利率再度转为下行态势的可能，伴随着黄金多头情绪仍在不断积累，我们维持长期贵金属价格看涨观点不变，我们认为金价在触及历史新高后仍有继续上行的空间。

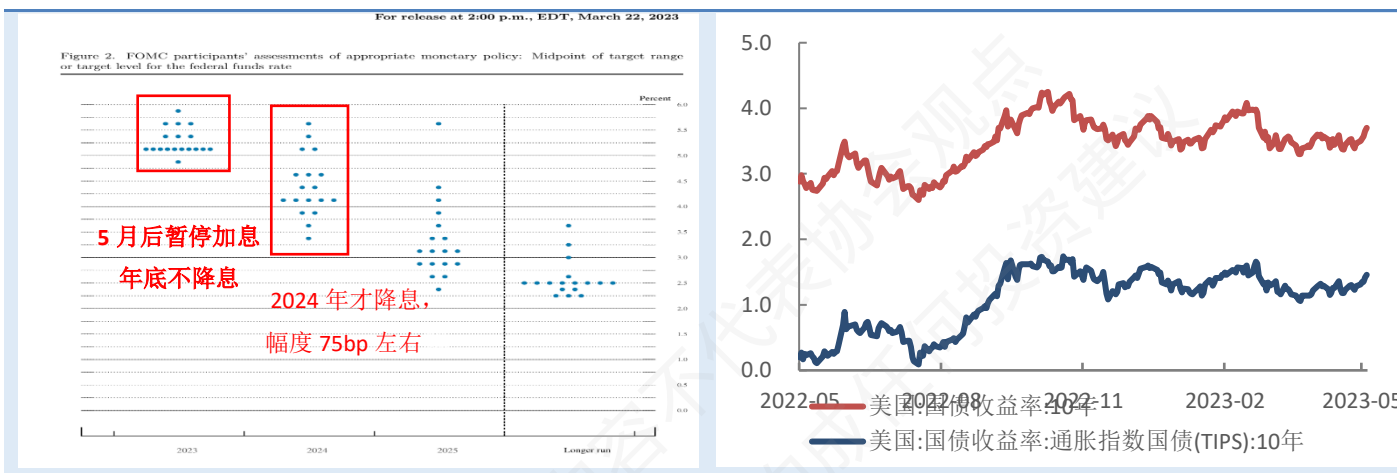
图表5：美国通胀回落，但核心通胀粘性仍较强

图表6：美国4月薪资增速继续增长



图表7：美联储3月点阵图5月后暂停加息，但年内不降息

图表8：美国名义利率、实际利率小幅走高



数据来源：WIND

### (3) 美元指数反弹，压制贵金属价格

上周（5.15-5.19），美国债务上限谈判取得一定进展、美联储官员鹰声增多称对6月加息持开放态度，加上美国经济数据韧性尚可，支持美元指数反弹至3月20日以来新高；但由于债务谈判再度受阻，美联储主席鲍威尔发表鸽派讲话，令美元指数回落，终美元指数周涨0.48%至103.1957，整体压制贵金属。展望后市，劳动力市场维持韧性，美国核心通胀粘性强于预期，美联储和市场在降息时间节奏仍有分歧或使得美元指数在100关口附近仍存在支撑，或仍可能对贵金属价格造成阶段性利空。但长期在美国经济下行压力加剧、欧/英央行加息暂停节点晚于美联储、美国债务问题等因素影响下，美元指数支撑将不断被削弱，将长期支撑贵金属。

**零售销售数据维持增长表明消费支出稳定：**美国4月零售销售环比增长0.4%，预期增长0.8%，前值由下降1%修正为下降0.7%。数据显示，美国零售销售增幅虽然不及预期，但仍录得增长，表明美国消费者支出稳定，4月份零售销售上升也表明失业率低、薪资增长稳定在支撑商品需求。

**申请失业金人数下降, 裁员影响削弱:** 美国 5 月 13 日当周首次申请失业救济人数下降 2.2 万人至 24.2 万人, 降幅创 2021 年以来最大。美国 5 月 6 日当周续请失业救济人数 179.9 万人, 低于预期。

**4 月工业数据尚可, 但 5 月表现不佳:** 美国 4 月工业产出环比增加 0.5%, 4 月制造业产出环比增加 1%, 均高于预期。美国 5 月纽约联储制造业指数-31.8, 预期-4, 创下逾三年最大跌幅, 主要是因订单和出货量急剧萎缩。

**美国房地产市场新开工较好, 但销售不佳:** 美国 4 月新屋开工环比增加 2.2%至 140.1 万户, 高于预期; 美国 4 月营建许可环比下降 1.5%至 141.6 万户, 低于预期。美国 4 月成屋销售环比下降 3.4%至 428 万户, 低于预期。

**欧央行 5 月开始放缓加息, 但基调偏鹰派, 预计欧央行暂停加息节点或晚于美联储。**

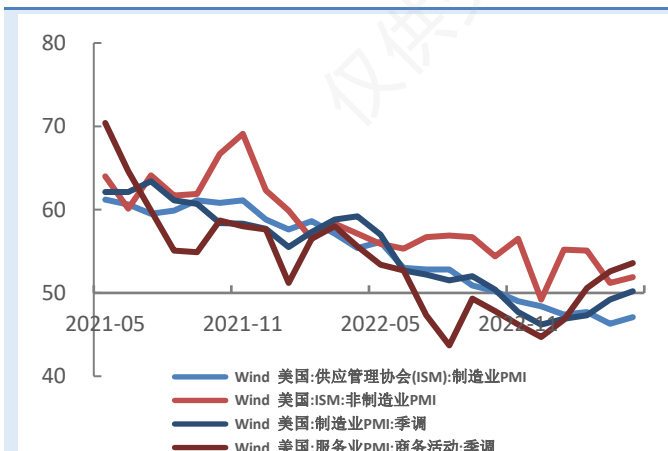
图表10: 美元指数反弹, 压制贵金属



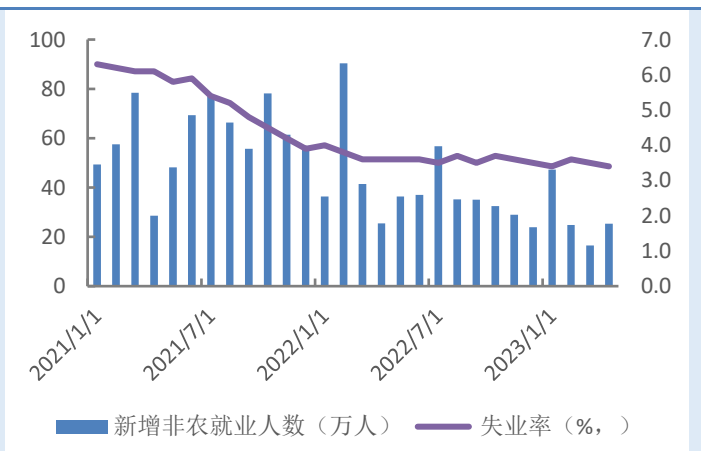
图表11: 初请大幅下降, 美国劳动力市场韧性较强



图表12: 美国4月制造业PMI连续6个月萎缩



图表13: 美国4月非农高于预期, 失业率意外走低



数据来源: wind

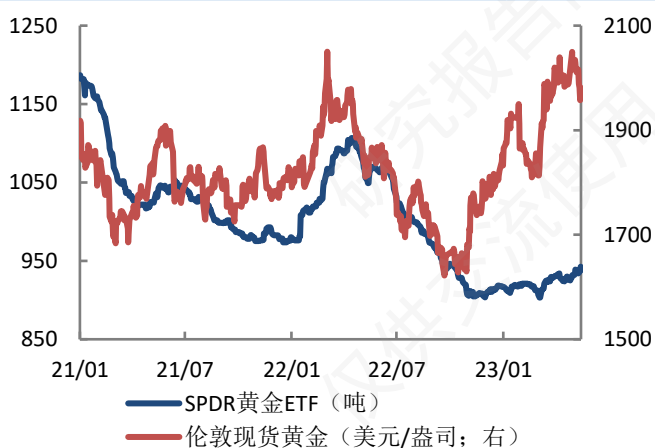
### 三、持仓情况及库存分析

**ETF 持仓情况：**截至 5 月 19 日，黄金 ETF-SPDR 持仓水平较上周增加 5.2 吨至 942.74 吨，连续 4 周增持，升至 7 个月高位；白银 ETF-SLV 持仓水平较上周减少 48.56 吨至 14673 吨。

**CFTC 持仓情况：**截至 5 月 16 日当周，黄金多头较上周减少 11222 张至 255250 张，降至 3 周低位；空头较上周增加 4778 张至 75436 张，升至 8 周高位；COMEX 黄金非商业净多头头寸持仓较上周减少 16000 张至 179814 张，降至近 2 周低位。白银多头较上周减少 8726 张至 60440 张，降至 6 周低位，空头较上周增加 181 张至 36625 张；COMEX 白银非商业净多头头寸持仓较上周减少 8545 张至 23815 张，降至 6 周低位。

**库存数据：**截至 5 月 19 日，COMEX 期货黄金较上周下降 0.1%至 702 吨；COMEX 白银期货库存较上周增加 1.42%至 8527 吨，反弹至 6 周高位。SHFE 黄金库存较上周持平至 2.75 吨，降至 2021 年 1 月 15 日以来新低；SHFE 白银期货库存较上周增加 0.4%至 1810 吨，降至 2022 年 10 月 28 日以来新低。

图表15: SPDR黄金ETF持仓

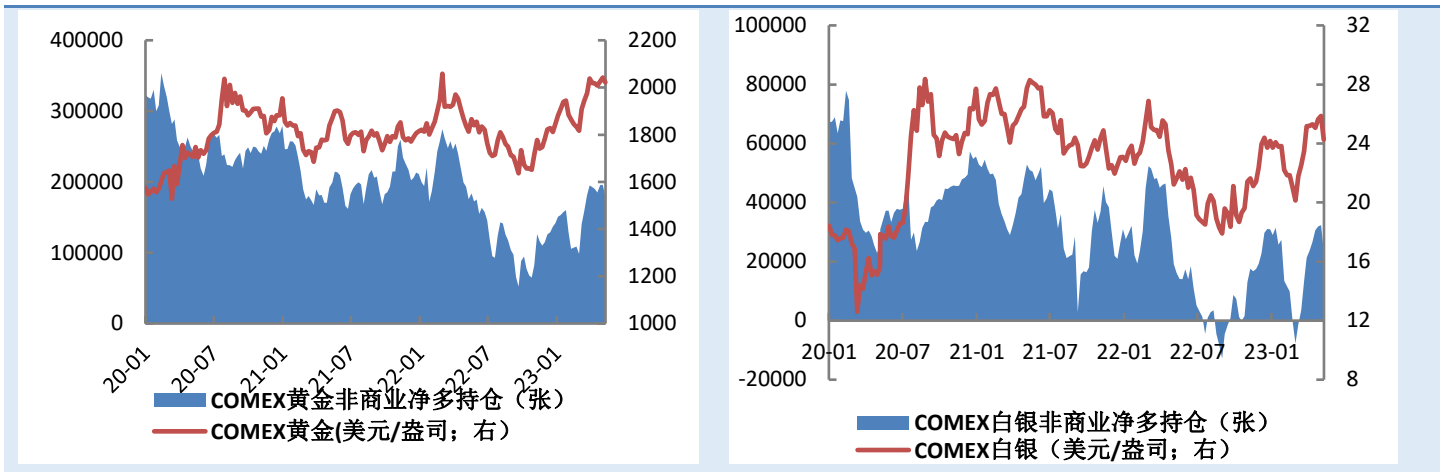


图表17: COMEX黄金非商业净多持仓数据

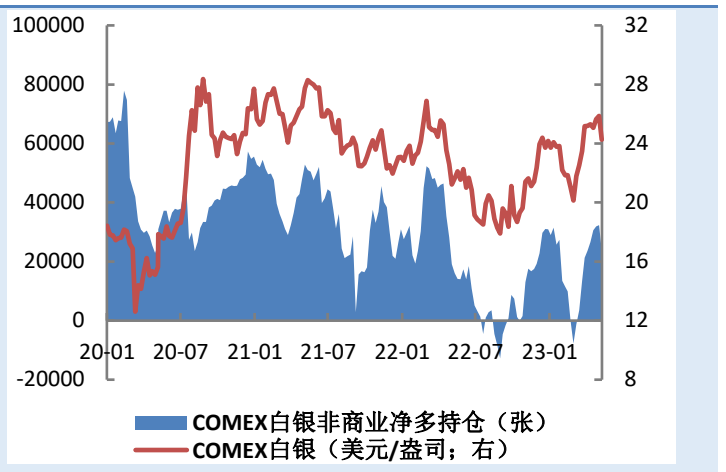
图表16: SLV白银ETF持仓



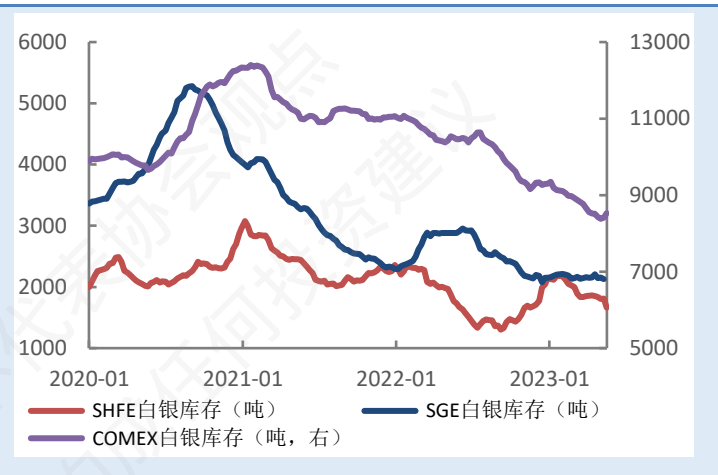
图表18: COMEX白银非商业净多持仓数据



图表19：黄金期货库存数据



图表20：白银期货、现货库存数据



数据来源：wind

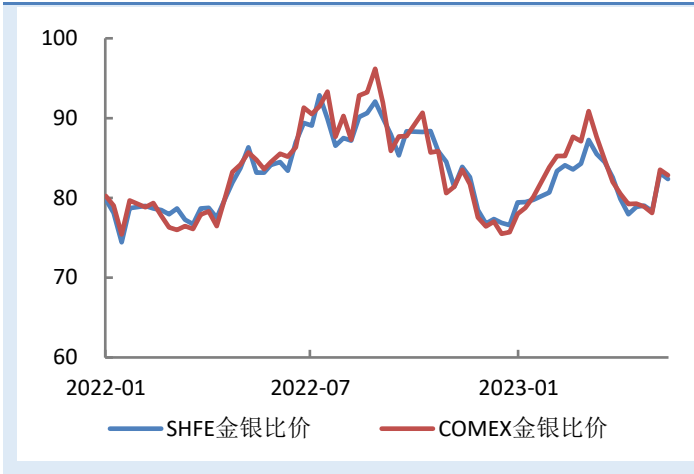
## 四、金银比价、价差等相关数据

**金银比价（活跃合约收盘价）：**截至5月19日，内盘（SHFE）金银比价为82.36，周跌0.78；外盘（COMEX）金银比价为82.43，周跌1.1。

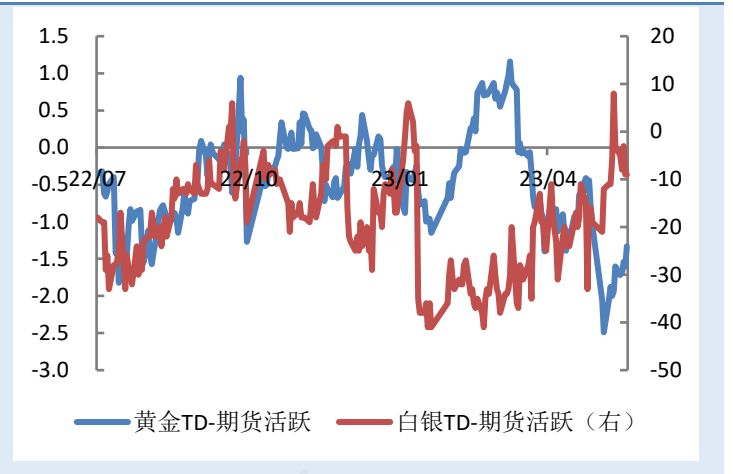
**金银内外盘15点价差（TD-伦敦）：**截至5月19日15点收盘，黄金内外盘价差由上周的0.55元/克小幅扩大至1.21元/克；白银内外盘价差由上周的-554元/克缩窄至-571元/千克。

