

基本金属月度形势分析

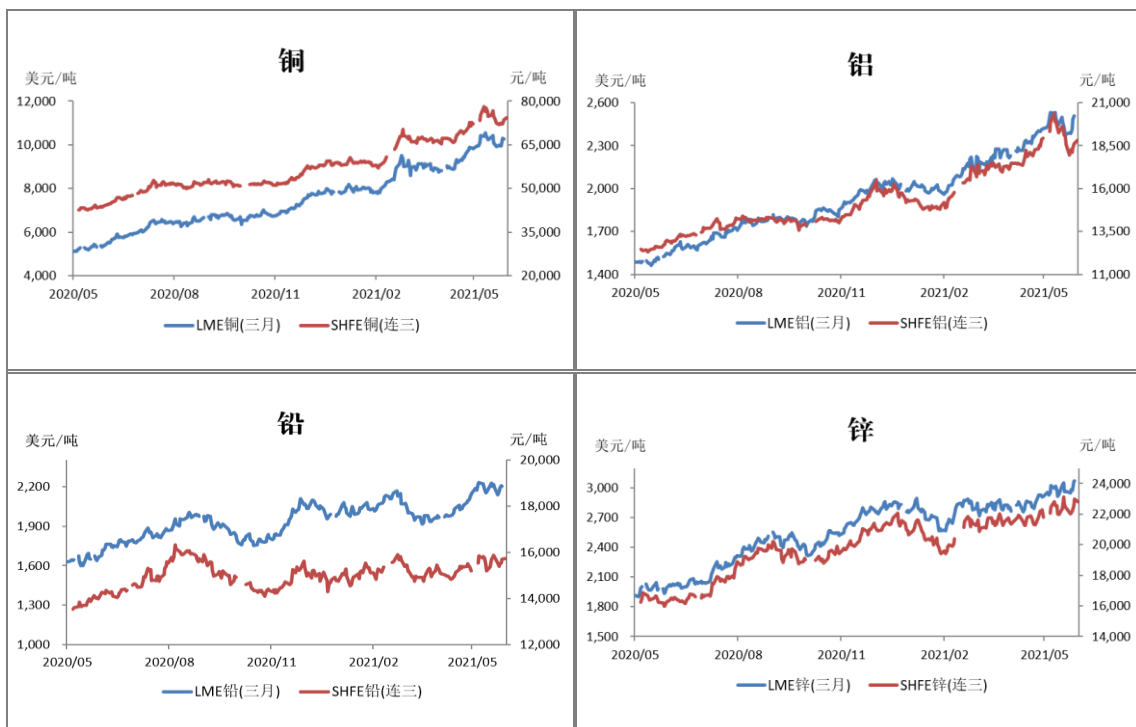
五矿国际 陆逸帆 景翀 左豪恩 彭嘉曦

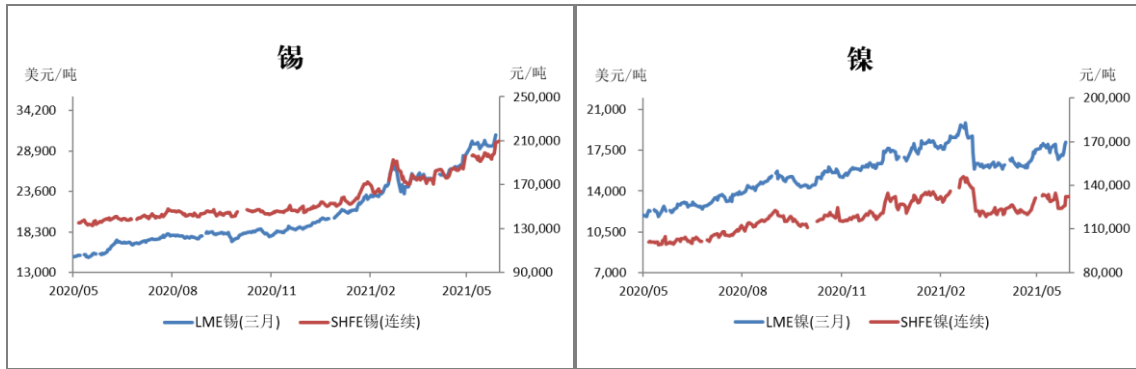
中国金属矿业经济研究院 吴越

摘要：5月份，基本金属市场先扬后抑。上半月，市场延续了4月底以来的高涨情绪，LME铜价正式突破前期历史记录，最高上涨至10748美元/吨。在铜价大幅上涨的带动下，其它金属均有不俗表现。LME锌价和锡价分别突破3100和31000美元/吨的关口，锌创下2018年6月份以来的新高，锡也非常接近历史最高记录。沪铝则最高突破20000元/吨大关，创下近13年以来的新高。下半月，市场情绪有所降温，基本金属价格均出现回调。截至6月21日，LME铜价最低回调至9106美元/吨。

基本面为本轮基本金属价格的上涨提供了一定支撑。在国内金属消费的带动下，电解铜和锌锭库存均出现季节性去库；尤其云南限电政策导致当地不少电解铝厂和锌冶炼厂减产，为价格上涨起到推波助澜的作用。当前市场影响因素多空交织，主要不利因素在于市场担忧美联储会提前收紧货币政策，这一担忧是导致近期铜价出现大幅回调的主要原因。

