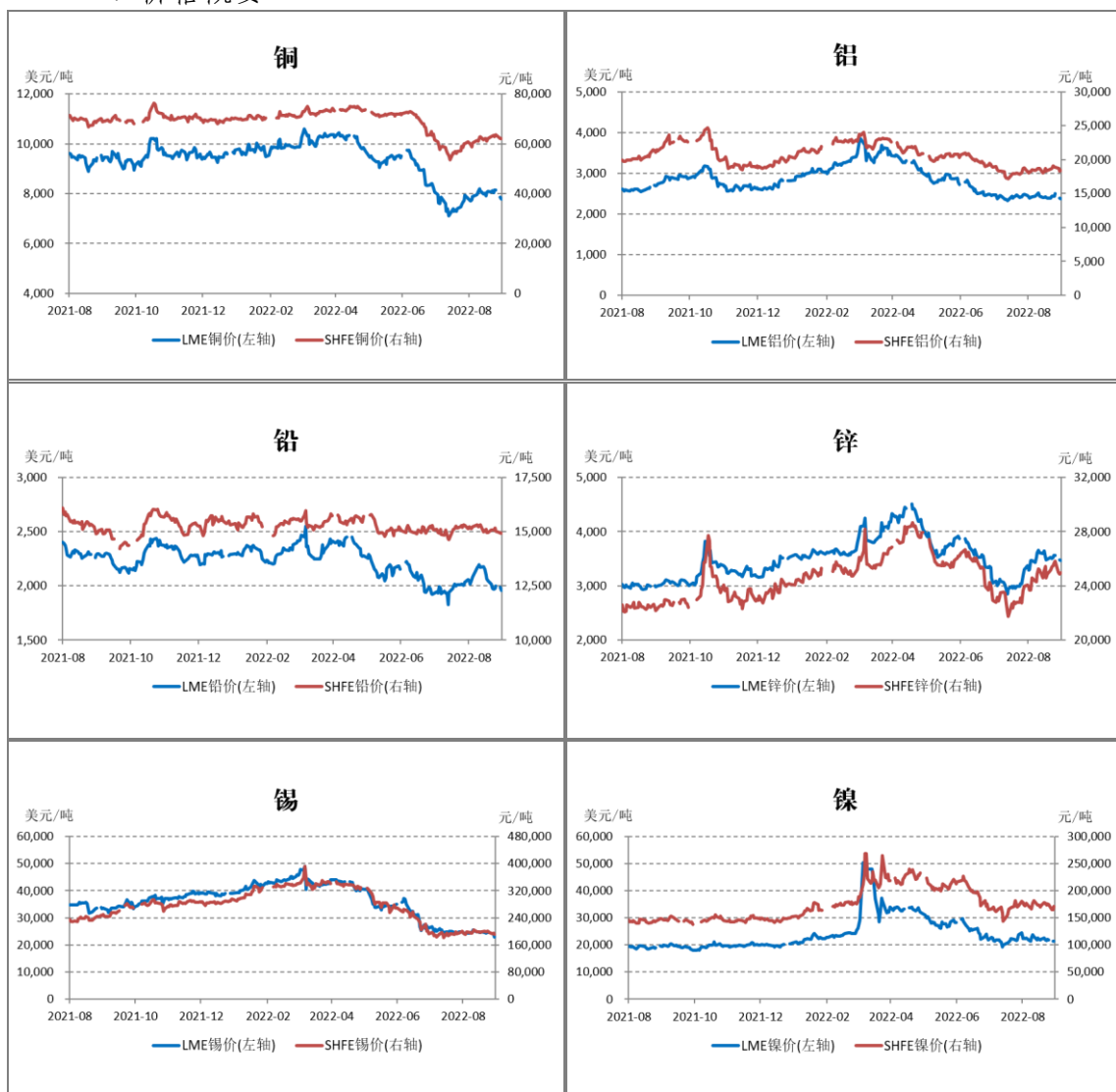


宏观压制下，基本面很难支持市场大幅上涨

五矿国际 陆逸帆 左豪恩 彭嘉曦 张伯鲲
五矿经研院 吴越

摘要：8月份以来，基本金属市场冲高回落，LME铜、锌价格最高上涨至8318美元/吨、3819美元/吨，收复了7月份的全部跌幅。进入9月份，市场出现转弱迹象，铜、锌价格最低下跌至7510美元/吨、3092美元/吨。基本面并不是本轮价格下跌的主要原因，美联储极其鹰派的表态发言，引起了美元指数的大幅抬升，导致商品价格和股市都出现了较大级别的调整。