**上金所TD与SHFE主力价差（价格均取15点整的价格）：**截至5月19日，AU（T+D）-AU2308价差为-1.33元/克；AG（T+D）-AG2306价差为-9元/千克。

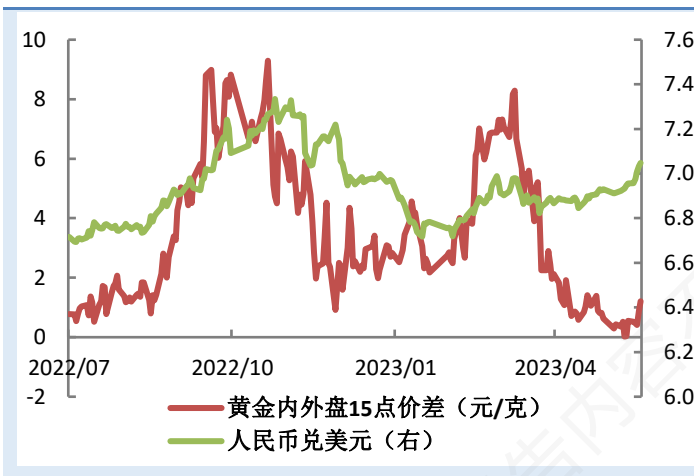
图表21：期货金银比价



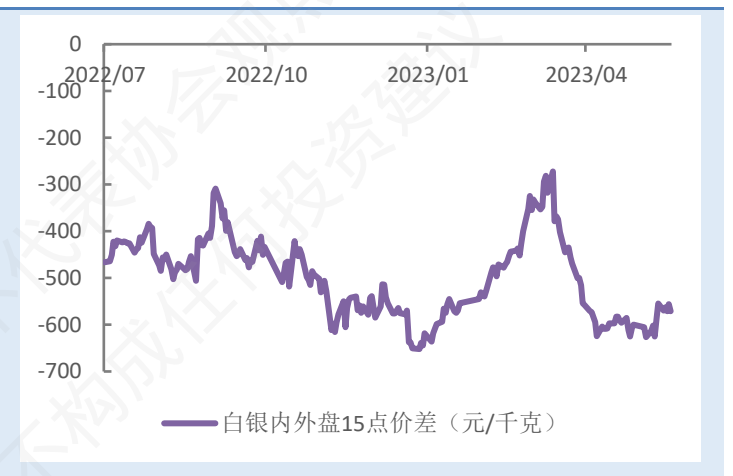
图表22：15点基差：TD-SHFE主力



图表23：黄金内外盘价差(TD-伦敦金)



图表24：白银内外盘价差(TD-伦敦银)



数据来源：wind

## 五、策略展望

短期：短期贵金属市场或继续受美国债务上限谈判反复和美联储6月加息预期反复等因素的影响，贵金属料以高位区间震荡为主。但预计美国债务最终不会违约，美联储6月也大概率会暂停加息，故贵金属价格或偏强为主。

长期：美联储未来暂停加息是较为确定的事件，且四季度美联储存有降息可能，因此美联储货币政策即将转向、美国经济下行压力加大、美国实际利率或再度转为下行、全球金融市场和地缘局势不稳定性提升、全球央行买盘强劲等，我们对贵金属价格维持长线看涨观点不变，建议以做多为主。个人观点，仅供参考。

## 美国债务上限谈判陷僵局，铜价低位运行

### 观点

近期铜价大跌后，下游接货情绪有所好转，支撑价格出现反弹。但美国债务上限谈判陷入僵局，叠加中国经济复苏斜率放缓，预计短期市场情绪仍偏谨慎，铜价反弹幅度受限。此外，随着国内铜库存持续下滑，沪铜正套仍可滚动持有。

### 核心逻辑

**1、中国经济数据偏弱，复苏斜率放缓：**中国4月社会消费品零售总额同比增长18.4%，预期20.2%，前值10.6%；1-4月社会消费品零售总额同比增长8.5%，预期8.2%，前值5.8%；中国4月规模以上工业增加值同比增长5.6%，预期10.9%，前值3.9%。1-4月份，规模以上工业增加值同比增长3.6%，预期4.9%，前值3.0%；中国1-4月城镇固定资产投资同比增4.7%，预期5.7%，前值5.1%；中国1-4月全国房地产开发投资-6.2%，预期-5.7%，前值-5.8%。

**2、美国债务上限谈判僵持：**美国共和党领袖、众议院议长麦卡锡的债务上限谈判代表在周五早上与白宫代表的闭门会议开始后不久便突然离开。共和党代表Garret Graves说，谈判处于“暂停”状态，他不知道谈判代表们是否会在周五或周末再次会面。截至5月18日，美国财政部的现金余额降至573亿美元，这低于一天前的683亿美元和上周末的1400亿美元。

**3、美联储主席释放暂停加息信号：**虽然强调抗击通胀的必要性，鲍威尔还是发表鸽派信号称，自己倾向于支持6月暂不加息，而且银行业危机导致的信贷条件收紧，可能意味着美联储峰值利率将低于预期：FOMC尚未就货币政策应进一步收紧多少而作出决定。

**4、基本面方面，**近期随着铜价回落，铜精废价差缩窄，精铜消费明显向好，国内铜现货货源趋紧，现货升水大幅走扩，但随着进口窗口打开，保税货源有望流入缓解国内铜现货偏紧局面。此外，随着国内铜库存持续下滑，沪铜正套仍可滚动持有。

**风险关注：**海外经济衰退风险、国内经济复苏进展、铜库存变化

金属铜·周度报告

2023年5月21日 星期日

国贸期货·研究院

有色金属研究中心

方富强

投资咨询号：Z0015300

从业资格号：F3043701

联系方式：0592-5822724

谢灵

投资咨询号：Z0015788

从业资格号：F3040017

联系方式：0592-5890157

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

联系方式：0592-5897833

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

## 一、宏观及行情评述

本周美国债务上限谈判取得阶段性进展，市场情绪有所好转，铜价先抑后扬。另一方面，国内经济数据不及预期，复苏节奏放缓，叠加美联储官员频发发表鹰派言论，铜价反弹幅度受限。此外，周内人民币兑美元汇率进一步贬值，内盘表现明显强于外盘。

1、中国 4 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%，预期 20.2%，前值 10.6%；1-4 月社会消费品零售总额同比增长 8.5%，预期 8.2%，前值 5.8%；中国 4 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，预期 10.9%，前值 3.9%。1-4 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%，预期 4.9%，前值 3.0%；中国 1-4 月城镇固定资产投资同比增 4.7%，预期 5.7%，前值 5.1%；中国 1-4 月全国房地产开发投资-6.2%，预期 -5.7%，前值 -5.8%；中国 4 月城镇调查失业率 5.2%，预期 5.3%，前值 5.3%；

2、美国共和党领袖、众议院议长麦卡锡的债务上限谈判代表在周五早上与白宫代表的闭门会议开始后不久便突然离开。共和党代表 Garret Graves 说，谈判处于“暂停”状态，他不知道谈判代表们是否会在周五或周末再次会面。截至 5 月 18 日，美国财政部的现金余额降至 573 亿美元，这低于一天前的 683 亿美元和上周末的 1400 亿美元。周五美股收盘后，美国众议院议长麦卡锡称：共和党 5 月 19 日深夜将重返谈判桌；

3、虽然强调抗击通胀的必要性，鲍威尔还是发表鸽派信号称，自己倾向于支持 6 月暂不加息，而且银行业危机导致的信贷条件收紧，可能意味着美联储峰值利率将低于预期：FOMC 尚未就货币政策应进一步收紧多少而作出决定。“新美联储通讯社”点评称，鲍威尔点明银行业压力将影响货币决策；

4、美国 4 月零售销售环比升 0.4%，预期升 0.8%，前值自降 1%修正至降 0.6%；核心零售销售环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值自降 0.8%修正至降 0.4%；

5、截至 4 月底，全国累计发电装机容量约 26.5 亿千瓦，同比增长 9.7%。其中，风电装机容量约 3.8 亿千瓦，同比增长 12.2%；太阳能发电约 4.4 亿千瓦，同比增长 36.6%；

6、5 月 17 日，智利下议院批准了采矿税和特许权使用费改革，该改革现在只需要已公开支持的总统 Gabriel Boric 的签名即可成为法律。改革将要求大型铜矿公司向政府支付更多费用。根据改革，年产量

超过 8 万吨铜的公司的最高总税率将达到 46.5%，业内认为这是一个高税率。它还对销售额超过 5 万吨铜的公司的铜销售额征收 1% 的从价税，并根据矿业公司的营业利润率征收 8% 至 26% 的额外税。。

本周铜价先抑后扬，其中沪铜累计上涨 1080 元/吨，涨幅 1.67%，沪铜指数持仓量由上周 48.9 万手下降至本周 45.7 万手。外盘伦铜累计上涨 27 美元/吨，涨幅 0.33%。

图表 1：沪铜价格走势



图表 2：伦铜价格走势



数据来源：wind

图表 3：铜产业链数据概览

	5月19日收盘价	5月12日收盘价	周涨跌	周涨跌幅
LME3M (15:00)	8237	8210	27	0.33%
SHFE(主力)	65690	64610	1080	1.67%
	5月19日比价	5月12日比价	周涨跌	周涨跌幅
沪伦比价	7.975	7.870	0.105	1.34%
	5月19日库存	5月12日库存	周涨跌	周涨跌幅
LME 库存	9.20	7.66	1.54	20.03%
COMEX 库存	2.51	2.51	0.00	0.00%
SHFE 期货库存	10.25	11.84	-1.59	-13.41%
保税区库存	13.87	15.00	-1.13	-7.53%
国内现货库存	12.35	15.20	-2.85	-18.75%
库存合计	37.93	40.37	-2.45	-6.06%

数据来源：wind

## 二、行业基本面数据

### 2.1 沪伦比及进口盈亏

**沪伦比：** 本周人民币兑美元汇率继续大幅贬值，沪铜表现明显强于伦铜，铜沪伦比进一步走高；本周铜沪伦比 7.975，环比上周上涨 0.105；周内铜现货除汇沪伦比为 1.137-1.145，高于盈亏平衡值 1.137。

**进口盈亏：**近期内盘表现持续强于外盘，叠加国内外铜现货升贴水表现分化，铜进口盈利持续走扩；周内铜现货进口盈利 0-375 元/吨，盈利均值 144 元/吨，盈利较上周扩大 220 元/吨。

图表 4：铜现货沪伦比价及进口盈亏

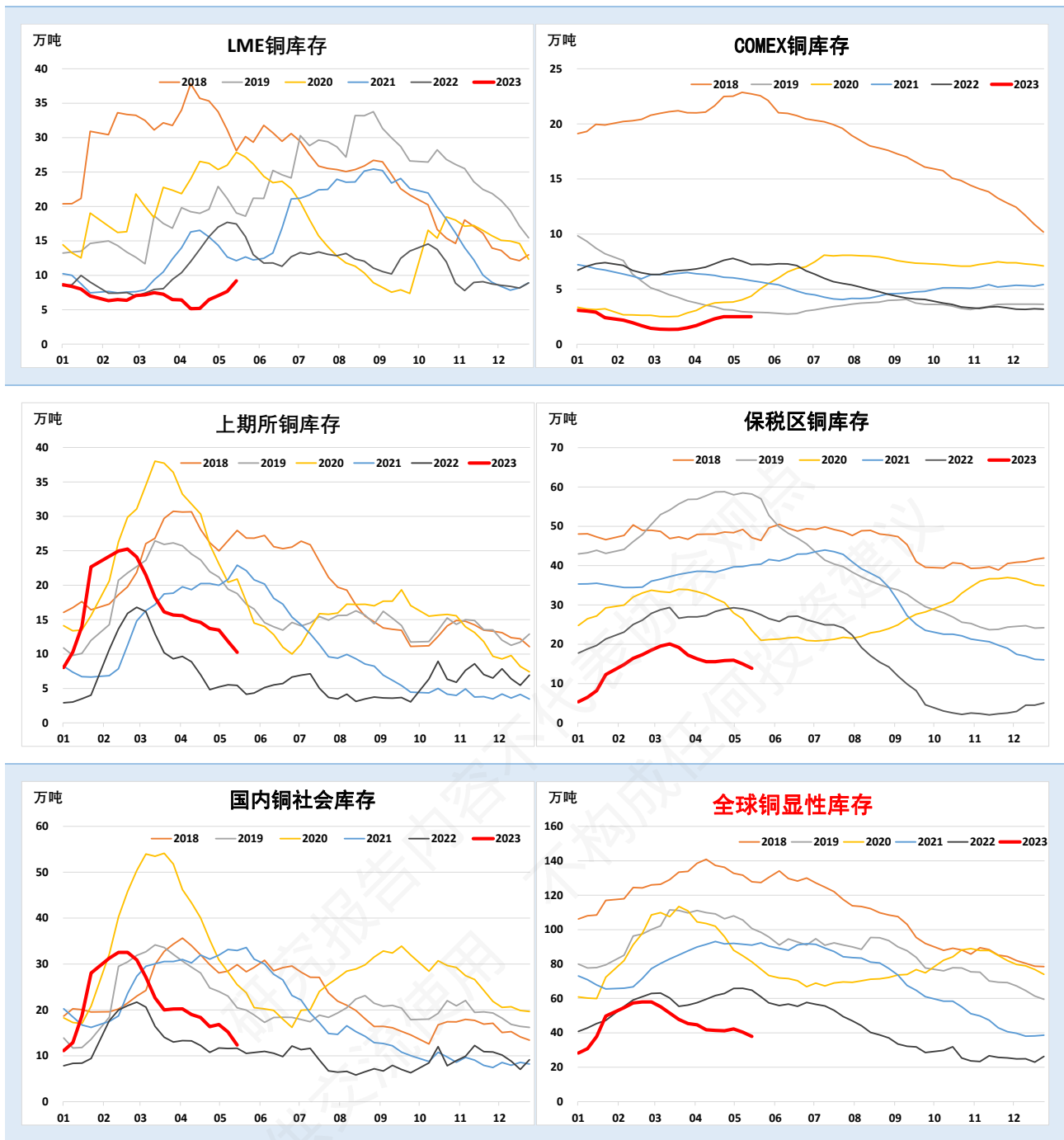


数据来源：wind

## 2.2 全球铜显性库存变化

本周，全球铜显性库存进一步去库。截至 5 月 19 日，全球铜显性库存 37.93 万吨，较上周下降 2.45 万吨（-6.06%）。与此同时，库存较去年同期下降 20.1 万吨，降幅 34.7%。本周库存变化中：1）LME 铜库存 9.20 万吨，较上周增加 1.54 万吨（+20.03%），库存进一步大幅累库；2）COMEX 铜库存 2.51 万吨，与上周持平；3）上海期货交易所铜库存 10.25 万吨，较上周下降 1.59 万吨（-13.41%）；4）上海保税区库存 13.87 万吨，较上周下降 1.13 万吨（-7.53%）。近期铜现货进口窗口重新打开，进口商进口意愿提升，保税铜库存维持去库；5）国内铜现货库存 12.35 万吨，较上周下降 2.85 万吨（-18.75%）。近期铜价下挫，下游补货意愿增加，叠加精废价差缩窄，精铜消费好转，铜库存明显下滑，下周关注进口铜流入对现货市场冲击。

