



国联期货研究所

交易咨询业务资格编号
证监许可[2011]1773号

分析师:

李志超

从业资格号: F3058314

投资咨询号: Z0016270

相关报告

《探究春节累库与铜价走势的关系》蒋一星 20230316

《镍节后拉涨原因探究》

李志超 20240227

有色金属春季躁动探究

总结

春季躁动

我们认为岁末年初的上涨，都可以归属于春季躁动行情。

从今年的情况看，本轮有色金属春季躁动的形成与宏观强化、库存趋势契合、持仓配合等多方面有关。

1、宏观强化。大宗商品消费和经济走向密切相关，也与政策窗口和产业周期有关。年初流动性相对宽松，社融和新增贷款也普遍在年内高位，市场风险偏好容易回升，再加上岁末年初是资金调仓布局的窗口期，行情出现躁动的概率比较大。今年初，市场过度的悲观情绪开始缓和，政策发力，经济逐步企稳。恰逢美联储确定转向降息方向，催动行情。

2、补库周期。从历年库存与价格相关度情况看，库存与价格同涨同跌的概率反而更大些。而当前有色金属库存处于累积趋势。

3、近期以铜为首的有色金属持仓量快速增加或促成行情发酵。

不过春季躁动行情的弹性大小和最终效果的演绎与众多因素相关。市场参与路径包括但不限于直接参与有色金属期货，或参与有色金属ETF和有色金属概念股等。

正文目录

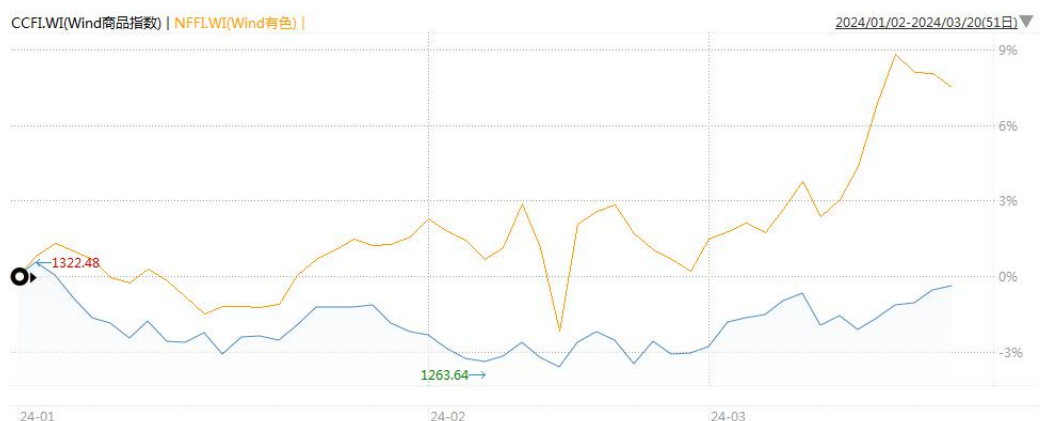
| | |
|-------------------|--------|
| 一、春季躁动行情..... | - 3 - |
| 二、春季躁动行情探究..... | - 4 - |
| 2.1 春节躁动行情时间..... | - 4 - |
| 2.2 价格与宏观..... | - 6 - |
| 2.3 价格与库存..... | - 8 - |
| 2.4 价格与持仓量..... | - 9 - |
| 三、总结..... | - 10 - |
| 3.1 总结..... | - 10 - |
| 3.2 风险提示..... | - 11 - |

一、春季躁动行情

我们普遍认为，股市的春季躁动行情一般出现在岁末年初，时间区间一般落在上年12月到下年2-3月份。其实在期货市场，有色金属也会经常出现春季躁动行情。

今年2月初，股市探底回升，出现了一波明显的修复上涨行情。与此同时，有色金属指数也连续上行。截至3月19日，Wind有色金属指数较年内最低点的涨幅超34%，幅度明显高于Wind商品指数的3.5%。我们认为，今年的有色金属确实在经历一段比较明显的春季躁动行情。

图 1：Wind 有色金属指数运行及季节性规律



| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 | |
|------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|------|
| 2024 | -10.64% | 11.08% | 10.65% | | | | | | | | | | 2024 |
| 2023 | 14.83% | -4.23% | -3.94% | -1.02% | -8.48% | 0.08% | 4.83% | -8.22% | -0.86% | -1.74% | -4.97% | 2.39% | 2023 |
| 2022 | -10.73% | 18.70% | -13.11% | -11.44% | 6.98% | 11.01% | -4.39% | -4.94% | -8.98% | -4.11% | 8.22% | -5.77% | 2022 |
| 2021 | 3.71% | 7.86% | -11.44% | 8.47% | 9.32% | -6.04% | 27.14% | 16.18% | -17.68% | 0.29% | 5.32% | -7.36% | 2021 |
| 2020 | -1.02% | -3.02% | -10.56% | 2.65% | 3.17% | 4.91% | 20.73% | -0.91% | -9.82% | 2.19% | 21.79% | 6.43% | 2020 |
| 2019 | -2.59% | 22.15% | 1.73% | -6.43% | 0.11% | 2.63% | -4.98% | 2.19% | -3.54% | -4.96% | 1.96% | 15.80% | 2019 |
| 2018 | 0.26% | -2.13% | -3.11% | -6.21% | -3.14% | -9.17% | -1.77% | -10.60% | 0.93% | -9.80% | -1.22% | -4.19% | 2018 |
| 2017 | 4.43% | 4.23% | -2.99% | -3.69% | -6.98% | 9.53% | 22.29% | 5.84% | 0.70% | -5.11% | -5.84% | 1.57% | 2017 |
| 2016 | -26.11% | 7.89% | 13.01% | -0.10% | 1.37% | 3.01% | 1.65% | 0.29% | -5.65% | 4.78% | 4.69% | -7.79% | 2016 |
| 2015 | 3.89% | 3.38% | 15.33% | 16.10% | 5.51% | -11.75% | -21.37% | -13.62% | -9.12% | 14.41% | 7.27% | 3.62% | 2015 |
| 均值 | -1.48% | 6.09% | -1.68% | -0.19% | 0.87% | 0.47% | 4.90% | -1.53% | -6.00% | -0.45% | 4.13% | 0.52% | 均值 |



