

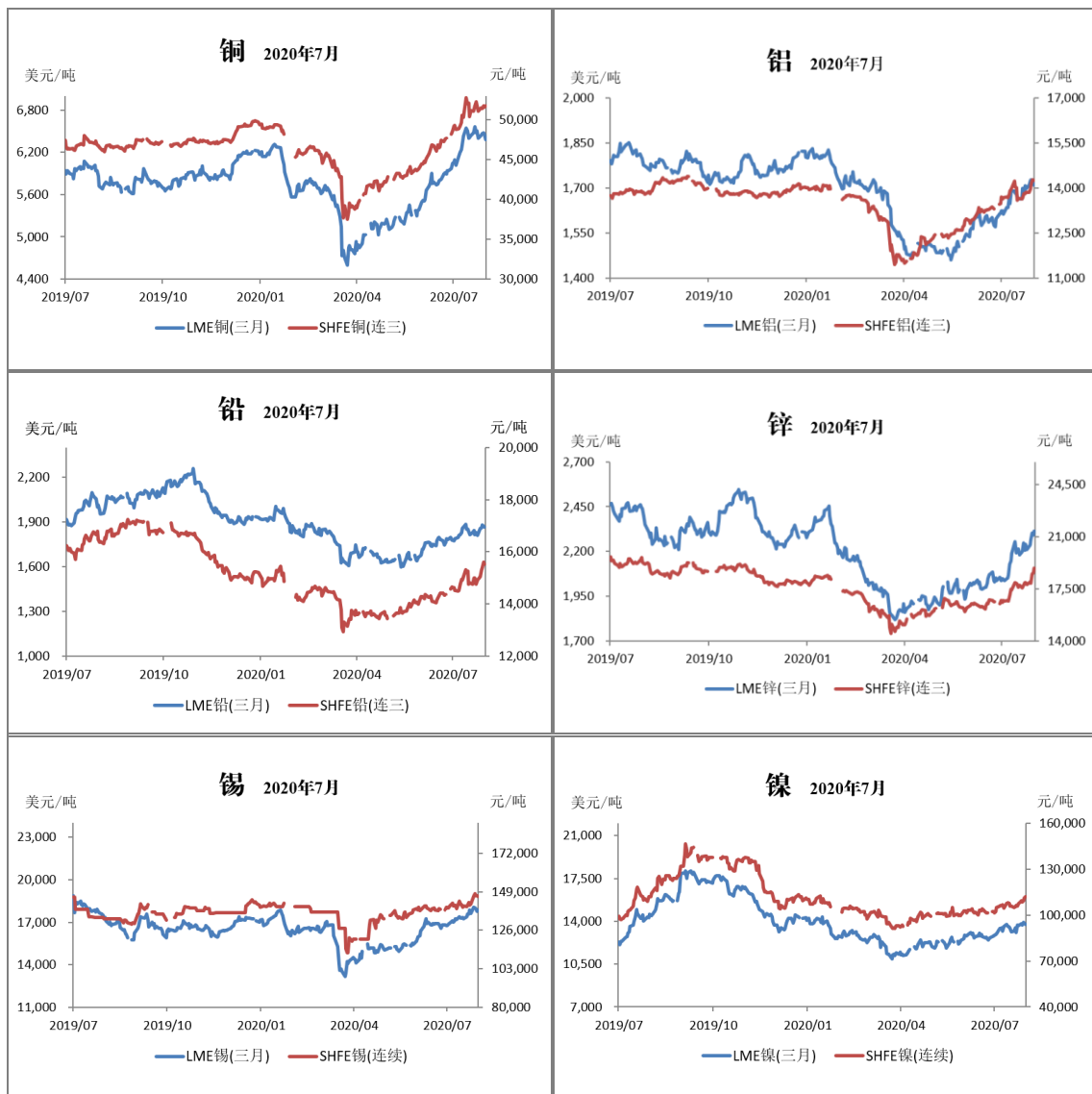
基本金属月度市场回顾及后市展望

五矿国际 赵思雨 左豪恩 彭嘉曦 陈焱旭

中国金属矿业经济研究院 吴越

摘要:7月份,基本金属价格全部上涨,且总体上外盘涨幅均高于内盘。其中,铜、锌成为基本金属中的“明星”品种,单月涨幅分别达到了10%、7%。基本金属上涨主要还是由于流动性宽松的驱动,而基本面的支撑力度不大。

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	6633	53520	1732	14860	1886	15785	2334	19130	18250	154400	13995	112150
最低	5987	48480	1610	13825	1759	14565	2017	16585	16695	137440	12605	101060
月末	6376	51820	1710	14685	1864	15705	2313	19080	17875	146620	13740	110440
月末环比	5.6%	6.2%	5.7%	6.2%	4.8%	6.3%	13.6%	13.3%	6.6%	5.6%	7.3%	7.5%
平均	6349	48959	1673	13750	1828	14654	2173	16942	17375	139192	13389	104554
环比	10.2%	9.6%	5.4%	6.05%	4.0%	3.4%	7.2%	3.2%	4.5%	3.8%	4.9%	2.3%
同比	6.6%	4.8%	-7.9%	-0.31%	-7.6%	-8.8%	-10.6%	-13.1%	-3.3%	0.0%	-0.9%	4.5%

