

基本面承压，结构行情延续

核心提示：

贵金属板块方向：

利率端而言，目前短期美债收益率仍然锚定在较低的位置，但是由于在9月的议息会议上，美联储透露了可能会较此前市场预期更早地采取加息的动作，而长端利率由于对基准利率的锚定效果较短端相对偏低，故9月10年美债收益大幅走高19BP至1.49%。

美债收益率曲线方面，目前已经开始呈现逐渐陡峭的状态。并且拜登政府也同样在不遗余力地试图推出更多的财政刺激政策，虽然过程中或许会受到各种阻碍，不过倘若财政政策即便只是部分落地，那也会对长端利率造成一定的推动作用，故此使得收益率曲线更趋陡峭，不过这也将会激发市场更多的套利操作（carry trade），从而在一定程度上抑制长端利率的持续走高。

通胀方面，9月间由于市场对于美联储 taper 的预期不断发酵，使得市场通胀预期受到一定打压，breakeven inflation rate 出现4个基点的回落。但另一方面，9月间原油价格走高明显，叠加拜登政府对于财政刺激政策的力挺态度，预计通胀预期或在Q4继续走高。

汇率方面，9月美元指数一度上攻至94.5一线。显示出市场对于可能发生的美国方面早于预期的加息动作正在进行重新定价，预计美元暂时会维持震荡并略微偏强的格局，不过倘若此后经济数据出现大幅不及预期的状况，那么美元的走强或许也会难以持续。

在避险需求方面，对于 delta 变异毒株在全球范围内的蔓延以及各国对于疫情的控制是否有力始终将会是一个潜在的威胁。此外，美国与阿富汗间的争端是否将会愈演愈烈以及中美双方的对话也需持续关注。此外，4季度潜在的全球范围内的能源危机风险也同样需要重点关注。这有可能大幅激发市场避险需求。

综上所述，4季度内，通胀预期走高将会是大概率事件，并且虽然长端美债收益率近期抬升明显，不过由收益率曲线趋陡而引发的套利交易也会在一定程度上抑制长端利率的持续抬升，叠加避险需求的影响，故此从资产配置角度而言，仍可逢低吸入贵金属，尤其是黄金品种。

有色整体板块方向：

Q3，如我们上一份季度策略报告所述，整个有色板块整体进入了高位震荡的格局，品种间走势明显分化。多铜铝空铅锌的策略也较为成功。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 新能源&有色金属组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号：F3080232

投资咨询号：Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号：F3046665

投资咨询号：Z0014806

付志文

☎ 020-83901026

✉ fuzhiwen@htfc.com

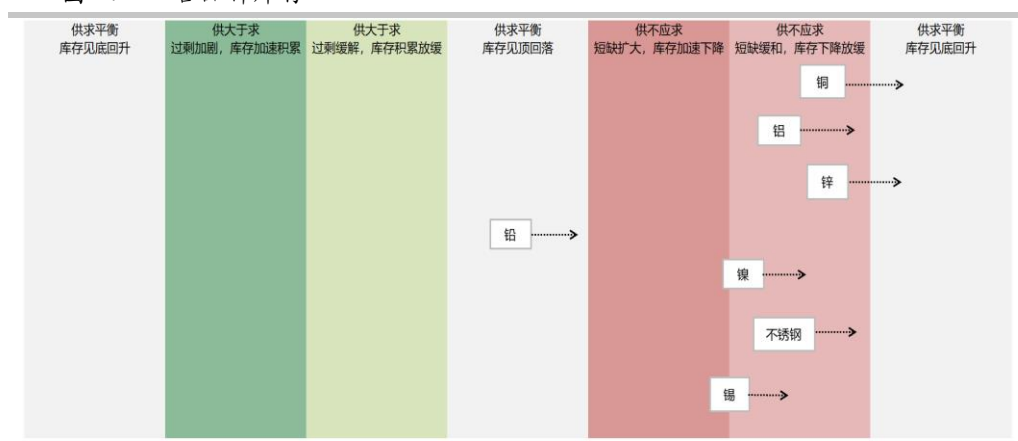
从业资格号：F3013713

投资咨询号：Z0014433

展望 Q4，“能源危机”以及整体低库存背景下，有色板块整体仍将维持强势。但是，价格高位之下，需求端的下滑也是不争的事实，叠加政府持续抛储以及美联储货币政策转向的进程可能会加大价格波动的幅度。分品种来看，我们依然更倾向于推荐基本面更好的品种，比如供应端受到限电限产影响最大的品种-铝，以及下游消费中，新能源汽车占比最高的品种-镍，相比之下，铜的基本面可能逐步走弱，且受制于宏观的高不确定性，可能延续高位震荡的状态，锌、铅基本面的亮点相对比较有限，更推荐逢高做空。

风险提示：央行货币政策导向发生变化

图 1： 各品种库存



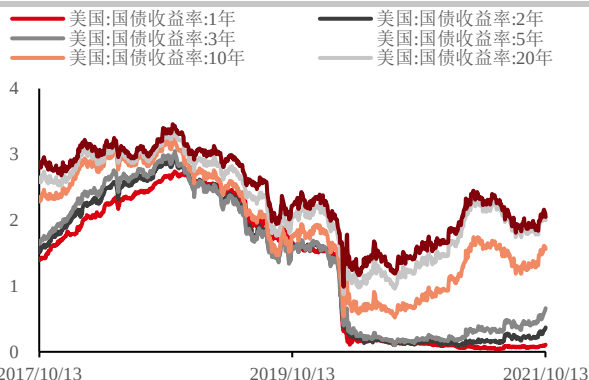
数据来源：华泰期货研究院

贵金属:

2021Q4, 在资产配置的角度而言, 贵金属, 尤其是黄金仍然可以伺机逢低吸入。

图 2: 美国国债各期限收益率

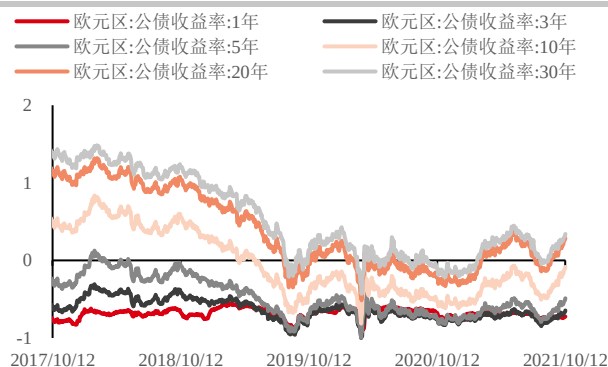
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 欧元区公债各期限收益率

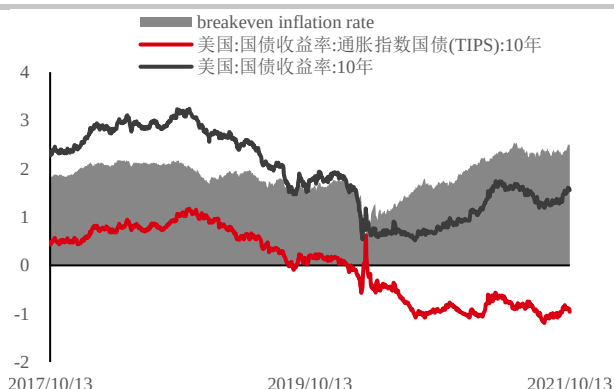
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: Breakeven inflation rate

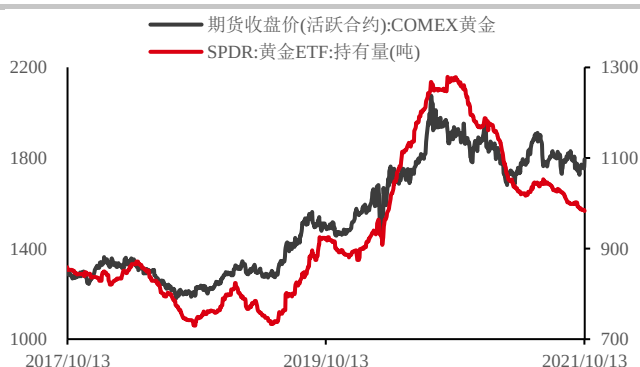
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 黄金 ETF 持仓量

