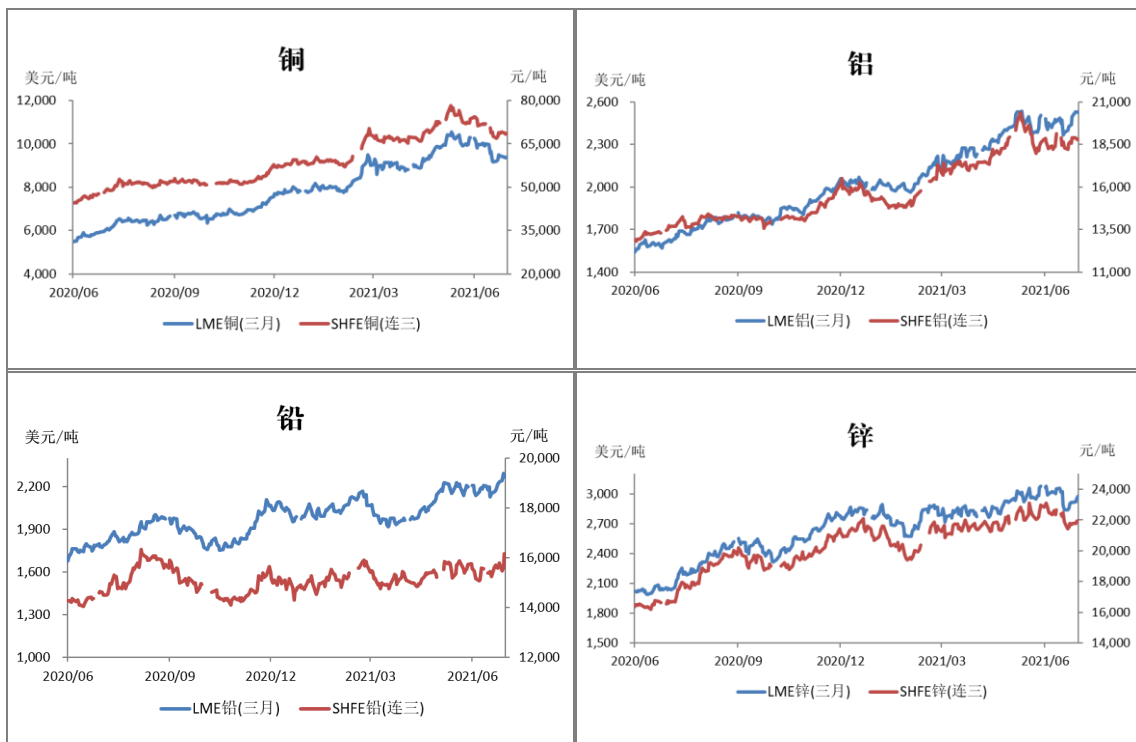


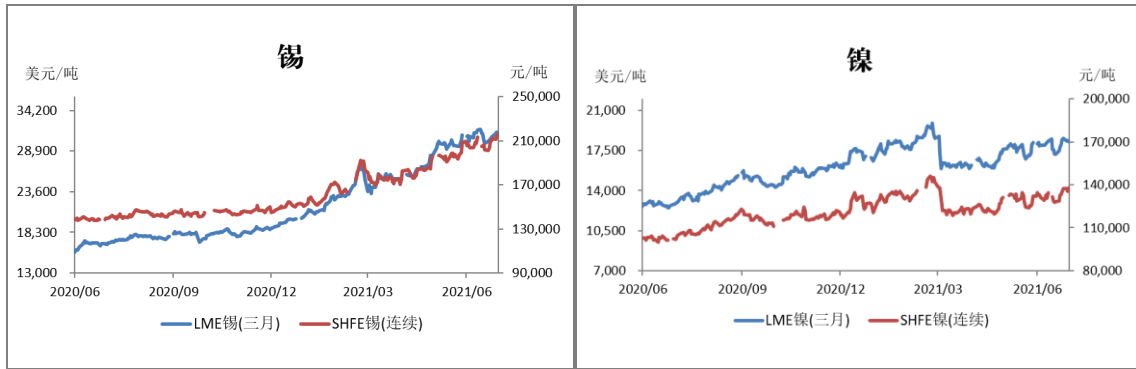
基本金属市场月度形势分析

五矿国际 陆逸帆 左豪恩 彭嘉曦 景翀
中国金属矿业经济研究院 吴越

摘要：6 月份，基本金属市场以大幅下跌为主。LME 铜、锌价格分别最低下跌至 9011 美元/吨、2810 美元/吨，较 5 月份最高价格分别下跌 16%、10%。7 月份以来，基本金属价格收复部分失地。截至 7 月 22 日，LME 铜价回调至 9500 美元/吨附近。宏观因素是导致金属价格下跌的主要原因，基本面对价格反而存在一定支撑。一方面，市场猜测美联储年底会开始减少购债规模，货币政策出现边际收紧；另一方面，国储局两次向市场投放一定数量的铜、锌、铝物资储备，对市场情绪造成打压。基本面并未出现明显的利空因素；虽然铜、锌矿加工费较前期有所上调，但国内精铜、精锌社会库存延续去库趋势，反映出国内基本面并不差劲。

