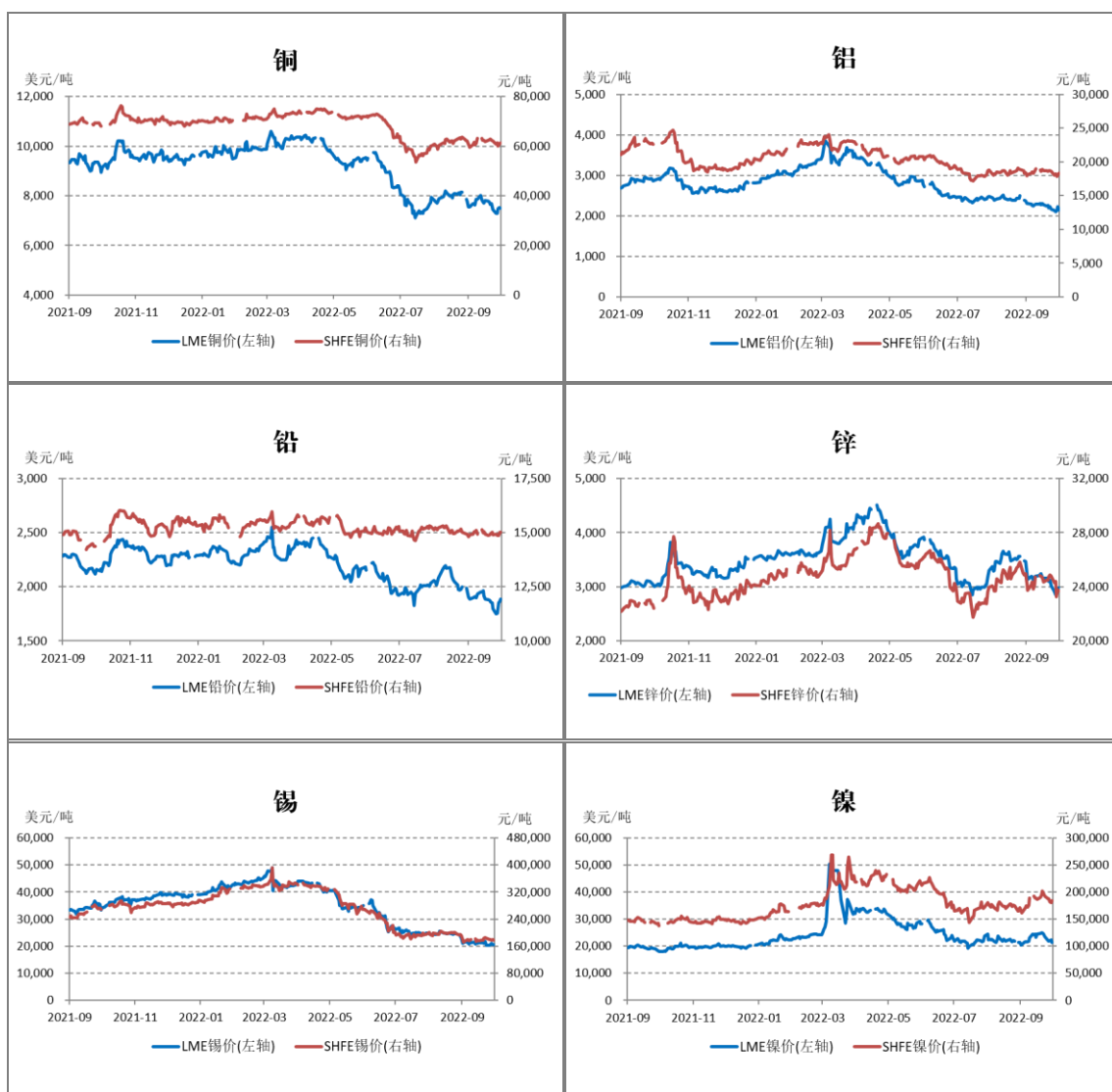


# 供需双双走强，基本面对价格支撑仍在

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:**9月份以来,基本金属市场波动剧烈,LME铜、锌价格最高上涨至8153、3322美元/吨,铜价最低一度跌至7220美元/吨,锌价更是跌破了今年的价格前低,最低下跌至2791美元/吨。截至10月18日,铜锌价格分别运行在7500、2860美元/吨左右。引起价格剧烈波动的主要原因在于市场对美联储加息路径的摇摆猜测。不过基于居高难下的通胀,我们认为美联储猛烈加息是比较确定的。尽管当前金属基本面非常强劲,但未能推动价格进一步上涨。

