

【镍】——供需变化待博弈，镍价登高或可期

摘要

宏观面：全球经济增速整体放缓，今年以来美联储在内的全球央行积极采取宽松的货币政策。国内经济增速下滑，国家通过减税降费、提振基建、逆周期调节等宏观调控或将边际改善未来经济下行的压力，随着中美贸易摩擦第一阶段的缓和，2020 年上半年经济形势有望得到好转。但前期全球经贸局势的持续升级已对经济造成不可逆影响，且中美贸易争端的解决并非一朝一夕，预计 2020 年全球经济整体上继续下行，但降幅较 2019 年收窄。

供应端：预计 2020 年印尼禁矿之后，由于菲律宾镍矿储量及品位均在下降，其他国家镍矿难以弥补缺口，国内镍矿供应面临短缺；全球主要精炼镍生产企业产量较为稳定，关注可交割品库存的变动；全球镍生铁产量维持增长，国内镍生铁产量则将受印尼禁矿影响减少，印尼镍生铁新增产能的投放将弥补中国的减量，未来重点关注印尼镍生铁的投放进度，若投放不及预期，将进一步影响国内原生镍的供应。

需求端：预计 2020 年不锈钢消费稳步上涨，国内外不锈钢新增产能陆续投放，且镍生铁供应增量不及需求增量，不锈钢厂电解镍用量或将回升；新能源电池发展加快，未来印尼湿法冶炼项目对镍消费持续增长，高镍化发展趋势不变，但 2020 年镍在电池领域的需求增量或有限。

预计 2020 年全球镍供应缺口仍存，在印尼禁矿政策的影响之下，镍价重心或有望重拾上移。未来重点关注印尼镍生铁项目投放进度及下游需求情况。

风险关注：国内外镍生铁项目投产快于预期，不锈钢的实际需求增长不及预期，可交割品库存变化，不锈钢库存压力等。

以上观点，仅供参考。

国贸期货 · 研发中心
有色金属小组

林丙红

投资咨询号：Z0000222

从业资格号：F0247654

谢灵

执业证号：F3040017

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、行情回顾

回顾2019年，镍价经历了先扬后抑的行情，在资金博弈、消息扰动以及产业链供需格局变化的共同影响下，镍价走势整体冲高回落，波动剧烈。上半年表现较为平稳，主要行情集中在下半年。

上半年：年初，淡水河谷溃坝引发市场对镍供应的担忧，部分镍铁项目投放不及预期，春节后钢厂产量抬升提振需求，叠加宏观政策利好频出，镍价自去年低位反弹，一度触及106000元/吨左右高位。后随着镍铁的陆续投产以及不锈钢的逐渐垒库，镍价小幅回调，于10万关口附近震荡。

下半年：6月初，不锈钢社会库存不断攀升，价格亦回落至年内低点。随着钢厂排产量的增加，印尼方面自然灾害频发，镍价重拾涨势。7月初市场便传闻印尼将提前禁矿，在消息的刺激下，镍价强势上涨，突破12万关口。8月30日，印尼禁矿消息落地，沪镍全线涨停，同时产业投资者在国内外市场大量采购纯镍，镍价最高一度逼近15万关口。随后市场逐渐回归理性，国庆期间LME镍库存大幅下跌，转为隐性库存集中于某大型钢厂手中，盘面整体反应平淡。全年不锈钢的高产量使得库存压力日益严峻，下游消费的持续疲弱逐渐向上传导至原料端，印尼加快了镍矿的出口使得国内镍矿短期供应充足。此外，新能源补贴退坡使得市场对新能源汽车用镍预期下调，镍价大幅下挫，最低回落到了禁矿前的价格。直至12月，国内宏观数据表现亮眼，中美贸易磋商向好，叠加镍铁厂集中检修，部分空头离场，镍价小幅企稳反弹。

图表 1：SHFE&LME2019 年镍价走势（截至 2019 年 12 月 20 日）



数据来源：Wind

二、宏观分析

2.1 全球经济增速放缓，货币政策趋向宽松

今年以来经济合作与发展组织 (OECD) 多次下调全球经济增长预期，其在最新发布的《OECD 经济展望》中预测，全球经济 2020 年仅能实现 2.9% 的增长，较该组织 9 月份预测下调了