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	10748	78270	2603	20445	2259	15885	3109	23535	30990	213000	18265	135570
最低	9795	71010	2305	17935	2114	14980	2882	21755	28400	190220	16620	122570
月末	10275	73950	2506	18825	2200	15625	3074	22900	30990	209000	18195	132890
月末环比	4.8%	2.9%	3.5%	-0.9%	2.6%	3.4%	5.4%	5.1%	9.5%	7.9%	3.6%	1.1%
平均	10196	74162	2454	19210	2195	15495	2986	22486	29736	197666	17635	129889
环比	9.4%	8.2%	5.2%	6.6%	8.2%	2.6%	4.9%	3.5%	11.7%	7.7%	6.7%	4.9%
同比	93.7%	75.0%	64.4%	50.3%	34.0%	9.8%	51.9%	37.1%	95.3%	49.1%	44.5%	27.7%

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, 五矿国际规划发展部

铜

5 月铜价快速突破历史记录后小幅回落, 整体处于 9900-10500 美元/吨区间内高位震荡, 运行平台较前月明显抬升。供应端干扰因素不断发酵, 推动月初铜价延续上月如虹涨势, 一举突破 10190 美元/吨的前期高点并创出 10747.5 美元/吨的新高。随后由于国内政府不断表明抑制大宗商品价格过快上涨的态度且联合约谈有色金属相关企业, 美国公布的通胀数据不断突破新高令市场担忧美联储提前收紧流动性, 年内铜精矿新扩建项目提前投产等利空消息影响下, 铜价有所回落。但智利权利金和冰川法案、秘鲁大选、必和必拓旗下的矿山罢工风险等供应端不确定性因素依旧对铜价形成支撑。5 月 LME3 月铜开盘于 9922 美元/吨, 最高达到 10747.5 美元/吨, 最低触及 9795 美元/吨, 收于 10274.5 美元/吨, 较 4 月末上涨 4.75%。月均价 10196.05 美元/吨, 同比涨幅继续扩大, 高达 93.71%, 环比大涨 9.35%。1-5 月 LME3 月铜均价为 8973.5 美元/吨, 同比涨幅达到 69.01%。内盘亦创出新高, 突破 78000 元/吨, 5 月均价为 74512.78 元/吨, 但涨幅明显弱于外盘, 同比上涨 72.05%, 环比上涨 8.41%。1-5 月均价 66310.9 元/吨, 同比上涨 53.92%。

进入 6 月, 秘鲁大选第二轮投票结束, 左翼候选人卡斯蒂略领先, 此人竞选时曾表明要将矿山国有化并重新与矿企谈判税款条约。6 月 16 日国家粮食与物资储备局发布公告明确将分批投放铜、锌、铝等储备金属, 隔天美联储议息会议上超预期的鹰派发言, 双重打击下铜价受到重挫急速下滑, 周内跌超 8%, 创出去年 3 月以来最大周跌幅, 截止撰稿, LME3 月期铜最低触及 9109 美元/吨, 为

近两月来最低位。

宏观方面，随着流动性不断推高价格，市场对于美联储的态度也更为敏感。美国4月高企的通胀数据下美联储坚持认为通胀压力只是“暂时的”给市场打下一剂定心丸，5月美元指数整体走弱对铜价形成支撑。而美国5月CPI和PPI同比涨幅持续创新高，加上ADP就业和ISM服务业数据表现良好，市场再次押注美联储开始考虑收紧流动性。6月17日凌晨公布的美联储议息会议纪要显示鹰派态度超市场预期，美元指数应声大涨，大宗商品全体受挫。同时中国5月PPI同比涨幅9.0%超过预期，国内政府密集发声谈及大宗商品等原材料价格过快上涨问题，发改委约谈铁矿石、钢材、铜、铝等重点企业，更引发市场对于国储抛储的猜测。6月16日，国家粮食与物资储备局发布公告确认将分批投放铜、铝、锌等储备，并将重点面向加工制造和中小型企业。抛储消息落地与美联储会议纪要几乎同时发生，双重打击下铜价周内跌超800美元。

供应端，4月智利铜产量同比小幅下降1.5%至46.8万吨，环比小幅减少2万吨；秘鲁4月份铜产量同比大增40.1%，主因去年低基数效应，但仍未完全恢复至疫情前的生产水平。5月多项干扰因素叠加共同对铜价形成强劲支撑，进入6月各项干扰因素逐步缓解，而年内新扩建产量稳步释放，供应端支撑作用明显减弱。智利的权利金法案和冰川保护法案近期受到市场的重点关注，5月初智利国会下议院通过一项权利金法案，拟上调铜矿权利金税率，该法案可能大幅提高铜矿运营成本并抬高矿山投资门槛；5月下旬智利国会再提出讨论一项冰川保护法案，Codelco表示该法案若通过可能对其40%铜矿产量产生影响。不过6月国会最终拒绝了冰川保护法案，并且参议院认为应彻底讨论权利金法案并暂缓考虑加税事宜，两项政策风险暂时消除。同时市场密切关注将于6月初揭晓的秘鲁大选结果，在第一轮投票中领先的左翼候选人卡斯蒂略的矿业政策恐对未来秘鲁铜矿运营投资产生不利影响。不过随着投票结果的揭晓，领先的卡斯蒂略的发言人则表明矿企无须过于担忧，料其矿业政策也不会太过极端。5月下旬必和必拓旗下的Spence和Escondida远程运营工人罢工，不过对生产暂未产生实质性影响。新扩建产能方面，紫金矿业旗下刚果（金）的卡莫阿-卡库拉铜矿项目一期工程第一序列年处理380万吨矿石选厂于5月25日投产，大幅早于计划投产时间，该项目2021年预计生产铜精矿折合金属量8.0-9.5万吨。

