



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：钟诗怡
邮箱：zhongshiyi@gzjqh.com

证书编码：F3049606

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

供应端扰动不断 镍价多空博弈

【策略概述】

◆ 核心观点：

10 月镍价大幅下跌，随后又触底反弹。由于 9 月印尼提前禁矿消息落地后，镍价短期已经到达一个价格极值，市场暂无更强的上涨驱动，同时不锈钢库存连续 3 个月再创新高以及印尼镍生铁投放加快，导致市场开始关注更多的利空因素。10 月末，镍矿端事故再度带来了供应端扰动，同时印尼禁矿时间的悬而未决也增加了市场的不确定性。

进入 11 月，镍价在经历了 10 月的大幅回调后，依然具备了持续反弹的基础。从中长期来看，镍市在未来两年的供应缺口仍难以弥补，同时印尼政策的反复以及矿端不时传来的扰动消息，使得供应忧虑持续。但下游不锈钢方面，10 月中旬不锈钢库存再创新高，4 季度镍生铁供应持续增加，而不锈钢暂未出现集中减产，导致不锈钢价格将继续拖累镍价。整体来看，在低库存和供需缺口存在的矛盾下，镍价中长期依然看涨，不过前期大幅上涨的镍价存在多头获利退场的风险，下游消费低迷以及宏观经济不振也制约着镍价的上行空间。短期仍持续关注印尼禁矿政策的变化，以及国外矿端的扰动情况，预计 11 月镍价将维持区间震荡，沪镍主力合约主要波动区间 125000-145000 元/吨之间。

◆ 风险提示：

1. 印尼禁矿政策的变化。2. 海外镍矿供应端扰动。3. 中美贸易谈判等宏观事件超预期。4. 不锈钢去库存进度超预期。

一、10 月行情回顾

10 月份，印尼禁矿的消息已经被市场消化，沪镍呈现出触底反弹的走势，期间下探至自印尼禁矿令官宣以来的最低位 125150 元/吨。10 月 22 日以前，沪镍表现为大幅下挫，主要是由于淡水河谷三季度产量大增 14.5%、多头获利退场、不锈钢累库风险持续累积、9 月新能源汽车销量断崖式下滑等因素导致沪镍连续阴跌。10 月 22 号，世界级镍矿 Ramu 关停以及俄镍旗下矿山发生事故，矿端的扰动增加了供应端的忧虑，同时库存低位，成本矿价居高不下都助推了镍价上行。截至 10 月 25 日收盘，沪镍主力 1912 合约收于 133380 元/吨，月跌幅 2.92%；外盘方面，LME3 月期镍收于 16690 美元/吨，月跌幅达 2.54%。

图 1：沪镍主力合约走势



图 2：LME3 月期镍走势



资料来源：博弈大师

升贴水方面，由于近期镍价的上涨，LME 镍现货对 LME3 月期镍升水大幅回落。国内方面，由于进口窗口持续关闭，现货货源整体较少，现货持续呈现升水的状态，目前俄镍现货较无锡镍升水 8450 元/吨，不过近期无锡镍较上海期货亦持续呈贴水状态。

图 3：LME 镍升贴水

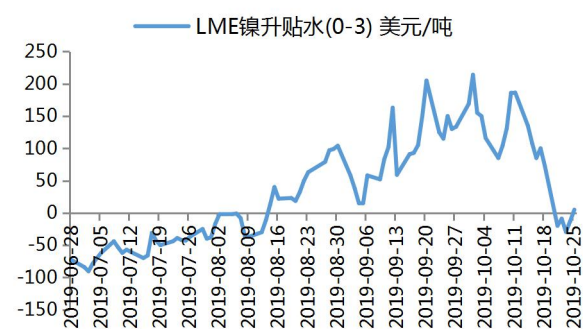
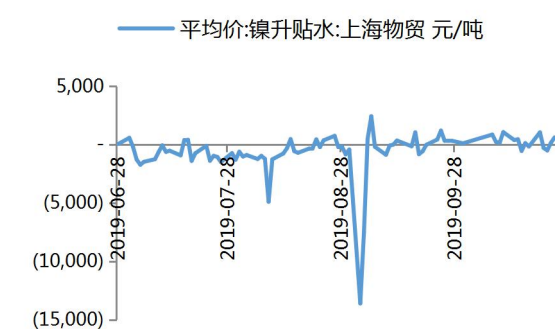


