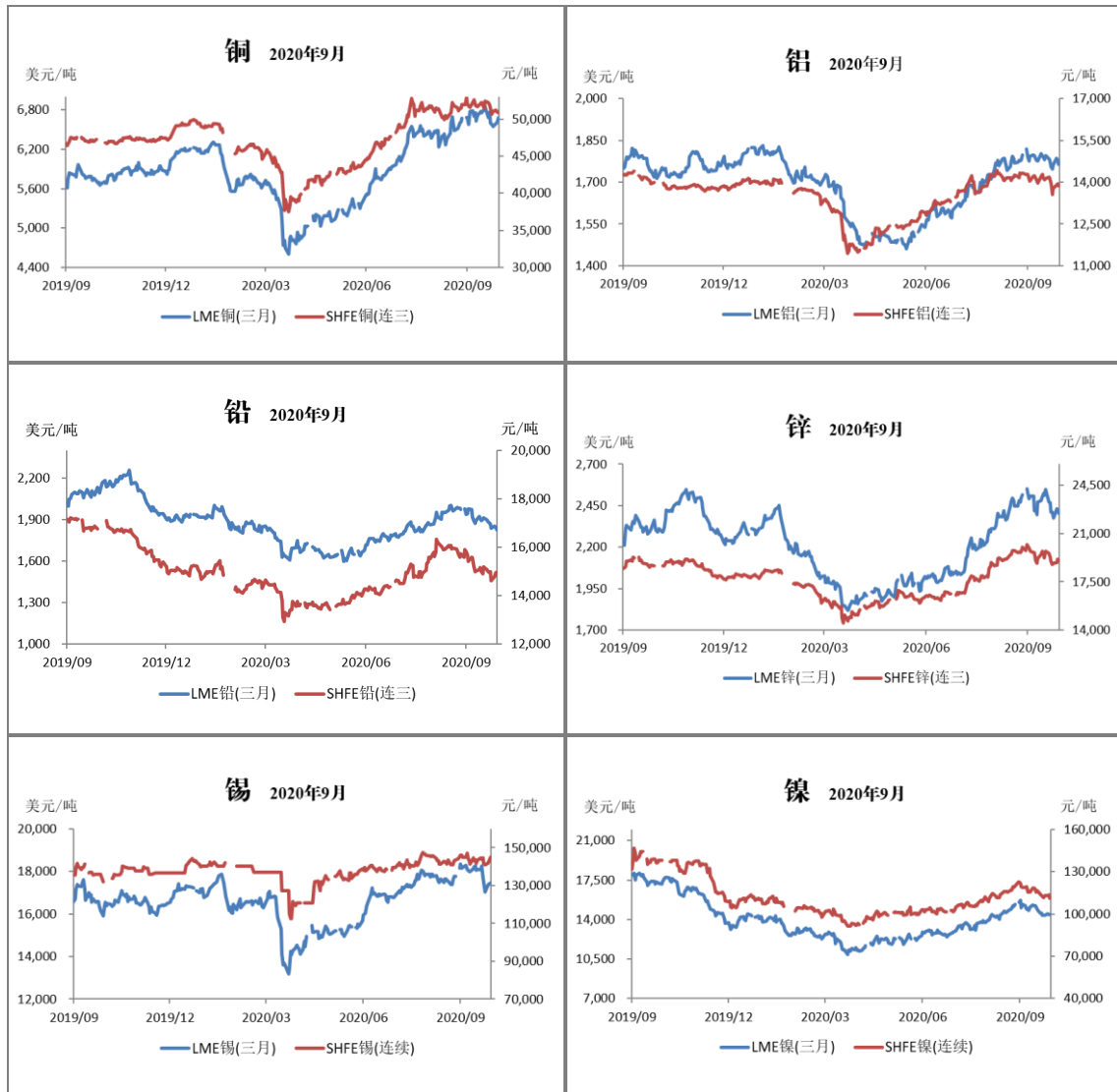


# 基本金属月度市场回顾及后市展望

五矿国际 左豪恩 赵思雨 彭嘉曦 陈焱旭、经研院 吴越

摘要：9月份，基本金属市场以上涨为主。在国内“金九银十”消费旺季的带动下，多个金属库存持续下降。同时叠加美元走弱等宏观因素，对金属价格形成一定支撑。其中，铜价最高一度逼近6900美元/吨大关，创下近两年的价格最高点。

