

行业  
有色金属周报

日期  
2023 年 11 月 17 日



有色金属研究团队

研究员：张平  
021-60635734  
zhangping@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3015713

研究员：余菲菲  
021-60635729  
yuifeifei@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3025190

研究员：彭靖霖  
021-60635740  
pengjinglin@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3075681



## 目录 contents

|          |           |
|----------|-----------|
| ⇒铜.....  | - 3 -     |
| ⇒锌.....  | - 8 -     |
| ⇒ 铝..... | 错误！未定义书签。 |
| ⇒ 镍..... | 错误！未定义书签。 |

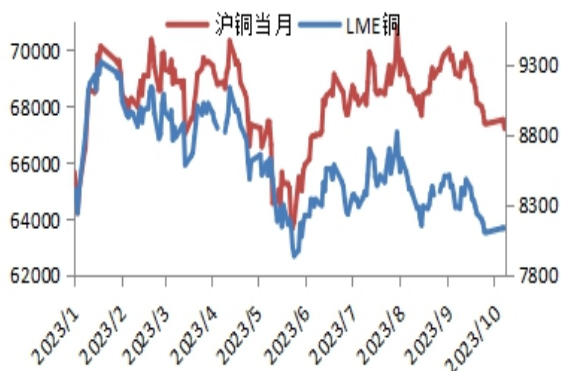
## ⇒铜

### 一、行情回顾与操作建议

**行情回顾：**本周沪铜主力震荡走强，本周美 10 月 CPI 超预期降温，通胀报告表明美联储 7 月份完成了本轮加息，市场将明年首次降息从 7 月提前至 6 月，宏观利好带动铜价上行，本周美元、人民币与伦铜的相关性分比为-59%、-63%，而上周分别为-78%、-88%，本周铜价宏观相关性有所减弱，本周铜价受低库存带动明显，周内 11 合约交割，由于极低的仓单，在交割当日 11-12 合约价差一度扩大至 700 上方，软逼仓下铜价表现偏强，交割后现货对 12 合约升水再度涨至 600 上方，国内铜现货市场紧张凸显，废铜虽替代性增加，但废铜原料紧缺。海外供应过剩明显，LME0-3contango 结构重心上移最高涨至 98。基本面内强外弱，本周扣除汇率沪伦比值重心略上移至 1.16。持仓方面，沪铜周均总持仓较前一周减少 1159 手，资金入场意愿继续不高；CFTC 基金净空持仓减少 5754 手，LME 基金净空持仓减少 468 至 6232 手；LME 远期持仓集中度显示空头持仓度较前一周增加，LME 仓单持有报告大户持仓集中略有下降，海外持仓报告偏多。

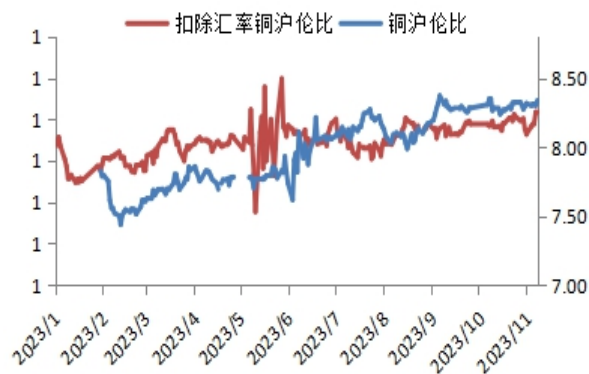
**操作建议：**宏观面，美联储政策收紧压力放缓，美元指数预计仍将偏弱运行，同时中国 10 月宏观数据显示复苏动能不足，逆周期政策仍需持续发力，宏观环境向好。基本面四季度供应压力不改，11 月精铜供应将再上百万吨，需求端因当前现货高升水以及废铜杆替代优势增加将制约精铜杆开工率，不过年末由于组件价格下降以及年末光伏装机高峰期，预计终端需求在新能源需求支撑下表现偏韧性。海外现货过剩局面继续，LME0-3contango 结构持续走阔，国内进口窗口持续打开预计将继续腾挪至国内，补充国内社库，但目前全球库存仅 26 万吨，低库存令铜价难以打开下跌空间，预计沪铜主力将继续在布林线中轨上方震荡偏强运行。

图1：内外盘铜价走势



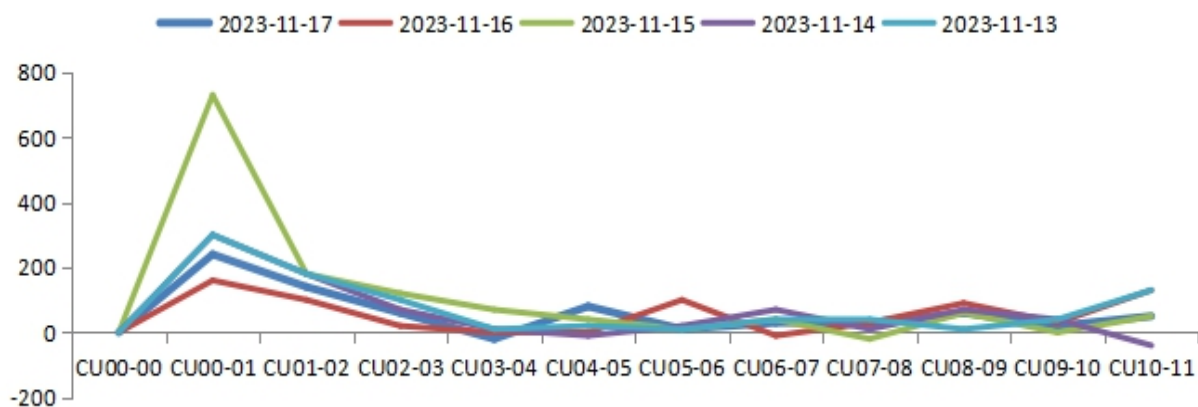
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：铜沪伦比



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图3：沪铜月间价差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：LME持仓集中报告

| 期货价格汇集报告 |   |       |       |       |       |       |    |       |       |       |       |       |    |       |       | 更新：11/14/23 |       |     |    |
|----------|---|-------|-------|-------|-------|-------|----|-------|-------|-------|-------|-------|----|-------|-------|-------------|-------|-----|----|
| 汇集%      |   | 做多头寸  |       |       |       |       |    |       |       |       |       |       |    | 做空头寸  |       |             |       |     |    |
|          |   | 12/23 |       | 01/24 |       | 02/24 |    | 12/23 |       | 01/24 |       | 02/24 |    |       |       |             |       |     |    |
| 5-9      |   | 1     |       | 2     |       | 4     |    | 3     |       | 1     |       | 3     |    |       |       |             |       |     |    |
| 10-19    |   | 0     |       | 1     |       | 0     |    | 0     |       | 1     |       | 0     |    |       |       |             |       |     |    |
| 20-29    |   | 0     |       | 0     |       | 0     |    | 0     |       | 0     |       | 0     |    |       |       |             |       |     |    |
| 30-39    |   | 0     |       | 0     |       | 0     |    | 0     |       | 0     |       | 0     |    |       |       |             |       |     |    |
| 40+      |   | 0     |       | 0     |       | 0     |    | 0     |       | 0     |       | 0     |    |       |       |             |       |     |    |
| 仓单持有报告   |   |       |       |       |       |       |    |       |       |       |       |       |    |       |       | 更新：11/14/23 |       |     |    |
| 仓单持有     |   | 现金    |       |       |       |       |    |       |       |       |       |       |    | 次日    |       |             |       |     |    |
|          |   | 30-39 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+   | 未报 | 30-39 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+   | 未报 | 30-39 | 40-49 | 50-79       | 80-89 | 90+ | 未报 |
| 1        | 0 | 0     | 0     | 0     | 0     | --    | 0  | 0     | 0     | 0     | 0     | --    | 0  | 0     | 0     | 0           | 0     | --  |    |

| 期货价格汇集报告 |   |       |       |       |       |       |    |       |       |       |       |       |    |       |       | 更新：11/10/23 |       |     |    |
|----------|---|-------|-------|-------|-------|-------|----|-------|-------|-------|-------|-------|----|-------|-------|-------------|-------|-----|----|
| 汇集%      |   | 做多头寸  |       |       |       |       |    |       |       |       |       |       |    | 做空头寸  |       |             |       |     |    |
|          |   | 11/23 |       | 12/23 |       | 01/24 |    | 11/23 |       | 12/23 |       | 01/24 |    |       |       |             |       |     |    |
| 5-9      |   | 1     |       | 1     |       | 2     |    | 3     |       | 1     |       | 1     |    |       |       |             |       |     |    |
| 10-19    |   | 0     |       | 0     |       | 0     |    | 1     |       | 1     |       | 1     |    |       |       |             |       |     |    |
| 20-29    |   | 1     |       | 0     |       | 0     |    | 0     |       | 0     |       | 0     |    |       |       |             |       |     |    |
| 30-39    |   | 0     |       | 0     |       | 0     |    | 0     |       | 0     |       | 0     |    |       |       |             |       |     |    |
| 40+      |   | 0     |       | 0     |       | 0     |    | 0     |       | 0     |       | 0     |    |       |       |             |       |     |    |
| 仓单持有报告   |   |       |       |       |       |       |    |       |       |       |       |       |    |       |       | 更新：11/10/23 |       |     |    |
| 仓单持有     |   | 现金    |       |       |       |       |    |       |       |       |       |       |    | 次日    |       |             |       |     |    |
|          |   | 30-39 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+   | 未报 | 30-39 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+   | 未报 | 30-39 | 40-49 | 50-79       | 80-89 | 90+ | 未报 |
| 2        | 0 | 0     | 0     | 0     | 0     | --    | 0  | 0     | 1     | 0     | 0     | --    | 0  | 1     | 0     | 0           | 0     | --  |    |

数据来源：Wind，建信期货研究发展部

## 二、基本面分析

### 2.1 供应端

**原料端供应充裕：**截止11月17日，进口矿周度TC较上周跌0.38至84.37美元/吨，10月以来铜矿TC持续下跌，随着中国新增冶炼厂投产，铜矿需求增加，铜矿TC承压。本周北方粗铜加工费较上周持平1000元/吨，南方粗铜加工费较上周持平850元/吨，进口粗铜加工费较上周持平105美元/吨，11月国内炼厂检修

下降对冷料补充需求减弱，但粗铜供应仍紧张，粗铜加工费难有回升空间

**冶炼厂盈利能力处于高位水平，硫酸价格持平：**截止10月底，冶炼厂铜精矿现货冶炼盈亏平衡较上月下降94至1766元/吨，铜精矿长单冶炼盈亏平衡较上月降62至1522元/吨；1吨铜副产3.5吨酸，本周国内硫酸市场价格较前一周持平于270元/吨，硫酸下游需求主要是化肥（53%）、钛白粉（12%）、氢氟酸（7%），上游硫磺行情近期小幅上涨，成本支撑增加。下游氢氟酸、钛白粉市场行情高位盘整，下游客户对硫酸的采购积极性一般。目前硫酸已经不再是拖累产量增加的因素。