注：LME 月度价格为最近完整月 LME3 月价格；SHFE 价格为最近完整合约期内 SHFE 主力合约价格
数据来源：LME，SHFE，五矿国际规划发展部

铜

7 月铜价反弹后横盘波动。前半月，全球资本市场情绪高涨，有色金属全面上涨，叠加智利铜矿供应的驱动，LME3 月铜价快速反弹并在 7 月第二周创反弹以来单周最大涨幅 6.88%，最高达 6633 美元/吨，突破了去年全年最高价。下半月，铜价维持高位震荡，运行重心略有下移，单月总体涨幅 5.58%，反弹速度放缓。7 月 LME3 月铜价开盘于 6038 美元/吨，最高运行至 6633 美元/吨，最低下探至 5987 美元/吨，收盘于 6376 美元/吨，月度均价 6349 美元/吨，同比上涨 6.6%，环比上涨 10.2%。1-7 月 LME3 月铜均价为 5631 美元/吨，同比下跌 8.3%。内盘方面，7 月 SHFE 三月铜均价 50954 元/吨，同比上涨 8.9%，环比上涨 10.1%；1-7 月 SHFE 三月铜均价 45533 元/吨，同比下跌 5.14%。

进入八月，先前担心的宏观不确定性因素仍在上演，铜价勉强维持高位震荡，直至美国非农数据好于预期，伴随美元反弹，7 日铜价出现单日 3.9% 的跌幅，最低运行至 6226 美元/吨。

宏观上看，宏观经济利多铜价，但宏观事件利空铜价，下一步宏观事件将更多主导市场情绪。全球宏观经济总体复苏形势较好，欧元区 7 月制造业 PMI 终值 51.8、回升 4.4 个点，美国 7 月 ISM 制造业 PMI 终值 54.2，连续两个月进入扩张区间，欧美主要国家工业复苏较快，中国 PMI 指数 51.1，连续 5 个月位于扩张区间，新订单指数 51.7，连续 3 月回升，制造业需求逐步回暖。但与宏观经济的复苏相背离，市场转而更为关注一系列我们先前担心的灰犀牛事件，包括疫情的加速蔓延和二次爆发风险以及中美大国博弈。8 月以来，中美两国关系剑拔弩张，互相关闭领事馆，美国对中国软件禁令等，带来市场避险情绪提升，结合对未来各国经济复苏政策力度放缓的担忧，有色金属普涨行情告一段落，金属间走势开始分化。

从基本面看，铜市场基本面可能正在面临本轮反弹的阶段性价点，进入一个小幅累库的周期。

铜矿供应看，趋势呈现企稳回暖。尽管二季度看，铜矿生产受到相当影响，日前根据各矿企生产报告，二季度智利国家铜业产量下降 8%，安托法加斯塔产量下降 8%，第一量子产量下降 13%，五矿资源产量下降 16%，泰克资源产量下降 16%，淡水河谷产量下降 11%，但这些损失大多为 4、5 月份产生。6 月数据看，智利 6 月单月铜矿产量 46.7 万吨，同比下滑 0.6%，秘鲁 6 月采矿业恢复，

当月产量 18.1 万吨，环比大幅增长 41%，主要产铜国铜产量趋于稳定，进一步大规模减产可能性不高。

冶炼方面，据安泰科调研，7 月 22 家样本企业合计生产阴极铜 68.7 万吨，同比下降 7.2%，环比下降 1.7%。当月阴极铜产量下降，主要受广西金川检修和赤峰金剑搬迁等影响，同时受极低的现货加工费影响。1-7 月样本企业累计生产阴极铜 478.9 万吨，同比下降 1.8%。

从冶炼产量看，冶炼厂已经通过检修安排或减停产以避免承受加工费上的损失，但由于船期和发运国港口运力等因素，铜精矿现货加工费依然维持在 50 美元低位。如前所述，尽管秘鲁 6 月起铜矿生产已经恢复，但 6 月中国自秘鲁进口铜精矿量同比仍下降 29%，环比也下降 17%，原料端紧张态势仍然存在，8 月起铜精矿在中国市场的短缺迎来边际改善，但全年精矿紧张大局不变，因此加工费能够向上修复的空间也不大。

