

行业  
有色金属周报

日期  
2023年12月8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  
yufeifei@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3025190

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



## 目录 contents

⇒铜.....	- 3 -
⇒锌.....	- 8 -
⇒铝.....	- 13 -
⇒镍.....	21

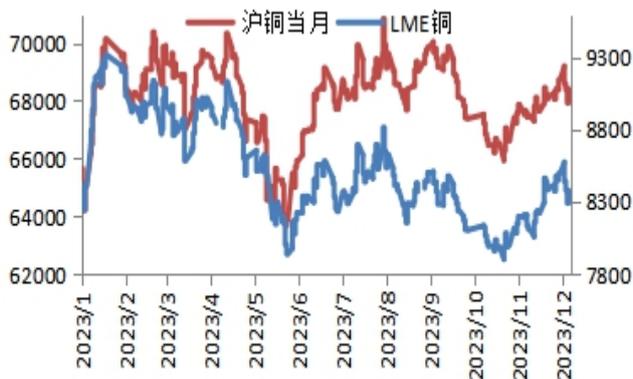
## ⇨铜

### 一、行情回顾与操作建议

**行情回顾：**本周沪铜主力冲高回落，本周美劳动力市场降温巩固市场对明年美联储降息预期，市场也在押注欧央行明年降息6次共150BP的预期，同时本周穆迪下调中国主权债务评级，因此本周美元指数仍重心不移，本周美元、人民币与伦铜的相关性分比为-94%、-86%，而上周分别为14%、-87%，本周铜价宏观相关性加强。本周铜价继续受低库存支撑，12合约即将进入交割，现货升水和盘面价差结构高位回落，但截止周五现货升水155，12-01价差380，期现结构仍偏高，废铜跟涨不跟跌，本周精废价差下降至1742，废铜仍具有替代性。海外供应过剩明显，LME0-3contango结构重心上移至84。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增加5249手，资金入场意愿有所增加；CFTC基金净多持仓减少3544手，LME基金净多持仓增加9121至17755手，海外持仓报告偏多。

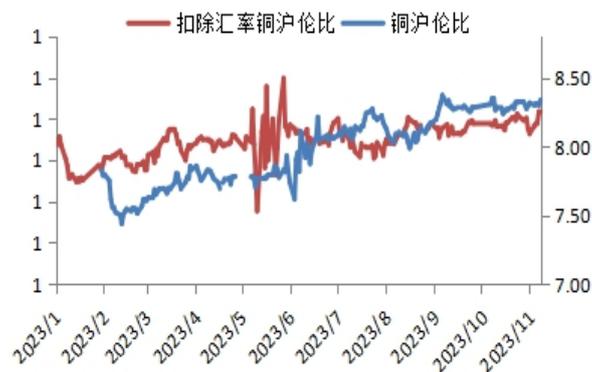
**操作建议：**宏观面，美劳动力市场紧张情况逐步缓解同时欧洲PPI超预期回落令欧美货币政策转向预期在加大，国内出口数据同比转正，中国经济积极因素增多，宏观面好转。基本面，海外大矿停产以及国内炼厂提前备货，铜矿现货TC回落幅度超预期，同时国内11-12月精铜产量低于预期，供应端压力缓解。需求端因当前现货高价差结构令下游需求放缓，不过废铜跟涨不跟跌，废铜杆替代优势减弱将制约废铜杆开工率，整体上国内铜需求仍有韧性，考虑到当前国内社库处于极低水平，同时保税区库存也处于极低水平，进口窗口即使打开但补充的力度也有限，国内低库存格局将持续，下周12合约交割，仓单量低或将令下周月间价差进一步走阔，现货端对铜价支撑不改。预计沪铜主力将走强。

图1：内外盘铜价走势



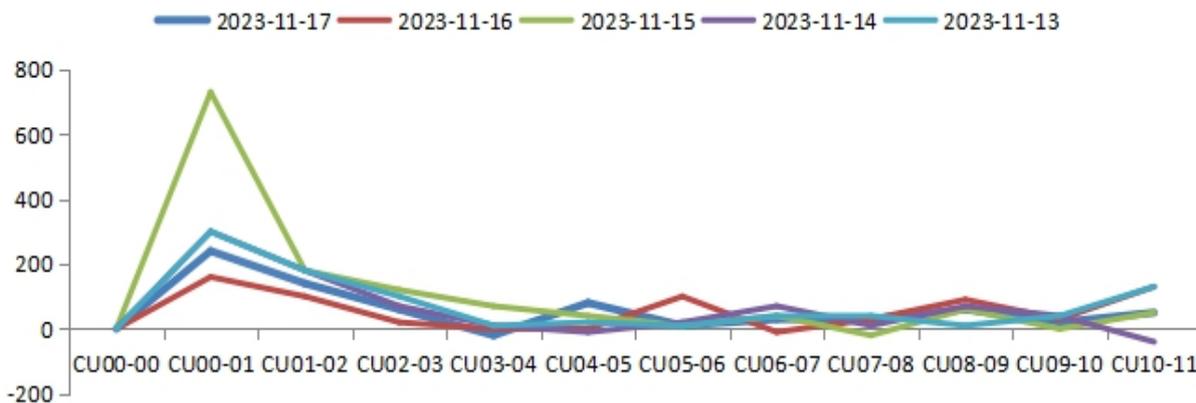
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

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

## 二、基本面分析

### 2.1 供应端

**原料端供应充裕：**截止12月8日，进口矿周度TC较上周跌5.22至73.75美元/吨，铜矿TC在10月触顶以后持续下降，铜精矿现货加工费恶化速度快于市场预期，冬储、春节假期因素令短期铜精矿现货需求增加，而巴拿马科布雷铜矿停产，供需错位下TC持续下降。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，12月国内炼厂检修下降对冷料补充需求增加，粗铜供应较11月好转，粗铜供需均增加加工费预计窄幅震荡

**冶炼厂盈利能力处于高位水平，硫酸价格略有下降：**截止11月底，冶炼厂铜精矿现货冶炼盈亏平衡较上月下降313至1453元/吨，铜精矿长单冶炼盈亏平衡较上月降253至1269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下降3.31至302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，成本支撑减弱。下游磷酸一铵市场行情近期高位盘整，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。

**11月电解铜产量超预期下降：**SMM统计11月中国电解铜产量为96.08万吨，环比减少3.3万吨，降幅3.3%，且较预期的100.12万吨减少4.04万吨；由于11月有3家冶炼厂进行计划内检修，且有1家冶炼厂因设备受损而减产，再加上有一家冶炼厂开始技术升级改造，而且仍有部分冶炼厂受制于粗铜供应紧张令其产

量下降；在上述不利因素的影响下 11 月的产量较预期明显减少。除此之外，新点火的冶炼厂产出速度低于预期，使得新增产量有限，这也是令总产量未能增加的原因之一。进入 12 月，据 SMM 统计仅有 1 家冶炼厂有检修计划，再加上 11 月检修的冶炼厂陆续复产，而且不少冶炼厂反映 12 月粗铜供应情况较 11 月好转，上述利好令 12 月总产量较 11 月上升。然而前期新点火的几家冶炼厂迟迟未能有电解铜产出，估计要到 1 月才能有产出，这使得 12 月的产量要比市场预期低。预计 12 月国内电解铜产量为 100.45 万吨。

**精炼铜进口窗口打开：**本周扣除汇率沪伦比值上行，周内国内持续低库存，期现结构虽有回落但仍处于高位水平，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，周内进口窗口继续打开，美金铜仓单溢价和提单溢价分别涨至 110.5、100.5 美元/吨。

## 2.2 需求端

**废铜杆周度开工率环比跌 5.21 至 49.62%：**截止本周五，再生铜杆对盘面报贴水 510 元/吨，华东电力用杆对盘面升水 695 元/吨，精废杆价差为 1205 元/吨，废铜杆价格优势缩窄，但仍有替代优势，废铜价差周均值 1528 元/吨，利于再生铜原料的消费；当前再生铜杆经济效益较好，但再生铜杆对精铜杆的替代优势下降，预计废铜杆开工率将受到抑制。

**精铜杆周度开工率环比跌 4.13 至 68.84%：**本周华东电力行业用杆加工费随着现货升水下跌而跌至 695 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，本周现货升水有所回落，且铜价波动较大，下游逢低补库较为明显，但整体增量有限，铜杆企业多以在手长单排产为主。另外，本周在高月差的影响下，下游下单更为谨慎，提货速度也出现放缓。步入 12 月传统消费淡季，下游会严格控制两项资金，对后续精铜杆消费将造成影响。库存方面，当下企业严控成品库存量，21 家精铜杆厂成品库存量减少 5100 吨，较上周下降 9.66 个百分点。

## 2.3 现货端

**国内去库 0.27 至 5.76 万吨：**周内 SMM 统计社库较上周五去库 0.27 至 5.76 万吨，主要累库力量来自于上海（0.23），本周上海地区进口铜到货增加，下游因高升水且月差大需求下降，导致上海地区累库。后市进口铜到货会减少，然临近交割国产铜到货会增加，而需求继续受高月差抑制，预计库存会小幅增加。保