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	10365	74750	2559	19200	2344	16075	3099	23210	31850	214840	18600	139070
最低	9011	66350	2352	18205	2116	14900	2810	21390	29280	196260	17085	126300
月末	9380	68390	2523	18800	2267	16050	2973	21965	31070	214620	18235	138060
月末环比	-8.7%	-7.5%	0.7%	-0.1%	3.0%	2.7%	-3.3%	-4.1%	0.3%	2.7%	0.2%	3.9%
平均	9638	69925	2446	18630	2192	15364	2965	22275	30829	206558	17962	132742
环比	-5.5%	-5.7%	-0.3%	-3.0%	-0.1%	-0.9%	-0.7%	-0.9%	3.7%	4.5%	1.9%	2.2%
同比	67.3%	56.5%	54.1%	43.7%	24.8%	8.4%	46.2%	35.7%	85.4%	54.1%	40.7%	29.9%

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

撰稿: 陆逸帆 吴越

6月以来,铜价涨势明显回落。随着供应端风险逐步缓和,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,国内外双重政策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。之后市场陷入多空博弈阶段,价格整体位于9200-9500美元/吨区间内震荡。6月LME3月铜开盘于10310美元/吨,最高仅达到10365美元/吨,最低触及9011美元/吨,月内价格落差超过1000美元,收于9380美元/吨,较5月末下跌8.71%,创出自去年3月以来最大月跌幅。月均价9637.98美元/吨,同比涨幅首次回落,但仍高达67.27%,环比变化由正转负,减少5.47%。上半年LME3月铜均价为9091.41美元/吨,同比涨幅小幅回落至64.66%。内盘6月均价为69924.76元/吨,同比涨幅回落至50.08%,环比下跌5.71%,上半年均价66817.63元/吨,同比涨幅小幅回落至50.36%。

7月铜价亦以震荡为主,随着矿端宽松预期的加强,现货加工费稳步抬升,同时国内消费旺季进入尾声。国家粮食与物资储备局完成了第一批铜储备抛售,后续动作有待进一步观察。截止撰稿,LME3月期铜最低触及9131美元/吨,整体位于9200-9500间震荡盘整。

宏观方面,不断创造新高的通胀数据和尚未达到目标的就业数据令美联储进一步加强预期管理,国内央行意外全面降准以对冲下半年经济复苏面临的风险,

“一致性宽松”预期弱化，但宽松环境完全转向前，预计市场维持多空博弈。

供应端，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受到市场的重点关注，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。秘鲁已确认左翼候选人卡斯蒂略为新任总统，他对于秘鲁的矿业政策有所缓和，但具体行动仍有待观察。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。现货加工费回升至年初水平，CSPT小组敲定三季度现货铜精矿加工费地板价为55美元/吨，进一步佐证全球铜精矿供应逐步好转的事实。

冶炼方面，据安泰科调研，2021年6月份22家样本企业合计生产阴极铜74.57万吨，同比增长6.65%，环比减少3.56%（5月产量修正后为77.32万吨）。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，企业检修比较集中，阴极铜产量环比出现一定回落。1-6月样本企业累计生产阴极铜461.08万吨，同比增长12.41%。7月份金川集团、云南锡业、富冶和鼎等冶炼厂有检修计划，企业检修力度环比减弱，加上铜精矿加工费稳步回升，预计7月份国内阴极铜产量环比将出现回升，预计22家样本企业阴极铜产量在78万吨左右。