图 4：国内镍升贴水



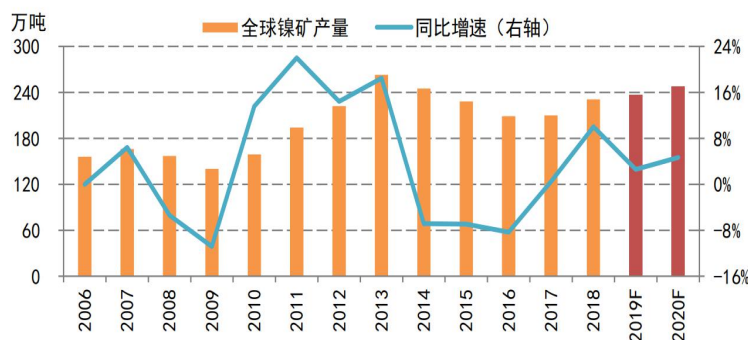
资料来源：Wind，广金期货

二、影响因素分析

1、镍矿供给长期收紧，国内进口量加速攀升

据世界金属统计局（WBMS）数据显示，2019 年 1-8 月全球矿山镍产量为 160.87 万金属吨，比 2018 年同期产量高 6.8 万金属吨。作为红土镍矿的主要资源国，印尼自 2017 年以来，成为世界第一镍资源生产国，期间全球镍矿几乎所有的增量都来自印尼。2019 年以来，印尼政策风波不断、菲律宾环保趋严，同时巴西发生大规模矿难，导致镍资源产量不及预期，根据国际镍业研究小组（INSG）预计，2019 年全球镍矿产量 230.4 万吨，比年初估算的 10% 大幅减少。预计全球镍产量在 2020 年将增至 248 万吨，增长 4.6%。

图 5：全球镍矿产量（单位：万吨）



资料来源：Wind，广金期货

印尼政策牵动中国镍产业链神经。作为全球最大的镍消费国与镍资源进口国，中国对镍矿资源的对外依存度极高。2018 年全年中国从印尼进口镍矿约 1500 万湿吨，同比增长近 300%，约占当年总进口量的三分之一，由此可见，印尼镍矿出口政策对我国镍矿供给产生巨大影响。根据海关数据显示，2019 年 9 月中国镍矿进口量为 708.95 万吨，环比增加 24%，同比增加 23.16%。由于市场担心印尼提前禁矿会导致镍矿紧缺，9 月进口量已攀升至 2014 年 1 月以来的最高水平。其中，从菲律宾进口镍矿量为 438.79 万吨，环比增加 10%，同比增加 14.86%。从印尼进口量为 247.78 万吨，环比增加 53.7%，同比增加 45.1%。

图 6：中国镍矿砂及精矿进口（单位：吨）

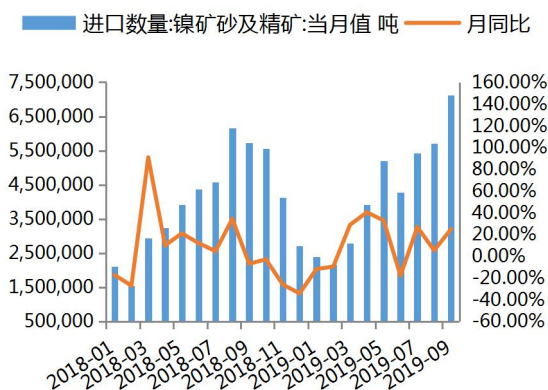
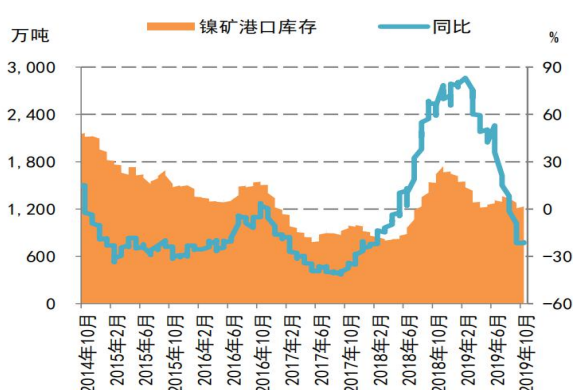