冶炼方面，据安泰科调研，2021年5月22家样本企业合计生产阴极铜76.51万吨，同比增长10.45%，增速放缓，环比减少4.34%（4月产量修正后为79.98万吨）。5月份企业检修力度增加，铜陵有色、云南铜业、金川本部、阳谷祥光等冶炼厂均有检修计划，阴极铜产量环比出现一定回落。1-5月样本企业累计生产阴极铜383.89万吨，同比增长12.83%。6月份铜陵有色、赤峰云铜、云南锡业、富冶和鼎等冶炼厂有检修计划，企业5、6月份检修都相对集中，对阴极铜产量有较大影响；因此预估6月份国内阴极铜产量环比基本持稳。矿端逐步宽松的迹象及冶炼厂集中检修，供需格局朝向冶炼厂有利的方向发展，现货加工费触底回升，且预计保持在上升通道中。

需求方面，铜材产量和开工率均有下滑，高铜价导致的订单下滑和资金压力是主要原因，但随着5月底价格走低，下游企业采购意愿有所回暖，加上冶炼厂集中检修下阴极铜产量减少以及进口亏损维持高位情况下进口货源难以流入，国内基本面料边际小幅改善。5月外贸景气度有所下降，随着国外疫情好转产业链复苏，对中国的产品依赖度有所下降，表现为5月出口增速高位回落，以美元计价5月出口额同比增加27.9%，前值为32.3%，制造业PMI新出口订单指数亦有

所回落，预计今年的出口高峰期已经过去。据 SMM 统计 5 月铜材产量环比下降 2.7%，铜材企业整体开工率为 73.94%，环比下降 2.05 个百分点，同比下降 4.13 个百分点。其中铜板带行业开工率降幅较小，因下游计算机、汽车、低压电器、变压器等行业订单仍较为充裕；而铜管行业因家电行业开始进入淡季开工率下滑明显，重点企业空调计划排产量和全国实际产量均开始下滑；电解铜杆开工率则一如既往维持低位，5 月初铜价的飙升迫使不少中小型线缆企业暂停生产，5 月下旬广东、云南等地限电政策亦影响生产销售，电力消费迟迟未见好转。展望后期，6 月以来铜价明显回落将刺激一部分下游采购订单逢低备货，电网投资预计有所改善，但同时也要关注国储具体行动。但家电行业逐渐进入淡季，电子和汽车行业受芯片短缺的影响也会逐渐显现，除非铜价继续大幅回落才有可能刺激之前畏高订单明显复苏。

显性库存方面，LME 库存去库延续至 5 月中旬，随后库存开始缓慢上升，cash-3M 升贴水亦由 BACK 转为 contango 并不断扩大，6 月 18 日 LME 铜库存突然增加 24925 吨，飙升 17%。SHFE 库存经历了不断累库后从 5 月中旬开始不断去库，主因进口货源难以流入以及精废价差收窄导致废铜替代效应下降，国内实际需求并未出现明显好转。5 月末三市总库存较 4 月末减少 2.6 万吨。5 月末保税区库存较 4 月末增加 2.8 万吨，洋山铜溢价持续下行，进口窗口继续关闭。CFTC 非商业持仓净多头在 5 月初大幅增加后快速回落，表明投机看多情绪已明显降温。

整体来看，矿端干扰因素逐步缓解，现货加工费触底回升。精铜供需上，6 月冶炼厂检修依旧相对密集，而需求端订单在铜价大幅回落情况下预计有所改善，国内供需格局略有好转。宏观方面美联储已抛出鹰派预期但仍未付诸实践行动，继续关注国内投放铜储备的具体行动。预计 6 月铜价偏弱震荡，运行区间较上月明显下降，6 月中旬至 7 月中旬运行区间为 9000-9800 美元/吨。

锌

5 月份，大宗商品市场大幅冲高后，出现震荡回落，接近月底时再度冲高，但价格并未突破 5 月上旬所创下的高点。以代表一揽子商品价格表现的 CRB 指数来看，CRB 指数从月初的 201 最高上涨至 210，经过一周的震荡回调后，月底再度冲高至 206，较月初上涨 2.5%。进入 6 月份，CRB 指数延续上涨趋势。截至 6 月 20 日，CRB 指数最高上涨至 213，与 2020 年 4 月份最低时的 101 相比，已经翻了一倍多。与 2021 年初相比，涨幅高达 28%。

6 月份以来，虽然 CRB 指数继续上涨，但商品价格走势却分化严重。具体表现为：以石油为代表的能源类商品价格大幅上涨；但以铜和黄金为代表的基本金属和贵金属价格大幅回调。截至 6 月 20 日，ICE 布油价格最高上涨至接近 75 美元/桶，相当于 2018 年 11 月份的价格水平。LME 铜、锌三月价格分别最低下跌至 9109 美元/吨、2820 美元/吨，创下近两个月以来的新低。

5 月份，锌价在基本金属中的价格表现略有改善。LME 三月锌价最高上涨至 3109 美元/吨，国内锌价最高上涨至 23535 元/吨，两者均相当于 2018 年 6 月份的价格水平。6 月份以来，基本金属价格大幅下跌。截至 6 月 20 日，LME 三月锌价和国内锌价分别最低下跌至 2820 美元/吨、21420 元/吨。5 月份，LME 三月锌价平均 2986 美元/吨，环比上涨 5%，同比上涨 52%。5 月份国内锌价涨幅低于国外市场，SHFE 主力合约锌价平均 22486 元/吨，环比上涨 3.5%，同比上涨 37%。

经过测算后，1-5 月份，LME 三月锌价平均 2827 美元/吨，SHFE 主力合约锌价平均 21409 元/吨。

为什么说 5 月份的锌价表现只是略有改善？如果将基本金属收盘价格与 2021 年初进行对比，时间维度选取 5 月 1 日-6 月 20 日，各个基本金属的最大涨幅依次为：锡（51%）>铜（34%）>铝（25%）>锌（10%）>铅（8%）>镍（6%）。可以看到，即使经过补涨之后的锌，最高涨幅依然仅仅只有 10%。而锡涨幅在 51%、铜 34%、铝 25%，锌涨幅仍然远远不能跟铜锡铝相提并论。从另外一个维度分析也能说明这个问题。上文中提到，6 月份以来基本金属价格大幅下跌。截至 6 月 20 日，各个基本金属的涨幅依次为：锡（43%）>铝（18%）>铜（16%）>铅（4%）>锌（2%）>镍（-1%）。可以看出，经过 6 月份的这一轮下跌之后，锌价已经再次回到年初的价格水平，但锡铝铜较年初的涨幅仍然在 16% 以上。