## 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	8153	63560	2363	19100	1975	15195	3460	25215	22885	190500	25700	202800
最低	7220	59300	2081	17745	1746	14795	2791	23260	19750	169380	20050	159000
月末	7490	61320	2142	18270	1884	15030	2974	23670	20550	177210	21400	184370
月末环比	-3.9%	-1.2%	-9.4%	-0.8%	-3.7%	0.8%	-14.1%	-5.2%	-10.2%	-7.3%	0.1%	8.1%
平均	7657	61585	2243	18455	1883	14962	3107	24306	21129	178256	22721	183874
环比	-3.7%	-0.2%	-7.5%	-0.3%	-9.2%	-1.0%	-10.8%	-2.0%	-12.9%	-9.6%	2.9%	6.1%
同比	-17.9%	-11.1%	-21.4%	-17.7%	-15.2%	1.7%	1.8%	7.3%	-38.0%	-31.2%	17.4%	26.2%

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：悲观预期与紧缺现实的博弈

9 月铜价继续受宏观因素主导，主要运行区间为 7300-8000 美元/吨，整体运行重心较 8 月略微下移。上半月市场氛围乐观叠加低库存支撑，铜价震荡走高，最高达到 8153 美元/吨。但 9 月 13 日公布的美国 8 月 CPI 涨幅超预期，美元指数大涨，市场情绪再度转为悲观，铜价亦震荡回落。9 月 22 日美联储宣布加息 75 个基点，表示后续将继续大幅度加息并可能上调利率上限，超预期鹰派发言令美元指数一路上行并突破 114，铜价承压下行，月内最低触及 7220 美元/吨。截至撰稿，铜价维持震荡格局，伦铜 9 月均价为 7656 美元/吨，同比跌幅小幅扩大至 17.93%，环比下跌 3.73%，1-9 月伦铜均价为 9040 美元/吨，同比由正转跌至 -1.7%。国内现货价格表现略强于外盘，SMM 现货铜价 9 月均价为 62422 元/吨，同比跌幅与上月持平为 -10.38%，环比微涨 0.15%，1-9 月均价为 68017 元/吨，同比微涨 0.42%。

#### 一、宏观持续偏空而现货紧张未见缓和

宏观利空集中兑现，海外高通胀顽固，流动性收紧的负反馈及地缘政治风险恶化加剧海外衰退担忧。美国 8 月、9 月 CPI 增速依旧维持高位，美联储在 9 月议息会议上加息 75 个基点并持续发表鹰派言论，前期市场对美联储放缓加息节奏的预期几乎全面落空。各国央行相继跟进加息，欧洲信用风险抬升，而近期出现的英国养老金危机及瑞信事件均表明流动性快速收紧的负反馈正在逐步体现，未来风险可能进一步加大。同时随着俄乌冲突进入第二阶段，地缘政治风险加剧，全球经济增长预期进一步走弱的情况下欧洲经济衰退风险居前，美元维持强势。反观国内宏观情况，9 月非制造业、财新 PMI 环比下降，但 M2、社融、新增贷款增速均超预期，基建走势环比持平。10 月 16 日二十大召开，但预期政策相对温和，提振作用有限。

基本面方面，供应环比增加但增量释放仍有制约因素。铜精矿生产端的干扰因素并未改变其宽松趋势，尽管 9 月南美矿山再次面临环保趋严、铜矿石品位下降和工人罢工的风险，但铜精矿现货加工费持续攀升。CSPT 小组敲定的四季度现货铜精矿采购指导加工费更是较上一季度上涨 13 美元至 93 美元/吨，进一步

印证中国炼厂对原料持续宽松供应的预期。

冶炼方面，8月受高温限电和疫情防控等影响电解铜产量大幅不及预期，进入9月，随着上述因素逐步缓解，加上加工费攀升为冶炼厂利润得到一定补充，炼厂积极追产使得电解铜产量环比增长。SMM数据显示9月国内电解铜产量为90.9万吨，环比上升6.12%，同比上升13.21%。但仍有企业表示粗铜现货紧张依旧严峻，导致其提产步伐受阻。目前国内粗铜加工费仍处于持续下行的态势，南非德班港和铁路罢工更是给进口阳极铜供应带来不确定性，加上废铜供需依旧紧张，这些仍在一定程度上制约电解铜供应增量的释放。

国内外消费走势分化，内强外弱格局促使进口比价大幅好转。下半年海外消费在巨大的宏观压力下不仅未延续上半年的高景气度，甚至出现超预期下滑。相反，国内的消费情况好于预期。9、10月是国内传统消费旺季，目前来看不仅传统消费领域有亮点，国内稳增长政策对基建领域和汽车行业的刺激产生了较为明显的效果，新能源领域的蓬勃发展更是为国内铜消费提供了更多的增量，一定程度上弥补了传统消费领域的薄弱项。