一、价格概要



基本金属月度价格一览表（LME：美元/吨，SHFE：元/吨）

铜

铝

铅

锌

锡

镍

	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE	LME	SHFE
最高	8318	64560	2527	19250	2217	15450	3819	25935	25600	207500	25200	183990
最低	7602	58540	2339	17725	1938	14855	3255	23395	22495	189090	20750	162330
月末	7791	62060	2363	18410	1956	14915	3463	24965	22890	191080	21370	170570
月末环比	-1.7%	3.3%	-4.8%	-1.8%	-4.0%	-2.5%	4.9%	4.1%	-8.1%	-1.5%	-10.2%	-0.5%
平均	7953	61734	2424	18503	2074	15108	3485	24812	24265	197085	22073	173295
环比	5.4%	6.7%	0.7%	2.3%	5.5%	0.4%	15.3%	8.3%	-2.1%	2.9%	2.7%	4.7%
同比	-15.1%	-11.0%	-6.9%	-8.7%	-10.6%	-2.4%	16.3%	10.6%	-29.4%	-16.9%	15.2%	20.7%

注：LME 月度价格为最近完整月 3 月价格；SHFE 价格为主力合约每日收盘价的平均值

数据来源：LME，SHFE，五矿国际期货与市场研究部

铜：宏观再度转空，低库存延续支撑

8 月铜价震荡走高，主要运行区间为 7700-8200 美元/吨，整体运行重心较 7 月有所抬升。8 月无美联储议息会议，政策窗口期市场一度预期美联储将放缓加息节奏，宏观情绪好转，同时电解铜供应端意外受限，国内库存持续走低支撑铜价反弹至 8000 美元/吨以上并偏强震荡。但 8 月 26 日鲍威尔在全球央行年会上的发言措辞强硬，打消了市场对美联储放缓加息节奏的预期，铜价应声下挫，再度跌回 8000 美元/吨以下。截至撰稿，铜价最高反弹至 8318 美元/吨。伦铜 8 月均价为 7953 美元/吨，同比跌幅小幅收窄至 15.14%，环比上涨 5.40%，1-8 月伦铜均价为 9232 美元/吨，同比增幅收窄至 0.6%。上期所主力合约 8 月均价为 61734 元/吨，同比跌幅收窄至 11.00%，环比上涨 6.67%，1-8 月均价为 68339 元/吨，同比涨幅收窄至 1.2%。

一、宏观情绪缓和叠加基本面供需矛盾支撑 8 月铜价震荡走高。

8 月为货币政策窗口期，市场情绪明显缓和。美国 7 月通胀数据缓和加上 8 月并无议息会议，市场对美联储放缓加息节奏的预期升温。同时国内 8 月金融数据有所改善，央行下调一年期和五年期 LPR 利率，内外宏观偏宽松共振对铜价产生提振作用。

铜矿继续维持宽松格局，铜精矿交易活跃度提高加上秦皇岛港事件令现货加工费向上突破 80 美元/吨。消息面来看，秘鲁放弃提高采矿业税收计划，9 月初智利新宪法提案遭到全民公投否决，其中的冰川保护法案等也暂时搁置。近期 BHP 旗下的 Escondida 铜矿因安全生产问题面临罢工风险，但暂未出现实质性影响。

高温限电和疫情封控导致冶炼和加工受限，综合影响下国内显性库存继续走低。根据 SMM 数据，8 月国内电解铜产量为 85.65 万吨，环比上升 1.97%，同比上升 4.54%。因部分冶炼厂结束检修及富冶本部扩建产能爬产，8 月产量较 7 月有所回升，但明显不及月初预计的 89 万吨。主要原因为：

第一，高温限电。入夏以来多地持续高温天气导致用电负荷创历史新高，同时四川这一水电大省因干旱天气使得水电发电量明显不足，电力供需矛盾下华东、安徽、四川等多地相继发布限电通知，对中游和下游生产均产生影响。不过，由

于今年在政策层面严禁拉闸限电，加上国内煤炭保供稳价措施较为充分，高温天气持续时间有限，8月下旬开始高温限电影响已逐步消退。

第二，疫情防控。全国各地疫情散发，贵溪市8月10日起实行静态管理，该地有全国最大的铜冶炼厂，静态管理对当地的废杂铜拆解、冶炼厂原料运输等均产生了负面影响。

第三，粗废铜供应延续紧张格局，对冶炼厂产生负面影响。另外，冶炼酸因供需失衡价格继续回落，持续关注硫酸胀库风险。

铜材加工同样受到限电、疫情以及高现货升水的影响，据SMM数据显示，8月铜材整体开工率环比意外小幅下降至72.88%，铜材产量环比同比均出现下降。铜管、铜板带企业开工率均出现不同程度的下滑，电解铜杆开工率环比仅微幅增长。但下游线缆订单量较为充足，若没有限电的影响，电解铜杆开工率料有更好的表现。铜管开工率降幅最大，除了家电行业处于淡季的原因外，在浙江、重庆、江苏等地区的铜管企业明显受到高温限电拖累，而华南地区极低的库存水平下极高的现货升水也一度成为铜管企业减停产的原因。