我们在上个月月评中提到，引发 5 月份锌价补涨的主要原因为云南限电政策的影响，导致当地多家锌冶炼厂宣布减产，引起了投资者对锌市场的关注。

实际上，如果将今年锌市场基本面与过去二十年对比，会发现锌价理论上应该表现会更强一些。但锌价表现差强人意，一方面是由于锌品种与今年炒作火热的绿色发展题材联系不够紧密；另一方面则由于市场认为锌市场仍然处于过剩周期中。

总结今年锌市场，可以概括为两个特点：一是锌矿供应较为紧张、二是国内精锌基本面表现好于预期。对比过去三轮锌矿供应紧张的年份，这一轮市场与 2006 和 2018 年更类似一些，不同之处在于今年锌矿供应更宽松一些，LME 锌锭库存更高一些，但即使是 30 万吨的 LME 锌锭库存数据，与过去最高时 120 万吨数据相比，也不能算是一个很高的库存水平。同时，今年还有国内精锌基本面好于预期这个利多因素。因此，从这两点来讲，只要未来锌矿供应紧张局面难以缓解、锌锭库存不出现大的累库，锌价是很有可能再次引发补涨的。

5 月份，据五矿国际统计，进口矿 TC 继续抬升，从 70 美元/矿吨上涨至 82 美元/矿吨；国产矿 TC 从 3800 元/吨抬升至 3900 元/吨。截至 6 月中旬，进口矿 TC 维持在 80 美元/矿吨左右。据我们测算，5 月份国产矿 TC 与进口矿 TC 的缺口再次拉大，国产矿 TC 相当于 147 美元/矿吨，比进口矿 TC 要高 67 美元/矿吨。今年泰克资源和高丽亚铅将 Benchmark TC 成交于 159 美元/矿吨。如此看来，经过上涨之后，国产矿 TC 与 Benchmark TC 仅仅相差 12 美元/矿吨。

我们都知道，冶炼厂的收益除了 TC 收益以外，还有 Free Metal 收益。Free Metal 收益与锌价是息息相关的。如果不考虑副产品收益，冶炼厂实际收益=TC 收益+Free Metal 收益。因此，冶炼厂实际收益值高低比单纯的看锌精矿 TC 更有实际意义。

按照 2700 美元的锌价预测值、159 美元 Benchmark TC 计算，今年冶炼厂收益为 318 美元/矿吨，这个收益值为 2007 年以来的第二低值，仅次于 2012 年 304 美元/矿吨，甚至比 2018 年还要低一些。我们再来看下另外两个系列的锌精矿 TC 的冶炼厂收益情况。截至 6 月中旬，按照 spot TC 为 80 美元、LME 锌价 3000 美元/吨计算，冶炼厂收益为 257 美元/矿吨。按照国产矿 TC 为 4000 元/吨、国内锌价 22500 元/吨计算，冶炼厂收益为 381 美元/矿吨。和历史数据对比，目前 spot TC 计算后的冶炼厂收益相当于 2018 年 9 月的水平，那时候冶炼厂收益值刚刚摆脱了长达两年半的磨底时期（250 美元/矿吨以下，2016 年 2 月-2018 年 9 月）。以国产矿 TC 的收益来看，目前 381 美元/矿吨的冶炼厂收益在过去十年中，也不算太低的收益，不过距离 2019 年最高时的 539 美元/吨尚有一定差距。通过

上述计算,证明在目前的加工费和锌价水平下,冶炼厂收益没有想象中的那么差。

5月份,国内由于季节性停产的矿山已经基本复产,但由于云南限电政策影响,国内锌矿月度产量仍然略低于往年同期。据北京万研统计,5月份国内锌精矿产量36万吨(金属量,下同),环比增加5%,同比减少1%。1-5月份,国内锌精矿累计产量156万吨,同比增加8%。虽然今年1-5月份的累计产量与2020年相比,已经取得了较大增幅。但与2019年1-5月份累计产量相比,同比减少了1.3%。因此,国内锌矿山生产的确取得了修复,但较2019年仍然存在微小的差距。这也是为什么国内矿TC并未出现大幅反弹的原因之一。

海外锌矿生产持续录得改善。4月份,秘鲁锌矿产量12.9万吨(金属量,下同),环比减少4%,同比增加709%。1-4月份秘鲁锌矿累计产量52万吨,同比增加41%。如果将这一数字与2017-2019年平均值比较,发现同比增加竟然高达13%!秘鲁锌矿改善远远好于预期。

为了对比,我们比较了秘鲁铜矿和智利铜矿的生产数据,发现秘鲁锌矿的确远高于另外两者。4月份,秘鲁铜矿产量17.3万吨(金属量,下同),环比减少5%,同比增加41%。1-4月份秘鲁铜矿累计产量70万吨,同比增加10%。但如果与2017-2019年同期水平比较,同比减少7.6%。

智利铜矿生产较秘鲁铜矿会更好一些。4月份,智利铜矿产量46万吨(金属量,下同),环比减少6%,同比减少2%。1-4月份智利铜矿累计产量183万吨,同比减少2%。如果与2017-2019年同期水平比较,同比增加4%。

