



期货研究报告·年度视野  
**印尼禁矿落地，镍价或先扬后抑**  
——2020 年镍期货投资策略

研究所 金属研究

2019-12-15

期货研究报告·年度视野

印尼禁矿落地，镍价或先扬后抑

宏观背景：全球经济增速放缓

2019 年全球经济下滑压力加大，美国经济整体放缓但仍有一定支撑，欧日增速下行，新兴经济体分化。美国所挑起的外贸摩擦以及英国脱欧进展都是全球经济的不确定因素。当前全球经济正加速下行，未来经济衰退可能性上升，欧美等主要央行纷纷降息，全球宽松周期开启。

供需基本面：镍铁供应转过剩，需求持续疲弱

2019 年镍矿供应方面，因印尼在 8 月底颁布的禁矿政策落地导致市场对镍矿供应的担忧加剧，明年 1 季度后或有新的镍矿供应国逐渐弥补印尼镍矿的供应缺口；因今年中国及印尼开始的大量镍铁产能投产而导致镍铁由偏紧转为小幅过剩的局面，预计明年镍铁供应将继续维持宽松格局。下游需求端，不锈钢库存从 7 月下旬开始持续垒库并到达历史高位，而在 11 月进入消费淡季后下游消费也延续疲弱态势，预计明年下游需求难有较显著的改善。

策略推荐：走势先扬后抑

2020 年预计 LME 镍主要波动区间为 11000-18000 美元/吨，沪镍主要波动区间为 97000-140000 元/吨。

镍

印尼禁矿落地 镍价或先扬后抑

宋敏嘉

执业证书编号：F3046597

发布日期：2019 年 12 月 15 日

市场表现：



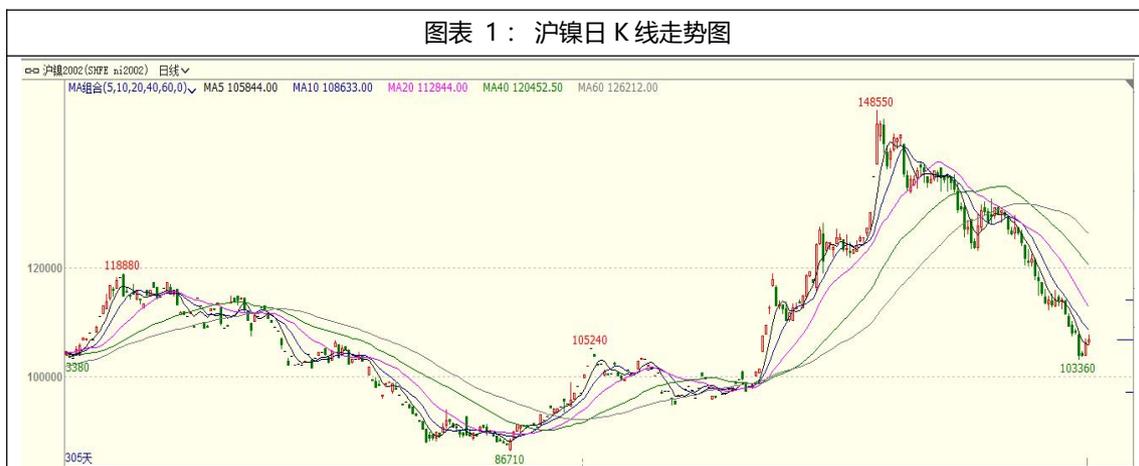
## 目录

一、 2019 年行情回顾	5
二、 宏观经济分析	6
1. 全球宏观：经济增长速度放缓	6
2. 中国宏观：下行压力显现	7
三、 供应情况	8
1. 全球镍市延续供应短缺局面	8
2. 镍矿供应紧缺	8
3. 电解镍产量	12
4. 镍铁供应转为小幅过剩	13
四、 需求情况	16
1. 不锈钢需求持续疲弱	16
2. 硫酸镍需求不及预期	20
五、 库存情况	22
六、 后市展望	23

## 图表目录

图表 1：沪镍日 K 线走势图	5
图表 2：全球镍市供应平衡表	8
图表 3：进口镍矿量	9
图表 4：镍矿进口	10
图表 5：印尼配额情况表	11
图表 6：精炼镍进口量	12
图表 7：电解镍产量	13
图表 8：中国及印尼镍铁产能投放情况	14
图表 9：中国镍铁主产地即期利润	15
图表 10：镍铁产量	15
图表 11：中国企业不锈钢产能情况	17
图表 12：印尼不锈钢新增产能情况	17
图表 13：2017-2019 印尼不锈钢产能	17
图表 14：不锈钢库存情况	19
图表 15：不锈钢粗钢产量	20
图表 16：2019 年 1-10 月硫酸镍各原料使用占比	21
图表 17：新能源汽车产量	21
图表 18：上海期货交易所库存	22
图表 19：LME 库存	23
图表 20：沪镍指数周线	23

## 一、2019 年行情回顾



数据来源：文华财经

纵观全年，镍价走势可分四个季度来分析。第一季度，相关不锈钢企业纷纷减产或检修，不锈钢需求受宏观经济影响逐渐减弱；菲律宾传统雨季的来临也使矿石供应偏紧出口量受到影响，镍价得到提振；一季度的硫酸镍利润较为丰厚，硫酸镍的生产产能主要以镍豆为主，新能源汽车的高速发展也提升了对镍的需求，利多镍价。综合来看，整个一季度镍价以维稳上行为主，从1月份8.6万元/吨关口的位置一度冲高至10万元/吨。

二季度来看，镍价呈现震荡下行的趋势，跌破10万元/吨以下运行，拖累镍价下行的原因如下：第一是因为菲律宾雨季结束，镍矿出货量恢复，同时印尼获批新的出口配额，镍矿供应较为宽松；第二是由于二季度镍铁产能投放进度加快，镍铁供应较为宽松，第三是因为不锈钢库存持续垒库，下游消费疲弱呈现旺季不旺的格局并拖累镍价下行。

第三季度，镍价走势展示强势上行的态势，从7月的100900元/吨大幅上行至9月最高点144000元/吨。自八月初以来镍价出现强劲涨势，有关印尼可能提前禁矿一事推动镍价快速反弹。8月30日下午，

印尼方面能矿部官员表示 2019 年 12 月末将禁止镍矿出口，此消息一出 LME 镍价暴涨 9.11%，沪镍夜盘开盘即涨停。9 月 2 日，印尼方面能源和矿产资源部发布官方消息称，自 2020 年 1 月 1 日起，印尼将禁止镍矿出口，比此前宣布的早两年。消息落地后 LME 镍价再度拉涨近 8%，最高触及 18835 美元，创 2014 年印尼首次宣布禁矿以来最高位。此消息的发布，导致市场对镍矿供应的担忧加剧，对镍价形成强劲支撑。