## 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	6878	53050	1824	14740	2014	16055	2583	20460	18510	148690	15810	123930
最低	6449	49980	1726	13670	1814	14545	2354	18680	16960	138180	14125	110900
月末	6686	50930	1763	14145	1827	15080	2403	19285	17450	145500	14470	111700
月末环比	0.2%	-2.0%	-2.0%	-2.7%	-7.5%	-3.4%	-4.5%	-3.1%	-1.8%	0.2%	-5.6%	-7.9%
平均	6695	51742	1783	14379	1907	15274	2472	19676	17962	144225	14907	116662
环比	3.2%	1.1%	0.6%	-1.1%	-2.4%	-4.6%	1.9%	0.5%	1.8%	0.4%	2.6%	1.2%
同比	16.0%	10.6%	0.4%	0.5%	-8.1%	-10.6%	7.1%	5.0%	6.8%	6.2%	-15.1%	-12.5%

注：LME 月度价格为最近完整月 3 月价格；SHFE 价格为最近完整合约期内主力合约价格，SHFE 均价取每日收盘价算术平均  
数据来源：LME, SHFE, 五矿国际规划发展部

## 铜

9 月 LME 铜价高位震荡，先扬后抑。上半月，疲弱的美元和持续下降的显性库存，伴随中国外地区制造业的复苏，智利地震等利好因素，铜价持续高位震荡上行，冲击两年新高 6877.5 美元/吨；下半月，疫情的二次爆发风险和可能再次实施封锁措施带来不确定性，美元大幅走强、市场避险情绪浓厚，大宗商品普跌，伦铜从高位较大幅度回落调整。9 月，LME3 月铜价开盘于 6722 美元/吨，最高运行至 6877.5 美元/吨，最低下探至 6449 美元/吨，收盘于 6686 美元/吨，月度均价 6695 美元/吨，同比上涨 16.6%，环比上涨 3.2%。1-9 月，LME3 月铜均价为 5844 美元/吨，同比下跌 3.5%。受人民币兑美元升值影响，内盘涨幅继续弱于外盘，9 月 SHFE 三月铜均价 51664 元/吨，同比上涨 9.6%，环比上涨 1.3%；1-9 月 SHFE 三月铜均价 46820 元/吨，同比下跌 1.9%。

10 月国庆假期首日，市场避险情绪持续抬升，叠加美国总统特朗普及夫人确诊新冠，叫停新一轮财政刺激谈判等宏观事件，LME 铜价应声暴跌，最低跌至近两月新低 6269 美元/吨。随后，随着避险情绪释放和全球流动性持续宽松预期，美元重返弱势，铜价又迎来反弹，在十一假期结束前反弹至跌前水平维持高位震荡，日前，铜价再次刷新年内新高至 6964 美元/吨。

从铜矿供应看，我们先前判断铜矿生产已经几乎脱离疫情影响。从进口数据看，9 月中国铜精矿进口实物量 214 万吨，环比上涨 35%，同比上涨 35%，1-9 月累计进口实物量与去年基本持平。根据智利官方公布数据，智利 1-8 月铜产量 378 万吨，同比去年基本持平；秘鲁官方数据显示，秘鲁 1-8 月产铜 134 万吨，同比下滑近 17%，但这些损失几乎集中在四、五月份体现。除疫情影响外，近日出现铜矿罢工事件，伦丁矿业与 Candelaria 铜矿工会无法达成一致协议，自 8 日起罢工，至今伦丁矿业正式宣布停止运营，该矿山年产铜 11 万吨，此前，Escondida 劳资双方达成协议，化解了罢工风险。

冶炼方面，据安泰科调研，9 月 22 家样本企业合计生产阴极铜 74.71 万吨，同比基本持平，环比增长 2.98%。当月除个别中小型铜冶炼厂外，大型冶炼企业基本没有检修计划，因此产量持续回升。1-9 月样本企业累计生产阴极铜 626.13 万吨，同比下降 1.57%。10 月，方圆及铜陵金冠等炼厂有检修计划，估计产量稳中小幅下降。