需求端看，前几月需求回暖力度较大，超过以往年度同期水平，到本月起基本回落至往年同期水平，这意味着需求的回暖正面临回调。据上海有色网统计，7 月铜材开工率总体下滑 2.4 个百分点至 75%，同比去年持平。此外，铜杆线企业开工率 76%，同比高 1 个百分点；铜管企业开工率达 85%，同比高 5 个百分点；铜板带箔开工率继续表现较弱。终端方面，1-6 月，电网投资累计完成额同比首次转正至 0.7%，电源工程投资完成额累计同比上涨 45.4%；房地产投资累计同比由负转正至 1.9%，基建投资累计同比也转为正增长，但以上所述增速均在放缓。其他消费品方面依旧持续复苏，7 月汽车产量 226 万辆，同比增长 22%，累计同比缩窄至 -13%；6 月空调产量同比正向增长 17%，累计同比降幅收窄至 -16%。

从库存上看，整个 6 月仍是去库存态势，但 7 月开始，上期所库存开始累库近 6 万吨。同期 LME 库存下降 8 万吨，全球 7 月总体去库 2 万吨，显性库存位于历史上较低区间水平。据上海有色网统计，中国电解铜库存 7 月累库近 8 万吨，国内市场开始从去库转向累库，这与我国进口精炼铜相关。海关数据显示，6 月我国进口精炼铜总量达到 49 万吨的历史高点，7 月份初步统计显示将再创 53 万吨新高，这部分铜流入国内但并未被消化。同时，近期废铜对精铜替代效应明显，从而不利于精铜消费，国内累库可能仍将继续。

展望后市，依然关注宏观、流动性和基本面三个关键点。宏观上看，宏观事件将继续盖过宏观经济影响市场情绪，灰犀牛事件继续出现的风险不低；流动性上看，市场趋同于流动性见顶的观点，流动性可能迎来边际拐点，因此金属价格之间将继续出现超涨品种的挤泡沫、滞涨品种的补涨等差异化表现。从基本面看，前期需求快速复苏补库的阶段基本到顶，下一步更多看经济自身韧性，基本面边际转弱。但美元汇率的继续下跌及全球较低的库存水平以及充裕的流动性仍然对铜价形成向上的驱动。笔者撰稿时，LME 铜价打破了长达一个月的振荡区间，向上突破区间顶部 6600 美元/吨，预计接下来一段时间，铜价将试图挑战 6800 美元/吨。

锌

7 月份以来，锌价一路高歌猛进，上演了一出“底层”逆袭的故事。月初，LME 三月锌价开于 2047 美元/吨，第一周在 2000-2100 美元/吨之间窄幅振荡，毫无亮眼表现。第二周，锌价迅速启动了上涨模式，仅仅用了一周时间便接连突破了 2100 和 2200 美元/吨的整数关口，之后在 2200 美元附近横盘半个月。月底突破了 2300 美元/吨的整数位，7 月底锌价收于 2311 美元/吨。如果将 8 月份最近半个月以来的锌价表现也加入进行比较，实际上 8 月以来锌价的走势特点与 7 月份如出一辙，8 月上半月，锌市场在 2300-2400 美元/吨之间振荡，8 月 17 日突破了 2400 美元/吨的关口。

7 月份，LME 锌三月均价 2173 美元/吨，环比上涨 7%，同比下跌 10%。国内锌市场涨幅略低于伦锌，SHFE 主力合约锌价平均为 16942 元/吨，环比上涨 3%，同比下跌 13%。

7 月份以来的锌价运行方式概括起来为：突破 2100 美元一横盘；突破 2200 美元一横盘；突破 2300 美元一横盘；突破 2400 美元。市场多数人包括我们也认为，锌价此轮的上涨非常意外，实际上基本面的支持力度不大。价格的上涨可能更多来自流动性宽松的驱动。7 月份以来，资金选择最多的两个基本金属品种分别为铜和锌，但是锌的单月环比涨幅略低于铜。资金去选择铜，我们很容易理解，铜为大宗商品中的“明星”品种，具有极强的金融属性，容易获得资金的青睐。但问题在于，在剩余的五个基本金属中，市场为什么会突然选择了基本面并不是很出色的锌？我们理解为沉闷了半年之久的锌市场，终于迎来了第一次大爆发。在某种意义上可以认为是补涨行情。

7 月份以来，国内外锌市场呈现出了截然不同的运行特点，具体表现为：第一，国外锌锭库存大幅累库，1-7 月份 LME 锌锭共累库 14 万吨，尤其是 7 月份当月的累库量便达到了 7 万吨。与此相反，国内前七个月锌锭库存（SMM 七地社会库存+保税区库存）仅仅微幅累库 0.8 万吨，并且 7 月当月还去库 2 万吨。因此，7 月份全球锌锭的显性库存累库 4.5 万吨。第二，国外锌价基差呈现“Contango”结构，7 月份 LME 现货对三月合约，维持在贴水 10 美元/吨附近。但国内锌市基差一直维持“Back”结构，7 月份上海锌现货对主力合约，平均升水 75 元/吨。我们认为国内外价差结构不同的原因正是在于 LME 锌锭持续累库，但国内持续去库。