税区库存持平 1.18 万吨。

**LME+COMEX 市场累库 0.65 至 19.8 万吨：**其中 LME 累库 0.85 至 18.3 万吨，当前 LME 库存较去年同期水平增加 9.4 万吨，COMEX 去库 0.2 至 1.5 万吨，较去年同期水平下降 1.8 万吨。

图4：进口铜精矿TC



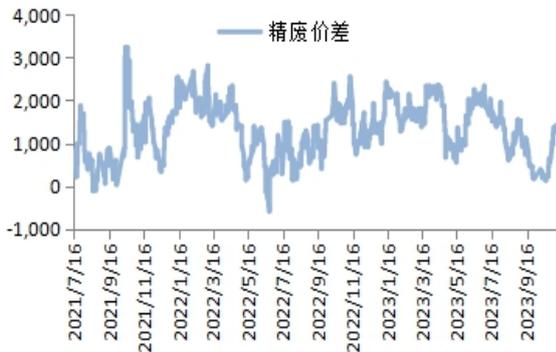
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

图5：国产铜精矿计价系数



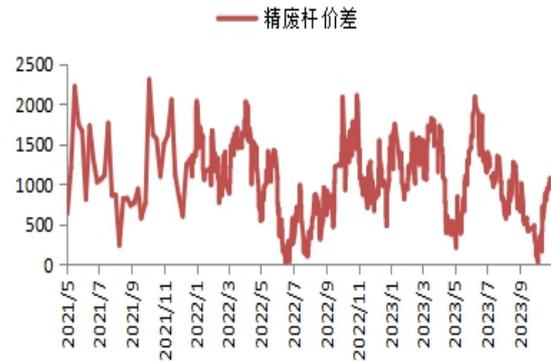
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

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

图9：铜杆加工费

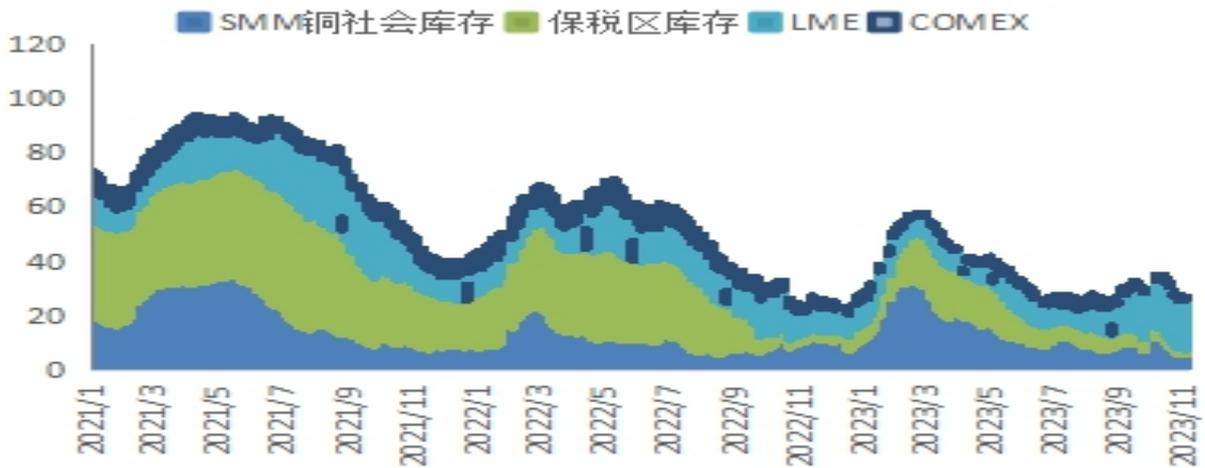


数据来源: Wind, 建信期货研究发展部



数据来源: SMM, 建信期货研究发展部

图10: 内外库存



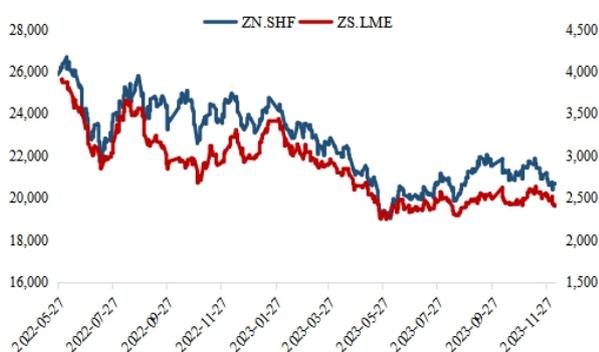
数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

## 一、行情回顾与操作建议

**行情回顾：**沪锌下破前低，触 20310，周后半段反弹，收复跌势，截至周五午盘收盘，沪锌主力收于 20725 元/吨，加权周线涨 0.17%，放量增仓，总成交 189519 手。本周美元、人民币与伦锌的相关性分比为 -8%、-60%，上周分别为 -61%、-5%，海外影响权重下滑，国内宏观近期主导锌价。伦锌大幅交仓后库存压力达 2021 年 1 月以来高位，周内 LME 锌录减 8525 吨至 20.58 万吨，LME0-3contango 结构走弱至 -15。价差方面，12-01 价差大幅走高至 220，三地现货升水上行，下半周有所下滑，截至周五天津对 01 升水 150-170，广东对 01 升水 135-145，对沪市贴水 10，上海普通国产对 01 升水 190-200，高价品牌对 01 升水 300。沪锌反弹，沪伦比走高至 8.68，除汇比 1.22，进口盈利走高至 448.45，进口窗口打开。持仓方面，沪锌总持仓较前一周增加 21586 手，LME 远期持仓集中报告显示多头集中度增加，仓单持有报告显示大户持仓集中较低，LME 持仓报告偏多。

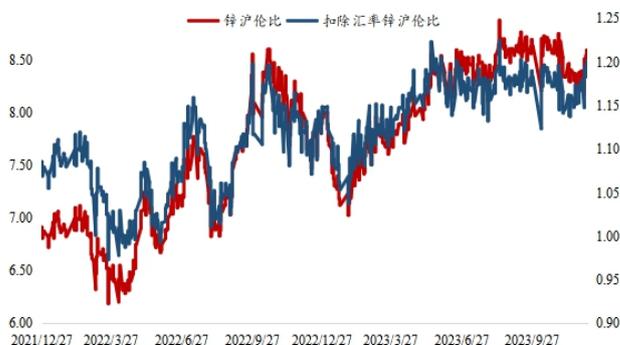
**操作建议：**美国 ADP 就业数据不及预期，劳动力市场走弱引发美联储降息预期抬升，伦锌底部小幅回升，近期海外影响因素权重降低，国内宏观主导锌价运行。周初受穆迪下调评级、港股地产下挫消息刺激，市场利空情绪集中释放，沪锌主力宽幅下挫，下半周市场避险情绪回落，利空影响逐步消散。国内四季度矿端偏紧，炼厂利润下行然尚有利润支撑炼厂高开工。低价刺激部分采购需求现货升水走高，近期进口窗口开启缓解供应收紧预期，升水上行空间有限。需求端，北方环保限产再起，镀锌企业开工负荷受限，但本轮限产时间较短预计影响较小，铸锌合金、氧化锌开工负荷均有下行。沪锌底部反弹重回 2.07 万元关口，基本面格局偏弱，反弹上行承压，震荡思路对待。下周关注经济工作会议及 11 月经济数据公布情况。

### 图1：内外盘锌价走势



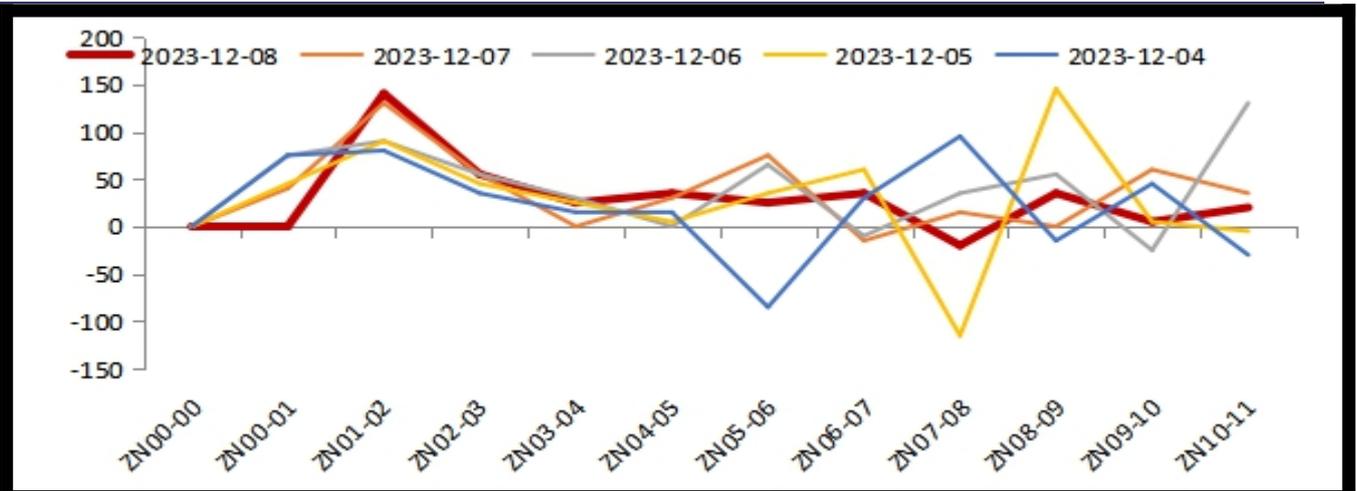
数据来源：Wind，建信期货研发中心

### 图2：锌沪伦比



数据来源：Wind，建信期货研发中心

### 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																	更新: 12/01/23
		做多头寸											做空头寸				
汇集%		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	4	3	1	2	3										
10-19		1	0	0	2	3	0										
20-29		0	0	1	0	0	1										
30-39		0	0	0	0	0	0										
40+		0	0	0	0	0	0										

