



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

疫情影响弱化，供求回归正常 ——有色金属篇

分析师：李 野 (F0285557 , Z0002369)

2020.6.24

主要内容

- 铜：如果国储收储属实，供求将基本平衡
- 锌：矿山逐步恢复生产，预期仍小幅过剩
- 铝：供需整体偏紧，下行空间有限
- 镍&不锈钢：不锈钢压力较大，镍价独木难支

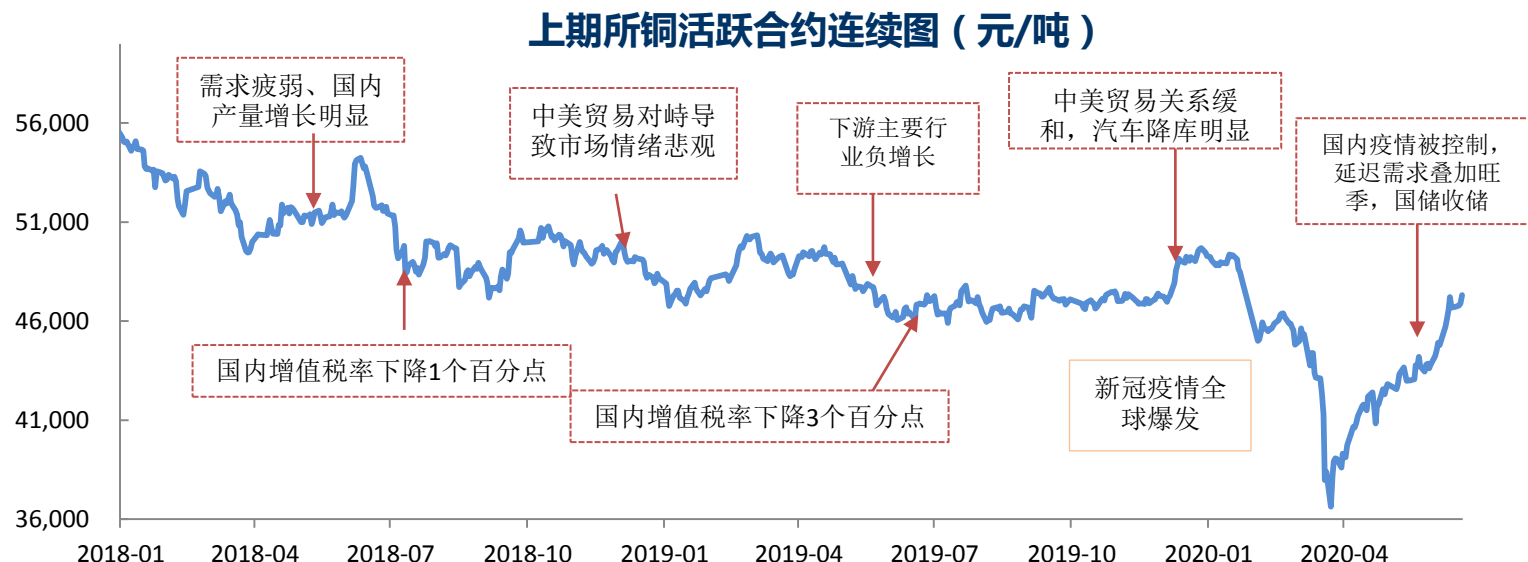
品种：铜

如果国储收储属实，供求将基本平衡

——2020年下半年铜投资策略展望

- **主要驱动因素：**境外疫情蔓延，各国推出对冲政策，中国疫情逐步好转，下游需求恢复良好，境外疫情使得精矿供应相对紧张，有消息称国储收储20-30万吨。
- **供求角度：**二季度电力、汽车和地产行业恢复明显，下半年向好势头可能趋缓；二季度家电行业恢复较弱，尤其空调库存高位，将限制下半年铜需求。如果国储收储属实，供求可能转为平衡。
- **预计价格主要运行区间：**LME铜5300-6200美元，上期所铜43000-51000元。

国内铜价走势回顾

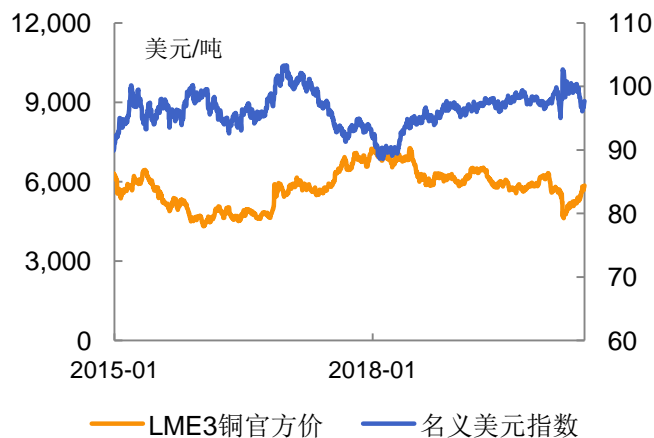


■ **铜价走势总结：**春节期间国内新冠疫情爆发，严格的隔离和限制措施，导致供应和需求明显下降，库存增加。随着疫情转移到境外并快速蔓延，美国股市大幅下挫，美元走强，恐慌情绪蔓延，铜价出现连续快速的下跌，并创出3年多的低点。随着国内疫情得到有效控制，延迟的需求叠加旺季，国内下游需求迅速恢复，并且在国储收储的助力下，铜价强劲回升，收复因疫情造成的跌幅。

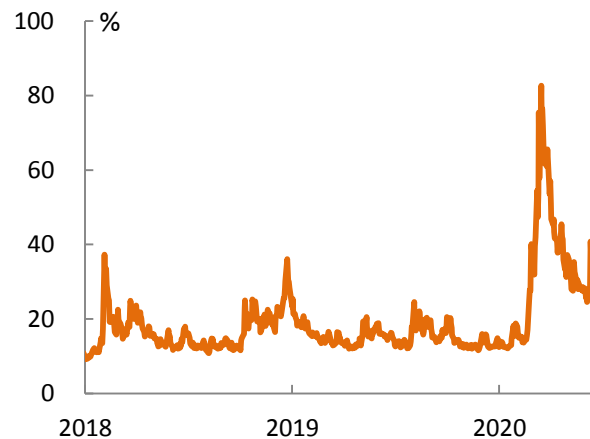
美国股市大幅回升

- 为对冲疫情的影响，美联储利率降至0-0.25%，尽管疫情没有得到有效控制，但投资者情绪回暖，美股收复此前的大部分跌幅。
- 新冠疫情使得美国失业率达到14.7%，登记失业人数在4月份达到2300万人，随着限制措施放松，5月份失业人数降至2100万人。
- 恐慌指数VIX在二季度大幅回落，由最高到82降至目前的30左右。

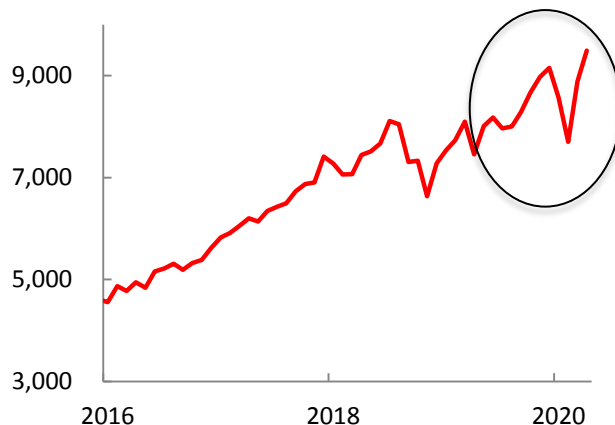
美元指数与铜价（美元/吨）



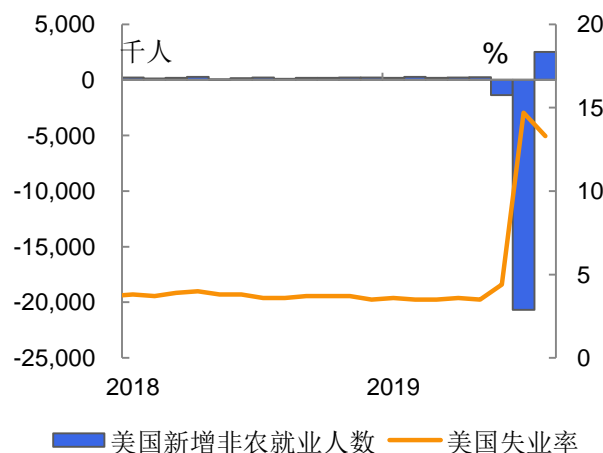
美国标准普尔500波动率指数(VIX)



美国纳斯达克综合指数 日



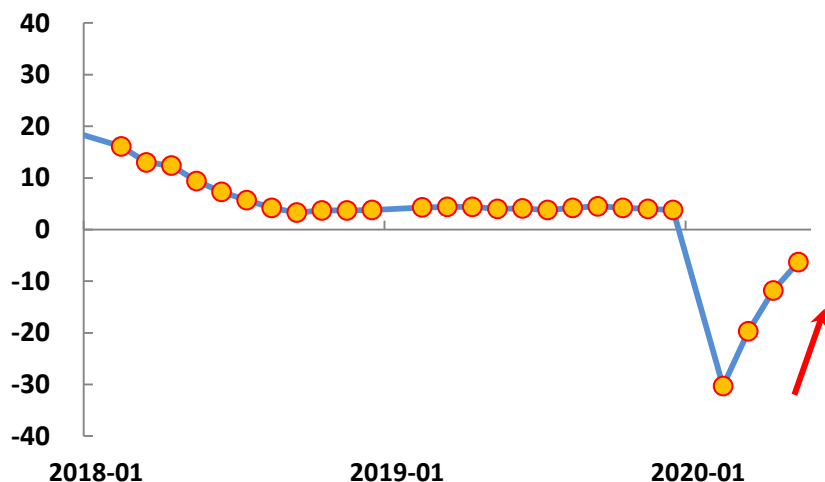
美国非农就业人数与失业率



国内基建逐步转好，人民币汇率总体稳定

- 1-3月份受疫情影响，国内基建投资增速断崖式下挫，累计同比下降30%，随疫情得到有效控制，基建投资逐步回升，5月份累计同比下降仅6%，环比回升明显。
- 为对冲经济下滑，国家加快了5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。

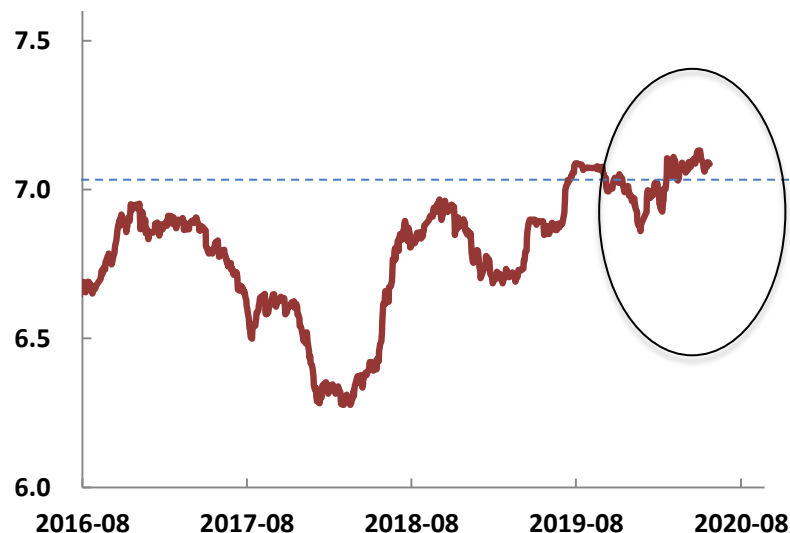
中国基建投资累计同比（不含电力%）



—●— 固定资产投资完成额:基础设施建设投资(不含电力):...

- 二季度由于中美关系紧张，人民币汇率最低达到7.13，随着中美关系缓和，人民币汇率回升至7.08左右，总体稳定。
- 随着美元流动性增加，未来人民币汇率走势可能延续走强。

人民币兑美元汇率（¥/\$）



资料来源：Wind,申万期货研究所

未来两年新增矿山产能

项目 (千吨)	国家	C1(\$/lb.)	2019	2020	2021	项目 (千吨)	国家	C1(\$/lb.)	2019	2020	2021
Woodlawn	Australia		3	6	9	Florence (Phase 1)	US		0	0	5
Carrapateena	Australia	\$0.62	0	16.25	20	Lone Star	US		0	10	80
Olympic Dam Expansion	Australia		0	0	30	Highland Valley Exp	US		0	20	25
Parys Mountain Project	Australia		0	1.75	3.5	Pumpkin Hollow	US	\$1.60	0	27	27
Nova Project	Australia			11.8	11.8	Acht Ikht	Mongolia		10	10	10
Deflector Project	Australia		2.5	3.5	5	Jabal Sayid	Saudi Arabia	\$1.60	52.5	52.5	52.5
Capricorn Copper (RRP)	Australia		27	30	30	Grasberg Block Cave	Indonesia		285	353	635
Thalanga Zinc Project	Australia		3.6	3.6	3.6	Gunnison	US		8	11	11
Australia			47.9	72.9	112.9	North America			8	68	148
Candelaria	Chile		150	170	180	Aktogay I	Kazakhstan	\$1.20	135	135	130
Chuquicamata Underground	Chile		52	105	157	Oyu Tolgoi Expansion	Mongolia	\$1.82	156	149	155
Salvador Inca		\$2.00	0	0	15	Tsagaan Suvarga	Mongolia		0	15	55
Spence Growth Operation	Chile		0	30	120	BKM Deposit	Indonesia	\$1.28	0	0	5
Quebrada Blanca Phase II	Chile		0	0	75	Pulang etc 11	China		392	473	479
Cauquenes Exp (Phase II)	Chile		11	11	11	Darehzar	Iran		0	0	6
Encuentro Oxides	Chile	\$1.75	43	43	43	Dar Alou	Iran		0	4	27
Los Pelambres Exp- Phase I	Chile	\$1.05	0	0	20	Chah Firozeh & Ijue	Iran		0	0	17
Esperanza Sur Pit	Chile		0	0	7	Various projects	Iran		0	5	20
El Espino	Chile		0	16	27	opler Sulfide Expansion	Turkey		1	1	1
Puquios	Chile		0	0	5	Asia			1032	1198	1593
Diego de Almagro	Chile		18	24	33	Kolwezi	DRC	\$0.85	65	70	70
Blancos	Chile		0	10	19	Khoemacau	Botswana	\$1.10	0	0	15
Monteverde	Chile		0	0	40	Kalongwe	DRC	\$0.85	0	0	10
Chile			222	304	580	Lubambe	Zambia	\$2.00	40	45	45
Toromocho Expansion	Peru	\$1.65	0	30	70	Sentinel	Zambia	\$1.25	235	235	245
Quellaveco	Peru	\$1.05	0	0	0	Mokambo	Zambia		0	5	10
Toquepala Expansion	Peru	\$0.90	50	91	91	Ichimpe	Zambia		0	0	10
Mina Justa	Peru		0	0	50	Kipoi etc 8	DRC	\$1.04	327	396	543.5
Peru			50	121	211	Africa			579	658	831
Pilares	Mexico	\$1.60	0	0	15	Ilovica-Shtuka Project	Macedonia		0	4	8
Mirador	Ecuador		25	50	75	Kazandol Project	Macedonia		2	4	4
Antas Stage I	Brazil	\$1.20	15	15	15	Bystrinsky	Russia		60	66	66
El Pilar	Mexico		0	0	0	Udokan	Russia		0	25	50
Cobre Panama	Panama	\$1.20	150	270	320	Tominskoye	Russia		0	0	25
Central & South America			190	335	410	Europe			62	99	153
Northmet (Phase 1 & 2)	US		0	0	20				2,191	2,856	4,039
						年度增量 (千吨)			285	665	1183

疫情对今年矿山产量的影响

	企业	矿山名称	2019年产量 (万吨)	预估影响量 (万吨)	附注
产量受到 影响	Freeport	Cerro Verde	45.50	5.0~6.0	进行15天检修
	MMG	Las Bambas	38.25	2.0~3.0	运输受限，暂停生产
	Anglo American	Los Bronces	33.50	1.0~1.2	减缓产量，为期12天
	Anglo American	El Soldado	5.10	0.1~0.2	减缓产量，为期12天
	Hudbay	Constancia	11.38	0.8~1.0	暂停运营
	Glencore	Collahasi	56.55	0.8~1.1	降低运营比率
	Glencore	Mopani	12.00	2.6~3.0	宣布遭遇不可抗力，并计划暂停运营三个月
	Glencore	Katanga	8.21	0.9~1.1	推迟了一硫酸厂的试运行
	Freeport	Chino	8.00	0.2~0.23	员工确诊感染新冠病毒，计划削减产量和成本
	Nevada Copper	Nevada Copper	0.30	0.03	暂时停止生产为期至少6周。
	CVRD	Voisey's Bay	2.40	0.60	矿区的保养维护期，延长时间不超过三个月，影响0.6万吨
估计影响	合计			15-20	
建设项目 延迟	Antofagasta	Los Pelambres	36.34		暂停扩建，为期120天。
	Anglo American	Quellaveco	未投产		撤离大部分员工，停止建设
	Rio Tinto	Oyu Tolgoi	4.90		放缓地下开发
	codelco				员工确诊新冠感染，降低运营比率。
	BHP	ESCONDIDA	113.86		限制合同工进入矿企，为期15天
	BHP	Pampa Norte	26.50		限制合同工进入矿企，为期15天
	Teck Resource	Quebrada Blanca	2.10		暂停二期建设
	Ecuacorriente	Mirador	6.00		暂停运输至港口

