

宏观向下 VS 低库存，供需趋松预期何时兑现？ ——中信期货 2023 年度策略会议 有色论坛

报告要点

12 月 16 日，由中信期货主办的 2023 年度策略会议有色论坛在线上举行，本次线上会议，来自宏观及基本金属领域的几位嘉宾为大家呈现了最核心的逻辑和观点，以下为本次会议纪要。

摘要：

本次会议有上期所和中信期货共同主办，主要对 2023 年有色金属市场进行展望，为投资者提供有色市场的主逻辑和风险所在，助力实体企业安排生产、采购。

发言嘉宾：

1、海外弱衰退，国内弱复苏

刘道钰 中信期货研究所 宏观研究员

2、2023 年铜锡锂行情展望

沈照明 中信期货研究所 有色金属组负责人

3、2023 年铝行情展望

李苏横 中信期货研究所 有色金属研究员

4、2023 年锌铅行情展望

郑非凡 中信期货研究所 有色金属研究员

5、2023 年镍不锈钢基本面展望

张 远 中信期货研究所 有色金属研究员

6、2023 年贵金属基本面展望

张 文 中信期货研究所 商品策略组负责人

圆桌论坛：

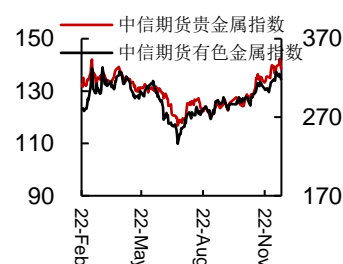
1、2023 年铜交易机会探讨及有色保值建议

徐长宁 铜陵有色集团商务部 期货业务主管

2、房地产下行周期下的铝市场机会探讨

2022-12-18

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



有色金属研究团队

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

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

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

陆义龙 武汉铝业协会 高级投资顾问

3、铅矿紧缺和锌矿过剩背景下的市场走向如何？

马宏健 云南振兴实业集团 高级市场分析师

4、镍产业链割裂何时能打通？

王 聪 上海有色网 大数据总监

各位投资者大家好，欢迎参加中信期货 2023 年度策略会有色分论坛。2023 年我们预期全球经济增长放缓，预计有色金属各品种普遍面临供需过剩压力，但是现实库存却偏低，供需趋松何时能够兑现呢？我们邀请了中信期货宏观研究员、有色等品种研究员及行业嘉宾将就 2023 年行情走势做详细探讨，希望能对各位投资有所帮助。

一、海外弱衰退，国内弱复苏

发言嘉宾 1、刘道钰 中信期货研究所 宏观研究员

对于 2023 年的宏观经济，我们认为海外是弱衰退格局，尤其是美国和欧元区；国内是弱复苏格局。

2022 年海外宏观基本上围绕高通胀、加息与经济衰退展开。2022 年一季度，海外通胀走高，市场交易高通胀环境下商品价格走高的逻辑，有色金属价格趋于上行。但是，高通胀也导致美联储快速加息，而快速加息又导致市场担心海外经济步入衰退，经济衰退的预期使得 6 月中下旬有色金属价格普遍大幅下跌。当然，后来市场发现海外经济增长的放缓比预期更慢，因此 7 月中旬之后有色金属价格普遍有所回升。

2022 年国内房地产下滑以及疫情反复对有色金属价格有较大影响。房地产的下滑幅度是比较大的，国内疫情阶段性扩散对我国消费构成明显抑制，对有色金属需求有一定的不利影响。

以上因素在 2023 年也是影响有色行情的重要因素。

（一）2023 年美欧仍需加息控通胀，经济趋于弱衰退

2022 年海外经济体普遍面临高通胀的问题；即便剔除掉能源和食品，海外主要经济体的核心通胀也较高。今年 10 月份，美国和欧元区 CPI 同比分别高达 7.7%、10.6%。虽然较高的能源和食品价格是推高通胀的原因之一，但是剔除掉能源和食品，美国与欧元区的核心 CPI 同比也分别高达 6.3%、5.0%，远高于 2% 的央行控制目标。其他主要经济体也普遍面临高通胀问题。目前英国、加拿大的核心 CPI 同比高达 6% 左右，韩国与新加坡的核心 CPI 同比在 5% 左右，此前长期低通胀的日本目前的核心 CPI 同比也高达 3.6%。