近日，铜精矿现货加工费已经止跌企稳，但供求关系尚未发生方向上的逆转，9 月末 TC 报 46-50 美元/吨，这反映了现货端供应仍偏紧，冶炼厂的生产 and 补库

需求较为旺盛，抵消了铜矿产量的回归。同时，CSPT 将 2020 年四季度地板价提升至 58 美元/吨，显著高于现货加工费。市场上一些大型冶炼厂在现货市场的采购积极性并不高，随着海外铜矿生产恢复，铜精矿的供求关系可能发生反转。

需求端看，9 月本应迎来消费旺季，但旺季消费不及预期，补库需求未兑现。从结构上看，由投资拉动的用铜需求已经基本见顶，消费驱动的用铜需求则开始发力，但贡献总体不大。据上海有色网统计，9 月铜材开工率总体下滑 1.2 点至 71%，同比历史同期降幅明显。此外，铜杆线企业开工率 71%，同比低 6 个百分点；铜管企业开工率达 75%，同比低 3 个百分点。终端方面，1-8 月，电网投资累计完成额收窄至 0.04%，电源工程投资完成额累计同比小幅收窄至 47.4%，涨幅同向收窄反映出电力基础设施投资降温；1-9 月，房地产投资累计同比涨幅扩大至 5.6%，基建投资累计同比涨幅扩大至 2.42%，增速有所放缓。消费品方面则出现回升补库态势，9 月汽车产量 246 万辆，同比上涨 11%，1-9 月汽车产量累计同比降幅缩窄至 -9%；空调产量同比上涨 7%，1-9 月空调产量累计同比降幅收窄至 -11%。

从显性库存上看，9 月 LME 库存出现了集中的交仓。截止 9 月末，LME 铜库存开始回升，单月累库 7.6 万吨至 16.6 万吨，上期所铜库存则小幅去库 2.2 万吨至 15.5 万吨，三市总库存较 8 月底累库 5 万吨至 40 万吨，该水平仍位于历史较低区间水平，对价格有一定支撑作用。据上海有色网统计，中国电解铜库存 8 月累库 10 万吨，9 月进一步累库 8 万吨，这与先前进口电解铜流入国内和下游消费不热相关。

展望后市，三季度我国 GDP 增长不及预期，但从结构看更加健康可持续，也意味着消费板块将接棒地产基建等板块成为新的内生动力，经济动能也将逐步从政策引导的房地产、基建转向消费回暖和制造业复苏，对铜来说，财政政策方面的利好基本见顶，同时疫情的二次爆发可能对除中国外国家的经济复苏带来二次冲击，从基本面看，铜下一步基本面可能有走弱趋势。但全球流动性宽裕、美元阶段性走弱的趋势还将持续，对铜价仍有较好支撑作用。预计 10 月中旬至 11 月中旬 LME3 月铜价以高位震荡为主，运行重心为 6700-7000 美元/吨。

## 锌

9 月份，锌价在 2350—2600 美元/吨之间区间振荡，绝对价格重心小幅下移，但均价的环比、同比均继续取得改善。月初，LME 三月锌价开于 2553 美元/吨，9 月 25 日创下 9 月份的最低价格 2375 美元/吨。国庆期间，由于受到美国总统特朗普确诊感染新冠病毒的影响，商品市场全线大跌。铜价从 6700 美元/吨最低跌破了 6300 美元/吨，锌也不例外，最低价跌破了 2300 美元/吨的整数关口。截止到 10 月中旬，锌价已经回到了 2500 美元/吨附近。9 月份，LME 三月锌价平均 2472 美元/吨，环比上涨 2%，同比上涨 7%。国内锌价走势与外盘走势相似，上海主力合约锌价月初开于 20450 元/吨，月间最低价格创下 18985 元/吨，9 月份平均价格 19676 元/吨，环比上涨 0.5%，同比上涨 5%。

9 月份以来的锌价表现，总体以“横盘振荡”为主，上、下大幅突破均比较艰难。这主要源于锌的基本面目前处于“供需两旺”的阶段中，市场情绪更多的是受到宏观因素的影响。

9 月份，锌精矿加工费（Treatment Charge, 简称为 TC）再次开启暴跌模式，进口矿 TC 从月初的 155 美元/干吨下调至月底的 105 美元/干吨，市面上甚至出现了两位数的加工费报价，但是成交量极少。在进口矿 TC 下调的影响下，国产