今年国内新增冶炼产能有望放缓

- 去年国内新增冶炼产能80万吨，使得铜产量明显增长。据SMM统计，今年国内预期新增冶炼产能仅30万吨，新增精炼产能45万吨。
- 今年年度精矿加工费仅为62美元/6.2美分，远低于去年同期的92美元/9.2美分。

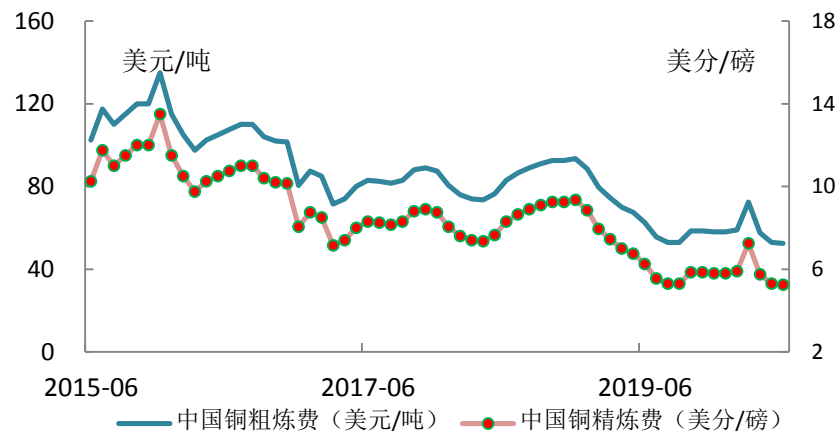
中国新增铜冶炼产能（万吨）

企业名称	新增粗炼产能	新增精炼产能	原料	投产时间
赤峰云铜	25	25	铜精矿	2019年5月
广西南国铜业	30	30	铜精矿	2019年4月
山东恒邦	0	10	铜精矿	2019年下半年
黑龙江紫金	10	15	铜精矿	2019年9月
合计	65	80		
兰溪自立环保	0	10	铜精矿	2020年6月
新疆五鑫铜业	10	10	铜精矿	2020年下半年
铜陵有色（奥炉）	0	15	铜精矿	2020年下半年
赤峰金剑	20	10	铜精矿	2020年8月
合计	30	45		
紫金铜业	8	8	铜精矿	2021
中条山	18	18	铜精矿	2021
五矿铜业（湖南）	20	20	铜精矿	2021
大冶有色	40	40	铜精矿	2021
烟台国润铜业	18	18	铜精矿	2021
合计	104	104		

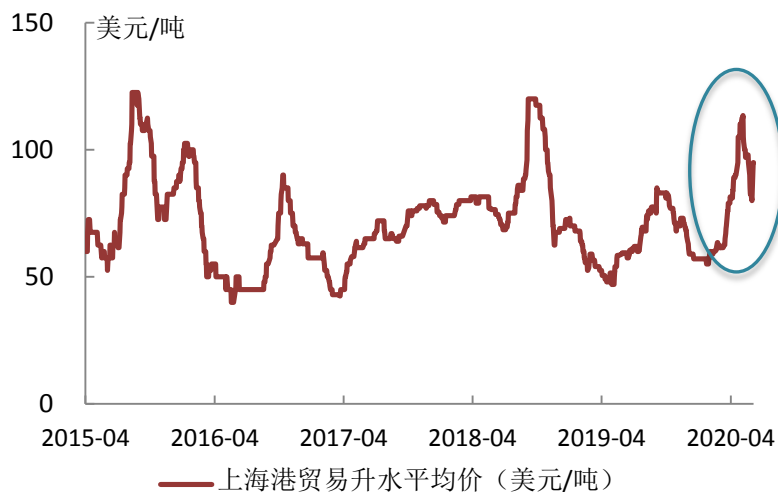
受疫情影响，精矿加工费缩窄

- 随着国内生产逐步恢复和境外疫情的蔓延，精矿供应出现紧张，6月份加工费缩窄至52.5美元/5.25美分磅，创出8年新低。
- 国内精炼铜产量5月份达到85万吨，已恢复至正常水平。因国内进口增加，贸易升水曾达到100美元上方。

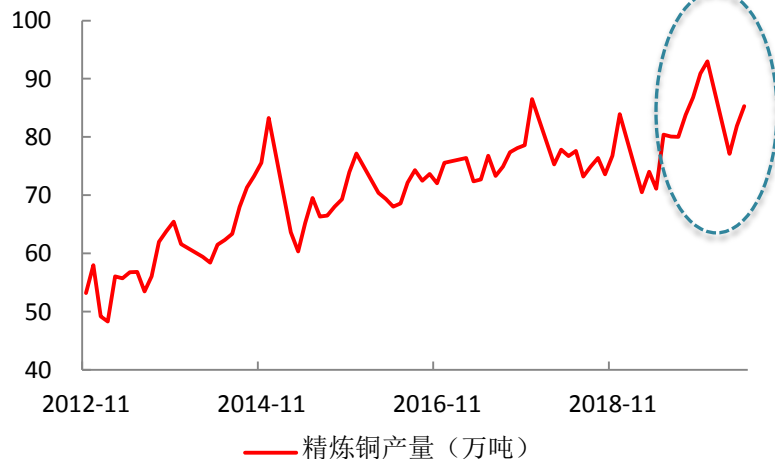
中国月度铜矿加工费（美元/吨，美分/磅）



上海贸易升水（美元/吨）



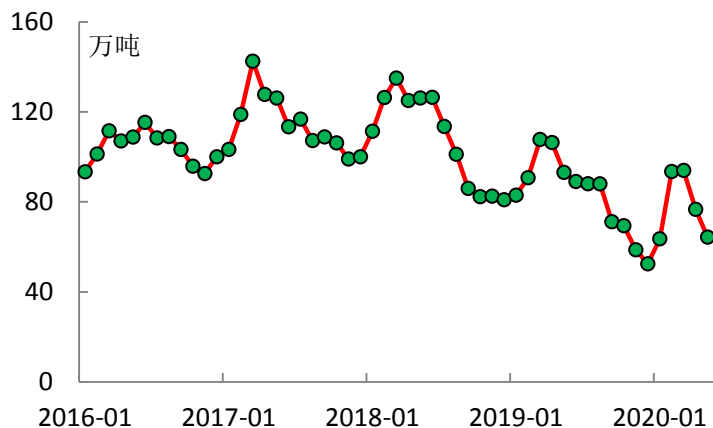
中国精炼铜产量（万吨）



资料来源：Bloomberg, Wind, 申万期货研究所

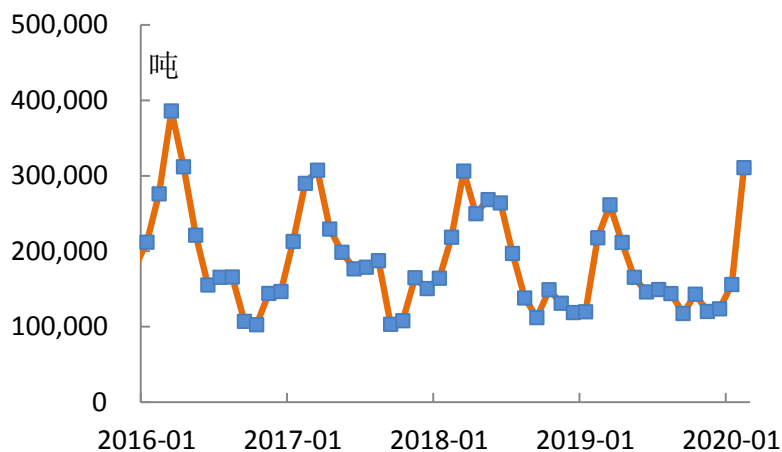
国内库存明显下降

全球主要库存合计（万吨）

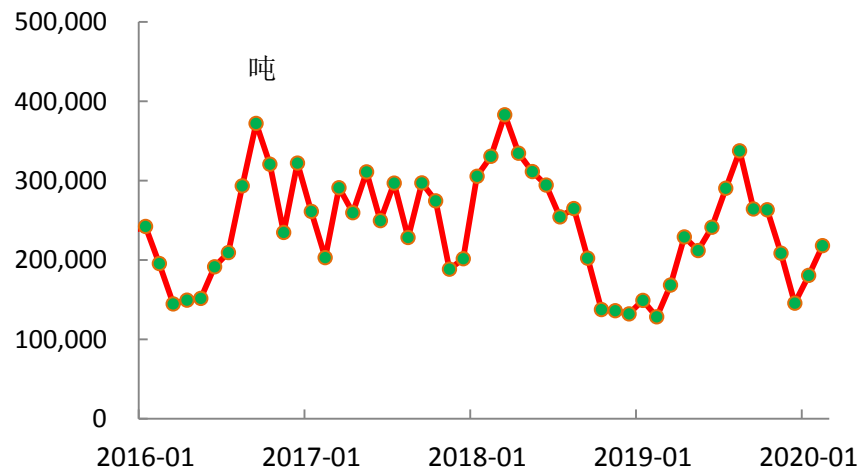


- 全球主要交易所加上海保税库库存为64万吨，较春节前明显下降。
- 上期所库存由最高38万吨降至11万吨。
- 上海保税库库存由38万吨降至21万吨。
- LME库存在二季度基本稳定。

上期所库存（吨）



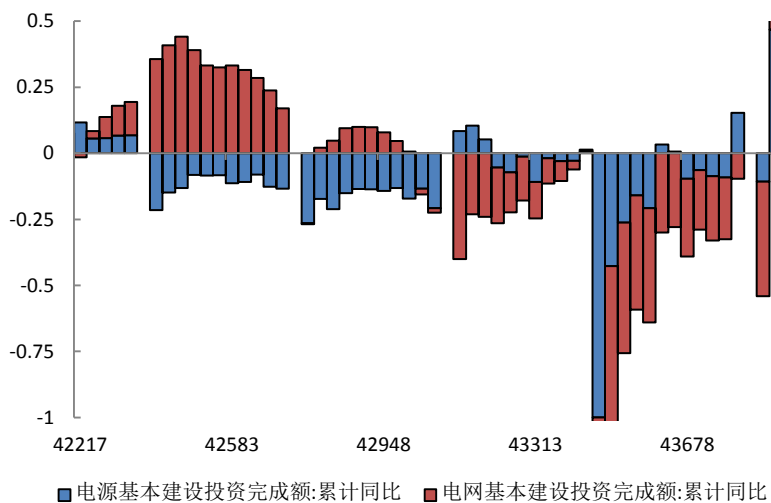
伦铜库存（吨）



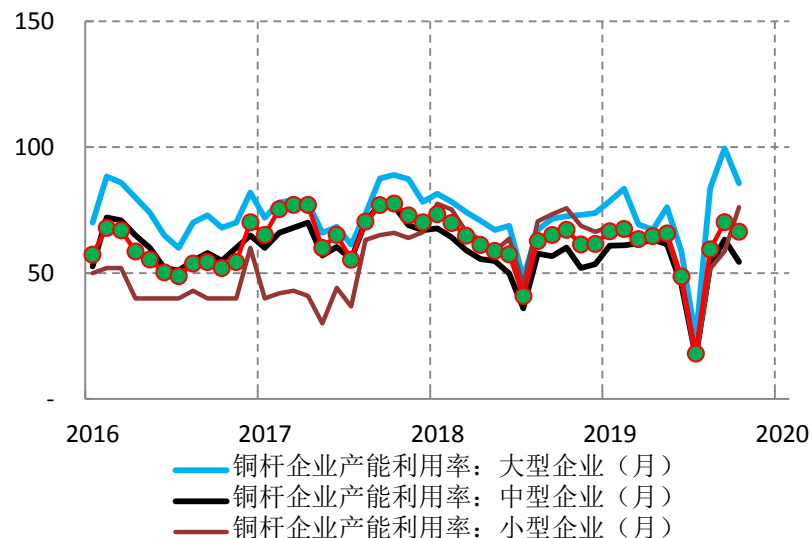
国内电力投资明显回升（需求占比46%）

- 受疫情影响，一季度电源投资和电网投资同比明显下降。但二季度回升明显，尤其是电源投资，电网投资降幅也明显缩窄。
- 二季度铜材企业开工率明显回升，铜杆开工率4月份接近100%，铜管、板带等也逐步恢复正常水平，但6月份环比有所回落。

电源基本建设投资完成额同比（%）



铜杆企业开工率（%）



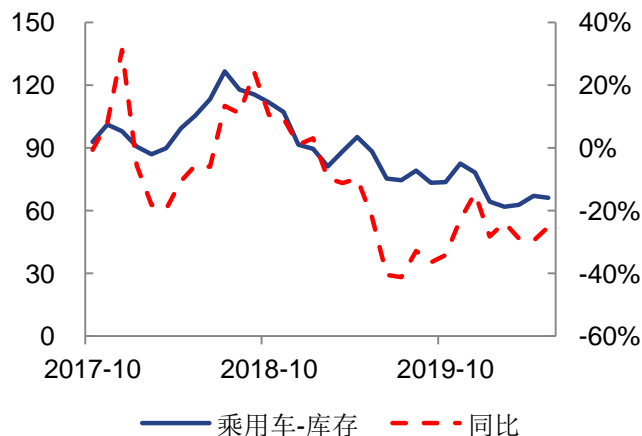
国内汽车产销明显回升（需求占比11%）

- 国内汽车在1季度产销量明显下降后，4、5月份明显恢复，5月份实现了两位数正增长。
- 乘用车库存持续低位，目前仅为66万辆，不足十天产销量。
- 新能源汽车回升乏力，1-5月份同比产量下降46%。
- 与发达国家相比，中国汽车未来消费仍有空间。
- 国内出台了增加牌照发放量等扶持政策。

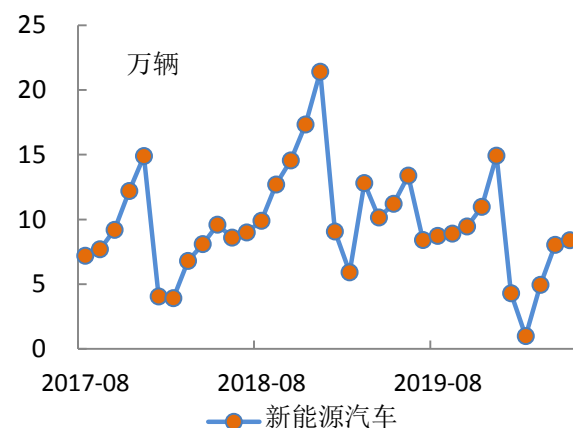
日本、德国、中国汽车保有量比较

年度	汽车保有量（万辆）			人口（万人）			千人汽车保有量		
	日本	德国	中国	日本	德国	中国（城镇）	日本	德国	中国
2018			32,700		8,285	83,137			393
2017		5,009	31,000		8,252	81,347			381
2016		4,929	29,000		8,218	79,298			366
2015	7,740	4,835	27,900	12,709	8,120	77,116	609	595	362

中国乘用车库存（万辆，%）



新能源汽车产量（万辆）



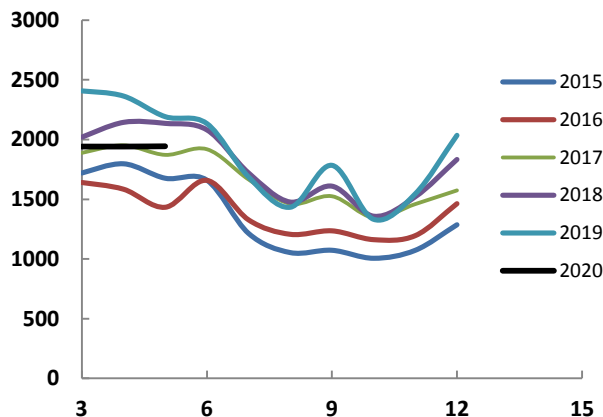
资料来源：Wind,申万期货研究所

空调库存处于高位 (需求占比14.6%)