单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 1: 贵金属逻辑与观点 (谨慎看多)

因素	价格	逻辑观点
利率影响	中性	1. 目前短期美债收益率仍然锚定在较低的位置, 长端利率则是在美联储 taper 以及拜登政府持续努力推进财政刺激政策的背景下而出现走高。 2. 目前美债收益率曲线呈现趋陡的态势, 而这则有可能会引发市场更多的套利交易 (carry trade), 从而在一定程度上抑制长端美债收益率持续大幅走高。 3. 预计 4 季度长端美债收益率或将呈现震荡并小幅走高的态势。
通胀影响	↑	1. 由于目前 4 季度潜在的能源危机的风险, 能源价格或持续走高, 以原油为代表的价格稳步抬升, 通胀水平回升同样是大概率事件。

2. 美联储 taper 预期对于通胀预期的打压在 8、9 月间或已得到消化，故此 10 月乃至整个 4 季度，通胀预期大概率将会呈现走高态势。

汇率影响 中性
此前美元指数走强，但这其中或许包含了市场美联储 taper 以及美国未来经济增长的提前透支，并且此前欧洲及日本地区近期疫情的反复，也使得美元更受追捧。但由于市场充分的透支，故此倘若此后的经济数据无法持续表现良好，则有可能会动摇市场信心，并且使得市场认为美联储由 taper 至加息的过渡并不会十分顺畅，那么届时美元的强劲走势也将受到影响。

避险情绪 ↑
1. 目前在全球范围内，delta 变异毒株的蔓延似乎仍有一些逐渐加剧的迹象，4 季度在北半球进入冬季后，疫情的影响或将进一步扩大。
2. 中美双边的谈判以及美国在阿富汗等方面制造的地缘政治危机在 4 季度也不排除会出现进一步发酵的情况。

ETF 持仓 中性
1. 2021Q3，黄金 ETF 出现了 55.75 吨的减持，显示出在美联储 taper 预期的影响下，市场对于持有黄金的信心受到打压。
2. 当下市场对于重新持有贵金属的信心似乎仍然有待重建，后市需重点关注黄金 ETF 持仓量的拐点。

终端行业 ↑
Q3 国内白银去库明显，上海黄金交易所白银去库 568,335 千克至 2,545,635 千克，这或许是此前对于光伏板块用银乐观展望的一种验证。并且此后在碳达峰与碳中和的国策背景下，叠加可能潜在发生的能源危机，这些对于光伏板块仍然是十分有利的条件。

策略观点 谨慎 看多
2021Q3 暂时仍维持震荡思路，对于投机交易而言，可在沪金可在 370 至 395 间高抛低吸，沪银则建议在 5,250 至 5,700 间高抛低吸。而从大类资产配置的角度上而言，则贵金属仍以逢低吸入为主。

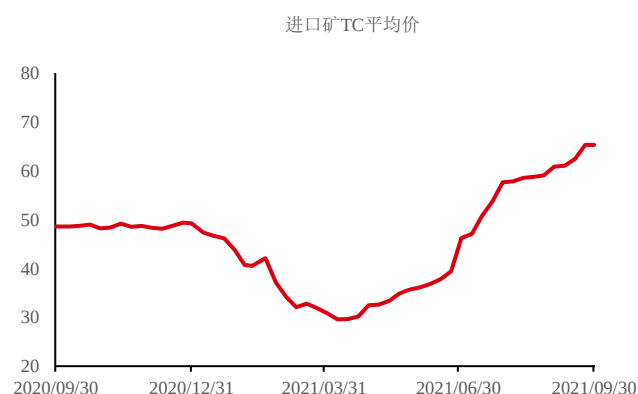
资料来源：华泰期货研究院

铜：

Q4 铜价预计将以高位震荡的态势为主，操作上以在 63,000 至 72,000 间高抛低吸为主。

图 6：TC 价格

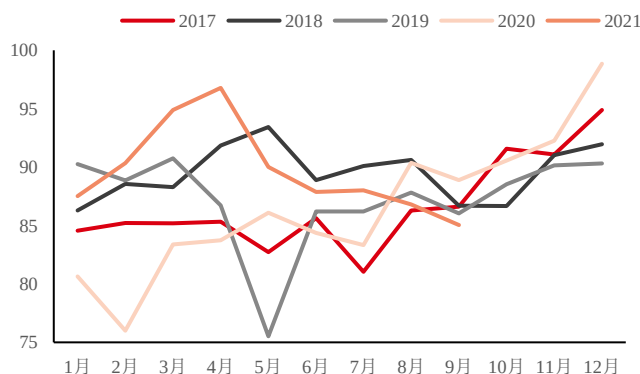
单位：美元/吨



数据来源：SMM 华泰期货研究院

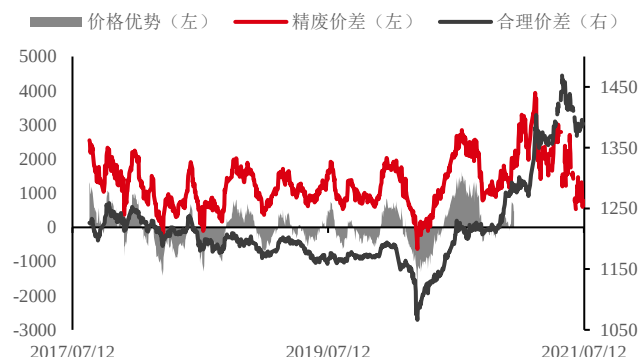
图 7：炼厂开工率

单位：%



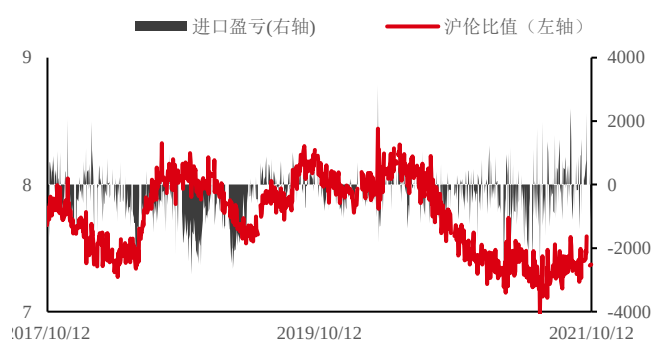
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 8: 精废价差 单位: 元/吨



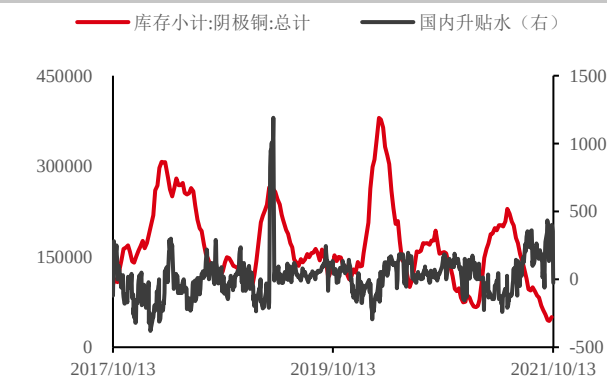
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 9: 进口利润与沪伦比 单位: 元/吨 倍



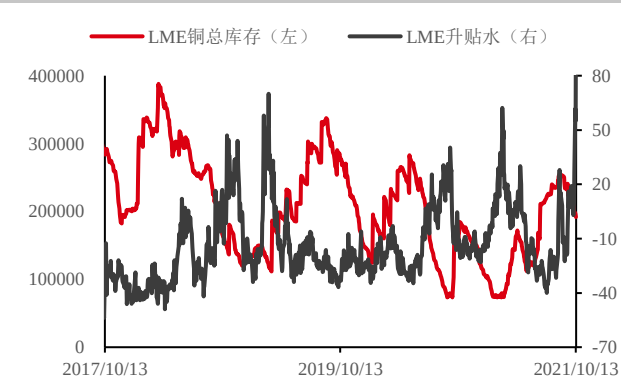
数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