第四季度，印尼禁矿的消息逐渐被市场消化，镍价重心开始下移，一度跌破 11.9 元/吨关口附近。四季度不锈钢进入消费淡季，国内不锈钢库存连续攀升，不锈钢产量及价格均有所下降，部分钢厂利润出现亏损，利空镍价走势；镍铁供应方面，四季度国内多家大型冶炼厂投产新的大功率炉子进行炼铁，镍铁产量出现了较为明显的上升，国内镍铁供应转为小幅过剩，供应过剩的局面也在一定程度上打压镍价；出口供应方面，由于印尼将于 12 月底开始正式禁矿，10-11 月印尼镍矿出口量大幅增长，短期内镍矿供应较为充裕。整体来看，四季度镍价将继续以震荡下行走势为主。

## 二、宏观经济分析

### 1. 全球宏观：经济增长速度放缓

2019 年全球经济下滑压力加大，美国经济整体放缓但仍有一定支撑，欧日增速下行，新兴经济体分化。美国所挑起的外贸摩擦以及英国退欧进展都是全球经济的不确定因素。当前全球经济正加速下行，未来经济衰退可能性上升，欧美等主要央行纷纷降息，全球宽松周期开启。

从宏观经济来看，2019 年和 2018 年的整体表现很相似，一季度是高点，二三季度加速回落。纵观全年，美国第三季度实际 GDP 环比折年率初值为 1.9%，虽较二季度 2.0%略有下滑，但高于此前市场比较悲观的 1.6%的预期。美国经济在消费支出支撑下虽有下滑，但仍显韧性。个人消费支出季率为 2.9%，高

于预期。欧元区增长势头有所放缓,三季度欧元区 GDP 同比分别增长 1.1% ,前值 1.2% ,同时 10 月 PMI 为 45.9% ,上升 0.2 个百分点, 制造业景气度略有回升。

美国金融市场持续处于高度稳定状态。金融危机期间, 金融市场不仅急速滑落而且不稳定, 表现为市场波动性突然大提高。从美国金融市场上的主要指数波动率变化情况看, 2019 年后波动率整体下降, 整体来看市场表现仍较为稳定。展望 2020 年, 在中美贸易战有所缓和, 各主要经济体货币政策宽松累积效应逐渐显现的情况下, 全球经济将呈现企稳: 美国经济稳健、欧元区略有改善、新兴市场经济体有所改观。

## 2. 中国宏观: 下行压力显现

国内经济方面, 虽然工业品持续处于通缩区间, 但以猪肉为首的食品价格却不断冲高, 9 月 cpi 同比增速已到 3% 的所谓的通货膨胀区间, 央行的货币政策执行究竟是考虑通胀和房价问题, 还是考虑经济下行压力以及工业品通缩压力, 可能央行仍在观察中。今年中国经济增长有所放缓, GDP 增速由一季度的 6.4% 降至 6.2% ,再到三季度的 6.0% ,创下新低。2012 年, 党的十八大提出“到 2020 年实现国内生产总值比 2010 年翻一番”的目标, 明年即是收官之年, 测算达成目标所需 GDP 增速, 对前瞻明年的经济政策取向有一定参考意义。根据我们测算, 如果要完成这个目标, 国内经济 2019 年和 2020 年平均增速需达到 6.1% ,如果再考虑经济普查上修过去经济增速平均 0.1% 幅度, 可以到 6% 或 5.9% ,现在三季度已经到 6% 了, 四季度或将跌破 6% ,如若明年经济不能企稳, 翻一番的目标完成难度还是比较大的。现在政策处于观察期除了和通胀压力有关以外, 还和 10 月中公布的 9 月经济数据部分出现了超预期回暖有关, 比如工业增加值, 还有社会融资增速中长期贷款等回暖的程度都超出了市场预期, 国内经济下行压力开始显现, 因为虽然投资消费出口都持续下滑, 但房地产依然保持了一定的韧性, 接下来半年房地产投资可能面临加速下滑的风险, 所以政策继续转向宽松的概率较大。

### 三、供应情况

#### 1. 全球镍市延续供应短缺局面

世界金属统计局 (WBMS) 最新报告显示 2019 年 1-9 月全球镍市场供应短缺, 表观需求量超过产量 6.69 万吨。而 2018 年全年供应短缺 10.29 万吨。2019 年 9 月末 LME 仓库持有的报告库存较 2018 年末下滑 5.43 万吨。2019 年 1-9 月精炼镍产量总计为 174.16 万吨, 需求量为 180.84 万吨。1-9 月矿山镍产量为 186.98 万吨, 较去年同期增加 10.2 万吨。中国冶炼厂/精炼厂产量同比增加 7.5 万吨, 表观需求量为 96.04 万吨, 较去年同期增加 15.9 万吨。全球表观需求量同比增加 5.3 万吨。消费量统计中未包含未报告库存变动。2019 年 9 月, 镍冶炼商/精炼商产量为 22.55 万吨, 消费量为 23.06 万吨。从 2016 年年初至 2018 年全球镍市场供应连续短缺, 2019 年全球镍市场将处于紧平衡状态。

图表 2: 全球镍市供应平衡表

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
全球产量(千吨)	1950	1989	2070	2205	2420	2550
全球消费量	1900	2027	2184	2333	2460	2570
全球平衡	50	-38	-114	-128	-40	-20
中国产量	620	600	635	695	805	745
中国消费量	980	1090	1180	1177	1307	1365
均价(美元/吨)	11865	9460	10475	13180	13900	14200

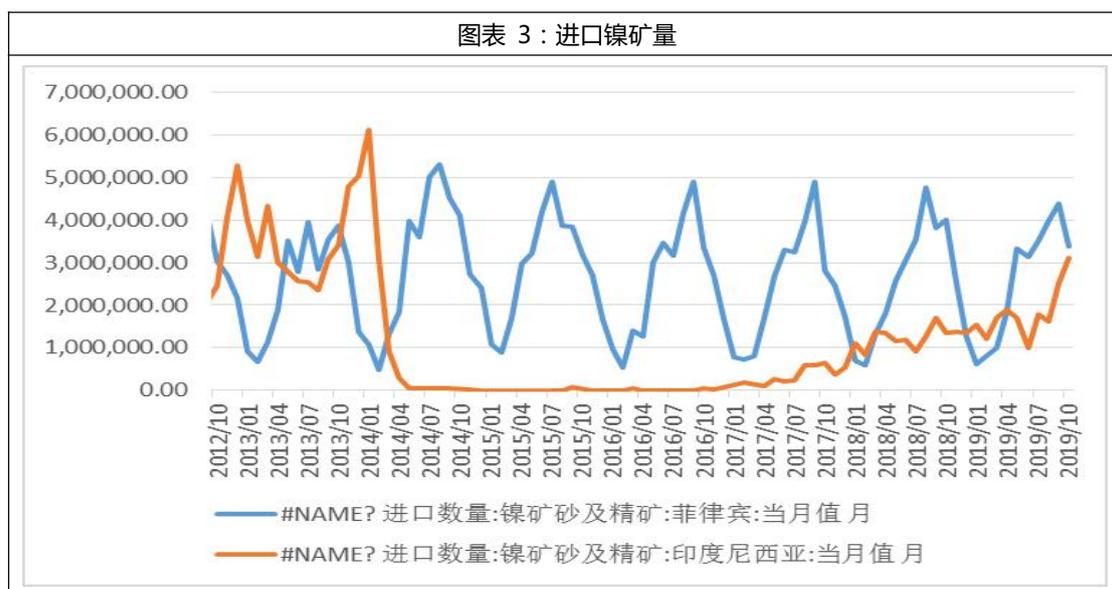
数据来源: 安泰科

#### 2. 镍矿供应紧缺

2014 年印尼禁矿后, 连续三年进入我国的镍矿量接近为 0, 2017 年镍矿出口政策放松后, 逐渐批复出口配额, 2018 年整年进入我国镍矿 1500 万吨, 占国内进口总量的近 30%, 由于印尼镍矿品味较高, 价格较低, 很受国内镍矿贸易商以及冶炼企业青睐, 然而短短两年时间, 进入国内的印尼镍矿量还没有完全