总结上述库存变化数据，7 月份全球锌锭共累库 5 万吨。并且当 LME 市场表现为大幅累库、国内市场微幅去库的情况下，市场仍然去选择做多锌。因此，我们在月评开头提出了此次锌价的上涨与基本面关系不大。

根据我们的冶炼厂数据库，7 月份国内冶炼厂产量环比增加 5%。我们从原料供应、检修情况、利润三个角度，可以理解 7 月份国内冶炼厂产量的增加。

第一，冶炼厂的原料供应不再制约冶炼厂的生产，以 7 月份太丰、三立的提产为代表，证明上半年原料制约生产的问题得到了极大缓解。

首先，由于国内锌价上涨至 18000 元/吨以上，加工费维持在 5600 元/吨左右，折算后国内锌精矿的价格在 11800 元/吨左右。上述的锌精矿价格水平下，多数矿山均有不错的利润。据北京万研统计，7 月份国内矿山产量 37 万吨，虽然环比减少 3%，但是同比仍然增加了 6%。

其次，进口矿的减少量低于预期。据海关统计，6 月份中国锌精矿的进口量为 21 万吨（实物量），环比减少 40%，同比增加 16%。虽然初次看到环比减少

40%的数据，难免认为这个数据极为惊人。但是假如按照上半年海外矿山减产的节奏进行推算，会发现这个数据的下跌幅度甚至还低于预期。根据我们上半年预测，6月份的单月锌精矿进口量可能会回落至15万吨（实物量）左右。锌精矿进口量减少低于预期的原因：海外矿山的减产幅度低于预期，并且南美多数矿山并未完全停产。据五矿国际锌数据库，海外锌矿山一季度产量同比增加12万吨，二季度同比减少26万吨，上半年同比减少14万吨，而我们前期的预测值为同比减少28万吨。因此，二季度海外锌矿供应并未出现断崖式的下降。

第二，7月份国内检修的冶炼厂数量大幅度减少。在我们追踪的41家冶炼厂中，7月份存在检修的只有4家，分别是西北冶炼厂、赤峰中色、巴彦淖尔紫金及白银有色的第三冶炼厂。相较于6月份的检修数量11家，7月份的冶炼厂检修数量大幅减少。

第三，由于锌精矿加工费的修复，带来了冶炼厂利润的快速增加。根据我们的加工费研究模型，无论是采用进口矿、还是国产矿，7月份冶炼厂的收益均大幅增加。据我们测算，采用进口矿的冶炼厂收益从月初的299美元/吨增加至315美元/吨，采用国产矿的冶炼厂收益则从361美元/吨大幅增加至409美元/吨。可以看出，采用国产矿的冶炼厂收益会更加有利，主要的原因就是国产矿加工费的上调幅度更大。

从另外一个相近的指标——冶炼厂利润来看，同样反映出了冶炼厂的收益得到了改善。据北京万研统计，国内冶炼厂利润从6月份的平均360元/吨增加至7月份的630元/吨。因此，多数冶炼厂受到利润的吸引，纷纷大幅提高生产力。我们统计的41家冶炼厂中，有12家的产量均取得增加，比如南方有色、铜冠九华、太丰、三立、金鼎锌业等。

总体看，7月份样本冶炼厂产量共计39.7万吨，环比增加5%。7月份国内冶炼厂的开工率为82%，环比7月份的78%增加了4个百分点。

我们都知道，各家机构包括交易所统计的库存仅仅是全部库存的一部分，我们称之为显性库存。如果按照极端情形假设，7月份国内精锌供应环比增加5%，只有消费增速在5%以上，才能带动国内锌锭去库。那么在锌市场上，是否还存在大量的锌锭隐性库存？实际上，由于7月份以来锌价的快速上涨，吸引了LME锌锭快速累库，但是即使锌价上涨，国内仍然为去库。我们的推测是海外的隐性库存较多，但国内隐性库存较低。

我们试图通过一种方法来推测隐性库存的数量，主要思路为：我们的精锌供需平衡数据为全部的锌锭库存变化，交易所库存变化为显性库存变化，两者相减，可以得到隐性库存的数量。但需要指出的是，我们仅仅考虑今年以来的隐性库存数量，往年的隐性库存基数暂不纳入考虑。

首先，对于海外而言，疫情对海外的冲击主要在二季度，并且对精锌消费的冲击大于精锌供应。因此，海外精锌的二季度供需平衡表现为大幅过剩。根据五矿国际平衡表，上半年海外精锌供需平衡过剩22万吨，其中，一季度过剩6万吨、二季度过剩16万吨。我们再从LME锌锭的库存变化进行对比，一季度LME锌锭累库2.3万吨、二季度累库4.7万吨，上半年LME锌锭合计累库7万吨。因此，我们推测上半年海外精锌的隐性库存的增量为15万吨左右。