积极下放的基建投资逐渐转化为实物量，电网投资恢复显著。1-8月电网和电源基本建设投资完成额双双稳步增长，累计同比增速分别达到10.7%和18.7%。从高频指标来看，高炉开工率、石油沥青装置开工率延续涨势并大幅超过去年同期水平。9月汽车行业依然保持较高的景气度，乘用车零售、批发、生产同比环比均明显增长，值得一提的是，传统汽车的产销在经历了连续一年的同比负增长后在今年6月首次出现明显正增长且延续至今。

而传统消费领域的拖累项房地产市场和家电行业在8月边际好转，“保交楼”政策下8月竣工面积同比减速大幅收窄，夏季持续高温促使家用空调产销在8月实现由降转增，主要体现为内销的好转。但这并不意味着行业基本面已经企稳。

新兴领域在新能源汽车的带动下继续高速增长。9月新能源乘用车批发销量达到67.5万辆，同比增长94.9%，环比增长6.2%，零售销量达到61.1万辆，再创历史新高，同比增长82.9%，环比增14.7%。新能源汽车免征购置税政策延长至2023年底，将继续利好这一行业。根据国家能源局公布的数据，1-8月太阳能电源投资完成额累计同比增长323.8%，从装机量来看，1-8月新增发电装机容量96.32GW，其中光伏新增装机容量44.47GW，同比增加102%，风电新增装机容量16.14GW，同比增加10.3%。

显性库存偏低，国内外均现挤仓风险。国内显性库存偏低的现货紧张格局下沪铜月间基差持续扩大，而LME市场在仓库中俄罗斯铜比例高达70%的情况下，交易所发布关于俄罗斯金属讨论的文件引发了市场对LME可用铜库存不足的担忧。近期有消息称托克有意提出仓库中的非俄罗斯铜，加之内强外弱格局下进口窗口打开，部分贸易商提仓进口，导致近期注册仓单快速减少。随着注销仓单占比的提高，LME挤仓风险亦有所抬升。

## 二、挤仓风险掣肘空头布局，短期内价格继续拉锯

在基本面并无显著矛盾的情况下宏观依旧是影响价格的主要力量，尽管宏观整体依旧以利空为主，但美国9月通胀公布至下一次议息会议之间的政策空窗期，市场对美联储继续大幅加息的预期几乎已经达到顶点，短期内可能会交易利空出尽，价格或有企稳机会。

基本面方面，供应始终有制约因素，而消费在基建政策刺激和开工稳步推进及新能源的带动下仍有一定期待。10月国内大概率继续维持低库存格局。而国

内外挤仓风险令空头布局相对谨慎，一定程度上具有延缓价格下跌的作用，短期内价格趋势并不明朗，预计维持震荡拉锯态势。预计10月至11月中旬价格运行区间为7300-7800美元/吨。但长期来看高通胀顽固使得美联储鹰派政策缓和空间有限，加上非美国国家经济在流动性风险抬升和俄乌冲突加剧带来的影响下衰退担忧加剧，美元预计维持强势，继续制约铜价。随着年底传统消费旺季结束，海外进口货源到港补充国内现货市场，待国内库存拐点显现并转为累库后，预计铜价将面临更大的下行压力。



## 锌：锌市场偏弱运行的现状难以打破

### 一、LME 锌市场表现偏弱，沪伦比值创近三年新高

9 月份，锌市场以下跌为主。LME 现货锌价月初为 3300 美元/吨，最高上涨至 3320 美元/吨，最低下跌至 2830 美元/吨，月底收于 2986 美元/吨。国内锌价跌幅明显低于国外市场，SMM 现货锌价月初为 25200 元/吨，最高上涨至 25520 元/吨，最低下跌至 24260 元/吨，月底收于 24790 元/吨。进入 9 月份，锌市场延续内强外弱走势。截至 10 月 14 日，LME 锌价为 2961 美元/吨，SMM 现货锌价 25570 元/吨。

9 月份，LME 现货锌价平均 3136 美元/吨，环比下跌 12%，同比上涨 3%。SMM 现货锌价平均 24979 元/吨，环比下跌 0.7%，同比上涨 9.6%。经过测算，1-9 月份，LME 现货锌价平均 3645 美元/吨，SMM 现货锌价平均 25361 元/吨。

9 月份以来，锌市场的第一个特征是 LME 锌价表现偏弱。即使在宏观面或者基本面利好消息的刺激下，也没有出现明显的上涨。不过，锌市场向下的调整理由似乎也不充分，2800 美元/吨有效阻击了锌市场的多次下跌。这反应出了锌市场的现状，锌基本面很强劲，包括 LME 锌锭库存已经去库至 5 万吨左右，处于历史极低水平，这是锌价难以大幅向下调整的主要原因。但是市场做多锌，需要新的理由和支撑因素，或者讲需要新的炒作点。同时锌矿基本面过剩表现的越来越明显，也增加了一条无法做多锌的理由。