释放，放松镍矿出口政策又结束了。矿端政策的反复带来的是全球范围内镍供需结构的大调整，对于价格的冲击也是非常大的。

2019年8月30日印尼能源和矿产资源部长宣布将于2019年12月底正式禁止1.7%以下的矿出口，比之前原计划的禁矿时间提前了两年。2019年9月5日，印尼商务部表示印尼镍矿商仍可寻求新的出口配额，新的出口配额在2019年12月31日前仍有效。2019年10月25日晚间，印尼突发镍矿出口检查，主要针对镍矿出口品位高于1.7%、买卖配额及建厂进度不合规的问题，检查导致镍矿出口暂停。2019年11月5日，印尼镍矿部表示共有包括Aneka Tambang和PT Trimegah Bangun Persada在内的9家公司获准恢复镍矿出口，另两家出口商仍面临进一步审查。



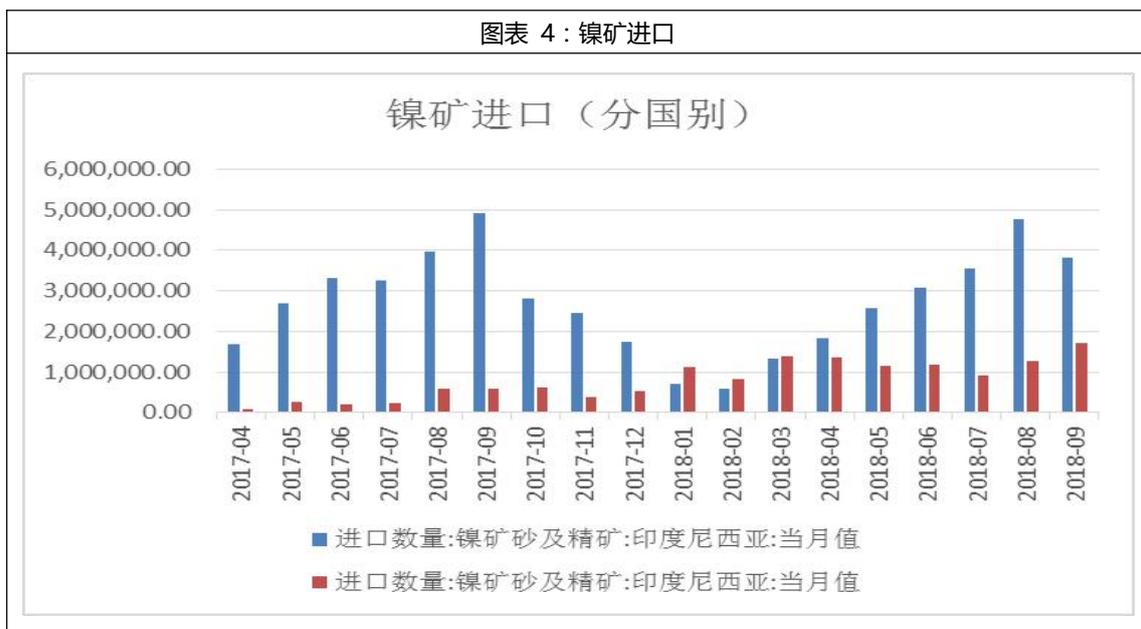
数据来源：Wind

整体来看，2013年以来全球镍矿产量在逐渐下降，但2017、2018年开始全球镍产量较往年有所上升，主要增量来自于印尼、菲律宾。中国红土镍矿主要依赖进口，从产量口径来看对外依存度超过85%，其中镍矿进口95%来自于印尼和菲律宾。2019年1-10月中国进口镍矿4576万湿吨，同比增加13.9%。每年11月-3月为菲律宾的传统雨季，镍矿供应会明显减少，而每年6月是印尼的开斋月，矿山出货量也会有所下降。据Mysteel统计，截止到2019年10月，中国进口自菲律宾的镍矿量约为2606万吨，占总进口量

的 57%，进口自印尼镍矿量约为 1791 万吨。今年进口量维持在正常水平内，1-10 月每月进口量均较去年有所提升，自从 8 月 30 日印尼禁矿消息落地后，为在年底前出完各自的配额，印尼镍矿商积极出货，10 月份自印尼的镍矿石进口量为 311 万吨，环比增加 23%，同比激增 132.1%，预计 2019 年总进口量将达到 5500 万湿吨。

从镍矿资源分布情况来看，新喀里多尼亚、危地马拉、澳大利亚等地的资源储备较为丰富，不排除从这几个国家进口镍矿替代印尼出口量的可能。从新喀里多尼亚角度，该国为配额出口制度，其中，Eramet 拥有 400 万实物吨出口配额，该公司 2019 年预计出口镍矿 150 万实物吨，假设 2020 年将配额全部使用完，可以弥补的 250 万实物吨的缺口。从其他地区角度，虽然也可能带来一些增量，例如危地马拉，但是由于路程远运费高导致增量的空间较为有限。

综上所述，2020 年印尼禁止镍矿出口如果严格执行，中国镍矿进口因此将出现至少 2000 万实物吨缺口，其他地区可弥补的量预计不会超过 500 万吨，这样来看，明年国内镍铁企业的原料将出现紧缺。



数据来源：Wind

截止至 2019 年 10 月，印尼镍矿有效出口总配额为 3822 万湿吨，其中印尼金川 WP 公司提前 40 天圆满完成全年红土镍矿出口配额销售任务，全年共出口销售矿石 39 船，220 万吨。印尼禁矿政策确定提前施行后，各矿山企业纷纷加大出口，争取在禁矿日期前完成配额出口量。预计 11、12 月镍矿进口量将大幅缩减，主因印尼首批解禁矿山配额有限，余下矿山目前暂无明确处理结果，印尼政策未明，镍矿商不敢再贸然发船，加之 11 月至明年 3 月是菲律宾雨季，出矿量有明显减少。