图 10: 国内库存与升贴水 单位: 吨 元/吨



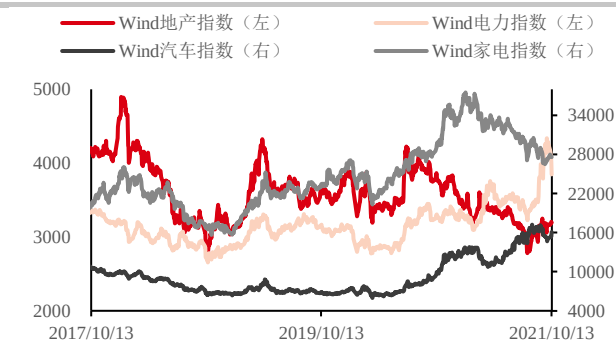
数据来源: Wind SMM 华泰期货研究院

图 11: LME 库存及升贴水 单位: 吨 美元/吨



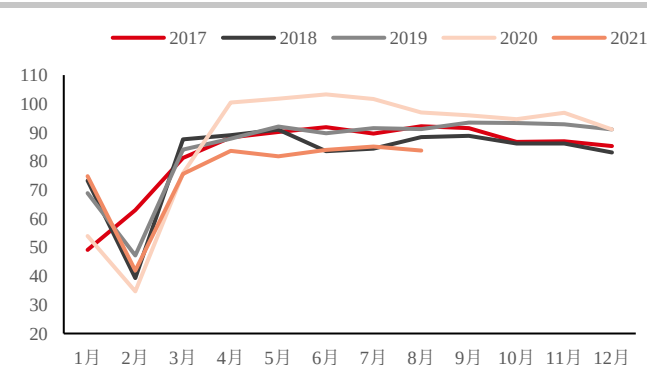
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 终端行业表现 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 电线电缆开工率 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

表 2: 铜逻辑与观点 (高抛低吸)

因素	价格	逻辑观点
供应情况		1. 2021Q3 期间, 虽仍有南美方面罢工事件的干扰, 但实际影响相对有限。TC 价格于 Q3 间大幅走高至 65.3 美元/吨。 2. 1-8 月铜精矿累计进口量达 15,272,252 吨, 同比增加 7.20%, 不过考虑到去年的基数偏低, 实则绝对量也并不十分巨大, 并且目前运力仍然紧张, 故此预计 Q4 间, TC 价格上涨或逐渐趋缓, 大概率呈现小幅走高态势。 3. 废铜供应因受到马来西亚废铜出口限制的影响或仍然有限, 不过这也会加剧精铜的替代需求。 4. Q4 间, 由于潜在的能源危机的影响, 故此也不排除铜供应端会在一定程度上受到波及。 5. Q4 供应增量环比或有 2-3 万吨左右的增长 (剔除抛储)。
消费情况	中性	1. 9 月间, 社会用电数据持续增长, 不过由于此后所可能发生的能源危机的隐患, 故此无论是用电还是电网投资均有可能受到影响。 2. 在汽车板块, 虽然新能源汽车销量再创新高, 不过由于芯片问题, 使得传统汽车的生产仍受到较大影响。 3. 地产以及基建板块的展望又偏向负面。 4. 上述不利因素的预期或在 10 月以及此后的 4 季度中逐渐显现, 从而拖累对于铜品种方面的需求贡献。 5. 预计 Q4 铜需求或将出现环比 2 万吨的下降。
库存状况	中性	1. Q3 上期所去库 11.03 万吨, LME 去库, LME 则是累库 8 万吨。国内外库存变化存在差异, 也反应了海外需求受到 delta 变异毒株的影响或许仍较为明显。 2. Q3 国内去库的主要原因一方面是由于在此期间 Q2 传统消费旺季之中因当时铜价的高企, 使得部分采购需求延后, 此外, 由于废铜进口受到影响致使部分需求转向精炼铜也是 Q3 国内持续去库的原因之一。 3. 综合供需方面影响, Q4 或会出现一定的累库, 幅度或在 5-6 万吨, 不过整体库存仍然处于低位, 因此这对于行情或许仍有一定支撑作用。
基差变动	中性	1. Q3 间可以看到在价格回落之际, 下游买兴有所涌现, 伴随着升贴水报价也有所回升。在不出现价格大幅走高的情况下, 预计此后升贴水或许不至于出现太过明显的回落。
利润水平	中性	1. TC 反弹, 炼厂利润回升。 2. 副产品硫酸价格持续走高, 目前已至 1,000 元/吨的上方, 使得炼厂整体盈利情况持续改善。 3. 炼厂利润持续好转叠加检修多数于 Q3 间结束的情况下, Q4 供应的增长则更能被保障。
宏观影响		宏观层面, 目前 9 月美联储利率决议虽未明确给出 taper 路径, 但是也已基本确定今年年内将会开始缩减购债规模。国内由于受到“双控”的影响, 故此使得经济展望或许受到较大影响, 不过这也不排除央行将会在 Q4 再度适当加大货币宽松力度, 同时能源危机本身或许也会抬升成本端从而利好有色金属品种。
评价策略	高抛低吸	Q4 铜价预计将以高位震荡的态势为主, 操作上以在 63,000 至 72,000 间高抛低吸为主。

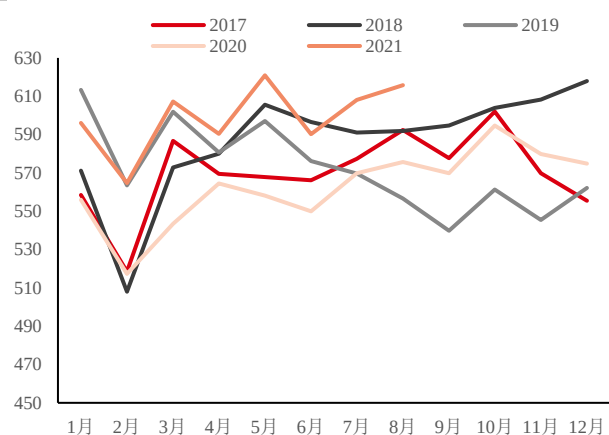
资料来源: 华泰期货研究院

铝:

从铝基本面情况来看, 供应端扰动较为长期, 且随着 Q4 采暖季和西南地区枯水期的到来, 国内能耗双控和电力紧张压力有增无减, 冶炼厂受限产量短期难以释放, 且有减产产能扩大的可能, 新投产项目也难以落地。而消费端收紧属于阶段性影响, 消费需求将因限电而被

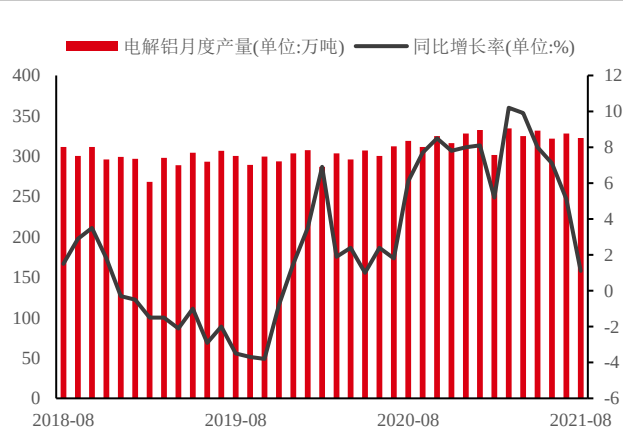
延后但不会消失，且新能源板块的快速发展对铝长期需求也有一定支撑。若后期限电压力有所缓解，由于加工厂生产弹性大，铝材产量有望快速恢复，而冶炼厂复产周期长，电解铝产量下滑难以恢复，铝市将延续供不应求的局面。因此，预计铝价回调空间有限，仍将维持强势运行，单边上建议逢低做多，跨品种配置中建议以多头的思路对待。