需求方面，价格回落令下游消费回暖，加上冶炼厂集中检修，阴极铜产量减少以及进口货源补充不足，国内基本面边际改善，表现为社会库存及上期所库存持续去库。从终端行业来看，1-5月电网工程投资完成额及电源工程投资完成额累计同比增幅均大幅回落，1-5月全国房地产开发投资完成额同比增长18.3%，房屋竣工面积同比增长16.4%，预计竣工增长将继续支撑消费；5月受内销影响家用空调产销同比均开始下滑，6月汽车产销分别环比下滑4.8%和5.3%，可见芯片短缺的影响逐步显现，不过新能源汽车仍维持高景气度。据SMM统计6月铜材企业整体开工率环比轻微下滑至73.31%，同比下降4.41个百分点。其中铜板带行业开工率维持高位，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；电解铜杆开工率则有所企稳，一方面精废价差缩小使得废铜替代效应减弱，废铜杆企业开工率环比下滑，另一方面线缆企业开工率有所回升。展望后期，家电行业进入淡季，内销转弱，汽车生产受芯片短缺的影响开始显现，电网投资的回暖能在一定程度上弥补其他终端消费的减少，但预计很难出现大的增量。

库存方面，6月以来LME库存以累库为主，cash-3M升贴水维持较大的现货贴水，6月18日LME铜库存突然增加24925吨，飙升17%。但国内上期所及社会库存均持续出库，主因进口货源减少、精废价差收窄导致废铜替代效应下降以及冶炼厂检修，另外上半年由于价格水平过高实体企业因资金压力备库意愿较低，随着价格回落产业有逢低补库心态。6月末三市总库存较5月末增加2.5万吨，其中LME库存较5月末增加8.9万吨，上期所库存则减少5.4万吨。6月末保税区库存较5月末仅增0.2万吨，洋山铜溢价小幅回升，进口窗口打开，加上精废价差明显收缩，预计下半年将刺激精铜进口增加。CFTC非商业持仓净多头在5月初大幅增加后快速回落，目前暂时企稳，表明投机看多情绪已明显降温但仍未明确转为看空。

整体来看，矿端干扰因素逐步缓解，现货加工费继续回升。精铜供应方面，7月检修力度减弱冶炼产量预计环比回升，而进口窗口打开及精废价差收窄将刺

激精炼铜进口增加，同时铜储备也将补充精铜供应。终端消费方面，铜消费传统淡季的到来将抑制铜需求，但随着价格回落国内电网投资订单预计回暖，一定程度上弥补其他行业铜消费的回落，预计消费回落幅度有限。不过今年夏季限电政策是否会对冶炼厂及铜材加工生产产生影响有待进一步观察。宏观方面美联储已抛出鹰派预期但仍未付诸实践行动，国内央行全面降准释放政策维稳信号。基本面中性偏空而宽松环境仍未完全转向，预计7月铜价偏弱震荡，运行区间较上月下降且收窄，7月中旬至8月中旬运行区间为9000-9500美元/吨。

锌

撰稿：左豪恩

基本金属市场在6月中旬经历了明显下跌之后，下半月走势出现分化。具体表现为：铜价自月初跌破10000美元/吨后，连续走低，6月底收于9400美元/吨附近。基本金属中，铅价表现为一枝独秀，6月底最高上涨至2344美元/吨，成为基本金属中唯一一个突破上半年价格高点的品种。其它基本金属锌、铝、镍、锡均出现不同程度的下跌，表现不及铅，但强于铜。

6月份，锌在基本金属中表现的“中规中矩”。将各个基本金属价格指数化处理，即将基本金属收盘价格与2021年初进行对比。截至7月20日，各个基本金属的最大涨幅依次为：锡(60%)>铜(34%)>铝(26%)>镍(14%)>铅(13%)>锌(10%)。可以看出，铅价经过6月份的大幅上涨后，最高涨幅已经超越了锌，锌位列排行榜最后一位。因此，从价格最高涨幅这个层面上来说，锌表现是比较差的。当然，也正是由于锌价前期涨幅不多，最近一段时间跌幅也有限。

由于抛储以及市场猜测美联储提前收紧货币流动性等原因，6月中旬后，国内外锌价连续多日大幅下跌。其中LME三个月锌价最低下跌至2810美元/吨，与5月份价格最高点3109美元/吨相比，下跌近10%。国内SHFE主力合约锌价最低下跌至21390元/吨，与5月份价格最高点23535元/吨相比，下跌9%。之后，与其它金属价格走势类似，锌价出现回升。6月底，LME三月锌价反弹至接近3000美元/吨，国内锌价回到22000元/吨附近。进入7月份，锌价以高位震荡为主。

6月份，LME三月锌价平均2965美元/吨，环比下跌1%，同比上涨46%。6月份国内锌价跌幅略大于国外市场，SHFE主力合约锌价平均22275元/吨，环比下跌1%，同比上涨36%。经过测算后，1-6月份，LME三月锌价平均2850美元/吨，SHFE主力合约锌价平均21553元/吨。