劳动力短缺是很多海外经济体高通胀的重要推动因素。今年很多海外经济体劳动力供需均为近 10 年最紧张的状态。9 月份美国非农职位空缺数高达 1072 万，比疫情前高 50% 左右；二季度末欧元区职位空缺率为 3.2%，比疫情前高 1 个百分点；澳大利亚、新加坡的职位空缺也异常高。劳动力供需紧张是高通胀的重要推动因素。

海外经济体劳动力短缺并非因为经济高速增长导致劳动力需求旺盛。美国、欧元区、澳大利亚、新加坡疫情后三年 GDP 年平均增速均显著低于疫情前三年的

GDP 年平均增速。这说明疫情后三年劳动力需求的增长并不快，劳动力短缺并非因为劳动力需求旺盛。

海外经济体劳动力短缺主要因为长期新冠持续抑制劳动力供应；从目前趋势来看，2023 年新冠流行将继续抑制海外劳动力供应。根据美国人口普查局的抽样调查以及疾控中心的统计分析，截至 10 月 17 号，7.0% 的美国成年人存在长期新冠症状，2.0% 的成年人因此活动严重受限。虽然大多数的长期新冠患者会继续工作，但工作时间和效率会有所降低，而且少数长期新冠患者症状严重，不得不退出劳动力市场。疫情之后，美国劳动参与率显著降低，非劳动力人口显著增加，这与疫情对劳动力供应的抑制是有关系的。值得注意的是，长期新冠患者数量随着时间推移并未显著减少；今年 9、10 月份美国长期新冠患者比例略有降低，但降低幅度并不显著。今年 3 月份以来美国劳动参与率并未进一步修复，仍比疫情前低 1.2 个百分点；非劳动力数量也并未进一步减少，仍比疫情前多 450 万左右，这从侧面印证长期新冠对劳动力供应的抑制并未随着时间而显著减弱。英国长期新冠数据与美国类似。英国有 210 万长期新冠患者，占总人口的 3.3%，其中奥密克戎时期新出现的长期新冠患者约为总人口的 1.2%。疫情以来，英国非劳动力人口数量异常增加。虽然奥密克戎毒株的症状严重程度较德尔塔毒株显著降低，但今年以来英国长期新冠患者数量并未减少，反而较去年年底有所增加。不管美国还是英国，长期新冠患者数量并未随着时间推移而显著减少。从这个趋势来看，2023 年新冠流行将继续抑制海外经济体的劳动力供应。

目前美国核心 CPI 同比拐点或已出现，但核心服务通胀压力仍大。10 月份美国核心 CPI 同比触顶回落，拐点可能已经出现。这主要因为核心商品价格回落。不过，美国核心服务通胀压力仍大，10 月份核心服务 CPI 同比仍略有上升，环比涨幅仍高达 0.5%。

预计 2023 年上半年美国住房租金同比涨幅继续扩大。住房租金占美国 CPI 的权重约 1/3，对美国 CPI 的影响较大。中长期来看，住房租金主要取决于收入水平。疫情以来美国住房租金累计上涨 11.8%，涨幅仍低于个人总收入 14.6% 的增幅，预计 2023 年上半年美国住房租金继续快速上涨。

2023 年下半年美国 CPI 住房租金同比回落较慢，年底仍高达 6%-7%。一方面，到明年年底较高的房价仍对租金有推升作用。疫情以来美国房价涨幅高达 35%，远高于租金涨幅。尽管今年三季度美国房价有所回落，但回落速度不快，3 个月累计仅回调 2.4%。到明年年底，美国住房租金疫情以来的累计涨幅大概率仍低于房价涨幅，房价对住房租金仍有支撑作用。另一方面，美国住房供需紧张的缓解较慢。截至今年三季度，美国出租房屋空置率与全美房屋空置单元数均显著低于疫情前。根据我们的推算，到明年年底全美房屋空置单元数量不太可能回升到疫情前水平，存量房屋供需仍偏紧。