上述数据可以证明,秘鲁铜、锌矿生产已经均好于去年同期。但秘鲁铜矿生产仍然比疫情前水平要低一些,锌矿生产已经远超过疫情前水平。智利铜矿比去年同期略低一些,但是已经好于疫情前水平。

据五矿国际锌市场平衡表,一季度海外锌矿产量215万吨,同比基本持平。一季度全球锌矿平衡短缺15万吨,其中中国短缺9万吨,除中国外短缺6万吨。

由于硫酸等价格的持续上涨,国内冶炼厂利润持续取得改善。据北京万研统计,5月份国内冶炼厂平均利润在900元/吨左右。也就是说,虽然冶炼厂从加工费无法获得太高收益,但从硫酸和副产品中可以得到很大程度上的补充。截至6月初,冶炼厂大概从每吨硫酸中可以获利500元;从每吨副产品中可以获利140元;从每吨锌获利460元。当然,上述数据只是采用国产矿生产所取得的利润。5月份国内锌冶炼厂开工率82%,同比2020年5月份低1.8个百分点;比2019年5月低1个百分点。5月份国内精锌产量53万吨,环比减少2%,同比增加2%。1-5月份国内精锌累计产量269万吨,同比增加4%。

5月份,SMM国内锌锭七地社会库存数量从18万吨左右,去库3万吨至15万吨。截至6月20日,最新的锌锭社会库存数据为13万吨。从往年锌锭季节性规律来看,一季度,国内锌锭库存会大幅累库,库存最高会累库至年初库存水平的1.8-1.9倍。二季度,锌锭库存又会去库,会去库至年初库存水平附近。目前来看,今年锌锭的库存变化数据,已经好于往年同期水平。截至6月20日,锌锭库存数据相当于年初库存数量的0.88倍左右。按照季节性规律推演,国内锌锭将开启累库阶段。但今年国内锌锭库存仍在去库,显示国内精锌供需仍然为短缺。

细究导致今年国内锌锭库存去库好于往年同期的原因,除了云南限电政策导致国内精锌供应略微减少以外,按照“当强不强则为弱,当弱不弱则为强”的说法,更重要原因在于国内精锌消费比较强劲。

从锌下游消费开工数据来看,锌主要的几个初级消费领域开工率略有下降,

但仍然维持较高水平。据 SMM 统计显示，5 月份国内镀锌件开工率 87%，环比和同比均降低 5 个百分点，比 2017-2019 年平均开工率高 5 个百分点。5 月份国内压铸锌合金开工率 40%，环比降低 5.8 个百分点，比 2020 年高 8.5 个百分点，但比 2017-2019 年平均开工率低 12 个百分点。此外，从钢联网统计的涂镀产量数据来看，涂镀产量数据一直位于过去几年同期数据的区间上沿。上述数据证明锌消费并不差劲。

此外，根据第三方机构北京万研的锌消费量数据统计，也能证明锌消费不差这个观点。据北京万研统计，5 月份国内精锌消费量 62 万吨，环比减少 3.8%，同比基本持平。1-5 月份，国内精锌累计消费量 290 万吨，同比增加 8%。与 2019 年同期水平相比，同比增加 2%。

展望后市，宏观方面，当前市场最为关注的为美联储何时收紧货币流动性的问题。6 月 17 日，美联储召开 FOMC 议息会议。此次会议最大的变化是点阵图显示 2023 年加息次数由零次提升至两次。此外，隔夜逆回购利率和超额存款准备金利率均上调 5BP 至 0.05% 和 0.15%。点阵图的调整幅度超出市场预期。由于点阵图与发布会内容释放鹰派预期，美元大幅上行，商品价格大幅下跌。

最近一个月以来，市场对美联储 QE Taper 讨论愈发热烈，不少证券机构认为美联储 QE Taper 已经箭在弦上。根据彭博最新的调查结果；目前市场普遍预期 2021 年 8 月杰克逊霍尔年会上美联储可能释放 Taper 预期；对 Taper 落地时点有所分歧，预期在 9 月或 12 月 FOMC 会议可能落地。另外，鉴于通胀的持续走高，市场也预期 6 月点阵图可能显示加息提前，即 2023 年开始加息。

申万宏源认为美联储将在 7 月议息会议上评估初步取得实质性进展，并开始讨论 QE Taper；9 月议息会议上正式公布 Taper 的计划，并于四季度正式实施。他们进一步猜测美联储或进行为期 8 个月左右的 QE Taper 操作，每月削减 100 亿国债和 50 亿 MBS 购买规模，至明年 6 月左右停止扩表。再次时隔一年半，于 2023 年 3 月或 6 月首次加息。

从美债利率和美元指数两个宏观指标来看，首先是美债利率，由于美联储 QE Taper 前需要营造宽松的流动性环境，而目前美联储购债行为仍在继续、TGA 账户余额至 7 月末或仍将下降，因此流动性环境有望延续宽松，美债名义利率上行的风险也不大。而预计未来随着 Taper 预期的明确落地，美债收益率大概率快速上行，通胀预期走高，实际利率也同步走高。而 2013 年 5 月 Taper 预期落地后，也出现了美债收益率短期快速走高，同时通胀预期开始反弹，名义利率上行速度快于通胀预期带来实际利率走高。其次是美元指数，美联储在未来 2 个月左右大概率会明确 QE Taper 预期，届时货币政策走向大概率较欧洲央行更为紧缩。同时新冠肺炎疫苗接种方面，美国部分地区已完成 70% 人口的接种，随着全民免疫的进一步推进，欧洲疫苗接种边际强于美国的格局也有望反转，带来美元指数反弹。

因为，未来一个月宏观风险是在持续加剧的，但是并不意味着美联储立即收紧流动性。美联储正在加强与市场关于 QE Taper 的沟通，进行预期管理。目前对商品价格影响主要为情绪方面，以及通过美元指数的上行打压商品价格。