**10月电解铜产量略有下降：**SMM统计10月中国电解铜产量为99.38万吨，环比减少1.82万吨，降幅1.8%，且较预期的99.6万吨减少0.22万吨，预计11月国内电解铜产量为100.12万吨；据SMM调研10月仅有3家冶炼厂有检修，但不少冶炼厂受制于粗铜紧张令其产量出现超预期下降，除此之外，市场期待的新增产能释放并没有如期到来，预计要到12月才会有较多的新增产量释放出来。进入11月，据SMM统计仅有2家冶炼厂有检修计划，但粗铜紧张的局面仍困扰着部分冶炼厂，再加上新点火的冶炼厂迟迟未有产量释放出来，导致11月总产量增量有限。

**精炼铜进口窗口打开：**本周扣除汇率沪伦比值上行，周内国内现货升水重心上移，LME0-3contango结构有所上升，国内基本面强于海外，沪铜表现强于伦铜，带动比值走强，因此周内进口窗口打开，美金铜仓单溢价和提单溢价分别涨至100.5、97.5美元/吨。

## 2.2 需求端

**废铜杆周度开工率环比涨2.78至45.66%：**截止本周四，再生铜杆对盘面报贴水310元/吨，华东电力用杆对盘面升水1200元/吨，精废杆价差为1510元/吨，废铜杆价格优势扩大，有利于废铜杆消费，废铜价差周均值1106元/吨，利于再生铜原料的消费；当前再生铜杆经济效益较好，再生铜杆对精铜杆的替代作用增加，预计废铜杆开工率将得以提振。

**精铜杆周度开工率环比跌3.81至74.02%，**本周华东电力行业用杆加工费随着现货升水小幅上行而涨至1200元/吨，不含升贴水加工费持平540元/吨，从SMM调研来看，本周高升水和高铜价令部分铜杆厂减产，11月铜杆厂新增订单环比减弱，前期待交付订单逐渐消耗完毕，预计下周精铜杆开工率还将继续下降。

库存方面，高升水令下游提货速度放缓，叠加精铜杆消费走弱，产成品库存增加，21家精铜杆厂成品库存量增加3700吨，较上周回升8.56个百分点。

### 2.3 现货端

**国内去库0.83至6.33万吨：**周内SMM统计社库较上周五去库0.65至4.98万吨，主要去库力量来自于上海（-0.68），本周上海地区进口清关量较上周增加但直接送入下游，周初沪粤两地价差大部分上海库存腾挪至广东，后续高升水下国内炼厂和进口商都会加大发货量，而下游精铜杆已经因高升水出现消费减弱态势，在供应增加而需求减弱带动下，预计下周国内社库将累库。保税区去库0.18至1.35万吨。

**LME+COMEX市场累库0.18至20万吨：**其中LME累库0.2至18.2万吨，当前LME库存较去年同期水平增加9.2万吨，COMEX去库0.02至1.8万吨，较去年同期水平下降1.4万吨。

图4：进口铜精矿TC



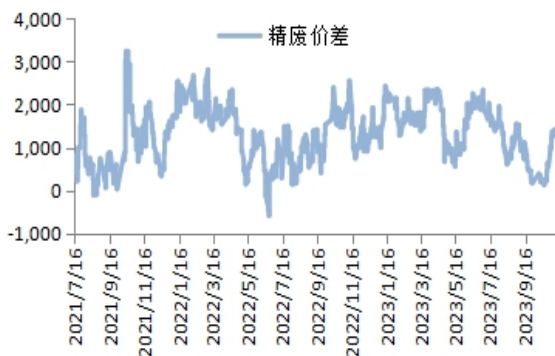
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图5：国产铜精矿计价系数



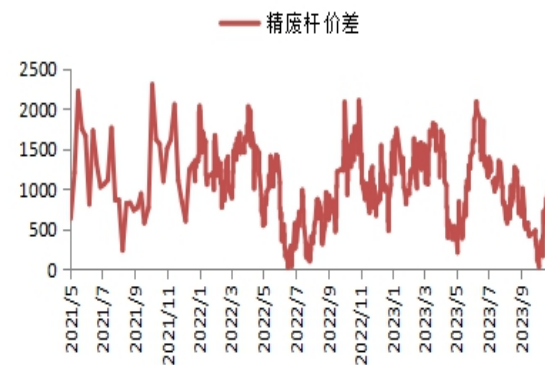
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图6：精废价差



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图7：精废杆价差



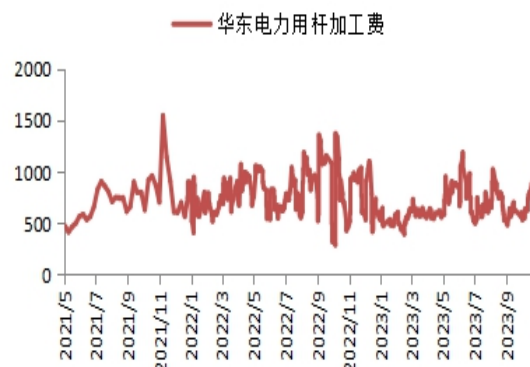
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图8：内外盘现货升贴水



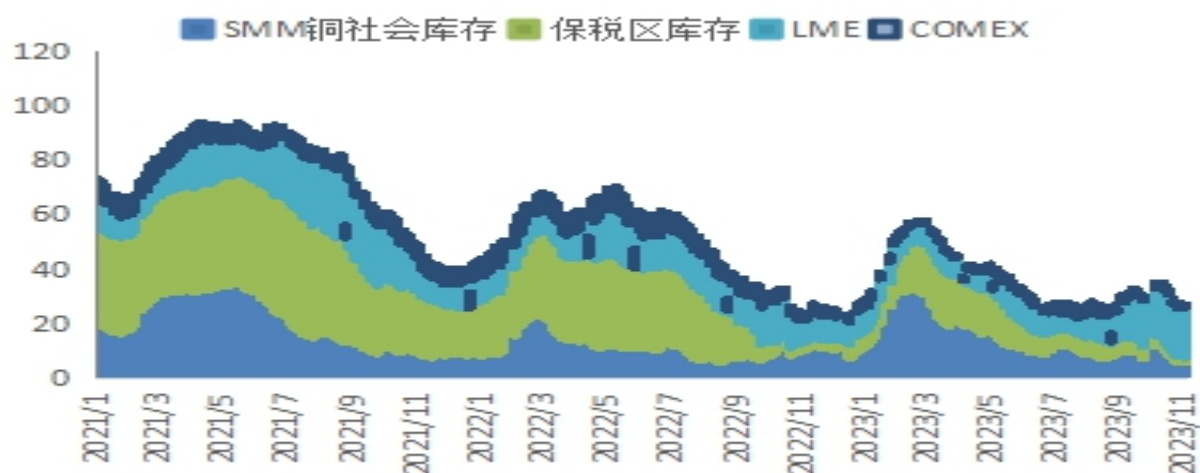
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图9：铜杆加工费



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图10：内外库存



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

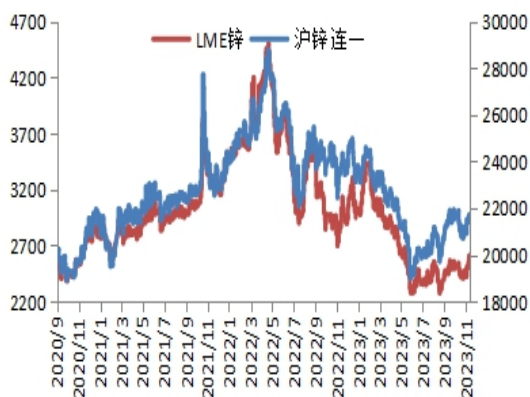
## ⇒ 锌

### 一、行情回顾与操作建议

**行情回顾：**沪锌冲高回落，本周宏观在美通胀数据低于预期的带动下美元指数大幅下跌，宏观压力下降，利多有色金属。本周美元、人民币与伦锌的相关性分比为-71%、-57%，而上周分别为 24%、-12%，本周锌价宏观相关性增加，然而周四 LME 市场因大量金属运抵仓库锌库存增加近一倍，伦锌价格受此影响当天大跌超 3 个点，不过 LME0-3contango 结构却仍维持在低位水平 5.5 美元/吨；国内现货市场也偏弱，12-01 价差持续在 20-40 区间运行，三地现货升水下滑，上海、天津、广东升水均值为 45、-40、15。内外现货市场均走弱，扣除汇率沪伦比值重心略有上移，进口窗口继续关闭。持仓方面，沪锌周均总持仓较前一周增加 3578 手，LME 基金净多持仓增加 5580 至 16804 手，LME 远期持仓集中报告显示多头集中度下降，仓单持有报告显示大户持仓集中仍较高，LME 持仓报告偏多。

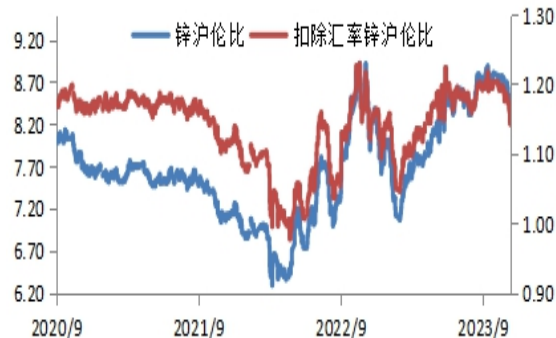
**操作建议：**海外矿山供应扰动，原料端供应转紧，叠加周内嘉能可表示 2024 年 Q1 复产 Nordenham 冶炼厂，原料端压力加大，TC 或将继续下跌。当前国内炼厂仍有盈利空间且硫酸价格尚未影响炼厂生产，国内锌锭供应压力较大。需求方面，北方环保解除后镀锌开工率仍趋于下跌，下游需求疲弱，国内房产数据持续疲软，10 月房地产投资数据继续下滑，新开工和竣工数据也无止跌迹象，不过市场对于地产领域刺激政策的期待仍存，短期下游弱需求体现在现货市场上是累库以及现货升水向平水及贴水附近靠近，同时海外市场在集中交仓的打压下其现货市场也在转弱，内外市场短期均偏弱。宏观面在转好，美联储政策收紧压力放缓，美元指数预计仍将偏弱运行，同时中国 10 月宏观数据显示复苏动能不足，逆周期政策仍需持续发力，因此在宏观与基本面相互交织带动下，锌价预计震荡。