三季度以来，国内电解铜供应频受干扰而进口流入不足，国内库存持续去化，使得进口比价好转，预计8月电解铜进口量环比增长。但8月下旬以来人民币汇率快速贬值，加上LME铜BACK结构扩大，比价重新转差。8月下旬迈科集团流动性危机事件爆发，虽然该事件在一两个月前已现端倪，且目前来看对今年的电解铜进口影响有限，但考虑到迈科集团往年在全国占据约三分之一的进口份额，不排除对未来电铜进出口贸易产生影响，需持续关注。

从显性库存来看，各种因素对供应的影响大于消费，表现为8月国内交易所和社会库存始终处于极低的水平，广东地区社会库存甚至降至不足3000吨的低位，现货升水攀升至接近900元/吨的高位。截至8月底，全球三大交易所库存较7月底下降近3万吨。9月LME库存继续下降而注销仓单占比上升，现货BACK攀升至120美元/吨以上，市场担忧LME再现挤仓风险。

基建、“风光”发电和汽车行业等终端消费表现强劲，但房地产和家电行业疲软令传统消费旺季成色不足。

地方性基建项目如城网改造、轨道交通、通信行业等端口需求保持强劲，带动线缆等企业订单。1-7月我国电网基本建设投资完成额累计同比增长10.4%，电源基本建设投资完成额累计同比增长16.8%，涨幅均较上月扩大，其中光伏电站投资完成额累计同比增幅达到304%。1-7月风电装机容量累计同比增长17.2%，光伏装机容量累计同比增长26.7%。

8月国内汽车行业整体延续回暖势头，但生产同样受到限电影响。根据乘联会数据，8月狭义乘用车产量同比增长42.1%，批发同比增长38.3%，零售同比增长28.8%，出口同比增速则高达81.0%。不过环比来看，产量和批发均出现小幅下滑，但零售环比增长2.9%，出口环比增长9.9%。1-8月产量累计同比增长15.0%，批发累计同比增长11.6%，零售与去年同期持平，出口累计同比增速高达64.8%。新能源汽车依旧表现强劲，当月产销同比增速均超过100%，环比亦维持10%左右的涨势，8月零售渗透率已达到28.3%。

尽管基建和汽车行业表现亮眼，但房地产和家电行业的疲软走势使得消费成色大打折扣。房地产各项指标并无改善，空调9月排产计划环比继续下降10%。

二、宏观利空情绪再起，供应限制因素逐渐缓解，价格面临下行压力。但国内消费仍有亮点，低库存下价格下跌并不顺畅。

宏观方面，8月26日鲍威尔在全球央行年会上的讲话打消了所有美联储放缓货币紧缩节奏或在明显降息的预期，市场风险偏好大幅下降。而美国8月CPI同比增幅超预期再度打击了市场信心，美元指数持续走高并突破110，铜价承压下行。目前市场已完全定价美联储9月加息75个基点，甚至出现加息100个基点的预期，关注9月议息会议。

基本面方面，国内限电对供应的干扰基本结束，内蒙疫情对华北地区的运输产生部分干扰，从冶炼厂排产计划来看，预计9月国内电解铜产量环比增长至90万吨以上，但疫情和冷料市场紧张仍有可能造成实际产量不及预期。消费方面，“金九银十”的传统消费旺季在基建、新能源等方面确有体现，但房地产和家电依旧为明显的拖累项。整体来看，国内低库存现实尚未打破且拐点并不明确。

综合来看，基本面方面传统消费旺季和低库存仍是价格的重要支撑，但宏观情绪较8月转差，限制了价格向上的空间，9月美联储议息会议值得关注。预计9月至10月中旬价格运行区间为7500-8200美元/吨。

锌：锌矿过剩、精锌短缺的基本面格局将会持续

一、锌价上涨后转为下跌，锌精矿加工费大幅上涨

8月上旬，锌价先是延续了7月份以来的上涨趋势，最高上涨至3877美元/吨，较7月份价格最低点反弹了33%。8月份下旬后，锌价以下跌为主，8月底下跌至3540美元/吨。国内锌价走势和国外类似，不过国内市场波动幅度较小。8月份国内锌价最高上涨至25990元/吨，较7月份价格最低点反弹了16%，8月底下跌至25570元/吨。进入9月份，锌价下跌还在持续。截至9月18日，国内外锌价分别下跌至3124美元/吨、25140元/吨，较8月份价格最高点下跌19%、3%。经过下跌后，LME锌价相当于7月底的价格水平。