数据来源：Wind、国联期货研究所

二、春季躁动行情探究

2.1 春节躁动行情时间

总的来说，我们认为岁末年初的上涨，都可以归属于春季躁动行情。

从涨跌表现来看，基本金属在近6年的岁末年初，除铅外，均出现了季节性表现最好的月份。铜12月收涨5/6，铝12月收涨4/6，锌1月收涨5/7，镍1、2月收涨均5/7，锡1月收涨7/7。

从2015年到2024年近10年Wind有色金属指数运行情况看，2月Wind有色金属指数上涨的有7年。这是12个月份中概率最大的。

从涨跌幅度来看，基本金属在近6年的岁末年初，铜、铝、锡、锌出现年内最大涨幅的月份概率较大。

图 2：沪铜、伦铜季节性运行

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2024 | 0.62% | -0.52% | 6.00% | | | | | | | | | |
| 2023 | 4.50% | -0.27% | 0.22% | -2.59% | -3.69% | 3.67% | 3.31% | -0.14% | -3.15% | 0.10% | 1.35% | 1.03% |
| 2022 | -0.13% | 1.00% | 3.28% | 0.38% | -2.01% | -11.47% | -5.87% | 3.26% | -1.19% | 1.21% | 4.22% | 2.44% |
| 2021 | -0.35% | 18.07% | -3.46% | 9.59% | 2.87% | -7.52% | 5.02% | -2.39% | -3.07% | 3.81% | -1.55% | 1.34% |
| 2020 | -2.30% | -7.56% | -11.80% | 9.68% | 2.33% | 11.04% | 6.21% | 0.31% | -2.02% | 0.02% | 13.23% | 0.12% |
| 2019 | -0.52% | 4.30% | -2.71% | 0.27% | -5.62% | 1.80% | -0.62% | -0.06% | 1.20% | 0.17% | -0.02% | 3.87% |
| 2018 | -4.25% | -1.18% | -4.58% | 2.75% | -0.35% | 0.54% | -3.54% | -2.51% | 3.27% | -2.21% | 1.20% | -2.64% |
| 均值 | -0.35% | 1.98% | -1.87% | 3.35% | -1.08% | -0.32% | 0.75% | -0.26% | -0.83% | 0.52% | 3.07% | 1.03% |

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2024 | 0.62% | -1.59% | 6.63% | | | | | | | | | |
| 2023 | 10.81% | -3.22% | 0.15% | -4.43% | -5.65% | 2.58% | 6.21% | -4.52% | -1.92% | -1.89% | 4.32% | 1.09% |
| 2022 | -2.21% | 3.36% | 5.15% | -6.30% | -2.83% | -12.73% | -3.79% | -1.70% | -3.86% | -0.61% | 11.30% | 1.07% |
| 2021 | 0.77% | 15.19% | -2.12% | 11.35% | 4.75% | -8.71% | 3.56% | -1.84% | -6.16% | 6.66% | -0.97% | 3.22% |
| 2020 | -9.86% | 1.34% | -12.51% | 5.13% | 3.80% | 12.25% | 5.58% | 4.67% | 0.18% | 0.40% | 12.71% | 2.48% |
| 2019 | 4.25% | 5.15% | -0.12% | -0.64% | -9.46% | 3.05% | -1.02% | -4.85% | 1.05% | 1.65% | 1.27% | 4.92% |
| 2018 | -2.24% | -2.32% | -2.83% | 1.20% | 0.10% | -3.06% | -4.49% | -5.25% | 4.50% | -4.15% | 3.32% | -4.62% |
| 均值 | 0.31% | 2.56% | -0.81% | 1.05% | -1.55% | -1.10% | 1.01% | -2.25% | -1.03% | 0.34% | 5.32% | 1.36% |

数据来源：Wind、国联期货研究所

图 3：沪铝、伦铝季节性运行

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 2024 | -2.54% | -0.45% | 1.82% | | | | | | | | | |
| 2023 | 1.20% | -2.46% | 1.38% | -1.31% | -2.46% | -0.03% | 2.05% | 3.26% | 2.45% | -1.18% | -3.20% | 4.87% |
| 2022 | 7.70% | 4.12% | -0.55% | -8.10% | -0.45% | -8.34% | -1.63% | -1.81% | -0.76% | -4.02% | 7.19% | -0.51% |
| 2021 | -2.94% | 16.39% | -1.77% | 10.70% | -0.87% | -0.13% | 6.84% | 6.47% | 5.52% | -11.94% | -4.86% | 7.80% |
| 2020 | -0.07% | -7.02% | -11.75% | 8.04% | 5.72% | 4.65% | 6.18% | -0.99% | -2.72% | 1.59% | 14.72% | -6.22% |
| 2019 | -0.59% | 1.26% | 0.29% | 3.32% | -0.14% | -2.30% | 0.47% | 2.63% | -1.72% | -1.25% | 0.33% | 1.62% |
| 2018 | -5.16% | -0.80% | -3.87% | 5.16% | 0.76% | -2.91% | 2.65% | 2.41% | -3.90% | -2.45% | -2.90% | 0.26% |
| 均值 | -0.34% | 1.58% | -2.06% | 2.97% | 0.43% | -1.51% | 2.76% | 2.00% | -0.19% | -3.21% | 1.88% | 1.30% |