图1：内外盘锌价走势



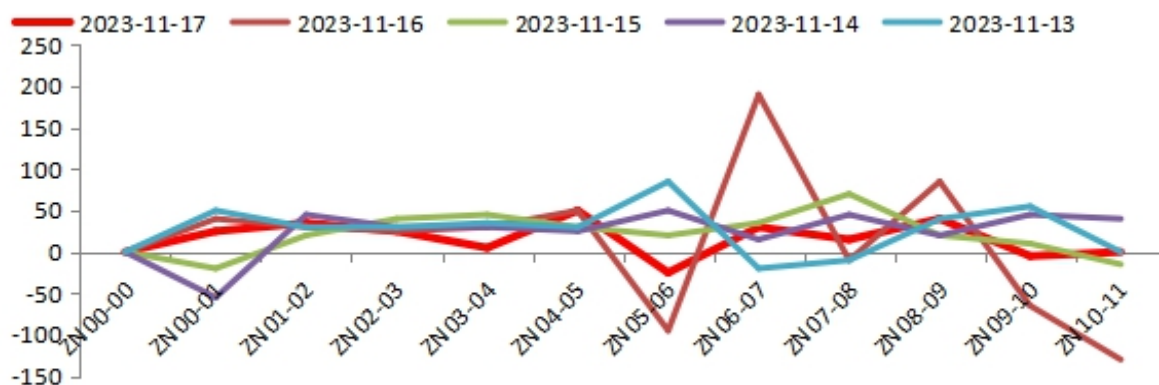
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：锌沪伦比



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图3：沪锌月间价差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：LME持仓集中报告

| 期货价格汇集报告 <span style="float: right;">更新：11/14/23</span> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 汇集%                                                     | 做多头寸  |       |       |       |       |       | 做空头寸  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                                                         | 12/23 | 01/24 | 02/24 | 12/23 | 01/24 | 02/24 | 12/23 | 01/24 | 02/24 | 12/23 | 01/24 | 02/24 | 12/23 | 01/24 | 02/24 | 12/23 | 01/24 | 02/24 |
| 5-9                                                     | 1     | 5     | 4     | 3     | 1     | 3     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 10-19                                                   | 1     | 0     | 1     | 1     | 3     | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 20-29                                                   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 30-39                                                   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 40+                                                     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

| 仓单持有报告 <span style="float: right;">更新：11/14/23</span> |       |       |       |     |    |       |       |       |       |     |    |       |       |       |       |     |    |  |
|-------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-----|----|-------|-------|-------|-------|-----|----|-------|-------|-------|-------|-----|----|--|
| 仓单持有                                                  |       |       |       |     |    | 现金    |       |       |       |     |    | 次日    |       |       |       |     |    |  |
| 30-39                                                 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+ | 未报 | 30-39 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+ | 未报 | 30-39 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+ | 未报 |  |
| 1                                                     | 0     | 0     | 0     | 0   | -- | 1     | 3     | 0     | 0     | 0   | -- | 0     | 0     | 1     | 0     | 1   | -- |  |

| 期货价格汇集报告 <span style="float: right;">更新：11/10/23</span> |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 汇集%                                                     | 做多头寸  |       |       |       |       |       | 做空头寸  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|                                                         | 11/23 | 12/23 | 01/24 | 11/23 | 12/23 | 01/24 | 11/23 | 12/23 | 01/24 | 11/23 | 12/23 | 01/24 | 11/23 | 12/23 | 01/24 | 11/23 | 12/23 | 01/24 |
| 5-9                                                     | 1     | 2     | 4     | 2     | 3     | 3     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 10-19                                                   | 0     | 1     | 0     | 1     | 1     | 2     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 20-29                                                   | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 30-39                                                   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 40+                                                     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

| 仓单持有报告 <span style="float: right;">更新：11/10/23</span> |       |       |       |     |    |       |       |       |       |     |    |       |       |       |       |     |    |  |
|-------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-----|----|-------|-------|-------|-------|-----|----|-------|-------|-------|-------|-----|----|--|
| 仓单持有                                                  |       |       |       |     |    | 现金    |       |       |       |     |    | 次日    |       |       |       |     |    |  |
| 30-39                                                 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+ | 未报 | 30-39 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+ | 未报 | 30-39 | 40-49 | 50-79 | 80-89 | 90+ | 未报 |  |
| 0                                                     | 1     | 0     | 0     | 0   | -- | 0     | 0     | 2     | 0     | 1   | -- | 1     | 0     | 0     | 0     | 0   | -- |  |

数据来源：Wind，建信期货研究发展部

## 二、基本面分析

### 2.1 供应端

**国内锌矿加工费有下行压力：**11月国产矿月度TC下行150至4800元/吨，进口矿月度TC跌10至100美元/吨。本周进口矿进口窗口趋于打开，周内由于扣除汇率沪伦比值略有回升，带动进口窗口打开，国内炼厂在利润尚可背景下维持高产，且南方新增产能释放，对锌矿需求量较大，而国内四季度受季节性因素产

量下调，供应趋紧下，预计锌矿 TC 有下行压力。

**冶炼厂利润小幅回落：**冶炼厂到手加工费较上周微跌至 6079 元/吨，据 SMM 调研目前国内冶炼厂加工成本平均 5500 元/吨，扣除副产品收益，本周炼厂生产平均盈利 579。1 吨锌副产 2 吨酸，本周国内硫酸市场价格较前一周持平于 270 元/吨，硫酸下游需求主要是化肥（53%）、钛白粉（12%）、氢氟酸（7%），上游硫磺行情近期小幅下跌，成本支撑不足。下游氢氟酸、钛白粉市场行情高位盘整，下游客户对硫酸的采购积极性一般。目前硫酸价格仍利好冶炼厂开工。

**供应端扰动因素较少，10 月国内精炼锌产量略超预期：**10 月 SMM 中国精炼锌产量 60.46 万吨，环比上涨 6.06 万吨，涨幅 11.14%，同比增加 17.6%，除湖南和甘肃的冶炼厂检修外，其他的企业基本恢复正常生产，市场扰动因素较少，企业生产积极性较高，同时合金销售较好，亦带动一部分增量。另外四川地区再生锌部分企业因火烧云氧化矿的补给，原料供应增加，产量提升，且湖南地区峰值用电措施扰动减少，再生锌企业产量恢复。11 月因云南地区部分冶炼厂常规检修，叠加区域限电影响，11 月产量微降，预计 11 月国内精炼锌产量在 59.86 万吨。

## 2.2 需求端

**本周镀锌企业开工率较上周跌 0.16%至 63.24%。**原料库存较上周跌 935 吨至 14950 吨，成本库存较上周跌 2.6 万吨至 46.59 万吨。周内钢材价格走强，带动镀锌板销售好转，成本库存去库，不过周内锌价冲高回落，下游采买意愿不佳。北方环保接除后，镀锌企业开工率仍趋于下降，下游需求改善程度有限。

**压铸锌合金开工率较上周跌 0.53%至 46.59%。**原料库存较上周跌 190 吨至 8740 吨，成品库存较上周涨 150 至 8940 吨。本周锌价冲高回落，下游补货意愿一般，原料库存下降。然终端采买一般，成品库存小幅累库。

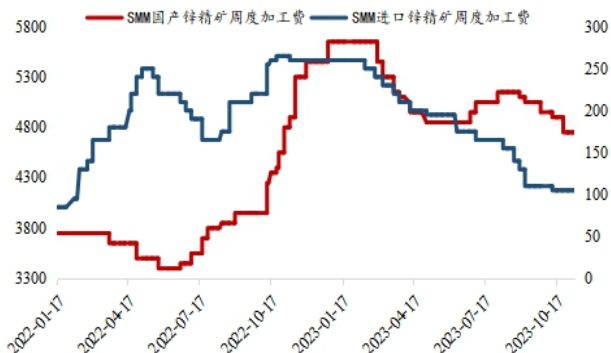
**本周氧化锌开工率较上周涨 0.4%至 60.5%。**原料库存较上周下降 278 吨至 1425 吨，成品库存较上周增加 350 吨至 5400 吨；周内锌价冲高回落，价格波动较大，下游采买意愿一般，原料库存下降。

## 2.3 现货市场

**国内累库 0.75 万吨：**SMM 七地锌锭库存总量较上周五增加 0.75 至 10.55 万吨，主要累库来自于上海（0.54）、广东（0.14）、浙江（0.13），上海进口补充，且上半周锌价高位出货不畅，导致国内社库累库。保税区库存持平 0.08 万吨。

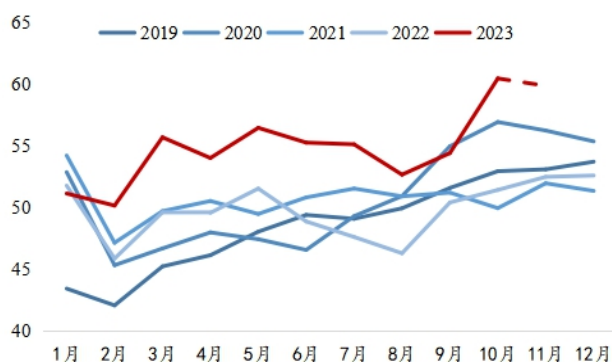
**LME 累库 6.3 万吨:** LME 库存较上周五增加 6.3 至 13.3 万吨, 较去年同期累库 9.04 万吨。

图5: 国产矿&amp;进口矿TC



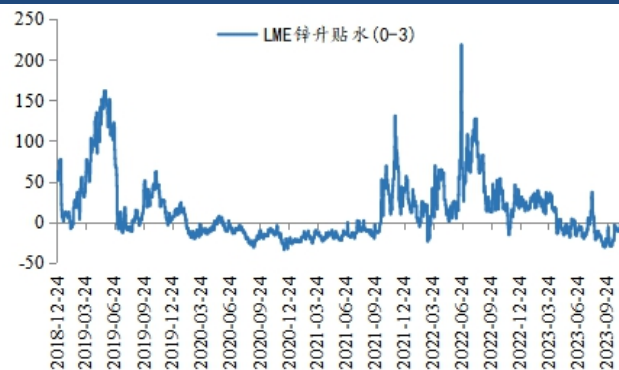
数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图6: 国产锌锭产量



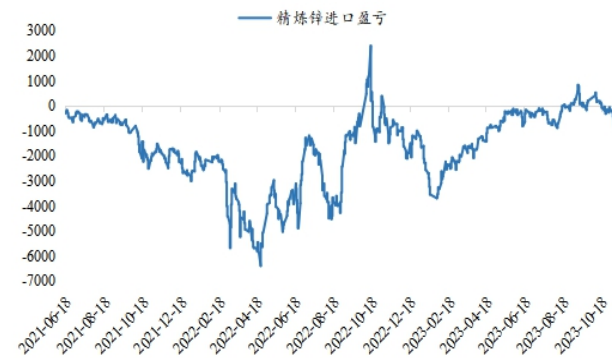
数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图7: LME0-3价差 (美元/吨)