第二个特征是内强外弱非常明显。沪伦比值可以准确的刻画国内外市场相对强弱，自从 8 月份中旬沪伦比值下跌至 6.8 以后，8 月中旬后，沪伦比值持续处于修复过程中，9 月底突破了 8.5，为 2019 年 1 月份以来的最高水平。我们认为国内锌锭库存大幅下降，导致国内外库存比值明显下降，是沪伦比值能够大幅抬升的根本原因。截至 10 月 14 日，LME、SHFE 显性锌锭库存分别为 5.2 万吨、4.1 万吨，沪伦库存比值为 0.8，较今年最高时的 2.0，下降了 60%。

9 月份以来，国内外锌矿加工费走势略有分化。进口矿 TC 先涨后跌，国产矿 TC 持续上涨。据五矿国际统计，进口矿 TC 月初为 255 美元/矿吨，最高上涨至 270 美元/矿吨，月底下跌至 250 美元/矿吨。国产矿 TC 则从月初的 4000 元/吨，月底上涨至 4350 元/吨。截至 10 月 17 日，进口 TC、国产矿 TC 的成交数值，和 9 月底大体相当，分别成交在 260 美元/矿吨、4350 元/吨。我们统一将其换算为美元计价模式，截至 10 月 17 日，锌精矿三个系列加工费分别为 Benchmark TC 230 美元/矿吨、进口矿 TC 250 美元/矿吨、国产矿 TC 162 美元/矿吨。这也是国产矿 TC 今年以来的最高水平，相当于 2021 年 9 月份的 TC 水平。

### 二、原料供应更加宽松，国内冶炼厂生产有所改善

9 月份以来，锌矿过剩体现的愈发明显，主要原因是由于海外锌矿趋于宽松，中国锌精矿进口量增加所致，国内锌矿产量其实并没有明显的改善。

据北京万研统计，9 月份中国锌精矿产量 37 万吨（锌金属量，下同），环比增加 4.5%，同比减少 1.1%。1-9 月份，中国锌精矿产量累计 302 万吨，同比增加 0.3%。考虑到 8-9 月青海、新疆等地区疫情造成部分矿山停产，9 月限电政策对四川、湖南、内蒙古等地的部分矿山生产造成的影响，以及 10 月由于国庆和两会期间对炸药管制以及严格的环保检查导致的部分地区矿山停产，这些因素导致下半年国内锌精矿产量增幅不及预期。预计国内全年锌精矿产量 410 万吨，同比

零增长。

尽管国内自身的锌精矿产量改善是微弱的，但是由于海外锌矿基本面过剩愈发明显，叠加国内锌精矿进口转为盈利，导致国内最近两个月的锌精矿进口量大幅增加。据海关总署统计，8月份锌精矿进口量37.6万吨(实物量)，环比增加29%，同比增加24%。1-8月份，国内锌精矿进口量合计248万吨，同比增加0.9%，这是今年以来国内锌精矿进口量累计增速首次转正。

9月份，无论是原料供应紧张的问题，还是电力紧张问题，都大幅好转，国内冶炼产量也由此有所改善。目前国内冶炼厂提产主要制约因素是利润问题，尽管国产矿TC大幅攀升，但是硫酸价格已经下跌为两位数，导致冶炼厂利润水平大幅下滑。9月份，国内锌冶炼综合利润平均为119元/吨，其中副产品利润209元/吨，锌金属亏损91元/吨。因此，9月份国内锌冶炼产量在环比上略有改善，但是同比增速仍然是负的。据北京万研统计，9月份国内精锌产量55.6万吨，环比增加6%，同比下降0.7%。1-9月份，国内精锌产量累计485万吨，同比下降1%。

### 三、国内锌消费略有改善，国内外锌锭库存大幅去库

9月份，国内锌消费在环比上出现了一定改善，但仍然低于去年同期水平。从各初级消费行业来看，锌主要消费领域，镀锌板、镀锌件、压铸锌合金、氧化锌开工率环比上提升了4-5个百分点，不过同比去年仍低1.5-3.6个百分点。据北京万研统计，9月份国内精锌消费量60万吨，环比增加9%，同比减少4.5%。1-9月份，国内精锌消费量502万吨，同比减少8.1%。

从国内经济数据来看，表现强劲的仍然是基建和汽车。据中国汽车工业协会统计，9月份，国内汽车产销分别完成267万辆和261万辆，环比分别增长11.5%、9.5%，同比分别增长28%、26%。车辆购置税减征政策的持续发力，在传统黄金消费季，车市提振效果明显。1-9月，汽车累计产销分别完成1963万辆和1947万辆，累计同比分别增长7.4%和4.4%。增速较1-8月扩大2.6个百分点和2.7个百分点。