专业·诚信·进取·共赢

0.1%；2021 年也不会超过 3%，全球经济增速将进入 2008 年国际金融危机以来最慢时期。OECD 发出警告称，多边主义正面临威胁，货币政策和财政政策作用也许将大为削弱。该报告指出，关税分歧升级正损害国际贸易和投资，导致各国就业面临更大困难和风险；消费虽表现不错，但削弱迹象初显；汽车等固定资产投资过去几年出现大幅下滑。预计今年全球商品和服务贸易总规模增速仅为 1%，将跌至 10 年新低，贸易分歧进一步升级，将扰乱全球供应链、打击市场信心、增加就业扩大和收入提高的难度。

为了应对全球经贸局势紧张及全球经济放缓的影响，今年以来美联储在内的全球央行积极采取宽松的货币政策，实际利率大幅下行。目前降息的央行已超过 30 家，主要以新兴市场国家为主，但不乏美国、欧元区、新西兰、澳大利亚等发达经济体。美联储年内进行三次“预防式”降息，10 月 15 日起每月购买 600 亿美元的短期国债，延长回购操作至 2020 年 1 月；欧洲央行年内降息 1 次，并宣布重启 QE，从 11 月起每月购债 200 亿欧元。

图表 2：全球央行“降息潮”



数据来源：国贸期货研发根据公开资料整理（截至 12 月 13 日）

2.2 中国经济增速下滑，基建或逐渐回暖

2019 年中国经济增速继续下滑，三季度 GDP 实际增速 6.0%，较二季度下滑 0.2 个百分点，创 1992 年实施 GDP 季度核算以来的新低。四季度国内制造业 PMI 数据出现回暖，11 月官方制造业 PMI 为 50.2，较前值上升 0.9 个百分点，7 个月后重回荣枯线上方。从分项数据来看，生产及新订单回暖明显，生产及新订单的回暖将进一步带动其他指标的回升，预计制造业 PMI 将见底回升。11 月国内 CPI 同比增长 4.5%，较 10 月份增长 1.7 个百分点，创下 2012 年以来新高。此轮 CPI 的上涨主要由于猪肉价格的大幅走高，对财政政策的影响有限。11 月国内 PPI 同比下降 1.4%，PPI 数据持续走低，经济滞胀风险仍较大。据中国社科院报告，2020 年全球经济有望出现温和回升，但不稳定不确定因素增多，仍面临下行风险。预计 2020 年中国经济增长 6.0%左右，CPI 上涨 3.4%左右。

基建方面，1-10 月份，基础设施投资同比增长 4.2%，增速比前三季度回落 0.3 个百分点，比上半年和去年全年分别加快 0.1 和 0.4 个百分点。增速回落的主要原因在于去年同期基数较高，且财政支出的前置令资金来源有所

承压。从历史上看，基建投资一直都是宏观经济逆周期调节的重要工具，在经济进一步下行压力加大的背景下，基建投资将发挥重要托底功能。实际上，2019年9月份以来，从降低部分项目资本金，到提前下达2020年部分新增专项债额度，再到开展为期半年的“疏解治理投资堵点”专项行动，政策组合拳频出，表明政策当局提高基建投资增长水平的意图。我们预期未来基建投资增速有望回暖。

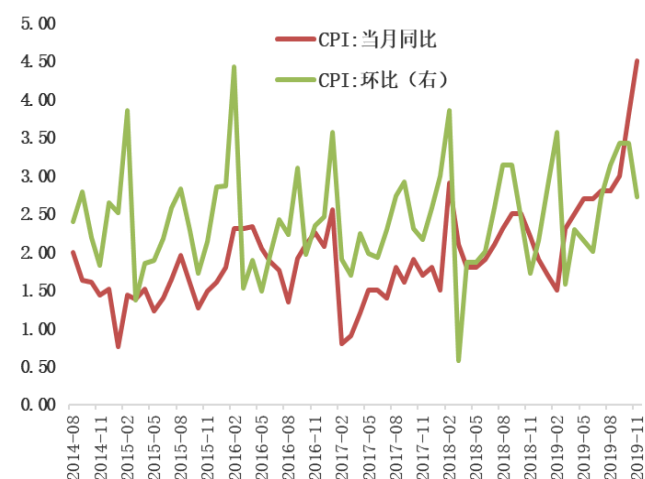
今年以来，不锈钢的传统终端行业如房地产、家电等表现不尽如人意，市场寄希望于基建投资的回暖以释放不锈钢高产高库的压力。预计随着专项债的发放以及国家各项政策的支持，基建增速或将逐步企稳，从而进一步带动不锈钢下游消费。