图 14: 中国氧化铝产量 单位: 万吨



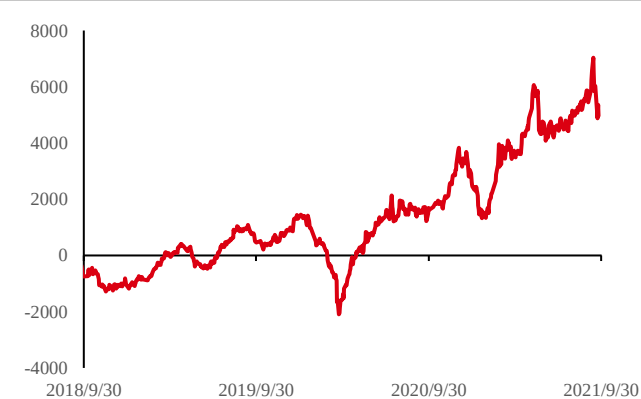
数据来源: Wind 阿拉丁 华泰期货研究院

图 15: 中国电解铝产量 单位: 万吨



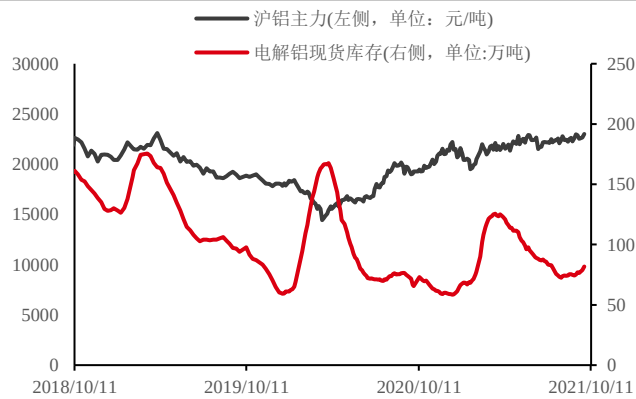
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 电解铝利润曲线 单位: 元/吨



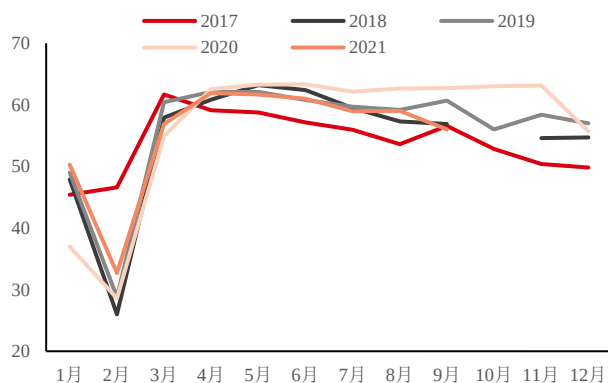
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 17: 国内铝锭社会库存 单位: 万吨



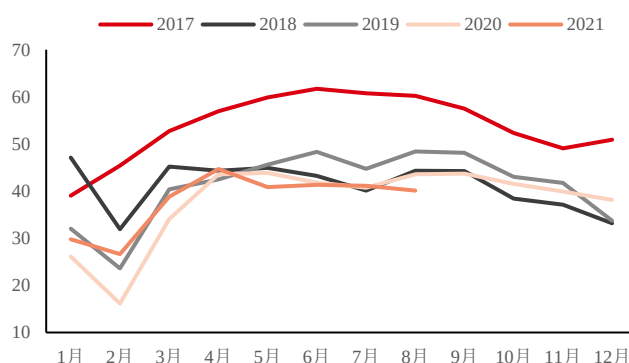
数据来源: 我的有色 华泰期货研究院

图 18: 铝型材开工率图 单位: %



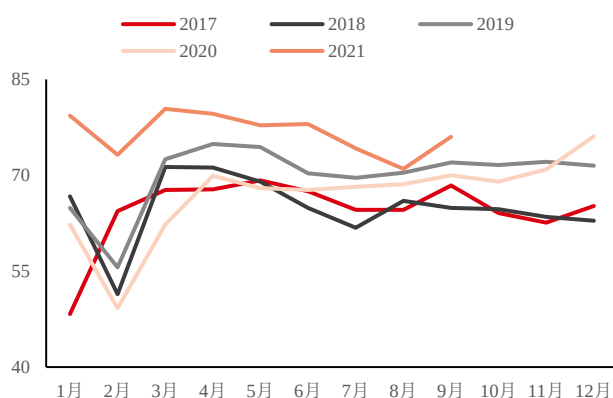
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 19: 铝线缆开工率图 单位: %



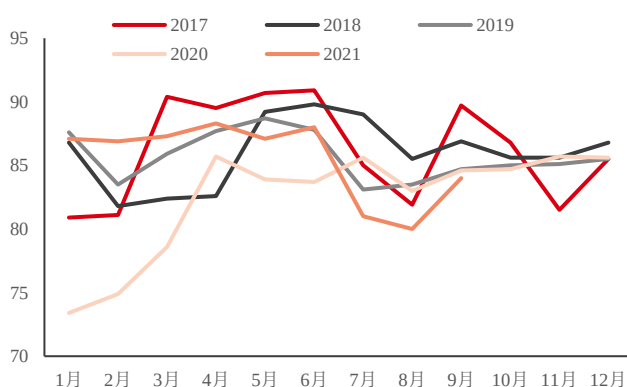
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 20: 铝板带开工率图 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 21: 铝箔开工率图 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

表 3: 铝逻辑与观点 (逢低做多、跨品种套利多头配置)

因素	价格	逻辑观点
供应情况	↑	1. 2021 年 Q4 电解铝产量收紧, 预计在 925-930 万吨。供应端限电和能耗双控政策影响持续发酵, 新疆、陕西、云南、贵州、广西等电解铝生产大省限电限产消息频发, 或将减产产量 16 万吨/月, 且云南、广西地区新产能投放将推至明年。随着 Q4 采暖季和枯水季的到来, 全国节能形势将进一步严峻, 预计今内供应端将持续受限。 2. Q4 进口量预计在 40-50 万吨左右, 近期沪伦比值行至 1.2, 进口窗口微微开启, 但海外部分铝企出现减产且海运费较高可能会对进口造成一定干扰。 3. Q4 抛储量预计共 21 万吨, 主要在政策层面指引市场保供稳价, 但量级对市场影响较小。
消费情况	中性	1. Q4 传统终端消费旺季, 受新能源车市场爆发影响, 用在动力电池里的铝箔需求火爆, 但因房地产政策收紧, 作为终端行业中体量最大的建筑型材企业需求疲软, 订单量不佳, 整体消费或将呈现“旺季不旺”格局。

2.Q4 初广东、江苏、山东等地部分铝加工企业受限电影响停机减产，开工率出现下滑，需要持续关注限电对加工企业的影响。

3.Q4 出口市场或将受到铝材出口退税优惠取消的影响，预计 Q3 铝材出口量在 120 万吨左右。

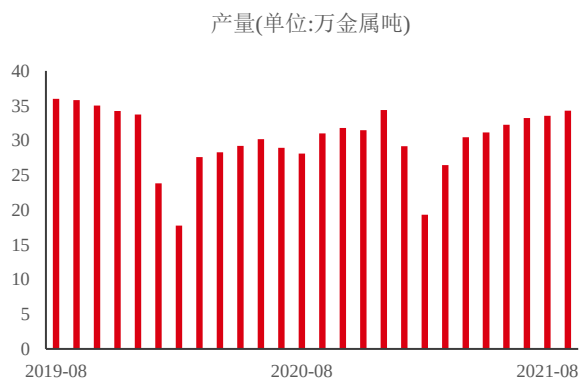
库存状况	中性	Q4 国内库存短期内将以累库为主，但考虑到限电对供应端的影响要大于需求端，铝市预计延续供不应求局面，预计季末库存将维持在 70 万吨附近。随着海外下游企业开工率因疫情缓解逐步提高，LME 全球预计持续去库。
基差变动	中性	Q4 下游或因限电而接货积极性较低，基差大概率至-100-0 元/吨，若有大户持续收货，基差仍有概率走强。
利润水平	↓	Q4 铝价仍将处于高位，电解铝厂利润或维持在 4000-5000 元/吨之间，但煤炭价格或因供应紧张持续维持高位且氧化铝价格仍有上行趋势，压榨部分生产利润，利润可能会继续收窄。
宏观影响	↑	宏观层面，目前 9 月美联储利率决议虽未明确给出 taper 路径，但是也已基本确定今年年内将会开始缩减购债规模。国内由于受到“双控”的影响，故此使得经济展望或许受到较大影响，不过这也不排除央行将会在 Q4 再度适当加大货币宽松力度，同时能源危机本身或许也会抬升成本端从而利好有色金属品种。
评价策略	逢低做多	从铝基本面情况来看，供应端扰动较为长期，且随着 Q4 采暖季和西南地区枯水期的到来，国内能耗双控和电力紧张压力有增无减，冶炼厂受限产量短期难以释放，且有减产产能扩大的可能，新投产项目也难以落地。而消费端收紧属于阶段性影响，消费需求将因限电而被延后但不会消失，且新能源板块的快速发展对铝长期需求也有一定支撑。若后期限电压力有所缓解，由于加工厂生产弹性大，铝材产量有望快速恢复，而冶炼厂复产周期长，电解铝产量下滑难以恢复，铝市将延续供不应求的局面。因此，预计铝价回调空间有限，仍将维持强势运行，单边上建议逢低做多，跨品种配置中建议以多头的思路对待。