图表 5：全球铜显性库存变化



数据来源: wind

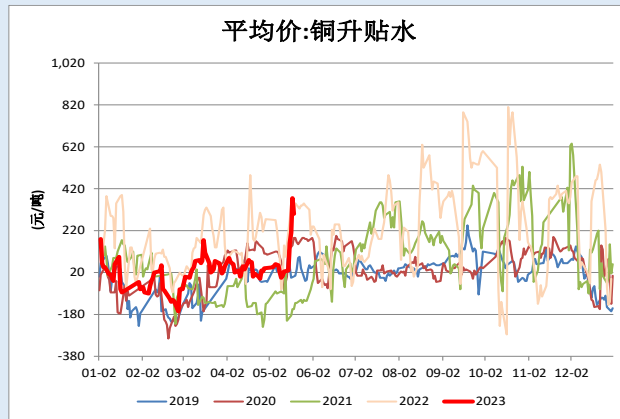
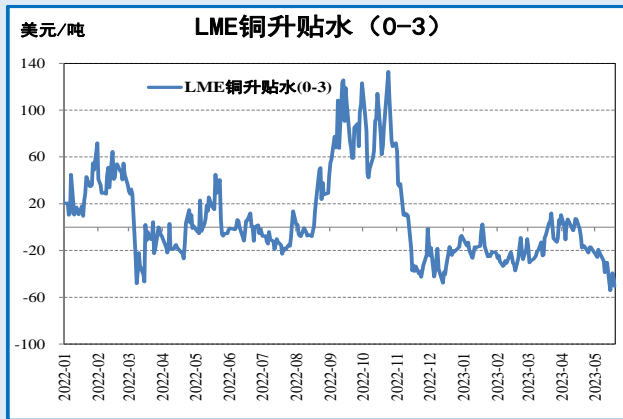
### 2.3 铜现货升贴水变化

**外盘方面,** LME 铜库存进一步累库, 叠加注销仓单比例维持低位, 铜现货维持贴水, 且贴水有所走扩; 周内铜现货贴水 40-55 美元/吨, 贴水均值 47 美元/吨, 贴水幅度较上周扩大 15 美元/吨。

**内盘方面 (平水铜),** 近期铜价大幅下挫, 下游接货意愿提升, 叠加铜精废价差缩窄, 精铜消费向好。与此同时, 国内铜库存进一步累库, 货源相对紧缺, 铜现货升水大幅走扩; 周内现货升水 30 元/吨~375 元/吨, 升水均值 215 元/吨, 升水较上周扩大 195 元/吨。

图表 6: LME 铜现货升贴水

图表 7: 华东铜现货升贴水

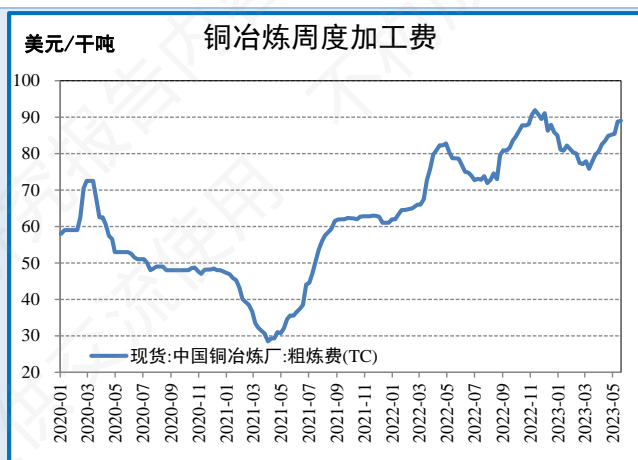


数据来源: wind, SMM

## 2.4 TC/RC 铜矿加工费

本周, 进口 25%铜精矿现货 TC/RC 周内报价 89.0 美元/干吨, 较上周上升 0.2 美元/干吨, 加工费连续 12 周回升; 消息层面, 当地时间 5 月 17 日, 智利下议院批准了采矿税和特许权使用费改革, 该改革现在只需要已公开支持的总统 Gabriel Boric 的签名即可成为法律。改革将要求大型铜矿公司向政府支付更多费用。根据改革, 年产量超过 8 万吨铜的公司的最高总税率将达到 46.5%, 业内认为这是一个高税率。它还对销售额超过 5 万吨铜的公司的铜销售额征收 1% 的从价税, 并根据矿业公司的营业利润率征收 8% 至 26% 的额外税。

图表 8: 现货铜精矿进口加工费

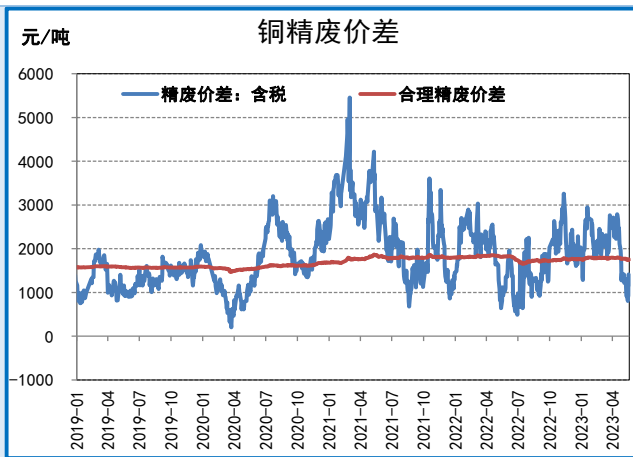


数据来源: wind

## 2.5 铜精废价差

本周铜价有所企稳, 废铜持货商出货意愿有所提升, 但精废价差维持低位, 周内铜精废价差 800-1400 元/吨, 均值 1045 元/吨, 较上周缩窄 80 元/吨。与此同时, 合理精废价差在 1750 元/吨左右, 再生铜较精铜不具备经济优势。本周铜价先抑后扬, 再生铜原料供应商回笼资金的需要, 逢高出货, 为此本周再生铜原料边际供给量小幅增加, 大部分再生铜杆厂反应本周相对于上周原料采购较为容易。

图表 9: 国内铜精废价差



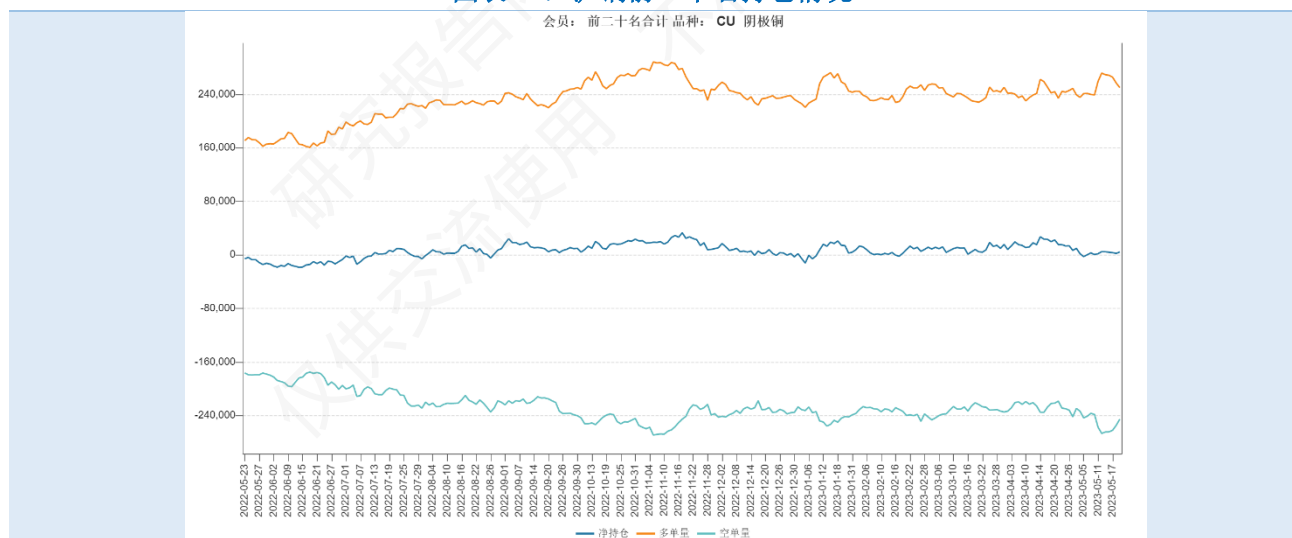
数据来源: wind

## 2.6 持仓情况

本周，主要持仓机构中，多空双方均明显减仓。截至 5 月 19 日，前二十名的多头持仓量 249928 手，较 5 月 12 日减少 21728 手；前二十名的空头持仓量 245519 手，较 5 月 12 日减少 21349 手；前二十名净持仓 4409 手（正数为净多头，负数为净空头），主要持仓机构中多头持仓略高于空头持仓。

主要持仓机构中，金瑞期货为净多单首席，其净持仓为 19063 手，环比上周增加 1773 手；建信期货为净多单次席，其净持仓 13090 手，环比上周减少 1118 手；五矿期货为净空单首席，其净空单为 14800 手，较上周增加 5951 手；永安期货为净空单次席，其净空单持仓量为 12766 手，较上周增加 884 手。前五大持仓机构中，净多头持仓高于净空头持仓。

图表 10: 沪铜前二十名持仓情况



数据来源: wind

图表 11: 沪铜主要持仓会员（5 月 19 日）

	名次	会员简称	多单量	名次	会员简称	净多量
多头持仓	1	中信期货	37083	1	金瑞期货	19063
	2	金瑞期货	36191	2	建信期货	13090
	3	国泰君安	29515	3	弘业期货	8291
	4	银河期货	15917	4	铜冠金源	7659

		5	建信期货	14266	5	银河期货	7596
		<b>名次</b>	<b>会员简称</b>	<b>空单量</b>	<b>名次</b>	<b>会员简称</b>	<b>净空量</b>
空头持仓		1	中信期货	39887	1	五矿期货	14800
		2	五矿期货	28083	2	永安期货	12766
		3	国泰君安	24135	3	国投安信	6365
		4	东证期货	18507	4	先锋期货	6306
		5	金瑞期货	17128	5	东证期货	5480

数据来源: wind

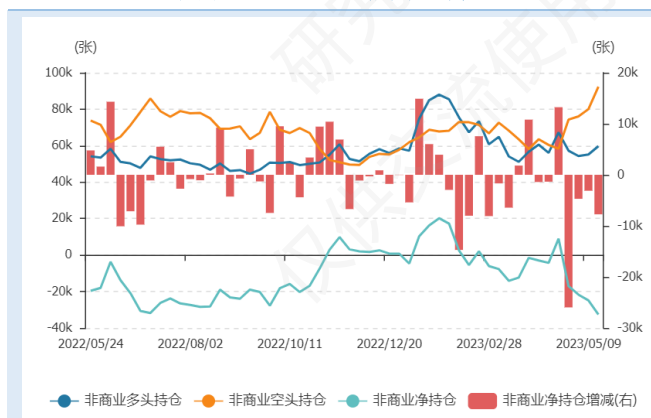
图表 12: 沪铜主要持仓会员 (5月12日)

	名次	会员简称	多单量	名次	会员简称	净多量
多头持仓	1	中信期货	39867	1	金瑞期货	17290
	2	金瑞期货	36559	2	建信期货	14208
	3	国泰君安	30761	3	铜冠金源	10525
	4	银河期货	18336	4	银河期货	9081
	5	五矿期货	16494	5	弘业期货	8546
	名次	会员简称	空单量	名次	会员简称	净空量
空头持仓	1	中信期货	40834	1	永安期货	11882
	2	国泰君安	30666	2	五矿期货	8849
	3	五矿期货	25343	3	首创期货	7696
	4	东证期货	20618	4	先锋期货	6270
	5	金瑞期货	19269	5	紫金天风	6001

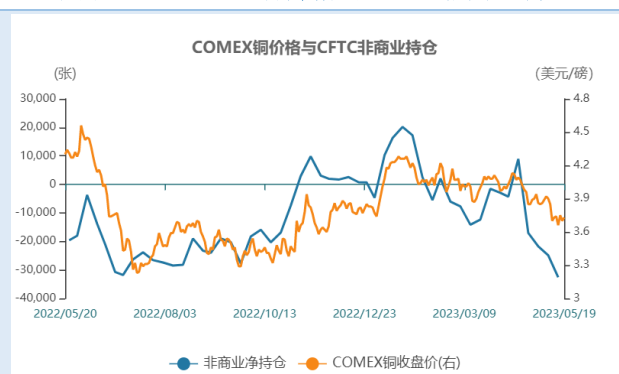
数据来源: wind

CFTC 持仓方面, 截止至 2023 年 05 月 16 日当周, 非商业多头为 59,693 张, 空头为 92,300 张, 净持仓为-32,607 张, 较上一周减少 7,742 张; 从季节性角度分析, 非商业净持仓较近五年相比处于较低水平。

图表 13: CFTC 非商业持仓



图表 14: COMEX 铜价格与 CFTC 非商业持仓



数据来源: wind

## 宏观利空，锌价下行大势不改

### 观点

美国财长耶伦表示，如果未能提高债务上限，美国最早将于6月1日出现债务违约。宏观利空之下，锌价下行大势难改，且价格下跌并未有影响到生产端，供给端宽松的格局暂未发生变化，但是需要持续关注的一点是当前冶炼厂硫酸库存较高，如果继续上升可能影响生产。原料供应端，国内锌锭冶炼厂原料库存在22天左右，仍高于去年同期。库存方面，截止至2023年5月18日，精炼锌社会库存总计10.36万吨，较上周减少0.44万吨。冶炼端，SMM4月精炼锌产量54万吨，预计5月产量55.98万吨。消费端，镀锌消费连续四周走弱，产能利用率为62.36%，较上周下降0.89%。锌价基本面压力来自海外供给端的逐步复产以及国内冶炼供给端增产预期，二季度LME锌价可能下探至2400美元附近。策略方面，逢高做空。

### 核心逻辑

1、宏观方面，美国财长耶伦表示，如果未能提高债务上限，美国最早将于6月1日出现债务违约；当前债务上限下采取的非常规措施最早可能在6月1日耗尽。本周内外盘锌价走势小幅分化，内盘锌价上涨0.7%，LME锌价跌31美元/吨，跌幅1.22%；

2、原料供应端，国内锌锭冶炼厂原料库存在22天左右，仍高于去年同期。库存方面，截止至2023年5月18日，精炼锌社会库存总计10.36万吨，较上周减少0.44万吨。冶炼端，SMM4月精炼锌产量54万吨，预计5月产量55.98万吨。消费端，镀锌消费连续四周走弱，产能利用率为62.36%，较上周下降0.89%；

3、短期锌价超跌存在一定反弹动力，但宏观金融环境难以快速转好，反弹之后锌价仍将偏弱运行。锌价基本面压力来自海外供给端的逐步复产以及国内冶炼供给端增产预期，二季度LME锌价可能下探至2400美元附近。策略方面，逢高做空。