图表 5：印尼配额情况表

申请矿山	公司名称	配额量	到期时间
PT Wanatiara Persada	金川&WP	220	2019 年 11 月
PT Ifishdeco	Bintang Smelter	99	2019 年 12 月
PT Ceria Nugraha Indotama	恒顺电气	210	2019 年 12 月
PT Antam	Pt Antam	122	2019 年 12 月
PT Sambas Minerals Mining	金麟镍业	297	2019 年 12 月
Harita	新兴铸管	265	2020 年 2 月
Anfang Brother		187	2020 年 3 月
PT Fajar Bhakti Lintas Nusantara		60	2020 年 4 月
PT.TotalPrima Indonesia		160	2020 年 4 月
PT Antam	Pt Antam	270	2020 年 4 月底
PT Ifishdeco	Bintang Smelter	150	2020 年 5 月
Harita		220	2020 年 7 月
Antam		140	2020 年 7 月
Toshida		192	2020 年 8 月
PT Tonia Mitra Sejahtera		230	2020 年 8 月
PT.Rohul Energi		1000	2020 年 8 月

数据来源：安泰科

### 3. 电解镍产量

据 SMM 调研数据显示，11 月全国电解镍自然月产量 1.41 万吨，环比增 4.07%，同比减少 4.71%。

据 SMM 初步调研了解，甘肃冶炼厂小幅提升开工负荷，吉林冶炼厂仍继续停产，最快或到明年 1 月重启生产，广西冶炼厂 11 月电解镍产线检修恢复时间未定，其他冶炼厂开工负荷均正常。12 月预计电解镍产量增至 1.61 万吨，增量主要来自甘肃厂家，其排产量不断增加，以弥补前期检修对年度产量计划造成的影响。

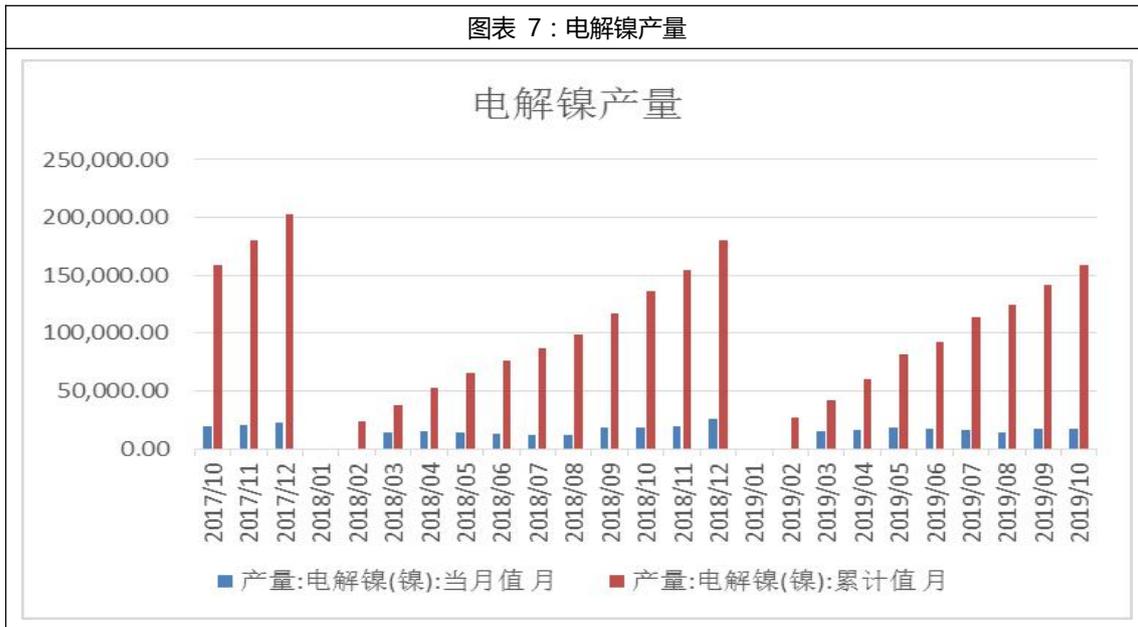
1-11 月份国内共生产电解镍 14.68 万吨，同比增加 19.94%。三季度部分企业检修导致产量有所减少，10 月广西银亿重新转回硫酸镍生产也影响了一定产量，预计 2019 年全年我国电解镍产量 16.2 万吨。



数据来源:Mysteel

进口方面，据 Mysteel, 2019 年 10 月未锻轧的非合金镍进口量为 12080.677 吨，环比 9 月减少 1691.234 吨，降幅 12.28%，同比 2018 年 10 月减少 3812.316 吨，降幅 23.99%，本年累积共进口 175917.728 吨。由于 10 月进口持续亏损，在月末个别时刻亏损减少接近盈利，所以进入国内货物持续减少，，进口至国内市场为 4569.133 吨，环比下降 12.49%。

图表 7：电解镍产量



数据来源：Wind

#### 4. 镍铁供应转为小幅过剩

镍铁产能释放是本年度镍供应增长预期的主要来源，不过由于不锈钢高排产和前三季度印尼产能释放节奏不及预期，所以前三季度镍铁暂没有出现显著的供应过剩问题，但四季度开始镍铁产能的集中投产释放，将会导致镍铁供应出现小幅过剩的格局。

目前国内镍生铁产量不断增加，据 SMM 调研数据显示，11 月全国镍生铁产量环比上涨 1.4%至 5.31 万镍吨，同比增 27.39%，产量较 9 月小幅上涨。分品位看高镍铁 11 月份产量为 4.53 万镍吨，环比减 1%；低镍铁 11 月份产量为 0.78 万镍吨，环比增 18.11%。11 月份上半月高镍铁利润仍能维持高利润状态，下旬镍价大幅下跌拖累高镍铁价格，高镍铁价格直逼成本线，但利润缩窄时间较短，镍铁厂尚能接受，因此暂未出现大规模减产情况，产量仅略微下调。今年 1-11 月我国镍生铁累计产量为 60 万吨，同比增长 34%，主因今年镍铁产能投放力度加大。12 月全国镍生铁产量预计环比增 0.13%至 5.32 万镍吨，同比增 28.37%，其中高镍生铁产量环增 0.15%至 4.54 万镍吨，主因高镍生铁厂家检修复产所致。从国内镍铁厂的利润来看，

今年镍铁厂利润始终丰厚，目前利润空间至少在 250 元/镍点以上，利润率达到 30%以上。但即便是今年如此高的利润，国内镍铁产量主要的增量贡献也还是来自新产能的投产，旧产能因受限于环保、设备等问题增产并不多。