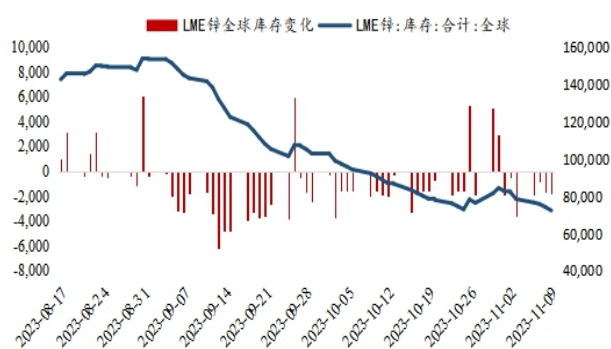
数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图8: 进口锭盈亏 (元/吨)



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图9: LME库存 (吨)



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图10: SMM七地库存 (万吨)



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

## ⇒ 铝

## 一、行情回顾与操作建议

表1：周度铝期货行情（单位：元/吨）

| 合约     | 上周    | 本周    | 涨跌     | 持仓量    | 持仓增减   |
|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 沪铝2312 | 19100 | 18865 | -1.23% | 133615 | -47471 |
| 沪铝2401 | 19070 | 18820 | -1.31% | 145334 | 8965   |
| 沪铝2402 | 19045 | 18775 | -0.08% | 60950  | 4913   |

数据来源：文华财经，建信期货研究发展部

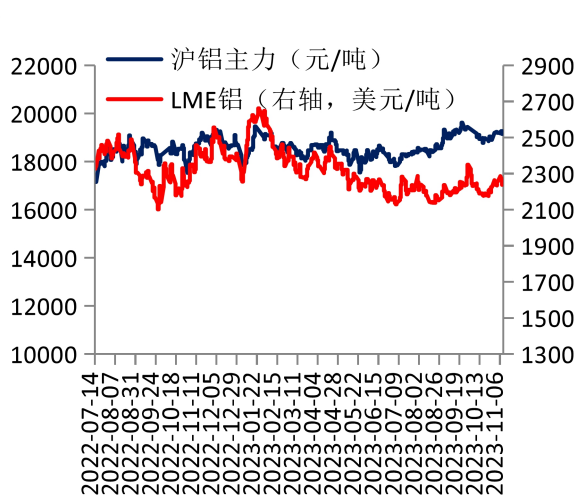
## 行情回顾：

## 期货市场：

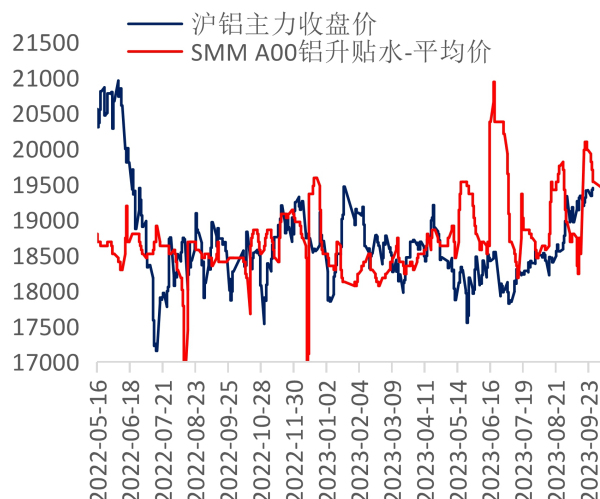
本周沪铝高位转跌，承压万九整数关。宏观压力继续缓解，周内美国公布10月份通胀数据显示美国10月CPI环比增速降至0.0%，核心CPI环比增速为0.2%，均略低于预期，市场对通胀黏性的担忧减弱。机构普遍预计美联储本轮加息或已经宣告结束，未来十年期美债利率有望高位回落，但应仍在4%以上水平运行；美元指数明显回落，周内跌破105点，对金属压力进一步下降。国内方面，政策预期持续存在，但短期对地产端刺激效果仍未显现，10月份地产销售及投资开工数据环比继续下跌，对铝下游消费提振暂未见起色。基本面上，本周四铝锭+铝棒库存迎来下跌，其中铝锭减少1.1至67.7万吨，铝棒减少0.1至9.75万吨，铝棒库存周度续跌，或较铝锭已率先出现拐点，库存整体压力下降。伴随价格回落，本周现货贴水较上周进一步收敛至-30到平水之间，贸易商仍以出货为主，周内整体成交一般；期限结构上，本周交割换月，当次月价差一度转为contango，但随着换月结束尚维持小幅back价差30元/吨左右；进口窗口维持关闭，但沪伦比值再度走强，进口亏损较上周明显收窄，从-400元/吨左右逐渐收敛至百元每吨以内，后续关注进口窗口再次打开的可能性。

图1：沪伦铝走势图（元/吨；美元/吨）

图2：上海有色铝升贴水平均价（元/吨）



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部



数据来源: SMM, 建信期货研究发展部

**操作建议:**

短期国内外宏观氛围边际修复。美国公布 10 月份通胀数据均略低于预期，市场对通胀黏性的担忧减弱，机构普遍预计美联储本轮加息或已经宣告结束，未来十年期美债利率有望高位回落，但应仍在 4% 以上水平运行，美元指数高位转跌，对金属压力进一步下降。国内市场，政策刺激预期尚存，但短期对地产端刺激效果仍未显现，10 月份地产销售及投资开工数据环比继续下跌，对铝下游消费提振暂未见起色，但中央金融工作会议再次强调因城施策支持刚性和改善性住房需求，对稳定楼市销售和投资存在积极作用，仍需等待地产端走出市场底。供应端，根据消息显示，云南铝企已大部分完成减产，预计 20 日左右可全部完成，进口窗口暂维持关闭，进口流入压力下降，但本周亏损空间迅速收敛，后续关注再度开启可能性，供应端收紧趋势不变；下游受淡季以及地产端表现不佳呈现“强预期弱现实”，供需双弱下预计沪铝维持震荡，区间暂关注 18500-19500 元/吨。

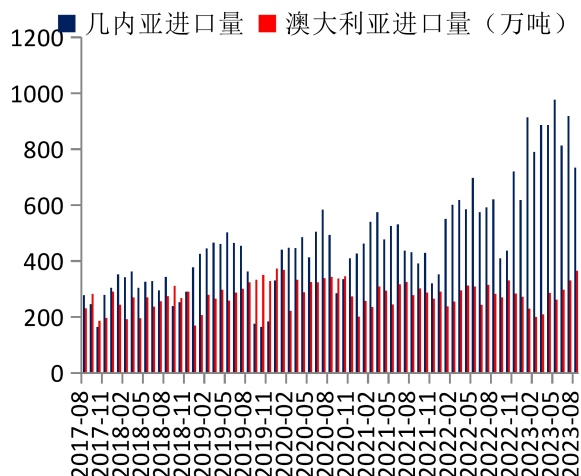
**三、基本面变化****1、铝土矿市场**

本周国产铝土矿价格较上周保持持平。河南因复垦政策导致矿现货供应紧缺，仍然未闻有复产预期，或到年底都无法复产，即使年内有复产，但因采暖季环保管控等因素影响开工率难以走高，矿石供应偏紧问题难以解决；此外山西因十月下旬以来出现几次矿山安全事故导致个别矿山停产。贵州、广西地区铝土矿市场供需双方相对稳定，暂未出现过多变动，价格维持稳定运行。具体数据来看，截至本周五，山西地区铝硅比 5.0，氧化铝含量 60% 的铝土矿不含增值税破碎厂自提成交价大约在 490-510 元/吨，较上周五持平；河南地区铝硅比 5.0，氧化铝含量 60% 的铝土矿不含增值税破碎厂自提成交价在 490-510 元/吨左右，较上周五持平；

贵州地区铝硅比 5.5，氧化铝含量 58% 的铝土矿不含增值税破碎厂自提成交价在 330-390 元/吨，较上周五持平；广西地区铝硅比 6.0，氧化铝含量 53% 的铝土矿不含增值税破碎厂自提成交价在 315-330 元/吨，较上周五持平。

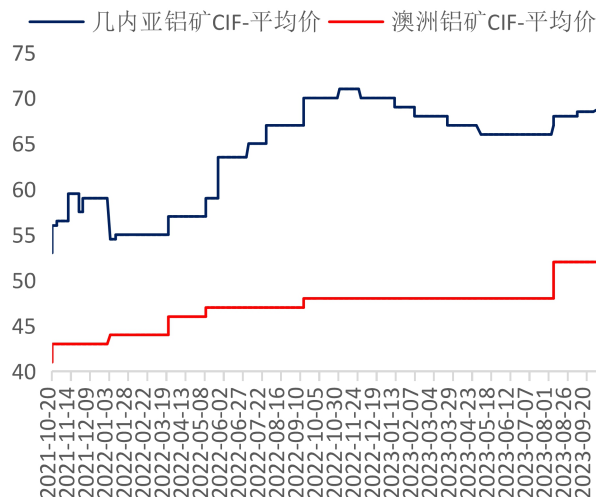
进口矿方面，本周几内亚、澳大利亚矿石仍以执行长单为主，截至本周五几内亚铝土矿 CIF 维持 69 美元/吨，澳洲铝土矿 CIF 平均价维持在 52 美元/吨。

图3：铝土矿主要进口国进口量（万吨）



数据来源：海关总署，建信期货研究发展部

图4：进口铝土矿CIF平均价（美元/吨）



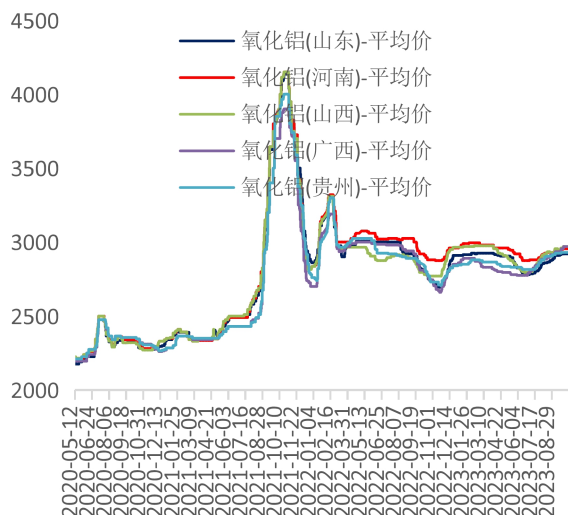
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