风险关注点：地缘局势，欧洲能源问题，仓单库存

金属锌·周度报告

2023年5月21日 星期日

国贸期货·研究院

有色金属研究中心

方富强

投资咨询号：Z0015300

从业资格号：F3043701

联系方式：0592-5822724

谢灵

投资咨询号：Z0015788

从业资格号：F3040017

联系方式：0592-5890157

白素娜

投资咨询号：Z0013700

从业资格号：F3023916

联系方式：0592-5897833

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



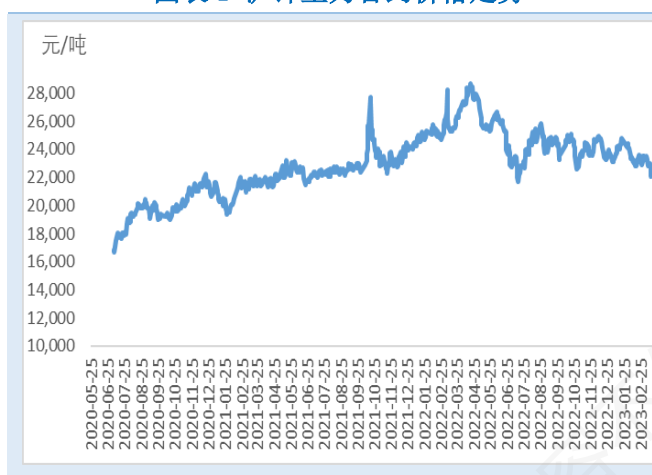
期市有风险，入市需谨慎

# 一、行情回顾

## 1.1 行情概述

宏观方面，美国财长耶伦表示，如果未能提高债务上限，美国最早将于6月1日出现债务违约；当前债务上限下采取的非常规措施最早可能在6月1日耗尽。短期宏观金融环境难以快速转好，锌价仍将偏弱运行。本周内外盘锌价大幅下跌，内盘锌价上涨0.7%，LME 锌价跌31美元/吨，跌幅1.22%。锌价基本面压力来自海外供给端的逐步复产以及国内冶炼供给端增产预期，二季度LME 锌价可能下探至2400美元附近。策略方面，逢高做空。

图表1 沪锌主力合约价格走势



图表2 LME 锌连续合约价格走势



图表3: 锌产业链数据概览

	本周收盘价	前一周收盘价	周涨跌	周涨跌幅
LME3M	2503	2534	-31	-1.22%
SHFE(主连)	20795	20650	145	0.70%
沪伦比价	8.09	8.07	0.02	0.25%
	本周收盘价差	前一周收盘价差	周涨跌	周涨跌幅
SHFE 跨月合约(连三-主连)	535	535	360	405.71%
	本周库存	前一周库存	周涨跌	周涨跌幅
LME 库存	4.69	4.9	-0.21	-4.29%
SHFE 期货库存	5.46	5.91	-0.45	-7.61%
保税区库存	2.06	2.06	0	0.00%
国内社会库存	10.36	10.8	-0.44	-4.07%
库存合计	22.57	23.67	-1.1	-4.65%

数据来源: Wind、SMM

## 1.2 周度市场信息整理

### 宏观方面:

(1) 国家发改委: 1-4 月份, 发改委共审批核准固定资产投资项 56 个, 总投资 3784 亿元, 其中审批 43 个, 核准 13 个。将在稳定和扩大制造业投资方面持续发力, 统筹用好中央预算内投资、地方政府专项债券、结构性货币政策工具等, 继续加大制造业中长期贷款投放力度, 扩大工业和技术改造投资。将多措并举扩大新能源汽车消费 推动新能源汽车产业高质量发展。

(2) 四月中国经济“成绩单”出炉。国家统计局公布数据显示, 4 月份, 全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%, 比上月加快 1.7 个百分点; 社会消费品零售总额同比增长 18.4%, 比上月加快 7.8 个百分点。另外, 1-4 月全国固定资产投资(不含农户)同比增长 4.7%, 比 1-3 月份回落 0.4 个百分点; 房地产开发投资同比下降 6.2%, 商品房销售额增长 8.8%。

(3) 中国电力企业联合会预计, 二季度南方区域电力供需形势偏紧。迎峰度夏期间, 华东、华中、南方区域电力供需形势偏紧, 华北、东北、西北区域电力供需基本平衡。近期多地相关部门密集部署相关举措, 做好迎峰度夏能源保供工作。国家能源局发布数据显示, 4 月份, 全社会用电量 6901 亿千瓦时, 同比增长 8.3%。1-4 月, 全社会用电量累计 28103 亿千瓦时, 同比增长 4.7%。

(4) 联合国发布《2023 年中期世界经济形势与展望》报告, 预计世界经济在 2023 年增长 2.3% (比 1 月份预测的数值增长 0.4 个百分点), 在 2024 年增长 2.5%。中国 2023 年经济增长率上调为 5.3%, 美国上调至 1.1%, 欧盟经济预计将增长 0.9%。

(5) 美国财长耶伦表示, 如果未能提高债务上限, 美国最早将于 6 月 1 日出现债务违约; 当前债务上限下采取的非常规措施最早可能在 6 月 1 日耗尽。

(6) 美国财政部数据显示, 中国 3 月持有美国国债 8690 亿美元, 2 月为 8490 亿美元, 此前已连续 7 个月减持美债。头号海外“债主”日本方面, 3 月持有 1.088 万亿美元的美国国债, 2 月为 1.082 万亿美元。

### 产业链方面:

(1) WBMS: 2023 年 2 月全球锌市供应过剩 2.22 万吨。世界金属统计局(WBMS)公布的最新报告显示, 2023 年 2 月全球锌板产量为 113.11 万吨, 消费量为 110.89 万吨, 供应过剩 2.22 万吨。2 月全球锌矿产量为 101.65 万吨。

(2) 云铜驰宏锌锗: 一季度净利润 5.8 亿元, 同比增长 5.86%。4 月 20 日, 驰宏锌锗公布第一季度报告, 营业收入 57.88 亿元, 同比增长 6.19%, 净利润 5.8 亿元, 同比增长 5.86%, 基本每股收益 0.1140 元。

## 二、行业基本面数据

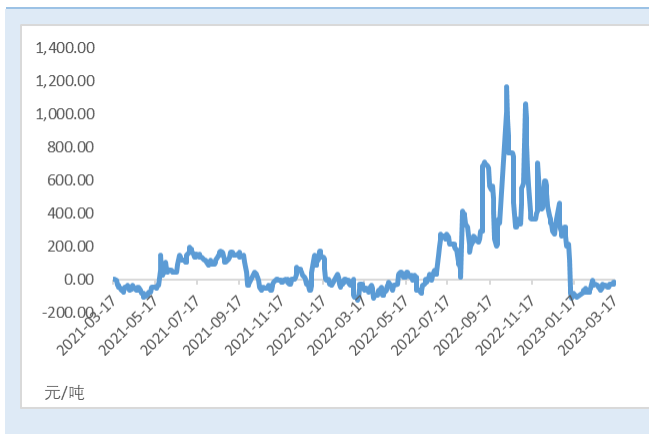
### 2.1 供给

#### 现货及升贴水情况

整体看，截止至 2023 年 5 月 19 日，精炼锌升贴水维持在升水 155 元/吨附近，较上一交易日上涨 10 元/吨，较上周上升 20 元/吨。从季节性角度分析，当前现货升贴水较近 5 年相比维持在较高水平。

外盘方面，截止至 2023 年 5 月 19 日，LME 近月与 3 月价差报价为-2.5 美元/吨，3 月与 15 月价差报价为贴水 20.75 美元/吨，近月与 3 月价差报价较上一日增加 6.5 美元/吨。从季节性角度分析，当前 LME 近月与 3 月价差较近 5 年相比维持在较低水平。

图表 4 上海物贸锌均价升贴水



图表 5 LME 锌升贴水 (0-3)



数据来源：Wind

## 2.2 生产及进出口情况

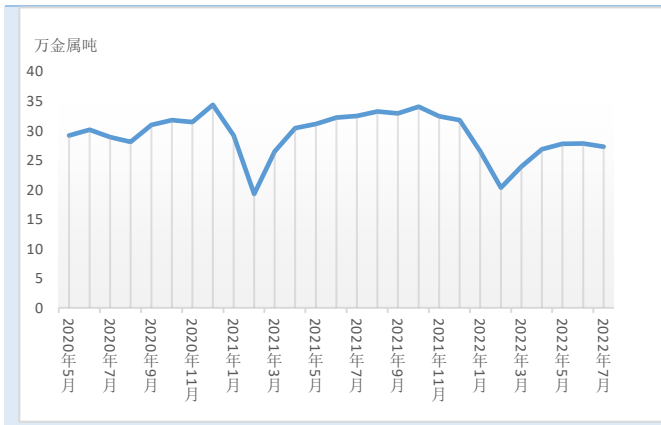
**生产情况：**1) 国内方面，SMM4 月精炼锌产量 54 万吨，预计 5 月产量 55.98 万吨，云南限电的边际影响减弱，部分炼厂开工恢复正常，整体超预期，出现年内新高。2) 国外方面，海外供应逐步恢复。Nyrsta 在去年 12 月启动位于荷兰的 Budel 锌冶炼厂。全球原子能年产 11 万吨的炼厂均 3 月初复产，近日产能在 15 万吨的 Nyrstar 旗下法国 Auby 炼厂复产，海外远期供应压力增加。

**进出口：本周锌精矿港口增加。**本周锌精矿港口库存 19.8 万吨，周环比增加 2.3 万吨。除锦州港外，连云港，防城港和黄埔港均有新船到港，连云港港口库存周环比增加 1 万吨，防城港港口库存周环比增加 1 万吨，黄埔港港口库存周环比增加 0.6 万吨。锦州港有提货，港口库存周环比减少 0.3 万吨。

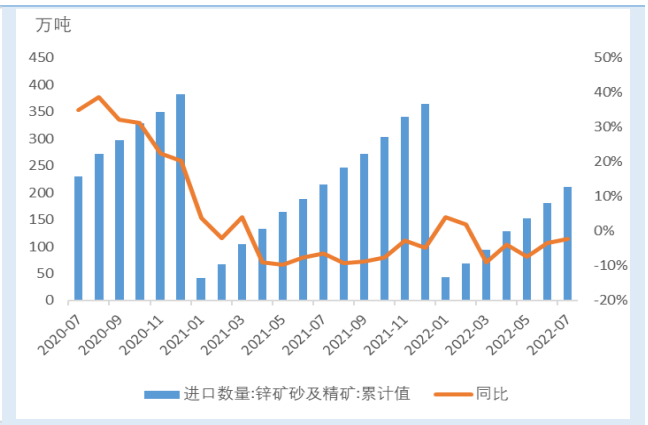
**加工费：**1) 国内加工费：本本周国内锌精矿加工费小幅调整，其中河池地区上调 50 元/金属吨至 4900 元/金属吨；昆明下调 200 元/金属吨至 4800 元/金属吨；陇南地区下调 200 元/金属吨至 4600 元/金属吨；凉山州地区下调 100 元/金属吨至 4900 元/金属吨。整体来看北方地区锌精矿主流加工费报在 4900-5100 元/金属吨，南方地区锌精矿加工费主流报价在 4700-4900 元/金属吨。进口锌精矿加工费本周持平，市场报价在 190-210 美元/干吨。据 Mysteel 调研，本周锌锭冶炼厂原料库存在 22 天。2) 进口加工费：进口锌精矿加工费本周主流报价在 190-210 美元/干吨，市场反馈也有报在 180 美元/干吨，但是报价居多，成交较少。进口本周成交持续预冷，散单以报价居多，实际成交寥寥，锌精矿市场多以国产矿成交为主。