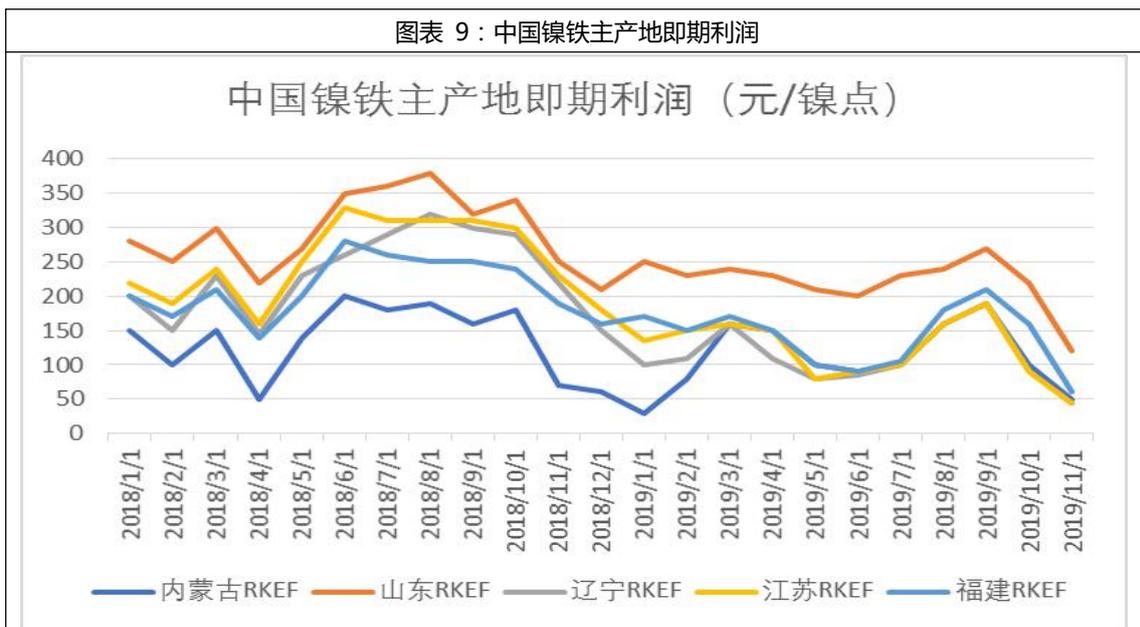
整体镍铁供应方面，目前国内新增产能的释放集中在了今年上半年，三季度并没有多少新的项目投产，需求环比改善强于供应，导致供需拐点延后。据中联金调研了解，其余产能都将在 10 月份以后投产。印尼方面，当地镍铁消费水平维稳，下半年新投产的炉子较少，增量有限。2019 年印尼产量预计较去年增加 10.5 万吨，若德龙二期投产顺利，印尼增量将达 16 万吨。国内增量约 13 万吨，主要来自山东鑫海，且今年投产速度快于预期。而中期来看，未来伴随印尼禁矿令执行，印尼镍铁有可能会加快投产步伐，由之前的紧平衡格局逐渐转向宽松，而这是否会带来中国进口印尼镍铁的增加，促使国内当前偏紧的供应格局转宽松，这是中期影响国内供应的关键。

图表 8：中国及印尼镍铁产能投放情况

地区	公司名称	扩产设备(台*功率)	扩产总产能	扩产节奏 (台)	投产时间
印尼	印尼青山—Morowali	10*33000	8.9	2	2019年1月底-3月
				2	2019年5-6月
				6	2019年底
	印尼德龙—Konawe一期	5*33000	3.95	3	2019年3、4、5月
				2	2019年7-8月
	Konawe二期	16*33000	12.7	16	2019年9-12月 不确定性大
	印尼金川WP—Obi	4*33000	3.2	1	2019年5月
					2019年8-10月
青山埃赫曼Weda Bay	12*42000	13.6	12	2019年底-2020年E 不确定性大	
中国	山东鑫海科技有限公司	8*48000	6	8	2018年12月-2019年4月
	扬州一川	1*33000	0.6	1	2019年5月
	内蒙古(奈曼)经安有色金属材料有限公司	12*33000	13.5	12	2019年底(另6台2020年)
	营口宁丰集团有限公司	1*33000	0.6	1	2019年底
	大连富力镍基新材料有限公司	6*33000	3.6	6	2019年底
	总计		66.65	75	

数据来源:SMM

图表 9：中国镍铁主产地即期利润



数据来源: Mysteel

图表 10：镍铁产量



数据来源: Wind

## 四、需求情况

### 1. 不锈钢需求持续疲弱

不锈钢作为镍下游最大的需求部分，其产量和库存情况对镍价走势有着密不可分的关系。国内冷轧产能投产逐年增加，预计 2019 全年新投产达 2600 万吨，主要来自德龙、阳江宏旺及广东甬金。

2017 年印尼青山分三期投产，2018 年实现年产 300 万吨的不锈钢产能，另印尼德龙预计于 2019 年底投产 100 万吨不锈钢，其能否投产受制于建设进度和未来销售渠道的解决。待一期产能投放后，2020 年印尼的不锈钢产能增量或在 600 万吨以上，但印尼本国的消费市场较为疲弱，其不锈钢主要以出口为主，目前主要出口至中国。

未来印尼不锈钢产能增长的前景依然较为乐观，一体化的产能模式可以带来较大的成本优势，但随着印尼不锈钢出口的增加，其严重依赖对外出口的缺陷可能被市场所关注，甚至有可能和中国一样成为被欧美国家反倾销的对象。2019 年 7 月 22 日，我国商务部发布终裁公告，最终裁定原产于欧盟、日本、韩国和印度尼西亚的进口不锈钢钢坯和不锈钢热轧板/卷存在倾销。自 2019 年 7 月 23 日起，决定对原产于欧盟、日本、韩国和印度尼西亚的进口不锈钢钢坯和不锈钢热轧板/卷征收反倾销税，税率为 18.1%-103.1% 不等，征收期限为 5 年。此次公告发出后，引起了市场对不锈钢供应的恐慌情绪也对不锈钢的价格带来了短暂利好。据 SMM 了解，实际上从 2018 年 10 月起，印尼不锈钢出口自中国的数量在逐渐减少，此次不锈钢反倾销事件，暂未对印尼的不锈钢生产带来影响，在现有成本优势下，印尼不锈钢仍将维持正常产量，增加向其他国家的出口量，挤占中国不锈钢出口份额。

图表 11：中国企业不锈钢产能情况

企业	粗钢产能（万吨/年）	性质	预计投产时间	产品
宝钢德盛	100	置换	2020-2021 年	300/400 系
柳钢中金	146	碳钢置换	2021 年	200/300 系
鑫海科技	380	置换	2020-2021 年	300 系
内蒙古明拓	80	碳钢置换	2020-2021 年	400 系
内蒙古上泰	30	置换	2020-2021 年	300 系
河北毕氏	100	碳钢置换	2020-2021 年	300 系
江苏德龙	135	置换	2020 年 12 月	300 系
山东盛阳	70	复产	2020 年	200/300 系
太钢不锈	100	碳钢置换	待定	300/400 系
西南不锈+云南天高	140	复产	2020 年	200/300 系
印尼德龙	100（一期）		2019-2020 年	300 系