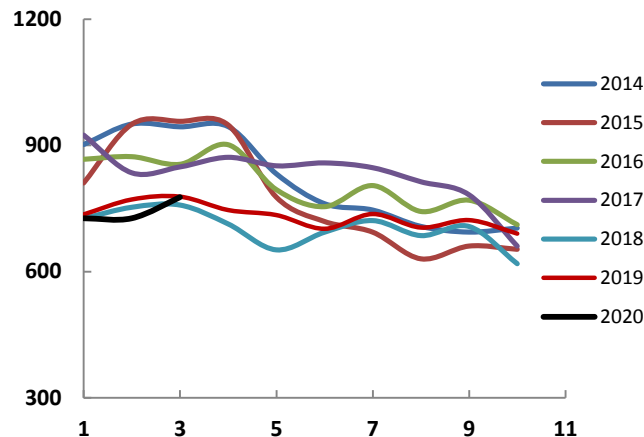
- 5月冰箱产量为同比增加7.4%，1-5月份同比下降12.7%；5月份空调产量同比下降14.7%，1-5月份同比下降23.1%；5月份洗衣机产量同比下降8.2%，1-5月份同比下降10.6%；家电行业总体上尚未恢复到正常水平。

- 与铜最为相关的空调库存总体仍然较高，将限制今年产量和对铜的需求量。

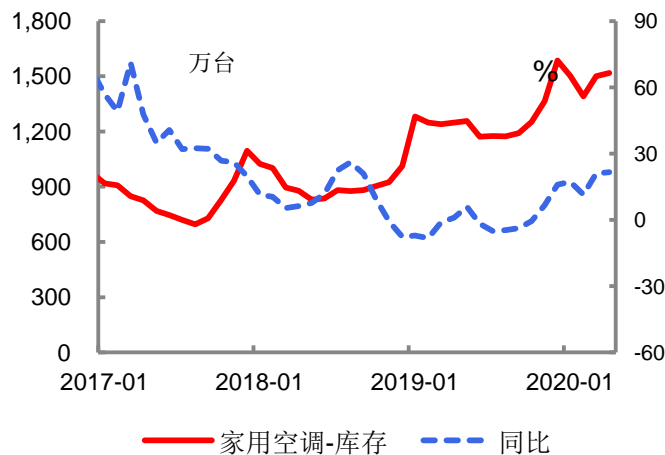
中国空调产量 (万台)



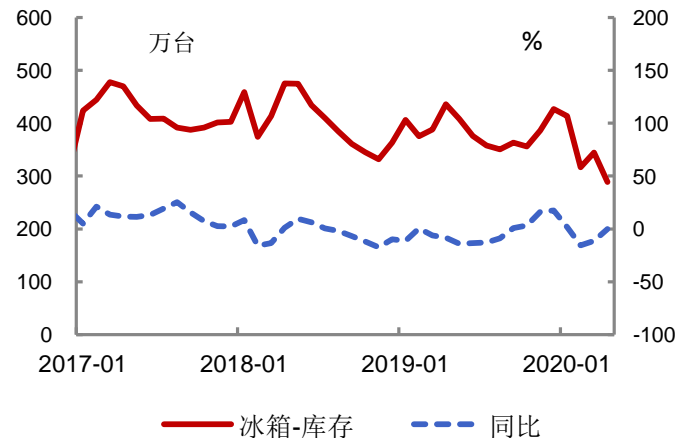
中国冰箱产量 (万台)



中国空调库存 (万台)



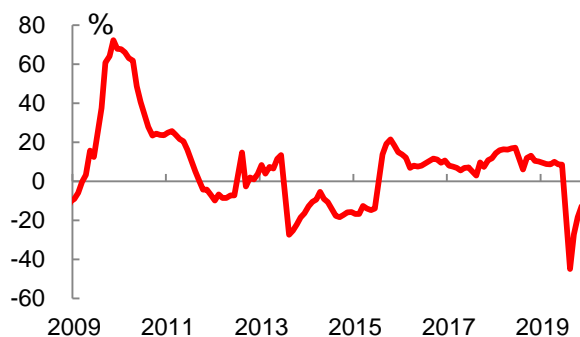
中国冰箱库存 (万台)



地产回升（需求占比9.4%） 电子通信稳定（需求占比7.5%）

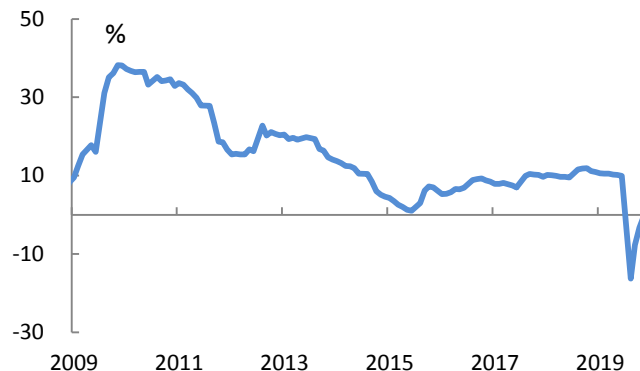
- 5月份新开工面积累计同比下降12.8%，投资增速同比下降0.3%，施工面积累计同比增加2.3%，销售面积下滑12.3%；竣工面积累计同比下降11.3%，地产行业恢复明显，基本恢复到正常水平。

房屋新开工面积同比（%）



— 房屋新开工面积累计值累计同比

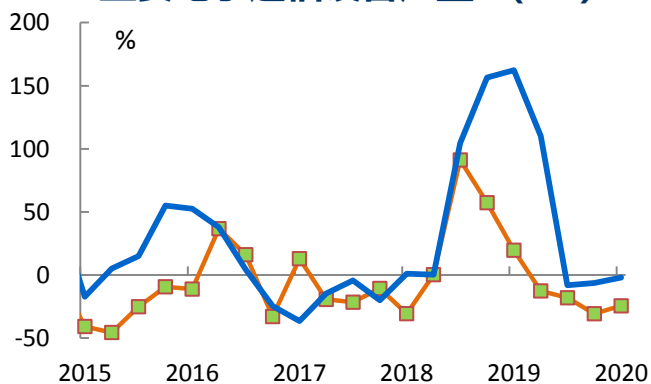
房地产投资累计同比（%）



— 房地产开发投资完成额:累计同比

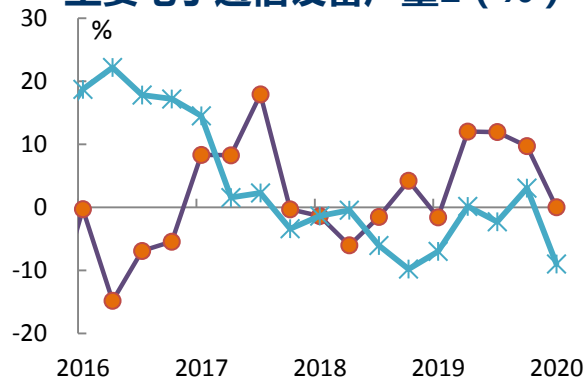
- 随着国内疫情的稳定，各项数据有望持续向好。
- 市场对今年通讯行业寄予厚望，今年有望成为5G相关产品高速增长的年份，预期基站和手机产量将会大幅增加，将有助于铜需求。

主要电子通信设备产量1（%）



— 产量:程控交换机:当月同比:季
— 产量:移动通信基站设备:当月同比:季

主要电子通信设备产量2（%）



— 产量:微型电子计算机:当月同比:季
— 产量:手机:当月同比:季

下游需求预期小结

	2019年		2020年	
电力行业	负增长	➡	平稳	➡
汽车行业	负增长	➡	持平	➡
家电行业	稳定增长	➡	持平	➡
地产行业	稳定增长	➡	轻微增长	➡
通讯行业	稳定增长	➡	稳定增长	➡



受疫情影响，国内铜下游需求二季度明显恢复，下半年有望延续向好势头，但出口可能仍受到境外疫情蔓延的影响。需要关注各个行业的恢复力度和国外疫情的变化。

如果国储收储属实，预期今年供求基本平衡

- 由于全球疫情严重，世行预计今年全球GDP将下降5.2%，铜需求将明显下降，在国储不收储的情况下，预计过剩25-30万吨。
- 有报道称国储上半年收储20-30万吨，如果消息属实，预期今年将供求平衡。

全球精铜供求平衡表（不计算国储收储数量）

名称（单位：千吨，%）	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年F
全球矿山产量	19,149	20,402	20,082	20,577	20,553	20,581
全球矿山产能	22,367	23,481	24,018	24,127	24,238	24,738
矿山产能利用率 %	85.6%	86.9%	83.6%	85.3%	84.8%	83.2%
原生精炼铜产量	18,892	19,490	19,485	20,055	19,990	20,067
再生精炼铜产量	3,945	3,866	4,053	4,043	4,051	3,560
全球精炼铜产量(原生+再生)	23,295	23,357	23,538	24,098	24,041	23,627
全球精炼铜产能	26,542	26,913	27,435	27,869	28,826	29,120
全球冶炼铜产能	20,366	21,186	22,026	22,416	22,776	23,076
精炼铜产能利用率 %	86.0%	86.8%	85.8%	86.5%	83.4%	81.1%
全球精炼铜消费量	22,893	23,492	23,280	23,723	24,455	23,355
精铜过剩/缺口	402	-136	258	375	-414	272

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 由于全球疫情严重，世行预计今年全球GDP将下降5.2%，铜需求将明显下降，预计过剩25-30万吨；如果国储收储属实，预期今年供求基本平衡；
2. 精矿总体维持紧张状态，关注疫情对矿山产量的影响。
3. 二季度电力、汽车和地产行业恢复明显，下半年向好势头可能趋缓；二季度家电行业恢复较弱，尤其空调库存高位，将限制下半年铜需求。
4. 为对冲疫情对经济的影响，全球已推出刺激政策，需要密切关注境外疫情的进展。如果疫情得到有效控制，经济和信心可能明显恢复。

■ 宏观关注：

中国宏观经济数据
全球疫情变化
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率

■ 供应关注：

全球铜精矿干扰率
中国精铜、废铜进口数量
中国新增产能进展

■ 需求关注：

国内电网投资
国内房地产施工面积
家电库存
乘用车产量

■ 库存：

上期所库存变化
上海保税库库存变化

2020年下半年铜期货操作建议

波段操作

- ❖ 区间操作，43000-44000买入，或者49000-50000卖出目标区间46000-47000；

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的买入套期保值。

品种：锌

矿山逐步恢复生产，预期仍小幅过剩

——2020年下半年锌投资策略展望

- **主要驱动因素：**新冠疫情使得矿产量下滑，精矿加工费缩窄，随疫情的稳定，矿山正逐步恢复生产；国内基建投资、汽车产量恢复明显，家电产量可能恢复乏力。
- **供求角度：**境外矿山因疫情影响，上半年全球精矿供应有所减少，表现为加工费明显缩窄，目前疫情风险虽然尚未完全解除，部分矿山计划恢复生产，精矿供应可能逐步恢复正常。下半年国内基建、汽车有望延续向好，家电总体可能受库存和出口影响恢复可能较为缓慢。因疫情使得矿供应减少，将年初预期过剩数量调减，总体上仍小幅过剩。
- **预计价格主要运行区间：**LME锌1800-2200美元，上期所锌15000-18500元。

国内锌价走势回顾

锌活跃合约连续图（元/吨）



■ 去年在冶炼瓶颈消除后，产量明显恢复，同时叠加中美贸易对峙，供大于求的预期使得锌价持续回落。年初受疫情影响，下游开工大幅下降，需求停止，库存累积，市场情绪悲观，并创出四年新低；随着国内疫情得到控制，下游需求恢复，叠加境外矿山受疫情影响而出现产量下降，锌精矿加工费明显缩窄，锌价逐步回升。

未来新增矿山项目

2019-2021年新增矿山品位、产能、C1成本（干吨）

矿山项目	所属企业	国家	品位	C1(\$/lb.)	2019	2020	2021
Caribou	Trevali Mining Corp.	Canada	5.5%	\$0.86	42	42	42
Myra Falls	Nyrstar	Canada			15	30	30
Middle Tennessee	Nyrstar	Canada			45	50	50
Prairie Creek Project	Canadian Zinc Corporation	Canada	8.6%		-	10	20
Empire State Mine	Titan Mining	USA	9.2%	\$0.69	18	24	36
North America					120	156	178
Rey de plata	Industrias Penoles SAB de CV	Mexico			12	24	36
Castellanos Project	Emincar & Cuba Government JV	Cuba			50	100	100
Central & South America					62	124	136
Dugald River	Minmetals Resources Ltd.	Australia	13.4%	\$0.73	170	170	170
Lady Loretta (Part of Mount Isa)	Glencore	Australia	13.0%		100	130	160
Sulphur Springs Copper Zinc Project	Venturex Resources Ltd.	Australia	3.6%	\$0.14	8	32	32
Mungana King Vol Project	Auctus Minerals	Australia	11.9%	\$0.52	50	50	50
Century Project	New Century	Australia			73	264	264
Woodlawn	Heron Resources	Australia	6.0%		30	40	40
Australia					331	556	556
Dairi	China Nonferrous	Indonesia	11.5%		0	0	60
Rampura Agucha	Hindustan Zinc	India	15.9%		100	200	200
Asia					100	200	260
Gamsberg (Phase 1)	Vedanta Resources PLC	South Africa	6.2%	\$0.50	250	250	250
Bisha Expansion	Nevsun Res.Ltd. (60%) State of Eritrea (40%)	Eritrea	5.7%		100	100	100
Asmara Project	Sichuan Road & Bridge(60%), ENAMCO (40%)	Eritrea			-	-	60
Africa					350	350	410
Shalkiya	Tau-Ken Samruk	Kazakhstan	4.0%		0	50	120
Zhairem	Glencore	Kazakhstan			-	50	120
Citronen	Ironbark Zinc Ltd.	Greenland	5.2%	\$0.52	0	0	50
Zinkgruvan Expansion	Lundin Mining	Sweden	8.2%		8	8	8
Neves Corvo Expansion (ZEP)	Lundin Mining	Portugal	7.1%	\$0.29	0	70	70
Europe					8	128	248
Mehdiabad Expansion	Rostek. Corp. & Iranian Bank	Iran	3.0%		0	0	200
Middle East					0	0	200
年度新增矿产能					439	543	474

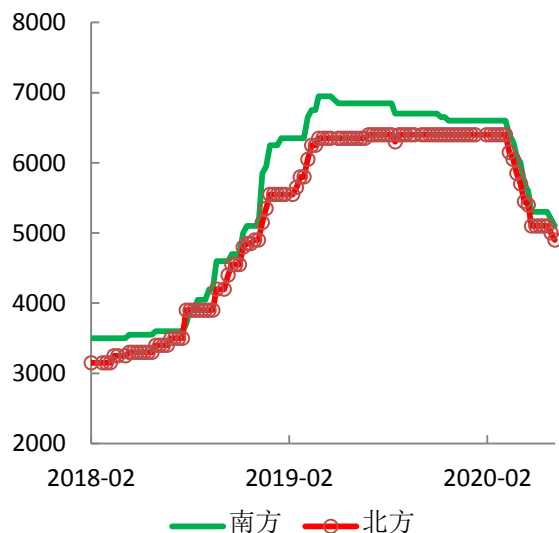
受影响矿山恢复情况

公司	国家类别	名称	2019年产量(万吨)	说明
Glencore/teck/bhp	秘鲁	Antamina	30.3	4-13起暂停运营5-27宣布以满负荷的80%运营,至3季度满产
Glencore	加拿大	Matagami	4.38	3月26日起暂停5月初恢复
Trevali	加拿大	Caribou	3.41	3-26起因经济问题停产
Lundin	秘鲁	Santander	3.21	4-1起选矿活动暂停,采矿活动继续
	葡萄牙矿	Neves-Corvo	7.32	扩建活动暂停
Nexa	秘鲁	Cerro Lindo	12.63	3-17暂停运营,5月11日逐步恢复
	秘鲁	El Porvenir	5.47	3-17暂停运营,5月11日逐步恢复
	秘鲁	Atacocha	1.67	3-17暂停运营,目前仍暂停
	秘鲁(冶炼)	Cajamarquilla	34	自3-17减产一半,逐步恢复
Boliden	爱尔兰	Tara	12.2	3-27/4-2停产
Pan American Silver Corp	墨西哥	La Colorada	2.1	4-2暂停运营,6-1公告称5-24开始增加地下采矿和加工活动,目前的开采率约为产能的60%至70%
	秘鲁	Huaron	1.81	3-17暂停运营,6-1公告称依然在等待监管机构批准
	秘鲁	Morococha	2.25	3-17暂停运营,6-1公告称依然在等待监管机构批准
	玻利维亚矿	San Vicente	0.6	3-23正常运作受阻,6-1公告称目前恢复至产能的70%至80%
Sierra metals	秘鲁	Yauricocha	3.68	3-17暂停运营,5-25宣布因位于偏远地区并且执行了超出政府准则的严格卫生协议, Yauricocha矿山仍在征求重启许可
Buenaventura	秘鲁	ElBrocal	4.36	3-17暂停运营
	秘鲁	Uchucchacua	1.91	3-17暂停运营
	秘鲁	Tambomayo	97	3-17暂停运营
	秘鲁	Mallay	0	3-17暂停运营
sumitomo	玻利维亚矿	San Cristobal	20.2	3-26暂停运营
Newmont	墨西哥	Penasquito	8.48	4-1开始缩减运营,5月18日开始提产,预计2周时间才能达产
Gold Resource	墨西哥	Oaxaca	1.93	4-2暂停运营5-25重启