图表 3：中国 GDP 当季同比



数据来源：Wind

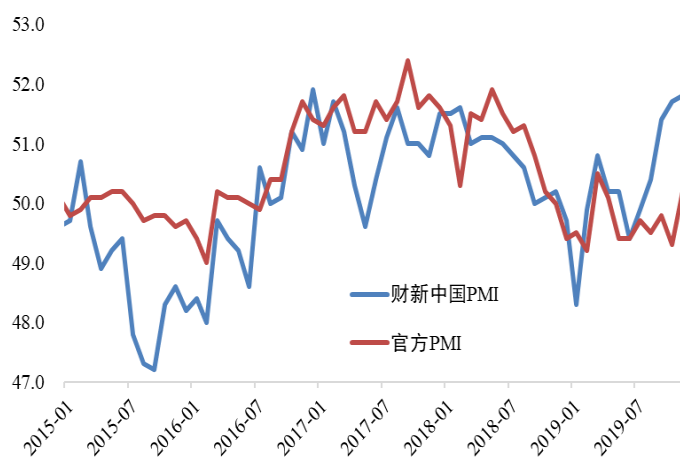
图表 5：中国 CPI 数据



数据来源：Wind

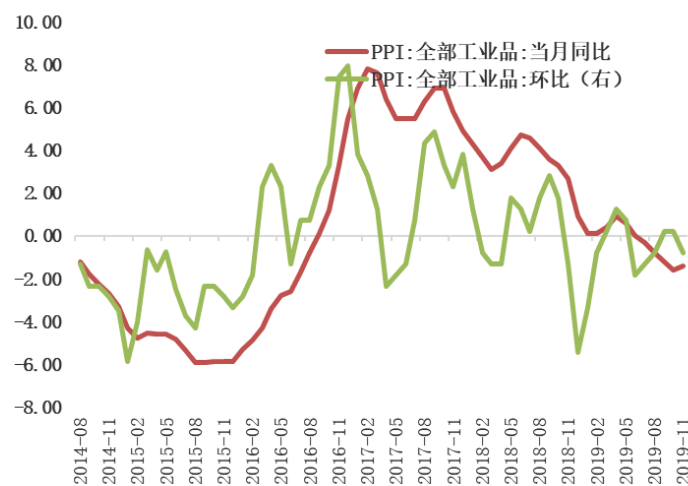
图表 7：基建投资

图表 4：中国 PMI 指数



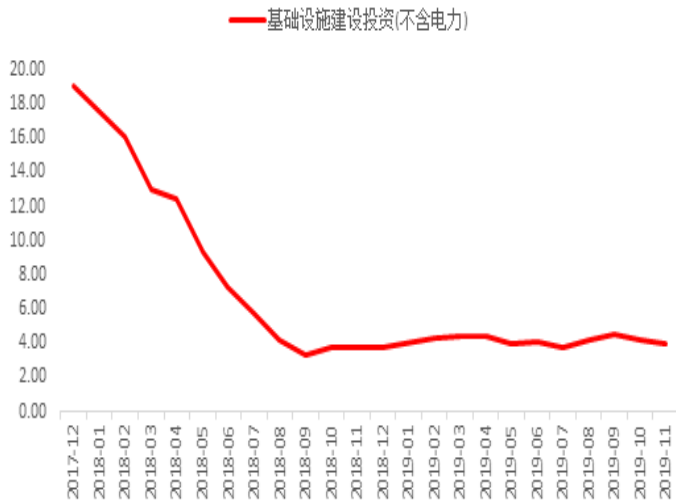
数据来源：Wind

图表 6：中国 PPI 数据

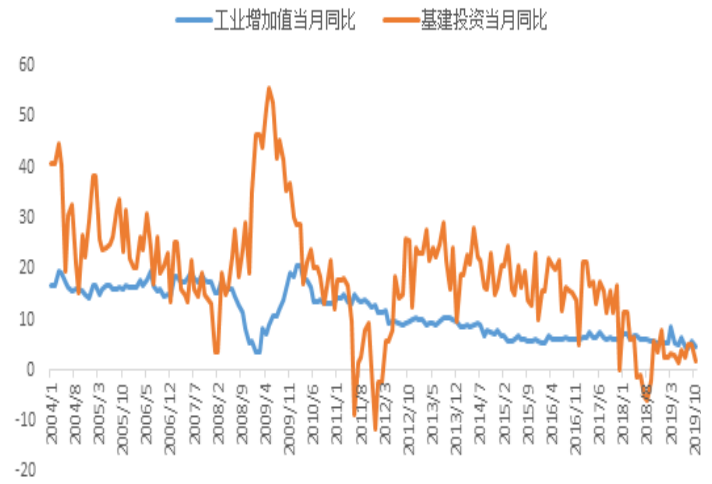


数据来源：Wind

图表 8：工业增加值&基建投资



数据来源: Wind



数据来源: Wind

2.3 中美贸易摩擦加剧价格波动

2019 年以来,中美贸易摩擦持续影响市场情绪,金属板块亦产生剧烈波动。直至今年 12 月 13 日,中美双方第一阶段经贸协议文本达成一致。美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺,实现加征关税由升到降的转变。具体为取消 12 月 15 日对剩余 1600 亿美元商品加征关税,对 9 月已加征的约 1200 亿美元商品的关税降至 7.5%,但对已加征的约 2500 亿美元商品维持 25%的关税。2020 年将是美国总统特朗普的大选之年,在竞选压力之下,中美贸易摩擦延续边际缓和的可能性较大,但长期看,中美贸易争端的解决并非一朝一夕,未来市场风险资产的波动率仍将受此影响大幅提升。