### 3、氧化铝：2311 完成交割，环保政策下触底回升

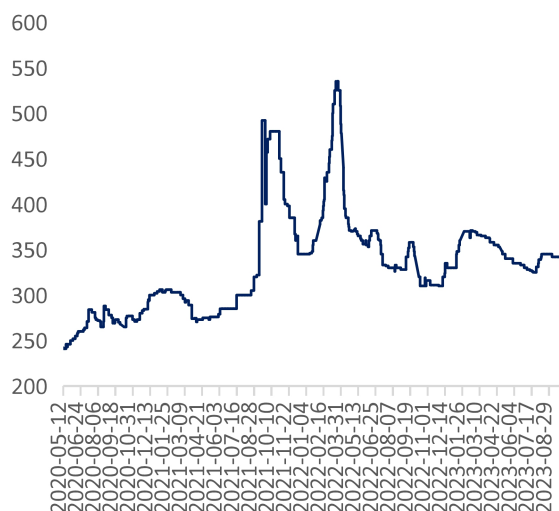
根据上海有色数据显示，现货市场上，截至本周五，上海有色地区加权指数 2998 元/吨，较上周五下跌 8 元/吨。其中山东地区报 2930-2980 元/吨，较上周五下跌 20 元/吨；河南地区报 2980-3040 元/吨，较上周五持平；山西地区报 2990-3010 元/吨，较上周五下跌 15 元/吨；广西地区报 2990-3040 元/吨，较上周五下降 5 元/吨；贵州地区报 2970-3060 元/吨，较上周五持平；鲅鱼圈地区维持报价在 2950-3000 元/吨。期货市场上，本周氧化铝价格触底反弹走出“v”型态势，2311 合约交割，因受云南减产影响，主力 2401 最低跌至 2860 元/吨，但随后山西吕梁发布秋冬污染管控意见，氧化铝价格后半周连续反弹重回 3000 附近。

图5：国产氧化铝平均价格（元/吨）

图6：澳洲氧化铝价格（美元/吨）

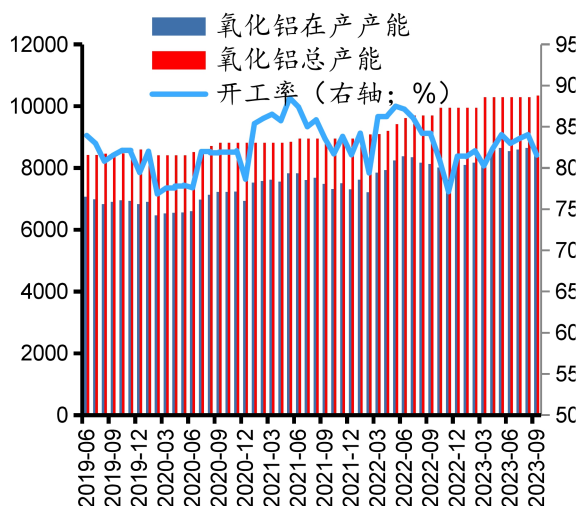


数据来源：上海有色，建信期货研究发展部



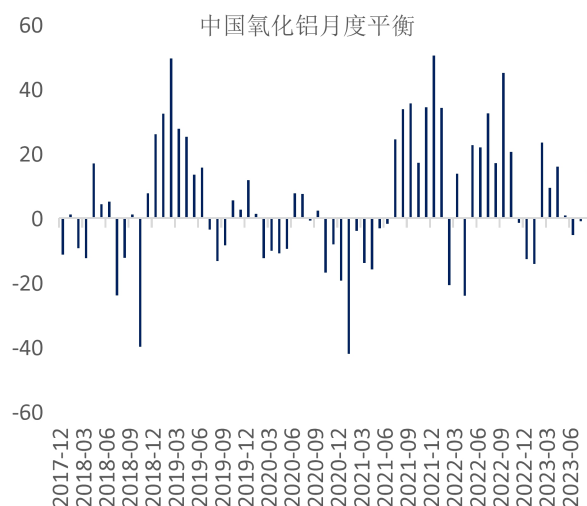
数据来源：上海有色，建信期货研究发展部

图7：氧化铝产能及开工率（万吨）



数据来源：阿拉丁，建信期货研究发展部

图8：我国氧化铝月度供需平衡（万吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

#### 4、电解铝：云南减产加速，已近尾声

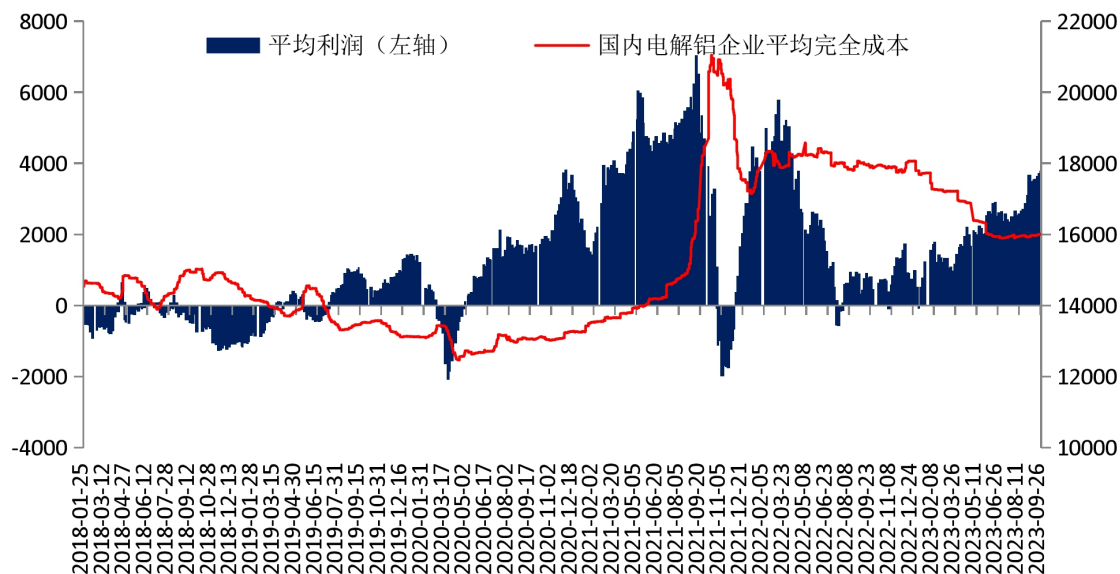
根据上海有色数据显示，2023年10月份（31天）国内电解铝产量364.1万吨，同比增长6.7%。1-10月份国内电解铝累计产量达3445.8万吨，同比增长3.5%。10月份国内铝棒等铝液初加工企业出现减产的情况，国内铝厂铸锭比例有所提升，行业平均铝水比例环比下降2.9个百分点至70.33%。

复产方面，当前国内电解铝集中性复产基本完成，年内或无较大的复产预期，目前国内待复产产能主要分布在辽宁、云南、贵州、四川等地合计129万吨左右，但大部分不具备快速复产的条件，其他的产能多在建设或指标方面等问题闲置产

能。

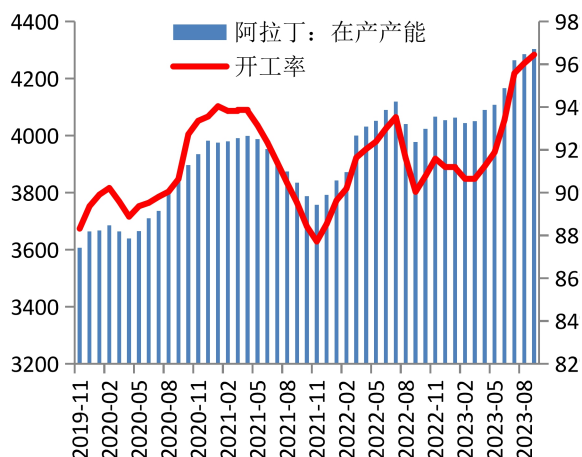
减产方面，随着枯水期已至，云南地区再度开启减产。根据企业反馈的减产幅度测算，预计总减产规模 115 万吨。截止目前云南省内电解铝运行总产能超 565 万吨，根据最新消息显示，云南地区减产加速，已经完成大部分减产，剩余减产工作预计 20 日可以全部结束。

图9：电解铝行业平均利润（元/吨）



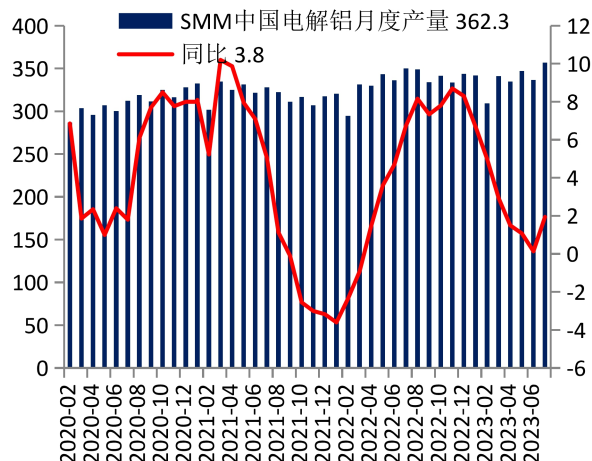
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图10：中国电解铝在产产能（万吨）



数据来源：阿拉丁，建信期货研究发展部

图11：国内电解铝月度产量及开工率（万吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

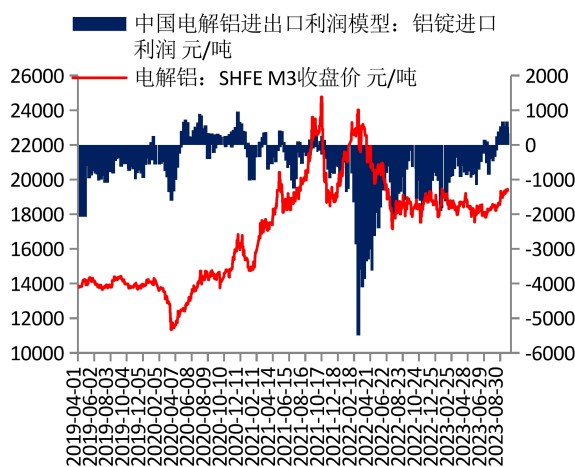
## 5、周内铝锭进口窗口维持关闭，但亏损额迅速收窄

美联储议息会议虽未明确停止加息，但其认可美债高收益率对加息的替代效果，且美国最新通胀数据表现均好于预期，市场对通胀前景担忧情绪下降，预计

基本完成此轮加息，美元指数跌破 105 点，人民币升至 7.24 附近。受此影响，沪伦比值较前一周有所下调，但扣除汇率比之后国内表现略强与海外，由此导致进口亏损大幅收窄至百元每吨以内。截至周五收盘，进口盈亏测算报-33.41 元/吨，较上周五收窄近 300 元/吨。关注后续窗口重新开启可能性。