对于精锌基本面，对锌价影响偏正反馈。根据五矿国际锌市场平衡表，预计 2021 年全球精锌供需平衡短缺 6 万吨，从现在时点来看，对下半年精锌的平衡预测好于年初预测。由于今年内蒙古双控政策、云南限电政策等导致对国内精锌供应增量小幅下调，甚至不排除由于环保等问题导致精锌供应增长再次低于目前预期。此外，上文中提到国内精锌消费并不差，从美国和欧元区国家 PMI 指数可

以看出海外消费复苏也很强劲。因此，这样导致下半年精锌供需总体上仍然为去库。虽然去库量并不大，但从预期角度来讲，下半年精锌是会累库的，这样存在一个预期差，可能对锌价产生利多影响。

综上，预计6月20日-7月20日，LME 锌价将运行于2600-3100美元/吨之间，SHFE 主力合约锌价运行于20000-23500元/吨之间。

铝

2021年5月份国内外铝价均冲高回落。LME 三个月铝合约从月初开盘2421美元/吨，一路向上最高到达2018年后新高水平2603美元/吨后，回调最低至2304.5美元/吨，月末收盘于2506美元/吨，当月涨幅3.53%。沪铝主力连续合约开盘于19080元/吨，最高到达20445元/吨，再创2008年后的新高水平后，最低回落至17935元/吨，月末收盘于18825元/吨，当月跌幅0.87%。5月份LME 现货平均价格2433.84美元/吨，环比上涨4.7%，同比上涨66.3%；长江现货均价19208元/吨，环比上涨7.04%，同比上涨45.9%。5月国内基差结构维持小幅back，LME 铝基差结构以contango为主。

2021年5月初，在资金推动下，价格延续4月的上涨趋势，向上突破20000元/吨大关；随着政府多次发声遏制大宗商品上涨，同时美国通货膨胀数据超出预期，市场对美联储收紧宽松货币政策预期边际加强，大宗商品整体从高位回落，铝价也从最高20445元/吨快速回落到最低17935元/吨；后半月云南地区由于枯水期电荒出现大幅减产，减产规模高达近100万吨水平，同时消费方面处于季节性旺季，库存水平延续下降趋势，价格月底反弹至19000附近。

回顾行业基本面，5月电解铝企业成本继续小幅抬升，但远不及铝价上涨幅度，冶炼厂利润继续扩大。具体来看，5月预焙阳极延续去年8月以来的上涨趋势，月均价较4月上涨135元/吨左右；5月氟化铝价格月均价下降550元/吨；5月氧化铝月均价较4月上涨50元/吨左右。根据五矿铝业的数据库，2021年5月国内电解铝加权平均完全成本13580元/吨，较上月增加241元/吨，加权平均现金成本12042元/吨；行业理论加权平均利润5628元/吨，较4月扩大1021元/吨，全部运行产能实现盈利，吨铝盈利继续创近十年最高水平。

电解铝供应方面，5月份新增产能较少，主要是广西吉利百矿项目还在投产，但受到电力供应紧张影响，投产进度放缓；云南地区受到枯水期水电供应不足影响，不仅新项目投产搁置，原运行产能也被要求限产减产，所有云南地区铝厂普遍减产规模在20%-25%左右，叠加内蒙地区能耗双控政策影响要求部分企业进一步扩大减产规模，本轮整体减产产能达100万吨左右；甘肃中瑞及陕县恒康铝业复产进度稳步推进，预计在6月将会带来产量贡献。5月末国内电解铝运行产能3918万吨/年，较4月末下降60万吨/年，回到2020年底水平。根据五矿铝业数据库，5月产量达到336.9万吨，日产量环比下降0.3%，同比增长10.2%；1-5月累计产量1644万吨，累计同比增速9.2%。进口供应方面，根据最新的海关数据显示，4月原铝进口量15.56万吨。由于3月下旬至4月底期间进口窗口少有打开，故预计5月原铝进口量在5-10万吨左右。

电解铝消费方面，5月日均消费环比4月有所减弱，但仍处于消费旺季，当月电解铝消费量仍为历史同期最高水平。同比来看消费增速逐步回归正常水平，2021年1月-4月同比2019年同期增速在9%-15%左右，5月同比2019年同期增速回落至7%。从下游开工率具体来看也能得出环比走弱的结论，根据上海有色

网的数据,5月铝板带箔行业开工率79.9%,环比下降1.7个百分点,高于2020年和2019年同期的71.2%和77%;铝型材5月开工率61.6%,环比下降0.3个百分点,低于2020年和2019年同期的63.3%和62.1%,其中建筑型材走弱明显;铝线缆开工率40.8%,环比下降3.9个百分点,低于2020年和2019年同期的43.9%和45.6%,除了工业型材外,不少下游加工企业反馈消费淡季提前来临。从终端行业来看,5月份汽车产量204万辆,同比下降6.72%,为疫情恢复后首次转为同比负增长;1-5月房地产竣工面积累计同比增长16.4%,保持较高增速。宏观数据方面,5月官方制造业PMI为51,继续维持扩张区间;5月工业增加值同比增长速为8.8%(前值9.8%),两年平均增长6.6%(前值6.8%);1-5月累计社会消费品零售总额同比增长25.7%(前值29.6%),过去两年平均增速为4.5%(前值4.3%),宏观指标反映出中国宏观经济持续稳定恢复,电解铝消费基数仍在,但工业增速逐步回归正常水平。美国5月制造业PMI为61.2,欧元区4月制造业PMI为63.1,均高于前值,欧美宏观经济指标继续强劲,从美国中西部地区和日本现货铝锭升水创新高均能佐证欧美经济强势复苏背景下海外铝需求旺盛。