展望 2020 年,今年的三次降息行动将进一步传导至经济,中美贸易摩擦第一阶段的缓和将减轻全球经济下行的压力,明年上半年经济形势有望得到好转。但前期全球经贸局势的持续升级已对经济造成不可逆影响,且中美间将大概率维持谈谈打打局面,货币政策和财政政策作用也许将大为削弱,因此综合来看 2020 年全球经济整体上仍将继续下行,但下行幅度较 2019 年将有所收窄。

三、基本面分析

3.1 印尼禁矿政策扰动镍市,矿端资源补充有限

3.1.1 2019 年中国镍矿进口量环比增加

全球镍储量相对集中,据 USGS 数据,2018 年全球镍资源储量超过 1 亿吨,前 10 储量占比达 90%左右。印尼的镍储量为 2100 万吨,约占全球储量的 21%,而中国储量为 280 万吨,约占全球储量的 2.8%,在全球主要镍资源国家中排名第九位,我国镍资源相对贫乏,原料的对外依存度很高。国内镍冶炼产能的规模虽然较大,但是仍然无法满足不锈钢生产的巨大需求。因此,我国不仅大量进口镍矿,而且需要进口镍铁、镍生铁、电解镍等冶炼产品。

中国镍矿主要依赖进口,从产量来看对外依存度 85.5%,主要来源国是印尼、菲律宾、澳大利亚、俄罗斯、危地马拉、新喀里多尼亚等,其中镍矿进口 95%以上来自印尼和菲律宾。同样,中国也是印尼和菲律宾镍矿的主要出口国,2018 年菲律宾出口镍矿的 93%到中国,印尼是 95%。

据海关数据显示,2019 年 1-10 月中国累计进口镍矿 4569.45 万吨,较去年同期的 4095.90 万吨,增加 473.55 万吨,同比增幅 11.56%。其中来自菲律宾 2600.56 万吨,占比 57%;来自印尼 1804.28 万吨,占比 39%。