其次，对于国内而言，据北京万研数据，上半年国内精锌供需平衡过剩11万吨，其中，一季度过剩21万吨，二季度短缺10万吨。从国内锌锭的显性库存变化来看，一季度国内锌锭累库13万吨，二季度去库11万吨。可以看到，二季度的库存变化数据基本与平衡表匹配，但一季度显性库存变化数据仍难以反

映平衡表显示的数量。我们推测有两个原因：第一，据我们了解，国内部分冶炼厂确实存在一定量的成品库存，那么这种现象可能并不是个例，这些冶炼厂为了等待锌价的上涨，储备锌锭等待抛售。第二，我们前期一直存在质疑的锌消费问题，上半年国内锌消费同比减少 6.6%，这个数字似乎还是过于偏高。假设将国内显性库存完全等同于国内的全部库存，我们估算上半年国内精锌消费同比减少只有 4%-5% 左右。

展望后市，我们在月评初始提到，7 月份以来的锌价上涨与基本面无关，而市场这种放弃基本面，继续做多锌的时间还能维持多久？近期市场对锌价看法转变的原因有两点：一是文章中提到的上半年锌价被压抑太久，出现了厚积薄发的局面。二是虽然我们提到锌价此轮上涨与基本面无关，但实际上市场更加关注的是锌的基本面较年初出现边际改善。而第二点，才是当前市场看多锌更为关键的因素，这一点解释了市场为什么会在流动性外溢的情况下，去选择锌，而不是其它金属品种。实际上，最根本的原因就是由于锌的供需平衡出现了改善，但是锌的基本面改善有多大？

根据我们最新修正的平衡表，对于除中国外的锌市场，预计下半年的海外精锌供需平衡过剩 16 万吨。对于中国锌市场，预计中国精锌供需平衡短缺 13 万吨。我们预计下半年全球精锌过剩量只有 3 万吨，在上一版本的平衡表中，曾经预测过剩量高达 30 万吨！因此，我们对下半年的锌价整体上要比之前乐观很多，尤其是四季度的全球精锌平衡短缺 6 万吨，可能会更加推动锌价的上涨。

但这并不意味着我们对锌价的看法就变得极为乐观，因为对锌价来说还有几个利空的因素。一是从宏观上看，中美关系的不确定性是一个非常大的利空因素，如果预测价格仅仅考虑基本面而忽视了这个因素，显然是大错特错的，2018 年下半年的金属价格走势便是很好的一个例子。另外，上半年各个国家为了刺激经济复苏，普遍采用极其宽松的货币政策，导致流动性大幅释放；而下半年的货币政策能否比上半年还要宽松，我们对此持怀疑态度。二是回归到基本面上，虽然我们提出下半年尤其是四季度的基本面会有所改善，但是假如随着锌价的继续上涨，上半年积累的 20 万吨锌锭隐性库存极有可能会大幅释放，那么锌锭库存的显性化也将会再度压制锌价的走高。

对于中短期锌价，目前来看，锌价的上涨势头仍然较为强烈。从 7 月中旬以来的上涨趋势线来看，当前上涨的一个关键阻力位为 2500 美元/吨。按照我们上文提到的近期锌价“突破—振荡”的运行特点，我们认为 8 月中旬至 9 月中旬，LME 锌价有可能会反复挑战这一位置；如果挑战成功，在 2500-2600 美元/吨之间横盘数日，下一目标位便是 2600 美元/吨。

铝

7月份国内外铝价均呈现整体向上走势，尽管月中有较大幅度回调，但下旬再次冲高。LME三个月铝合约从月初开盘1617.5美元/吨向上到达1705美元/吨后回调，下半月继续冲高，达到疫情后高点1731.5美元/吨，月底收盘于1710美元/吨，当月涨幅5.69%，涨幅较前月继续扩大。沪铝同样延续强劲走势，但由于前期涨幅较外盘更大，下半月冲高的高点与上半月的高点基本持平，主力连续合约从月初的13825元/吨上涨到最高14860元/吨，月末收盘于14685元/吨，涨幅6.18%，实现连续四个月录得上涨。7月份LME现货平均价格1639美元/吨，环比上涨4.8%，同比下跌8.6%；长江现货均价14607元/吨，环比上涨5.8%，同比上涨5.8%。国内外基差结构继续维持分化，国内back维持高位难回落，LME则维持较大的contango。

7月价格继续上涨一方面得益于宏观和资金因素，另外一方面则更多是低库存下的产业逻辑。沪铝全部合约持仓量在7月较5月时的历史高点尽管有所回落，但仍处于过去三年的高点，美联储释放的大量流动性也可体现在美元指数加速下滑，疫情的负面影响越来越弱化，充裕的流动性对市场的影响则一直还在持续。产业因素方面，7月上旬国内社会库存整体维持在70万吨上下波动，价格冲高后市场开始对快要进入消费淡季、新投和复产产能加速以及进口铝锭的冲击产生担忧，多头获利离场，价格快速回调，单周下跌千元左右。但到中下旬时，发现库存并没有显著增加，上述担忧不能被库存证实，在相对历史低位的库存水平下，价格再次冲高。