6月份，据五矿国际统计，进口矿和国产矿现货TC均出现抬升。其中进口矿TC从78美元/矿吨抬升至82美元/矿吨；国产矿TC从3900元/吨抬升至4200元/吨。截至7月中旬，进口矿TC上涨至83美元/矿吨，国产矿TC上涨至4250元/吨。据我们测算，6月份国产矿TC与进口矿TC的缺口再次拉大。截至7月中旬，国产矿TC相当于162美元/矿吨，比进口矿TC要高79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已经超越了Benchmark TC。但进口矿TC仅仅只有82美元/吨，远低于国产矿TC和Benchmark TC价格水平。

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。按照锌价预测值2700美元/吨、Benchmark TC 159美元/矿吨进行计

算，今年冶炼厂收益为 318 美元/矿吨。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 7 月中旬，按照 spot TC 为 83 美元、LME 锌价 2970 美元/吨计算，冶炼厂收益为 258 美元/矿吨。按照国产矿 TC 为 4250 元/吨、国内锌价 22500 元/吨计算，冶炼厂收益为 393 美元/矿吨。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。

上月评我们提到，国内由于季节性停产的矿山已经基本复产，但国内锌矿月度产量仍然略低于往年同期，这个特点在 6 月份仍然符合。据北京万研统计，6 月份国内锌精矿产量 37 万吨（金属量，下同），环比增加 3%，同比减少 3%。1-6 月份，国内锌精矿累计产量 193 万吨，同比增加 6%。虽然今年 1-6 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 1-6 月份累计产量相比，同比减少了 1.7%。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。

海外锌矿生产持续录得改善。5 月份，秘鲁锌矿产量 14.3 万吨（金属量，下同），环比增加 10%，同比增加 395%。1-5 月份秘鲁锌矿累计产量 66 万吨，同比增加 66%。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。5 月份，秘鲁铜矿产量 19.6 万吨（金属量，下同），环比增加 13%，同比增加 53%。1-5 月份秘鲁铜矿累计产量 90 万吨，同比增加 17%。但如果与 2017-2019 年同期水平比较，同比减少 7.8%。

智利铜矿生产较秘鲁铜矿会更好一些。5 月份，智利铜矿产量 48.7 万吨（金属量，下同），环比增加 5.6%，同比减少 1%。1-5 月份智利铜矿累计产量 232 万吨，同比减少 2%。如果与 2017-2019 年同期水平比较，同比增加 3%。

上述数据可以证明我们一直都强调的一个观点，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，预计二季度全球锌矿平衡短缺 1.5 万吨，其中中国外短缺 7.5 万吨，中国过剩 6 万吨。这也是为什么二季度以来，国产矿 TC 修复速度明显快于进口矿，并且在 7 月中旬超越 Benchmark TC 的根本原因。

由于硫酸价格继续上涨，国内冶炼厂利润持续取得改善。据北京万研统计，6 月份国内冶炼厂平均利润在 1130 元/吨。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 月底，冶炼厂大概从每吨硫酸中可以获利 626 元；从每吨副产品中可获利 134 元；从每吨锌获利 414 元。当然，上述数据只是采用国产矿生产所取得的利润。6 月份国内锌冶炼厂开工率 83.6%，同比 2020 年 6 月份高 5.4 个百分点；与 2019 年 5 月基本持平。6 月份国内精锌产量 54 万吨，环比增加 2%，同比增加 5%。1-6 月份国内精锌累计产量 323 万吨，同比增加 4.5%。

6 月份，SMM 国内锌锭七地社会库存数量从 15.2 万吨，去库 3.6 万吨至 11.7 万吨。截至 7 月 20 日，最新的锌锭社会库存数据为 11.69 万吨。上月评中我们就曾提到过，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。单纯从 6-7 月国内锌锭库存数据来看，今年锌锭的库存变化数据，远远好于往年同期水平。截至 7 月 20 日，国内锌锭库存数据相当于年初库存数量的 0.75 倍左右；而往年同期，国内锌锭库存为年初库存水平的

0.94倍。也就是说，今年国内锌锭社会库存比往年同期水平低了20%左右。同时，6月份以来，LME锌锭库存也经历了小幅去化。截至7月20日，LME锌锭库存接近25万吨，较6月初下降3万吨。

也就是说，虽然6月份已经进入到传统意义上的消费淡季，但锌锭库存指标反映出了“淡季不淡”的特点。

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继续下降。据SMM统计显示，6月份国内镀锌件开工率79%，环比降低8个百分点，同比降低10个百分点，比2017-2019年平均开工率低2个百分点。6月份国内压铸锌合金开工率37%，环比降低3个百分点，比2020年高8个百分点，但比2017-2019年平均开工率低16个百分点。6月份氧化锌开工率53%，环比降低0.5个百分点，比2020年高5个百分点，但比2017-2019年平均开工率低2个百分点。此外，从钢联网统计的涂镀产量数据来看，上半年涂镀产量数据一直位于过去几年同期数据的区间上沿，但6月份开始向下拐头。