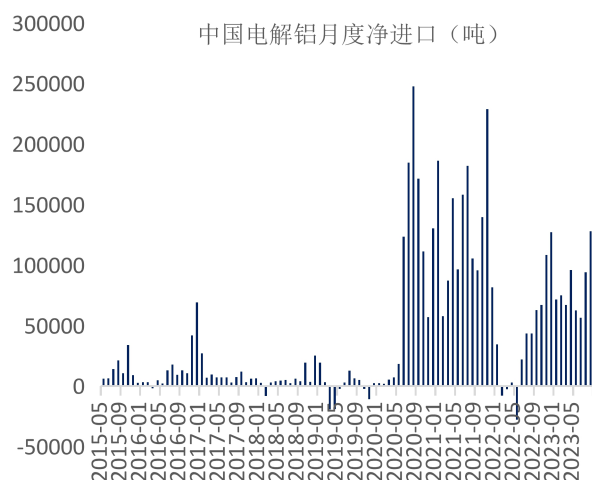
据中国海关总署，2023 年 9 月份国内原铝进口量为 20.1 万吨，环比增长 31%，同比增长 210.4%。1-9 月份国内原铝总进口量达 95.6 万吨，同比增长 164%。2023 年 9 月份国内原铝出口量约为 0.7 万吨，环比下降 72.3%，同比增长 266.5%。1-9 月份累计出口总量约为 11.3 万吨，同比下降 41.4%。

图12：铝锭进口利润（元/吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图13：我国电解铝月度净进口（吨）



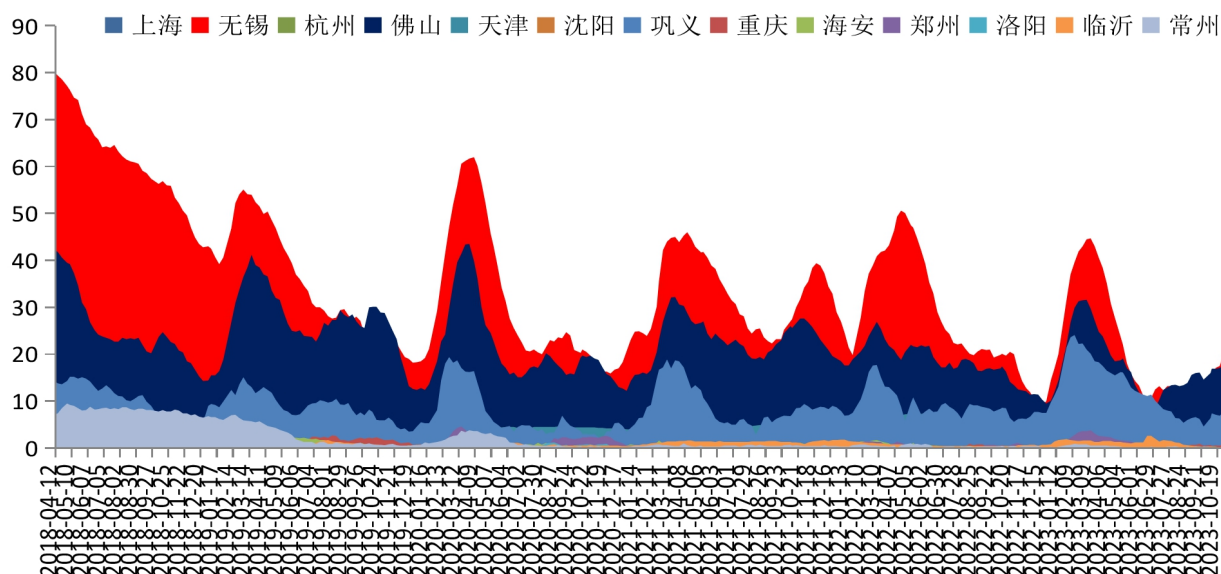
数据来源：海关总署，建信期货研究发展部

## 6、周内铝锭+铝棒库存下降

截至本周四，上海有色统计国内电解铝锭社会库存 67.7 万吨，较本周一减少 1.7 万吨，较上周四减少 1.1 万吨，较去年历史同期增加 13.0 万吨。铝锭社库在经历了连续数周累库之后重新去化，库存压力得到缓解，当前国内库存仍然处于今年下半年绝对高位以及近两年同期高位，因此需密切关注后续去库持续性，确认拐点已现。分地区来看，本周三大主流铝锭消费地均为去库。无锡库存居首，周中出入库量环比双增；巩义去库明显，据仓库反馈，近期出库有所回暖，下游消费稍有起色，订单增多带动了提货，缓解了部分库存压力；佛山地区库存亦去化，主要受云南减产启动影响，在途货量偏低。

铝棒方面，截至本周四，根据上海有色统计数据，国内铝棒库存 9.75 万吨，较本周一减少 0.07 万吨，较上周四减少 0.1 万吨，虽较去年同期仍高出 3.69 万吨，但铝棒库存量自 10 月 23 日阶段性高点已经连续下降三周，铝棒社库的去库拐点已初步体现。

图14：国内铝锭周度库存数据图（万吨）



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

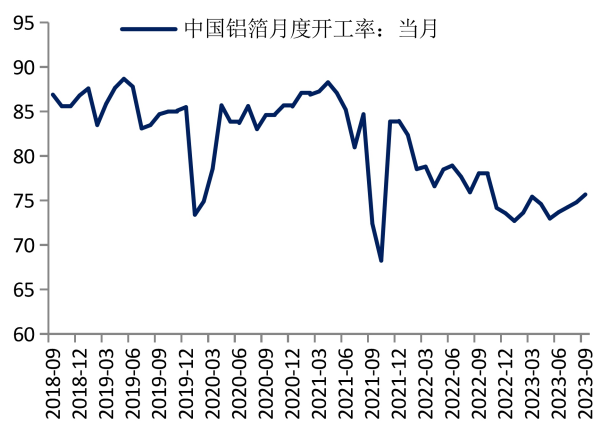
### 7、淡季效应显现，铝加工企业开工持弱

根据上海有色数据显示，截至上周末，国内铝下游加工龙头企业开工率环比前一周下降0.6个百分点至63.7%，与去年同期相比下滑3.5个百分点。本周铝型材、铝板带等多个板块均因进入淡季订单减少而导致开工率下滑，虽然光伏型材等产品维持较高增速，但难以挽回全行业开工率下移大趋势。随着铝加工行业正式进入淡季，已有部分小型企业开始春节放假，需求十分低迷且预计将进一步走弱，未来铝加工行业开工率预计也将受制于需求不足而继续下滑。

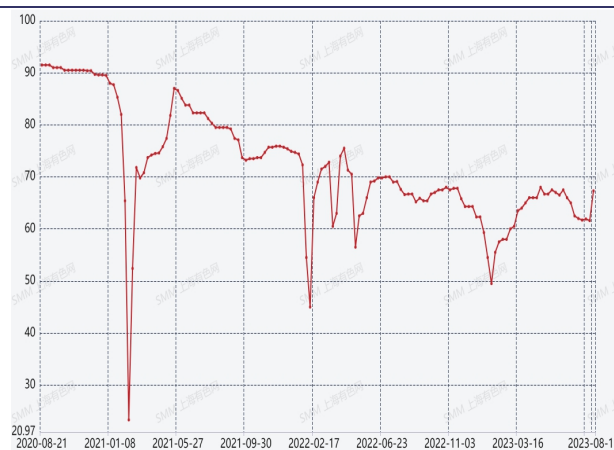
铝型材方面，建筑型材山东、华南等地部分当地龙头企业订单量略有抬升，但难以弥补整体建筑型材低迷下滑的趋势，叠加北方市场受天气转冷印象，大部分企业出现减产情况，据调研了解，该地区企业普遍反映今年淡季提前到来，恐12、1、2月难觅订单。工业型材板块，光伏型材增势难保，相关企业订单量、开工率持续下滑，拉动整体型材开工率走弱；汽车型材与轨道交通型材暂未显著变动持稳运行为主。整体来看，11月铝型材市场逐步进入淡季，企业难觅订单增量，叠加铝价高位震荡，预计未来铝型材开工率或将持续下行。

图11：我国铝箔企业开工率及预测（%）

图12：我国铝型材企业开工率及预测（%）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

## ⇒ 镍

## 一、行情回顾与操作建议

表1：周度沪镍期货行情（单位：元/吨）

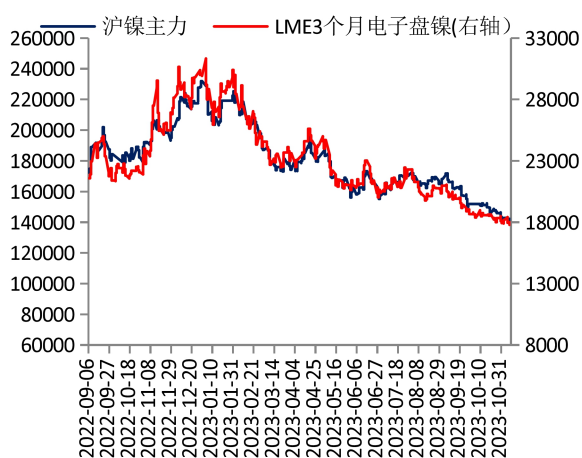
| 合约     | 上周     | 本周     | 涨跌幅    | 持仓量   | 持仓增减  |
|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 沪镍2312 | 140280 | 136290 | -2.84% | 83428 | -1880 |
| 沪镍2401 | 140110 | 136090 | -2.87% | 68744 | 12574 |
| 沪镍2402 | 139890 | 135910 | -2.85% | 19231 | 5005  |