图 7：镍矿港口库存量（单位：万吨，%）



资料来源：Wind，广金期货

国内港口库存大幅回落。去年年末至今年年初是港口库存的高峰期，港口库存在 1500 万吨至 1750 万吨高位，同比一度超过 80%。进入 9 月份，印尼一纸出口禁令，原材料短缺的预期触发了厂商囤货的积极性，国内港口库存呈现大幅去库的态势，截至 2019 年 10 月 18 日，国内港口镍矿库存合计 1230.95 实物吨，同比减少 21%；镍矿价格亦创五年新高，截

至 10 月 24 日，印尼红土镍矿 1.65% (CIF) 高达 64 美元/湿吨，菲律宾红土镍矿 1.8% (CIF) 平均价 75 美元/湿吨，较 7 月份的低点增加近 50%。

2、全球镍铁产能继续释放，电解镍产量稳定

随着硫化镍矿资源日渐枯竭，全球矿企加大了对红土镍矿资源的开发，目前红土镍矿下游产品中镍铁占到了九成，镍铁因成本低廉工艺简单，成为目前制造不锈钢的主要来源，对电解镍的替代性很强。为应对原矿出口限制，近年来中国镍生产商在印尼投资大量镍铁厂，且产能逐年加速扩张。

2019 年，来自于印尼的镍铁产能仍将大幅增加。进入 2020 年，印尼镍铁增量主要来自德龙二期以及青山和振石合作的 Weda Bay 项目，包括 8 台 42000KVA、4 台 42000KVA，预计带来 10-15 万吨金属镍增量。据统计，截至十月末，印尼青山还有 3 条生产线即将投放，印尼德龙第 14 台生产线已经投产，印尼金川红土镍矿冶厂 1#线镍铁电炉砌筑完成，余下产能雨季四季度能完成，同时在印尼禁矿大幅提前至明年 1 月 1 日、全球不锈钢反倾销浪潮掀起的背景下，包括青山印尼在内的部分印尼钢企业经转为加大镍铁出口的量，近两年镍铁供应量有望超预期。

图 8：2018-2020 印尼镍铁产能（单位：万镍吨）

企业	2018 年产能	2018 年产量估计	2019 年产能	2020 年产能
青山	20	19.1	20	20
德龙	9	4.1	11.25	15
新兴铸管	2.5	2.3	2.5	2.5
新华联	0.8	0.3	0.8	1
振石	0.8	0.5	0.8	1
华迪	0.33	0.2	0.25	0.25
世纪冶金	0.25	0.2	0.25	0.25
福建泛华		0.06	2	2
Indoferro	1.2	0.72	2.4	2.4
Weda Bay				10
金川			3	3
其他	1.8	1.2	1.8	2
合计	37	28.7	45	55-60

资料来源：Wind，广金期货

国内镍铁产能大幅增加，但随着禁矿令下达未来新增产能进度或推迟。据 SMM 统计，1-9 月全国镍生铁产量 43.07 万吨，较去年同期大增 29.08%，其中 9 月份单月环比下降 0.79% 至 5.27 万镍吨，同比增 27.59%。预计 10 月全国镍生铁产量预计环比减少 2.28% 至 5.154 万镍吨，同比增 28.19%，其中高镍生铁产量环减 2.28% 至 4.48 万镍吨，低镍生铁产量 0.68 万镍吨，环比增 2.57%。进口方面，9 月中国镍生铁进口约 20.81 万吨，环比增加 43.73%，同比增加 111.37%。其中，自印尼进口量为 15.95 万吨，环比增幅 60.74%，同比增幅 147.26%。