国内锌消费端的改善幅度高于冶炼端，导致国内锌锭库存延续去库态势。9月初，SMM锌锭社会库存12万吨，9月底去库至7万吨，去库5万吨。这个去库幅度超出了我们之前的预期，在上个月月评中，我们预测国内锌锭库存最低将会去库至9万吨左右，实际上的最低库存低于这个预测值，表明国内锌消费复苏力度略强于我们之前的预期。进入10月份，国内锌锭库存略有累库。截至10月17日，国内锌锭库存9.4万吨，但仍处于历史低位。

实际上，去库的不只有国内锌锭库存，LME锌锭库存也在同步去库。9月初，LME锌锭库存为7.7万吨，9月底已经下降至5.4万吨。截至10月17日，LME锌锭库存为5.2万吨。这个库存水平也是1991年以来LME锌锭库存的最低水平，过去二十年，LME锌锭库存出现5万吨只有两次，分别为2007年9月和2019年12月-2020年2月。

将国内外锌锭显性库存加总后，目前全球只有14.6万吨的锌锭库存，仅仅相当于3.8天的全球锌消费量。这个反映出精锌市场是非常紧张的，这也是为什么锌价很难流畅下跌的主要原因。

#### 四、未来一个月锌价继续区间震荡，缺乏向上及向下的动力

宏观方面最值得关注的因素是欧美货币政策的动向。欧美通胀已经达到了历史级别的高位，当前经济学界形成了一个共识，那就是欧美通胀下降起来会非常缓慢，要想降低通胀，欧美货币政策需要在相当一段时间内维持偏紧态势。10月份最新公布的美国CPI数据证实了这一点，9月份美国核心CPI高达6.6%，高于市场预期的6.5%以及前值的6.3%；核心CPI环比上涨0.6%，高于市场预期的0.4%，持平于前值。我们判断欧美还会继续大幅度加息，预计美国联邦基金利率年底将达到4.3%左右，明年达到4.5%-5%，并且在明年很难降息。预计欧央行四季度加息100个基点，明年还会再进行三次加息。除了加息，欧央行和美联储均还会加快缩表进程，这对市场而言无异于雪上加霜。强劲加息对欧美经济已经产生了不利影响，我们判断欧洲经济四季度大概率衰退，美国经济明年也很可能会进入衰退。

当前宏观环境是正处于衰退前几个月。我们对历史上全球经济衰退时期对当时市场的影响进行了复盘，发现在进入衰退前后两三个月时间里，美元指数和美债收益率都会大幅上行，大宗商品价格连续多个月下跌。因此，从宏观角度来讲，未来一个月锌价是很难大幅上涨的。

从基本面来看，目前锌矿基本面的过剩已经逐渐体现了出来，国外咨询机构WoodMac预计今年和明年的全球锌精矿过剩量均在50万吨以上，WoodMac和CRU两家机构对明年的锌精矿Benchmark预测也都定在了300美元/矿吨，这个加工费在历史上也属于最高水平。预计未来锌矿市场仍会朝着过剩方向前进。

不过我们不看空锌，主要理由在于锌矿过剩无法向精锌端传导，尽管锌矿市场大幅过剩，但是精锌市场呈现短缺。WoodMac预计2022年全球精锌市场短缺高达56万吨！并且可以看到，欧洲能源危机问题不是一个短时间可以解决的问题，海外锌冶炼厂的减产范围可能会继续扩大。据公开消息，嘉能可计划从11月1日开始，将旗下位于德国的Nordenham锌冶炼厂（年产能16.5万吨精锌）开始停产，我们预计该冶炼厂今年的产量会损失2.5万吨。如果再把之前停产的两座冶炼厂考虑在内（托克Budel冶炼厂+嘉能可Portovesme冶炼厂），今年由于能源危机停产的欧洲锌冶炼产能合计为54万吨，约占欧洲精锌产量的24%。此外，Hudbay位于加拿大的冶炼厂Flin Flon也已经关闭。加总后，今年海外锌冶炼停产的产能为63万吨，占2021年海外精锌产量的8.7%。因此，我们预计未来精锌市场的紧张仍然会维持较长时间，这也是支撑锌价的主要因素。

未来一个月，预计LME锌价运行区间为2800-3200美元/吨，SHFE锌价运行区间为23000-25000元/吨。

#### 铝：宏观长期利空未改，铝基本面关键看消费

##### 一、9月供应减产不断，消费旺季不旺，供需小幅短缺

2022年9月份国内外铝价走势分化，国内铝价先涨后跌，整体呈区间震荡走势；国外铝价延续下跌趋势，重心持续下移。LME三个月铝合约月初开盘于2360.5美元/吨，当月最高价2363美元/吨，最低触及2080.5美元/吨，月末反弹收盘于2142美元/吨，当月跌幅9.35%。沪铝主力连续合约开盘于18235元/吨，最高到达19100元/吨，最低下探17745元/吨，月末收盘于18270元/吨，当月跌

幅 0.76%。8 月份 LME 现货平均价格 2227 美元/吨,环比下跌 8.4%,同比下跌 21.5%; SMM 华东现货均价 18500 元/吨,环比下跌 0.2%,同比下跌 17.3%。