成本利润方面，7月氧化铝和预焙阳极价格开始回暖，但相比铝价的涨幅非常有限，国内铝厂加权平均利润较上月继续扩大。根据五矿铝业的数据库，7月行业加权平均完全成本12814元/吨，较上月提高不到400元，而行业加权平均利润则高达1793元/吨，较上月进一步提高420元，从静态时点价格来测算多数时候超2000元/吨，属于历史罕见。在利润的刺激下，不仅前期计划复产产能和新产能如期加速投产，在8月时更能听到行业成本最高地区的辽宁忠旺宣布复产计划。7月期间将合计增加运行产能80万吨左右，根据五矿铝业数据库，2020年7月国内电解铝产量314.6万吨，日产量环比增加2.2%，同比增加1.9%；运行产能3705万吨，开工率87.68%，较上月提高1.06个百分点。

供给方面不得不考虑进口因素的影响，目前最新海关公布的数据显示6月进口铝锭高达12万吨，同时市场预期7月的进口量将会比6月还高。在考虑进口后，7月的总供给量同比去年增加6.1%，然而库存并没有显著累库。在价格处于较高水平下，基本上也可以排除隐形库存的说法，至少上游铝厂库存未显著增加可以验证这点。那么只剩一种可能，就是实际消费同比去年增速非常明显，根据6月和7月的产量、进口和库存变化数据，我们得出结论是实际消费同比去年增长6%左右，这远高于之前的预估，原因就是实际进口数据明显高于当时的预估。从下游铝加工开工率上也能验证这一点，根据上海有色网的数据，7月铝板带箔开工率71.9%，环比增长1.2个百分点，同比去年基本持平；铝型材开工率62.13%，环比尽管下降1.2个百分点，但同比增长2.48个百分点；铝线缆开工率40.68%，环比下降1.14个百分点，同比下降3.98个百分点，但缆线在下游消费中的占比远不及板带箔和铝型材。从终端铝消费行业来看，1-7月商品房累计竣工面积同比减少10.9%，降幅比1-6月小幅扩大0.4个百分点，但考虑多雨和高温因素，恢复势头并没有显著变弱；7月份汽车产销分别完成220万辆和211万辆，同比

分别增长 21.9% 和 16.4%，延续强势恢复势头。宏观数据方面，7 月官方制造业 PMI 为 51.1，连续五个月维持扩张区间；工业增加值同比增长 4.8%，与上月持平；社会消费品零售总额同比和固定资产投资 1-7 月累计同比分别下降 9.9% 和 1.6%，降幅较 1-6 月份累计同比增速均缩窄 1.5 个百分点。

展望 8 月中旬至 9 月中旬的市场，我们认为主要应该关注行业基本面，宏观不确定性较大，比较偏中性影响，因为一方面流动性仍然偏充裕和疫苗进展利好市场，但同时中美关系在美国大选前预计还会不断反复，市场价格会跟随宏观消息不断波动。

首先是供应方面，根据五矿铝业数据库，8 月和 9 月的产量分别将达到 318 万吨和 313 万吨。8 月进口量预计不会大幅下降，但随着进口比价窗口在 8 月中旬的关闭，预计 9 月的进口量将会明显减少，初步按 8 月和 9 月进口量分别为 10 万吨和 4 万吨进行预估。再看消费方面，6 月和 7 月的实际消费同比增速高达 6%，8 月和 9 月如果按消费同比增速 5% 进行预估，则分别是 320 万吨和 315 万吨。综合下来 8 月将小幅过剩和累库 8 万吨左右，而 9 月是紧平衡。

展望价格，8 月上旬的小幅累库已经使得基差快速回落和价格回调，故预计 8 月下旬价格难以继续大幅回调。进入 9 月的消费旺季后，紧平衡可能会导致短期阶段性地再次去库，在不到 80 万吨的历史低库存水平下，小幅的去库都有可能使得市场情绪再次高涨。目前市场的空头多数认为四季度供应增加明显，将会有较大过剩压力，但根据我们的测算，如果消费的增速还能保持势头的话，下半年过剩压力并不会很大，目前预计年底累库到 100 万吨左右。所以如果库存没有往明显累库方向变化的话，将会使得空头阶段性止损离场，价格可能再创年内新高。综合下来，认为 8 月中旬至 9 月中旬沪铝主力合约高位震荡，运行区间为 14000 元/吨至 15200 元/吨。