仓单持有报告																	更新: 12/01/23	
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
0	0	0	0	0	--		1	0	0	0	0	--	1	0	0	0	0	--

期货价格汇集报告																	更新: 12/05/23
		做多头寸											做空头寸				
汇集%		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		0	3	5	3	1	3										
10-19		0	1	1	1	3	0										
20-29		1	0	0	0	0	1										
30-39		0	0	0	0	0	0										
40+		0	0	0	0	0	0										

仓单持有报告																	更新: 12/05/23	
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
0	0	0	0	0	--		0	0	0	0	0	--	0	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：**12月国产矿月度TC下行150至4450元/吨，进口矿月度TC跌10至90美元/吨。本周进口矿进口窗口打开，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5578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78。1吨锌副产2吨酸，本周国内硫酸市场价格较前一周微涨0.34%至296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，刚需尚可。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。

**11月产量微降，精炼锌产量预计在59.86万吨：**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

**本周镀锌企业开工下降0.52个百分点至62.06%。**原料库存较上周跌1180吨至14575吨，成本库存较上周跌0.96万吨至46.19万吨。镀锌企业因环保限产原因采买积极性减弱，普加前期低价时进行逢低备库，本周原料库存下降。北方地区环保限产再现，部分环保B级和C级企业出现减停产情况，但相较于上次环保限产力度较弱，时间较短，因此开工下降幅度较小。上半周黑色价格基本维持高位，下半周再度拉涨，下游贸易商采买积极性有所增强，叠加镀锌管企业出于成本因素考虑，优先处理成品库存，本周成品库存下降；镀锌结构件方面，光伏和铁塔板块企业订单较多，生产积极性较高，其余板块未见明显回温，预计下周环保限产解除下镀锌企业开工或将上升。

压铸锌合金开工录得 46.73%，较上周的 48.53% 下降 1.81 个百分点。原料库存方面，尽管当前合金厂家原料库存体量较大，对锌锦持刚需补库态度，但周内锌价下挫一定程度上带动少量企业采货，周内原料库存略有提升。开工率方面，近期锌价走势不稳，终端市场对后世又多持偏空观点，周内新订单数量减少，部分企业开工下滑。从订单种类来看，近期灯具锁具和汽车重件类订单有所下滑，淡季表现比较鲜明。预计下周压铸锌合金企业开工或持续下滑。

本周氧化锌开工率为 58.4%，环比下降 1.9 个百分点。原料方面：周内镀锌下游环保限产再起，锌清系数高位运行，然钟价再度下探企业逢低采买备库整体原料在存有所增长。订单方面。受轮胎高库存压力及换胶生产利润较低等因素影响，换胶级拿化订单有所下漫，因锌灰成本降任陶瓷级每化锋订单利润和开工有所恢复：冬委非洲猪偏进一步扩大，饲料级气化锋订单持续系势运行：消费淡季下其他板块氧化锌订单并无改善，看加周内锌价不断下滑，氧化锌下游企业存在一定“买涨不买跌”情绪对氧化钱价格继续看跌，多因素影响下订单整体小幅下滑。开工方面，多数企业受订单影响开工有所下滑。预计下周，氧化锌开工或维持发荡。

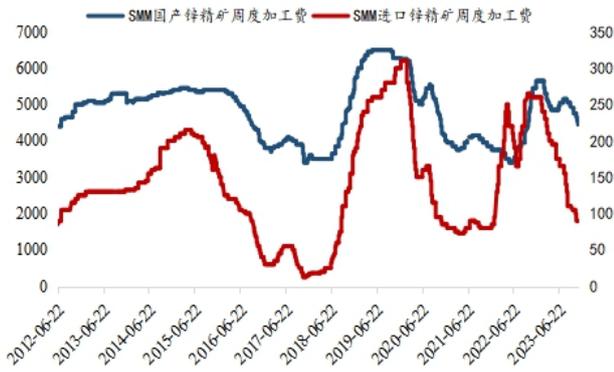
## 2.3 现货市场

**国内去库 0.56 万吨：**SMM 七地锌库存总量为 8.23 万吨，较 12 月 1 日下降 0.56 万吨，较 12 月 4 日下降 0.34 万吨，国内库存录减。周内上海库存下降，主因锌价低价，下游逢低补库增加，且周内到货偏少，库存降低，预计下周进口锌锭流入补充，市场货量或有增加；广东因厂提货量增多，仓库到货较少，库存继续下降；天津库存增加因市场到货增多，下游刚需采买，库存微增。整体来看，原三地库存下降 0.24 万吨，七地库存下降 0.32 万吨。

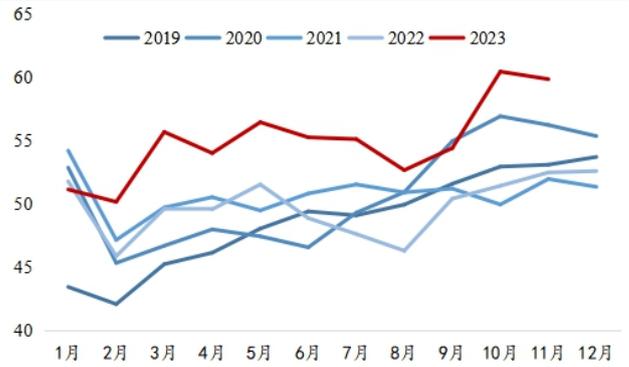
**LME 去库 5725 吨：**截至 12 月 7 日 LME 库存为 21.85 万吨，较上周五去库 5725 吨，较去年同期累库 179975 吨。

图5：国产矿&进口矿TC

图6：国产锌锭产量

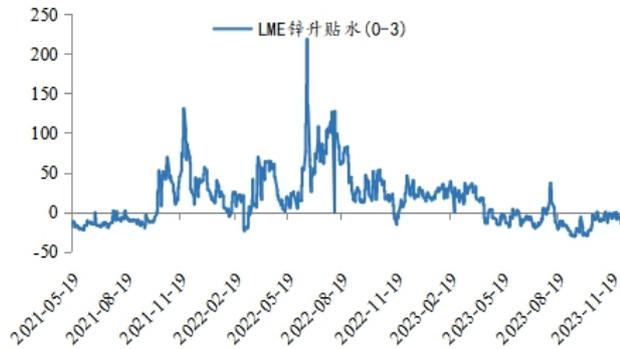


数据来源: Wind, 建信期货研投中心



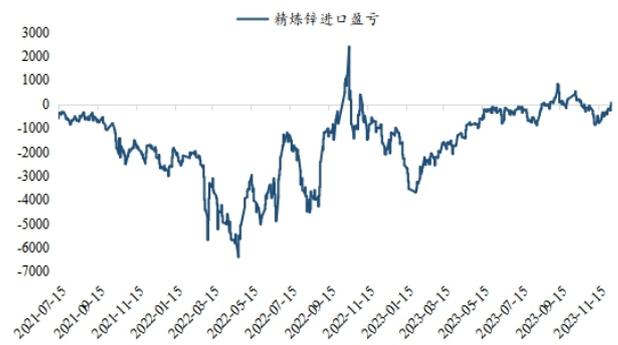
数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图7: LME0-3价差 (美元/吨)



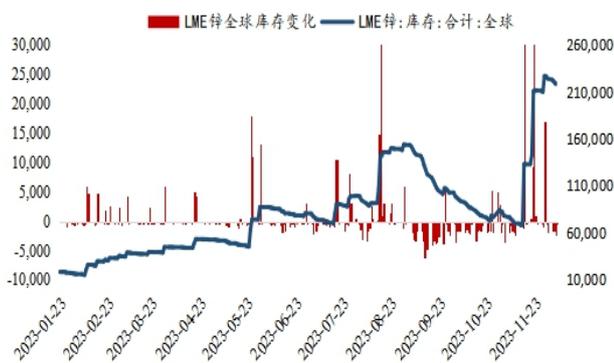
数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图8: 进口锭盈亏 (元/吨)