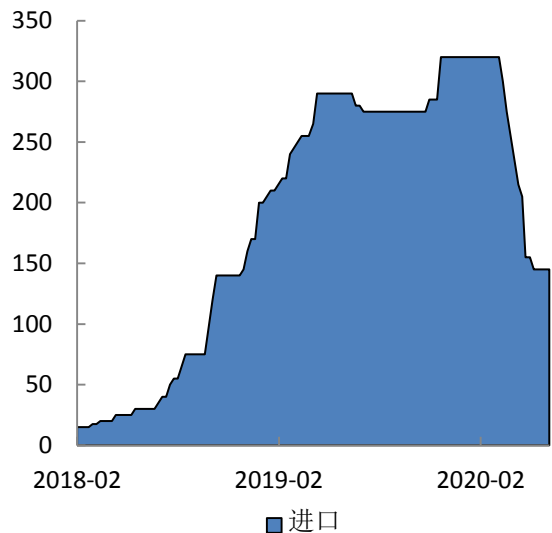
锌矿加工费明显缩窄

- 目前进口矿加工费为145美元/吨；国产矿为4900-5100元/吨。较年初明显回落，但总体维持高位。
- 受锌价回升影响，4月份锌精矿进口迅速增加。但5月份因精矿加工费快速缩窄导致冶炼厂买矿意愿下降，检修增加，产量环比轻微下降。

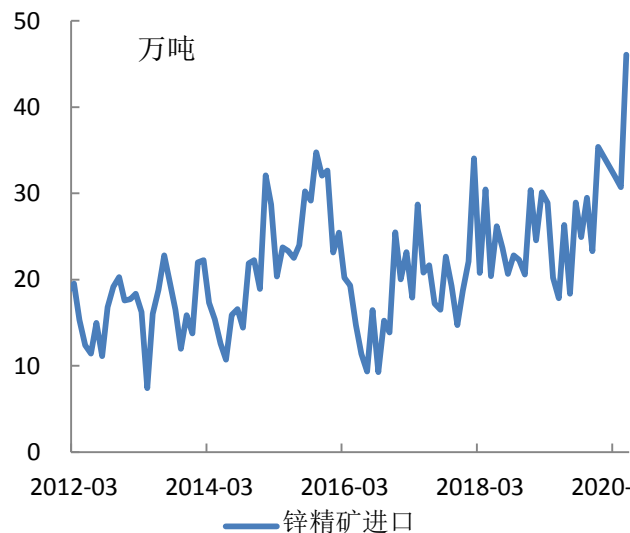
国产锌精矿加工费（元/吨）



进口锌精矿加工费（美元/吨）



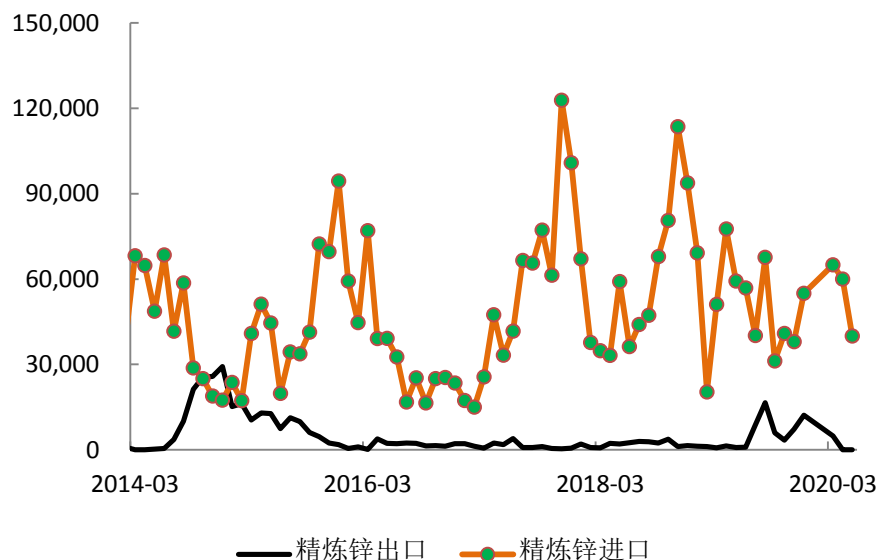
中国锌精矿进口（万吨）



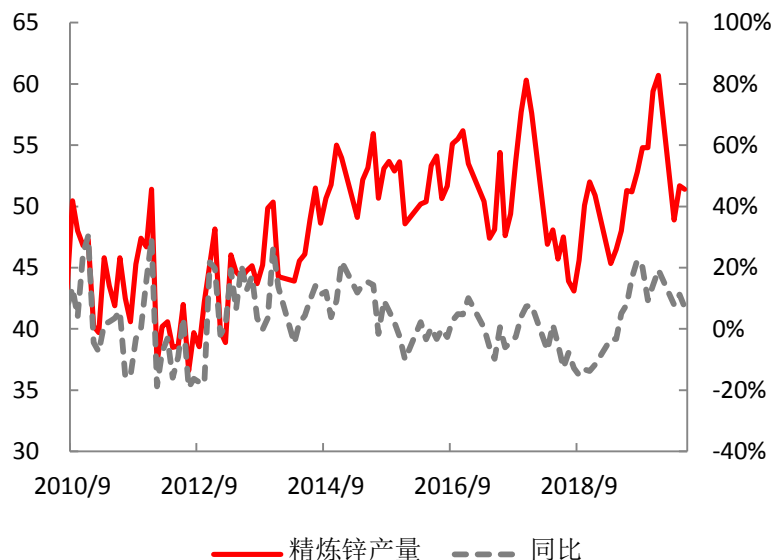
国内锌产量有望延续增加

- 国家统计局数据显示，5月份锌产量为51.4万吨，同比增加4.5%；1-5月份锌产量为252万吨，同比增加9.1%。增幅明显主要因去年基数较低，去年同期株冶关闭旧产能，新产能尚未达产。
- 虽然精矿加工费明显缩窄，但冶炼利润仍然存在。
- 原料运输和硫酸销售困难已明显好转。

中国锌进出口（吨）



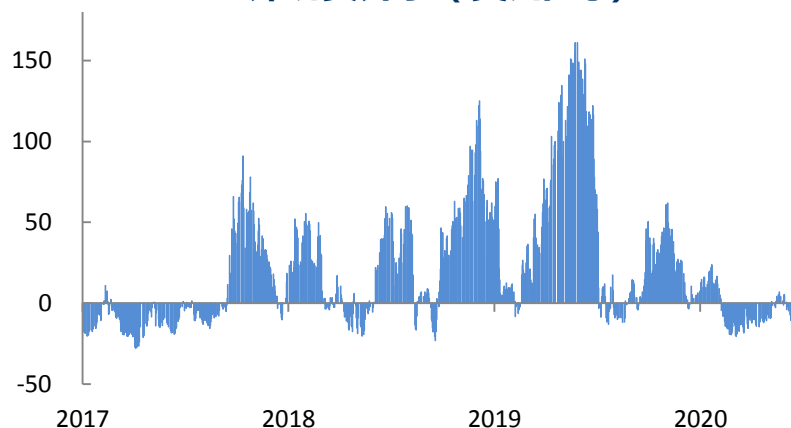
中国精锌产量（万吨，%）



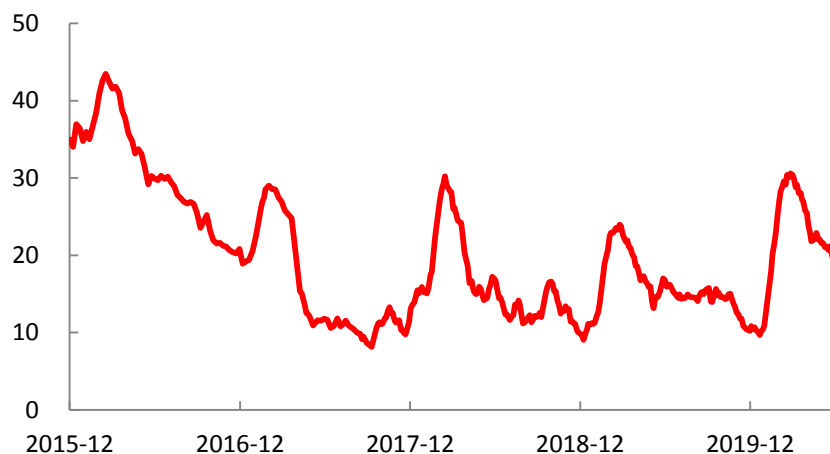
国内库存明显下降，LME库存轻微增加

- 在国内疫情得到有效控制后，需求明显恢复，国内库存迅速下降，但5、6月份趋缓。
- LME现货虽然5月份出现过阶段性升水，但随着库存增加，迅速转为贴水。
- 目前国内社会库存处于19万吨左右。

LME锌现货升水（美元/吨）



国内社会库存（吨）



LME锌库存（吨）



镀锌板产量明显恢复，库存下降

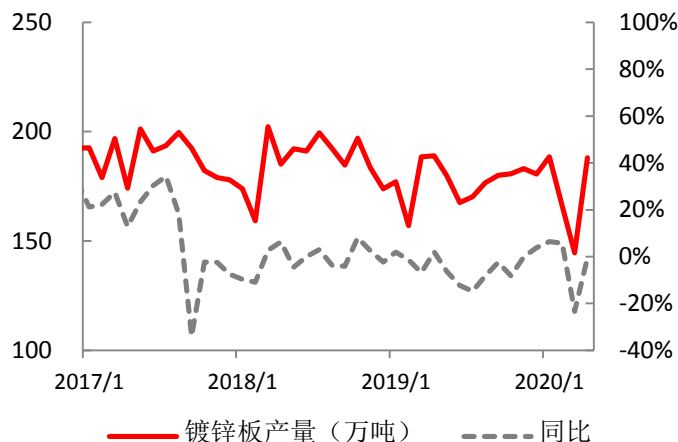
- 1-4月份镀锌板产量同比下降3.4%，并未受疫情明显影响。

- 镀锌板库存大幅攀升后，随需求恢复，库存迅速下降，由最高的53万吨降至40万吨。

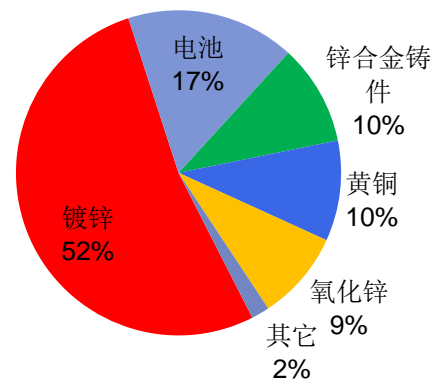
- 3月份镀锌板库存的增加主要受下游需求大幅下挫影响。随着基建投资回升和汽车产量恢复，镀锌板库存明显下降。

- 镀锌板出口恢复明显。

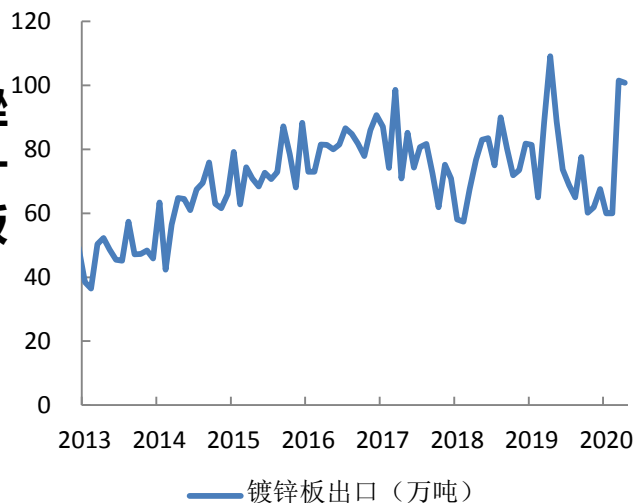
中国镀锌板--产量（万吨）



中国锌下游--需求占比



镀锌板出口（万吨）



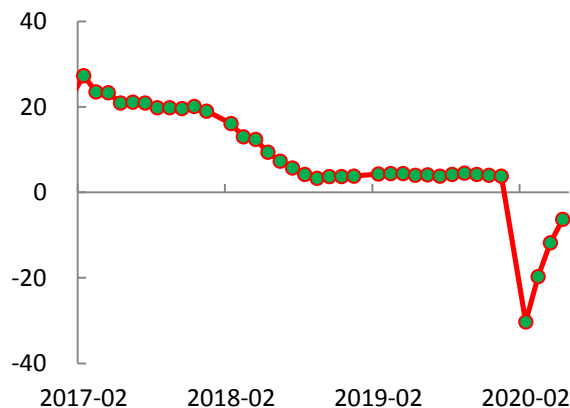
中国镀锌板—库存（万吨）



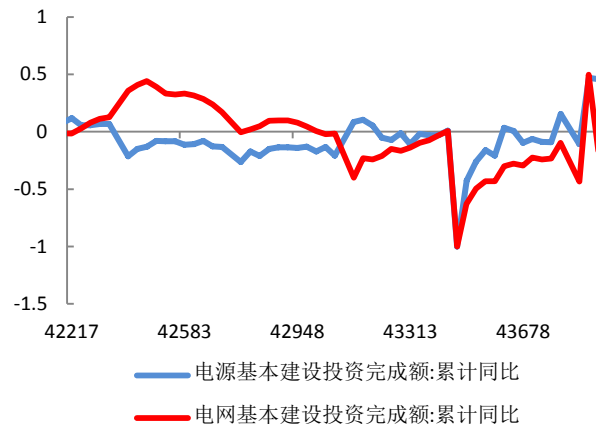
镀锌产品需求未来有望好转

- 在疫情得到有效控制后，基建投资、汽车产量明显恢复。下半年汽车产销和基建投资有望继续好转。
- 下半年家电行业产量总体上恢复可能乏力。其中，空调受高库存影响，1-5月份同比下降；洗衣机产量1-5月份同比下降10.6%；冰箱受出口良好影响，产量恢复明显。家电行业总体上尚未恢复到正常水平。

中国基建投资（不含电力）同比（%）



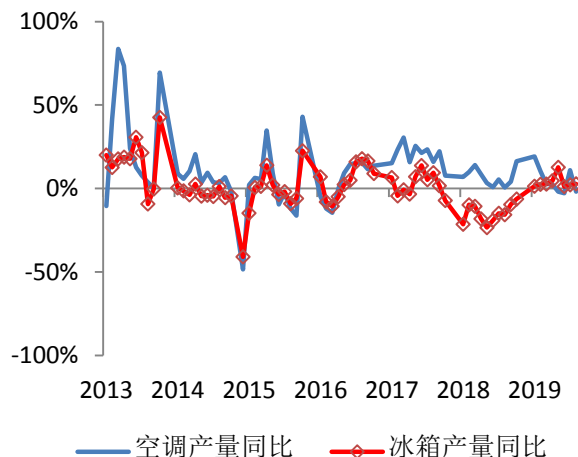
中国电力投资同比（%）



中国汽车产销量同比（%）



中国空调冰箱产量同比（%）



预计下半年小幅过剩

- 境外矿山因疫情影响，上半年全球精矿供应有所减少，表现为加工费明显缩窄，目前疫情风险虽然尚未完全解除，部分矿山计划恢复生产，精矿供应可能逐步恢复正常。
- 下半年国内基建、汽车有望延续向好，家电总体可能受库存和出口影响，恢复可能较为缓慢。
- 因疫情使得矿供应减少，将年初预期过剩数量调减，总体上小幅过剩。

全球精炼锌供求平衡表

单位：千吨	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年F
全球锌矿供应	13,606	13,700	13,202	13,378	13,101	13,390	13,290
全球精锌产量	13,441	13,853	13,646	13,506	13,398	13,856	13,696
北美	1,149	1,182	1,138	1,057	1,148	1,159	
欧洲	2,448	2,477	2,416	2,426	2,531	2,443	
亚洲	8,545	8,955	8,853	8,890	8,566	8,832	
中国	5,807	6,116	6,196	6,034	5,726	6,055	
大洋洲	488	489	470	470	499	467	
非洲	119	72	87	84	67	81	
全球精锌需求	13,735	13,709	13,753	13,956	13,605	13,750	13,580
北美	1,304	1,270	1,164	1,179	1,220	1,218	
亚洲	8,978	8,947	9,132	9,398	8,990	9,164	
中国	6,401	6,447	6,566	6,780	6,396	6,557	
大洋洲	181	161	162	153	156	151	
非洲	109	135	112	111	97	103	
过剩/-缺口	-294	144	-107	-450	-207	106	116
LME库存	692	464	428	184	129	57	124

总结及未来需要关注的几个方面

总结：

1. 前期因疫情影响矿山产量下滑，未来随着疫情转好，矿山逐步复产，矿供应将可能逐步恢复。
2. 下游需求下半年有望延续稳定势头，基建投资、汽车产量有望继续回升，家电行业总体上产量恢复可能乏力。
3. 因疫情使得矿供应减少，将年初预期过剩数量调减，总体上小幅过剩。