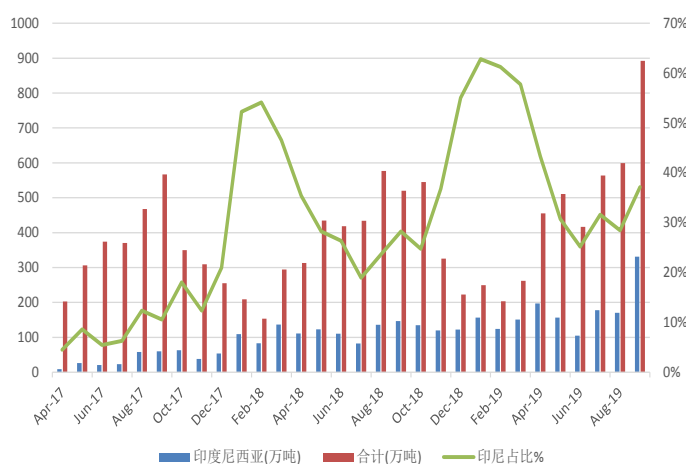
图表 9: 全球镍储量

图表 10: 中国镍矿进口量

国家或地区	2016年	2017年	2018年
澳大利亚	1900	1900	1900
巴西	1000	1200	1100
俄罗斯	760	760	760
新喀里多尼亚	670	-	-
古巴	550	550	550
菲律宾	480	480	480
印度尼西亚	450	450	2100
南非	370	370	370
加拿大	290	270	270
中国	250	290	280
危地马拉	180	180	180
马达加斯加	160	160	160
哥伦比亚	110	110	44
美国	16	13	11
其他	650	650	650
世界合计	7800	7400	8900

数据来源：USGS

图表 11：印尼镍矿进口量占比



数据来源：Wind

3.1.2 印尼禁矿令将于 2020 年起实施

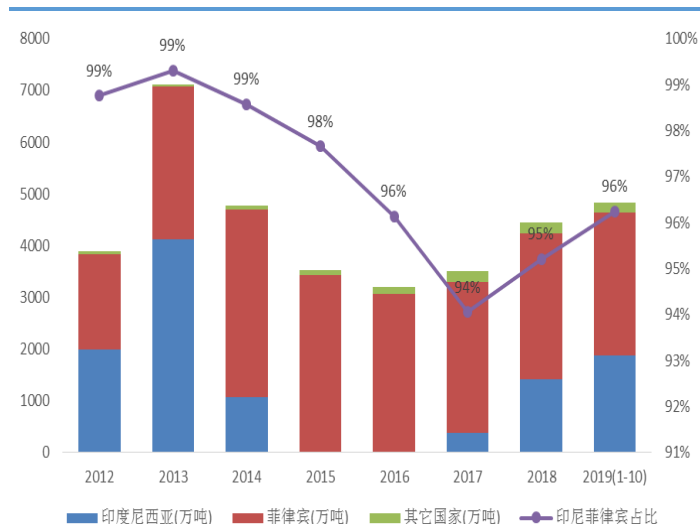
此前早在 2009 年，在印尼政府颁布第 4 号法令之后，印尼本应停止原矿石的出口。但是考虑到当时印尼国内的冶炼厂情况，所以不得不延迟禁令的推行。

2014 年 1 月 12 日，印尼禁止出口红土镍矿政策执行，禁止未经加工的原矿产品出口，镍含量大于或等于 6% 的镍产品才允许出口。海关数据显示：当年中国镍矿进口量大幅下降至 4772 万吨，降幅 33%。其中，来自印尼的进口量下降至 1064 万吨，降幅 74.12%。2015 年-2016 年来自印尼的进口量下降分别至 7.27 万吨、10.44 万吨。

2017 年 1 月 12 日，印尼允许镍矿和铝土矿出口，条件是在 5 年内完成冶炼项目建设，并有 30% 的镍矿用于国内生产使用，其余低品位可以做出口，并根据条件给予一定的出口配额。根据 2017 年的矿业开采法规，印尼计划于 2022 年 1 月 12 日开始暂停未加工矿石出口，此前已给予矿商五年的时间来在国内建造冶炼厂。数据显示，2017 年中国进口镍矿回升至 3504 万吨，增幅近 10%。其中来自印尼的进口量明显大幅增加至 382 万吨。2018 年中国镍矿进口量继续增加至 4734 万吨，增幅 35%。其中，来自印尼的进口量增长至 1507 万吨，增幅 294.5%。

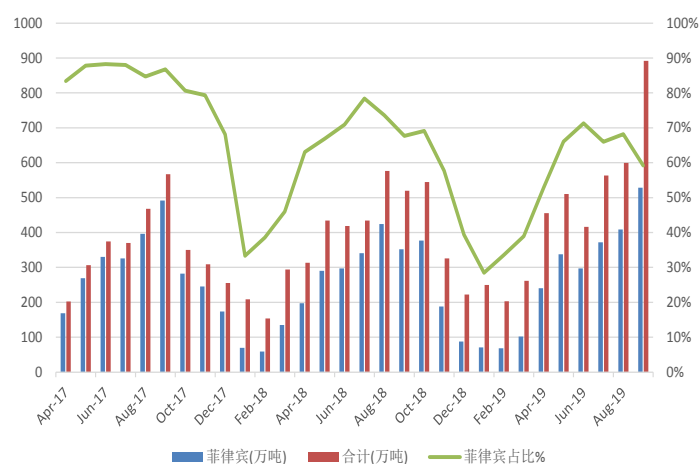
2019 年 8 月 30 日，印尼政府最终决定加快对镍矿山出口的禁令。能源和矿产资源部（ESDM）表示，从 2020 年 1 月 1 日开始，镍矿石含量低于 1.7% 不在允许出口（全面禁止镍矿出口）。