图表 6 国内锌矿产量 万吨

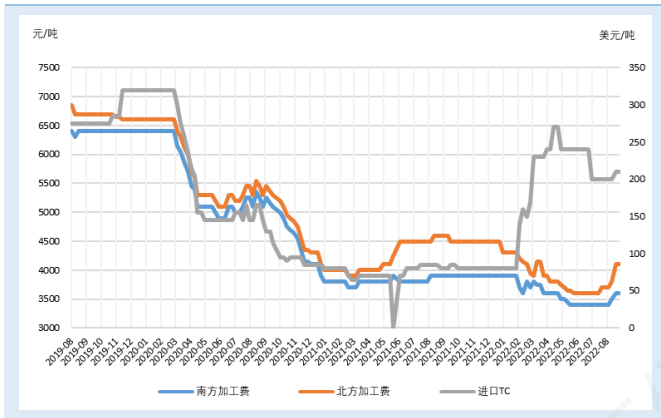
图表 7 锌矿进口数量 万吨



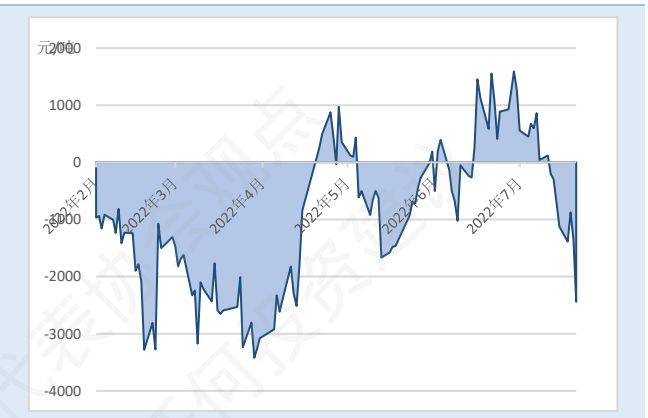
图表 8 锌矿加工费



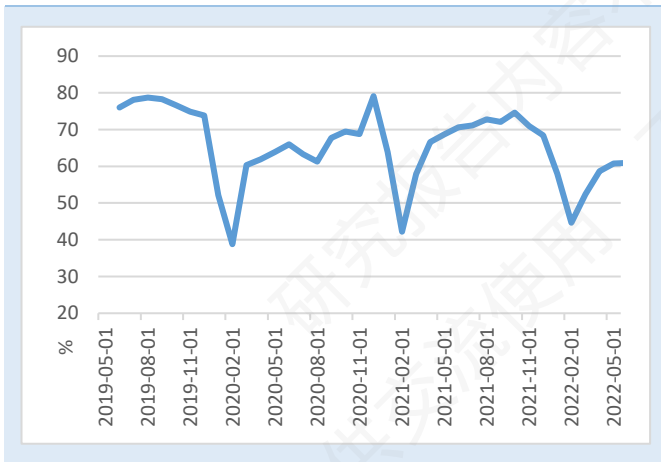
图表 9 进口矿盈亏



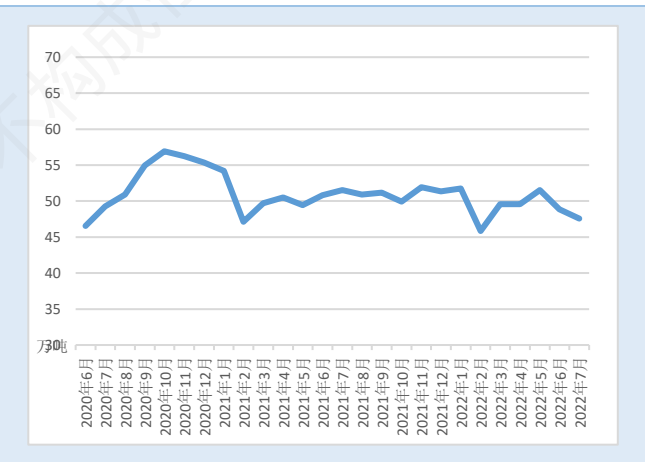
图表 10 国内锌精矿月度开工率



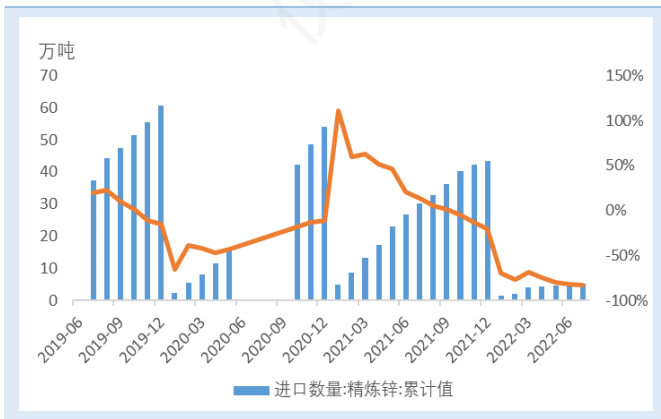
图表 11 国内精炼锌产量



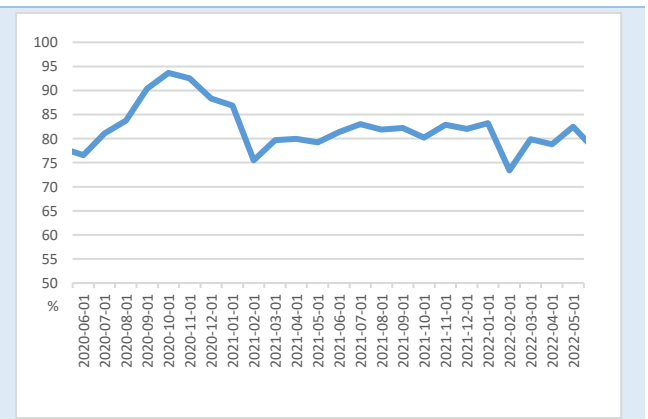
图表 12 精炼锌进口数量



图表 13 全国锌冶炼厂月度开工率

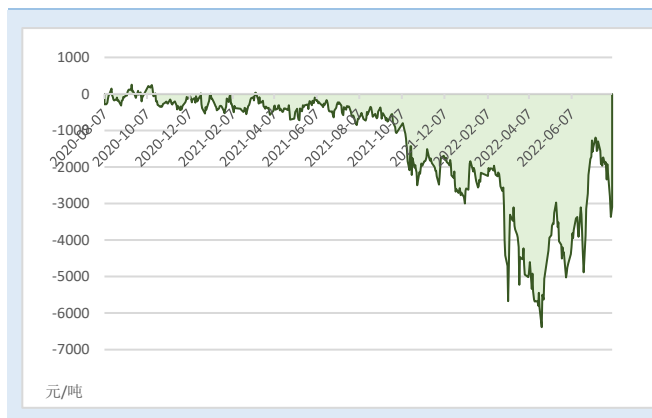


图表 14 精炼锌进口数量

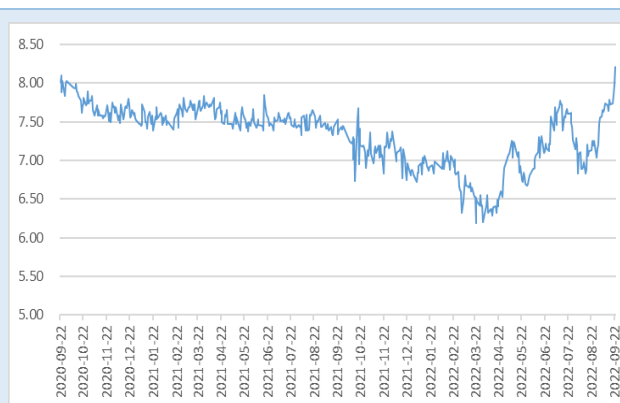


图表 15 全国锌冶炼厂月度开工率

图表 14 精炼锌进口盈亏



图表 15 沪伦比值



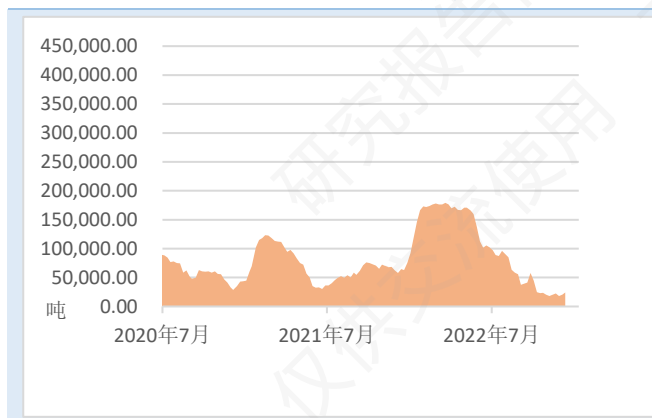
数据来源：Wind、SMM

## 2.3 库存

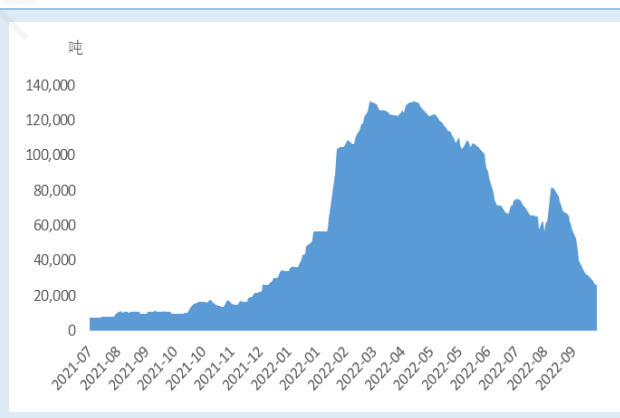
**国内库存：**截止至 2023 年 5 月 19 日，上海期货交易所精炼锌库存为 54,698 吨，较上一周减少 4,468 吨。从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在较低水平。截止至 2023 年 5 月 18 日，精炼锌社会库存总计 10.36 万吨，较上一日减少 0.05 吨；上海地区 2.88 万吨，广东地区 1.13 万吨，天津地区 5.21 万吨，山东地区 0.3 万吨。

**海外库存：**伦锌本周库存小幅减少，目前海外库存处于历史低位，预计上半年将继续维持低库存。截止至 2023 年 05 月 19 日，LME 锌库存为 46,975 吨，较上一交易日减少 550 吨，较上一周减少 1975 吨，注销仓单占比为 7.77%。从季节性角度分析，当前库存较近五年相比维持在较低水平。

图表 16 上期所锌库存

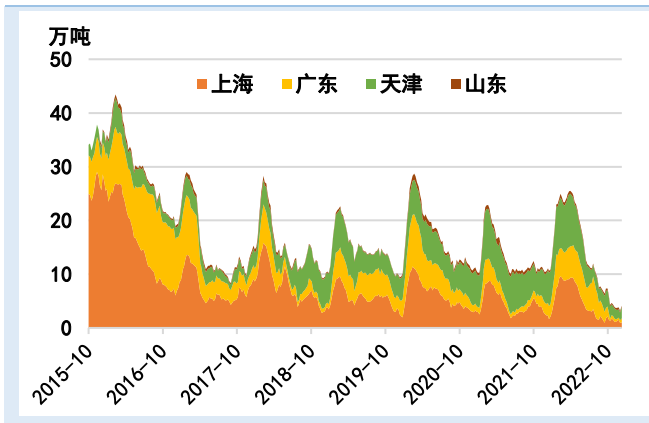


图表 17 上期所仓单

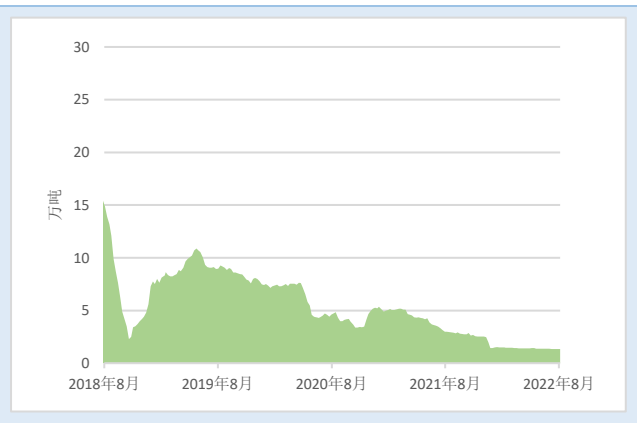


图表 18 国内四地社会库存

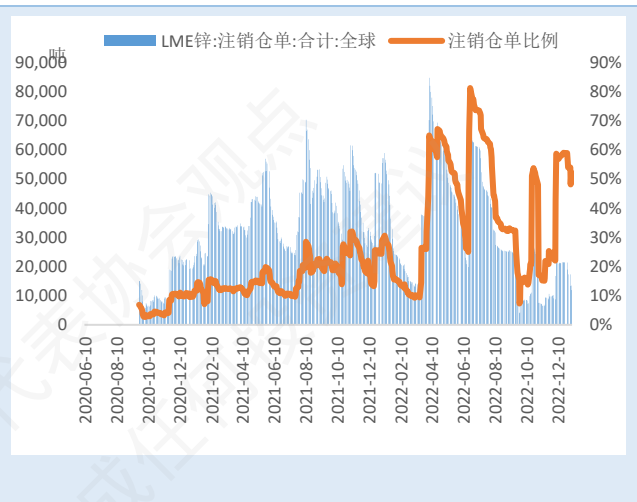
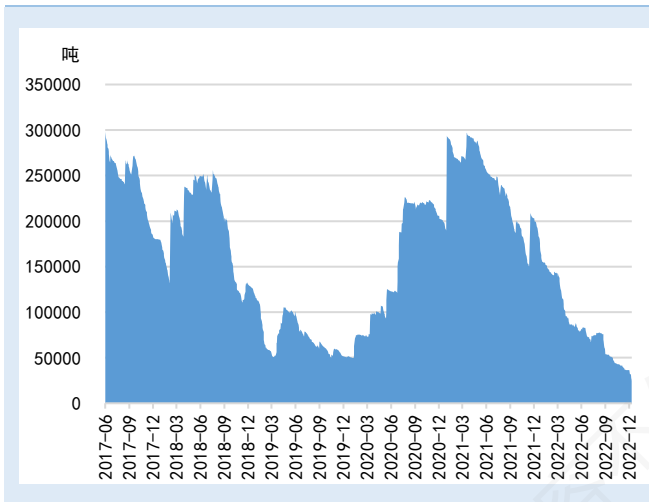
图表 19 保税区库存



图表 20 LME 库存



图表 21 LME 注销仓单



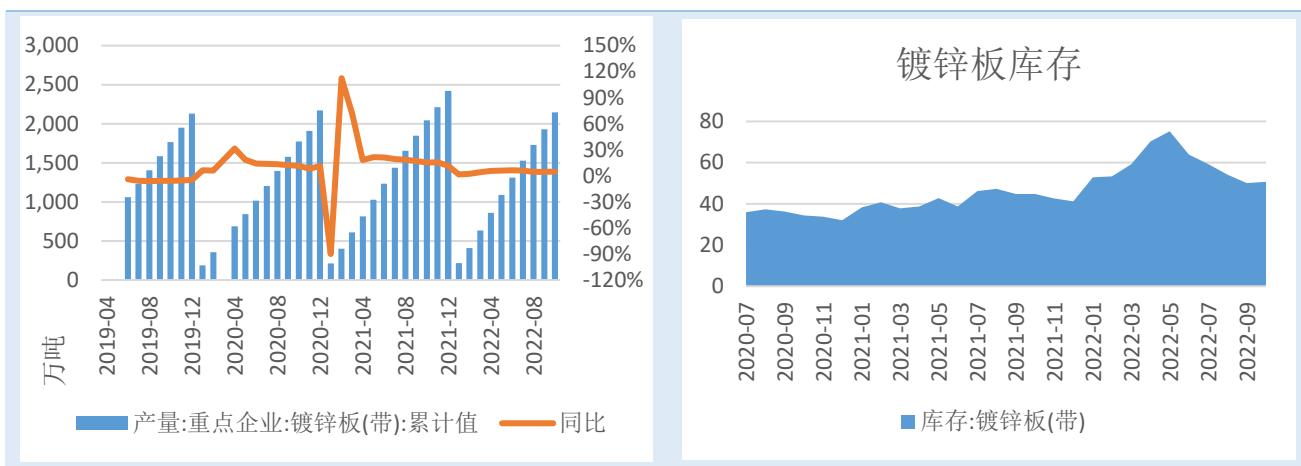
数据来源：SMM、Wind

## 2.4 需求

**初端：1) 镀锌。**据本周 Mysteel 调研数据显示，在 130 家镀锌生产企业中，50 条产线停产检修，整体开工率为 82.99%；产能利用率为 62.36%，较上周下降 0.89%；周产量为 88.95 万吨，较上周减少 1.27 万吨；钢厂库存量为 54.76 万吨，较上周减少 0.53 万吨。在 47 家彩涂生产企业中，16 条产线停产检修，整体开工率为 85.96%；产能利用率为 57.33%，较上周下降 4.94%；周产量为 17.17 万吨，较上周减少 1.48 万吨；钢厂库存量为 17.34 万吨，较上周减少 0.71 万吨。国内主要市场涂镀板卷仓库库存：镀锌 112.32 万吨周环比减 4.67 万吨；彩涂 26.22 万吨周环比减 0.39 万吨。涂镀总库存 138.54 万吨周环比减 5.06 万吨。**整体来看镀锌开工小幅下降，社会库存下降。**预计下周，镀锌开工维持震荡。（2）**压铸锌合金。**本周锌合金价格震荡，仅有零星有采购需求。据调研部分下游压铸厂库存较去年降低。预计下周仅有价格回落较多才有消费。库存情况，锌合金厂内库存抬升。预计下周锌合金价格震荡。

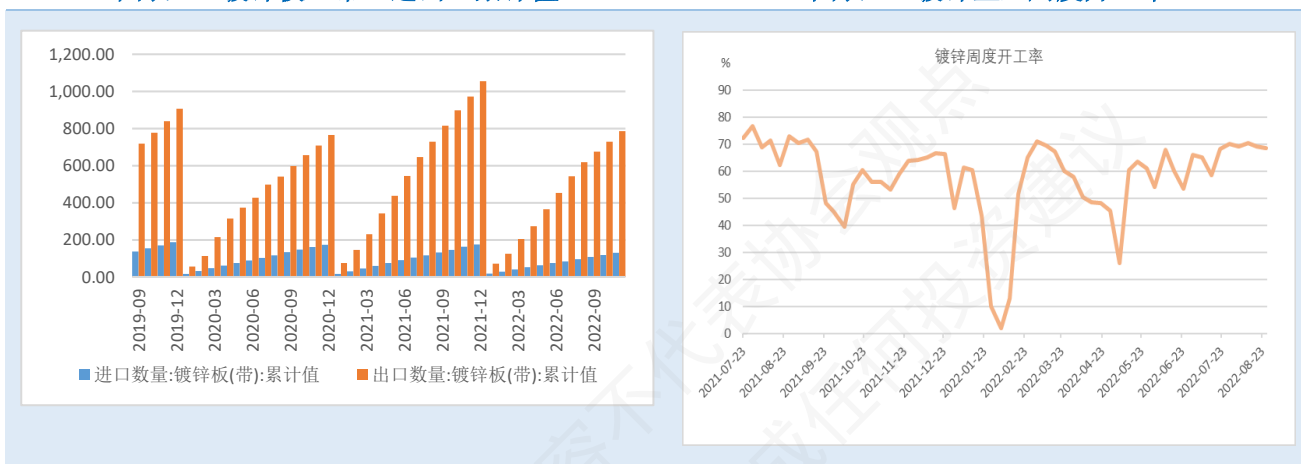
图表 22 重点企业镀锌板产量

图表 23 镀锌板库存



图表 24 镀锌板（带）进出口累计值

图表 25 镀锌企业周度开工率



数据来源：SMM、Wind

**终端：**汽车销售回升，楼市恢复动能仍然偏弱。1) **地产投资仍在筑底中，政策支撑有缓和预期。**国家统计局公布数据显示，中国一季度房地产开发投资 25974 亿元，同比下降 5.8%；商品房销售面积 29946 万平方米，下降 1.8%；商品房销售额 30545 亿元，增长 4.1%，其中住宅销售额增长 7.1%。3 月份，房地产开发景气指数为 94.71。一季度房屋竣工面积为 19422 万平方米，增长 14.7%。其中，住宅竣工面积为 14396 万平方米，增长 16.8%。一季度商品房销售面积为 29946 万平方米，同比下降 1.8%。其中住宅销售面积增长 1.4%。商品房销售额为 30545 亿元，增长 4.1%，其中住宅销售额增长 7.1%。3 月末商品房待售面积为 64770 万平方米，同比增长 15.4%。其中，住宅待售面积增长 15.5%。从数据中可以看出，商品房销售面积和待售面积都出现了增长，但增速明显放缓。住宅销售面积和销售额虽然增长，但增速也不是很高。2) **基建投资保持高增速。**自全国 31 省（自治区、直辖市）的预算报告显示，财政部已提前下达 2023 年新增地方政府专项债务限额 21900 亿元，创历史新高，较上年提前批大幅增长 50%。分析师指出，在项目储备和资金来源相对充裕的情况下，基建投资有望延续较高增速。3) **4 月车市回温，但低于经销商预期。**据乘联会初步统计，4 月 1-30 日，乘用车市场零售 165.2 万辆，同比增长 58%；今年以来累计零售 593.8 万辆，同比增长持平；全国乘用车厂商批发 178.3 万辆，同比增长 87%；今年以来累计批发 684.5 万辆，同比增长 7%。在行业比较关注的新能源方面，乘联会初步统计，4 月 1-30 日，新能源车市场零售 52.9 万辆，同比增长 87%；今年以来累计零售 185.2 万辆，同比增长 37%；全国乘用车厂商新能源批发 60 万辆，同比增长 105%；今年以来累计批发 209.7 万辆，同比增长 42%。乘联会指出，2022 年全国乘用车市场新能源实现