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2024 | -4.29% | -2.63% | 2.02% | | | | | | | | | |
| 2023 | 10.86% | -10.42% | 1.90% | -2.57% | -4.59% | -4.05% | 6.08% | -3.74% | 6.72% | -4.36% | -2.36% | 8.82% |
| 2022 | 7.55% | 12.21% | 2.15% | -13.12% | -7.43% | -12.37% | 1.58% | -4.81% | -9.35% | 3.90% | 11.93% | -4.11% |
| 2021 | -0.18% | 9.10% | 2.57% | 9.40% | 3.53% | 0.68% | 2.95% | 4.20% | 5.63% | -4.39% | -3.97% | 7.16% |
| 2020 | -4.33% | -1.77% | -9.97% | -2.00% | 3.48% | 4.59% | 5.69% | 5.15% | -1.95% | 4.82% | 10.39% | -2.92% |
| 2019 | 2.89% | -0.08% | 0.31% | -5.57% | -0.58% | 0.00% | 0.28% | -2.33% | -2.19% | 2.36% | 0.06% | 2.44% |
| 2018 | -2.43% | -3.53% | -5.93% | 12.22% | 1.89% | -7.00% | -2.53% | 1.92% | -3.02% | -4.80% | -0.28% | -4.97% |
| 均值 | 1.44% | 0.41% | -0.99% | -0.27% | -0.62% | -3.03% | 2.34% | 0.06% | -0.69% | -0.41% | 2.63% | 1.07% |

数据来源: Wind、国联期货研究所

图 4: 沪锌、伦锌季节性运行

| | | | | | | | | | | | | |
|------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2024 | -1.16% | -3.10% | 4.12% | | | | | | | | | |
| 2023 | 2.25% | -4.71% | -1.68% | -6.52% | -9.59% | 4.18% | 4.22% | 0.34% | 2.91% | -1.90% | -1.87% | 3.76% |
| 2022 | 4.85% | -0.99% | 6.95% | 4.35% | -6.24% | -9.31% | 0.88% | 4.13% | -5.19% | -4.48% | 5.46% | -0.34% |
| 2021 | -6.09% | 10.69% | 0.33% | 1.09% | 5.07% | -4.08% | 2.41% | -0.64% | 0.09% | 4.92% | -2.56% | 5.49% |
| 2020 | 1.17% | -12.67% | -4.32% | 8.07% | 0.00% | 2.65% | 13.34% | 4.32% | -3.11% | 1.53% | 9.98% | -3.99% |
| 2019 | 6.00% | -1.96% | 4.53% | -3.89% | -5.95% | -3.75% | -1.97% | -3.30% | -0.27% | 1.60% | -5.03% | -0.50% |
| 2018 | 4.10% | -1.42% | -5.51% | -3.99% | 1.96% | -4.57% | -8.15% | 0.75% | 1.62% | -0.80% | -4.85% | 1.16% |
| 均值 | 1.59% | -2.02% | 0.63% | -0.15% | -2.46% | -2.48% | 1.79% | 0.93% | -0.66% | 0.15% | 0.19% | 0.93% |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 2024 | -5.03% | -4.13% | 5.59% | | | | | | | | | |
| 2023 | 14.64% | -10.80% | -4.19% | -8.99% | -14.89% | 6.33% | 7.54% | -5.48% | 9.16% | -9.01% | 2.28% | 7.66% |
| 2022 | 1.37% | 1.90% | 14.25% | -3.05% | -3.29% | -19.69% | 5.08% | 4.88% | -14.12% | -9.82% | 13.14% | -2.21% |
| 2021 | -6.48% | 8.15% | 1.01% | 3.88% | 5.35% | -3.27% | 1.97% | -0.91% | 0.28% | 12.78% | -6.28% | 11.07% |
| 2020 | -2.95% | -8.45% | -5.69% | 1.36% | 2.79% | 2.54% | 13.55% | 8.78% | -4.49% | 4.79% | 10.35% | -1.06% |
| 2019 | 10.98% | 1.32% | 5.56% | -3.02% | -10.62% | -1.27% | -2.19% | -8.96% | 6.44% | 5.33% | -8.54% | -0.07% |
| 2018 | 7.15% | -2.11% | -5.31% | -4.60% | -0.64% | -7.84% | -7.74% | -6.18% | 5.07% | -4.27% | 1.93% | -3.21% |
| 均值 | 2.81% | -2.02% | 1.60% | -2.40% | -3.55% | -3.87% | 3.03% | -1.31% | 0.39% | -0.03% | 2.15% | 2.03% |

数据来源: Wind、国联期货研究所

图 5: 沪镍、伦镍季节性运行

| | | | | | | | | | | | | |
|------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 2024 | 1.42% | 8.44% | 1.63% | | | | | | | | | |
| 2023 | -4.08% | -11.06% | -12.00% | 4.68% | -14.38% | 0.90% | 9.37% | -4.31% | -7.84% | -5.48% | -8.62% | -4.57% |
| 2022 | 7.67% | 8.57% | 22.50% | 6.64% | -6.67% | -18.76% | -2.61% | -0.54% | 8.09% | -2.97% | 11.90% | 15.89% |
| 2021 | 5.66% | 7.60% | -14.12% | 8.92% | 1.13% | 3.89% | 6.40% | 1.33% | -7.24% | 4.45% | 2.48% | 2.90% |
| 2020 | -5.60% | -7.18% | -6.53% | 8.84% | 0.13% | 2.70% | 7.45% | 9.78% | -7.87% | 4.73% | 4.26% | 1.33% |
| 2019 | 11.08% | 4.97% | -2.04% | -2.77% | 0.47% | 3.28% | 10.61% | 16.47% | 5.15% | -2.75% | -18.23% | 2.56% |
| 2018 | 5.94% | 2.33% | -4.96% | 4.95% | 9.62% | 2.49% | -3.97% | -4.79% | -2.83% | -6.49% | -6.58% | -3.57% |
| 均值 | 3.16% | 1.95% | -2.22% | 5.21% | -1.62% | -0.92% | 4.54% | 2.99% | -2.09% | -1.42% | -2.46% | 2.42% |