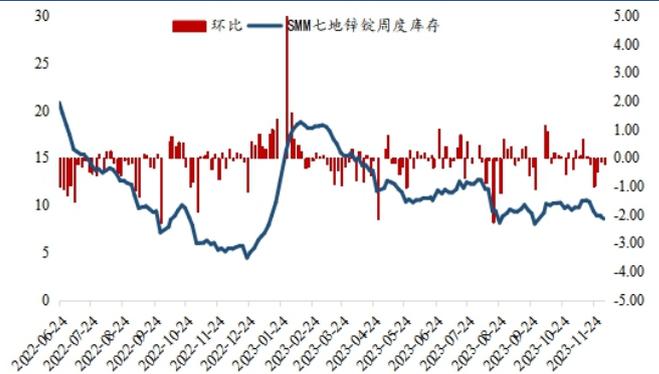
数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图9: LME库存 (吨)



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图10: SMM七地库存 (万吨)



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

## ⇒ 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	18640	18580	-0.32%	18490	-13460
沪铝2401	18530	18490	-0.22%	152647	-22503
沪铝2402	18465	18395	-0.38%	104420	18558

数据来源：文华财经，建信期货研究发展部

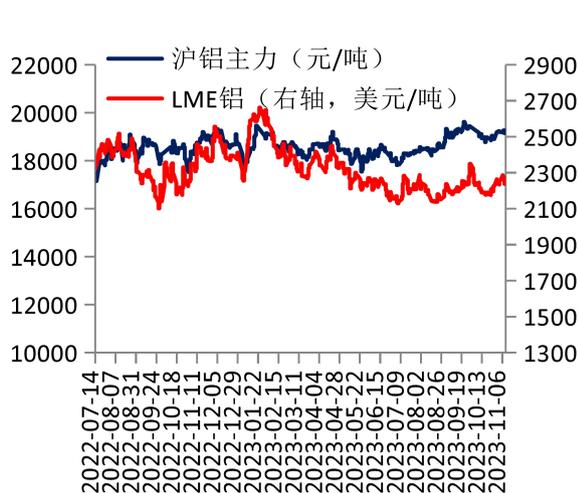
## 行情回顾：

## 期货市场：

本周沪铝继续震荡下行，主力合约跌破 18500 元/吨关键支撑位。本周宏观氛围转差是拖累铝价走弱的主要原因。海外方面，机构表示市场对于美联储降息时点预期过渡乐观，或存在抢跑降息的风险，美元低位走强，宏观压力再显；周初穆迪自 2017 年 5 月以来首次下调中国主权信用评级展望从“稳定”至“负面”，市场积极情绪受挫，A 股再次跌破 3000 点，铝价顺势跌破 18500 关键位置。随后财政部对此予以回应，表示中国宏观经济持续恢复向好，且 11 月公布财新 PMI 显示服务业和制造业同时反弹，重回扩张区间，市场信心有所回稳，沪铝最低至 18300 元/吨附近获得支撑。基本上，本周铝锭+铝棒库存继续下降，其中铝锭社库较上周四大幅减少 3.8 至 56 万吨，传统淡季下铝锭强势去库亦引发市场关注，铝棒库存亦减少 0.78 至 8.56 万吨，因铝价下跌，加工费上涨幅度小于基价下调幅度，下游逢低备货意愿比较积极。现货方面，由于当前货源比较紧张，周内中原地区升水较强，最高至 120 元/吨，华东现货维持在小幅贴水 20 元/吨左右，不过随着中原地区在途量有所增加，加上部分贸易商又从其他区域调货补充，且河南巩义等地区环保督察下游减产较多，预计未来中原升水有回落压力；期限结构上，随着铝价下跌而现货趋紧，周内当次月价差明显走阔，back 逼近 100 元/吨；随着铝价下跌，但内盘明显强于伦铝，周内进口铝锭盈利不断扩大，截至周五进口盈利超过 300 元/吨，或再度带来进口铝锭流入压力，影响后续去库的节奏。

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:

近期宏观氛围转弱, 拖累铝价下跌。海外方面, 机构表示市场对于美联储降息时点预期过渡乐观, 或存在抢跑降息的风险, 美元低位走强, 宏观压力再显; 国内市场, 穆迪下调中国主权信用评级展望至负面, 一度打压市场积极情绪, A股跌破 3000 点, 铝价亦顺势跌破 18500 关键位置, 但财政部很快对此予以回应, 表示中国宏观经济持续恢复向好, 且 11 月公布财新 PMI 显示服务业和制造业同时反弹, 重回扩张区间, 市场信心有所回稳, 国内稳增长决心和力度不改。基本上, 铝供需维持双弱格局, 随着云南铝企完成本轮减产以及二次减产预期淡化, 进口窗口保持开启增大后续流入压力, 导致供应端趋紧支撑逻辑转弱; 下游表现尚无亮点, 地产刺激政策实际效果仍需等待。短期宏观压力叠加下游缺乏支撑, 铝价再度调整, 但不建议过分看跌, 18500 以下可考虑多头套保介入。

## 三、基本面变化

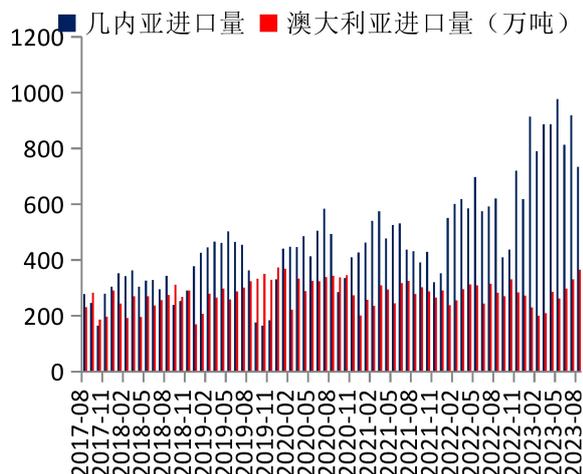
### 1、铝土矿市场

本周矿石价格较上周均保持持平。其中, 北方矿石供应偏紧格局不变, 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; 山西吕梁地区部分矿山矿石开采受到限制, 持续时间尚未可知, 晋豫两地矿石维持偏紧状态, 预计矿价保持偏强运行。贵州、广西地区铝土矿市场供需双方相对稳定, 暂未出现过变动, 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 490-520 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 490-530 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。

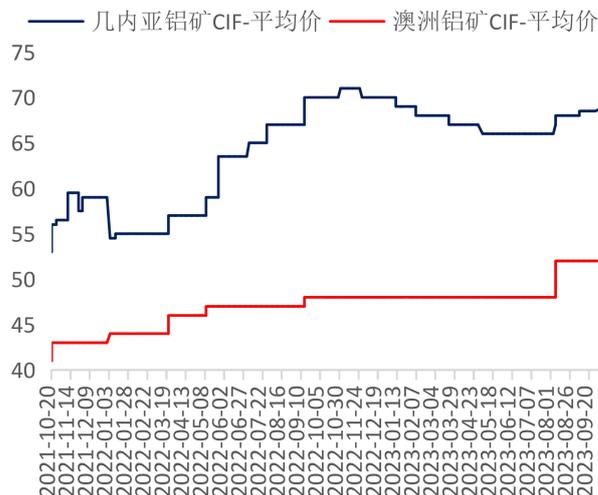
进口矿方面，本周几内亚、澳大利亚矿石仍以执行长单为主，截至本周五几内亚铝土矿 CIF 报 71 美元/吨，澳洲铝土矿 CIF 平均价维持在 52 美元/吨。

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）



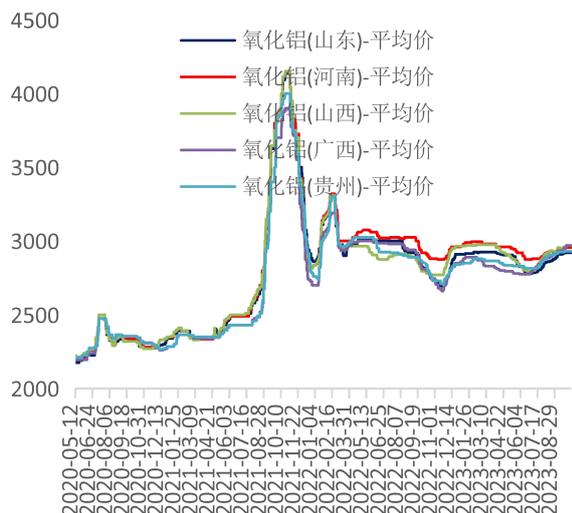
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