上述数据证明国内锌消费的确是出现了季节性转弱，但为什么国内锌锭库存还能延续去库？换言之，如果用第三方咨询机构的初级开工率数据，无法解释国内锌锭库存大幅去库的事实。

我们推测出现这种情况的有两种原因：一是锌消费出口较好。以镀锌板带净出口数据来看，2021年1-5月份净出口量为362万吨，同比增长21%。而2017-2019年1-5月份，镀锌板带平均净出口量数据不到300万吨；那么今年国内镀锌板带净出口量较疫情之前也是增加了21%。从这个逻辑上进行推演，有理由相信整个锌消费出口都非常强劲，当然这本质上代表了海外需求端的强劲复苏。二是精锌月度进口量环比大幅减少。据海关数据统计显示，6月份国内精锌净进口量为3.7万吨，环比减少2万吨。虽然我们不得不承认今年上半年整体的精锌进口并不差，和疫情前水平不相上下，但6月份的单月进口量环比大幅减少也是确定的事实。据第三方机构北京万研的锌消费量数据统计，6月份国内精锌消费量62万吨，环比减少1%，同比增加2.7%。1-6月份，国内精锌累计消费量354万吨，同比增加7.5%。与2019年同期水平相比，同比增加2%。

展望后市，首先是宏观因素，宏观方面对市场影响较大的主要是中美流动性松紧，即流动性的边际改变方向。

对于中国流动性，7月9日，央行宣布全面降准0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元。根据专业宏观研究人士分析，本次央行宣布的全面降准释放正是“紧信用、松货币、宽财政”政策组合的体现，也确认了央行不会因为供给约束导致的通胀而收紧货币政策，但也并不意味着新的大宽松周期的开始。据上述分析，预计下半年中国货币政策对商品价格影响较小。

对于美国流动性，市场主要在关注美联储是否会提前收紧货币流动性。当然，市场都了解美联储主要关注的指标是通胀和就业，并且目前对于就业的关注更加看重。因此，即使我们看到最近连续三个月美国通胀数据超出市场预期，美联储仍然在强调通胀只是暂时的。主要原因在于美联储对通胀容忍度较往年大幅提高了，并且美联储更为关注的就业率指标尚未恢复至疫情前水平。此外，2013年美联储由于急于收紧货币流动性，曾经一度给市场带来很大的扰动，史称“缩债恐慌”。这次美联储也在吸取经验，尽量避免再次出现如此大的扰动。因此，预计美联储会就收紧货币流动性问题上，和市场充分沟通，对市场冲击会低于2013年，但冲击还是的确存在的。

对于基本面，根据五矿国际锌市场平衡表，预计二季度全球精锌供需平衡短

缺 14 万吨，三季度短缺 6 万吨。因此，如果不考虑抛储的话，三季度锌锭还能继续小幅去库。考虑上抛储影响后，三季度的供需缺口将被填平。那么对于三季度而言，锌市场供需矛盾不太突出，影响锌价的主要因素还是宏观方面及受到其它金属价格波动的影响。

综上，预计 7 月 20 日-8 月 20 日，LME 锌价将运行于 2800-3100 美元/吨之间，SHFE 主力合约锌价运行于 21000-23000 元/吨之间。

铝

撰稿：彭嘉曦

2021 年 6 月份国内外铝价均呈高位震荡走势。LME 三个月铝合约月初开盘 2501 美元/吨，最高到达 2559 美元/吨，回调最低至 2352 美元/吨，月末收盘于 2523 美元/吨，当月涨幅 0.68%。沪铝主力连续合约开盘于 18800 元/吨，最高到达 19200 元/吨，最低回落至 18205 元/吨，月末收盘于 18800 元/吨，当月跌幅 0.13%。6 月份 LME 现货平均价格 2436 美元/吨，环比上涨 0.1%，同比上涨 55.8%；长江现货均价 18634 元/吨，环比下跌 3%，同比上涨 35%。6 月国内外基差结构均维持在平水至小幅 contango 附近来回波动。