劳动力供需紧张也是支撑通胀的重要因素。从供应端来看，2023 年美国劳动力供应难以显著增加。首先，长期新冠持续抑制美国劳动力供应；其次，美国失业率已经降至 3.7% 的历史低位，失业人口作为潜在的劳动力供应难以提供更多的

劳动力。最后，美国劳动年龄人口的自然增长相对缓慢。

从劳动力需求来看，2023 年美国服务业有望略微增长，对劳动力需求有一定支撑。截至 9 月份，美国个人名义服务消费相对于疫情前（2020 年 2 月）增长 13.8%，略低于个人总收入 14.6% 的增幅，美国服务消费仍有一些修复性增长空间。美国非农就业以服务业就业为主，占比高达 80% 以上。服务消费小幅增长有望支撑 2023 年美国服务业略微增长，进而给劳动力需求带来一定支撑。

综合劳动力供需来看，2023 年美国劳动力供需紧张的缓解不会很快，美国核心服务通胀仍有支撑。再考虑到 2023 年上半年美国 CPI 住房租金同比涨幅继续扩大，下半年缓慢回落，年底仍高达 6%-7%，**预计 2023 年上半年美国核心服务 CPI 同比维持高位，下半年有所回落，但年底仍较高。**

预计 2023 年一季度美联储继续加息至 5% 左右，年内不太可能转向降息。由于美国核心通胀拐点大体已经出现，预计美联储加息终点利率不太可能进一步抬升，2023 年一季度美联储继续加息至 5% 左右。由于 2023 年美国核心服务通胀仍高，为了防止过早降息导致通胀反弹，美联储不会很快转向降息。再考虑到美国劳动力市场供需紧张的缓解不会很快，明年美国失业率上升幅度有限，就业不会很差，预计 2023 年美联储不太可能转向降息。

预计 2023 年美国商品需求明显下降。2022 年年初以来美国耐用品与非耐用品实际消费支出略有减少，高通胀和加息对商品消费的抑制已经有所体现。2023 年美国核心服务通胀较高，CPI 同比回归 2% 需要核心商品 CPI 同比下降。这通过高利率抑制商品需求来实现。以房地产为例，美国 30 年期抵押贷款固定利率高达 6% 以上，处于 2004 年以来的最高水平。房贷利率的大幅提高已经导致新屋销售大幅下降，进而导致新屋库存大幅上升，使得新屋开工显著回落；预计 2023 年美国新屋开工进一步下降。

预计 2023 年美国整体经济弱衰退。今年下半年以来全球经济增长放缓使得贸易活动减少，2023 年全球经济增长将进一步放缓，预计美国商品出口会有所下滑。今年三季度美国商品消费、住宅投资、存货投资均有所下降，但设备投资仍保持增长；明年美国商品需求将进一步减少，预计设备投资也会转向下降。三季度美国服务消费仍保持增长。考虑到美国服务消费尚未完全修复，美联储加息对服务消费的抑制相对较小，预计 2023 年美国服务消费略微增长。综合来看，预计 2023 年美国整体经济弱衰退。

2023 年欧央行将继续加息控通胀。虽然欧元区通胀与能源价格大涨有较大关系，但由于新冠流行抑制劳动力供应，欧元区服务通胀压力也较大，10 月份 CPI 服务同比上涨 4.4%。未来欧元区通胀回归 2% 并非易事，2023 年欧央行仍需加息控通胀。

预计 2023 年欧元区经济步入衰退。欧元区 11 月制造业 PMI 初值为 47.3%，服务业 PMI 初值为 48.6%，均连续 3 个月显著低于 50% 的临界水平。PMI 数据显示欧元区经济已经显现衰退迹象。考虑到高通胀和加息将进一步抑制经济，预计