矿 TC 也大幅下跌。据统计，国产矿 TC 从 5300 元/吨下调至月底的 4800 元/吨。目前的进口矿及国产矿加工费价格均已回到了 2018 年 10 月份的价格水平。

影响加工费走势的因素有很多，但基本面是最本质的要素。从 9 月份加工费的下跌过程中，反映出了锌精矿的基本面仍然是供不应求的。但我们认为导致锌精矿供不应求最主要的原因并非是锌矿供应未得到明显恢复，而是锌精矿的需求端出现了极其旺盛的局面所致。如果把本轮加工费的下跌用“火烧赤壁”来形容，那么除了锌精矿需求端旺盛影响以外，导致加工费下跌的“东风”便是“国内冶炼厂的冬储”。

对于国内锌矿供应，据北京万研统计，9 月份国内锌精矿产量 39 万吨，环比增加 7%，同比增加 4%。1-9 月份国内锌精矿产量累计 296 万吨，同比减少 3%。也就是说，随着夏季高温及雨季气候的褪去，国内矿山生产已经恢复至正常水平，并且 9 月份的国内矿山产量数据已经是近三年以来的单月产量峰值。

对于海外锌矿供应，我们认为恢复的进展略低于国内。从秘鲁能源部公布的产量数据来看，8 月份秘鲁的锌精矿产量 13 万吨，环比上涨 19%，同比上涨 10%。最近四年以来，秘鲁锌精矿的单月产量维持在 10-13 万吨之间，年产量维持在 133-140 万吨之间，约占全球锌精矿产量的 10%。实际上，秘鲁矿山生产除了 4、5 月份，遭受的冲击极其严重以外，6 月份以来的生产已经基本恢复至正常水平。秘鲁耳熟能详的锌矿山项目包括 Antamina；全球前十大锌矿生产商 Minera Volcan 旗下的四个项目（Yauli，14 万吨；Pasco，1.7 万吨；Alpamarca，6kt、Chungar，7.5 万吨）；同时包括另外一家全球前十大锌矿生产商 Nexa Resources 旗下的三个项目（Atococha,2.7 万吨；Cerro Lindo，13 万吨、El Porvenir,5.5 万吨）等等。其中，1-8 月份 Antamina 锌精矿累计产量 27 万吨，同比增加 3 万吨。综上所述，秘鲁的锌矿生产进度恢复是比较好的。但是南美洲某些国家的恢复进展是不及预期的，尤其是玻利维亚，8 月底住友商事旗下的 San Critobal 宣布二度停产，直到 9 月 30 日才宣布开始恢复生产。San Critobal 停产一个月，直接造成部分日韩冶炼厂在市面上抢夺锌精矿，进一步造成了现货 TC 的下调。总体而言，海外矿山供应概括起来为恢复进展略高于预期，但低于国内矿山的恢复速度。

从国内锌精矿的进口数据也可以佐证我们的观点。据海关数据统计，8 月份国内锌精矿进口量 41 万吨，环比增加 51%，同比增加 65%。1-8 月份，国内锌精矿累计进口量 271 万吨，同比增加 39%。8 月份，41 万吨的进口量也成为了今年以来的月度进口数据第二高，仅次于 4 月份的 46 万吨。如果将南美洲发货至中国的船期按照 1.5-2 个月估算，那么 6 月份南美洲的矿山陆续开始复产，进而在 8 月份的中国锌精矿进口数据上得到了体现，这一点便显得非常合理。

通过上述分析，我们得到了国内锌矿供应恢复高于预期、海外锌矿供应恢复进展略低于国内、锌精矿进口基本恢复的结论。但是为什么 9 月份以来的锌精矿 TC 还在大幅下调，其原因就是上文中提到的，锌精矿需求更加旺盛，并且在“冶炼厂冬储”的鼓动之下，贸易商更加大胆的大幅下调加工费报价。据北京万研统计，9 月份国内精锌产量 57 万吨，环比增加 5%，同比增加 1%。9 月份的冶炼产量数据同样是最近几年以来的单月产量峰值；并且 9 月份国内冶炼厂开工率已经提升至 86%，环比增加 3%。除此以外，国内冶炼厂较往年更早的开始了冬储，目前冶炼厂原料的平均库存水平为 32 天，较 8 月份增加了 2 天。但是，各冶炼厂的原料状况分化也较大，部分大型企业诸如中色锌业、河池南方、豫光锌业、江铜铅锌的原料库存水平高达 1.5-2 个月。但不少中小型企业，特别是四川、陕西、湖南等交通不便的企业，原料库存只有 1-2 周。