镍

7月份，镍价走势整体仍以震荡上涨为主，延续了此前的上涨趋势。进入7月份之后，镍价快速上行，很快就突破了5月份的高点，至月中价格一度站上11万元/吨的整数关口，摆脱了此前巨幅震荡带来的阴影，也为后续涨势打下基础。但镍价在第一次冲击11万元整数关口时未能如愿，价格逐步下挫，日内持续剧烈震荡，在20日均线附近得到支撑。7月下旬，随着镍价在20日均线企稳回升，镍价再度上攻，价格再次站上11万元整数关口，期间最高达到112150元，创出多个月来新高，最终镍价收在110440元/吨，月末环比涨幅7.5%。截至7月31日，指数持仓增加53114手至26.9万手，成交量增加895.8万手至2061.5万手。伦镍走势同样以震荡上行为主，月中有所回落，月底再创新高，最高点达到13995美元/吨。最终月底收在了13740美元/吨，较上个月上涨935美元，涨幅7.30%。整体来看，镍价依然处于二季度见底以来的震荡上行走势，且镍价在站上11万元整数关口之后已经出现加速上涨的迹象。

镍矿方面，我国的红土镍矿主要来源于菲律宾和印尼。根据海关数据显示，6月份中国镍矿进口总量为345.46万吨，较5月份增加177.39万吨，环比上涨105.5%，同比减少7.1%。其中，进口印尼镍矿为10.7万吨，同比减少88.4万吨，降幅为89.2%。菲律宾为307.48万吨，环比上涨129%，同比减少3.54%。2020年1-6月份，国内累计进口镍矿1239.84万吨，累计同比下降40.1%。其中进口印尼的镍矿为252.95万吨，累计同比下降72.0%；进口菲律宾的镍矿为868.05万吨，累计同比下降19.2%。

从进口数据可以看出，6月份国内镍矿进口环比出现了大幅回升，这主要得益于自菲律宾的进口量出现了大幅增加。菲律宾镍矿在6月份由于雨季过去以及新冠疫情影响消退，出口量大增。但是和去年相比，依然同比下降。整体来看，疫情对菲律宾出口量的影响基本已经消除，进口量7月份或将回升至正常出货水平。但是前期的缺口依然难以填补，此外，值得注意的是，我们看到菲律宾由于当地疫情非常严重，再次宣布首都马尼拉及周边多个省份将从4日起施行比当前更为严格的“社区隔离”措施，为期两周。这可能会为后续镍矿的出口增加不确定性。

从国内港口镍矿库存来看，7月底国内镍矿港口库存为834.3万湿吨，总折合金属量为6.72万吨，其中全国七大港口镍矿库存为685万湿吨。而6月底，国内港口镍矿库存为807.8万湿吨，总折合金属量为6.55万吨，其中全国七大港口镍矿库存690万湿吨。可以看出，全国主要港口的镍矿库存变化不大，虽然全国镍矿库存出现了一定程度的增加，但依然处于低位。

镍铁方面，根据上海有色网数据，6月份全国镍生铁产量环比增加0.81%至4.46万镍吨，同比减少9.85%。分品位看，高镍铁6月份产量为3.75万镍吨，环比增加1.44%；低镍铁6月份产量为0.71万镍吨，环比减少2.43%。6月份镍生铁产量小幅增加，主要与部分高镍生铁新投产产能释放有关，6月份高成本地区内蒙有厂家暂停生产或转产其他铁合金，但由于该地区产量是逐步降低的，因此6月份降幅不大，且新增产能释放足以弥补这部分减量。另外，三季度有铁厂检修产线恢复及投产，因此三季度镍铁产量降幅有限。低镍生铁减量主要由6月自然天数少于5月份，且有200系不锈钢厂检修综合造成。7月份全国高镍生铁预计环比继续小增，增幅0.61%，为4.49万镍吨，同比减少9.85%。

从镍铁产量数据来看，6月份国内镍铁产量在5月份明显回升的基础上继续

增加，且7月份预期产量依然乐观。主要是此前困扰市场的原料紧张问题出现了缓解，而下游不锈钢的价格上涨，对于镍的需求增加，原料价格上涨的接受度也提升，带动了镍铁整体产量的回升。

进出口方面，6月份中国镍铁进口量28.08万吨，环比增加4.40万吨，增幅18.58%；同比增加13.75万吨，增幅95.93%。其中6月中国自印尼进口镍铁20.91万吨，环比增加1.75万吨，增幅9.12%，同比增加11.02万吨，增幅111.46%。整体来说，随着镍矿进口的增加，并逐步恢复至正常水平，国内镍铁的原料不足问题得到了极大缓解，因此国内镍铁产量开始出现明显回升。同时，印尼镍铁的产量也在不断攀升中，目前已经成为全球最大镍铁生产国，其出口对国内镍铁供应形成了较大冲击，预计未来镍铁供应将逐步转向宽松。