| | | | | | | | | | | | | |
|------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
| 2024 | -2.38% | 9.95% | 0.59% | | | | | | | | | |
| 2023 | 1.64% | -18.15% | -5.08% | 2.79% | -15.07% | -1.09% | 9.34% | -8.76% | -8.28% | -3.05% | -8.07% | -0.09% |
| 2022 | 7.39% | 8.95% | 32.51% | -0.34% | -11.55% | -19.77% | 4.85% | -10.21% | 0.14% | 2.34% | 22.40% | 11.62% |
| 2021 | 6.64% | 5.01% | -13.12% | 9.00% | 3.56% | 0.22% | 7.32% | 0.15% | -8.21% | 9.14% | 1.48% | 3.91% |
| 2020 | -9.03% | -4.18% | -6.41% | 5.75% | 2.14% | 3.35% | 7.30% | 11.50% | -5.55% | 5.22% | 5.45% | 3.21% |
| 2019 | 17.19% | 4.73% | -0.54% | -5.81% | -2.04% | 5.71% | 14.83% | 23.02% | -4.38% | -2.51% | -18.12% | 2.89% |
| 2018 | 10.21% | 1.89% | -2.58% | 2.13% | 11.85% | -2.32% | -5.86% | -8.92% | -2.07% | -8.01% | -3.86% | -4.06% |
| 均值 | 4.52% | 1.17% | 0.77% | 2.25% | -1.85% | -2.32% | 6.30% | 1.13% | -4.73% | 0.52% | -0.12% | 2.91% |

数据来源: Wind、国联期货研究所

图 6：沪铅、伦铅季节性运行

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2024 | 2.68% | -2.02% | 1.78% | | | | | | | | | |
| 2023 | -4.49% | 0.92% | -0.42% | -0.20% | -0.39% | 1.61% | 3.43% | 2.13% | 1.10% | -1.03% | -3.13% | 0.41% |
| 2022 | -0.59% | 2.24% | 1.70% | -0.76% | -3.09% | 0.46% | 0.07% | -2.45% | 0.77% | 1.00% | 3.69% | 1.18% |
| 2021 | 3.32% | 3.21% | -1.35% | -1.79% | 3.41% | 2.72% | -1.18% | -5.26% | -4.49% | 9.44% | -2.32% | -0.26% |
| 2020 | -1.33% | -3.47% | -3.14% | -1.62% | 4.10% | 3.87% | 6.33% | -0.64% | -3.36% | -4.64% | 8.00% | -5.83% |
| 2019 | -3.55% | -0.26% | -3.66% | -0.27% | -4.55% | 0.60% | 3.03% | 4.48% | -1.88% | -1.89% | -7.02% | -2.49% |
| 2018 | 1.20% | -1.01% | -1.98% | -2.42% | 8.55% | 2.61% | -9.63% | 1.73% | -3.69% | 1.71% | -0.73% | -1.31% |
| 均值 | -0.39% | -0.06% | -1.01% | -1.17% | 1.34% | 1.98% | 0.34% | 0.00% | -1.93% | 0.76% | -0.25% | -1.38% |

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2024 | 4.60% | -4.49% | 2.23% | | | | | | | | | |
| 2023 | -6.74% | -1.45% | 0.00% | 2.09% | -6.49% | 3.83% | 3.64% | 2.73% | -2.00% | -4.45% | 2.19% | -2.82% |
| 2022 | -3.21% | 8.14% | -0.23% | -4.77% | -4.30% | -11.86% | 5.98% | -3.98% | -3.68% | 4.43% | 10.78% | 5.19% |
| 2021 | 1.79% | 2.12% | -4.35% | 8.42% | 2.64% | 3.02% | 4.99% | -5.11% | -6.33% | 12.48% | -4.58% | 0.90% |
| 2020 | -2.39% | -1.55% | -5.47% | -6.78% | 2.03% | 7.04% | 4.81% | 5.93% | -7.47% | -0.82% | 13.88% | -3.63% |
| 2019 | 4.95% | 1.37% | -5.80% | -4.34% | -6.28% | 7.00% | 4.27% | 0.65% | 5.05% | 1.27% | -9.89% | -1.11% |
| 2018 | 3.46% | -4.43% | -4.20% | -3.50% | 6.29% | -2.01% | -10.17% | -3.49% | -2.71% | -5.76% | 1.98% | 2.94% |
| 均值 | 0.35% | -0.04% | -2.55% | -1.48% | -1.02% | 1.17% | 2.25% | -0.55% | -2.86% | 1.19% | 2.39% | 0.25% |