数据来源：Wind，建信期货研究发展部

## 行情回顾：

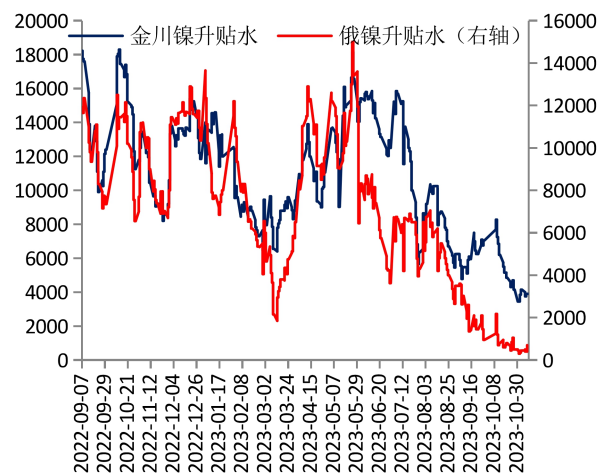
本周沪镍指数仍未止跌，继续刷新两年多来低点至 134940 元/吨，周线连续第五周收阴，总持仓增加 2 万余手至 19.5 万手。主因镍基本面过剩确定性较高，需求低迷背景下市场仍在寻底过程当中。宏观压力仍在缓解，周内美国公布 10 月份通胀数据显示美国 10 月 CPI 环比增速降至 0.0%，核心 CPI 环比增速为 0.2%，均略低于预期，市场对通胀黏性的担忧减弱。机构普遍预计美联储本轮加息或已经宣告结束，未来十年期美债利率有望高位回落，但应仍在 4% 以上水平运行；美元指数明显回落，周内跌破 105 点，对金属压力进一步下降。国内方面，政策预期持续存在，但短期对地产端刺激效果仍未显现，10 月份地产销售及投资开工数据环比继续下跌，不锈钢需求维持低迷。纯镍库存持续累库趋势不变，下游需求尚未好转，虽镍价持续走跌，但下游需求整体来看仍然较差，现货市场整体成交偏弱，周内金川镍升水持续下跌，周五报 2450 元/吨，较上周五收窄 50 元/吨；俄镍维持贴水报价，周五贴水 50 元/吨，较上周收窄 50 元/吨。镍豆较硫酸镍延续倒挂，周五镍豆高于硫酸镍价格 3400 元/吨，较上周五扩大 2000 元/吨。

图1：沪伦镍走势图（元/吨；美元/吨）



数据来源：文华财经，建信期货研究发展部

图2：镍现货升贴水（对无锡盘）（元/吨）



数据来源：不锈钢电子交易中心，建信期货研究发展部

**操作建议：**

宏观压力边际下降，美元指数跌破 105 点，对金属压制作用减弱，随着美国通胀数据显示压力放缓，市场普遍预期本轮加息基本结束。但基本面依旧难寻亮点，随着印尼镍矿配额事件缓解、纯镍及中间品供应持续放量，镍矿、MHP、硫酸镍等价格仍在继续走弱，而需求端持续不振，国内纯镍库存已增至 1.4 万吨。新能源汽车市场库存压力较高，叠加磷酸铁锂对三元电池替代，镍需求进一步承压，而合金以及电镀用镍等边际增量难有大幅突破，供增需减趋势难改，镍价难以摆脱弱势格局。

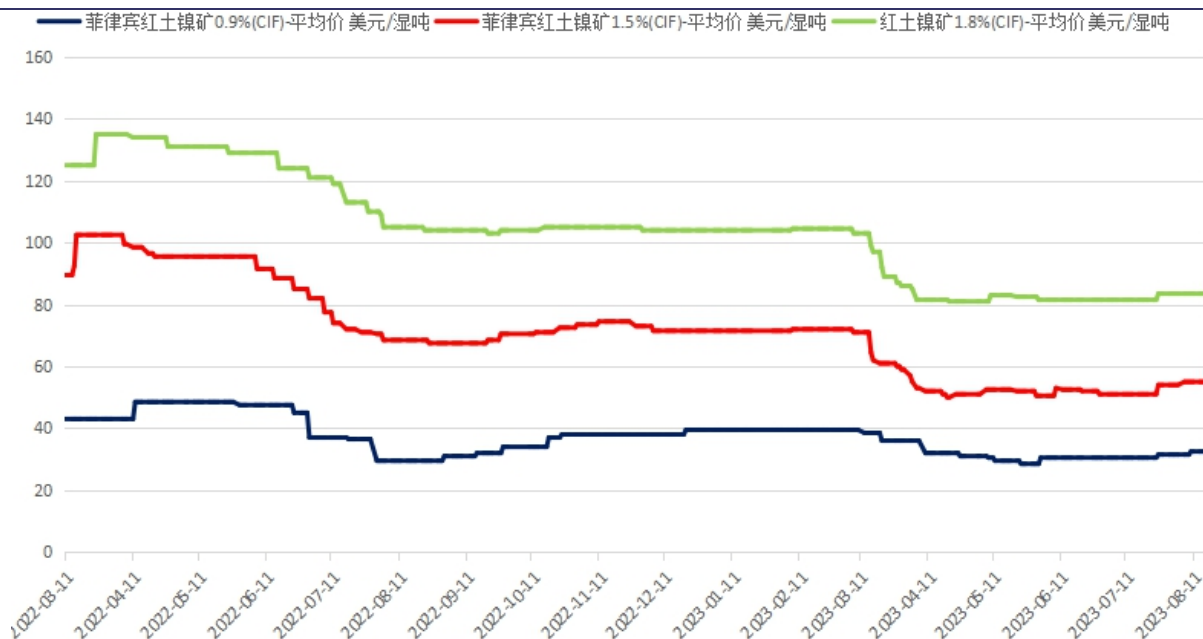
## 二、基本面变化

### 1、镍矿市场分析

截至本周五，菲律宾 1.5%CIF 价格为报 54 美元/湿吨，较上周保持持平，印尼新的配额审批流程已经公布，11 月 1 日开始申请，顺利的话 12 月 1 日可以申请未来三年的配额，根据最新调研信息，为应对今年四季度镍矿紧张情况，审批了镍矿的临时配额，因此印尼当地铁厂购买菲律宾镍矿的意向下调，此外已至雨季国内铁厂备库已经基本完毕，镍矿需求下行，但考虑到菲律宾镍矿价格逐步接近矿山开采成本，预计后续下行空间亦有限。港口库存方面，截至 11 月 10 日，全国港口镍矿库存较前一周累库 37.2 万湿吨至 986.2 万湿吨，总折合金属量 7.742 万金吨。其中全国七大港口库存 480 万湿吨，较前周增加 37.2 万湿吨。目前已至雨季，发货高峰期已结束，预计四季度镍矿进入去库周期。

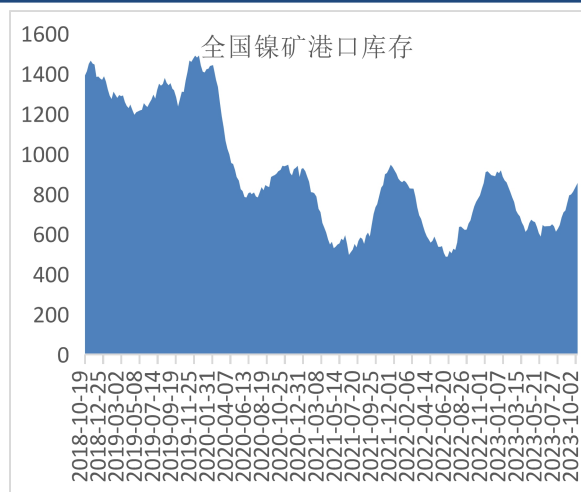
据海关数据显示，2023 年 9 月中国镍矿进口量 596.56 万吨，环比增加 7.93%，同比增加 26.46%。其中，菲律宾为最大供应国，当月自该国进口 5,523,874 吨，环比增加 13.4%，同比增加 32.5%。

图3：菲律宾红土镍矿CIF平均价（美元/湿吨）



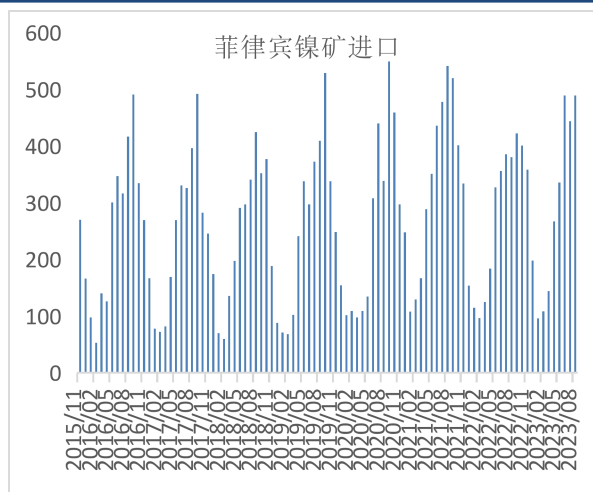
数据来源: Wind, SMM, 建信期货研究发展部

图4: 我国镍矿港口库存 (万吨)



数据来源: SMM, 建信期货研究发展部

图5: 我国菲律宾镍矿进口当月值 (万吨)

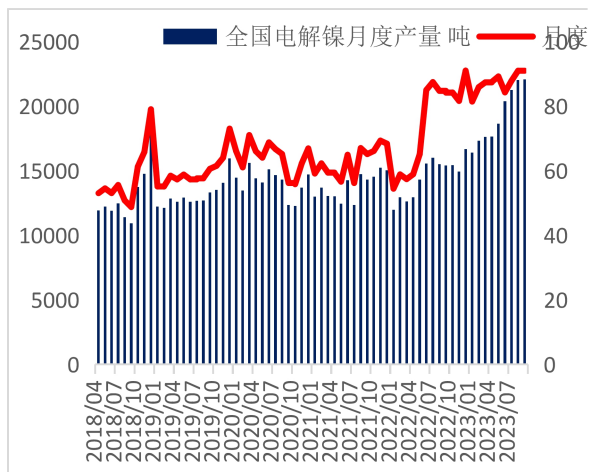


数据来源: 海关总署, 建信期货研究发展部

## 2、电解镍市场分析

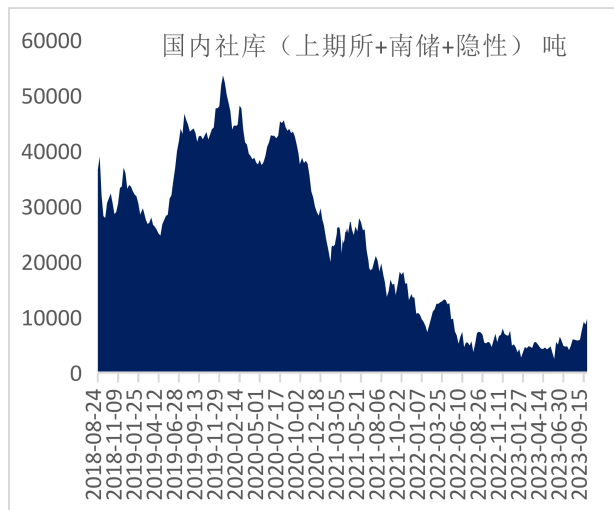
产量方面, 根据上海有色数据显示, 2023 年 10 月全国精炼镍产量共计 2.4 万吨, 环比上调 8.9%, 同比上升 55.7%。全国电解镍产量 9 月延续爬坡基本符合预期。产量增加主要仍因当前部分电积镍项目处于产量爬升过程中, 10 月期间华东及华南地区部分冶炼厂精炼镍产量大幅提高达到满产。此外, 尽管在 10 月期间镍价一路下行, 但受镍板可被注册为交割品的特殊属性, 大部分镍板生产企业并无减产意愿。今年内大部分新增产能均在 10 月达成满产, 其余新增产能预计将在 2024 年投产, 因此后续产量增量或集中在 2024 年。