### 3、氧化铝：再度走弱，有望企稳震荡运行

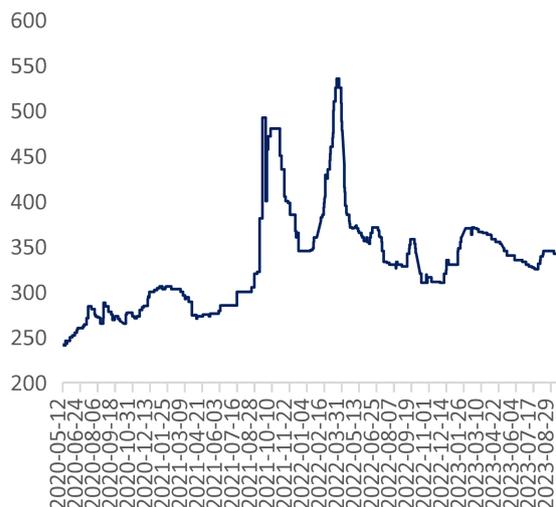
根据上海有色数据显示，现货市场上，截至本周五，上海有色地区加权指数 2996 元/吨，较上周五保持持平。其中山东地区报 2910-2980 元/吨，较上周五下跌 10 元/吨；河南地区报 2980-3040 元/吨，较上周五持平；山西地区报 2990-3010 元/吨，较上周五持平；广西地区报 2980-3050 元/吨，较上周五持平；贵州地区报 2970-3060 元/吨，较上周五持平；鲅鱼圈地区维持报价在 2950-3000 元/吨。期货市场上，本周氧化铝主力合约 2402 跟随铝价震荡下跌，最低至 2838 元/吨，后半周有所企稳。当前供需面均对氧化铝价格上下空间构成压制，进入冬季，矿价坚挺以及北方环保管控等因素或继续对氧化铝产能产量释放造成影响，下游云南减产完成，前期对于二次减产的交易逻辑已经趋于弱化，对氧化铝下游形成一定支撑，预计氧化铝维持震荡走势。

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）

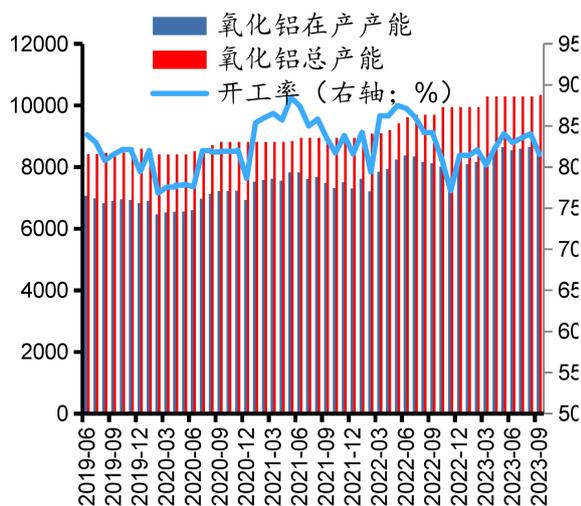


数据来源：上海有色，建信期货研究发展部



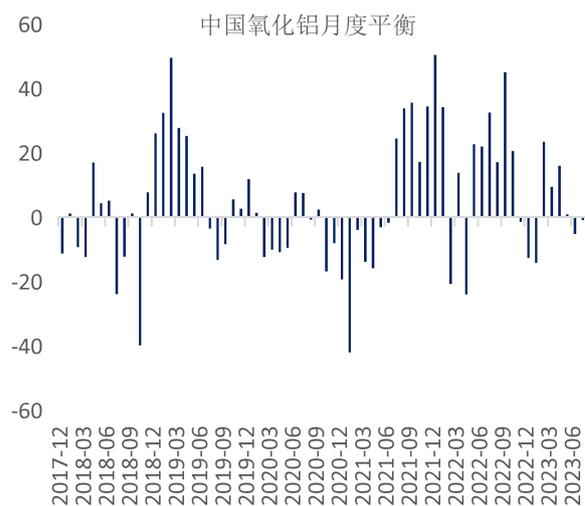
数据来源：上海有色，建信期货研究发展部

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

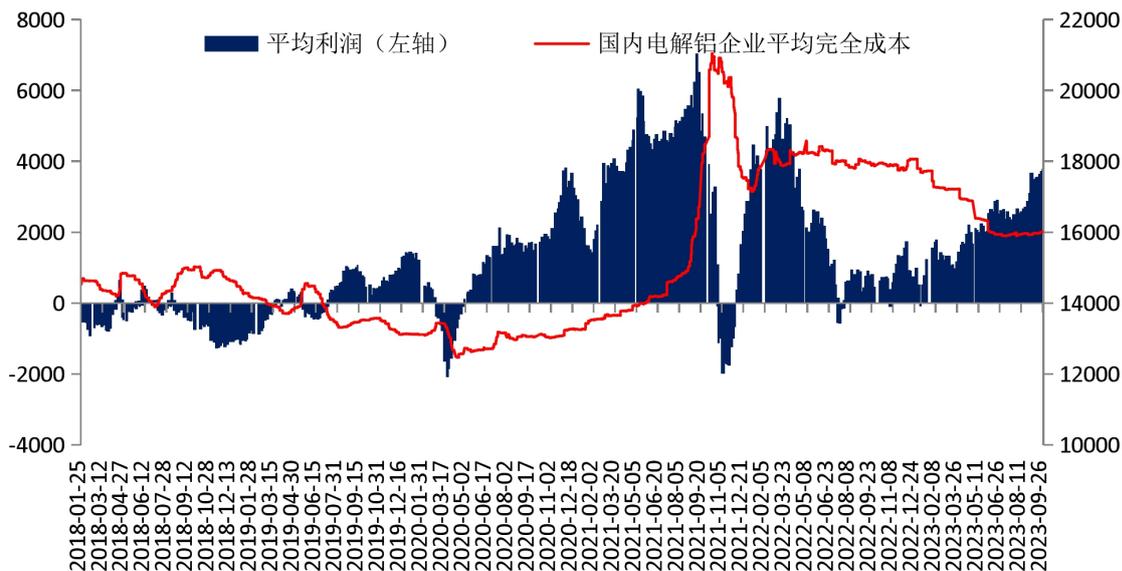
#### 4、电解铝：云南减产完成，二次减产交易逻辑弱化

根据上海有色数据显示，2023年11月份(30天)国内电解铝产量约为348.8万吨，同比增长4.6%。11月份国内云南地区电解铝停槽减产，国内电解铝日均产量环比下滑1185吨至11.63万吨/天。1-11月份国内电解铝累计产量3794.6万吨，同步增长3.6%。11月份国内铝棒等加工板块产量小幅波动，加之云南减产产能主要影响铝锭产出保供铝加工行业为主，11月份国内铝水比例环比增长3个百分点至73.4%左右。

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，

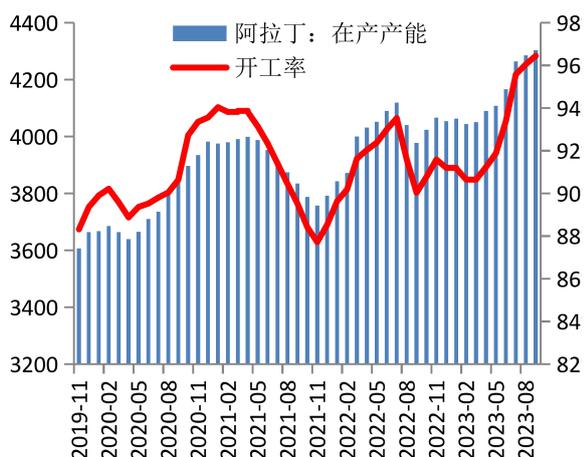
目前国内待复产产能主要分布在辽宁、云南、贵州、四川等地合计129万吨左右，但大部分不具备快速复产的条件，其他的产能多在建设或指标方面等问题闲置产能。此外，11月份内蒙古白音华新增产能投产顺利，企业运行产能增加8万吨左右，剩余12万吨陆续通电预计12月底通电完成。其他地区电解铝产能多持稳运行为主，暂无出现大规模性产能变动。减产方面，随着枯水期已至，云南地区再度开启减产。根据企业反馈的减产幅度测算，截至20日云南已经完成减产，大约117万吨。

图9：电解铝行业平均利润（元/吨）



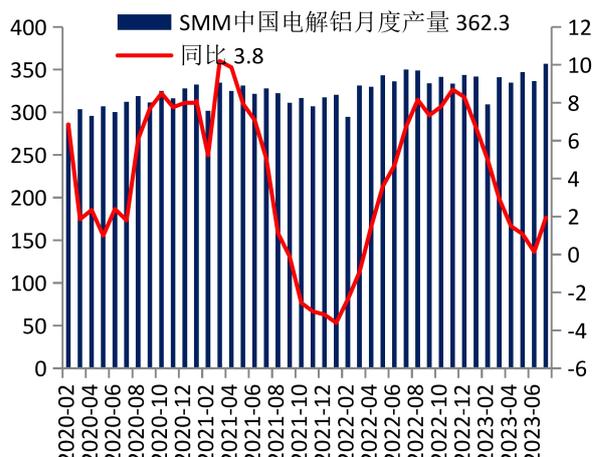
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