数据来源：Wind、国联期货研究所

图 7：沪锡、伦锡季节性运行

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 2024 | 3.01% | 0.18% | 4.10% | | | | | | | | | |
| 2023 | 10.41% | -10.56% | -0.34% | 1.85% | -2.79% | 6.42% | 6.14% | -7.20% | 0.36% | -2.86% | -7.31% | 8.46% |
| 2022 | 11.31% | 2.53% | 2.04% | -4.28% | -18.65% | -24.55% | -4.24% | -1.51% | -7.26% | -10.95% | 16.81% | 14.96% |
| 2021 | 13.85% | 7.14% | -5.75% | 11.50% | 7.85% | 2.69% | 8.82% | 5.72% | 9.13% | -1.27% | 7.60% | 3.44% |
| 2020 | 1.55% | -4.06% | -8.44% | 5.59% | 5.52% | 3.28% | 5.61% | -0.93% | 0.17% | -1.91% | 4.55% | 1.31% |
| 2019 | 3.34% | 1.59% | -1.67% | 0.34% | -3.51% | -0.19% | -6.48% | -3.26% | 4.11% | 2.63% | 0.05% | -2.28% |
| 2018 | 3.67% | -1.39% | -2.29% | 2.09% | 4.94% | -6.96% | 2.70% | -1.16% | 1.09% | -1.53% | -1.46% | -0.09% |
| 均值 | 6.73% | -0.65% | -1.76% | 2.85% | -1.11% | -3.22% | 2.09% | -1.39% | 1.27% | -2.65% | 3.37% | 4.30% |

| | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|-------|
| 2024 | 3.50% | 1.13% | 8.01% | | | | | | | | | |
| 2023 | 18.67% | -15.18% | 3.41% | 0.89% | -3.00% | 5.18% | 7.12% | -11.95% | -4.01% | -0.31% | -3.70% | 9.10% |
| 2022 | 9.66% | 5.51% | -4.78% | -5.47% | -14.41% | -23.63% | -6.18% | -8.07% | -10.22% | -14.45% | 29.52% | 9.35% |
| 2021 | 10.81% | 11.95% | -0.08% | 12.19% | 9.51% | 0.26% | 11.62% | -2.25% | -1.53% | 11.25% | 4.65% | 0.32% |
| 2020 | -4.11% | -0.88% | -10.77% | 3.89% | 2.09% | 8.79% | 6.59% | -0.56% | -1.83% | 1.46% | 5.51% | 8.94% |
| 2019 | 7.14% | 3.76% | -1.09% | -7.97% | -4.82% | 0.29% | -7.82% | -6.20% | -2.18% | 3.93% | -0.18% | 3.91% |
| 2018 | 8.77% | -0.21% | -2.08% | 0.19% | -2.57% | -4.70% | 2.06% | -5.83% | -0.34% | 1.51% | -3.66% | 5.59% |
| 均值 | 7.78% | 0.87% | -1.05% | 0.62% | -2.20% | -2.30% | 2.23% | -5.81% | -3.35% | 0.57% | 5.36% | 6.20% |

数据来源：Wind、国联期货研究所

2.2 价格与宏观

大宗商品消费和经济走向密切相关，也与政策窗口和产业周期有关。年初流动性相对宽松，社融和新增贷款也普遍在年内高位，市场风险偏好容易回升，再加上岁末年初是资金调仓布局的窗口期，行情出现躁动的概率比较大。

去年底，虽然国内政策持续发力，但经济复苏较慢，金融市场表现不佳，特别是股市连续下行，带动市场预期持续偏弱。不过，随着指数的修复，市场过度的悲观开

始缓和，叠加经济逐步企稳，行情修复且躁动开始出现。

图 8：新增人民币贷款和社融

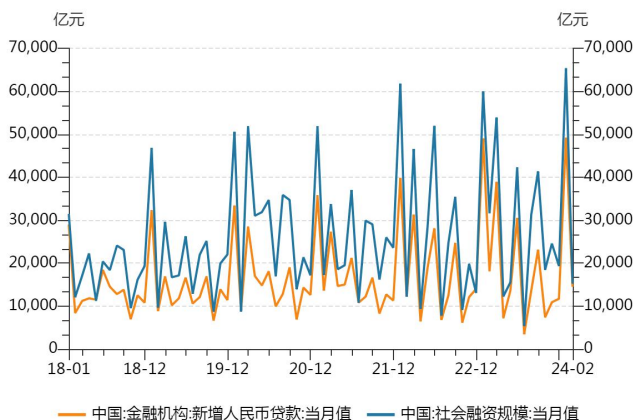


图 9：全球和中国制造业 PMI



数据来源：Wind、国联期货研究所

今年前两个月，国内 1 月制造业 PMI 为 49.2%，较上月上升 0.2 个百分点，2 月份，制造业采购经理指数为 49.1%，比上个月微降 0.1 个百分点，除去春节假期因素，我国经济还是延续修复态势。全球制造业 PMI 持续改善。1 月份全球制造业 PMI 为 50%，是 2022 年 9 月以来首次回升到荣枯线，特别是新订单和新出口订单也回升至 2022 年中以来的高点。2 月为 50.3%，较上月上升 0.3 个百分点，显示全球制造业恢复力度在增强，趋势比较稳定。总的来讲，制造业企业生产活动加快增长，国内外市场需求均趋稳回升。