资料来源：华泰期货研究院

锌：

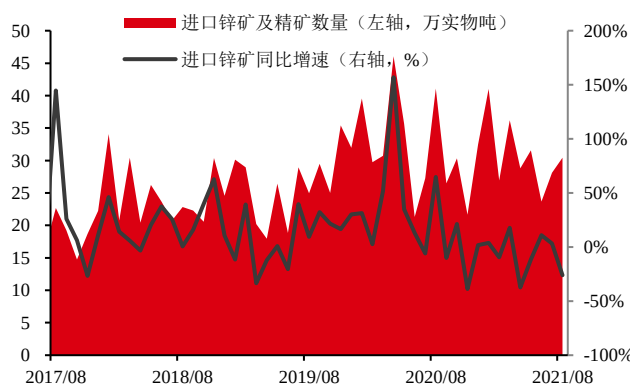
目前国内锌市整体仍处于供需双弱的格局，但海外矿端和冶炼端受能源危机影响干扰不断，对市场造成一定刺激，因此单边上 Q4 对于锌品种建议以观望为主。

图 22： 锌精矿月度产量 单位：万金属吨



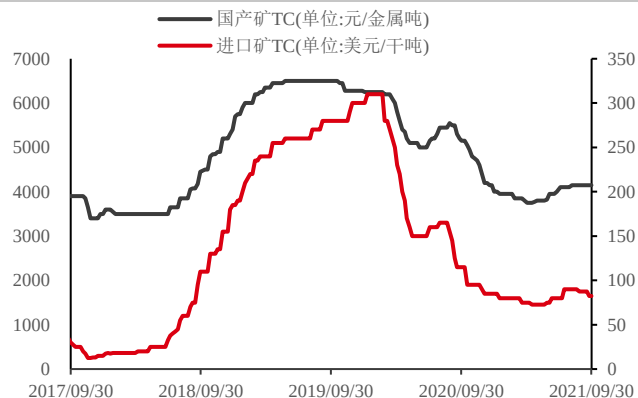
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 23： 锌精矿月度进口数据 单位：吨/%



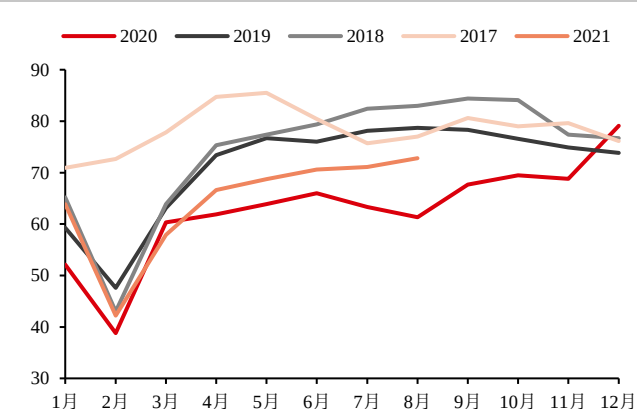
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 24: 国产矿 TC & 进口矿 TC 单位: 元/金属吨



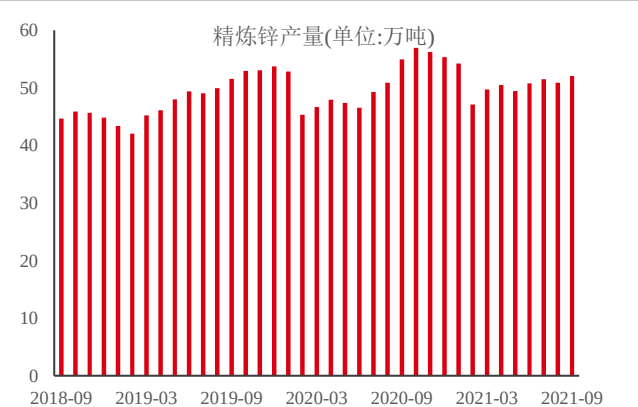
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 25: 国内锌矿开工率 单位: %



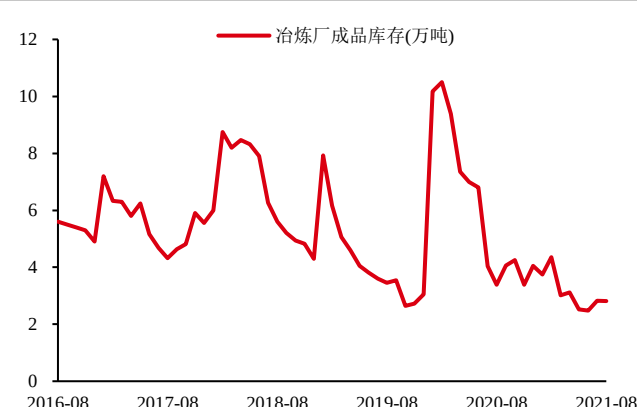
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 26: 精炼锌产量 单位: 万吨



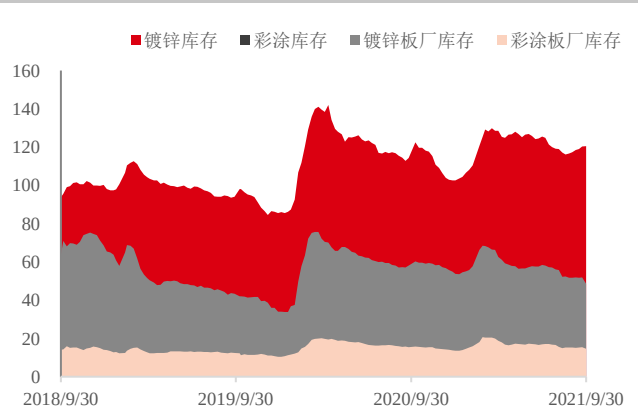
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 27: 冶炼厂成品库存 单位: 万吨



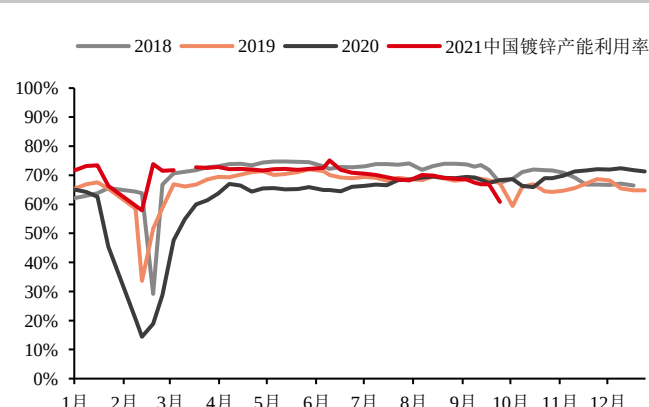
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 28: 国内镀锌库存 单位: 万吨