❖ 宏观关注：
中国宏观经济数据
中美贸易谈判
美国利率变化
美元指数变化
人民币汇率及利率
境外疫情进展

❖ 供应关注：
全球精矿干扰率
中国精锌、锌矿进口
中国新建产能
矿加工费变化
冶炼企业开工率

❖ 需求关注：
国内镀锌产品库存
国内基建、地产、家电、汽车等行业状况

❖ 库存：
上期所库存变化
LME库存变化

2020年下半年锌期货操作建议

波段操作

- ❖ 2009合约择机做空，建仓区间17300-17800。

套利操作

- ❖ 跨市套利持续跟踪进口套利空间，择机操作，关注人民币汇率变化。
- ❖ 跟踪期现价差，择机操作。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业的需求选择阶段性的卖出套期保值。

品种：铝

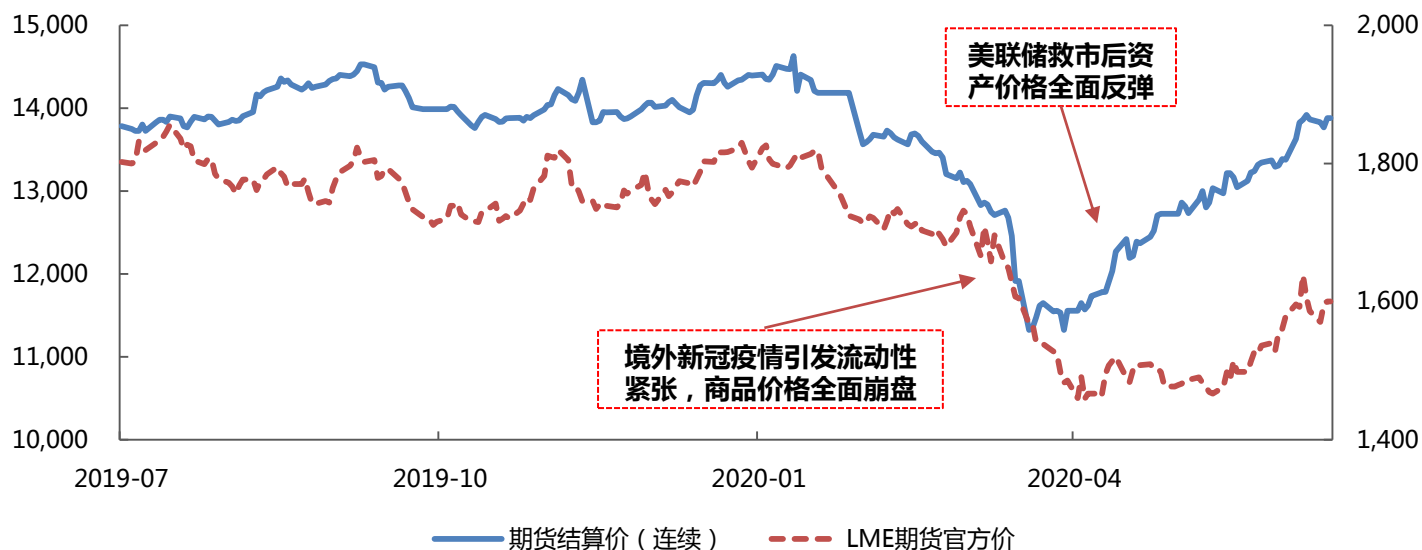
供需整体偏紧，下行空间有限

——2020年下半年铝投资策略展望

- **主要驱动因素：**电解铝新产能投产，下游消费表现较好。
- **供求角度：**2020年下半年铝期货价格或维持高位震荡走势，需要重点关注下半年国内库存的变化情况；从季节性上看，短期铝的消费存在回落风险，此外由于国内外疫情的反差导致进口窗口打开以及国内复工等因素影响，国内供应也存在增加的风险，短期价格面临的压力较大。但从中长期看，电解铝的增量相对有限，下方支撑在逐步增强。
- **预计价格主要运行区间：**LME铝1500-1700美元，上期所铝13000-15000元。

2020年上半年铝行情回顾

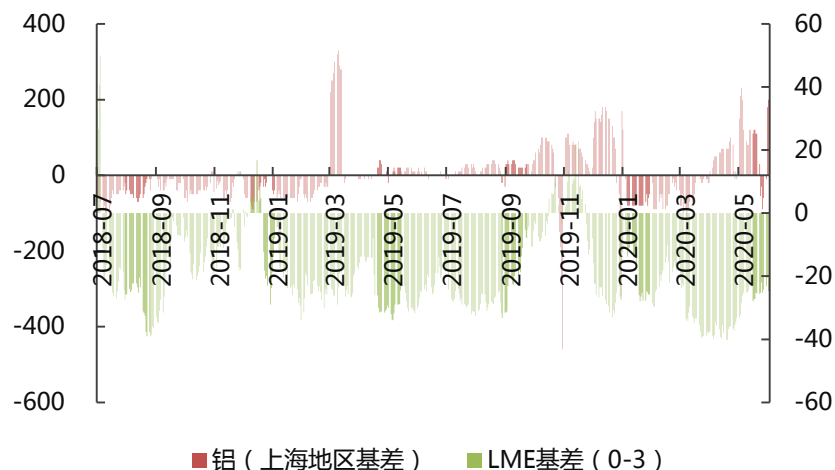
2020年上半年电解铝走势回顾（元/吨，美元/吨）



2020年上半年，全球铝价受宏观因素主导。一月国内新冠疫情显现，恰逢淡季和累库，铝价震荡回落。三月后，境外新冠疫情暴发，铝价季节性回升落空，反而在境外流动性紧张的情况下快速下跌，同期境外美元指数和债券收益率双双飙升，市场恐慌情绪不断加深。下跌行情开始后美联储快速反应，包括大幅调降利率至零以及启动大规模债券购买计划等，配合财政层面的刺激计划，流动性枯竭和市场恐慌情绪迅速得到抑制，美元和债券价格双双回落，商品价格也进入反弹。由于国内疫情率先得到控制并安排复工，铝价在经历了短暂的调整后直接开始回升，而境外受疫情影响价格弱于国内。

现货内热外冷，地区波动加大

基差（元/吨，美元/吨）



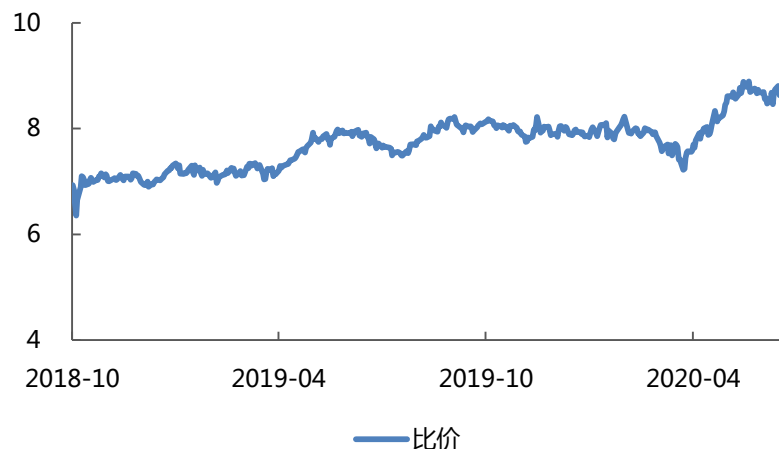
广东现货&地区价差（元/吨）



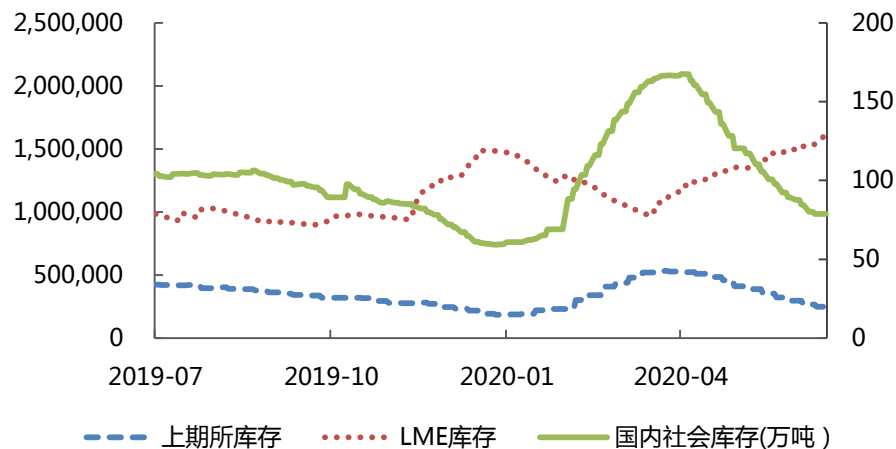
- 今年以来，国内外铝现货呈现明显的内热外冷局面，主要是受到境内外疫情控制和复工差异的影响，从统计看国内铝锭现货在3月逐步复工后基本维持强势，一方面得益于需求的恢复，另一方面前期超跌的价格也压缩了供应规模，并推迟了原有的新增产能投产计划。相比之下，境外的现货需求维持低迷，LME现货基差持续在低位徘徊，未见好转。从目前的价差情况看，境外铝锭进口已经是全面正利润，未来境外的供应压力或向境内转移。
- 地区价差方面，疫情以来沪粤地区铝锭价差大幅波动，整体维持偏低水平，相应的显示铝价绝对水平处于高估的位置。

内外库存分化，比价或有回落

内外盘比价



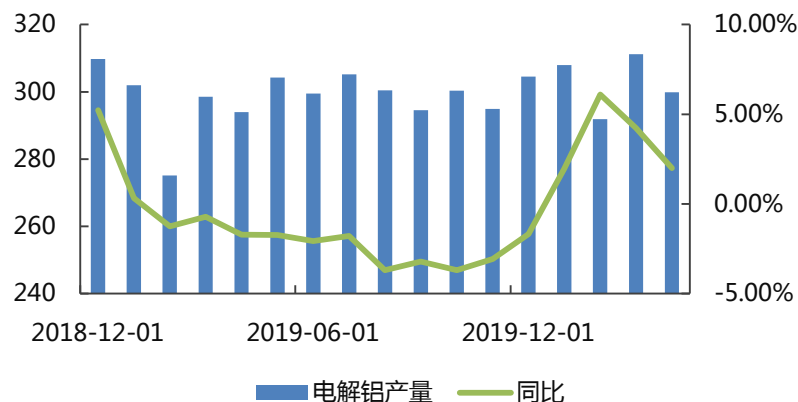
国内铝库存 (吨, 万吨)



- 目前铝境内外的比价同样反映出铝锭供应内紧外松的格局，除去人民币贬值的因素外，目前的电解铝内外比价超过1.2，已经接近2017年9月的内外比价高点，反映出国内铝价水平明显偏高，值得注意的是2017年铝价后期迎来了大幅的下行。
- 库存方面，在国内消费回暖和补库的双重影响下，国内的铝锭社会库存自四月起大幅走低，截至6月18日已经下降至75万吨左右，属于近几年中位偏低水平；相比之下，境外铝锭库存目前仍在增加当中，三月底以来增长了约60万吨，未来可能随着进口的增加而出现企稳回落，建议关注境外库存变化。

产量产能小幅增长，中期供应仍有增加

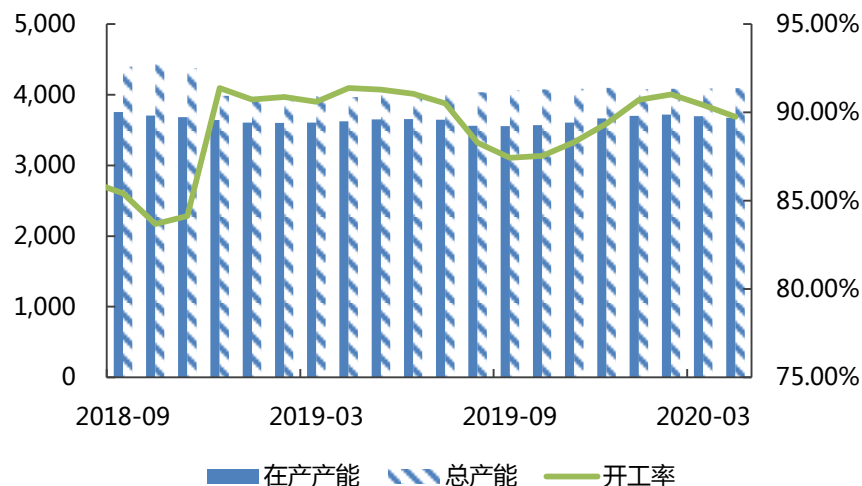
国内电解铝产量（万吨，%）



- 产能方面，ALD数据显示2020年国内电解铝产能小幅增加，截至4月底产能同比去年增长3.24%，环比较3月即持续增加，达4094.6万吨。
- 2020年下半年产能预计继续回升，主要受到复产和新产能投产推动，从目前产业利润情况看，国内产能具有恢复的动力，目前价格水平下下半年电解铝开工和产能预计增长。

■ 受疫情影响，截至4月国内电解铝产量增速快速下滑，自2月的6.1%下降至4月的1.99%，考虑到去年产量的基数偏低，今年的产量增长明显受到疫情的抑制。从往年的情况看，电解铝产量的恢复要相比价格的回升延后3个月，或将最早在6、7月的数据中得到体现。

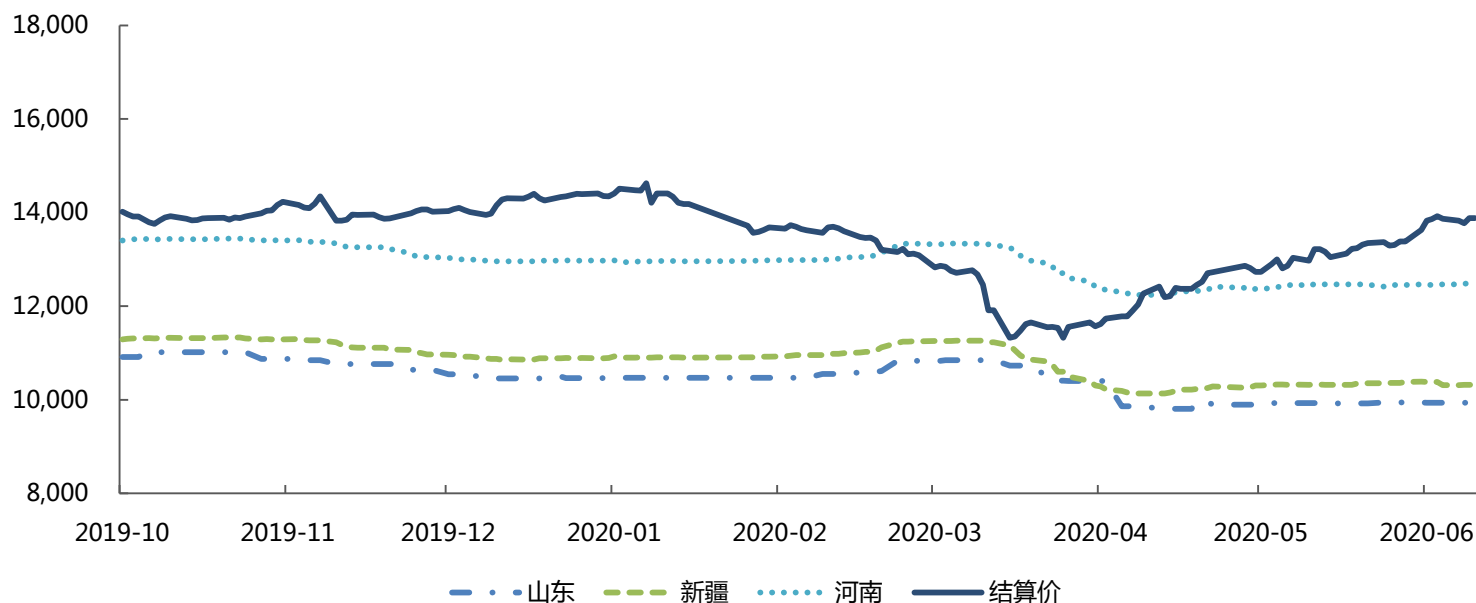
电解铝产能变化（万吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

下半年电解铝利润预计小幅回落

主产区电解铝C1成本曲线（元/吨）



- 上半年受疫情引发的流动性枯竭影响，电解铝利润一度被打压至行业最低现金成本附近，如果不是美联储及时救市，短期甚至可能跌破全行业C1成本。随着氧化铝下跌至地板价后，铝企业的冶炼利润自三月中旬开始回升，目前已经攀升至较好水平，为未来供应的增加提供了条件。另一方面，近期氧化铝价格仍然偏低，未来在铝价高位和产量增加的情况下可能逐步抬升，压缩电解铝利润水平。

下半年电解铝产量或逐步增加

一季度减产产能	
公司	规模
重庆国丰	8
东兴铝业	18
贵州双元	3
黄河鑫业	4
锦宁铝镁	4
中铝山西	7
朔州能源	3
云南铝业	15
重庆旗能	3
合计	65