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、进口窗口维持开启，进口盈利不断扩大

本周两市铝价持续下跌，但扣除汇率比之后国内表现继续强于海外，周内铝锭进口窗口维持开启且进口盈利不多扩大，截至周五上午收盘，进口盈利在 300 元/吨以上。

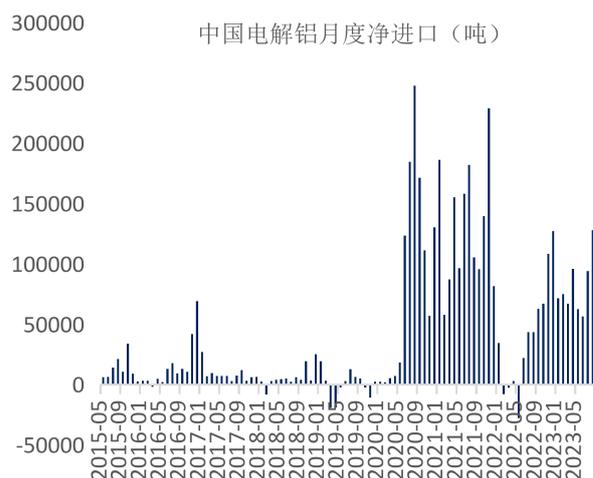
据中国海关总署，2023 年 1-10 月原铝进口总量为 117.27 万吨，同比增长 172.92%；出口总量为 11.34 万吨，同比增减少 41.19%；净进口总量达 105.92 万吨，同比增加 347.33%。其中，2023 年 10 月原铝进口总量为 21.66 万吨，同比增长 221.19%，环比增长 7.9%；出口总量为 0.06 万吨，同比减少 4.67%，环比减少 91.29%；净进口总量达 21.60 万吨，同比增加 223.4%，环比增长 11.51%。自八月下旬开启的进口窗口持续两个月之后到十月中旬再度关闭，但十月份原铝净进口仍然继续增加，这也在市场预期范围内。主要原因在于窗口关闭后的一段时间内仍有大量原铝在途，后续陆续到达中国港口，但因进口窗口关闭不少货源并未真正进入中国市场，暂时储存在保税区仓库中静待时间。

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

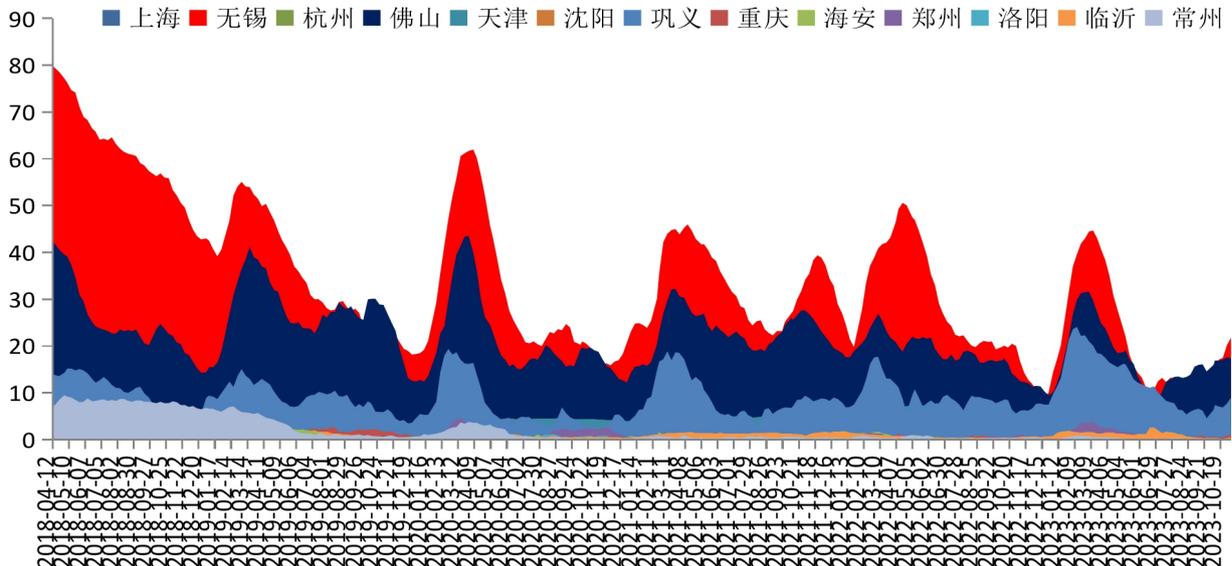
## 6、周内铝锭+铝棒库存继续下降

截至本周四，根据上海有色数据显示，国内电解铝锭社会库存 56.0 万吨，较本周一库存减少 2.9 万吨，较上周四库存减少 3.8 万吨。国内铝锭社会库存自 11 月 13 日触及 69.4 万吨短期高点以来，不到一月时间已快速下降 13.4 万吨之多；据统计，国内铝锭和铝棒库存较 11 月高点均有接近 20% 的降幅。在传统淡季下，如此强势的去库表现也引发市场的热议。周中，主要受到地区间货物转移的影响，无锡地区铝锭库存直线下降 2 万吨至 18.1 万吨，国内社会库存目前已接近 55 万吨水平。

铝棒方面，截至本周四，国内铝棒库存 8.56 万吨，较本周一库存减少 0.86

万吨，较上周四库存减少 0.78 万吨，暂时处于近三年同期的高位。本周因铝价继续下行，加工费上涨幅度小于基价下调幅度，下游大厂逢低备货意愿较积极。同时受北方地区某集团铝棒减产的影响，12 月初铝棒供应端的压力得到缓解，本周铝棒库存同样加速去库。

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，铝加工企业开工依旧缺乏亮点

根据上海有色数据显示，截至上周末，本周国内铝下游加工龙头企业开工率环比上周下滑 0.1 个百分点至 63.3%，与去年同期相比下滑 2.7 个百分点。分板块来看，周内铝型材及铝箔板块开工率再度出现下移，虽在终端车企年底冲销量带动，汽车型材订单回暖，但难以扭转建筑型材疲弱与光伏型材下滑带来的影响；铝箔则因包装产品需求遇冷而开工下行。其余板块本周开工尚可持稳运行，但受订单不足及天气转冷影响，短期开工难以上行。另外本周河南等地区开启环保检查，干扰当地加工企业采购及生产节奏，目前影响有限。整体来看，进入 12 月份，铝下游开工率将持续受需求不足制约而走弱，同时需持续关注环保政策及铝价因素变动带来的影响。

铝型材方面，临近年尾，国内多数型材企业重心向资金回笼转移，生产、销售有所放缓。其中，建筑型材市场整体清淡依旧，据上海有色调研了解，华南地区相关加工厂订单量、开工率持续走弱；北方地区受天气转冷影响，部分工程停工但门窗、幕墙适量采购备货，周边型材厂开工率得以维持，但企业对后续订单较为担忧。工业型材板块，受终端车企年底冲销量影响，汽车型材订单回暖，拉动相关型材厂开工率上升，部分龙头大厂汽车型材订单量可延续至 1 月，但难以扭转建筑型材疲弱与光伏型材下滑的影响。整体来看，国内铝型材行业开工率或

将偏弱运行。

图11：我国铝箔企业开工率及预测（%）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

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

## ⇒ 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）

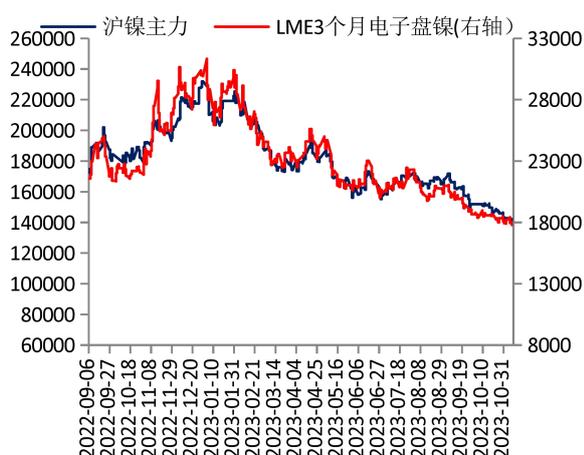
合约	上周	本周	涨跌幅	持仓量	持仓增减
沪镍2312	129020	133650	3.59%	2940	-2454
沪镍2401	129380	133820	3.43%	107304	11368
沪镍2402	129300	133700	3.40%	59815	18367