数据来源: 我的有色 华泰期货研究院

图 29: 国内镀锌产能利用率 单位: %



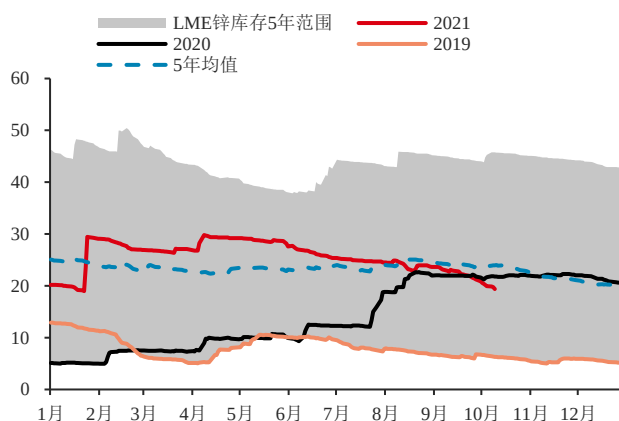
数据来源: 我的有色 华泰期货研究院

图 30: 国内库存与沪锌主力 单位: 万吨 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: LME 锌季节性库存 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 4: 锌逻辑与观点 (谨慎观望)

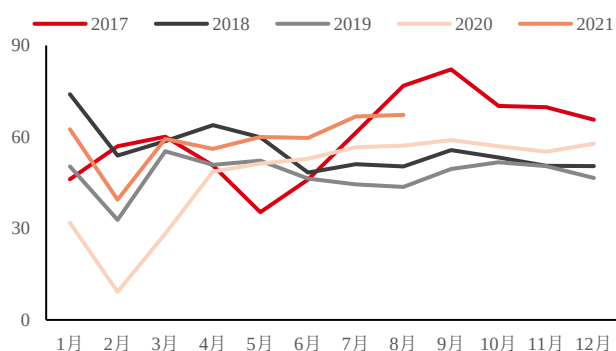
因素	价格	逻辑观点
供应情况	↑	1.Q4 海外锌矿端供应已基本趋于稳定, 但需要警惕能源危机对矿端产量的影响。国内进入 9 月, 内蒙古地区限电影响减弱, 除了高尔齐矿业外, 其余矿山多在 9 月复产。 2.冶炼端方面近期干扰较多, 海外 Nyrstar 锌冶炼厂下调产量预期至原有的 50%, 预计影响四季度 7-8 万吨产量, 且不排除后续海外冶炼厂受电价影响再度减压产可能, 国内广西、湖南、云南地区因限电, 当地锌冶炼厂产量受到不同程度的限制。考虑到能耗双控和限电随着采暖季的到来将不断严峻, Q4 精炼锌产量或受到干扰。 3.预计 Q4 锌抛储量为 15 万吨, 对限电所导致的冶炼减产有所弥补。
消费情况	↓	1.当前能源危机波及多国, 对 Q4 需求端的展望并不乐观 2.国内“银十”预计将延续“旺季不旺”局面, 主因锌合金、氧化锌、镀锌企业受限电干扰开工情况表现不佳。
库存状况	↑	1. Q3 国内锌锭社会库存降至 11.76 万吨, 处于历史低位, LME 库存环比下降至 19.95 万吨。 2. Q4 处于淡旺季交替, 并且锌品种与新能源概念的关联又并不十分明显, 且占据终端消费六成的房地产板块表现或将持续低迷, 故此 Q4 大致呈现供需双弱格局。
基差变动	中性	1. 市场目前升贴水报价相对较为随行就势。主动惜售挺价以及让渡升贴水以求尽快出货的情况均不多见。 2. Q4 淡旺季交替, 升贴水报价料将逐渐走弱。
利润水平	中性	近期锌价高位震荡, 冶炼厂生产利润有所回升, 但伴副产品硫酸价格的下调, 冶炼厂利润修复有限, 叠加能耗双控下降负荷带来的成本上升, 预计 Q4 冶炼厂生产盈利性一般。
宏观影响	↑	宏观层面, 目前 9 月美联储利率决议虽未明确给出 taper 路径, 但是也已基本确定今年年内将会开始缩减购债规模。国内由于受到“双控”的影响, 故此使得经济展望或许受到较大影响, 不过这也不排除央行将会在 Q4 再度适当加大货币宽松力度, 同时能源危机本身或许也会抬升成本端从而利好有色金属品种。
评价策略	谨慎观望	目前国内锌市整体仍处于供需双弱的格局, 但海外矿端和冶炼端受能源危机影响干扰不断, 对市场造成一定刺激, 因此单边上 Q4 对于锌品种建议以观望为主。

资料来源：华泰期货研究院

铅：

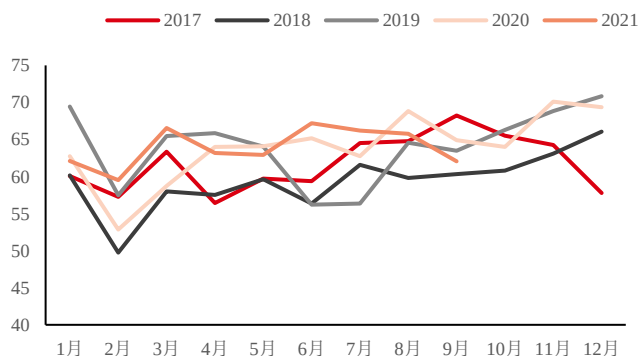
4 铅基本面难有太多改善，操作上仍以在 15,200 元/吨一线逢高做空为主。

图 32： 再生铅企业开工率 单位：%



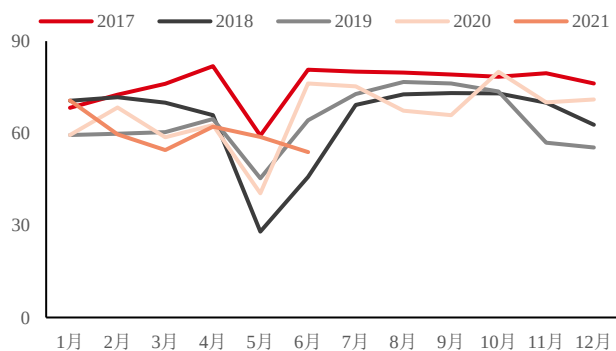
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 33： 原生铅企业开工率 单位：%



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

图 34： 蓄电池企业开工率 单位：%



数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 35： 五地总库存 单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 5： 铅逻辑与观点（逢高做空）

因素	价格	逻辑观点
供应情况	中性	在 Q3 后期，原生铅炼厂检修有所增加，其中广东、内蒙古以及江西等地均出现 2 个月左右的停产，此后山东恒邦预计 10 月中下旬开始检修，叠加 Q4 可能出现的能源紧张的情况，预计 Q4 产量将会呈现下降态势。

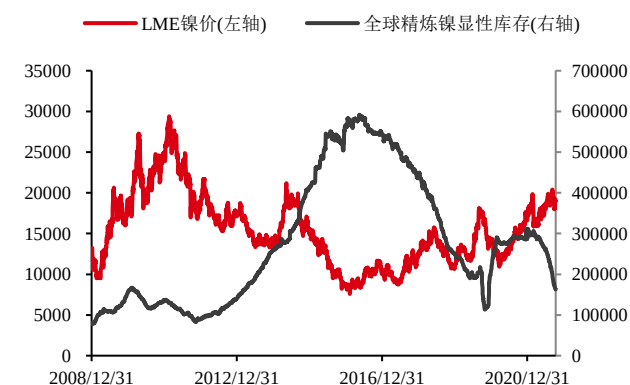
		2.再生铅方面,6月份整体开工率较高,月初安徽超威检修,6月中旬恢复正常生产,贵州大部分地区和江西小部分地区持续环保限产。 3.预计Q3供应较Q2基本持平。
消费情况	↓	此前的Q3对于铅酸蓄电池而言原本为传统的消费旺季,但下游买货积极性依旧不高,成交一般,而目前,下游厂商高价接货仍不活跃,多倾向于压价少采。叠加双控以及限电的影响,因此Q4需求较Q3的增长也不会太过明显,甚至大概率会出现下滑的情况。
库存状况	↓	由于市场目前多以长单为主,散单成交十分有限,故此也不至于出现太大的供需不匹配的情况,加之再生铅供应占比不断提升,因此今年Q4持续出现大幅去库的可能性相对较小。而目前绝对库存仍处于较高位置,故此对行情或仍会产生一定不利影响。
基差变动	中性	基差波动相对稳定,重点关注再生铅与原生铅的价差波动情况。
利润水平	中性	原生铅与再生铅利润均处于相对较低的状态,这样的情况在Q4并不会明显改变,但市场也早已对此状况习以为常,因此并不会产生太大的影响。
宏观影响	↑	宏观层面,目前9月美联储利率决议虽未明确给出taper路径,但是也已基本确定今年年内将会开始缩减购债规模。国内由于受到“双控”的影响,故此使得经济展望或许受到较大影响,不过这也不排除央行将会在Q4再度适当加大货币宽松力度,同时能源危机本身或许也会抬升成本端从而利好有色金属品种。
评价策略	逢高做空	Q4铅基本面难有太多改善,操作上仍以在15,200元/吨一线逢高做空为主。