8月份，LME现货锌价平均3572美元/吨，环比上涨15%，同比上涨20%。SMM现货锌价平均25156元/吨，环比上涨8%，同比上涨11%。经过测算，1-8月份，LME现货锌价平均3708美元/吨，SMM现货锌价平均25408元/吨。

本轮市场下跌有两方面原因：一是美联储明确表示出了为了抗击通胀要不断加息的决心，甚至不惜以牺牲经济为代价。9月份最新公布的美国CPI数据8.3%，超出市场预期，市场不少人士押注美联储会在9月议息会议上加息75个BP，较之前的加息50BP预期更加激进。二是市场传言前期做多锌价的一家主要贸易商，将多头头寸进行了平仓操作，导致最近半个月LME锌市场的参与者大幅下降，最直接的后果就是LME锌价波动很小。这也能解释为什么进入9月份后，LME铜锌价格出现了一定的分化，铜价下跌很多，但是锌价几乎没怎么波动。

8月份以来，国内外锌精矿加工费均呈现上涨。进口矿TC从月初的200美元/矿吨，月底上涨至245美元/矿吨，再度超过了今年的Benchmark TC 230美元/矿吨；国产矿TC则从月初的3850元/吨，月底上涨至3900元/吨。截至9月18日，进口矿加工费上涨至270美元/矿吨，国产矿加工费上涨至4100元/吨。进口矿TC如此大幅度上涨，超出了我们的预期。主要原因还是由于8月份LME锌

价涨幅远高于国内锌价，导致沪伦比价再度恶化，进而推升了进口矿 TC。

随着本轮锌价下跌，LME 锌价跌幅远高于 SHFE 锌价，导致沪伦比值再度大幅攀升，进口矿 TC 折合国产矿计价形式接近 8100 元/吨，国产矿实际加工费为 6200 元/吨，进口矿 TC 比国产矿 TC 高出足足 1900 元/吨。我们认为未来一个月，沪伦比价很难再大幅度下调，那么两个系列加工费的差距，只能是通过进口矿 TC 下调或者国产矿 TC 上涨来修复，当然也有可能二者同时发生。

二、国内锌矿和精锌供应表现均不及预期，国内锌矿基本面略有改善

8 月份以来，国产矿 TC 延续了 6 月份以来的上涨趋势，侧面反映出国内锌矿基本面是持续复苏的，但是改善程度比较有限。有两方面原因，一是国内锌矿产量表现比较乏力，二是国内锌精矿进口量不是很充足。

实际上，今年国内铅锌矿山的利润还是比较丰厚的。8 月份，有良好利润水平的支撑，国内铅锌矿山企业维持较高的生产积极性。然而，夏季高温及雨季天气延续，8 月国内锌矿山仍处于生产淡季，产量延续季节性下滑；同时，四川、湖南、内蒙古等地限电导致部分矿山减停产；此外，疫情、采矿证续办、检修等导致一部分矿山产量出现环比减量。据北京万研统计，8 月份国内锌精矿产量 35.7 万吨（锌金属量，下同），环比减少 0.8%，同比减少 0.6%。1-8 月份，国内锌精矿产量 265 万吨，同比微幅增加 0.5%。

限电对于冶炼生产的影响远高于锌矿端，这也是 8 月份国内精锌产量不及市场预期的主要原因。据北京万研统计，8 月份，国内精锌产量 53 万吨，环比增加 0.4%，同比减少 2%。1-8 月份，国内精锌产量 433 万吨，同比减少 0.4%。其它机构对国内精锌产量的统计更加保守，安泰科对国内 52 家冶炼厂（涉及产能 637 万吨）产量统计结果显示，2022 年 1-8 月样本企业锌及锌合金产量为 347.7 万吨，同比减少 9.7 万吨或 2.7%。SMM 统计 2022 年 1-8 月国内精炼锌累计产量为 391 万吨，累计同比去年同期减少 3.3%。

8 月四川和湖南两地由于限电而导致的精锌减量在 1.5 万吨，占当月全国精锌产量的 2.7%。此外，国内锌冶炼还有一个干扰因素，那便是冶炼利润的下滑。6 月份以来，国内硫酸价格大幅下滑，至 8 月底不少地区的硫酸价格已经下跌至两位数，导致锌冶炼盈利空间大幅收窄、甚至开始亏损。

在之前月评中我们也提到过，我们担心未来国内冶炼厂会由于硫酸胀库的问题进行减产，现在我们的担忧有所减缓。根据和内蒙古某家冶炼厂电话调研，目前冶炼厂正在积极降低硫酸售价，目的就是为了防止硫酸库存过高发生胀库。对于冶炼厂而言，停产的代价是惨重的，冶炼厂也很担心出现硫酸胀库而被迫减产的情况。除非未来硫酸市场继续大幅恶化，硫酸价格变成大幅倒贴出厂，否则胀库的可能性较低。