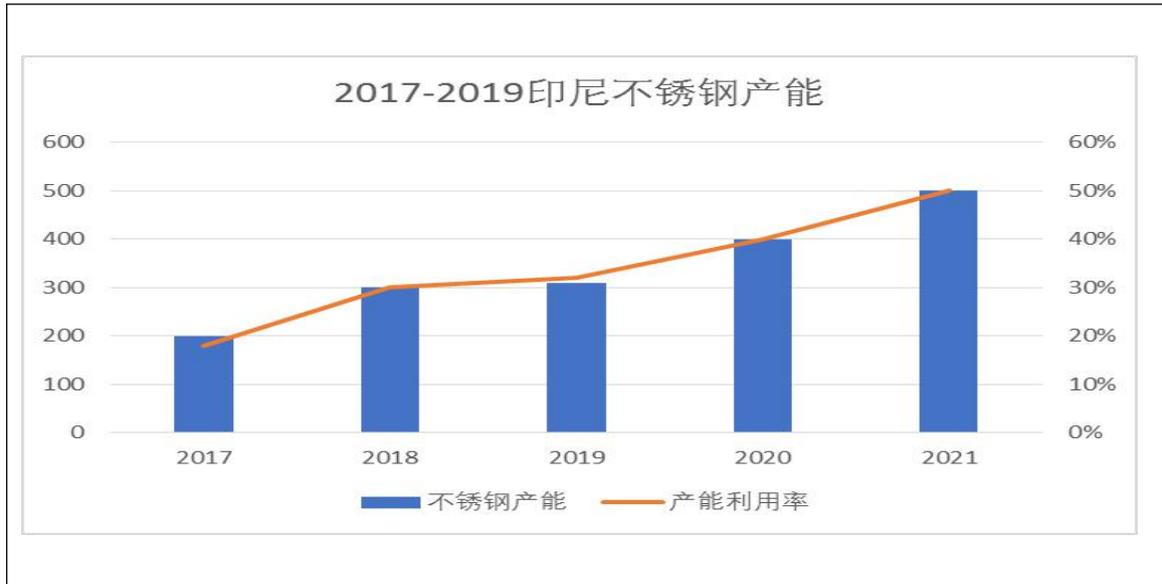
数据来源：Mysteel

图表 12：印尼不锈钢新增产能情况

不锈钢厂名称	规划系别	投产产能(万吨)	投产时间
印尼青山	300 系	300	已全部投产
印尼德龙	300 系	100	2019 年四季度
印尼德龙	300 系	200	2020 年或以后
印尼德信钢铁	300 系	350	签署协议，2020 年以后
新兴铸管	300 系	100	规划中
安塔姆	300 系	100	规划中
新华联	300 系	100	规划中
金川集团	300 系	100	规划中
振石集团	300 系	100	待定

数据来源:SMM

图表 13：2017-2019 印尼不锈钢产能



数据来源:SMM

库存方面，不锈钢社会库存从今年7月中旬开始呈现明显的上升趋势，截止至11月29日，佛山无锡两地不锈钢总库存为58万吨，虽然库存于近两周开始小幅下降但仍处于历史高位，不锈钢消费持续疲弱导致垒库现象较为显著。从系别来看，300系的库存量占总库存的42%，200系库存占比约为25%，其中200系的库存增幅较大，400系库存增幅持稳。而300系价格受到镍价和消费疲弱的影响，价格重心下移。从需求方面来看，不锈钢下游需求涉及交通、化工、建筑、家电、汽车等多个领域。从全球不锈钢终端消费角度来看，机械设备及石化是占比消费量最高的；从国内不锈钢消费角度来看，餐饮器具则是消费占比最高的部分。据SMM，未来的中国不锈钢需求增速亮点体现在环保能源的LNG行业，交通运输—LNG动力船、非远洋运输船、LPG运输船，预计维持3-4%的需求增速，而其他传统行业大多处于停滞或缓慢增长期。

产量方面，从今年以来，不锈钢产量整体稳中有增，呈现逐步增长的态势，8月份的钢厂排产依旧居高不下。11月份国内排产仍然维持小幅增加态势，但据市场消息称12月至明年1月初将会有部分钢厂检修减产，而终端消费不及预期导致社会库存处于逆季节性高位，这给不锈钢涨价带来较大压力。据SMM调研，11月全国不锈钢产量242.3万吨，环比增0.71%，同比增8.11%。分系别来看，200系产量环比增3.24%至79.7万吨，因前期部分检修钢厂恢复正常生产。400系产量环比增4%至46.07万吨，400系利润水平稳定，

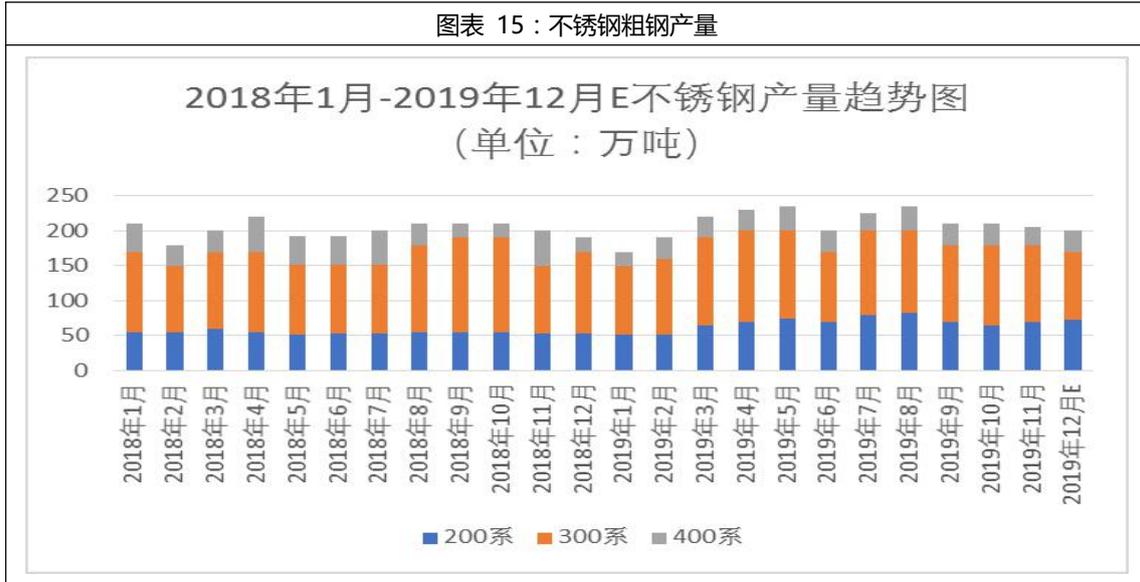
转产部分300系至400系。300系产量环比减2.15%至116.54万吨，主要因华东钢厂于11月末开启年度检修，加之部分钢厂300系亏损严重，少量转产300系至400系。预计2月不锈钢产量初值240.44万吨，环比减0.77%，同比增9.12%。其中300系环比减3.34%至112.64万吨，主要因华东钢厂检修减产将持续至12月初。400系产量46.1万吨，环比增0.07%。200系产量81.7万吨，环增2.51%至81.7万吨。

整体而言，四季度不锈钢消费维持弱稳格局，全年消费将达到2400万吨，同比增速为11%，同期不锈钢产量预计达到2725万吨，同比增长13.6%，供应过剩325万吨，预计2020年不锈钢产量增速放缓，总产量或将达3100万吨。小幅的检修减产对目前的高库存来说影响微乎其微，除非有更大力度的检修减产来助推不锈钢价格，所以在春节前，如若没有大规模的减产情况下，不锈钢价格难言乐观，偏弱走势或将延续。