650 万辆销量，增速 94%的良好业绩。2023 年 3 月乘用车销量季度末冲刺后，4 月全国新能源乘用车市场回归平稳，4 月价格战热度逐渐消退，消费者恢复理性消费，观望情绪得以缓解，前期压抑需求有所释放，整体车市延续 3 月底的态势，企稳修复。

图表 26: 基础设施建设投资（不含电力）累计同比

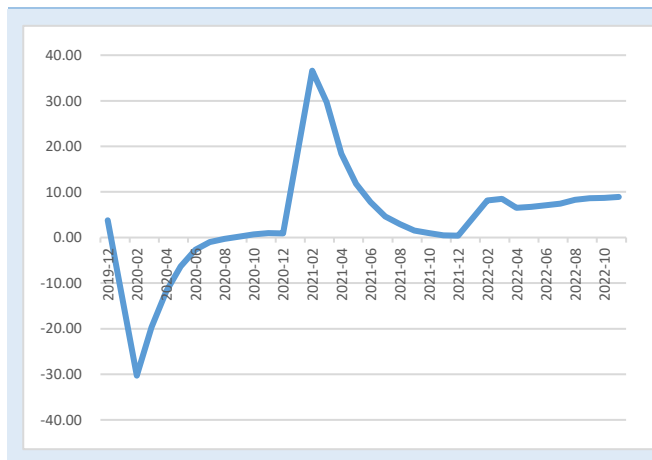
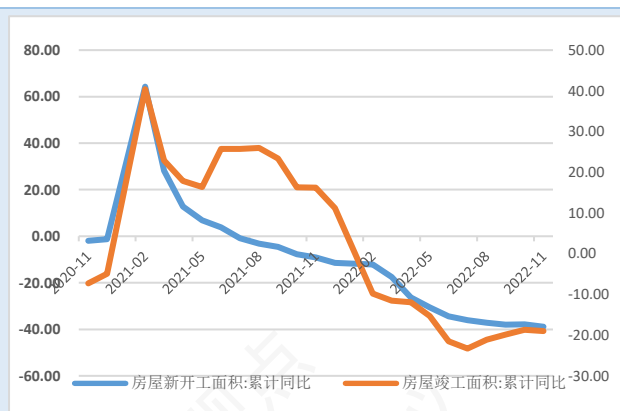
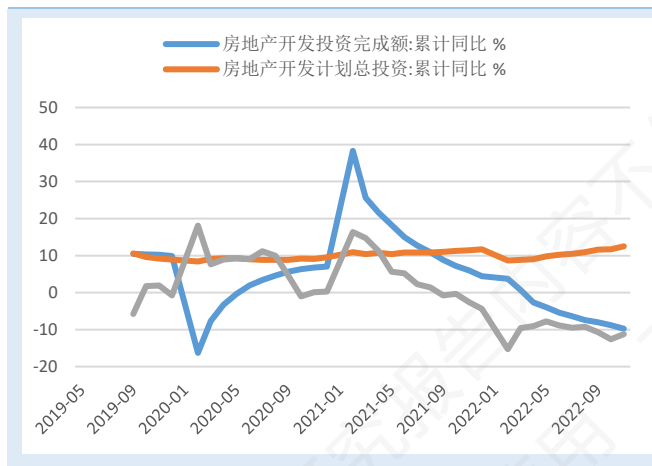


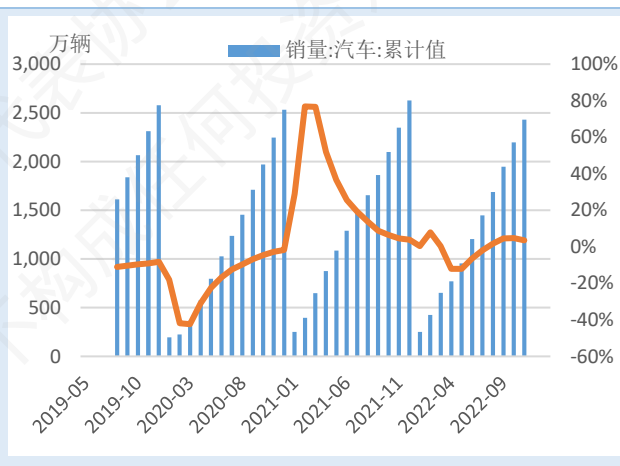
图 27: 房地产新开工和竣工面积累计同比



图表 28: 房地产开发资金情况



图表 29: 国内汽车销量及其增速



数据来源: Wind

# 宏观不确定性仍存，镍价弱势震荡

## 观点

1、鲍威尔表态偏鸽，支持6月暂不加息，而美国债务上限谈判仍有不确定性，后续关注美联储货币政策路径指引、美国债务上限问题如何收场以及美国经济数据表现。中国4月经济数据表现不及预期，尤其是房地产投资在低基数环境下同比降幅继续扩大，市场对中国经济复苏预期走弱，避险情绪有所回升。

2、全球镍库存仍在低位，近期俄镍到港增加，国内电积镍产能逐步释放，原生镍供应增加预期较强，关注硫酸镍与纯镍价差变化。

3、近期宏观避险情绪升温，虽然全球镍库存及沪镍仓单均在低位，但国内货源有所增加，下游需求恢复有限，沪镍跌破17万关口后弱势震荡，维持高波动率，中长期供应过剩预期仍较强。操作上建议观望，短线操作，关注16万附近支撑，后续维持反弹空思路，注意防范市场风险！

## 核心逻辑

**宏观方面：**1、鲍威尔表态偏鸽，支持6月暂不加息，而美国债务上限谈判仍有不确定性，后续关注美联储货币政策路径指引、美国债务上限问题如何收场以及美国经济数据表现。国内方面，中国4月经济数据表现不及预期，尤其是房地产投资在低基数环境下同比降幅继续扩大，市场对中国经济复苏预期走弱，避险情绪有所回升。

**基本面：**1、LME镍库存仍在低位，LME镍0-3M贴水走扩，纯镍进口窗口偶有打开，近期俄镍到货增加，随着国内外精炼镍项目陆续投产，后续纯镍供应紧张格局将逐步缓解，关注硫酸镍与纯镍价差变化。2、镍矿方面，本周镍矿价格持稳，镍铁价格松动下游刚需回落，港口库存小幅去库，而矿山挺价意愿较强，矿价近期持稳为主。3、镍铁方面，本周高镍铁均价小幅回落至1120元/镍点，国内镍铁价格有所松动，钢厂采购偏谨慎，汇率变动后铁厂成本压力渐显。4、不锈钢方面，本周钢价震荡偏弱，原料支撑有所减弱，钢厂5月排产增加，但市场信心不足，下游拿货谨慎。本周不锈钢两地库存去化速度放缓，终端需求恢复仍缓慢，后续供应压力较大，观察市场到货增加后两地库存的去化情况。5、新能源方面，新能源汽车产销增速放缓，硫酸镍需求持稳，镍豆经济性仍不佳。

**风险关注：**宏观消息，印尼菲律宾政策变化，镍库存变化，下游需求

2023年5月21日 星期日

有色金属研究中心  
镍金属·周度报告

谢灵

投资咨询号：Z0015788

从业资格号：F3040017

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

## 一、行情回顾

本周沪镍 2306 合约开于 170000 元/吨，美国债务上限问题扰动市场，国内经济数据表现不及预期，内需疲弱仍压制市场情绪，供应增加预期下镍价弱势震荡运行。截至周五收盘报于 167300 元/吨，周跌幅 0.95%，成交量增 15.5 万手至 130.2 万手，持仓量减 12166 手至 63568 手。伦镍本周开盘报 22290 美元/吨，周内伦镍震荡走弱，收盘报 21470 美元/吨，周跌幅 3.33%。

### 周度市场信息整理

#### 宏观方面：

(1) 国家统计局：4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月下降 0.47%。1—4 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%。

(2) 国家统计局：1—4 月份，全国房地产开发投资 35514 亿元，同比下降 6.2%；其中，住宅投资 27072 亿元，下降 4.9%。

(3) 美国共和党领袖、众议院议长麦卡锡的债务上限谈判代表在周五早上与白宫代表的闭门会议开始后不久便突然离开。共和党代表 Garret Graves 说，谈判处于“暂停”状态，他不知道谈判代表们是否会在周五或周末再次会面。

(4) 虽然强调抗击通胀的必要性，鲍威尔还是发表鸽派信号称，自己倾向于支持 6 月暂不加息，而且银行业危机导致的信贷条件收紧，可能意味着美联储峰值利率将低于预期：FOMC 尚未就货币政策应进一步收紧多少而作出决定。“新美联储通讯社”点评称，鲍威尔点明银行业压力将影响货币决策。

#### 产业链方面：

(1) 菲律宾最大的镍矿生产商亚洲镍业(NAC)公布 1-3 月销售稳定，国内交货量增加，但购买量下降。根据其 5 月 15 日的季度报告，该公司第一季度镍矿销售额与去年同期相比稳定在 239 万湿公吨(wmt)。该公司向珊瑚湾(Coral Bay)和塔加尼托(Taganita)高压酸浸厂交付了 179 万吨褐铁矿，高于上年同期的 174 万吨，占其销售额的大部分。珊瑚湾产能为 24000 吨镍金属/年，含钴产能为 2000 吨钴金属/年，产品为镍钴混合硫化物。位于北苏里高省的 Taganita 目前以混合镍钴硫化物的形式分别生产约 3 万吨镍金属/年和 2500 吨钴金属/年。

(2) 外电 5 月 15 日消息，俄罗斯最大的镍生产商诺里尔斯克镍业公司(Nornickel)发言人近日表示，在获得港务局最新许可后，Nornickel 将继续通过鹿特丹港向国际市场交付镍。然而，消息人士称，该公司对美国的镍供应已经减少，主要是由于最近对俄罗斯镍的进口关税增加。这位发言人表示，续签的准运许可主要与镍有关。

(4) 据英国天空新闻、法新社和路透社 5 月 19 日消息，英国政府 19 日宣布对俄罗斯矿产部门的新制裁措施，该制裁措施针对铝、钻石、铜和镍的进口。据报道，俄罗斯的钻石贸易的交易规模约为每年 40 亿至 50 亿美元，为克里姆林宫提供急需的税收收入。据悉，欧盟成员国比利时是俄罗斯钻石的最大买家之一，此外还有印度和阿联酋。而美国则是加工品的主要终端市场。

(5) 自 2023 年 5 月 22 日起，上海期货交易所对上期综合业务平台铜、铝、锌、铅、镍、锡和白银品种标准仓单交易买卖双方仓单交易商收取交易手续费，收取比例为成交金额的万分之零点二五。

(6) FPX Nickel 宣布其位于不列颠哥伦比亚省中部的 Baptiste 镍项目生产电池级硫酸镍。与 Sherritt Technologies 合作进行的测试工作产生了符合行业标准电池级规格的晶体。该计划包括优化流程、减少纯化阶段的数量、试剂消耗和设备尺寸。测试工作的结果证明了生产钴和铜副产品的能力。Baptiste 资源每年可生产多达 43500 吨硫酸镍中的镍，足以满足 2030 年北美电动汽车电池对镍的预计需求的 17%，而不会取代北美目前的任何冶炼和初级精炼容量。

(7) 近日，中国的电池和材料回收公司格林美公告，将在印尼建设一个价值 5 亿美元的联合镍项目。格林美宣布联合投资 5 亿美元，在印尼建设一个年产 2 万吨的红土镍矿冶炼项目。根据该公司的公告，该项目位于印度尼西亚莫罗瓦利工业园区，项目建成运行 10 年内，平均供应品位在镍金属含量 1.0% 以上，每年保障供应镍矿的镍金属不少于 20,000 吨。

图表 1：沪镍主力

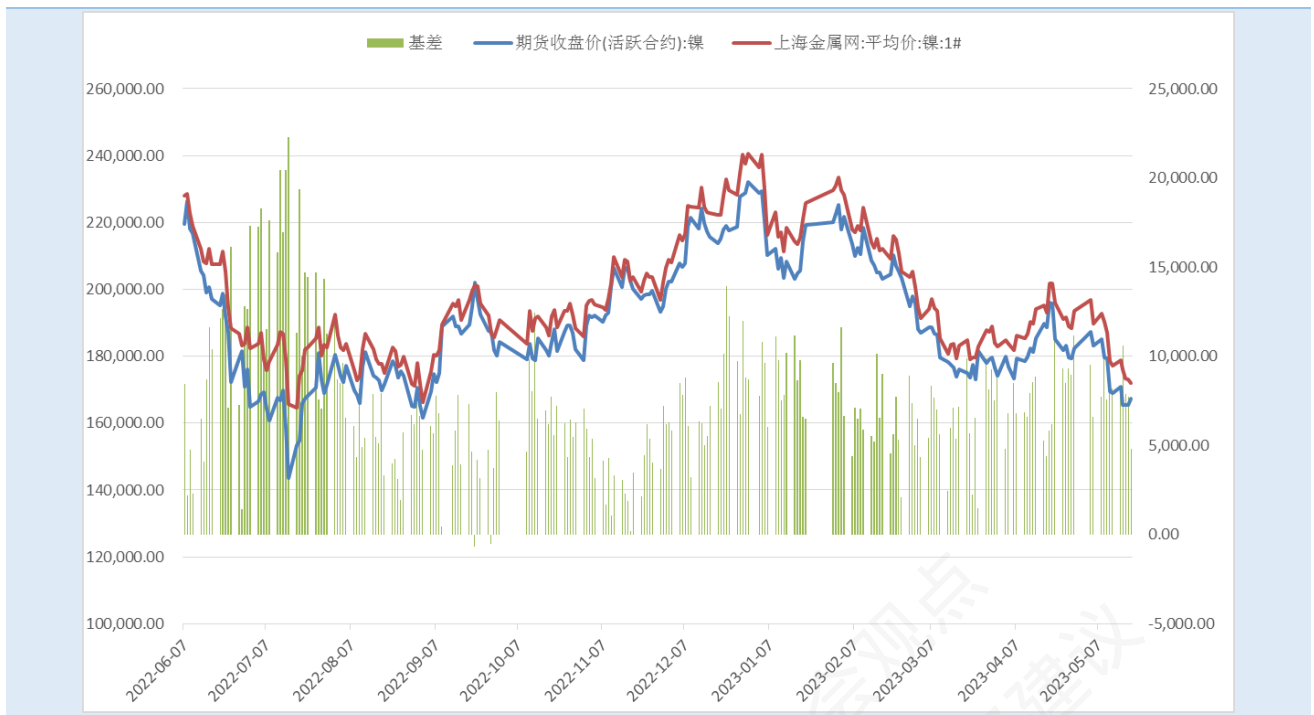


图表 2：LME 镍



数据来源：Wind

图表 3：镍基差图



数据来源: Wind

## 二、基本面分析

### 2.1 下游刚需回落，矿价持稳运行

**进口方面:** 据海关数据, 2023 年一季度, 中国镍矿进口总量 502.3 万吨, 同比增加 11.6%。其中, 自菲律宾进口镍矿总量 348.2 万吨, 同比增加 4.0%; 自其他国家进口镍矿总量 154.1 万吨, 同比增加 33.5%。