数据来源：Wind，建信期货研究发展部

## 行情回顾：

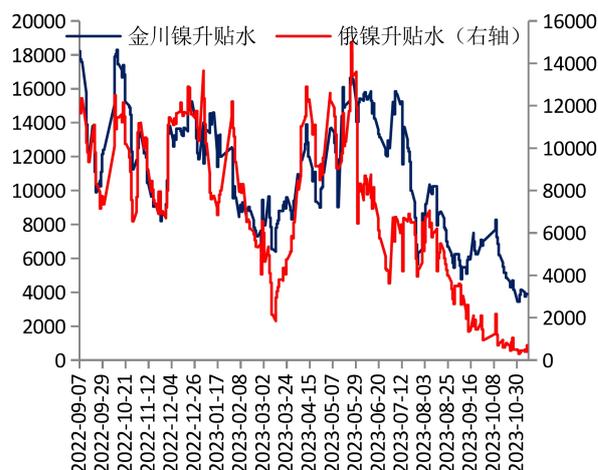
本周镍价止跌震荡。沪镍指数来看，自9月初创下阶段性高点173710元/吨之后，迄今镍价下跌三月有余，最低至121880元/吨附近，跌破外购原料电积镍成本之后继续下探测试电解镍生产成本，镍价暂在12万/吨附近止跌转为震荡，本周镍价站上13万/吨，周线连续第二周收阳，量能亦随之放大。周内宏观氛围表现并不稳定，海外方面，机构表示市场对于美联储降息时点预期过渡乐观，或存在抢跑降息的风险，美元低位走强，宏观压力再显；而周初穆迪调降中国主权信用评级，镍价随之再度下探，后半周，随着财政部对此予以回应，表示中国宏观经济持续恢复向好，且11月公布财新PMI显示服务业和制造业同时反弹，重回扩张区间，市场信心有所回稳，沪镍再度返升。纯镍库存仍在累积，目前已至1.6万吨以上，周内金川镍升水保持在3000元/吨以上，周五随着镍价上涨升水从3500降至3150元/吨，俄镍维持贴水成交。镍豆较硫酸镍延续倒挂，周五镍豆价格高于硫酸镍7459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：

基本上，镍矿价格回落明显，目前仅 50 美元/湿吨，海外冶炼厂利润随之修复，暂无停产消息，近期镍铁现货市场成交多以上游甩货回笼资金为主，整体库存仍于高位，供给过剩现状难改；硫酸镍需求持续疲弱，下游 12 月订单减量严重，叠加上游年底资金回笼的压力仍存，预计弱势持续。总体来看，镍供需格局变化有限，仍趋于过剩，连日快速下跌后空头动能大幅释放，伴随空头回补短期在 12 万/吨存在反弹需求，难以形成趋势性上涨行情。

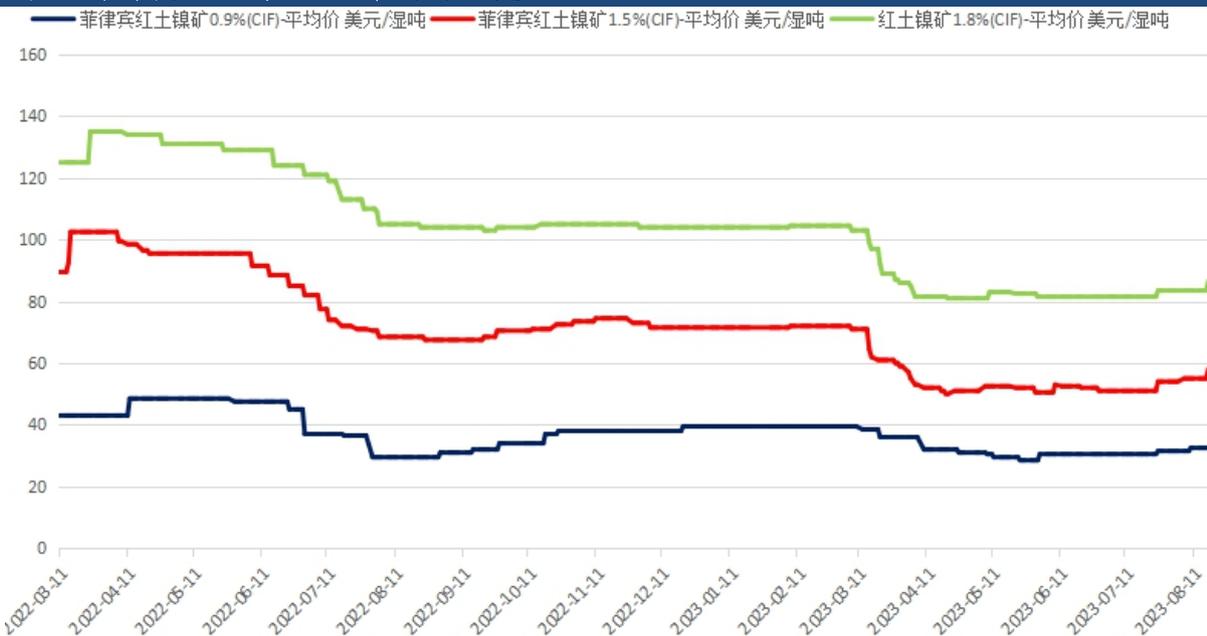
## 二、基本面变化

### 1、镍矿市场分析

本周镍矿价格大幅下降，截至本周五，菲律宾 1.5% CIF 价格报 50 美元/湿吨，较上周下跌 4 美元/湿吨。印尼镍矿配额事件告一段落，印尼当地为应对 2023 年 Q4 镍矿紧张的情况，审批了镍矿的临时配额，不过该配额仅用于 2023 年 Q4，由此导致高品位镍矿较印尼内贸基准价溢价下调至 4-6 美金/湿吨，印尼当地铁厂购买菲律宾镍矿的意向下调。此外，目前已至雨季国内铁厂备库已基本完毕，镍矿需求下行，部分贸易商开始降价出货。

据海关数据显示，2023 年 10 月份中国镍矿砂及其精矿进口量 525.90 万吨，环比下降 11.85%，同比上涨 10.96%；2023 年 1-10 月中国镍矿砂及其精矿进口量共计 3990.96 万吨，同比上涨 17.10%。10 月中国镍矿砂及其精矿主要进口来源国：菲律宾、新喀里多尼亚等国家/地区。