图 9：中国镍铁产量（单位：万吨）

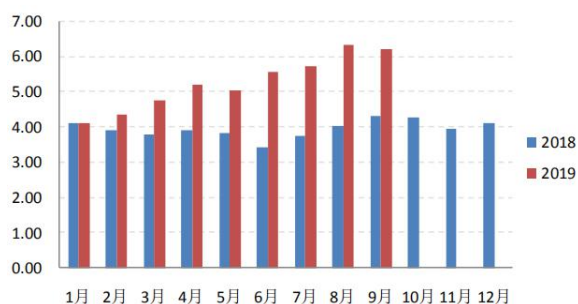
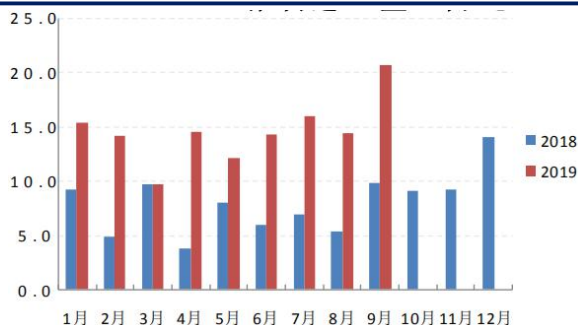


图 10：中国镍铁进口（单位：万吨）



资料来源：Wind，广金期货

电解镍的供应方面，9 月份全国电解镍产量 1.33 万吨，同比增 21.81%，环比增加 4.97%。因电解镍恢复盈利，甘肃和山东部分冶炼厂扩大电解镍生产。据 SMM 初步调研了解，10 月份预计电解镍产量小幅增至 1.35 万吨，增量主要来自甘肃，其他冶炼厂生产维稳九月。进口方面，9 月其他未锻轧非合金镍净进口合计 1.2 万吨，同比减少 61%，环比减少 53%。由于 9 月进口亏损严重，大部分货源流入保税区。根据我的有色网统计，9 月流入至保税区约 8550 吨，进口至国内仅 5221 吨。

据 SMM 调研，2019 年 1-9 月国内硫酸镍产量 9.16 万吨，累计同比上涨 26.65%。纯电动汽车补贴下降后，国内电动车销量骤降带动电池需求不振，整体需求仍表现疲软。10 月全国硫酸镍产量或小降，环比降 2.11% 至 4.18 万吨实物，折合金属量为 9205 吨，新能源汽车行业需求复苏不及预期导致部分企业下调排产计划，但亦有企业接单情况好转产量回升，总体来看硫酸镍产量将继续收缩。

图 11：中国年度电解镍产量（单位：万吨）

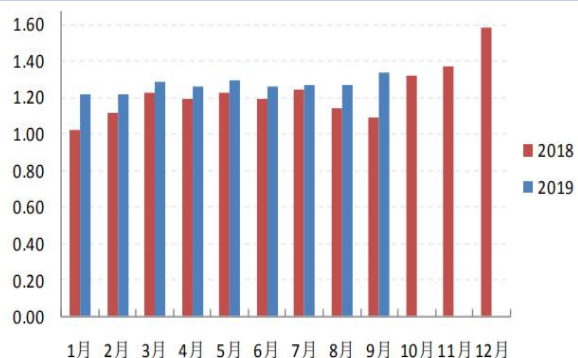
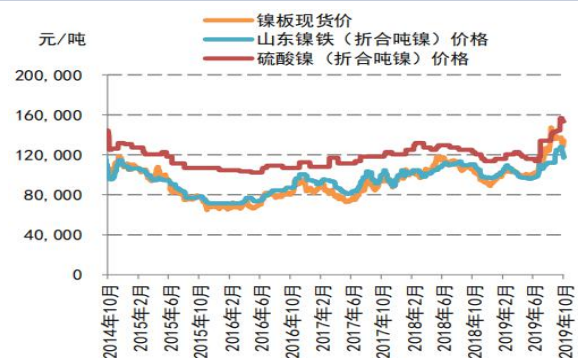