2023 年欧元区经济将进入衰退。

（二）2023 年我国稳增长力度加大，经济趋于弱复苏

2023 年我国外需仍存在下行压力。由于海外经济增长的放缓，今年 8-10 月份我国外需已经显著走弱，出口金额同比增速从此前的 17% 左右降至 -0.5%。2023 年海外经济增长会进一步放缓，我国外需仍存在下行压力。

从人口趋势来看，我国新增合理住房需求的峰值可能已经出现。2021 年我国城镇化率仅提高 0.83 个百分点，显著低于过去 20 年的 1.2 左右的最低水平。城镇化主要由农村年轻人进入城镇就业来推动，城镇化速度放缓与我国年轻人口减少有关，这一趋势会持续到 2028 年左右。此外，2014 年以来我国初次结婚登记对数持续下降，目前较峰值水平降低 40% 左右，结婚买房刚需已经大幅减少；2018 年以来我国出生人数亦下降 40% 左右，生育小孩带来的住房需求也显著减少。总的来讲，从人口趋势来看，我国新增合理住房需求的峰值可能已经出现。

当前商品房销售低于中期趋势水平，2023 年有望小幅改善。今年 8-10 月份的商品房销售面积已经降至 2012-2015 年水平，基本挤掉了投资和投机性需求。近 2 个月疫情对居民购房信心有一定的抑制。从这个意义来讲，近期商品房销售低于中期趋势水平，未来存在一定的修复空间。“房住不炒”是我国长期坚持的楼市政策基调。在这样的背景下，预计未来投资和投机性需求持续被抑制。再考虑到我国新增合理住房需求已经触顶，预计 2023 年我国商品销售面积小幅增长。

今年房企资金紧张对开发商的拿地和开工构成约束。2004-2021 年间，我国房屋新开工面积一直大于商品房销售面积，因为房屋新开工面积中 5% 左右是不可销售的；但今年 1-10 月份我国房屋新开工面积却低于商品房销售面积。这并非因为开发商库存压力很大；今年商品房现房库存并未趋势性增加，新房价格跌幅也显著小于 2015 年，反映开发商库存压力小于 2015 年。我们认为开发商资金紧张限制了新开工。

最近我国金融机构对开发商融资的支持力度显著加大，预计 2023 年房屋新开工将有所修复。11 月 23 号，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施。这些措施的推出意味着金融机构对房地产开发商的支持力度将显著加大。预计 2023 年开发商的资金压力将明显缓解，房屋新开工和土地购置将有所修复。

预计 2023 年上半年我国房地产投资低位企稳，下半年小幅改善。2023 年上半年我国商品房销售面积、房屋新开工与土地购置面积有望小幅改善，但考虑到前期房屋新开工面积大幅下降对房地产投资的滞后传导效应，预计上半年房地产投资低位企稳，下半年才会小幅改善。

2023 年消费会有所修复，但可能仍部分受到疫情抑制。2022 年国内疫情有所加重，对消费的抑制明显加大。考虑到防疫政策的优化与防疫经验的累积，2023 年国内疫情有望缓解，消费趋于修复。当然，疫情缓解可能并非一帆风顺，消费

可能仍在一定程度上受疫情抑制。

消费修复主要体现在耐用品消费、服务消费方面。从消费分类数据来看，餐饮、旅游等人员密切接触型服务消费以及汽车、家电、通讯器材等非必需耐用品消费受疫情影响较大；医药、粮油食品等必需消费受疫情影响较小。未来消费修复主要体现在人员密切接触型服务消费、非必需耐用品消费方面。

预计 2023 年我国稳增长力度将进一步加大。我国 2035 年远景目标之一是人均国内生产总值达到中等发达国家水平。这意味着 2021-2035 年我国经济总量或人均收入翻一番，GDP 年平均增长 5% 左右。由于疫情抑制经济，预计 2022 年我国 GDP 同比仅增长 3.3%，显著低于 5.5% 左右的政府预期目标。在这样的背景下，2023 年我国 GDP 实现 5% 以上增速的迫切性加大。考虑到 2023 年我国外需下降，房地产虽然小幅改善但仍偏弱，2023 年我国经济实现 5.0% 以上增速仍面临较大挑战。因此，我们预计我国稳增长力度将进一步加大。