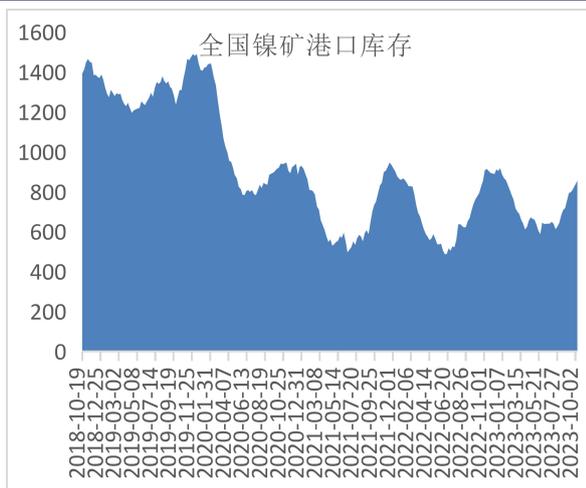
图3：菲律宾红土镍矿CIF平均价（美元/湿吨）



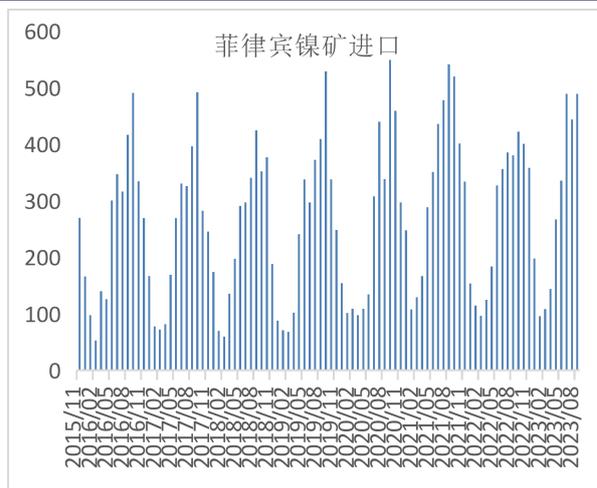
数据来源：Wind, SMM, 建信期货研究发展部

图4：我国镍矿港口库存（万吨）

图5：我国菲律宾镍矿进口当月值（万吨）



数据来源：SMM，建信期货研究发展部

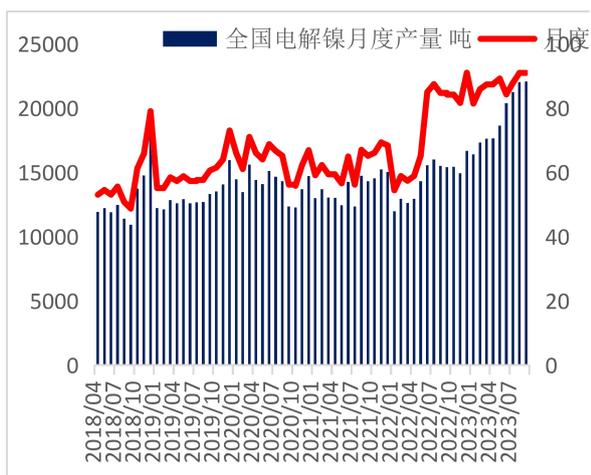


数据来源：海关总署，建信期货研究发展部

## 2、电解镍市场分析

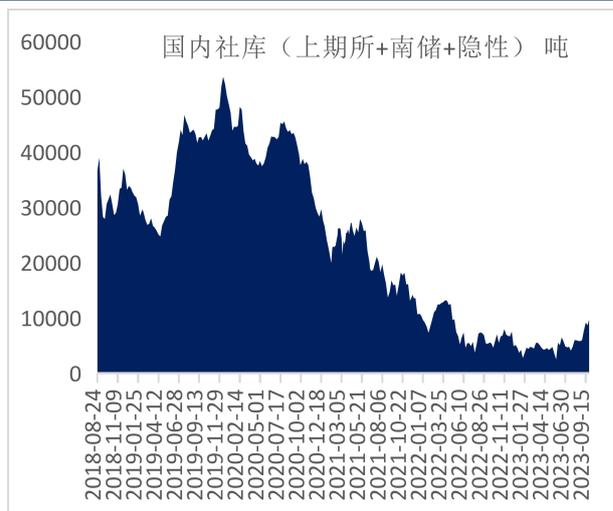
产量方面，根据上海有色数据显示，2023年10月全国精炼镍产量共计2.4万吨，环比上调8.9%，同比上升55.7%。全国电解镍产量9月延续爬坡基本符合预期。产量增加主要仍因当前部分电积镍项目处于产量爬升过程中，10月期间华东及华南地区部分冶炼厂精炼镍产量大幅提高达到满产。此外，尽管在10月期间镍价一路下行，但受镍板可被注册为交割品的特殊属性，大部分镍板生产企业并无减产意愿。今年内大部分新增产能均在10月达成满产，其余新增产能预计将在2024年投产，因此后续产量增量或集中在2024年。

图6：电解镍产量当月值及开工率（吨）



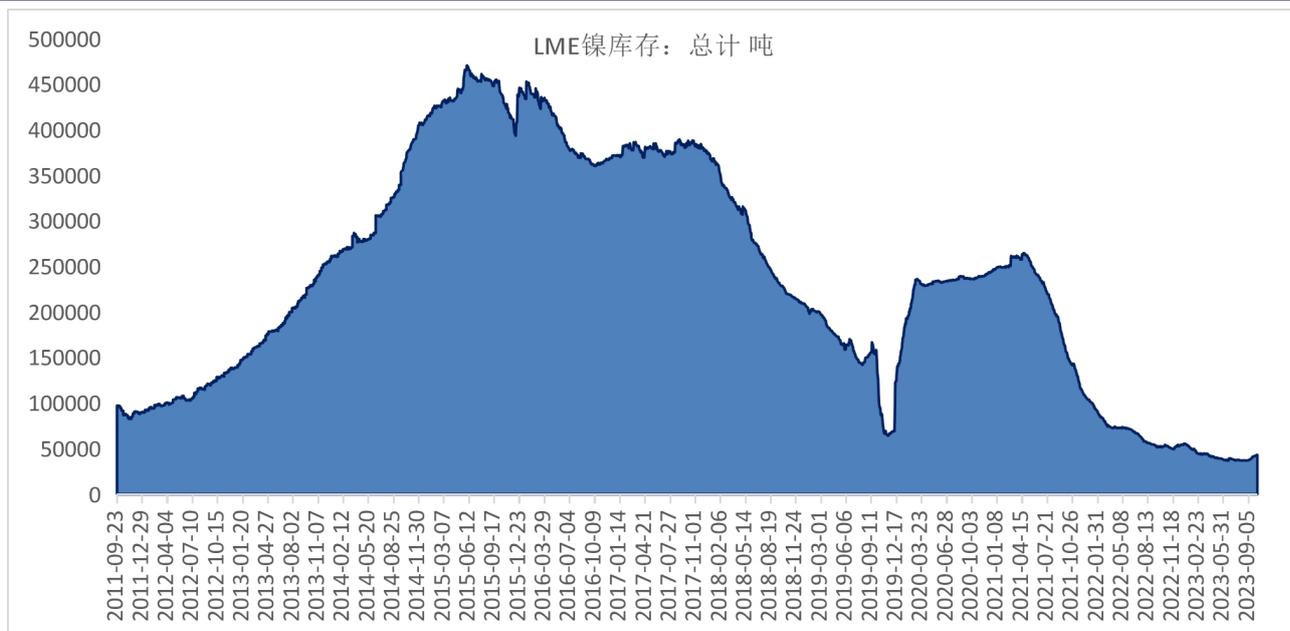
数据来源：SMM，建信期货研究发展部

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910元/镍点(出厂含税),较上周下降30元/镍点。随着镍矿价格跌落,海外镍铁生产企业利润空间有所恢复,暂无减产消息传出,近期镍铁现货市场成交多以上游甩货回笼资金为主,整体库存仍于高位,供给过剩现状难改。下游不锈钢对镍铁采购多以刚需备库为主,支撑不强,年末下游集中备库或能给镍铁库存带来一定下降,但疲弱的需求预计难对镍铁价格起到有效支撑。

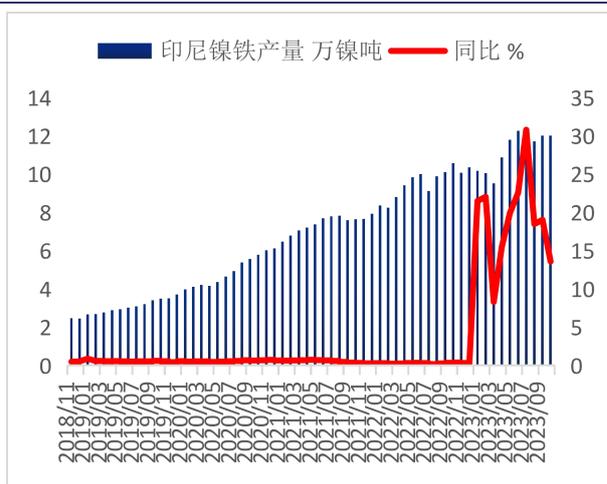
根据上海有色数据显示,2023年10月全国镍生铁产量为3.37万镍吨,78.7万实物吨,实物吨环比下降0.36%,金属吨同比下降2.23%。10月期间传统下游不锈钢行业“金三银四”踏空,下游钢厂300系不锈钢减产消息频发,对高镍生铁需求持续呈弱。此外,受钢厂需求呈弱及高镍生铁贸易商回笼资金需求影响,10月期间镍生铁价格呈现下行趋势,但矿价跌幅有限。从而月内国产高镍生铁厂均进入亏损状态,部分企业生产线开启检修模式,导致国内镍生铁产量下降。

图12：镍铁价格（元/吨）

图13：印尼镍铁产量（万镍吨）



数据来源：上海有色，建信期货研究发展部



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 27550 元/吨，较上周五下降 700 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。

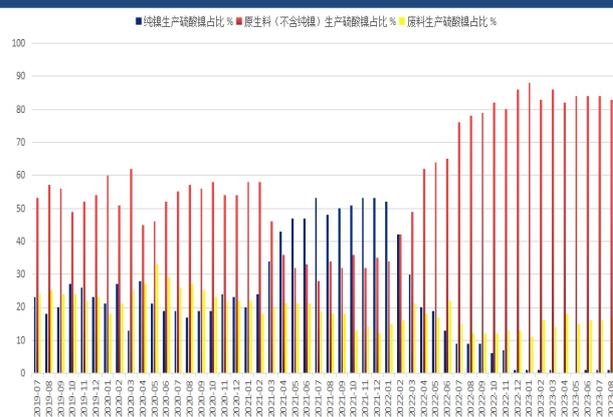
根据上海有色数据显示，2023 年 10 月份全国硫酸镍产量为 3.9 万金属吨，全国实物吨产量 17.5 万实物吨，环比增加 4.45%，同比降低 5.46%。10 月硫酸镍产量增加的原因因为利润好转驱动。尽管，原料供应偏紧格局在 10 月未被扭转，原料价格仍居于高位，但 10 月硫酸镍价格坚挺使得利润倒挂情况得到扭转。11 月，前驱体排产下行，对硫酸镍需求持续疲软，叠加成本相对坚挺的情况下，预计硫酸镍产量小幅下降。

图10：电池级硫酸镍较一级镍（豆）溢价（元/吨）



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图11：硫酸镍原料占比



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

#### 5、不锈钢市场分析

不锈钢市场表现持续偏弱，地产端刺激政策频出，但仍未对终端产生实际效

果，地产投资及销售等数据依旧表现欠佳，不锈钢产能过剩确定性程度较高，预计不锈钢价格低位运行。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 91.3 万吨，周环比下降 3.6%，主因减产导致到货量下滑，高位库存边际减少。

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。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>