9月份，国内外锌锭库存变化一改前几个月的背离趋势，均呈现一致性的去库，只不过国内的去库幅度更大。LME 锌锭库存从月初的 22 万吨减少至月底的 21 万吨，小幅去库 1 万吨；SMM 国内七地社会库存从月初的 18 万吨减少至月底的 13 万吨，去库 5 万吨。虽然 LME 库存开始表现为去库，但 LME 现货锌价对三月锌价仍然维持贴水状态，只不过是贴水值从月初的 24 美元/吨缩小至 15 美元/吨。上海现货锌价对主力合约价格继续维持升水状态，并且随着国内锌锭去库力度的加大，9 月份国内锌锭的平均升水值最高上涨至 275 元/吨。

今年以来，国内锌锭库存除了在 1、2、6 月份表现为累库以外，其余的月份均表现为去库。最主要的原因就是国内精锌的表观消费量较差，3-8 月份的国内精锌表观消费增速基本呈现负值，然而国内精锌的实际消费恢复还是相对乐观的。导致国内精锌供需平衡表现为供不应求，因此国内锌锭库存大多数时间为去库。我们都知道，精锌的表观消费量其实由两部分构成：一是精锌的产量，二是精锌的净进口量，二者相加便是表观消费量。1-9 月份，国内精锌的累计产量同比增加 0.9%。换言之，今年的国内精锌自产的部分表现还是不错的，只是精锌的进口表现较差；在精锌进口量较少的拖累下，造成了国内精锌总供应的相对不足。据海关数据统计，1-8 月份，国内锌锭累计进口量 31 万吨，累计出口量 2.5 万吨，累计净进口量 28.5 万吨，同比减少 29%。对于实际消费量而言，4 月份以来，国内锌消费多数时间表现都很不错，尤其 9 月份的单月锌消费量 64 万吨，环比增加 5%，同比增加 4%。从北京万研统计的各项下游行业开工率数据看，9 月份，国内镀锌板、镀锌件、压铸锌合金、氧化锌的开工率分别为 81%、85%、38%、51%，环比 8 月份均小幅提升。

展望后市，未来的几个月内，国内精锌将处于供需两旺的阶段。对于精锌供应而言，虽然目前锌精矿 TC 急转直下，进口矿 TC 在 100 美元/千吨附近，国产矿 TC 在 4600 元/吨左右，但国内锌价只要维持在 20000 元/吨的水平，冶炼厂获得的实际加工费仍有 5600 元/吨左右。同时，不少冶炼厂今年以长单的贸易方式采购原料，这部分企业的利润会更好。因此，我们认为四季度，冶炼厂不至于会为了利润问题而进行减产。从原料供应来说，四季度国内部分严寒地区的锌矿山将会陆续进入停产期，预计 10-12 月份国内锌矿的产量难以再超越 9 月份的锌矿产量数据。但我们认为产量大幅下调的可能性也较低，主要由于国内矿山在高锌价、低加工费搭配的吸引之下，矿山仍然会保持较高的生产积极性，不排除部分矿山产量会超越往年同期水平。对于海外原料供应，随着玻利维亚的 San Critobal 也进入复产模式，大多数的海外矿山已经恢复至正常生产水平。也就是说，四季度的原料供应及利润问题都不太会制约冶炼厂的生产，冶炼厂生产积极性是比较高的，因此导致精锌供应高增长的确信性是比较强的，四季度国内精锌产量有望继续保持在 57-58 万吨的单月产量水平。

除了国内精锌自产的产量较确定以外，我们认为可能四季度国内精锌的进口数据也会进一步改善。主要由于随着人民币的相对走强，沪伦比值维持在相对高位条件下，锌锭的进口窗口有继续打开的可能性。据 SMM 测算，10 月中旬人民币兑美元的汇率 6.7、沪伦比值 8.1 时，锌锭进口窗口已经打开，实现每吨锌锭百元的进口盈利，并且根据笔者从市面上的了解，这个阶段锌锭进口量的确取得了增加。