三、国内消费一如既往的疲软，但国内锌锭库存继续去库

8 月份，国内锌消费还是一如既往的差，8 月份锌消费甚至在环比上出现了较大幅度下滑。从各初级消费行业来看，无论是镀锌、氧化锌还是压铸锌合金，8 月的产能利用率都出现了 0.5-2.9 个百分点不等的环比下滑，同比降幅也在 3.7-6.1 个百分点不等。据北京万研统计，8 月份国内精锌消费量环比减少 3.5%，同比减少 8.4%。1-8 月份，国内精锌消费量同比减少 7.7%。

8 月份国内经济数据表现仍然分化，表现亮眼的为基建和汽车，但是地产整

体仍然偏弱。8月份，基建（宽口径，含电热气水）增速为15.4%，上一次达到15%左右的增速还是2017年。今年地产低迷下，基建实际承担了更重的稳增长压力。8月份，汽车产销分别完成239.5万辆和238.3万辆，环比分别下降2.3%和1.5%，但是同比分别增长38.2%和32.1%。1-8月份，汽车产销分别同比增长4.8%和1.7%。地产方面，8月份新开工、销售、施工数据仍然很差，竣工数据略有改善。可以看出，金融条件的放松并不足以解决地产的问题，核心还是在于信任和信心的修复。

即便锌消费如此疲软，由于国内精锌供应的收缩和失去精锌进口量的补充，导致国内锌锭库存还能继续去库。据SMM统计，截至9月16日，国内锌锭库存已经去库至接近10万吨，期间最低还到过9.7万吨。根据五矿国际锌市场平衡表和参考历史上国内锌锭库存数据，预计未来国内锌锭库存继续大幅去库难度较大（可能最低到9万吨左右），但也很难出现明显累库，四季度国内锌锭库存大概率会维持在15万吨以下的水平。因此，我们认为沪伦比值目前已经接近阶段性顶部，不过在海外借助能源危机炒作LME锌价之前，沪伦比值大幅下调的概率也不高。

四、宏观压制下，未来一个月锌价上涨空间不大，且存在下跌风险

宏观方面仍然是决定未来市场走势的关键因素，但从这个角度很言，很难找到利好市场的因素。第一，未来很可能再次看到美国CPI的回落不及预期。目前，不少经济学家认为本轮导致美国高通胀的原因是非常复杂的，即使通过使劲加息也很难把CPI大幅度降下来。美联储设置的2%通胀目标，更是几乎不可能实现。因此，其实美国CPI通胀到底有没有见顶没有那么重要，最重要的是美国CPI能不能下来，或者说是下滑程度能不能超出市场预期。我们认为未来CPI回落不及预期是很有可能。第二，今年甚至明年都不太可能看到美联储货币政策的转向。在前期，市场上还有一种观点认为四季度美联储态度会变得不那么鹰派，美联储货币政策会转向偏中性的态度，甚至在明年开始降息。目前来看，美联储很可能会加息到4-4.5%后，在明年维持住这个利率水平，以降低通胀。第三，美国经济衰退的风险加大，且发生实质衰退的时间可能会有所提前。美联储加息对经济的伤害是不可避免的，当前美国经济已经有减缓势头，未来发生衰退的概率很高，持续时间长达1年至1年半。衰退交易的逻辑未来还会成为打压商品价格的重要因素。

从基本面来看，尽管从平衡表来看四季度精锌端还有缺口，但是国内外锌锭库存已经都去到了很低的库存水平，未来国内外显性库存的大幅下降都比较困难；但正常情况下累库量也不会很高。我们比较担心的是锌精矿加工费在快速上涨，尤其是进口矿TC存在突破300美元/矿吨的可能性，这会进一步带动国产矿TC的上涨。理论上，锌矿基本面过剩也会在一定程度上打压锌价。

未来一个月，预计LME锌价运行区间为2900-3500美元/吨，SHFE锌价运行区间为23000-26000元/吨。

铝：宏观长期利空未改，基本面减产对铝价有支撑

一、8月供应端减产不断，消费乏力，供需基本平衡

2022年8月份国内外铝价均维持区间震荡走势。LME三个月铝合约月初开盘于2481.5美元/吨，当月最高价2527美元/吨，最低价2339美元/吨，月末收盘于2363美元/吨，当月跌幅4.81%。沪铝主力连续合约开盘于18720元/吨，最高到达18250元/吨，最低下探17725元/吨，月末收盘于18410元/吨，当月跌幅1.81%。8月份LME现货平均价格2431美元/吨，环比上涨1.2%，同比下跌6.9%；SMM华东现货均价18534元/吨，环比上涨2.2%，同比下跌8.3%。8月国内外铝价期现价差结构均维持在小幅back结构。