主导 9 月国内铝价震荡走势的影响因素与 8 月基本类似,宏观上延续承压趋势不变,价格支撑主要来自基本面,包括供应端减产和国内外低库存。9 月上旬,海内外减产消息不断,其中法国最大的铝冶炼厂 AluminiumDunkerque 表示将减产 22%约 6.5 万吨以应对不断飙升的能源价格,德国 Speira 公司也宣布因能源成本高企决定让 Neuss 电解铝厂减产 50%约 7 万吨/年;国内方面,8 月份四川地区因干旱少电原因全部减产后云南地区再次出现大范围减产,根据云南省供电部门发布《关于紧急启动电解铝用能管理的通知》的要求,自 2022 年 9 月 10 日起,以停槽方式开展用能管理,9 月 14 日前压降用电负荷 10%,并且市场传闻后续减产幅度逐渐扩大至 30%,减产达 100-150 万吨/年。受基本面消息刺激铝价月中上冲 19000 元/吨,但进入 9 月下旬后受压于宏观面,8 月美国 CPI 数据高于市场预期,9 月份美联储继续加息 75 个 BP,美元指数上涨以及对经济衰退的担忧使得铝价受压回落。到 9 月底,伦敦金属交易所就可能禁止俄罗斯金属交易进行咨询,情绪导致外盘空头回补,盘中大幅拉升后回落。

回顾行业成本利润方面,成本继续缓慢下降,铝冶炼利润维持盈亏附近。具体来看,9 月预焙阳极价格继续下跌,月均价较 8 月下跌 60 元/吨左右;9 月氟化铝月均价较上月下跌 250 元/吨;氧化铝价格 9 月均价整体较前月下跌 20 到 60 元/吨左右,其中山东、广西和山西等地区降幅明显。根据五矿铝业的数据库,2022 年 9 月国内电解铝加权平均完全成本 18147 元/吨,较前月下跌 118 元/吨,加权平均现金成本 16592 元/吨;行业理论加权平均盈利 353 元/吨,约 55%的运行产能处于亏损状态。

电解铝供应方面,9 月份新增产能来自内蒙古白音华项目,于 9 月下旬正式通电启槽;复产项目集中在四川和广西地区,四川启明星和广元林丰在高温天气结束后着手复产,四川地区其他电解铝厂复产计划滞后一些,广西地区田阳百矿复产开始有所加速,百色银海预计 9 月底可满产,来宾银海也将开始复产;减产集中在云南地区,由于水电不足,减产比例从 10%逐渐扩大至约 30%,并且预计明年汛期到来前难以复产。9 月末国内电解铝运行产能 4018 万吨/年,较 8 月末减少 75 万吨/年。根据五矿铝业数据库,9 月产量达到 330.2 万吨,日产量环比下降 1.85%,同比上升 5.0%,1-9 月累计产量 2999 万吨,同比增长 2.2%。进口供应方面,根据最新的海关数据显示,8 月原铝净进口 4.39 万吨,预计 9-10 月还有少量进口。

电解铝消费方面,整体表现旺季不旺,不过随着地产行业逐渐筑底铝消费也未再进一步走弱,有所边际回暖,全月国内铝锭去库 5.2 万吨。9 月日均消费 11.35 万吨,环比上升 0.1%,同比增长 5.3%,1-9 月累计消费同比下降 0.5%,降幅较前月缩窄。下游开工率方面,根据上海有色网的数据,9 月铝板带箔行业开工率 74.28%,环比上升 1.47 个百分点,同比下降 0.37 个百分点,大部分板带企业再无限电干扰生产,传统旺季到来也使得部分板带企业订单量有所增加,包装箔等产品订单增量相对明显;铝型材 9 月开工率 39.72%,环比上升 2.24 个百分点,同比下降 11.7 个百分点,其中建筑型材在“保交楼”政策支撑下小幅回暖,但行业整体较往年仍处于低迷状态,工业型材则受益于新能源板块(包括新能源汽车、电力设备)快速发展的红利下增长明显;铝线缆开工率 43.29%,环比下降 0.26 个百分点,同比上升 5.41 个百分点。从终端行业来看,9 月份汽车产量 267.2 万辆,同比增长 28%,汽车市场延续着前几个月以来的高景气度。10 月延期公布



9月宏观数据，但从PMI来看，9月PMI为50.1，在连续两个月低于50荣枯线后开始转暖。美国9月制造业PMI为50.9，较前月走弱明显，欧元区9月制造业PMI为48.4，继续走弱，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8月末的498.564和100.5美元/吨下降至9月末的432.562.6和92.5美元/吨。