对于精锌需求端而言，虽然金九银十的消费旺季即将结束，但 10-11 月份仍然是家电及汽车的销售旺季，一定程度上弥补钢结构、机械、地产、基建工程等 在四季度会季节性走弱的行业需求。根据北京万研预测，今年 10-12 月份，国内

精锌消费量的同比增速分别为 10%、6%、4%。虽然我们对 10 月份锌消费同比增长，能否实现 10% 持怀疑态度，但这一组数据仍然反映出了四季度的锌消费不会太差。

综上，四季度的精锌供需将处于两旺，并且供应端的增长确定性高于消费端。我们认为在基本面没有明显优势甚至略微呈负面的影响下，基本面对锌价的支持力度将稍微转弱。但不可忽视宏观因素对锌价的影响，随着各国经济的进一步复苏，对商品价格存在一定的支撑。预计 10 月 20 日—11 月 20 日，LME 锌价的运行区间为 2300-2600 美元/吨，国内锌价运行区间为 18500-20500 元/吨。

## 铝

9 月份国内外铝价走势较为同步，均在 9 月中上旬维持高位震荡，在 9 月下旬经历了一波快速下跌与反弹的 V 型走势，国内铝价波动幅度更大。LME 三个月铝合约从月初开盘 1803 美元/吨向上最大到达 1824 美元/吨，向下探底至 1726 美元/吨，月底收盘于 1763 美元/吨，当月跌幅 1.95%。沪铝主力连续合约开盘于 14580 元/吨，最高到达 14740 元/吨，向下探底至 13670 元/吨的低位后反弹，收盘于 14145 元/吨，当月跌幅 2.72%。9 月份 LME 现货平均价格 1745 美元/吨，环比上涨 0.6%，同比下跌 0.3%；长江现货均价 14602 元/吨，环比下跌 0.6%，同比上涨 1.9%。国内外基差结构继续维持分化，国内 Back 维持，LME 则维持 Contango 结构。

9 月中上旬在库存变化不大，旺季预期但未显著去库的背景下，价格维持高位震荡；到了下旬，随着欧洲疫情二次爆发、中美摩擦加剧，利空情绪集中爆发，期货当月价格一度跌破万四，但基本面并不支持趋势性下跌，全月去库近 10 万吨，价格随后强势反弹。9 月份铝价走势反映出了宏观情绪与基本面的博弈特点，当宏观情绪占主导时，连续 3 个交易日暴跌近千元；但情绪爆发后，交易者逐渐回归理性，发现库存仍然维持历史同期较低水平未改变，现货只跟跌到最低 14280 元/吨，现货较期货大幅升水，随之基本面因素开始占据主导，价格再次反弹到暴跌前的震荡区间内。9 月下旬的 V 型走势及背后的影响逻辑在接下来将还会反复上演，因为宏观上依旧面临疫情二次爆发和美国大选的诸多不确定性，同时基本面仍然维持供需两旺、低库存紧平衡的状态也未改变。不过有了这次 V 型走势的经验后，下次情绪集中爆发时，空头可能会相对理性一些，探底的力度会小一些。整体而言，铝价仍然在围绕供需基本面运行，从沪铝全部合约的持仓量来看，也能说明这点，当前的持仓量已经回到流动性大幅释放前的水平。

电解铝行业成本利润方面，9 月预焙阳极和氟化铝价格持续回升，阳极月均价上涨 80 元/吨左右，氟化铝月均价上涨 125 元/吨，但氧化铝均价较 8 月小幅下跌约 10 元/吨，整体电解铝成本较 8 月基本持平。根据五矿铝业的数据库，8 月国内电解铝加权平均完全成本 12753 元/吨，较上月增加 11 元/吨；行业加权平均利润 1849 元/吨，较上月缩小 93 元/吨。电解铝生产利润已连续四个月维持千元以上，部分电价较低的企业吨铝利润可达 3000 元/吨左右，全行业运行产能实现盈利。