经历了 5 月中下旬的大幅回调后，利空情绪得到集中释放，6 月份抛储正式落地，第一批抛储量不及市场前期预期，同时云南地区由于复产进度较为缓慢，俄罗斯宣布 8 月开始征收出口关税，价格获得支撑；但由于国内铝消费进入季节性淡季，下游加工行业开工率有所转弱，并且随着云南地区汛期到来，市场担心电力紧张将会得到缓解，所以向上同样也有阻力。从全月来看，虽然环比消费有所转弱，但由于供应受限，全月铝锭社会库存仍维持去库 9 万吨，库存降至近几年历史同期相当水平，多空交织。

回顾行业基本面，6 月电解铝企业成本继续缓慢抬升，但由于铝价维持高位震荡，冶炼厂利润仍维持高位。具体来看，6 月预焙阳极延续去年 8 月以来的上涨趋势，月均价较 5 月上涨 249 元/吨左右，涨幅扩大；6 月氟化铝价格月均价小幅下降 64 元/吨；6 月氧化铝月均价较 5 月上涨 30-70 元/吨不等，其中北方地区涨幅大于南方地区。根据五矿铝业的数据库，2021 年 6 月国内电解铝加权平均完全成本 13820 元/吨，较上月增加 240 元/吨，加权平均现金成本 12282 元/吨；行业理论加权平均利润 4814 元/吨，较 5 月缩小 814 元/吨，全部运行产能实现盈利，吨铝盈利仍维持十年高位水平。

电解铝供应方面，6 月份新增产能较少，主要是广西吉利百矿项目还在缓慢投产，但受到电力供应紧张影响，投产进度受限；云南地区在枯水期整体减产达 100 万吨左右，尽管开始逐步进入汛期，但由于广东等地仍然电力短缺，复产缓慢，进入到 7 月中旬被政策再次叫停；甘肃中瑞基本完成复产，陕县恒康铝业仍在逐步复产，带来产量贡献有限。6 月末国内电解铝运行产能 3909 万吨/年，较 5 月末基本持平。根据五矿铝业数据库，6 月产量达到 321.7 万吨，日产量环比下降 1.3%，同比增长 8.2%；1-6 月累计产量 1966 万吨，累计同比增速 9.0%。进口供应方面，根据最新的海关数据显示，5 月原铝进口量 9.56 万吨，6 月进口 15.78 万吨，与我们预测基本一致。

电解铝消费方面，6 月日均消费环比 5 月有所减弱，主要还是受到季节性影响，不过从绝对水平来看，仍然处于较高水平，同比 2020 年增长 3.04%，同比 2019 年同期增速为 9.7%，均较 5 月同比增速有所扩大。下游开工率方面也能验证环比小幅走弱，但同比仍处于较好消费水平，根据上海有色网的数据，6 月铝

板带箔行业开工率 79.7%，环比小幅下降 0.2 个百分点，显著高于 2020 年和 2019 年同期的 71.9% 和 72%，板带箔板块依旧维持年初至今的强劲；铝型材 6 月开工率 61.35%，环比下降 0.3 个百分点，低于 2020 年同期的 63.33%，但高于 2019 年同期的 60.8%；铝线缆开工率 41.32%，环比上升 0.5 个百分点，低于 2020 年和 2019 年同期的 41.8% 和 48.4%。从终端行业来看，6 月份汽车产量 194 万辆，同比下降 17%，环比下降 4.7%，汽车板块受缺芯影响开始不断显示；1-6 月房地产竣工面积累计同比增长 25.7%，较上月增速扩大 9.3 个百分点，与建筑型材开工率基本持平上月相匹配。宏观数据方面，6 月官方制造业 PMI 为 50.9，继续维持扩张区间；6 月工业增加值同比增速为 8.3%，较上月缩小 0.5 个百分点，逐步回归正常水平；1-6 月累计社会消费品零售总额同比增长 23%，6 月份公布的宏观指标基本都好于预期，说明电解铝消费基数仍在。美国 6 月制造业 PMI 为 60.6，欧元区 6 月制造业 PMI 为 63.4，欧美宏观经济指标继续强劲，海外主要经济体恢复趋势未变，带动海外铝消费和高现货升水。

展望 2021 年 7 月中旬至 2021 年 8 月中旬的市场,从宏观和供需基本面两个角度进行分析。宏观方面，海内外主要经济仍将继续处于复苏进程不会改变，电解铝淡季消费基数难以大幅减弱，但新冠变异病毒可能会阶段性引发市场对经济恢复进程的担忧，造成恐慌情绪。前期市场最为担忧的美联储态度逐步明朗，尽管通胀率居高不下，但美联储主席反复发声表示就业恢复仍有距离，离撤出经济支持还有很长一段路，给市场服下定心丸，认为后续短期内受通胀数据的影响带来的价格波动将会减弱。整体而言，认为宏观方面相对偏中性影响。