展望2021年6月中旬至2021年7月中旬的市场,从宏观、行业政策和供需基本面三个角度进行分析。宏观方面,如前述中国、欧美宏观经济指标所反映的,经济仍将继续处于复苏进程不会改变,在这样的宏观大背景下电解铝消费基数难以大幅减弱。但当前市场在宏观方面更关注的是美联储货币政策的收紧预期,随着美国经济强劲复苏和CPI创近13年最大升幅,美联储6月最新一次议息会议表示美联储将首次加息时间预测提前至2023年,并开始缩减购债计划讨论。大宗商品应声下跌,特别是铜这样金融属性更强的商品。全球实际经济的稳步复苏将对电解铝的基本面即消费形成支撑,但美联储的政策转向将会对大宗商品价格形成压制,认为接下来一段时间后者将会占据主导,因为疫情后大宗商品的连续上涨最关键动力就是流动性,所以宏观方面比较利空铝价。

政策方面,前一期月评已经提出观点,认为“双碳”政策是长达数年的政策,资金短期炒作已经告一段落,短期内“双碳”政策对供应产生进一步影响有限。另一方面,前期市场预期的抛储终于部分落地,国家粮食与物资储备局将面向有色金属加工制造企业,实施公开竞价的方式进行抛储,但具体量和细节目前尚未公布。对于抛储的影响,主要需要理解背后的政府态度,无论量的大小,大宗商品难以继续开启连续上涨趋势。从基本面的影响来看,由于云南地区的限产,运行产能已经回落到去年底水平,从复产到出产品还需要一段时间,故抛储将会作为下半年市场供应的补充,同时如果抛储量大的话也将会作为进口量的补充。所以认为抛储在市场前期已经充分预期和交易后,进一步公布细节也应该不会在短期内对价格形成重大冲击,但铝价下半年难以再开启上涨趋势。

基本上,随着云南电力供应的逐渐恢复,电力部门针对电解铝企业的错峰用电基本结束,电解槽不再压负荷。根据阿拉丁的调研,在当前高利润的刺激下,部分电解铝企业早已着手电解铝的起槽准备工作,预计1-2月的时间能够实现全部复产工作,恢复到限电前的水平。所以在高利润刺激和客观限制条件逐步解除背景下,下半年运行产能有望继续恢复和增长,但整体增量相较去年底时的预期是肯定大打折扣的。进口方面,5月上半月进口窗口再次打开,预计6月进口量为10-15万吨规模,7月还有一部分尾量,下半年随着国内供应恢复和抛储补充供应,进口窗口预计难以再次打开较长时间。

消费方面,在中国和欧美主要经济体恢复趋势未改的大背景下,消费难以出现断崖式下滑,不过从环比来看已经确认走弱,特别是汽车、建筑等下游板块。

在供应边际增加、消费边际减弱的背景下，认为旺季去库难以延续更长时间，库存水平可能会在接下来一段时间内基本持平。不过在国内显性社会库存水平维持在 90 万吨左右的情况下，对铝价仍有一定支撑作用。

综合而言，无论从美联储的流动性角度还是中国政府对大宗商品价格的态度来看，铝价难以再继续形成上涨趋势，但实际经济复苏对消费将形成支撑，同时库存在 90 万吨水平，基本上对铝价仍有阶段性支撑。综合而言，预计 6 月中旬至 7 月中旬期间，沪铝主力连续合约呈区间震荡走势，重心下移，波动区间 17500-19200 元/吨。

镍

镍价自 5 月以来整体处于上涨趋势，但中间波动剧烈，镍价走势仍主要受宏观面影响上下波动。截至 6 月 15 日沪镍最高触及 136260，最低为 122570，虽涨幅只有 2.09%，但期间振幅为 10.42%。LME 镍价最高触及 18495，最低至 16620。5 月中旬因美国 CPI 数据创历史新高，美联储收紧货币政策预期升温，加上国内镍矿、镍库存数据开始增长，不锈钢库存大增，使伦镍一度跌至 17000 美元附近，沪镍一度跌至 126000 附近。此外菲律宾镍矿产量大增，印尼湿法产线投产，国内镍进口大增，令镍价再度大跌，伦镍最低跌至 16620 美元，沪镍最低跌至 122620 元。月底拜登 6 万亿预算法案刺激市场，大宗商品普涨，镍价强势反弹。伦镍上涨至 18235 美元，沪镍上涨至 133530 元。

镍矿方面，5 月低品位镍矿价格较为平稳。月初在铁矿石价格上涨的带动下，低品位(0.5%)镍矿价格上涨；随后国家多部门联合调控大宗商品价格的情况下，铁矿价格回落，镍矿价格支撑不足，成交价格回落。0.9%品位镍矿，因受 200 系不锈钢厂向碳钢厂转型的影响，国内需求下降，价格走弱。随着南方地区环保检查结束，部分工厂生产恢复，市场需求好转；镍矿山供应紧缩，价格并未出现大幅波动，趋于平稳。同期不锈钢维持着较好的利润，且价格不断上涨，在不锈钢的带动下，高品位镍矿价格出现上涨。5 月中上旬菲律宾天气情况不佳大部分镍矿船滞期，市场可流通贸易镍矿减少，导致贸易商挺价惜售。大型镍铁工厂看涨情绪相对偏淡。虽有陆续采购但仅维持在上一轮采购价格附近，价格调整并不明显。

根据 INSG 数据显示 2021 年 3 月份全球镍矿产量为 20.56 万吨，环比增加 6.1%，同比增加 18.9%。随着新冠疫情对实体经济的影响逐渐修复，欧美非等地区的镍矿产量开始恢复至正常水平。印尼因其国内 NPI 投产节奏较快，镍矿产量也在不断增长中。菲律宾 3 月份仍处于雨季尾声产量环比持平。菲律宾矿山与地质科学局 MGB 最新产量数据显示，镍矿的产量从 241 万干吨大幅增长了 48% 达到 357 万干吨。