在利润的刺激下，投产复产仍旧积极，9 月末国内电解铝运行产能 3797 万吨/年，较 8 月末增加 58 万吨/年。根据五矿铝业数据库，9 月产量达到 312 万吨，日产量环比增长 1.6%，同比增长 8.2%，日产量不断创历史最高水平，并且确定四季度还会继续保持增长；1-9 月合计产量 2747.2 万吨，同比增长 2.5%。具体来看，新投产主要集中于产能转移的西南地区 and 内蒙、山西等地，云南神火一期

45万吨和文山铝业50万吨产能在9月份均实现达产，云铝海鑫二期和云南魏桥项目在9月也都开始投产，同期在投产的项目还有山西华润二期和内蒙创源二期项目，四季度可能会投产但还未开始投产项目还有云南其亚和广西德保三期；复产的项目主要是东兴嘉峪关的10万吨和青海百河铝业的16万吨，均从8月开始复产，至10月已基本复产完毕。国内产量显著增加的同时，带来供应量的还有进口电解铝，根据最新的海关数据显示，8月进口量高达24.7万吨，不过由于8月后半月进口窗口一度关闭，9月份预计进口量也下降很多，但也有数万吨。

供应显著增加但库存累库幅度有限，实际消费维持高增长已成毋庸置疑的事实，并且同比增速在过去几个月还呈扩大趋势，8月和9月同比增速均在10%左右，前期市场担忧的库存向下游转移或隐性库存的说法也被打消，不同的是今年8月和9月的季节性特征并不显著，淡季不淡，旺季也不超预期。下游铝加工开工率较为分化，占比最大的铝型材板块维持强劲，根据上海有色网的数据，9月铝板带箔开工率73.2%，环比上升1.34个百分点，同比去年下降1.16个百分点；铝型材开工率62.71%，环比上升0.03个百分点，同比增长2.02个百分点；铝线缆开工率43.71%，环比增长0.18个百分点，同比下降4.36个百分点。从终端铝消费行业来看，1-9月商品房累计竣工面积同比减少11.6%，降幅比1-8月小幅扩大0.8个百分点；9月份汽车产销分别完成252万辆和256万辆，同比分别增长14.11%和12.85%，增幅较上月显著扩大，旺季特征明显。宏观数据方面，8月官方制造业PMI为51.5，连续7个月维持扩张区间；工业增加值同比增长6.9%，大幅高于前值和市场预期；1-9月社会消费品零售总额累计同比下降7.2%，降幅较1-8月份缩窄1.4个百分点；1-9月固定资产投资完成额累计同比增长0.8%，年后首次转正，宏观指标均能验证铝消费的强劲。

展望10月中旬至11月中旬的市场，主要关注宏观情绪和供需基本面的阶段性谁为主导。在宏观面上有美国大选前的诸多不确定性、欧洲疫情二次爆发引起再次封锁的担忧等，但在基本上很难看空。

首先是供应方面，根据五矿铝业数据库，10月和11月的产量预计将分别达到328万吨和320万吨，10月和11月的进口量相比七八月份预计将会显著减少，初步按6万吨和3万吨进行预估。再看消费方面，8月和9月的实际消费同比增速均在10%左右，当前宏观数据依旧维持逐步好转的情况下，10月和11月如果保守地按消费同比增速7%和5%进行预估，则分别是324万吨和320万吨。综合下来10月将是过剩10万吨，11月会是紧平衡，也就意味着对消费进行保守估计的情况下，到11月末累库也不到80万吨，所以很难看空。

展望价格，首先排除趋势性下跌，因为基本面没有前期空头担忧的那么差，在供需两旺的情况下，考虑库存和仓单目前是处于历史同期较低水平，反倒容易出现阶段性逼仓上涨行情，没有持续数月或大幅地累库，价格难以出现单边下跌趋势。但现货价格超过15000元/吨时，下游终端接货积极性开始变差；同时对明年一季度将会显著累库充满担忧以及眼前面临的各种宏观不确定性，单边向上同样面临压力，故整体维持区间震荡走势的判断。与前期区间震荡走势不同的是，经历了9月的V型探底后，空头再次大幅向下探底的可能性减弱了，但面临逼仓的话，向上突破15000的可能性反倒增加。综合下来，认为10月中旬至11月中旬沪铝主力连续合约呈区间震荡走势，重心可能上移，运行区间为14100元/吨至15200元/吨。