资料来源:华泰期货研究院

镍:

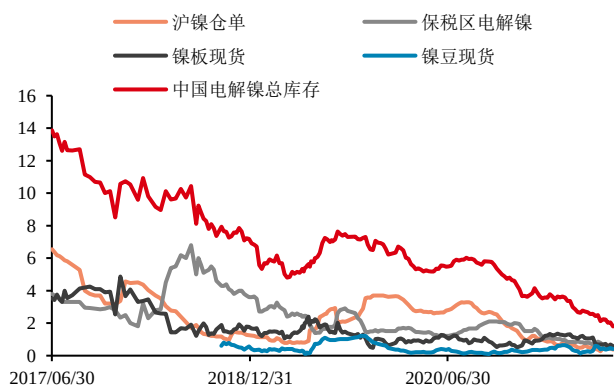
Q4精炼镍和中间品供应端存在不确定性,需求维持强势,镍价可能高位震荡。但因精炼镍库存处于低位,全球库存持续去库,逢低做多的安全性相对更好。

图 36: 全球精炼镍显性库存 单位: 美元/吨、吨



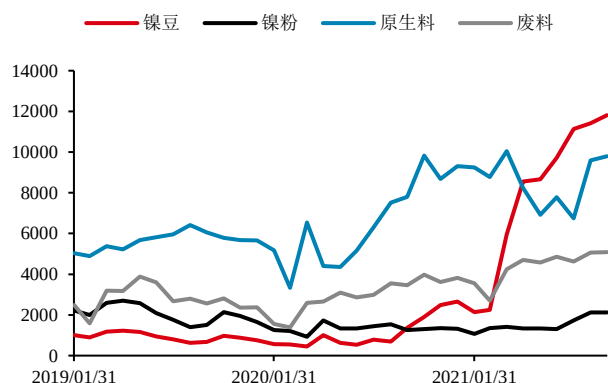
数据来源: 华泰期货研究院

图 37: 中国镍现货库存 单位: 万吨



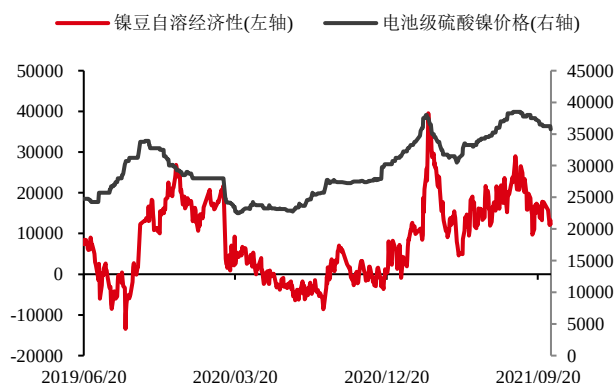
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 38: 中国各原料硫酸镍产量 单位: 镍吨



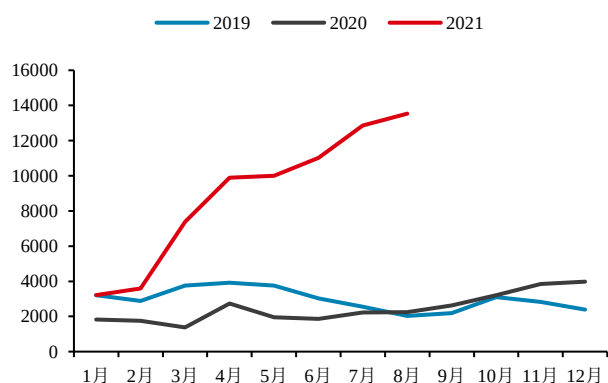
数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 39: 镍豆自溶经济性 单位: 元/金属吨、元/吨



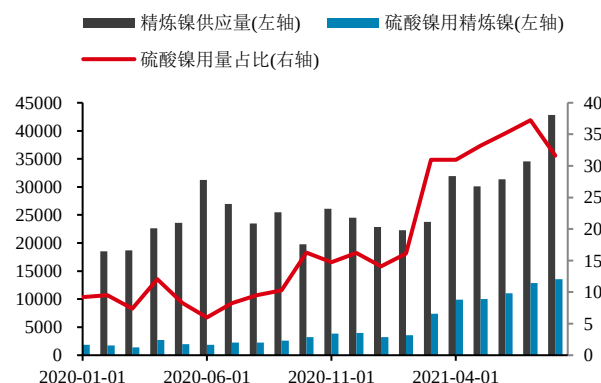
数据来源: 华泰期货研究院

图 40: 中国硫酸镍用纯镍原料产量 单位: 镍吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 41: 中国硫酸镍用精炼镍占比 单位: 镍吨、%



数据来源: SMM 华泰期货研究院

表 6: 镍逻辑与观点 (逢低做多)

因素	价格	逻辑观点
供应情况	↓	1.Q3 期间, 全球精炼镍和中间品供应端持稳, 中国精炼镍进口量环比大增, 大量镍豆自 LME 仓库和镍豆产国产入中国消费市场。中国海关数据显示, 8 月份中国精炼镍进口量高达 29244 吨, 同比增 184%, 环比增 30%; 其中镍豆进口量 22233 吨, 占比高达 76%, 同比增 775%, 环比增 61%。9 月份数据暂未公布。 2.Q4 主要关注青山高冰镍产能是否如期投产, 以及可能在 2022 年初投产的华越镍钴湿法产能。
消费情况	↑	1.Q3 中国硫酸镍消耗镍豆量 (9 月份为预估值) 同比增 1109%, 环比增 28%; 中国硫酸镍消耗纯镍量同比增 469%, 环比增 30%。2.Q3 中国 300 系不锈钢产量同比持平, 环比下降 5%。Q3 印尼 300 系不锈钢产量同比增 79%, 环比增 10%。3.Q4 新能源耗精炼镍量仍将小幅增长, 不锈钢耗精炼镍量会有所下滑, 不过因占比偏小对整体影响有限。
库存状况	↑	Q3 全球精炼镍显性库存下降 8.94 万吨, 降幅约为 34%, 降速较二季度明显加快。预计 Q4 进一步下降, 而中国精炼镍库存将维持在历史低位。