图 10：LPR

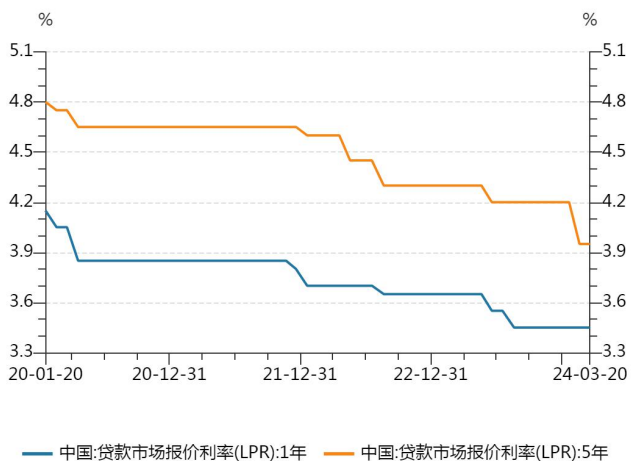
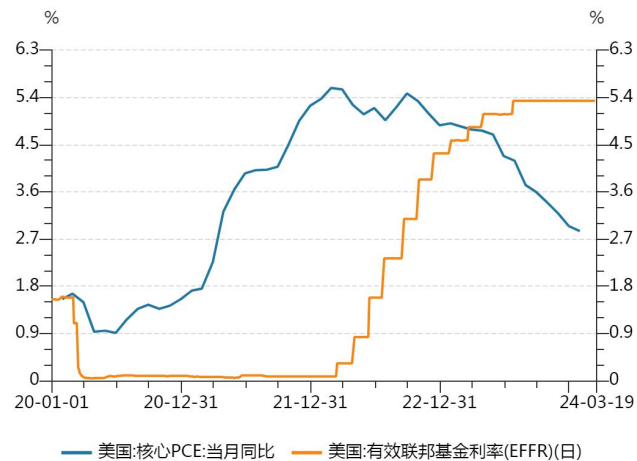


图 11：美联邦利率



数据来源：Wind、国联期货研究所

就当前国际环境来看，美联储已经有五次会议未加息，且降息在预期之中。最近的 3 月美联储议息会议上鲍威尔表示，相信利率可能处于周期性峰值，在今年某个时间点开始降息是适宜的，但目前通胀仍然较高。另外，美联储最新公布的点阵图预计，

今年内将会有三次累计 75 个基点的降息幅度。笔者认为，美国的经济数据或许会比预期更强劲些，通胀数据也会更顽固一些。因此，虽然通胀缓解，但降息节奏或比预期要慢，高利率维持的时间会相对更长些。近日，日本央行取消负利率政策和收益率曲线控制，宣布 17 年来首次加息。不过，日本退出负利率政策后中短期将继续维持宽松的金融环境。

2.3 价格与库存

有色金属价格与库存的季节性也有很大关系。有色金属库存对稳定和牵制价格有重要的作用。而库存的季节性相对明显，且数据统计相对成熟。一般来说，库存下降对价格形成支撑，库存累积对价格形成压制。