基本上，接下来影响供应最大的两个不确定性因素将是云南地区复产进度和国储局抛储量。原来预期汛期到来将会促使云南地区顺利复产，但 7 月中旬云南再传限电信息，复产搁置，未来何时能复产以及复产进度是否顺利主要由电力供需和政策决定，充满非常大的不确定性。抛储方面，政府对价格控制的决心毋庸置疑，由于第一批抛储量不及市场前期预期，价格反弹向上，于是第二批直接将抛储量由 5 万吨增加到了 9 万吨，倘若未来价格再次上涨，不排除还会增加抛储量。其他供应方面需要关注青海海源和山西兆丰都将从 7 月份开始复产，不过在当月预计不会带来产量贡献；由于进口窗口的关闭，预计未来一段时间进口量将会明显减少，7 月份可能在 5 万吨左右水平。考虑假设云南地区不会进一步复产的情况，未来一两个月抛储量基本与进口量形成替代供应效果，前期复产项目短期内能带来少量增量，整体而言接下来一个月的供应应该会环比持平或小幅上升。

消费方面，如前所述，6 月份的特征是环比小幅走弱但仍维持高的基数，认为在经济恢复和季节性共同作用下，未来一个月该特征将会延续。平衡方面，预计接下来一个月供应与消费与前一个月不会有太大差异，库存水平将会维持在较低水平波动，逐渐企稳甚至小幅累库。

综合而言，无论从宏观还是基本面来看，均没有明显利空或利多的因素，需要紧跟云南复产情况，复产进一步受阻或者产生其他意外减产因素，价格仍然有上涨动力，不过抛储带来的政策顶将会限制上涨幅度；倘若电力限制解除复产顺利，价格将会向下。综合而言，预计 7 月中旬至 8 月中旬期间，沪铝主力连续合约将延续区间震荡走势，波动区间 18200-19800 元/吨。

镍

撰稿：景翀

镍价自6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7月19日沪镍价最高触及19205美元/吨，最低至17105美元/吨。

6月上旬库存数据支撑宏观面利好，基本金属均出现不同程度的上扬。6月中旬美国通胀数据处于近十年来高位，镍2108最高触及143710元/吨，最低为126320元/吨。LME美联储表态偏鹰派，货币收紧预期升温，国内稳价保供也进入实际操作阶段，市场情绪走弱，镍价再次下行至127000元/吨，但由于海外需求较强，国内外库存均下降，镍价支撑较强。

回顾上半年，沪镍仍属中活跃品种，活跃度有一定的下降，持仓量和成交量均呈现下降趋势，主要跟镍价行情有关。美联储维持流动性的政策，导致美元走势偏弱。而海外需求的超预期复苏，带动伦镍持续去库等一系列事件对镍价形成强力支撑。

镍矿方面，6月低品位镍矿价格较5月变化不大。今年1至5月我国累计进口1164.4万吨镍矿，同比增加29.9%。截止6月25日，我国港口镍矿库存679.9万湿吨，较年初下降350.2万湿吨，降幅33.8%，处于历史最低位置。一季度镍矿持续消耗，二季度菲律宾雨季过后库存储备小幅增加，因国内镍铁产量和产能逐渐缩减，备库需求也在下降。预计接下来镍矿库存仍呈季度性变化趋势。回顾往年数据6-11月属于菲律宾发运季度性高峰，也是国内重要的补库时间点，虽然目前镍矿价格维持在高位买卖双方僵持不下，但市场上可流通货源仍然偏少。加之东南亚疫情爆发的因素或导致运货周期延长，预计下半年自菲律宾进口量在2500万吨左右，但镍矿品质存在下降预期。

电镍方面，1-5月我国电镍进口量为6.9万吨，同比增加57.3%，以澳大利亚、南非和挪威增量最为显著。其中，自澳大利亚进口2.7万吨，同比增加217.4%，镍豆溶解经济性较强，镍豆进口量大增；挪威进口1.6万吨，同比增加449.5%，挪威镍板因品质较高多用于电镀行业，5月份上期所将挪威镍列入可交割品牌后其进口量将连续增加，挪威镍升水也将随之收窄，并逐渐缩小与俄镍价差；俄罗斯进口量为6938吨，同比减少58.4%，年初对镍板消费较为悲观，仓单签订不足，其次俄镍透水事件对产量也产生了小幅影响，导致进口量大幅下滑；加拿大进口量为6750吨，同比增加3.0%，但因淡水河谷劳工谈判问题，对接下来的产量也将有较大的影响。6月24日，俄罗斯政府表示将对欧亚经济联盟(EAEU)以外的国家征收黑色和有色金属15%出口关税，政策将从2021年8月1日开始执行，截止12月31日，届时中国企业进口俄罗斯镍的成本将上升约2500美元/吨，并不利于我国俄镍进口。预计下半年进口仍然以镍豆和挪威镍板为主。