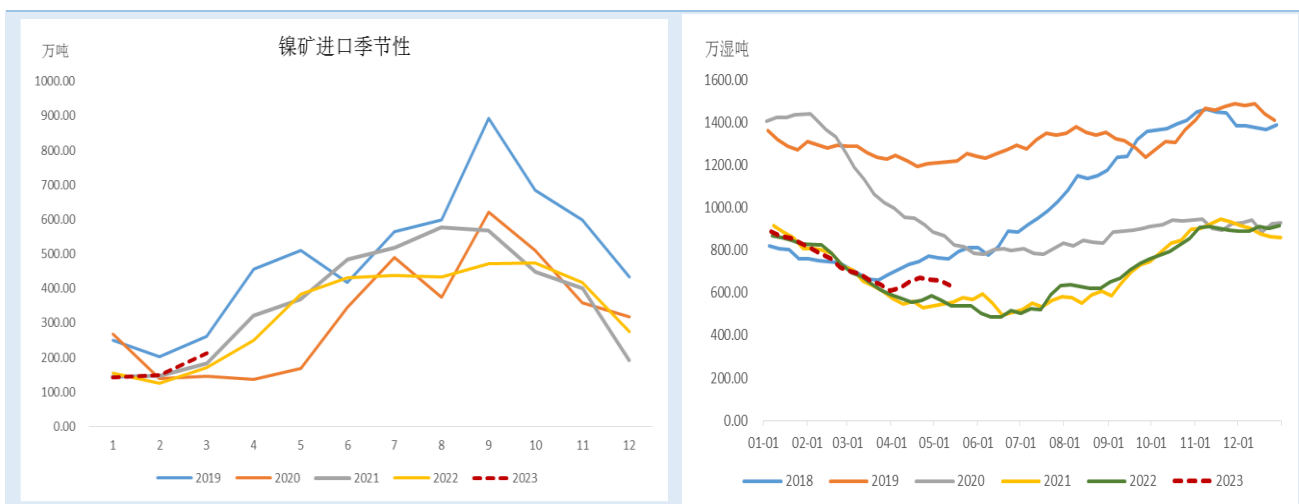
**现货价格:** 据 SMM, 本周五 1.5% CIF 价格为 52.5 美元/湿吨, 较上周持平。

**港口库存:** 据 SMM, 5 月 19 日, 全国港口镍矿库存较上周减少 30.9 万湿吨至 604.7 万湿吨。总折合金属量 4.8 万金吨。其中全国七大港口库存 297.8 万湿吨, 较上周减少 19.9 万湿吨。

本周镍矿价格持稳, 镍铁价格松动下游刚需回落, 港口库存小幅去库, 而矿山挺价意愿较强, 矿价近期持稳为主。

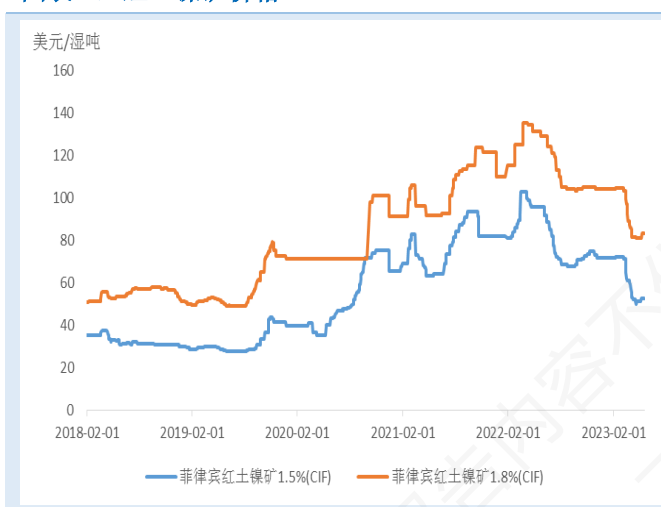
图表 4: 镍矿进口季节性

图表 5: 国内镍矿港口库存季节性



数据来源: Wind

图表 6: 红土镍矿价格



数据来源: SMM

## 2.2 现货成交转暖，进口窗口偶有打开

**产量数据:** 据 SMM, 2023 年 4 月全国精炼镍产量共计 1.76 万吨, 环比上调 0.17%, 同比上升 36.35%。

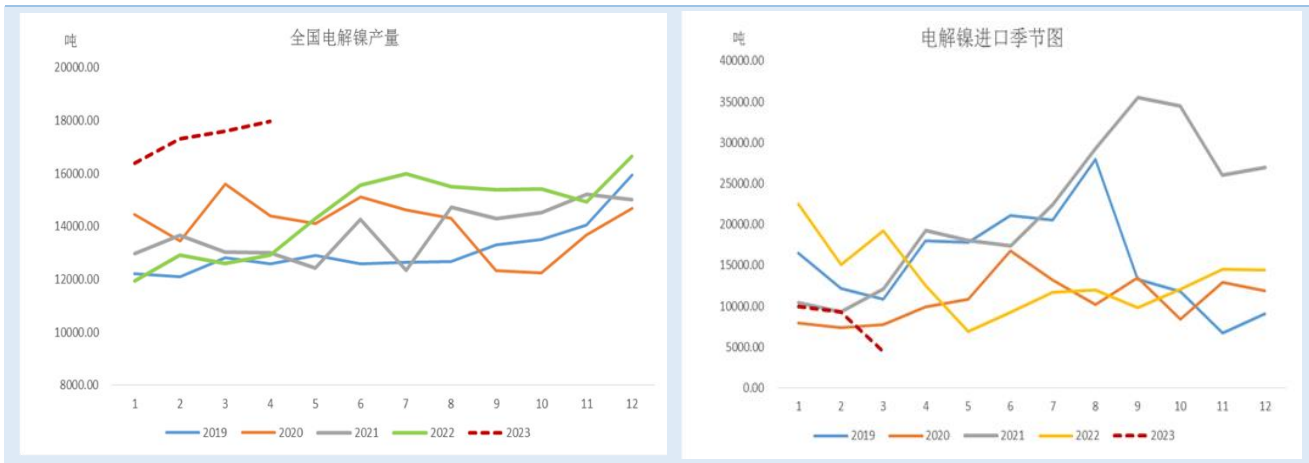
**进出口数据:** 据海关数据统计, 2023 年 1-3 月, 中国精炼镍进口总量 20248.806 吨, 同比减少 35542 吨, 降幅 63.71%。

**库存方面,** LME 库存 39174 吨, 较上周减 120 吨, 降幅 0.3%, SHFE 镍小计库存 908 吨, 较上周减 829 吨, 降幅 47.73%。同期上海保税区 (包括上海世天威、理资堂、临港、捷开依、Henry Bath) 精炼镍库存较上周 (5 月 12 日) 持平至 4300 吨。

**进口方面,** 本周纯镍进口窗口偶有打开, 截至本周五对沪镍现货盈利 600 元/吨左右。LME 镍 0-3M 调期费维持在贴水 130 美金附近, 贴水走扩。

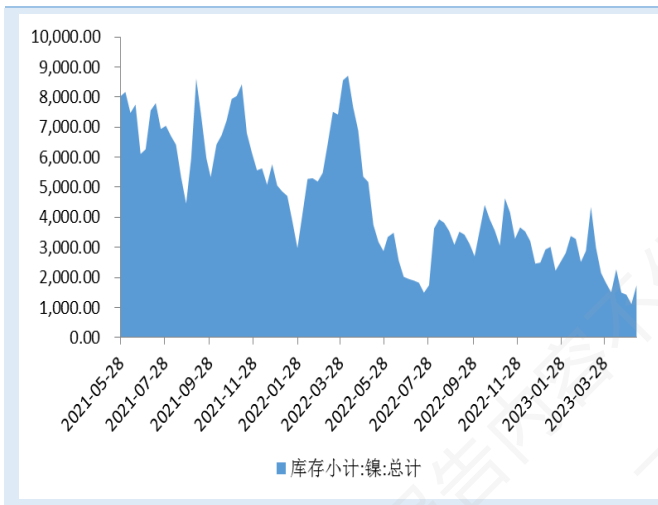
图表 7: 全国电解镍产量

图表 8: 电解镍进口

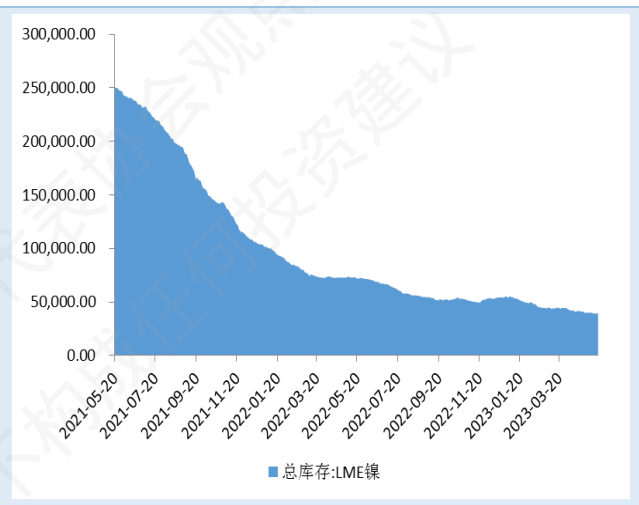


数据来源：SMM

图表 9：上期所镍库存

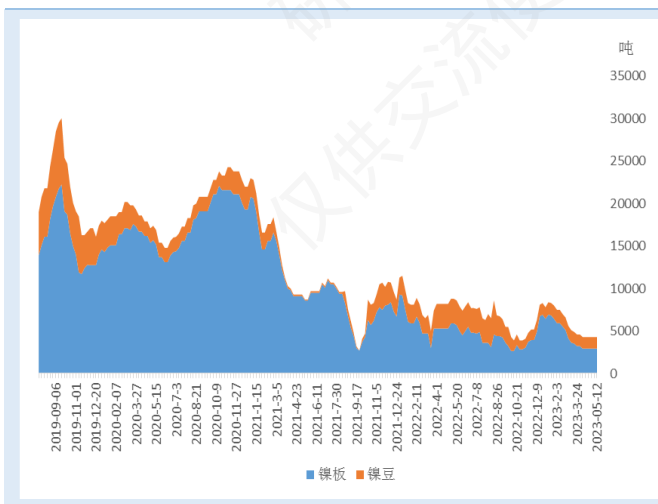


图表 10：LME 镍库存

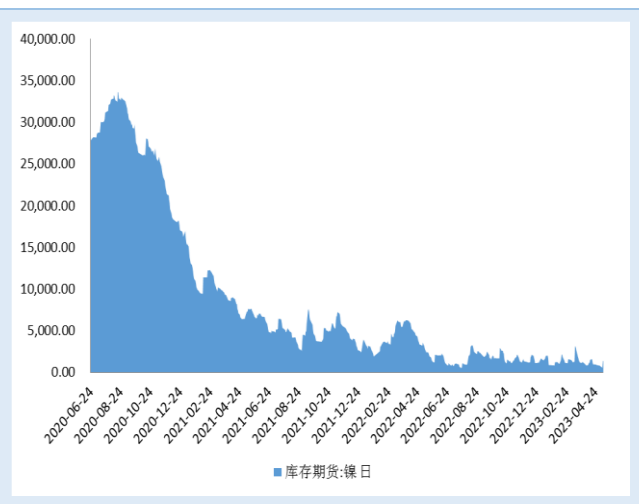


数据来源：Wind

图表 11：上海保税区库存



图表 12：SHFE 镍仓单



数据来源：Wind

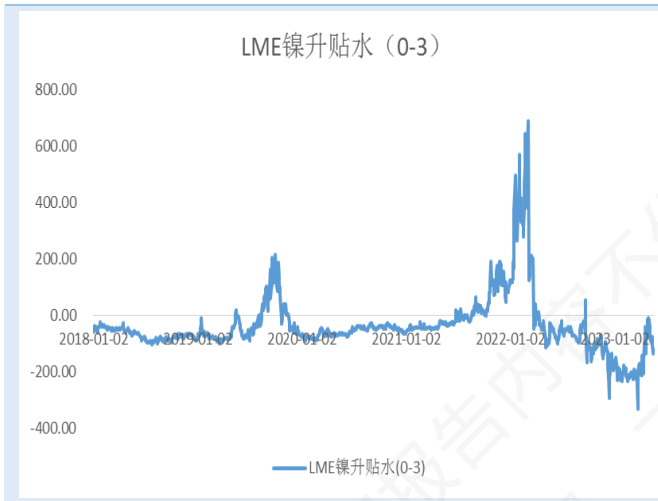
图表 13：镍进口盈亏

图表 14：金川镍、俄镍升贴水价差

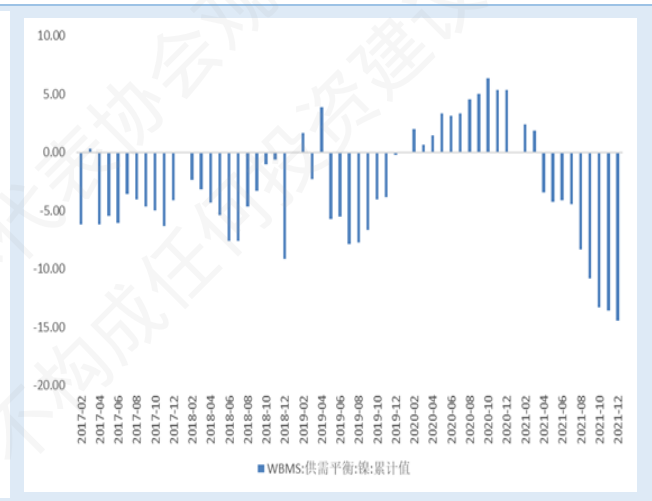


数据来源: Mysteel, Wind

图表 15: LME 镍升贴水 (0-3)