## 二、展望后市，宏观长期利空未改，基本面关键看消费

展望2022年10月中旬至2022年11月中旬的市场，首先是宏观长期利空未发生改变，刚公布的美国9月CPI数据显示通胀仍然处于高位，且超出市场预期，市场预计11月美联储将大概率继续加息75个BP，美元指数维持高位以及对欧美经济衰退的担忧使得宏观层面金属价格继续受压。

供需基本上，国内经历四川和云南地区先后减产后，预计未来一个月减产进一步扩大的可能性较小，反倒是四川和广西地区的复产进度可能会加速，运行产能预计将会逐渐恢复，国内供应端的支撑主要来自低库存；海外供应方面，欧洲地区进一步可大幅减产的产能有限，但是10月中旬有消息称拜登政府正在考虑对俄罗斯铝材实施全面禁令，若该禁令落地势必LME也会对俄铝交割进行限制，并且可能会影响俄铝的生产。在美国或LME禁止俄铝成为确定性事件前，预计铝价都将难以大幅下行，此时阶段性影响价格走势的关键因素将会是消费。倘若铝消费继续转暖，低库存将会继续支撑铝价，但在宏观利空下也难以大幅上涨；倘若消费疲软转弱，基本面将会与宏观共振，铝价重心预计还会进一步下行。

综合而言，预计10月中旬至11月中旬期间，宏观利空未改，供应端支撑作用逐渐松软，俄铝禁令未落地前难以出现趋势性行情，预计沪铝主力连续合约维持震荡走势，主要波动区间17700-19000元/吨。

## 镍：宏观扰动频繁，镍价或波动加剧

### 一、下游需求改善，镍价冲高回落

9月份镍价整体先扬后抑，呈冲高回落态势。伦镍库存持续减少，亚洲库存快速消耗，镍板库存大量流失。截至9月末伦镍库存仅有52758吨，较月初减少1782吨，镍豆在LME镍库存中占比上升至92%，亚洲仓库镍板库存仅余近200吨。9月中旬多头资金涌入，多空博弈，价格冲高伴随内外持仓量与交易量一度增加，随后多头获利了结离场，沪镍多空比再次下降。欧美通胀数据仍保持高位，工业增长疲软，9月份美联储如期第二次加息75基点。随着价格触底，市场消化通胀预期，地缘政治危机下欧洲能源供应持续紧张，美国加息周期仍在继续，高利率遏制资本流动性，市场需求持续疲软，市场由交易通胀逐渐转为交易衰退。

9月伦镍现货均价为22682美元/吨，最高触及24860美元/吨，最低20200美元/吨，收于22290美元/吨，较8月底上涨6.72%；SMM#1电解镍现货均价为188443元/吨，最高201300元/吨，最低166650元/吨，收于190750元/吨，较8月底上涨7.53%。进入10月份以来，镍价震荡上行，截至10月17日，伦镍现货收于21565美元/吨，SMM#1电解镍现货收于188500元/吨。

SMM数据显示，2022年9月中国原生镍总供应为17.2万吨，环比减少3.9%，

同比增长 19.2%，其中总产量为 8.0 万吨，环比增长 8.1%，总进口量为 9.2 万吨，环比减少 12.4%。9 月中国原生镍总需求大幅改善至 17.0 万吨，环比增长 21.4%，同比增长 39.5%。9 月中国原生镍过剩约 0.2 万吨，过剩幅度略有缩小。

2022 年 9 月份全国镍生铁产量为 3.1 万吨，环比增长 6.9%，同比增长 1.0%。9 月份国内镍铁厂随着前期高价镍矿的消耗，生产成本逐渐降低，利润有所修复，因此出货意愿增加。同时 200 系不锈钢利润情况转好，整体呈盈利状态，带动不锈钢产量小幅增加。在镍铁需求转好的市场环境下，低镍生铁产量也随之增加。镍生铁呈去库趋势，同时可流通印尼镍铁供给量也相较有限，因此供应过剩幅度逐渐收窄。

2022 年 9 月全国电解镍产量 1.5 万吨，环比下降 0.7%，同比增长 7.7%。9 月份国内纯镍产量较 8 月相比几无变动，虽西北电解镍厂出现小幅减产但仍处于正常的排产区间。此外，此前国内硫酸镍厂家复产电解镍产线如期运行，排产量逐月递增。虽 9 月期间镍价持续位于高位，但纯镍主流下游刚需仍然较强，因此 9 月国内电解镍产量未出现大幅减产的情况。