但在我司报告《探究春节累库与铜价走势的关系》中，根据 2012 年和 2022 年的统计数据，铜价与库存的走势有 7 年是正相关关系。其中，12 年、15 年、16 年、17 年、19 年、21 年和 22 年都是正相关关系，即：在累库阶段，铜价是上涨的，那么在去库存阶段，铜价就是下跌的，两者表现出同涨同跌的走势。而从其他基本金属的库存与价格走势研究中，我们也发现，同涨同跌的概率明显大于 50%。

图 12：铜、锌、铅收盘价与库存

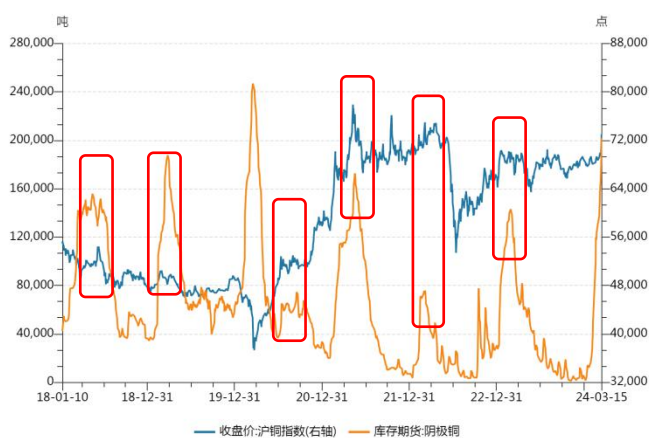
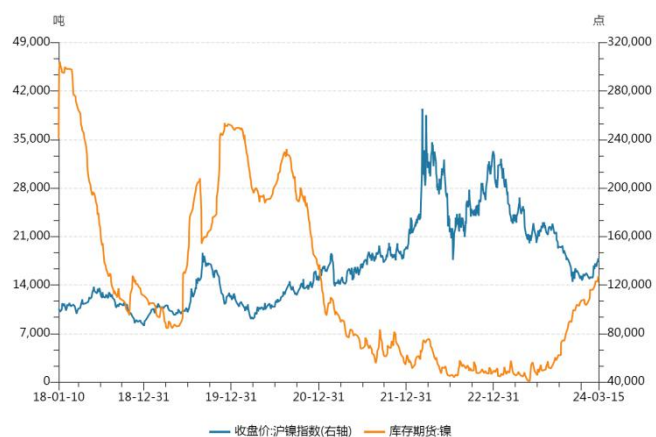
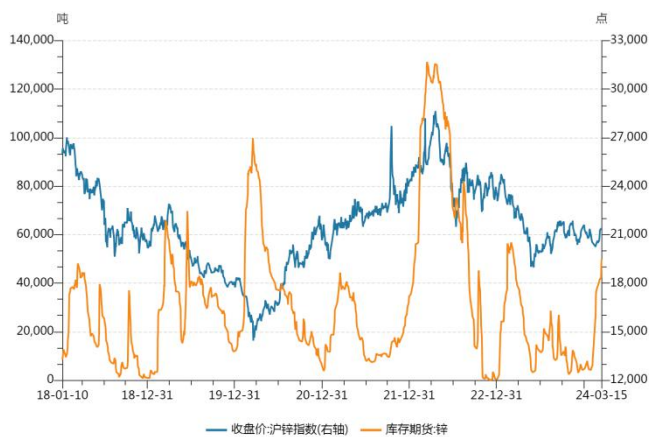
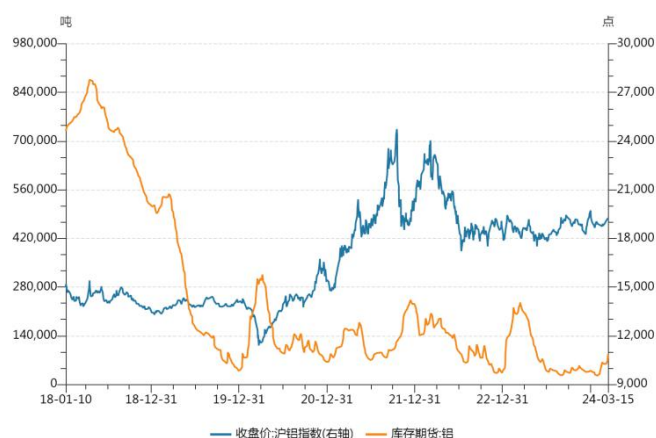
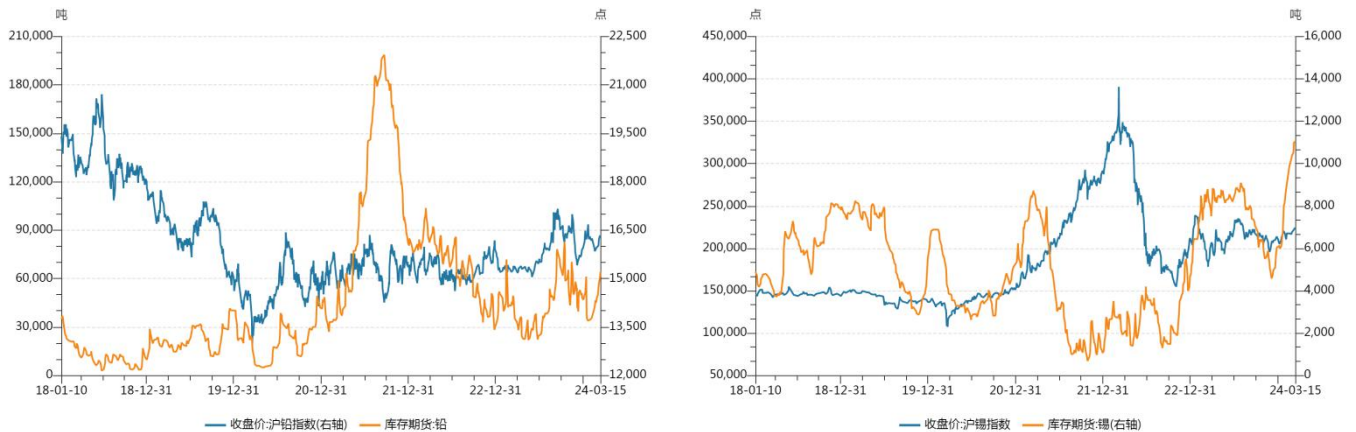