图 12：镍板、镍铁、硫酸镍价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，广金期货

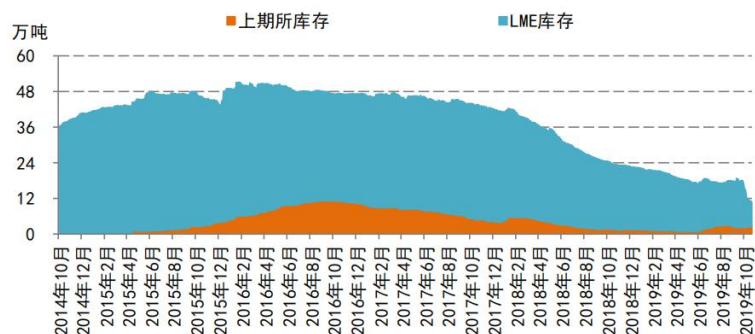
3、交易所库存小幅回升，但仍处于历史低位

进入 10 月份，海外库存遭遇大幅下挫，较月初累计下跌近 50%，截至 2019 年 10 月 24 日，LME 镍库存为 7.98 万吨，为近十年低位；上期所库存为 2.23 万吨，较 5 月份的历史低点 8800 吨左右有所增加，但整体仍处于相对低位。从基本面来看，随着镍产业分化加剧，海外镍豆持续去库存以满足动力电池用镍高速增长的需求，同时国内外镍铁新增产能大规模投放对电解镍形成替代，纯镍表观库存料将维持低位。虽然 LME 现货溢价较高，但国内其实并不缺货，据上海金属网数据显示，镍保税库仓单价格降到了 -60 至 0 美元/吨的历史低位。此外，国

内上期所库存出现小幅累积，主要因为前期进口窗口打开后，保税区及海外货源流入增加所致。由于进口亏损扩大，以及国内保税区仓单出现贴水，而 LME 现货 0-3 溢价较高，导致不少保税区货流入 LME 库存。

随着镍产业分化加剧，海外镍豆持续去库存以满足动力电池用镍高速增长的需求，同时国内电解镍转产硫酸镍态势不减、不锈钢消费低迷，电解镍库存料将维持库存低位。

图 13：国内外交易所库存（单位：万吨）



资料来源：Wind，广金期货

4、终端不锈钢消费依然低迷

近年来，全球镍消费持续增长，其中中国消费占全球镍消费量的比例超过 50%。国际镍业研究小组（INSG）预计全球镍需求在 2020 年将增至 252 万吨，同比增长 2.86%，2019 年为 245 万吨，同比增 4.5%。

国内方面，2019 年不锈钢产量增速为 3.6%，其中 300 系产量增 2.6% 至 1302 万吨。2020 年中国不锈钢新增产能 205 万吨，复产 140 万吨。据中国联合钢铁网统计，2019 年 9 月份国内 27 家主流不锈钢厂粗钢产量为 247.43 万吨，环比减少 6.73%；同比增幅为 13.75%。根据我要不锈钢网统计，10 月上旬无锡和佛山地区不锈钢样本库存量为 93.43 万吨，环比 9 月下旬猛增 3.96%，连续 3 个月增长，目前社会库存已经呈现历史新高。10 月不锈钢排产出现明显下滑，不少不锈钢厂 300 系已出现亏损，9 月份产量也有相应减少，但并未出现大规模减产挺价的行为，短期不锈钢社会库存压力非常大，库存去化的核心依然看终端消费。