图6：电解镍产量当月值及开工率（吨）



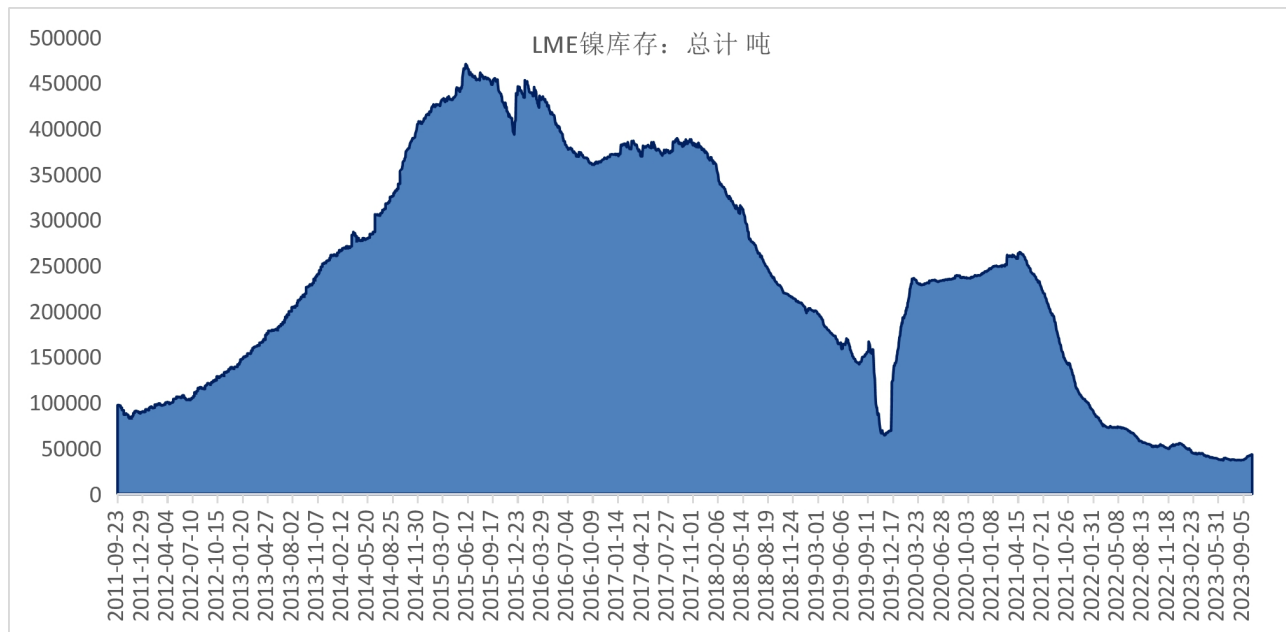
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图7：国内电解镍社会库存（吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图8：LME镍库存（吨）



数据来源：Wind，SMM，建信期货研究发展部

### 3、镍铁市场分析

截至本周五，上海有色数据显示8-12%高镍生铁均价990元/镍点（出厂含税），较上周下降50元/镍点。受近期镍铁价格快速下行影响国内铁厂亏损幅度加大，目前社会镍铁库存仍于高位，镍铁供给宽松状态不改，下游部分钢厂生产已由亏转盈，且镍铁经济性优于废钢，从而镍铁采购情绪略微转暖，但目前国内高镍生铁库存仍于高位，部分贸易商及镍铁仍有回笼资金需求，而纯镍价格持续下行亦对镍铁价格形成拖累，预计镍铁价格低位运行。

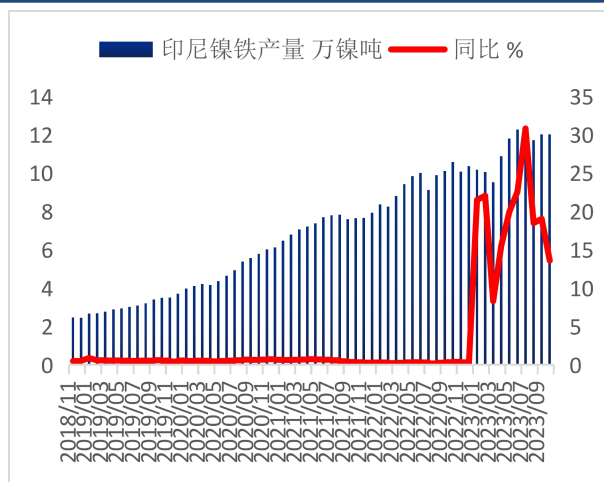
根据上海有色数据显示，2023 年 10 月全国镍生铁产量为 3.37 万镍吨，78.7 万实物吨，实物吨环比下降 0.36%，金属吨同比下降 2.23%。10 月期间传统下游不锈钢行业“金三银四”踏空，下游钢厂 300 系不锈钢减产消息频发，对高镍生铁需求持续呈弱。此外，受钢厂需求呈弱及高镍生铁贸易商回笼资金需求影响，10 月期间镍生铁价格呈现下行趋势，但矿价跌幅有限。从而月内国产高镍生铁厂均进入亏损状态，部分企业生产线开启检修模式，导致国内镍生铁产量下降。

图12：镍铁价格（元/吨）



数据来源：上海有色，建信期货研究发展部

图13：印尼镍铁产量（万镍吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

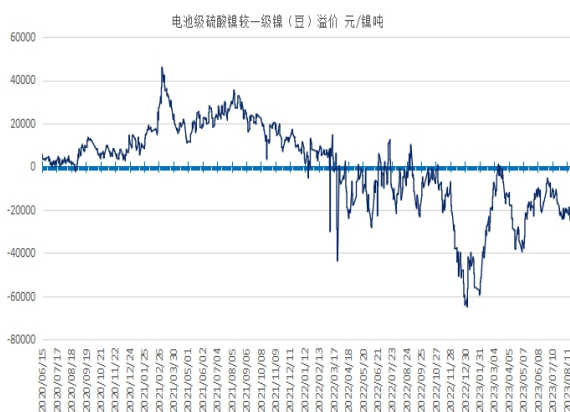
#### 4、硫酸镍市场分析

截至本周五，根据上海有色数据显示，电池级硫酸镍指数价格为 30250 元/吨，较上周五下降 500 元/吨。由于下游新能源库存压力，且磷酸铁锂电池对三元电池替代作用增强，需求端难有亮点，而原料端目前来看亦无缺口，硫酸镍价格仍继续承压。

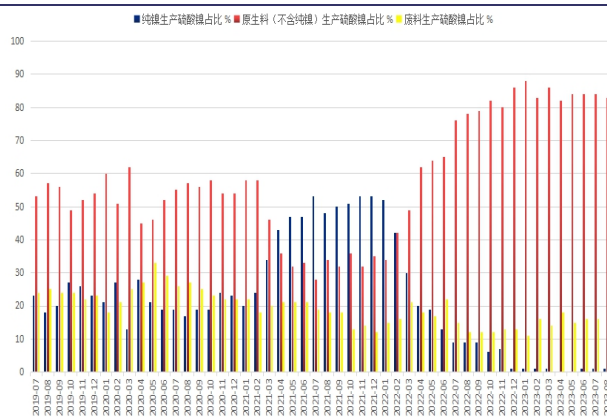
根据上海有色数据显示，2023 年 10 月份全国硫酸镍产量为 3.9 万金属吨，全国实物吨产量 17.5 万实物吨，环比增加 4.45%，同比降低 5.46%。10 月硫酸镍产量增加的原因因为利润好转驱动。尽管，原料供应偏紧格局在 10 月末被扭转，原料价格仍居于高位，但 10 月硫酸镍价格坚挺使得利润倒挂情况得到扭转。11 月，前驱体排产下行，对硫酸镍需求持续疲软，叠加成本相对坚挺的情况下，预计硫酸镍产量小幅下降。

图10：电池级硫酸镍较一级镍（豆）溢价（元/吨）

图11：硫酸镍原料占比



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

## 5、不锈钢市场分析

预计不锈钢价格低位震荡运行。10 月份来看, 不锈钢市场维持清淡, 多家不锈钢厂陆续检修减产, 300 系减产约 17 万吨, 临近年终下游开工率环比下降, 实际消费需求环比走弱。进入 11 月华东华南地区仍有多家钢厂停产数十天, 库存预计消化, 成本虽有下行趋势, 但需求向终端传导不畅, 价格弱势运行情绪多为悲观, 新增订单减少。库存方面, 根据上海钢联数据, 截至本周四, 全国主流市场不锈钢 78 仓库口径社会总库存 101.5 万吨, 周环比下降 2.1%, 虽库存继续下移, 但同比仍偏高。

产量方面, 根据上海有色数据显示, 2023 年 10 月份全国不锈钢产量总计约 313.90 万吨, 环比减少约 2.58%, 同比增加约 3.94%。其中分系别看, 200 系不锈钢产量约 98.25 万吨, 环比增加约 3.20%, 同比减少约 4.52%; 300 系不锈钢产量约 147.15 万吨, 环比减少约 10.49%, 同比减少约 6.00%; 400 系不锈钢产量约 68.5 万吨, 环比增加约 9.42%, 同比增加约 61.02%。另外, 10 月印尼不锈钢产量总计约 36 万吨, 环比增加约 2.86%, 同比减少约 7.69%。

## 【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

### 免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

**本研究报告仅供报告阅读者参考。**在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

**市场有风险，投资需谨慎。**本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 【建信期货业务机构】

### 总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

电话：021-60635548 邮编：200120

### 深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211

电话：0755-83382269 邮编：518038

### 山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室

电话：0531-81752761 邮编：250014

### 广东分公司

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室

电话：020-38909805 邮编：510620

### 北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室

电话：010-83120360 邮编：100031

### 福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室

电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

### 郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A

电话：0371-65613455 邮编：450008

### 宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室

电话：0574-83062932 邮编：315000

### 总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼

电话：021-60636327 邮编：200120

### 西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室

电话：029-88455275 邮编：710075

### 浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室

电话：0571-87777081 邮编：310003

### 上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室(电梯 16 层 F 单元)

电话：021-62528592 邮编：200122

### 上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室

电话：021-63097527 邮编：200082

### 泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座

电话：0595-24669988 邮编：362000

### 厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908

电话：0592-3248888 邮编：361000

### 成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号

电话：028-86199726 邮编：610020

## 【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

邮编：200120

全国客服电话：400-90-95533

邮箱：service@ccbfutures.com

网址：http://www.ccbfutures.com