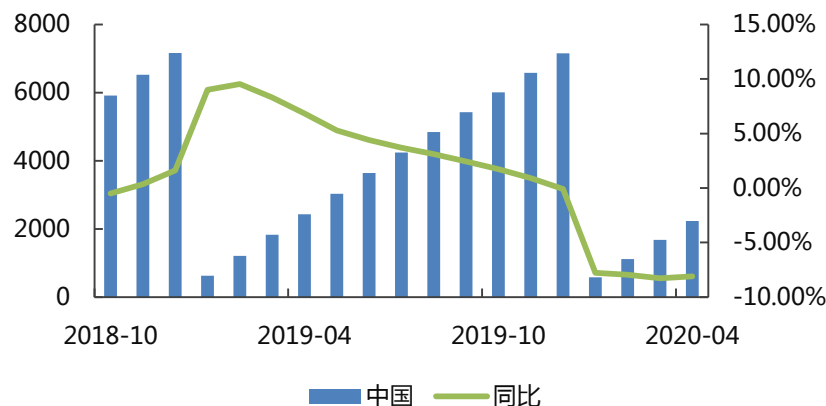
二季度新增产能	
黄河鑫业	2
银海铝业	3
云南神火	15
文山铝业	16
万基铝业	6
百矿	3
广元林丰	12.5
豫港龙泉	6
广元启明星	4
山西华润	12.5
合计	80

- 据机构统计，今年一季度受到铝价跌破成本因素影响，一方面部分现有产能出现大面积关停，另一方面计划投产产能延迟。一季度整体减产规模在65万吨/年左右。
- 二季度铝价快速反弹后，消费同样快速改善，铝锭呈现供不应求的状况，新投产和复产条件成熟。在此背景下，5、6月份国内电解铝产量快速回升，截至6月底预计增加80万吨/年。三季度以及下半年供应预计将有改善。

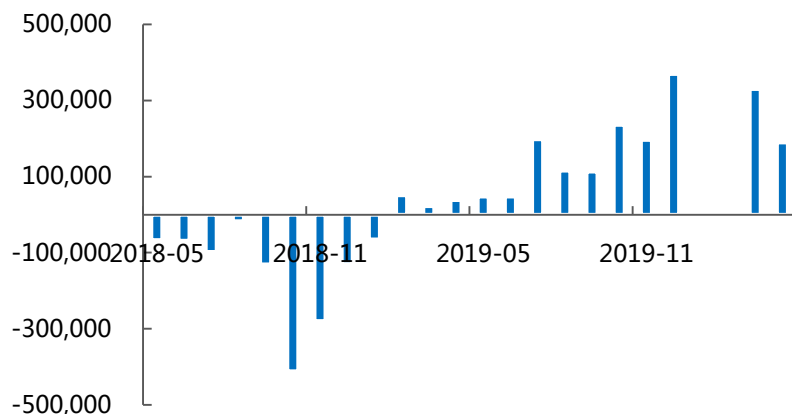
上游原料：氧化铝供应整体宽松

- 上半年国内氧化铝产量同比呈现大幅下降，主要受到去年高基数的影响，如果综合计算净进口和产量合计的国内供应，截至四月国内氧化铝的供应基本与去年同期持平，仅略有下降，在电解铝产量增加的情况下意味着今年上半年氧化铝的供需情况相比去年同期是有所改善的。
- 进口数据方面，3、4月国内氧化铝分别净进口33、19万吨，同比增长1300%、400%，基本回到2017年的进口水平，考虑到3、4月份国内产量的减少，下半年氧化铝进口量预计持续增加。

氧化铝产量（万吨）



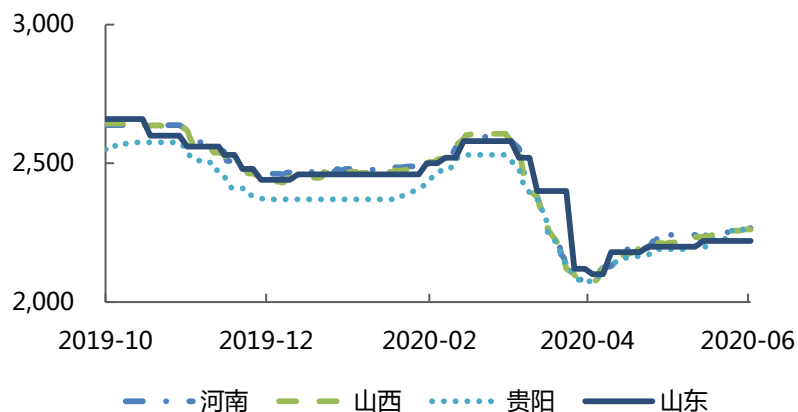
氧化铝进口（万吨）



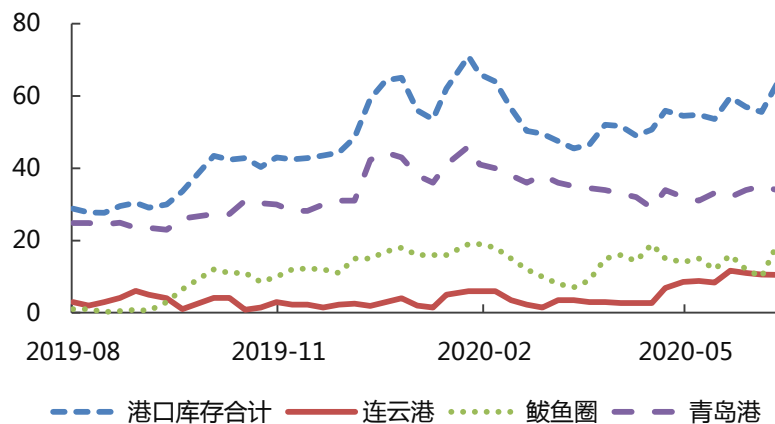
资料来源：Wind，申万期货研究所

上游原料：氧化铝供应整体宽松

氧化铝价格（元/吨）



氧化铝港口库存（万吨）

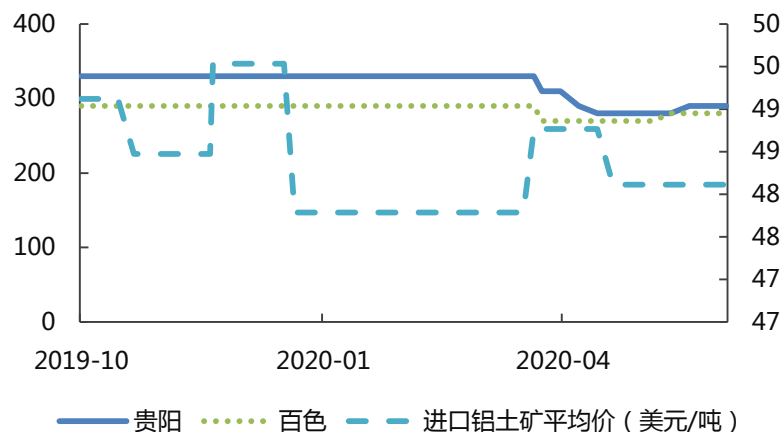


- 从价格上看，上半年国内的氧化铝价格基本和铝价走势保持一致，但是在4月后的反弹行情中受相对过剩的影响并没有出现相应幅度的反弹。
- 库存方面，上半年国内氧化铝库存整体回升，主要受到需求快速减少的影响。按照目前的价格水平，国内氧化铝加工仍在亏损边缘；相比之下，截至6月中下旬国内铝价依然维持相对强势，未来随着电解铝供应的恢复，氧化铝相对电解铝的供应状况预计将有一定的改善，下半年利润预计逐步回归至亏损以上。
- 综合来看氧化铝目前仍是整条产业链上最弱势环节。

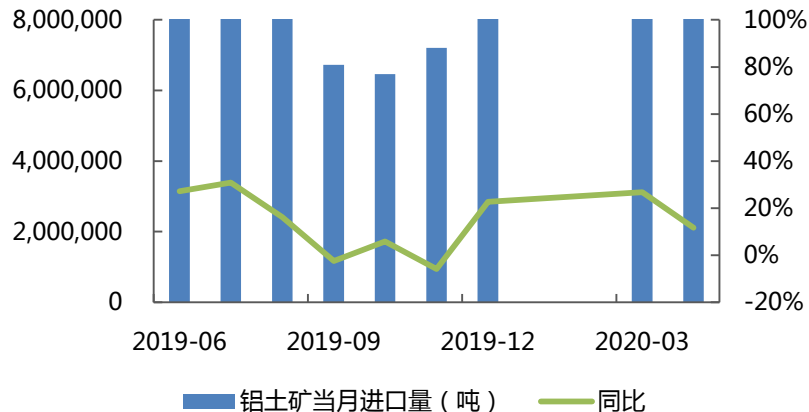
上游原料：铝土矿整体稳定

- 铝土矿方面，上半年国内进口铝土矿数量大幅增长，但受下游氧化铝国内产量减少的影响，增幅出现明显回落。据统计：3、4月份国内铝土矿进口分别为1000和994万吨，同比增速26.77%、11.73%，主要受国内对进口铝土矿使用增加影响。
- 价格方面，受到疫情和技改影响需求走低，国内铝土矿价格上半年走势偏弱，广西、贵州地区价格3月开始走低，疫情恢复后小幅回升。境外铝土矿年内价格整体回升，目前维持在48美元/吨左右。从上半年铝土矿价格的走势看，尽管国内氧化铝一度跌至亏损，铝土矿价格整体依然坚挺，对下游价格形成一定的支撑。

铝土矿价格（元/吨）

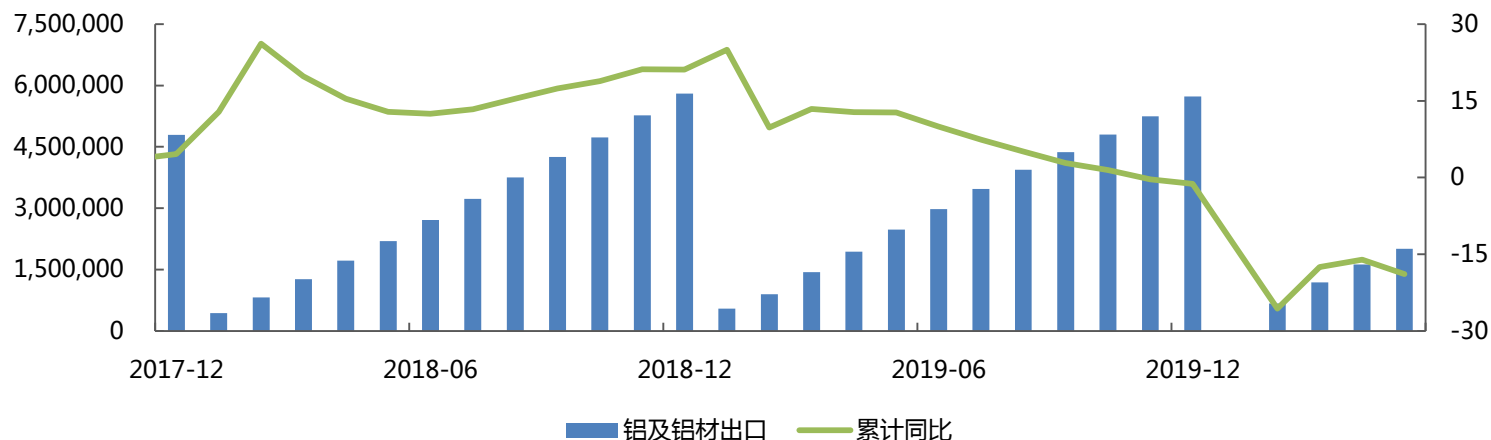


进口铝土矿（吨）



出口下滑，预计改善有限

铝产品出口（吨，%）



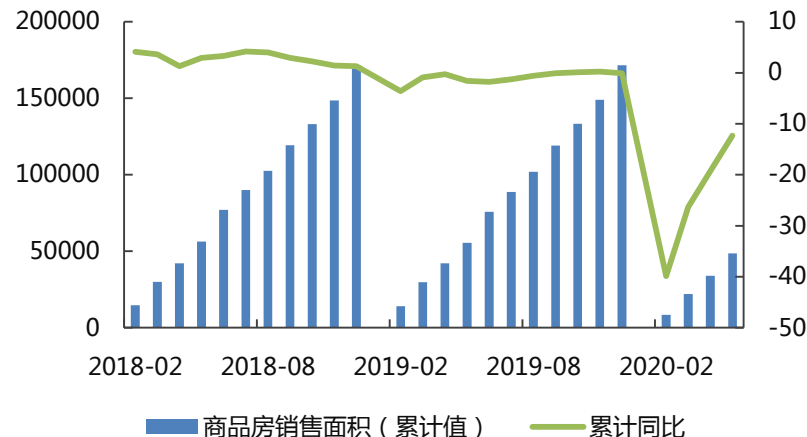
- 出口方面，受到季节性淡季、外围贸易环境恶化以及疫情的影响，国内的铝产品出口自去年年末快速下滑至同比负增长。
- 从目前的趋势看，截至5月铝产品出口在短暂的企稳反弹后再次回落，短期境外虽然部分复工，但疫情尚未得到完全的控制，不排除出现反复的可能性；此外，在经济下行压力增加的情况下，贸易保护主义仍有抬头的迹象，不利于国内铝产品的出口环境。而发达经济体经济的底部徘徊趋势短期也难以改变，境外消费不宜过分期待。

房地产保持高增速，未来保持稳定

房地产开发投资完成额（亿元，%）



商品房销售（万平方米，%）

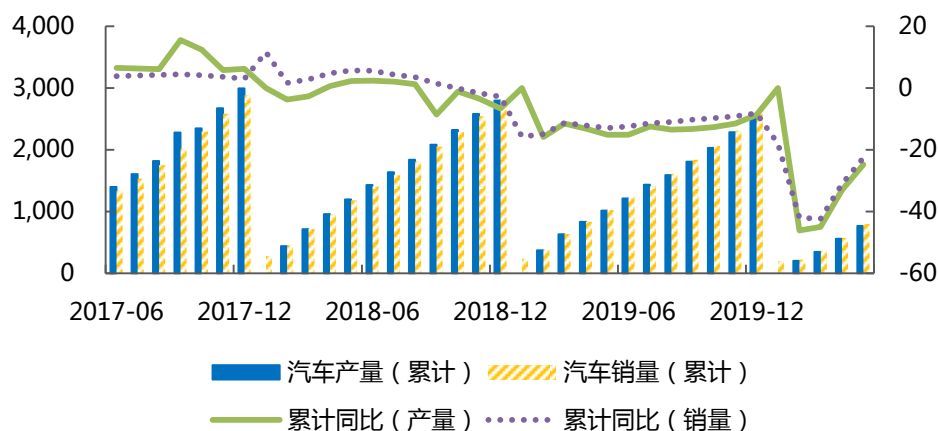


- 数据显示，受疫情影响今年上半年国内房地产投资销售均呈现下滑。
- 投资端，房地产开发投资完成额2月起呈现收缩态势，增速较同期下滑超过15%，二季度以来持续攀升，截至5月已经较去年同期基本持平，显示投资恢复速度较快。下半年预计随着疫情的改善以及国家出台的经济扶植政策，房地产投资预计回升。
- 销售端，上半年国内商品房销售表现较投资更加惨淡，同比下滑一度超过40%，截至5月仍较去年同期下降10%左右，预计今年商品房销售下半年仍难回到2019年水平。

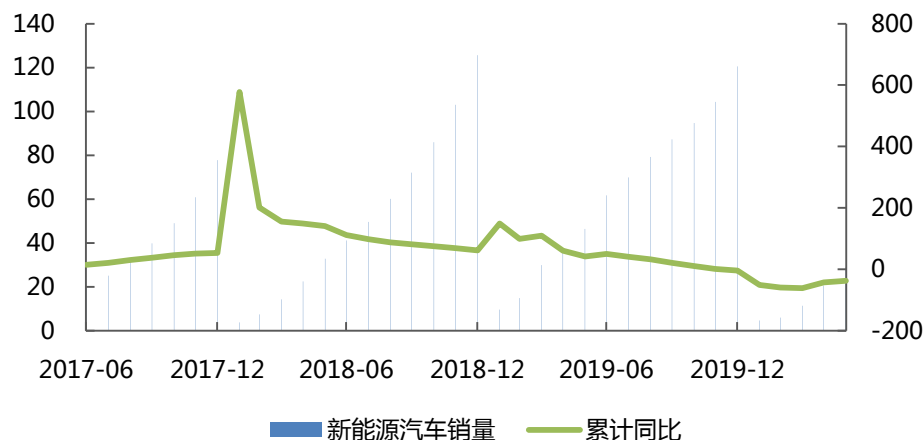
主要下游消费：汽车

- 汽车生产方面，2020年上半年汽车产量同比大幅回落。数据显示：截至今年5月，国内汽车累计生产765.6万辆，累计同比下降24.79%。
- 销售方面，上半年汽车销售同样下滑，但略好于产量，截至5月国内汽车累计销售759.7万辆，同比下降22.6%。
- 新能源车消费上半年甚至不及传统汽车。数据显示：截至5月国内新能源车累计销售28.9万辆，累计同比下降37.78%。
- 2020年下半年预计汽车消费有所回升，但或难达到去年同期水平。