8月国内铝价多空因素交织，支撑方面主要来自国内外电解铝厂的减停产消息不断，压力方面仍然是在宏观面趋势走弱背景下的消费疲软，特别是房地产行业的拖累难见好转。宏观方面，7月美国CPI同比涨幅较6月的9.1%小幅收窄，一定程度上暂缓了市场对美联储继续激进加息的担忧，宏观驱动的有色金属价格连续暴跌走势得到缓解，不过市场也在预期经济衰退，价格止跌也难有较好表现，整体来讲宏观面不是影响8月价格走势的主导因素，支撑价格在震荡区间内几次上涨基本都是电解铝厂减产消息的刺激。其中海外方面，受能源供应紧张影响，欧洲天然气期货价升至创纪录高位，德国铝生产商斯佩拉（Speira）称考虑将其德国冶炼厂的产量削减至总产能的50%，以应对能源成本飙升；美铝也发布减产公告称旗下位于挪威的Lista电解铝厂因能源成本过高将减产三分之一；同时期间挪威Sunndal铝厂和挪威Mosjoen铝厂还险些面临罢工减产。国内方面，先是8月9日阿坝铝厂因突发事故全部减产，随后中旬又由于四川地区持续高温缺电，四川全部电解铝厂从开始的部分减产到几天后的全部停产，价格应声上涨至19000元/吨。月末美铝和海德鲁发布公告称，因劳资纠纷已达成解决方案海德鲁Sunndal铝厂和美铝Mosjoen铝厂罢工行动立即结束并将很快恢复正常运行；同时广元中孚、广元林丰和四川启明星在高温天气消退后开始着手复产，价格有所回落。

回顾行业成本利润方面，成本继续缓慢下降，同时由于月均价的有所上涨，铝冶炼利润由上月的亏损转为小幅盈利。具体来看，8月预焙阳极价格继续下跌，月均价较7月下跌180元/吨左右；8月氟化铝月均价较上月下跌550元/吨；氧化铝价格8月均价整体较前月下跌20元/吨左右，其中山西、河南和内蒙等地区价格较南方更坚挺，基本持平前月。根据五矿铝业的数据库，2022年8月国内电解铝加权平均完全成本18265元/吨，较前月下跌129元/吨，加权平均现金成本16716元/吨；行业理论加权平均盈利269元/吨，约40%的运行产能处于亏损状态。

电解铝供应方面，8月份新增产能主要为云南宏泰二期；复产项目包括连城铝业，已经于8月底完成全部产能复产通电，田阳百矿于8月开始加速复产，百色银海于8月也开始加入来宾银海的复产中；减产主要发生在四川地区，包括8月9日阿坝铝厂因事故全停，8月中下旬其他铝厂因高温干旱缺电全停，共影响产能100万吨，除了广元林丰、广元中孚和四川启明星确定在月末开始复产，其他铝厂复产安排暂不确定，重庆地区少量产能同样也受到高温天气影响，但影响产量有限。8月末国内电解铝运行产能4125万吨/年，较7月末减少28万吨/年。根据五矿铝业数据库，8月产量达到350.4万吨，日产量环比下降0.7%，同比上

升 7.8%，1-8 月累计产量 2676 万吨，同比增长 2.0%。进口供应方面，根据最新的海关数据显示，7 月原铝净进口 4.43 万吨，由于近期价格表现为内强外弱，进口有所增加，整体幅度仍有限。