镍铁方面，6月国内镍铁产量稳步增长，一方面前期转产普碳钢的200系钢厂月内恢复生产，低镍铁产量增长明显；另一方面，高镍铁价格上涨后国内镍铁厂生产利润得以修复，订单签售较好下工厂排产增长，加之5、6月国内新投镍铁产线生产稳定，6月中高镍铁产量环比增长。1-5月我国镍铁进口实物量为159.0万吨，同比增加24.4%，粗折金属量25.4万吨。从镍铁的进口数据可以反映基本面的主要情况：一是印尼镍铁回流不及预期；二是海外钢厂产量修复，主要FeNi国家进口二季度下降明显。目前印尼镍铁稳步投产，上半年投产17条产线，产能约17万金属吨，目前来看，青山镍铁投产进度比较稳定，德龙不及预期，其他项目进展缓慢。今年1-5月印尼镍铁累计生产34.8万金属吨，同比增加68%。

不锈钢方面，1-6月粗钢产量约1843万吨，同比增加21%：其中200系粗

钢 606 万吨占比 33%，同比增加 21%；300 系粗钢产量 875 万吨占比 47%，同比增加 14%；400 系粗钢产量 363 万吨占比 20%，同比增加 37%。随着全球疫情逐渐缓和，海外不锈钢生产能力恢复，国内不锈钢出口关税加征待落地，不锈钢出口订单逐步回落，外需在减少，不过国内下游行业的繁荣发展，除汽车用量下降外，冰箱、洗衣机、电梯用量均增加。上半年不锈钢高排产大超预期，也是支撑镍价持续走高的最强基础，然而国内也有压减钢厂产量的消息，要求 2021 年钢铁产量不超过 2020 年，下半年不锈钢厂排产情况或受影响，对供需平衡表也是较大的打击。

展望后市，宏观方面市场分歧较大，上半年大宗商品牛市是建立在宽松的货币政策和海外制造业经济修复的基础上，下半年对流动性收紧有较强的预期，尤其多个资源出口国陆续加息抗通胀，美国通胀也到了较高的水平。预期增强，但美国就业情况仍未完全恢复，所以收紧流动性的动力不足，其次中国虽然多次点名大宗商品价格，打击囤货投机，但因经济滞涨也考虑降息降准等问题，对大宗商品也有提振作用。目前海外经济复苏继续，美联储货币或将转向：欧美疫苗接种进度较快，经济复苏持续，就业也稳步向好，通胀压力显现，预计下半年美联储货币债券购买规模将会下降，货币转向预期升温。其次镍铁供需错配将缓解，电解镍供应增加：印尼镍铁投产继续，而不锈钢产量逐步饱和，回流量缓慢增加，水萃镍进口量继续保持低位，菲律宾镍矿出口处于爬坡阶段，国内镍铁利润较好，产量将会增加，镍铁供需错配的局面，需要等到不锈钢企业利润较低，才会有所缓解，可能需到 8 月之后；美元走强对伦镍形成压制，国内镍板需求较弱，镍豆需求好，库存又处于低位，进口量将会增长，电解镍供应增加。不锈钢 300 系保持高产，新能源车继续走强：海外经济复苏延续，不锈钢需求仍然较强，高利润下产量进一步提升，但 4 季度随着需求走弱，产量下降会比较明显；新能源车市场继续向好，在年底抢销量影响下，硫酸镍需求增长较强，青山高冰镍 10 月开始供应，但量可能有限，湿法中间品提产也较慢，镍豆偏紧格局难改。按照往年新能源车销量走势，今年硫酸镍产量增量可能达 10 万金属吨，若新能源车销量进一步走强，青山高冰镍和湿法中间品均较难覆盖硫酸镍的增量，市场远期供需逻辑可能发生改变，对镍价形成刺激。最后伦镍降库继续，国内保持低库存：海外需求复苏继续，不锈钢产量保持高位，伦镍库存继续下降走势，预计 4 季度随着不锈钢需求转弱，加上高冰镍和湿法中间品增产，库存将逐步企稳；美元走强会压制伦镍价格，但国内镍板需求相对较弱，进口窗口打开机会可能有限，镍豆保持偏紧状态，进口窗口继续打开，但国内库存以镍板为主，整体低库存态势可能将继续。