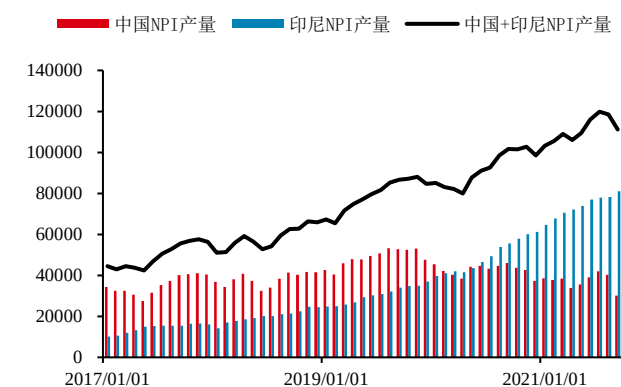
基差变动	中性	Q3 国内精炼镍现货维持小幅升水状态，预计 Q4 持稳。
利润水平	↓	Q3 除了中国镍铁企业，全球其他大部分镍企仍处于盈利状态，预计 Q4 维持该状况。
成本水平	中性	传统镍企精炼镍成本变化不明显，Q4 镍矿价格维持偏高水平，国内镍铁成本居高不下。
宏观影响	↑	宏观层面，目前 9 月美联储利率决议虽未明确给出 taper 路径，但是也已基本确定今年年内将会开始缩减购债规模。国内由于受到“双控”的影响，故此使得经济展望或许受到较大影响，不过这也不排除央行将会在 Q4 再度适当加大货币宽松力度，同时能源危机本身或许也会抬升成本端从而利好有色金属品种。
评价策略	逢低做多	Q4 供应端存在不确定性，需求维持强势，镍价或高位震荡。但因精炼镍库存处于相对低位，全球库存持续去库，逢低做多的安全性相对更好。

资料来源：华泰期货研究院

不锈钢：

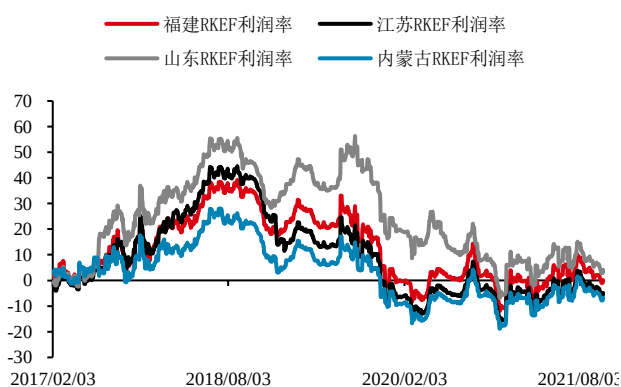
Q4 不锈钢限电限产政策影响下供应处于相对低位，而需求端较大程度取决于价格的变动，因此不锈钢适合逢低买入，不宜追高。

图 42： 中国与印尼 NPI 产量 单位：镍吨



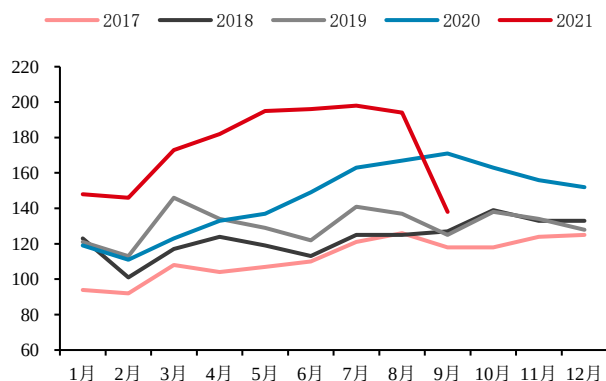
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 43： 中国高镍铁 RKEF 利润率 单位：%



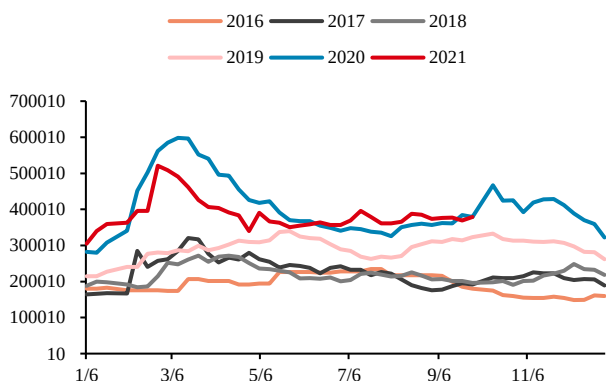
数据来源：SMM 华泰期货研究院

图 44: 中国与印尼 300 系不锈钢产量 单位: 万吨



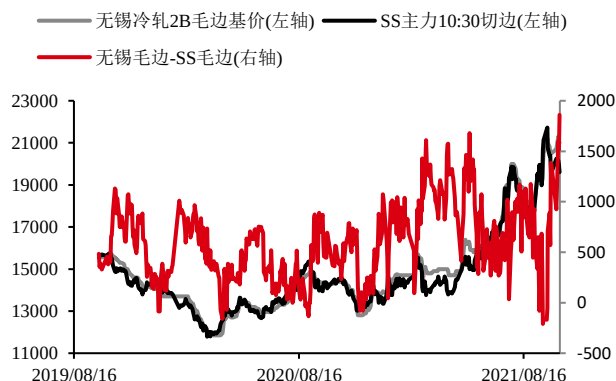
数据来源: Mysteel SMM 华泰期货研究院

图 45: 中国 300 系不锈钢社会库存 单位: 万吨



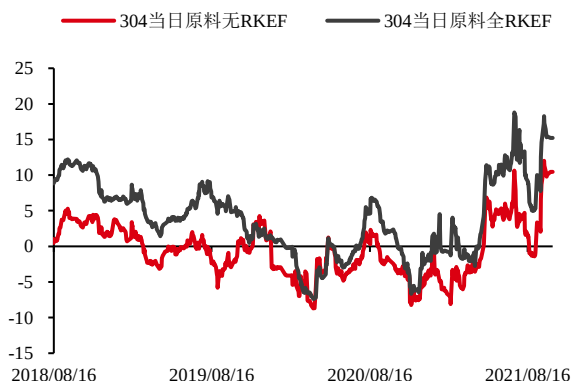
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 46: 304 不锈钢冷轧期现价差 单位: 元/吨



数据来源: 51 不锈钢 华泰期货研究院

图 47: 304 不锈钢主流生产利润 单位: %



数据来源: SMM 华泰期货研究院

表 7: 不锈钢逻辑与观点 (中性)

因素	价格	逻辑观点
供应情况	↑	1. 2.Q3 中国 300 系不锈钢产量同比持平, 环比下降 5%。Q3 印尼 300 系不锈钢产量同比增 79%, 环比增 10%。Q3 中国和印尼 300 系不锈钢产量同比增 12%, 环比下降 2%。2. 因限产与限电政策严格执行, 9 月份中国不锈钢产量大幅下降, 其中 300 系环比下降 17%。3. 预计 Q4 限电限产政策仍将继续执行, 不锈钢产量维持低位。
消费情况	↓	1. Q3 中国不锈钢消费表现弱于 Q2, 预计 Q4 不锈钢消费持稳。2. 7-8 月份 304 不锈钢国内外价差扩大, 9 月份国内外不锈钢价差收窄, 加上海运问题影响出口, 出口量逐步下滑。3. Q3 不锈钢价格处于相对高位, 对国内消费形成一定的抑制。
库存状况	中性	Q3 末中国 300 系不锈钢社会库存较 Q3 初上升 6%, 但因 9 月份后供应缩减明显, 预计 Q4 库存可能持稳为主。Q3 末不锈钢期货仓单较 Q3 初下降 51%, 预计 Q4 维持偏低水平。
基差变动	中性	Q3 末不锈钢基差较 Q3 初上升 1045 元/吨, 预计 Q4 持稳为主。

利润水平	↓	Q3 末 304 不锈钢利润率较 Q3 初上升 3.84%，利润继续小幅回升，且较其他系列表现较好。预计 Q4 利润将小幅下降。
成本水平	↑	Q3 末高镍铁价格较 Q3 初上涨 18%，高碳铬铁价格上涨 37%，304 不锈钢成本上移幅度较大，预计 Q4 成本仍将维持偏高水平。
宏观影响	↑	宏观层面，目前 9 月美联储利率决议虽未明确给出 taper 路径，但是也已基本确定今年年内将会开始缩减购债规模。国内由于受到“双控”的影响，故此使得经济展望或许受到较大影响，不过这也不排除央行将会在 Q4 再度适当加大货币宽松力度，同时能源危机本身或许也会抬升成本端从而利好有色金属品种。
评价策略	逢低做多	限电限产政策影响不锈钢供应处于相对低位，而需求端较大程度取决于价格的变动，因此不锈钢适合逢低买入，不宜追高。

资料来源：华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com