电镍方面，5 月份我国电镍产量 12424 吨，环比减少 4.5%，同比减少 10.8%。其中金川集团 5 月份电镍产量 11000 吨，受冶炼厂和酸厂检修升级影响，产量环比下降 8.3%，预计 6 月中旬完成，产量小幅恢复；新疆新鑫矿业 1074 吨，环比增加 5.9%；吉恩镍业 5 月份电镍正式生产，产量 350 吨，预计 6 月份产量达 500 吨。

镍铁方面，4 月份我国镍铁产量为 3.64 万金属吨，环比减少 6.4%，同比减少 10.9%。其中高镍铁 2.89 万金属吨，环比减少 6.5%，低镍铁 0.74 万金属吨，

环比减少 6%。从产量变化上看，高镍铁产量因上东鑫海减产导致，低镍铁受 200 系不锈钢减产制约。预计国内镍矿供应增加，镍铁厂盈利能力改善，5 月份高镍铁产量将有所回升。

进出口方面，据海关数据显示 2021 年 4 月份国内镍矿进口量为 320.84 万吨，较上月进口数量增加 136.81 万吨，环比上升 74.35%；同比增加 187.12 万吨，增幅为 139.94%。其中菲律宾进口量 288.51 万吨，占比 89.92%、环比增加 121.84 万吨，增幅为 73.1%；新喀里多尼亚进口量 14.87 万吨，环比增加 4.39 万吨，增幅为 41.89%；土耳其进口量 7.27 万吨，环比增加 100%。目前来看菲律宾雨季结束后进口量大幅增加，国内菲律宾镍矿到港数量也继续维持小幅增加态势。精炼镍及合金进口量为 1.93 万吨，环比增加 58.8%，同比增加 79.9%。分国家来看，澳大利亚、挪威、加拿大和日本占据本月进口前四位排名，进口量分别为 8788.7 吨、5168.7 吨、1870.8 吨和 1700.6 吨，其中，澳大利亚和挪威本月进口增量较大。俄罗斯本月进口量锐减至 463 吨。镍铁进口量为 31.59 万吨，环比增加 1.1%，同比增加 49.3%。

从四月数据来看，我国不锈钢粗钢产量达到 297 万吨，环比增加 0.8%，同比增加 24.1%。其中 200 系产量为 94 万吨，环比回落 2%，同比增加 15.1%；300 系产量是 146 万吨，环比增加 9.2%，同比增加 22.2%；400 系产量为 57 万吨，环比回落 12.5%，同比增加 49.3%。4 月份普碳钢厂利润空间明显优于不锈钢，部分中型的不锈钢冶炼企业少量转产碳钢导致不锈钢产量的增长略有回落。300 系不锈钢厂的利润空间转好，促进 300 系产量的增长，而 200 系和 400 系由于前期产量提升幅度大，形成库存较多，叠加产品金融属性低，产量有明显的回落。截止 5 月 28 日，无锡及佛山地区的社会库存为 81.33 万吨，略有增加。其中 200 系库存为 25.77 万吨，环比减少 2.88 万吨；300 系的库存为 44.87 万吨，环比增 3.6 万吨；400 系库存为 10.69 万吨，环比增加 0.06 万吨。近期普碳钢价格大幅下跌，利润明显收缩，不锈钢厂转产碳钢的动力或减弱，后期 200 系供应仍然可能再度增长。虽然近期部分钢厂分货量有增多，但市场尚未出现集中到货的现象，目前 300 系整体库存压力仍然不大，部分规格仍然有缺货的现象。

展望后市，当前欧美经济仍然运行在疫情模式之上，政策是推动经济修复的主要力量，复苏呈现出需求恢复快于生产，商品零售好于服务消费，经济回升快于就业增长的非均衡模式。国家间防疫政策、经济政策的不同步导致欧美修复速度快于新兴市场国家，全球消费回升速度快于供给修复速度，进而使全球供需失衡，大宗商品价格持续上涨。

基本上，随着菲律宾镍矿供应的恢复，国内镍矿库存开始回升，但和去年同期相比仍处于低位。截止 6 月 4 日我国港口镍矿库存 695 万吨，去年同期数据为 926 万吨，其中低品位镍矿 148.8 万吨，中高品位镍矿 546.2 万吨。6 月份镍矿供应仍有望维持增长趋势，镍矿价格易涨难跌，镍铁厂议价空间有限。随着镍铁价格上涨，镍矿山价格有望跟随小幅上涨。NPI 在不锈钢高排产的支撑下，价格维持上涨趋势，且市场持看涨心态，镍铁厂惜售挺价意愿较强，随着镍铁价格上涨，镍铁厂利润空间有所增加。随着海外需求的恢复，进口镍铁减少，印尼不锈钢产量增加对 NPI 消费的增加，回流至国内的 NPI 不及预期。6 月份，300 系不锈钢排产 140 万吨左右，在消费和供应双重影响下，国内 NPI 价格仍有继续上涨的动力。

随着美国经济的好转，全球市场都在密切关注美联储货币政策何时转向收缩，如果美联储货币政策收紧，美元升值，届时以美元计价的商品价格将有所回落。

综合来看,短期内基本面对镍价仍支撑,宏观方面将扰动镍价,预计6月份,镍价将维持偏强震荡,伦镍主要运行区间在17000-18500美元/吨,沪镍主要运行区间在126000-136000元/吨。长期来看,随着印尼NPI及湿法项目投产,以及美国货币政策的转向,下半年镍价将大概率走弱。