图 13：铝、镍锡收盘价与库存





数据来源：Wind、国联期货研究所

我们认为，出现这种现象的原因是期货尤其有色金属期货价格不仅与供需基本面、题材、事件冲击等相关，还很大程度上关联于汇率、宏观经济、政策及很多未知因素。

而当前，基本金属库存（以沪市为参考）普遍处于加速累积趋势，春节后更明显。而金属价格也出现了同涨的情况。

今年初，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，对多行业特别是制造业形成利好，容易带动一轮企业补库促消费的向上周期。

根据中央经济工作会议和中央财经委员会第四次会议部署，要统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平。

2.4 价格与持仓量

单品种持仓量的分析可以辅助判断多空力量的变化及强弱。通过跟踪持仓量的变化可以来监测市场情绪的变化。

六大基本金属除铅外，持仓量在年后均有增加，其中以铜持仓量增加最为明显，已至近年高位。而铜获得资金助推的现象获得了市场的广泛关注。镍的持仓量在2022年3月历史波动后明显回落，但现在也逐渐回升。春节后出现了一波明显的上涨行情。锡持仓也于近日快速增加，虽然幅度不大，但也推升了近期连创逾半年新高的行情。

当然，单讲持仓量对行情的影响是不全面的，但可以做侧面参考。如果持仓量持续增加，或有明显行情。

图 1：铜锌铅收盘价与持仓量

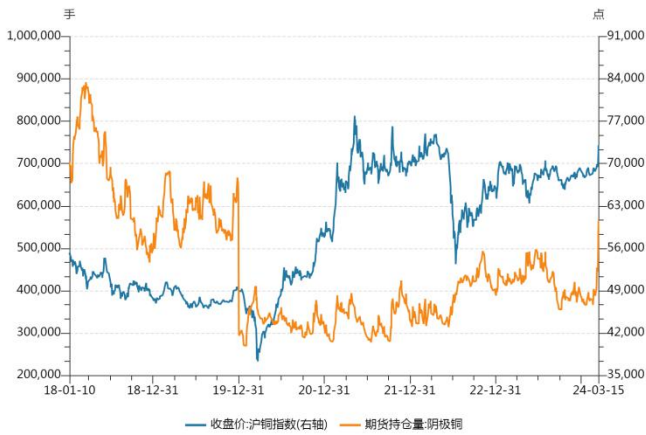
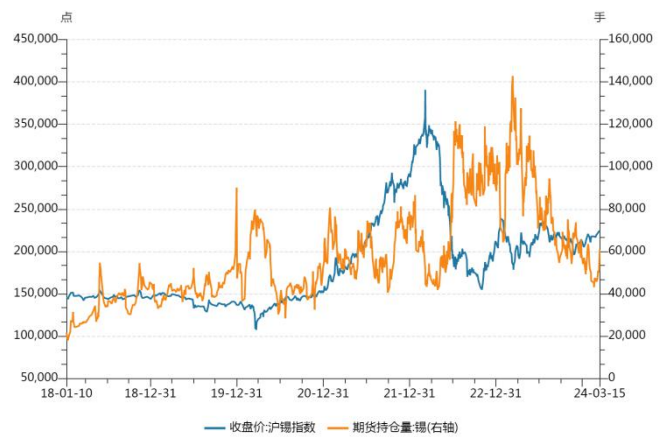
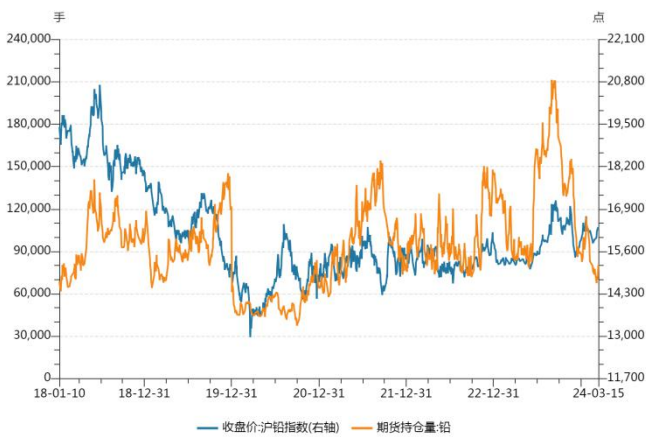
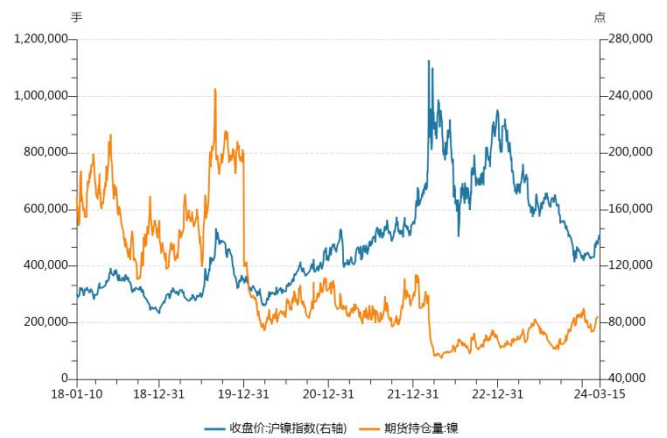
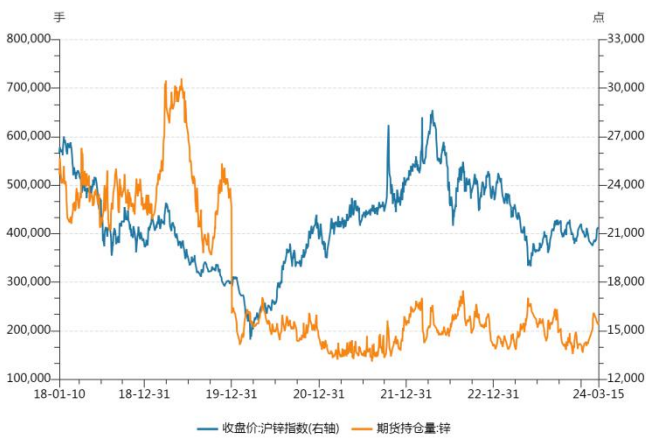
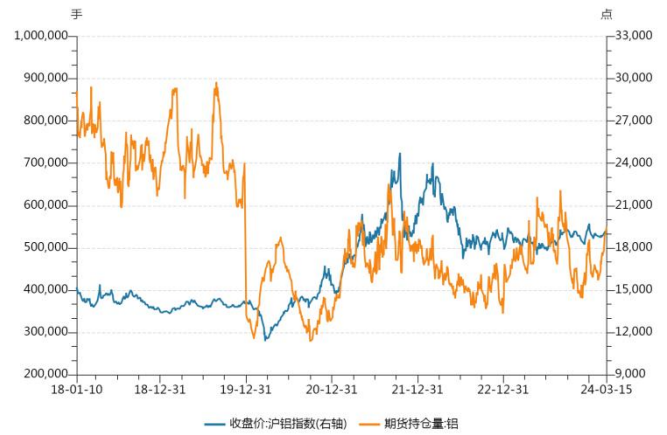


图 2：铝镍锡收盘价与持仓量



数据来源：Wind、国联期货研究所

三、总结

3.1 总结

我们认为岁末年初的上涨，都可以归属于春季躁动行情。

从今年的情况看，本轮有色金属春季躁动的形成与宏观强化、库存趋势契合、持仓配合等多方面有关。

1、宏观强化。大宗商品消费和经济走向密切相关，也与政策窗口和产业周期有关。年初流动性相对宽松，社融和新增贷款也普遍在年内高位，市场风险偏好容易回升，再加上岁末年初是资金调仓布局的窗口期，行情出现躁动的概率比较大。今年初，市场过度的悲观情绪开始缓和，政策发力，经济逐步企稳。恰逢美联储确定转向降息方向，催动行情。

2、补库周期。从历年库存与价格相关度情况看，库存与价格同涨同跌的概率反而更大些。而当前有色金属库存处于累积趋势。

3、近期以铜为首的有色金属持仓量快速增加或促成行情发酵。

不过春季躁动行情的弹性大小和最终效果的演绎与众多因素相关。市场参与路径包括但不限于直接参与有色金属期货，或参与有色金属ETF和有色金属概念股等。当然参与有色金属期货，还要关注品种基本面的情况。

3.2 风险提示

风险点：资金撤离、基本面波动、国内外重大宏观震动等。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600