图表 16: 全球供需平衡



数据来源: Wind

## 2.3 镍铁价格松动，铁厂成本压力渐显

**产量数据:** 据 SMM 数据, 2023 年 4 月全国镍生铁产量为 2.84 万镍吨, 24.3 万实物吨, 实物吨环比减少 4.74%, 同比减少 25.09%。

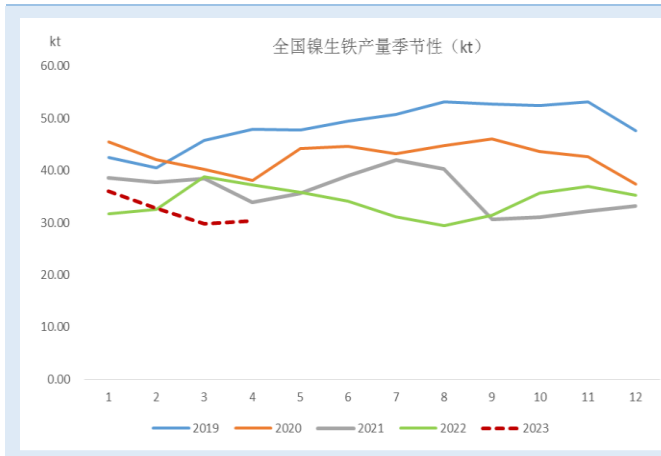
**进口数据:** 据海关数据, 2023 年 1-3 月中国镍铁进口总量 158.8 万吨, 同比增加 44.2 万吨, 增幅 38.5%。其中, 自印尼进口镍铁量 142.2 万吨, 同比增加 41.3 万吨, 增幅 40.9%。

**现货方面:** 据 SMM 了解, 5 月 18 日, SMM8-12%高镍生铁均价 1120 元/镍点 (出厂含税), 较前一日报价下降 2.5 元/镍点。华东某钢厂少量成交 1120 元/镍点 (到厂含税), 一定程度影响了市场情绪。

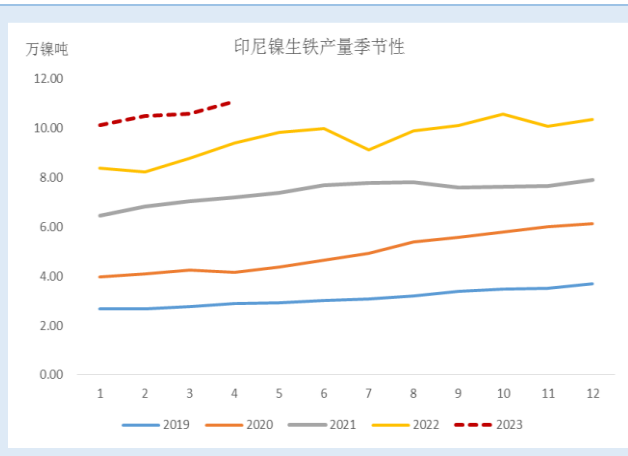
本周高镍铁均价小幅回落至 1120 元/镍点, 国内镍铁价格有所松动, 钢厂采购偏谨慎, 汇率变动后铁厂成本压力渐显。印尼方面, 印尼项目仍在投产放量, 印尼出口征税方案仍未敲定, 后续关注相关政策进展, 中长期镍铁供应过剩格局难改。

**中长期看:** 未来随着高冰镍实现量产, 电解镍与镍生铁价差将持续收窄。

图表 17：全国镍生铁产量

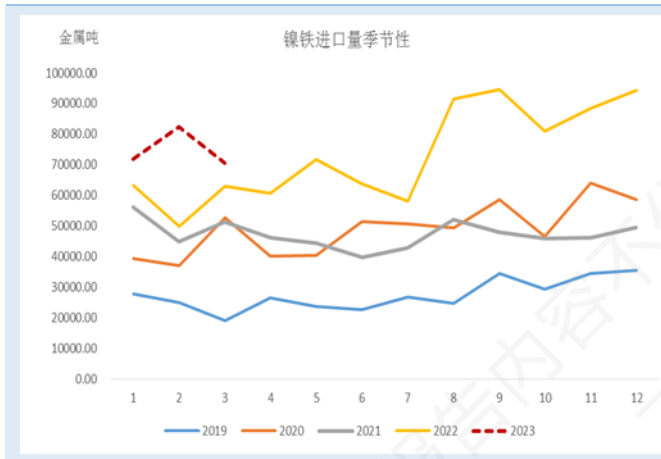


图表 18：印尼镍生铁产量



数据来源：SMM

图表 19：镍铁进口量季节图



图表 20：镍铁价格



数据来源：SMM

图表 21：印尼镍铁项目进展

企业名称	设备数量	产能 (万金属吨)	工艺	预计投产时间
青山 (Weda Bay)	12	18.6	RKEF	2023年E
青山 (Morawali)	6	6.8	RKEF	2023年E
Indoferro	1	0.4	RKEF	2023年7月E
印尼德龙	8	6	RKEF	2023年E
印尼华迪	4	2.9	RKEF	2023年E
印尼万向一期	2	2.3	RKEF	2023年E
力勤+Harita (HJF)	8	9.6	RKEF	2023年E
青岛中程 (恒顺)	4	3.3	RKEF	2023年E
<b>2023年合计</b>		<b>49.9</b>		

数据来源：SMM

## 2.4 市场信心不足，关注不锈钢库存去化速度

**产量方面：**据 Mysteel 调研，2023 年 5 月国内新口径国内 41 家不锈钢厂粗钢排产 309.89 万吨，月环比增加 10.9%，同比增加 2.5%。

**进出口方面：**据海关数据，2023年3月，国内不锈钢进口量约12.33万吨，环比减少34.1%；同比减少48.6%；国内不锈钢出口量约34.94万吨，环比增加38.15%；同比减少7.99%；国内不锈钢净出口量约22.61万吨，环比增加244.3%，同比增加61.7%。

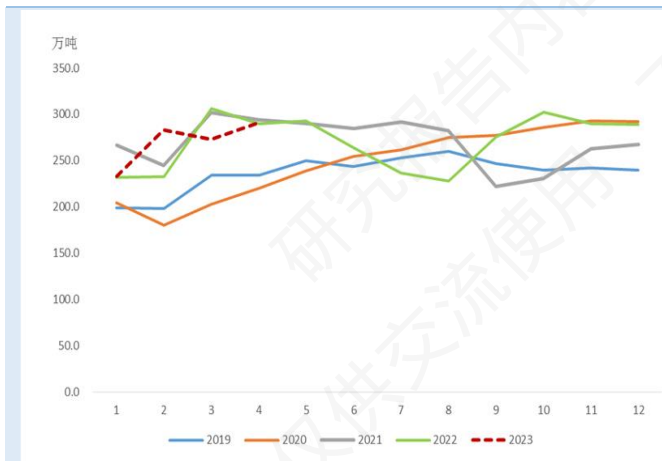
**库存方面，**据Mysteel统计，2023年5月18日，全国主流市场不锈钢78仓库口径社会总库存109.07万吨，周环比下降0.31%。其中冷轧不锈钢库存总量55.98万吨，周环比上升0.51%，热轧不锈钢库存总量53.09万吨，周环比下降1.16%。本期全国主流市场不锈钢78仓库口径社会总库存呈现降量，但整体的变动幅度有所减缓，主要体现在冷轧资源的微增和热轧资源的下降。由于不锈钢期货盘面的震荡下跌，市场多弥漫着悲观的情绪，谨慎观望的态度逐渐浓厚，下游采购以及询单的氛围冷清，资源消耗有限；热轧资源则由于钢厂到货不多，刚需补库加上代理提货的情况下，消化速度有所加快。

**现货价格：**本周304冷轧现货价格较上周跌150元/吨，目前304冷轧2.0mm宏旺、德龙、北港新材料毛边主流在15250-15400元/吨；201冷轧现货价格较上周持稳，201J1冷轧1.0mm冷轧主流在9550/吨；430冷轧现货价格较上周持稳，430酒钢主流在7750元/吨。

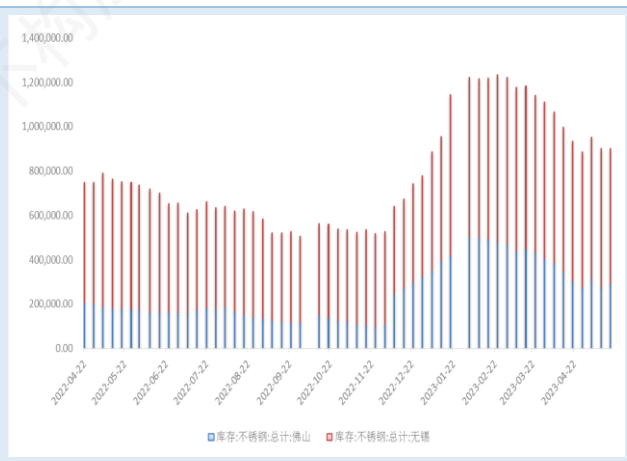
**本周钢价震荡偏弱，原料支撑有所减弱，钢厂5月排产增加，但市场信心不足，下游拿货谨慎。本周不锈钢两地库存去化速度放缓，终端需求恢复仍缓慢，后续供应压力较大，观察市场到货增加后两地库存的去化情况。**

**风险点：**中长期看，不锈钢计划投产项目较多，随着不锈钢产量的抬升，若下游需求无法跟上，则供应压力将逐渐体现。

图表 22：不锈钢产量



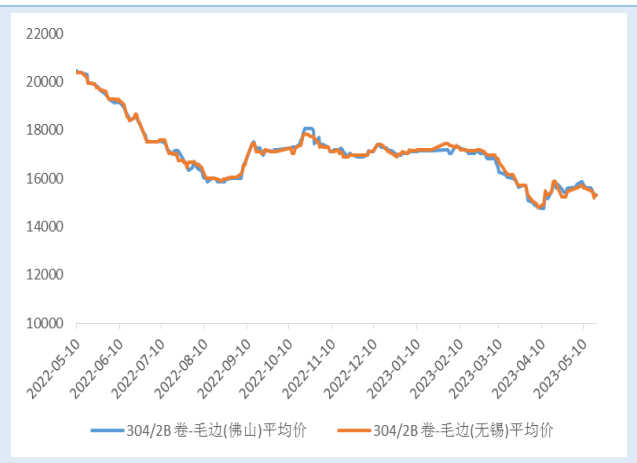
图表 23：不锈钢库存



数据来源：SMM

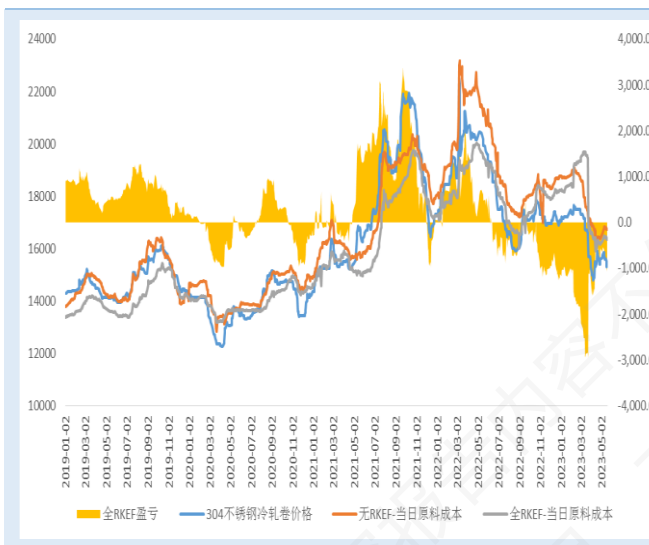
图表 24：不锈钢热轧价格

图表 25：不锈钢冷轧价格



数据来源：SMM

图表 26：不锈钢成本



图表 27：镍/不锈钢比价

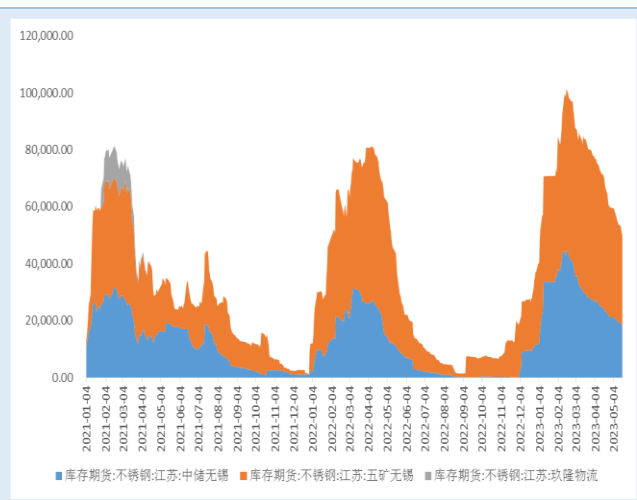


数据来源：SMM

图表 28：不锈钢基差



图表 29：不锈钢仓单



数据来源：Wind

图表 30：2023 年不锈钢新增产能规划

日期	不锈钢厂名称	不锈钢产能（万吨/年）	规划系别	预计投产时间
中国	山东盛阳	170	300系	2023年
	德龙溧阳	276	300系	2023年
	福建青拓	90	300系	2023年
	河北毕氏	139	300系	2023年
	山东鑫海	218	300系	2023年
	总计		893	
印尼	印尼象屿（德龙）	50	300系	2023年
	印尼青山	100	300系	2022年待投
	宁波力勤	300	300系	2023年或以后
	总计		450	

数据来源：中联金

### 三、操作建议

鲍威尔表态偏鸽，支持 6 月暂不加息，而美国债务上限谈判仍有不确定性，后续关注美联储货币政策路径指引、美国债务上限问题如何收场以及美国经济数据表现。国内方面，中国 4 月经济数据表现不及预期，尤其是房地产投资在低基数环境下同比降幅继续扩大，市场对中国经济复苏预期走弱，避险情绪有所回升。

从基本面看，LME 镍库存仍在低位，LME 镍 0-3M 贴水走扩，纯镍进口窗口偶有打开，近期俄镍到货增加，随着国内外精炼镍项目陆续投产，后续纯镍供应紧张格局将逐步缓解，关注硫酸镍与纯镍价差变化。镍矿方面，本周镍矿价格持稳，镍铁价格松动下游刚需回落，港口库存小幅去库，而矿山挺价意愿较强，矿价近期持稳为主。镍铁方面，本周高镍铁均价小幅回落至 1120 元/镍点，国内镍铁价格有所松动，钢厂采购偏谨慎，汇率变动后铁厂成本压力渐显。不锈钢方面，本周钢价震荡偏弱，原料支撑有所减弱，钢厂 5 月排产增加，但市场信心不足，下游拿货谨慎。本周不锈钢两地库存去化速度放缓，终端需求恢复仍缓慢，后续供应压力较大，观察市场到货增加后两地库存的去化情况。新能源方面，新能源汽车产销增速放缓，硫酸镍需求持稳，镍豆经济性仍不佳。

总体而言，鲍威尔表态偏鸽，支持 6 月暂不加息，而美国债务上限谈判仍有不确定性，后续关注美联储货币政策路径指引、美国债务上限问题如何收场以及美国经济数据表现。中国 4 月经济数据表现不及预期，尤其是房地产投资在低基数环境下同比降幅继续扩大，市场对中国经济复苏预期走弱，避险情绪有所回升。全球纯镍库存仍在低位，近期俄镍到港增加，国内电积镍产能逐步释放，原生镍供应增加预期较强，各项目的投产情况或将对盘面造成一定影响，关注硫酸镍与纯镍价差变化。新能源需求增速整体放缓，不锈钢产业链仍显疲弱，关注后续消费复苏情况。近期宏观避险情绪升温，虽然全球镍库存及沪镍仓单均在低位，但国内货源有所增加，下游需求恢复有限，沪镍跌破 17 万关口后弱势震荡，维持高波动率，中长期供应过剩预期仍较强。操作上建议观望，短线操作，关注 16 万附近支撑，中长期维持反弹空思路，注意防范市场风险！

风险关注：宏观消息，印尼菲律宾政策变化，镍库存变化，下游需求

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期货市场有风险，入市需谨慎

研究报告内容不代表协会观点  
仅供交流使用 不构成任何投资建议