数据来源:Wind

图表 15：不锈钢粗钢产量



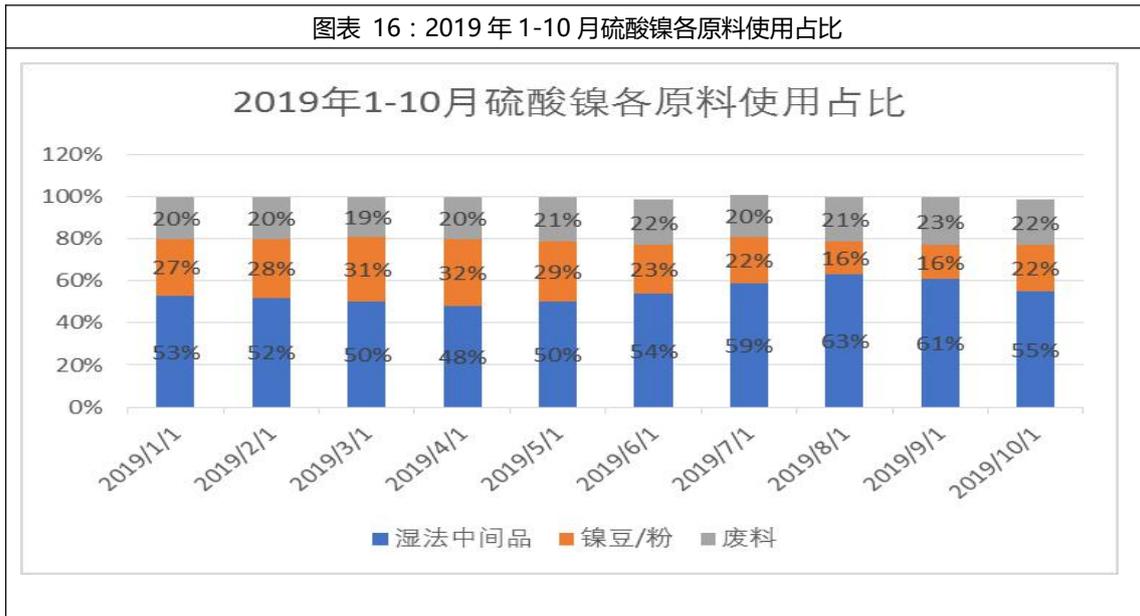
数据来源:SMM

## 2. 硫酸镍需求不及预期

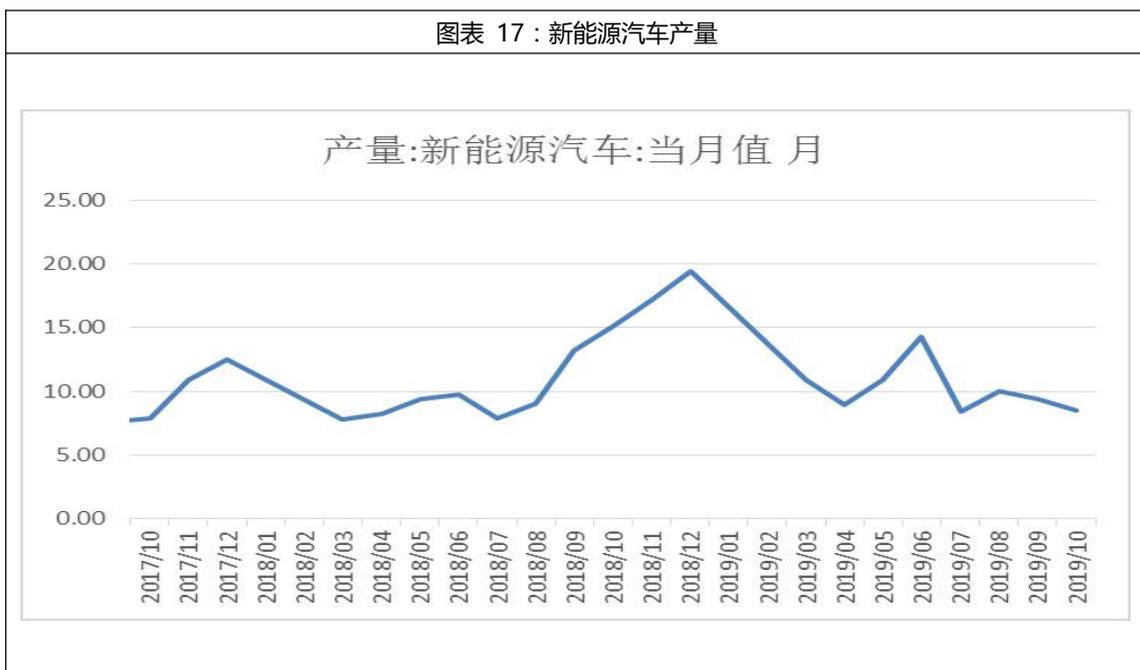
近年来新能源汽车的爆发式增长在市场备受瞩目，硫酸镍在电池领域的需求也备受关注。在动力电池领域，硫酸镍主要用于动力电池三元材料的前驱体制备，镍含量的提升有助于提高新能源汽车的续航能力。据安泰科，2019年，预计中国硫酸镍产量约在54.5万吨，占全球产量的70%左右，而生产硫酸镍的原料主要有三种：湿法中间品、镍豆/粉、废料。据SMM，从三者的生产成本来看，废料最具有经济性，湿法中间品次之，镍豆/粉最为下，但从各自的使用量占比来看，湿法中间品为主要，其次为镍豆/粉、废料。主要原因在于，一方面，短期三元电池尚未进入回收周期，废料的来源非常有限；另一方面，全球目前的湿法中间品产能尚不足以国内全部的硫酸镍产能提供原料。因此，不足的原料需要镍豆/粉来补给。

今年全球新能源市场用镍需求并不及预期，此前工信部宣称将加大力度推广对新能源汽车的产销，计划2018年产销超100万辆，2020年达到200万辆。据国家统计局数据显示，今年1-10月我国新能源汽车产量为81.3万台，同比小幅增长1.24%。2019年6月补贴退坡后新能源汽车销量出现同环比下降，新能源汽车

行业进入阶段调整期，前驱体企业因订单下滑减少了对原材料的采购，电池行业镍需求量增速下滑，三季度部分硫酸镍工厂减产或转产。从2019年7月开始，硫酸镍较电解镍溢价回落，镍豆溶解生产硫酸镍经济性降低，多数转为废料生产，预计2019年用废料生产硫酸镍比例有所增加。短期内镍下游最大需求部分还是以不锈钢为主，预计2020年硫酸镍需求增速将继续放缓。