中国汽车产销量（万辆，%）



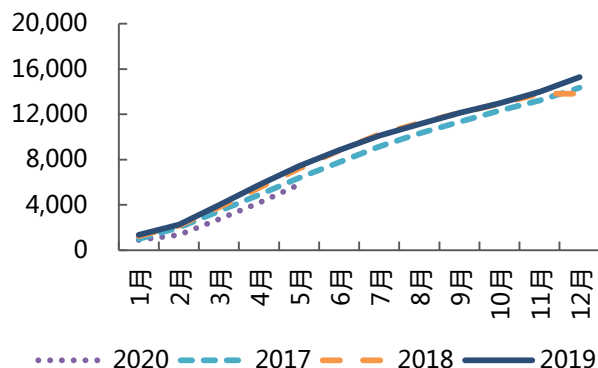
新能源车销售（万辆，%）



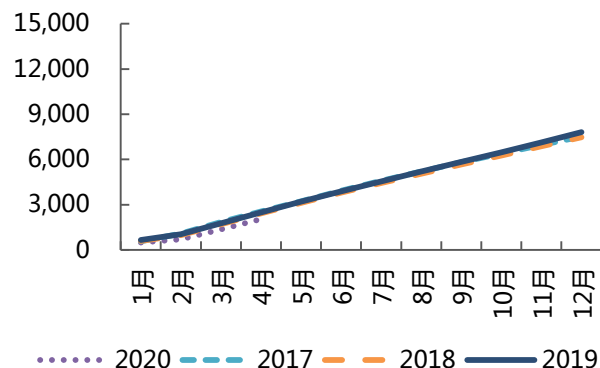
主要下游消费：家电

- 2020年上半年中国家电产量下滑明显。
- 数据显示：截至5月国内家用空调、冰箱和洗衣机的累计产量分别为5790.2、2030.5和1723.6万台。同比去年分别下降22%、24.5%和15%，5月较4月有所改善。
- 库存方面，上半年空调库存维持高位，冰箱和洗衣机库存有所回落。家电库存分化较大。
- 下半年预计消费有所回升，全年家电消费大概率同比负增长。

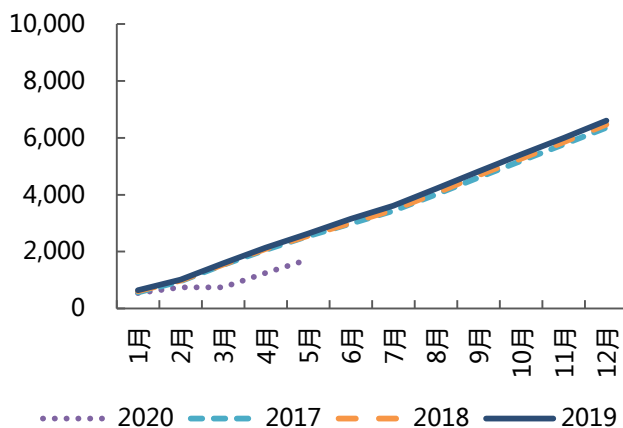
中国家用空调产量（万台）



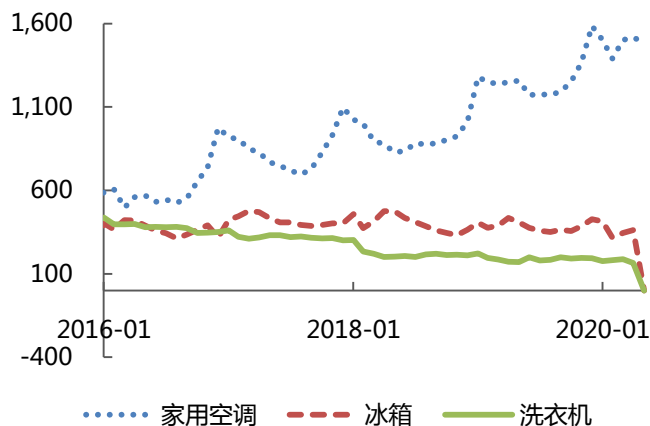
中国冰箱产量（万台）



中国洗衣机产量（万台）

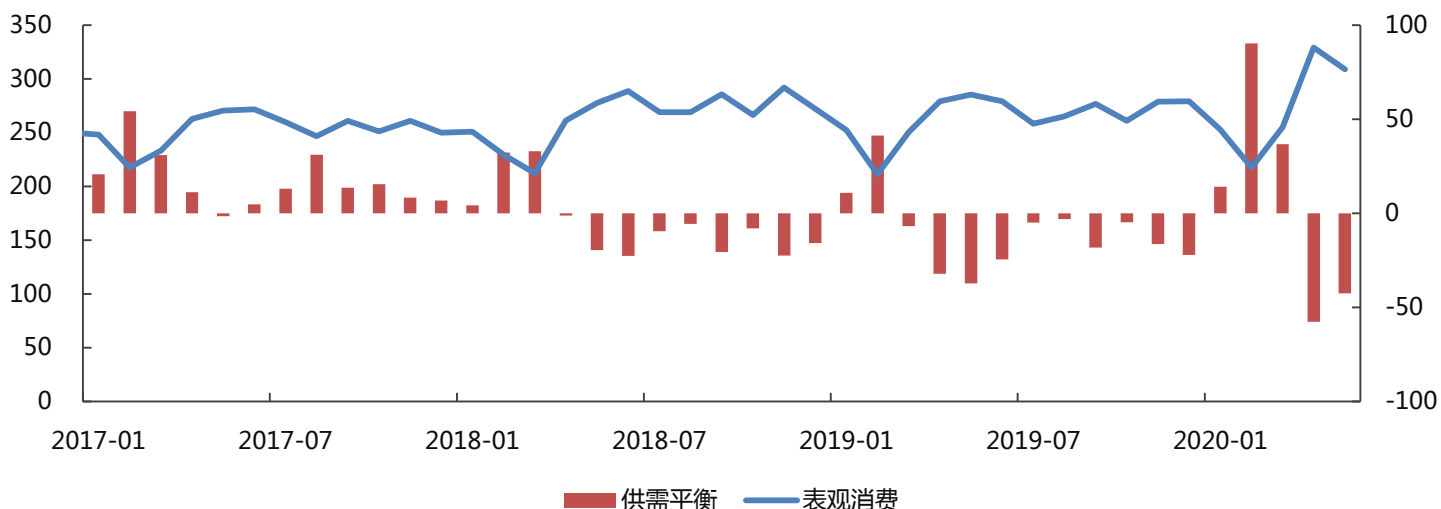


中国家电库存（万台）



2020年预计由缺口转向过剩，消费不宜过高期待

中国电解铝平衡表（万吨）



- 总体来看，尽管受到疫情影响，国内电解铝上半年的表观消费除2月季节性回落外，整体表现较好。尤其是在国内疫情结束后，下游订单释放和集中补库带动需求端快速回升，4月表观消费达到329.15万吨的高水平。
- 供求平衡方面，4、5月份在国内产量维持相对高位的情况下，整体库存水平持续走低，消费意外的保持强劲，造成目前供不应求的局面。
- 下半年我们预计消费难以维持目前水平，但境外疫情可能恢复也可能对消费形成补充。

2020年下半年铝期货行情展望

- 从目前的铝供求情况出发，2020年下半年铝期货价格或维持高位震荡走势，需要重点关注下半年国内库存的变化情况；从季节性上看，短期铝的消费存在回落风险，此外由于国内外疫情的反差导致进口窗口打开以及国内复工等因素影响，国内供应也存在增加的风险，短期价格面临的压力较大。但从中长期看，电解铝的增量相对有限，下方支撑在逐步增强。
- 价格方面，预计下半年铝价走势震荡为主，大概率前低后高运行。强支撑区间预计在12000-13000元/吨；下半年铝价上方预计主要在14000-14500元/吨。建议企业在操作中区间操作为主。

■ 宏观关注：

中美贸易谈判
中国财政货币政策

■ 供应关注：

电解铝新产能投产
进度
环保对氧化铝供应
影响
铝锭进口

■ 需求关注：

基建投资
铝材出口情况
电动车消费

■ 库存：

国内社会库存
上期所库存
LME库存

2020年下半年铝期货操作建议

波段操作

❖ 13000-15000区间高抛低吸为主。

对冲操作

❖ 短期正套为主，关注国外疫情、复工情况。

套保操作

❖ 遇大涨卖出为主，13000元/吨以下可尝试买入保值。

品种：镍&不锈钢

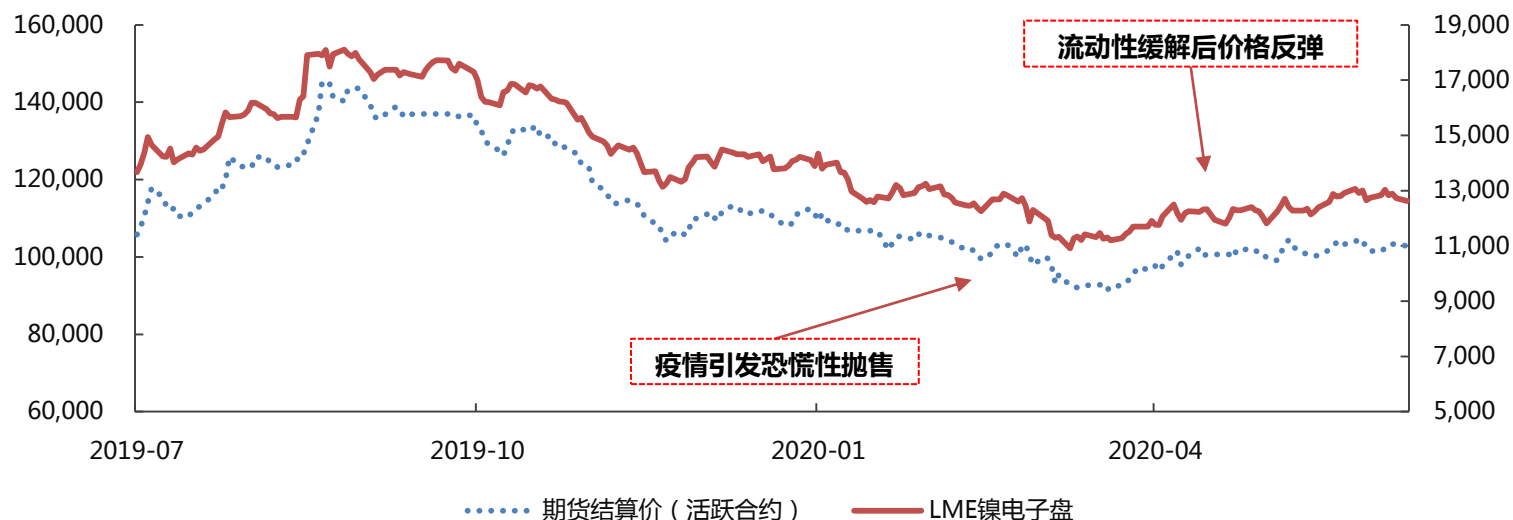
不锈钢压力较大，镍价独木难支

——2020年下半年镍&不锈钢投资策略展望

- **主要驱动因素：**下游消费走弱，不锈钢可能减产，印尼镍铁进口增加
- **供求角度：**2020年下半年镍及不锈钢价格走势预计承压，其中镍价走势相对偏弱。2020年下半年国内镍矿&镍铁供应总量预计增加，加上目前国内的镍金属储备充分，市场不太会出现短缺的情况。未来继续关注印尼镍铁的投产以及国内外不锈钢的产能变化，尤其关注不锈钢产能走势，如果下半年利润继续走低不锈钢企业或出现减产，镍价承压加重。
- **预计价格主要运行区间：**LME镍11000-14000美元，上期所镍90000-110000元。

2020上半年电解镍行情回顾

电解镍价格走势（元/吨，美元/吨）



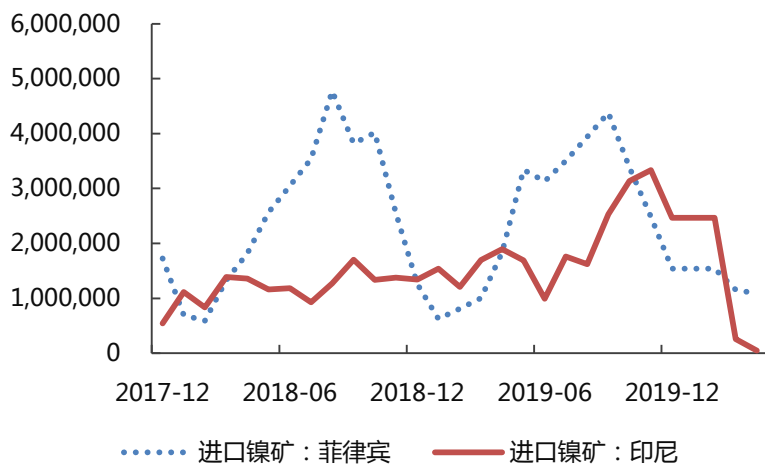
- 2020年上半年镍价走势同样受到宏观因素主导先跌后涨，整体表现相对平淡，以区间运行为主。
- 目前镍价已经逐步回归基本面，未来随着菲律宾矿山发货旺季来临以及印尼镍铁产量的增长，供应压力预计逐步增加。
- 消费端，受下游不锈钢利润走低以及终端疲软影响，下半年镍金属消费预计难有提振，整体不利于价格的上涨。除此之外，市场担忧印尼政府在经济下型压力下解除禁矿，不利于价格的上涨。

资料来源：Wind，申万期货研究所

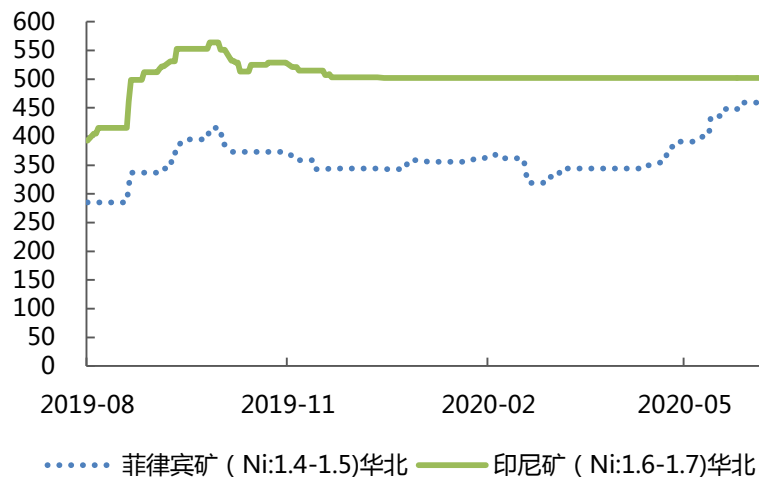
上半年矿石进口大幅减少，矿石价格逆势走强

- 今年以来受印尼政府禁矿的政策影响，国内自印尼进口镍矿数量快速下滑，4月仅进口4.6万吨；此外，上半年为菲律宾镍矿的发货淡季，叠加疫情影响，进口数量同样不高，但下半年随着发货旺季的来临预计进口将出现明显增加。
- 从价格走势来看，由于禁矿影响，国内镍矿供应明显偏紧，菲律宾进口矿石价格上半年表现亮眼，从最低的319元/吨涨到了460元/吨左右。下半年预计随着矿石进口增加以及镍铁进口的提升小幅回落。

中国镍矿进口（吨）



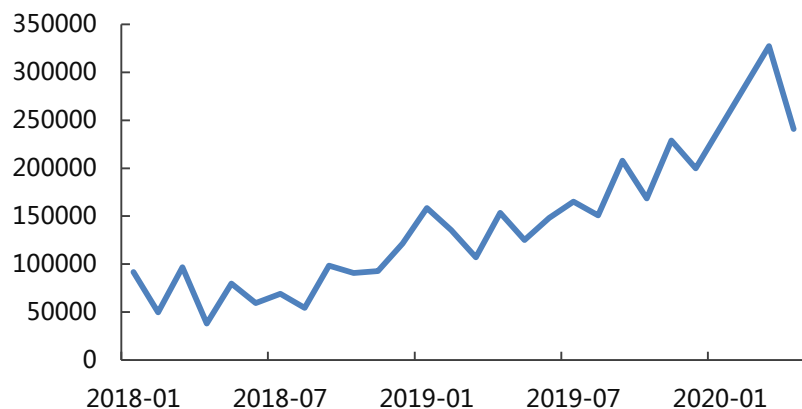
进口镍矿价格（元/吨）



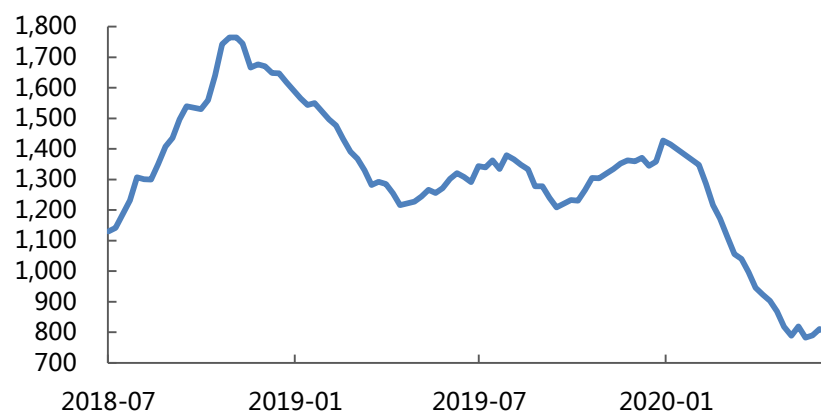
矿石供应紧张，镍铁进口增加

- 受印尼禁矿的影响，一方面国内矿石存量快速消耗，另一方面镍铁的进口随着印尼产量的增长大幅增加。国家统计局数据显示：3、4月国内镍铁进口32.7、24万吨，同比分别增加205.3%和56.9%。
- 矿石方面，港口镍矿库存持续消耗，截至6月中旬在800万吨左右，折金属量约12万吨。未来预计随着菲律宾进口增加，但整体大概率维持低位。