稳增长仍需基建发力，预计 2023 年我国经济弱复苏。今年二季度以来我国宏观政策的主基调是稳增长，相关措施包括促进消费、稳定楼市、加大基础设施建设力度、阶段性鼓励设备更新改造投资等。预计 2023 年我国稳增长仍是多方面发力。今年 1-10 月份我国基建投资同比增长 11.4%，增速较高，发挥了一定的稳增长作用。2023 年我国基础设施建设力度有望进一步加大。尽管 2023 年我国经济面临外需走弱、房地产投资偏弱、消费不强的不利局面，考虑到防疫政策优化以及稳增长发力，2023 年我国经济有望弱修复。

（三）小结

总的来讲，我们认为明年美国和欧元区经济弱衰退。考虑到美国核心通胀拐点可能已经出现，美元指数可能已经处于顶部区域。海外抗通胀需要适当压低商品价格，明年大宗商品价格整体震荡偏弱。考虑到国内经济弱修复，国内相关品种价格相对偏强。

二、2023 年铜锡锂行情展望

发言嘉宾 2、沈照明 中信期货研究所 有色金属组负责人

（一）铜

主要观点：我们预计高通胀短期内难以缓解，欧美货币政策难以转向，高利率累积负面影响将继续显现，全球经济增长将放缓，需求增速下行，供应维持偏高增长，供需趋松将驱动铜价进一步下探。

核心逻辑：

（1）从流动性上看，考虑到俄乌局势仍偏紧张，疫情对供应链的扰动还在，估计全球通胀短时间内很难出现明显下降，欧美货币政策 2023 年将延续偏紧局

面，政策转向还需要等待。

(2) 宏观上来看，今年 9/10 月摩根大通全球制造业 PMI 已经连续跌破 50% 的荣枯线水平。同时，欧美央行持续快节奏加息推高了利率，这对经济的累积负面影响在加大，IMF 今年以来不断下调全球经济增长预期。10 月份，IMF 预计 2022 年全球经济将增长 3.2%，2023 年将放缓到 2.7%。

(3) 供应端，今明两年全球铜矿新扩建项目偏多，这是铜矿产量增长的基础，我们预期 2022/2023 年全球铜矿产量增速分别为 4% 和 3%。今年国内冶炼新增产能约 100 万吨，海外冶炼产能增加约 39 万吨，但 2023 年国内冶炼新增产能回落到 56 万吨，并且部分原有产能还将面临阶段减产风险，2023 年海外冶炼产能将小幅下降，预期 2022/2023 全球精铜产量分别增长 4% 和 2.5%，2022/2023 中国铜产量分别增长 3.8% 和 4.8%。

(4) 就消费来看，今年海外消费在一季度还受益于经济的复苏，但之后在俄乌局势紧张、欧美主要央行紧缩货币政策等因素的影响下，海外消费逐步走弱；而就国内来看，尽管 3/4 月华东疫情对铜消费造成负面冲击，但是 5 月份随着疫情好转，复工复产以及汽车和家电等行业刺激政策陆续出台，国内铜消费明显改善。2023 年，我们认为海外铜消费将随着经济增长进一步放缓而转为负增长，国内铜消费增长有望随着疫情防控政策优化而进一步改善。预计 2022/2023 年全球铜消费增速分别为 2.4% 和 1%，中国 2022/2023 年全球铜消费增速分别为 1.9% 和 3%。

(5) 供需平衡来看，2022 全球铜市场整体延续紧平衡的状态，2023 年预计将大幅过剩 42 万吨。

我们认为 2023 年沪铜价格重心可能下移到 5.9 万元，沪铜波动区间在 5.5-6.5 万元，伦铜均价将下移到 7700 美元，伦铜波动区间预计在 6900-8500 美元。

投资建议：结构上，择机关注沪铜跨期正套以及内外盘反套机会；

单边，尝试布局铜空头。

风险因素：美联储货币政策提前转向；国内防疫政策变化；中美关系紧张；供应中断

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50383