数据来源:SMM



数据来源:Wind

## 五、库存情况

国内库存方面,上海期货交易所镍库存从2019年1月开始从12万吨水平下降至5月的8000吨左右,一路呈现小幅下行的趋势。

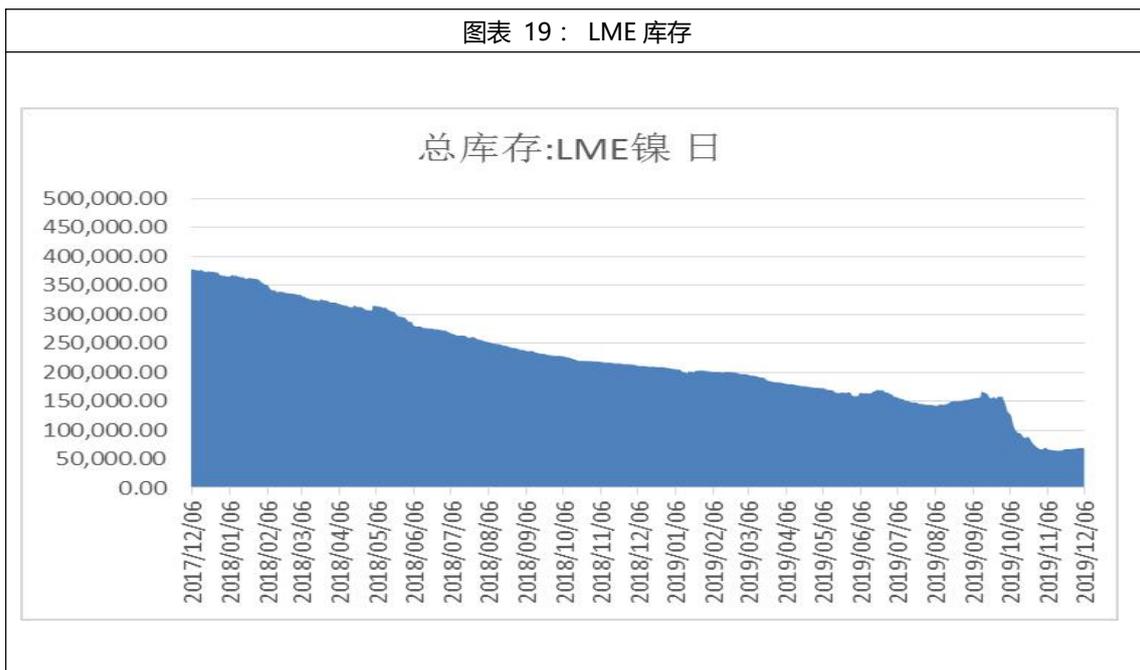
今年整体来看,除去3月份由于此前进口窗口大幅度打开的因素影响,库存在当时出现短暂的回升。6月份开始,仓单呈现大幅上升的趋势,6-11月份,上期所月度平均增幅为5488吨。截至11月29日为止,上期所镍库存同比增加21381吨至35569吨,增幅高达151%。



数据来源：Wind

外盘方面,虽然市场曾有质疑库存增加的言论,但是LME库存整体上呈明显大幅下降的趋势,途中虽有轻微回升等情况,但也是持续时日均比较短,10月初以来,伦镍库存连续11日下降,平均单日降幅超过4000吨,累计降幅近40%,不过市场却对此反应十分冷平淡,伦镍持续震荡,市场消息称此轮大幅降库和青山在LME库存提取大量纯镍有关。1-11月份,LME库存月度平均降幅为13812吨。截止11月29日为止,LME镍库存相比去年同期大幅减少145440吨至68280吨。

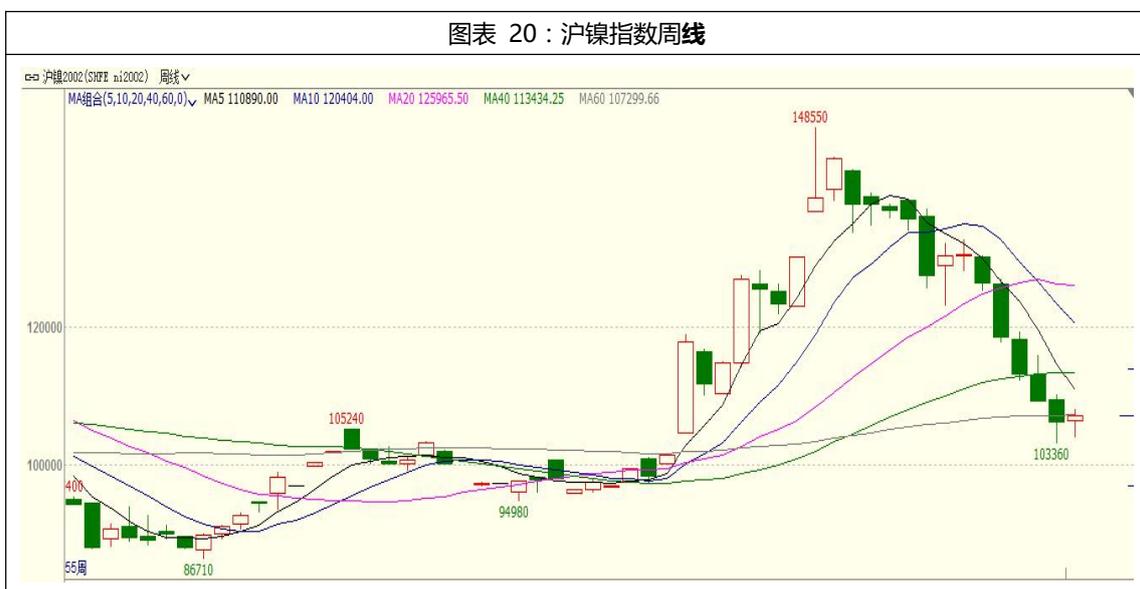
图表 19：LME 库存



数据来源:Wind

## 六、后市展望

图表 20：沪镍指数周线



数据来源：文华财经

综合来看，我们认为 2020 年镍供需呈现供应大于需求的局面，镍价走势或先扬后抑：

首先，宏观方面，2019 年全球经济下滑压力加大，美国经济整体放缓但仍有一定支撑，欧日增速下行，新兴经济体分化；国内方面，2019 年贸易谈判几经波折，国内需求放缓，经济一季度短时好转后下行压力再显，三季度 GDP 创下新低。综合来看，2019 年预计全球经济增速将有所放缓。

其次，供给端，从 2016 年初至 2019 年全球镍市场供应连续短缺，预计 2020 年缺口缩窄至 2 万吨，全球镍需求增至 257 万吨，全球镍产量或将增至 255 万吨，主要增量来自于印尼镍生铁。2019 年上半年中国及印尼镍铁产能集中投放，2020 年还将继续有大量镍铁产能释放。由此看来，镍铁供应过剩的格局可能致使镍价走势受到拖累，对镍价形成利空。

再者，需求端，到 2020 年，国内不锈钢产量会小幅增长 6%。目前社会库存处于历史高位，供应大于需求的局面或将延续，不锈钢终端需求也将持续疲弱。

最后，宏微观共振主导依然是镍波动的主要逻辑，镍板持续去库存与镍铁产能释放的结构转变，镍价在 2020 年预期整体波动幅度可能会弱于 2019 年，预计 LME 镍主要波动区间为 11000-18000 美元/吨，沪镍主要波动区间为 97000-140000 元/吨。

## 研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的分析师，具有齐全的期货投询、衍生品、金属、能化、农产品、宏观研究等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资策略及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致与顺延。

我们将积极依托越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

**核心理念：研究创造价值，深入带来远见**

## 联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房 邮编：510623

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们已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操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。