镍铁进口数量（吨）



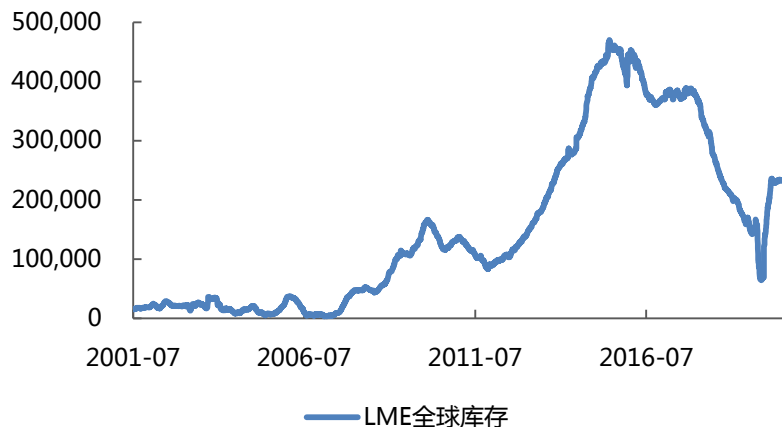
港口镍库存（万吨）



库存充足，镍金属供应仍可缓冲

- 库存方面，今年上半年国内外镍库存整体回升，主要得益于境外库存的增长，现阶段LME镍库存23万吨，库存水平充足；上海期货交易所库存约2.8万吨，整体库存水平较充裕。
- 此外，上海期货交易所将于2020年10月16日从NI2011合约开始将镍豆加入交割，未来逼仓事件预计将大幅减少。

LME镍库存（吨）



上期所镍库存（吨）



禁矿影响存在缓冲，镍金属供应中期充裕

通过对上半年数据梳理，总结如下：

- **供应端：**截至3、4月国内镍铁较去年多进口约42万吨，折金属量约5万吨。
- **存量库存方面：**LME目前库存23万吨左右，国内2.8万吨。港口矿石库存约800万吨，折12万金属吨。总体显性库存约38万吨。较去年12月11日时统计的42万吨存量减少大约4万吨。（数据截至6月23日）
- **增量：**未来继续关注镍铁投产进度，菲律宾矿石出口随着旺季到来将出现明显增加，从全年看考虑到其国内环保与矿山资源问题加上疫情影响，预计全年增幅不会过大。
- **需求方面，**考虑到截至4月今年镍铁进口增加约5万金属吨，6月预计进一步增加至6-7万金属吨，但矿石进口整体减少约1200万吨，约18万金属吨，整体供应收缩至10-11万吨左右，除去存量减少的4万吨外，上半年金属镍的缺口约在6-7万吨左右，相比之下目前的镍金属存量依然充足。

关注印尼镍铁投产进度

- 2020年印尼镍铁投产不确定性较大，主要关注德龙和青山的项目。其中德龙二期16.8万吨项目市场预期明年投产约1/3。加上青山、金川和一些其他项目，明年印尼镍铁产能增量可能在11万吨左右。考虑到投产时间不确定性较高，我们预计镍金属产量增长大致在7-10万吨。上半年镍铁进口增长约5万金属吨，基本与年初预期一致。

等待投产（金属量）		
公司	建设产能	预计投产时间
德龙印尼一期	1.6	2019年三季度
金川WP	0.8	2019年三季度
青山印尼	4.4	2019年三季度
德龙印尼二期	9.6	2019年四季度
金川WP	1.6	2019年四季度
Weda Bay	2.2	2020年
青山印尼	2.2	2020年
德龙印尼二期	16.8	2020年
Weda Bay	11	2020年

国内不锈钢产量增速或将放缓

- 不锈钢方面，Wind数据显示一季度国内铬镍系不锈钢粗钢产量约308.13万吨，同比下降3.08%，主要受到疫情带来的消极影响。二季度国内疫情改善后数据预计回升。除此之外，年内不锈钢增量受利润减少影响大概率不及预期，未来进一步关注上游原料价格走势。

铬镍系不锈钢粗钢产量（万吨）

	铬镍系不锈钢粗钢产量	累计同比
2020-03-31	308.1300	-3.08%
2019-12-31	1349.4000	5.25%
2019-09-30	1074.0400	14.45%
2019-06-30	706.5000	15.69%
2019-03-31	317.9300	8.03%

不锈钢产能扩张，价格面对较大压力

公司	产能	产品
山东金海汇	50	300
太钢不锈	100	300/400
宝钢德盛	150	300/400
柳钢中金	430	200/300
柳钢集团	146	200/300
山东鑫海	100	300/400
合计	976	

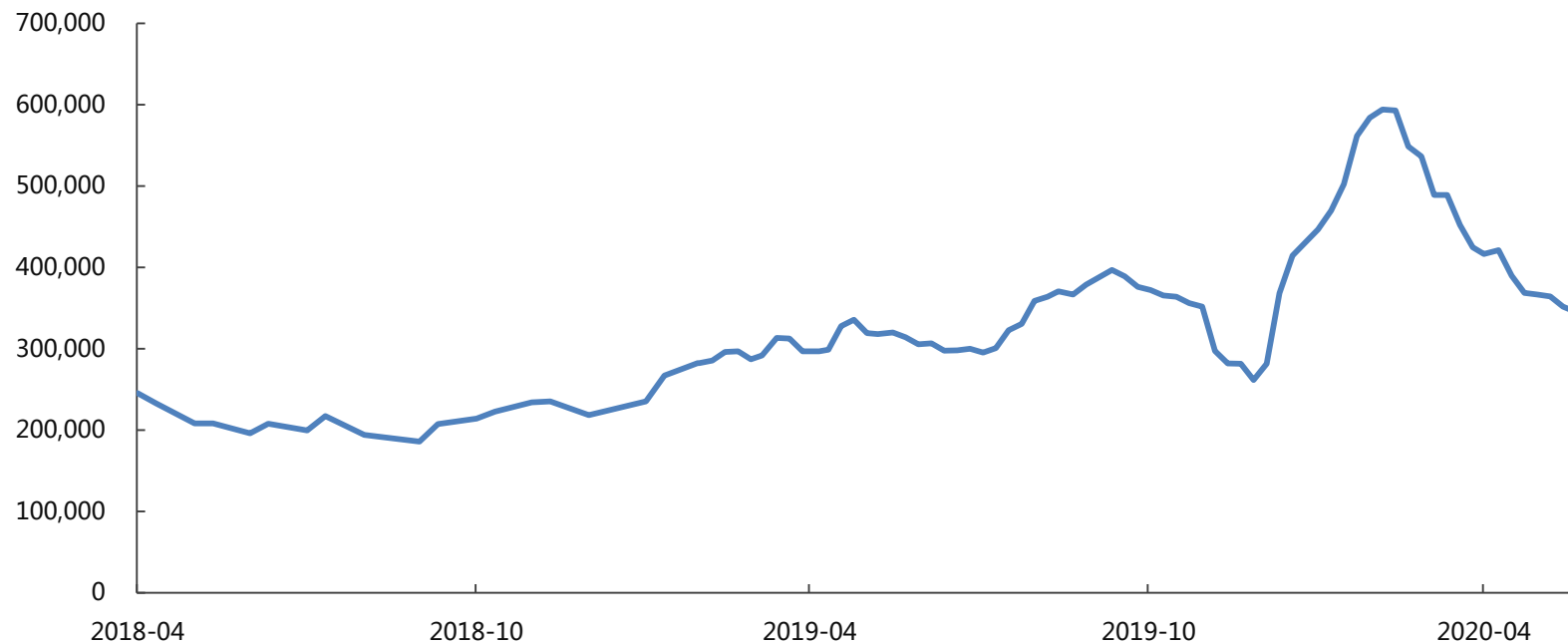
- 据上海有色网的统计，2020年中国境内就有超过750万吨的潜在的300系产能处于2020年的规划当中，条件合适的情况下将会投产。中国之外，印尼全年也有潜在300-500万吨产能规划。但目前不锈钢利润受压较重，未来产能释放或不及预期。

社会库存回落，或将继续走低

- 目前国内300系不锈钢的库存较高峰有所回落，但整体水平依然偏高，显示供应依然相对过剩。从绝对数量上看，目前无锡、佛山两地300系不锈钢库存约在34.5万吨。下半年考虑到不锈钢产能面临利润压力以及下游消费的疲软，预计库存将震荡回落。

单位：吨

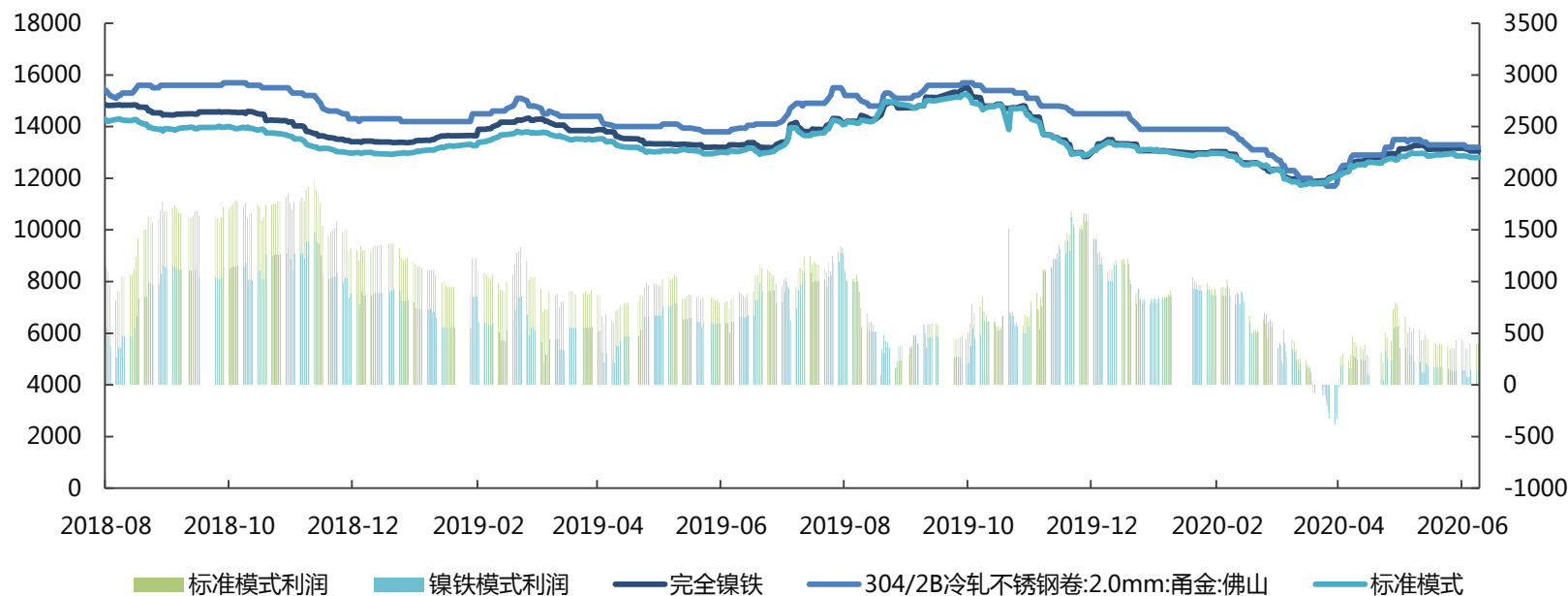
300系不锈钢库存（无锡+佛山）



利润下行，不锈钢价格或将减产

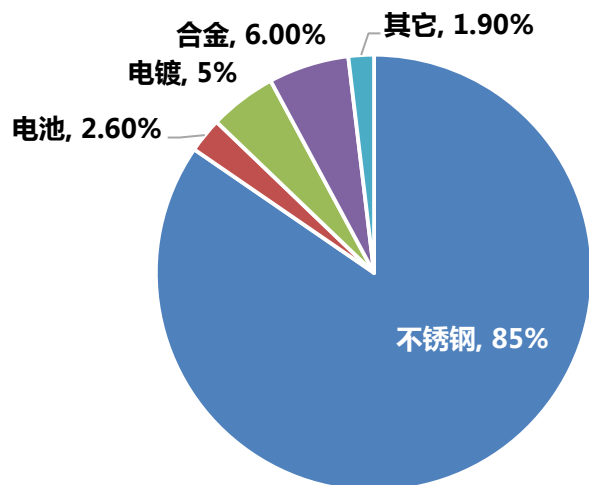
- 按照目前原料价格和不锈钢的价格对比，300系不锈钢的产能规模依然处于相对过剩的程度，目前企业利润受到较大挤压。未来下游消费预计难有大幅增长，不锈钢利润大概率低位震荡，如镍价不进一步调整，不锈钢或逐步出现减产情况。

不锈钢价格&加工利润（元/吨，元/吨）

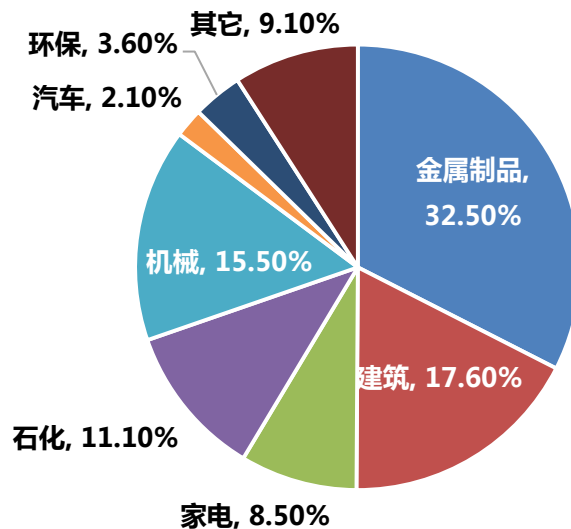


镍-不锈钢产业亟待调整

中国镍下游消费分类



不锈钢下游消费分类



- 从大方向上看，疫情影响下全球经济承压的局面短期难以改变，因此镍铁-不锈钢的下游消费在预计将出现增长不及预期的情况，按照目前的不锈钢价格和利润看，下游消费呈现出明显的疲态，未来下游消费增速不足以支撑整个上游价格的上涨。
- 现阶段镍-不锈钢产业链仍然维持头重脚轻的情形，尤其在印尼禁矿后，镍金属供应相对紧缺，年初我们预计国内镍铁受矿石资源紧缺影响，与不锈钢加工利润同有向下趋势，利润向最上游集中，目前看来已经实现。下半年不锈钢利润预计维持低位，镍价在钢厂利润压无可压的情况下将面临更大的困难。

2020年下半年镍&不锈钢期货行情展望

- 2020年下半年镍及不锈钢价格走势预计承压，其中镍价走势相对偏弱。2020年下半年国内镍矿&镍铁供应总量预计增加，加上目前国内的镍金属储备充分，市场不太会出现短缺的情况。未来继续关注印尼镍铁的投产以及国内外不锈钢的产能变化，尤其关注不锈钢产能走势，如果下半年利润继续走低不锈钢企业或出现减产，镍价承压加重。
- 价格方面，预计上海期镍价格整体波动区间在90000-110000元/吨左右。上海期货不锈钢价格在11000-14000元/吨区间运行。

❖ 宏观关注：
中美贸易摩擦
中国财政货币政策

❖ 供应关注：
不锈钢冷轧进口量
镍铁产能增加
硫酸镍产能增长

❖ 需求关注：
国内不锈钢减产
印尼不锈钢冷轧投产
电动车增速

❖ 库存：
LME库存
上期所库存变化

2020年下半年镍&不锈钢期货操作建议

波段操作

- ❖ 2019年镍价区间波动为主，择机卖出为主，运行区间90000-11000元/吨一线。

套保操作

- ❖ 镍原料建议逢低卖出保值为主。不锈钢期货买入保值为主，开仓区间11000-12000元/吨。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。