电解铝消费方面，受整体经济下行压力，特别是房地产行业难见好转影响，消费维持疲软状态，8 月国内电解铝社会库存基本持平前月月末。8 月日均消费 11.38 万吨，环比下降 2.9%，同比增长 2.4%，1-8 月累计消费同比下降 1.0%。下游开工率方面，根据上海有色网的数据，8 月铝板带箔行业开工率 72.81%，环比下降 2.75 个百分点，同比下降 4.46 个百分点，8 月仍是传统消费淡季，叠加今年市场整体需求较弱，铝板带企业新增订单、在手订单量远低于上年同期，不过受高温天气带动空调箔提前进入旺季，铝箔企业需求情况较前月其实有所回暖；铝型材 8 月开工率 37.48%，环比下降 0.53 个百分点，同比下降 16.47 个百分点，受建筑地产下行趋势影响显著，叠加高温疫情，建筑型材板块较前月更加恶化，同时光伏用型材也没能延续上半年强劲势态，订单减少；铝线缆开工率 39.89%，环比上升 3.7 个百分点，同比上升 3.48 个百分点。从终端行业来看，8 月份汽车产量 239.5 万辆，同比增长 38%，汽车市场延续着前几个月以来的高景气度；1-8 月房地产竣工面积累计同比下降 21.1%，在保交楼政策下下降幅度较前月有所缩窄，但房地产行业仍在筑底中，短期难见本质性好转。宏观数据方面，8 月官方制造业 PMI 为 49.4，仍低于 50 荣枯线；8 月工业增加值当月同比增长 4.2%，1-8 月累计社会消费品零售总额和固定资产投资累计完成额同比变化 0.5% 和 5.8%，8 月经济数据大致跟 7 月持平，没有呈现明显的改善或进一步走弱的迹象，但考虑到去年部分经济活动的基数已经下来，8 月的宏观数据难以称得上好转，铝的消费也基本如此。美国 8 月制造业 PMI 为 52.8，持平前月，欧元区 7 月制造业 PMI 为 49.6，较前月再次走弱，欧洲经济步入衰退的迹象愈发明显，海外铝消费同样随之走弱，海外地区现货升水继续下降，其中欧洲、美国中西部和日本港口现货升水从 7 月末的 510、620 和 102.5 美元/吨下降至 8 月末的 498、564 和 100.5 美元/吨。

二、展望后市，宏观长期利空未改，基本面减产有支撑

展望 2022 年 9 月中旬至 2022 年 10 月中旬的市场，宏观上首先是美联储加息方面，美国 8 月未季调 CPI 同比升 8.3%，高于预期的 8.1%，未季调核心 CPI 同比升 6.3%，高于预期的 6.1% 和前值的 5.9%，市场预期通胀数据强劲将使美联储继续积极收紧货币政策，美债收益率继续上行，对大宗商品形成利空压力；中国方面在二十大召开前预计不会有新的强力度宏观刺激政策，房地产行业仍旧筑底拖累整体经济。

供需基本面上，供应端欧洲地区电解铝产能自去年四季度能源危机以来已累计减产近 100 万吨，还有 60 万吨仍然面临潜在减产风险；国内地区刚经历 8 月份四川地区的减产后，9 月份云南地区因水电不足再次出现压产减产，预计影响云南地区 10-30% 产能，市场预期持续时间较长，国内运行产能再次回到 4000 万吨/年左右，国内当前还能带来运行产能增加的就只有广西和四川地区的复产了。目前价格已经预期云南地区 10% 的减产，即 50 万吨左右，若后续减产进一步扩大，在当前低库存背景下预计将对价格形成支持。不过由于宏观面长期利空压力未改，消费在 9 月传统旺季表现出旺季不旺的特点，所以认为向上空间也相对受限。

综合而言，预计9月中旬至10月中旬期间，宏观利空未改，基本面支撑加强，预计沪铝主力连续合约维持震荡走势，重心相对上移，主要波动区间17800-19700元/吨。

镍：镍市场过剩格局未变，镍价下行压力仍存

一、中国原生镍进口稳步增长，基本面宽松加剧

8月内外盘镍价高开低走，伦镍价格在20750美元/吨与25200美元/吨间运行，内外期价振幅较上月减小。全球宏观悲观氛围仍在持续，月中海外市场一度受美国公布7月CPI数据低于前值和预期的乐观消息影响，美元指数回落，镍价价格短暂走高。而后8月26日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表演讲，表达了美联储继续抗击通胀的强硬决心，市场预期美联储加息力度还将加强，且将持续更长时间，美元指数冲高至近20年新高，商品价格受美元走强预期影响大多下跌，镍价跌幅靠前。镍市场流动性较前月再度恶化。

8月伦镍现货均价为21998美元/吨，最高触及24025美元/吨，最低21250美元/吨，收于21255美元/吨，较7月底下跌3.61%；SMM#1电解镍现货均价为179133元/吨，最高192350元/吨，最低170850元/吨，收于177400元/吨，较7月底下跌3.00%。

SMM数据显示，2022年8月中国原生镍总供应为15.26万吨，环比增长9.5%，同比下降1.9%，其中总产量为7.35万吨，环比增长4.9%，总进口量为7.91万吨，环比增长14.1%。然而2022年8月中国原生镍总需求为13.53万吨，同比下降0.3%，该数据已连续两个月出现下滑。8月中国原生镍过剩约1.73万吨，过剩幅度再次扩大。