今年 7 月以来中国不锈钢出口环境不断恶化，包括印度、台湾地区、越南和巴西纷纷对中国大陆不锈钢制品加征反补贴税。9 月中国不锈钢出口量环比减少 1.35%，同比增 7.14% 至 33.69 万吨。进口方面，自 3 月不锈钢进口天量过后，4-6 月不锈钢进口量大幅下降，7-9 月出现回升。9 月中国不锈钢进口量 10.16 万吨，环比增加 9.53%，同比减少 40%。其中进口自印尼不锈钢 5.12 万吨，环比增 35%。

图 14：2019 年不锈钢粗钢产量（单位：万吨）

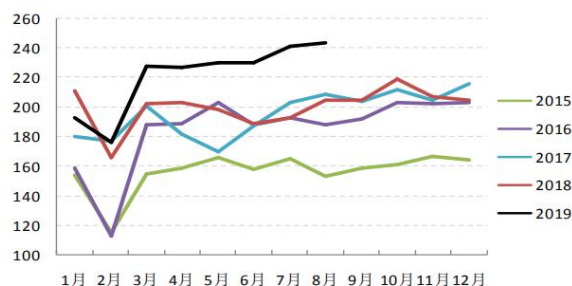
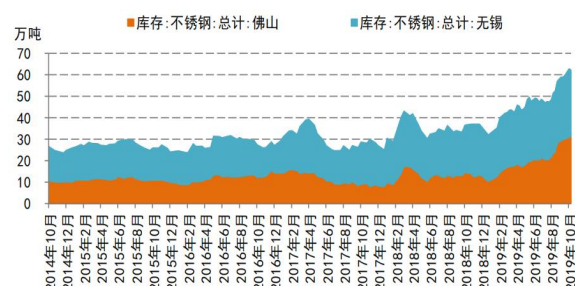


图 15：不锈钢库存（单位：万吨）



资料来源：Wind，广金期货

三、后市研判

10 月镍价大幅下跌，随后又触底反弹。由于 9 月印尼提前禁矿消息落地后，镍价短期已经到达一个价格极值，市场暂无更强的上涨驱动，同时不锈钢库存连续 3 个月再创新高以及印尼镍生铁投放加快，导致市场开始关注更多的利空因素。10 月末，镍矿端事故再度带来了供应端扰动，同时印尼禁矿时间的悬而未决也增加了市场的不确定性。

进入 11 月，镍价在经历了 10 月的大幅回调后，依然具备了持续反弹的基础。从中长期来看，镍市在未来两年的供应缺口仍难以弥补，同时印尼政策的反复以及矿端不时传来的扰动消息，使得供应忧虑持续。但下游不锈钢方面，10 月中旬不锈钢库存再创新高，4 季度镍生铁供应持续增加，而不锈钢暂未出现集中减产，导致不锈钢价格将继续拖累镍价。整体来看，在低库存和供需缺口存在的矛盾下，镍价中长期依然看涨，不过前期大幅上涨的镍价存在多头获利退场的风险，下游消费低迷以及宏观经济不振也制约着镍价的上行空间。短期仍持续关注印尼禁矿政策的变化，以及国外矿端的扰动情况，预计 11 月镍价将维持区间震荡，沪镍主力合约主要波动区间 125000-145000 元/吨之间。

风险提示：

- ✓ 菲印尼禁矿政策的变化
- ✓ 海外镍矿供应端扰动
- ✓ 中美贸易谈判等宏观事件超预期
- ✓ 不锈钢去库存进度超预期

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元

电话：0757-85501836

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58766302

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-87251385

成都分公司

地址：成都高新区天晖中街 56 号 1 栋 10 层 1026 号

电话：028-61320595

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19

电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室

电话：0312-3135300

福州营业部

地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989

台州营业部

地址：浙江省台州市临海市古城街道朗成大时代 4 幢 23 层

电话：0576-85932178

河北分公司

地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406

电话：0311-83075314

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1608

电话：0315-5266603