电解镍方面，7月份，国内镍的现货升贴水走势呈现逐步回落的局面，直到月底才有所企稳回升，其中俄镍主要在贴水225元-升水600元/吨之间波动，金川镍则主要在升水625-1600元/吨之间波动。进入7月份之后，尽管镍价整体走势震荡向上，但需求整体较弱，现货成交不佳，升水逐步回落，至7月中旬俄镍价更是一度转为贴水格局。7月下旬开始，随着下游不锈钢市场逐步好转，带动镍市场氛围回暖，镍的现货升水开始企稳回升，但整体依然处于低位。

根据上海有色网数据，7月份全国电解镍产量1.46万吨，环比减少3.05%，同比增加15.73%。7月产量较6月份产量总计减少460吨。其中甘肃冶炼厂维持正常排产生产，环比6月份持平，同比去年增加30%，在生产环境稳定，出货情况尚可的情况下，暂未有检修计划；辽宁冶炼厂与天津冶炼厂也维持正常生产，产量较6月份几无变化。新疆冶炼厂产量则环比6月份降低37%，一方面由于生产周期调整，部分产量将归入8月份统计；另一方面有部分产线生产了电氧化槽片，因此新疆冶炼厂7月份产量有较大降幅。山东冶炼厂产量环比6月份也降低了16.67%，主因经营压力降低负荷生产。

8月份全国电解镍产量预计为1.48万吨，预计除新疆冶炼厂外各地产量或无太大变化。新疆地区则由于疫情，部分原料的物流运输受到影响。但由于各产线逐渐恢复正常，且部分7月份产量归入8月份，预计产量较7月份有部分回升。

根据海关总署统计，2020年6月份中国精炼镍进口量16811.168吨，环比增加55.54%，同比减少21.93%。2020年6月份中国精炼镍出口量676.515吨，环比减少47.57%，同比减少49.47%。2020年上半年中国精炼镍进口总量60607.821吨，同比减少39.55%。2020年上半年中国精炼镍出口总量13201.636吨，同比增加121.26%。整体来看，虽然6月份进口环比继续增加，但是和去年同期相比依然有较大差距，主要还是海外精炼镍供应由于疫情因素受到限制。

不锈钢方面，根据上海有色网数据，6月份全国不锈钢产量总计约255.29万吨，较5月份产量增加16.2万吨，环比涨幅约6.81%，同比增加4.73%。6月份各系不锈钢产量均增加，其中400系增幅较大，主因前期检修钢厂恢复正常生产，且华南某钢厂提高生产开工率。其中300系产量环比增加8.6万吨至129.7万吨，环比上涨7%；400系产量增加6.6万吨，环比增18%。

6月份不锈钢产量达到上半年最高产量值，且已接近去年峰值产量水平，目前钢厂普遍已达满负荷生产状态，总体产量得到回升。预计7月份不锈钢产量较6月份呈持稳状态，预计7月份总产量约253万吨。

和不锈钢产量大幅增长相对应的是不锈钢的现货市场也在逐渐好转。在经历了淡季之后，国内不锈钢价格开始逐步企稳回升，而涨价后，贸易商补货需求仍在，正常拿货，未因价格上涨受到影响，目前市场成交尚可，对于价格的涨势

形成一定支撑作用。后期，进入8月份，若不锈钢需求持续改善，市场流通货量仍处于偏紧趋势没有大量货源补充，库存仍处于低位状态，叠加原料成本上涨的推动，不锈钢价格将仍呈现较强表现。

不锈钢库存方面，截至7月底，国内无锡不锈钢库存为37.71万吨，佛山不锈钢库存为21.62万吨，合计59.33万吨，较上个月下降0.63万吨。7月份国内不锈钢整体库存继续下降，但降幅有所收窄。目前来看，无锡不锈钢库存继续处于回落之中，而佛山不锈钢库存在前期大幅回落后已经企稳。

整体来看，国内不锈钢的产量在价格回升、利润好转的带动之下持续攀升，6月份单月产量已经创出年内新高，对于镍需求带动明显。同时，不锈钢现货价格也表现较好，量价齐升，在库存下降之后，市场流通货源减少，不锈钢价格将呈现较强表现。

展望后市，镍矿方面，6月份国内镍矿进口环比出现了大幅回升，疫情对菲律宾出口量的影响基本已经消除，进口量7月份或将回升至正常出货水平。但是前期的缺口依然难以填补，国内镍矿供应依然处于偏紧格局。国内港口的镍矿库存将继续处于低位。镍铁方面，随着镍矿进口的增加，并逐步恢复至正常水平，国内镍铁的原料不足问题得到了极大缓解，因此国内镍铁产量开始出现明显回升。同时，印尼镍铁的产量也在不断攀升中，目前已经成为全球最大镍铁生产国，其出口对国内镍铁供应形成了较大冲击，预计未来镍铁供应将逐步转向宽松，7月中旬至8月中旬镍价仍将以震荡向上为主，国内波动区间在115000-125000元/吨之间，LME3个月运行价格在14000-160000美元/吨之间。