2022年8月份全国镍生铁产量为2.94万吨，环比下降5.5%，同比下降27.0%。8月终端消费疲软，300系不锈钢现货价格弱势震荡，钢厂亏损逐渐加剧，从而再次选择不同程度的减停产措施降低成本，同时钢厂备货也更加谨慎，在供给过剩的局面下对镍铁价格造成了一定的压力。随着大量印尼镍铁回流，市场依旧处于过剩状态，8月镍铁市场成交仍以印尼镍铁为主，低价成交进一步给国内铁厂造成了冲击。但是目前矿价坚稳，镍铁成本难以压缩，部分铁厂因成本过高暂停出货，累库现象加剧。

2022年8月全国电解镍产量1.55万吨，环比下降3.1%，同比增长5.4%。8月份纯镍产量小幅下调基本符合预期，其主要原因是8月期间镍价整体维持高位震荡，现货市场成交出现明显减少，且社会库存出现累库。此外，8月份镍基合金耗镍量环比下降，叠加不锈钢厂家8月出现减产，因此电解镍需求也随之减少。

2022年8月全国硫酸镍产量3.61万吨金属量，实物量为16.4万吨，环比增长20.6%，同比增28.2%。电池级硫酸镍产量环比大幅增加，且主要一体化大厂出现产量快速增加。除了前期所述MHP生产利润情况较好，刺激部分企业废料产线转产MHP外，高冰镍使用量的大幅增量带来了8月的产量增加。从原料角度看，8月份硫酸镍高冰镍生产占比约28%，湿法中间品占比约45%，镍豆占比仅为9%，其余为废料及粗镍。

进口方面，据SMM数据显示，8月FENI进口量较上月基本持平，约1万吨镍金属吨左右。NPI方面，8月进口量大致在5.7万吨镍金属吨左右，环比上升22.6%。从总体趋势上看，印尼镍铁产线仍在不断投产，进口量同比也处于上升过程中，预计四季度原生镍进口量依旧是持续增长的趋势，长期预计国内市场的镍铁供应

也较为宽松。

需求方面，据 Mysteel 数据显示，2022 年 8 月我国不锈钢粗钢产量为 238.52 万吨，同比回落 18.9%，环比回落 5.2%。其中 300 系的产量为 130.36 万吨，同比回落 15.7%，环比回落 2.7%。8 月 300 系仍处于继续减产，并且减产程度加剧状态。8 月各钢厂均出现较大幅度的主动减产消库，市场去库程度已明显加强，供需情况较之前趋于平衡，并在 8 月底出现短期市场缺货的现象。而在 9 月初，行业整体出现复产预期，三个系别不锈钢利润均有所恢复。300 系增量较为明显，而主要增量实际在部分大型钢厂上，其余中小型企业依然维持较为保守的排产计划。

据动力电池产业创新联盟公布数据显示，8 月我国动力电池产量共计 50.1GWh，同比增长 157.1%，环比增长 6.0%。其中三元电池产量为 16.6GWh，同比累计增长 130.0%，环比上涨 16.1%。8 月中国三元前驱体产量为 80,000 吨，环比增加 16%，同比增加 49%。8 月头部前驱厂产能爬坡，三元前驱体产量大幅上行，其中 5 系与 8 系增势表现良好。随着接下来的 9、10 月份汽车市场传统黄金消费季的到来，新能源汽车以及汽车出口也将维持良好表现，为新能源领域用镍需求提供有力支撑。

二、镍市场过剩格局未变，镍价下行压力仍存

展望后市，基本面，上游菲律宾镍矿供应处在季节性峰值，国内镍矿港口库存持续上升，并且进口价格亦有明显回落，原料供应情况较为充裕。国内镍铁产量逐渐下降，主要由于终端需求不佳，以及海外低价资源竞争。而印尼今年镍铁产能投放速度有所加快，下半年仍有多个项目即将投产，随着印尼镍铁回国量增大，镍铁市场呈现过剩趋势。从国内电镍现货情况来看，货源紧张的情绪也在缓解，纯镍市场供需双弱，沪镍月差 Back 月中缩窄，现货升水高位回落。沪镍仓单库存明显增加，最高达到 3081 吨，创 5 月以来新高，国内社会库存也有明显改善，纯镍市场对于镍价的支撑逐渐减弱。

消费端来看，过去半年以来不锈钢生产利润大幅收缩，在市场消费持续疲软的情况下，钢厂检修减产意愿较高，但自 8 月底开始，不锈钢市场营销金九预期，市场氛围有所回暖，但是否能顺利传导至终端仍然需要继续观察。新能源汽车表现强势，短期内消费增速仍将维持。终端房地产、家电、机械行业仍处于探底期，需求表现乏力。

综合来看，宏观面对镍价支撑不足，虽然四季度终端需求存在转暖的预期，但镍市场过剩格局难以改变，镍价下行压力仍存。预计 9 月 18 日-10 月 18 日，伦镍主要运行区间 17000-24000 美元/吨，沪镍主力合约运行区间 145000-180000 元/吨。