## 镍

2020年9月，镍价重心抬升至12万关键压力位后，开启高位调整走势，回吐八月涨幅。沪镍2011合约下跌7.58%，收于111700元，在八月初沪镍最高至123930元，到八月末沪镍最低下跌至110420元；伦镍同样为震荡下跌走势，较月初下跌5.84%，收于14470美元，在八月初伦镍最高至15810美元，在八月末伦镍最低至14125美元。

镍矿方面，我国的红土镍矿主要来源于菲律宾和印尼。8月中国镍矿进口总量为374.58万吨，环比减少23.6%。自菲律宾进口镍矿量338.41万吨，环比减少101.05万吨，降幅22.99%；同比减少0.47万吨，降幅15.16%。自印尼进口镍矿量8.09万吨，环比减少3.89万吨，降幅32.47%；同比减少153.12万吨，降幅94.98%。自其他国家进口镍矿量28.08万吨，环比减少0.8万吨，降幅27.78%；同比增加16.45万吨，增幅141.44%。

港口库存方面，9月底全国所有港口镍矿库存约773万吨，已连续1个多月出现累积，但依旧位于历史低位。由于镍矿紧缺，镍矿价格涨幅惊人，主流1.5%品位镍矿价格上涨至70-73美元/湿吨，短短一个月涨幅37%，今年累计涨幅104%。虽然下游钢厂打压招标价，但当前镍铁厂利润尚在，减停产意愿较低，工厂继续屯矿来应对目前生产所需原料压力及明年4个月雨季备货计划。随着雨季逐步来临，短期镍矿供应无法缓解，镍矿价格有望继续攀升。

镍铁方面，根据我的有色数据显示，2020年8月镍生铁折合镍金属吨4.43万吨，环比减少5.34%，同比减少27.6%。其中中高镍铁产量3.57万吨，环比减少6%，同比减少32.3%。由于高镍铁价格持续上涨，主流大厂产量恢复。然而原料镍矿紧缺导致部分产量受限，8月产量出现环比下降。8月中国镍铁进口量29.19万吨，环比增加2.49万吨，增幅9.33%；同比增加14.71万吨，增幅101.59%。其中，8月中国自印尼进口镍铁量23.83万吨，环比增加3.65万吨，增幅18.07%，同比增加13.91万吨，增幅140.22%。

电解镍方面，8月份全国电解镍产量1.43万吨，同比增幅12.94%，环比减少2.25%。据SMM调研，甘肃冶炼厂因分段检修，产量环比减少3.85%。辽宁冶炼厂和山东冶炼厂维持正常生产，产量变化不大。新疆地区已完全解封，炼厂产量已恢复至6月同期水平。天津冶炼厂因原料问题暂停生产，广西冶炼厂则一直处于停产状态。进口方面，中国电解镍进口量10214.14吨，环比减少22.8%；同比减少62.33%。2020年8月中国电解镍出口量1063.635吨，环比增加16.62%，同比减少64.84%。

不锈钢方面，8月中国不锈钢进口量13.44万吨，环比减少5.55万吨，降幅29.23%；同比增加4.17万吨，增幅44.98%。出口量26.92万吨，环比增加1.01万吨，增幅3.90%；同比减少7.24万吨，降幅21.19%。

不锈钢最大的矛盾在于7-9月的高产能下，对应9月开始的需求衰减使得不锈钢库存，特别是300系库存将出现累库现象。由于前期热轧减产明显，使得热轧价格相对坚挺，300系利润出现明显下滑。未来去库将会成为300系的主要任务，对钢价产生不利影响。

展望后市，镍矿方面，港口库存依然处于历史低位，9-10月镍矿供应缺口难以改变。随着菲律宾雨季来临，矿端矛盾将不断强化。镍铁方面，虽然下游钢厂打压镍铁议价，但矿紧缺导致国内镍铁开工率受限，而印尼镍铁回流的绝对量较少，短期补给错配导致供不应求局面。需求方面，不锈钢依然维持高排产，尽管

金九旺季表现平淡，但十一长假后仍有需求预期，不锈钢价格已出现企稳回升。综合来看，镍价受宏观波动调整有限，价格上涨有较强驱动。预计10月中旬至11月中旬镍价将震荡上行，沪镍波动区间在113000-128000元/吨之间，伦镍运行价格在14500-16500美元/吨之间。