2022 年 9 月全国硫酸镍产量 4.2 万吨金属量，实物量为 18.9 万吨，环比增长 15.0%，同比增 48.8%。9 月份，电池级硫酸镍再次大幅度增量。其中高冰镍使用量占比为 28%，MHP 占比为 45%。镍豆镍粉仅为 9%。9 月，MHP 对 LME 的系数维持有一定上涨趋势，成交价格上行至 72.5%-73%。综合看，MHP 仍然具有绝对的经济性优势，高冰镍次于 MHP，镍豆经济性最差。9 月份硫酸镍增量同 8 月份类似，仍主要为一体前驱体厂前期产能放量，叠加少数厂家 MHP 产线产能开工率提升，9 月增量明显。另外硫酸镍散单供应仍相对偏紧，供应紧张的预期下电池级硫酸镍价格继续上行，刺激了一些新增产能及转产产线的进入，预计这部分产线投产集中期位于 11-12 月份。

进口方面，据 SMM 数据显示，9 月 FENI 进口量较上月基本持平，约 1.2 万镍金属吨左右。NPI 方面，9 月进口量大致在 6.6 万镍金属吨左右，环比减少 15.4%。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 267.0 万吨，环比增长 11.9%，同比增长 6.2%。其中 300 系的产量为 142.2 万吨，环比增长 9.1%，同比增长 7.5%。9 月国内多数钢厂均有较大幅度增产，分系别来看，400 系增产最多，但由于白色家电、基建等主要终端行业的需求尚未有明显恢复，因此钢厂的 400 系不锈钢出现小幅累库情况；200、300 系成交情况较 8 月稍有好转，上半月不锈钢厂的投货节奏稍显缓慢，现货市场出现短暂性供需错配的情况，社会库存去库速度较快，下半月隐形库存逐渐显性化，现货到货节奏恢复正常。整体来看，9 月钢厂库存继续小幅去库。

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 59.1GWh，同比增长 155.1%，环比增长 18.1%。其中三元电池产量为 24.3GWh，同比累计增长 152.1%，环比上涨 26.1%。9 月，中国三元前驱体产量为 88,434 吨，环比增加 11%，同比增加 68%。9 月部分前驱体厂产能爬坡，头部几家前驱体厂产量均有增量，其中动力 5 系增势表现良好，海外需求平稳 8 系增速相对较稳。受新势力车型带动，国内头部动力端电池厂 5 系订单增量，二梯队电池厂也持续发力；高镍主要受美国市场需求向好带动呈现平稳增长态势，欧洲需求持续偏弱。

## 二、基本面供应过剩格局持续，宏观面多空因素扰动频繁

展望后市，宏观方面，全球主要经济体制造业 PMI 数据出现分化，其中美国表现好于预期，而欧元区受到能源短缺和货币紧缩影响，经济压力越来越大。据 FOMC 点阵图显示 2022 年底美联储或加息至 4.4%，全球各国加息不断使全球经济衰退预期增强，工业金属价格整体承压。国内方面，中国人民银行决定调整首套个人住房公积金贷款利率并在公开市场逆回购净投放 1980 亿元，稳增长政策下消费预期增强，利好工业金属。宏观面多空因素交织，预计将放大镍价波动。

供给端来看，预计 10 月全国镍生铁产量较 9 月产量小幅增加。部分不锈钢厂当前利润状况良好，同时考虑到来年产量上限问题，10 月将出现小幅增产情况。随着一体化企业不锈钢投产项目的展开，市场可流通镍铁供给量或将减少。因此国内铁镍市场供需将逐渐走向平衡或紧平衡趋势。

预计 10 月份电解镍产量小幅增加，主因不锈钢方面 10 月增产预期比较强烈；此外，合金行业电解镍需求向好，今年纯镍耗用情况呈现震荡上行走势，叠加盐厂复产电解镍情况良好。

10 月份电池级硫酸镍市场或出现一定程度转变。供应偏紧现状不变，但限制因素将逐步由前期的产能瓶颈转化为原料问题。9 月份巴新由于地震问题，MHP 产量下滑 1/3，同时也影响了 10 月份的发货量。供应减量，需求续增，前期囤积的 MHP 库存消耗，系数上涨。三元前驱三季度末四季度处于产量高峰期，下游订单好转，生产积极性较高，叠加当前几大头部企业快速扩张，电池级硫酸镍需求旺盛。综上预计 10 月份及 11 月份电池级硫酸镍供应仍处于偏紧张的状态。

消费端来看，在 9 月大幅复产基础上，10 月全国不锈钢厂 200、300、400 系均有进一步增产预期，主要增量体现在部分大型钢厂及新增项目上，其余中小型企业依然维持较为保守的排产计划。虽不及往年“银十”的火热，但今年 10 月各地区陆续有宏观利好政策出台，不锈钢整体供需同增且供给充足，成本支撑坚挺但上升空间有限。新能源汽车表现强势，在传统旺季和政策驱动作用下行业景气度继续上升，带动三元电池需求增长。

综合来看，在基本面供应过剩格局持续的前提下，宏观面的不确定性或使镍价宽幅波动。预计 9 月 18 日至 10 月 18 日伦镍主要运行区间 18000-24000 美元/吨，沪镍主力合约运行区间 160000-210000 元/吨。