3.1.3 菲律宾及其他国家镍矿



数据来源：安泰科

图表 12：菲律宾镍矿进口量占比



数据来源：Wind

专业·诚信·进取·共赢

补充有限

在明年印尼禁矿后，我国最主要的矿石进口国菲律宾或提升矿石产量，但由于近几年菲律宾镍矿大量出口，镍矿储量及品位均在下降，整体增量有限。据了解，由于资源枯竭，菲律宾出货量最大的高品位镍矿 SR LANGUYAN 将于 10 月停止开采。目前该矿山出货能力在 60 万湿吨/月左右，平均镍品位在 1.5% 以上。另外，该矿山附近的另一座矿山 ANC 也面临着资源枯竭的压力，目前虽未正式关停，但已无高品位产出，出中品位尾矿为主。预计 2019 年中国从菲律宾进口镍矿约 3000 万湿吨。随着印尼禁矿令的实施，预计 2020 年中国从菲律宾进口镍矿或小幅增至 3200 万湿吨左右。

除菲律宾、印尼外，我国镍矿进口主要依赖于新喀里多尼亚和危地马拉。新喀里多尼亚也是实行配额制，据了解，2019 年 4 月法国矿业公司 Eramet 在新喀里多尼亚的 SLN 镍项目获得了 400 万吨的镍矿出口配额，预计 2019 年出口 150 万吨，2020 年将出口 400 万吨。

2020 年印尼禁矿之后，其他地区可弥补的量有限，预计不会超过 500 万吨。

3.1.4 关注年底港口镍矿垒库情况

据中联金数据，截至 2019 年 12 月 13 日，国内 12 个主要港口红土镍矿库存约 1453.5 万吨，去年同期库存约 1685.6 万吨，同比减少 232.1 万吨，降幅 13.77%。印尼因镍矿审查事件造成目前贸易商不敢贸然发船，年底印尼发货至中国的镍矿量或将较前几月有所减少，同时菲律宾雨季亦将影响镍矿的发货量。

由于当前的港口库存大部分是菲律宾低品位镍矿，按月均 4 万镍吨 NPI 产量（Ni8%），每月需用 250 万吨镍矿（Ni1.6%），则目前的港口库存在明年二季度将见底，若各国镍矿不能及时补充，国内的部分镍铁厂或将因此减产，（国内各大企业备矿情况不同），故明年的关注点在于印尼进口镍铁对国内铁厂原料的补充情况。

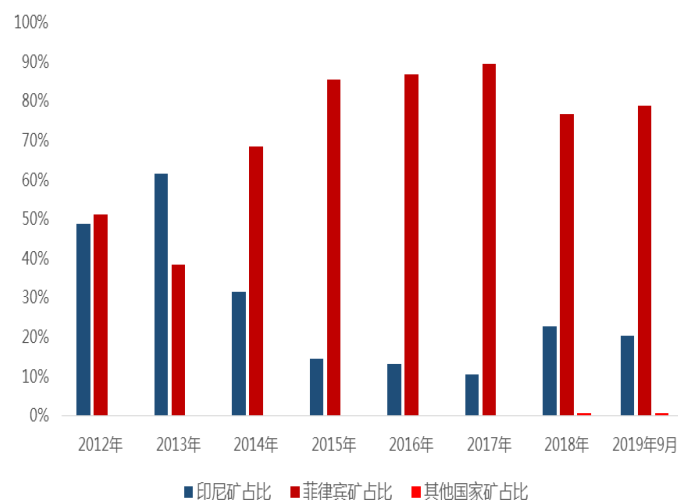
短期镍矿供应较为充足，但年末镍矿进口量有所减少，主要受此前印尼镍矿审查事件影响，随着印尼禁矿令的实施，国内矿端的供应短缺或导致明年镍生铁产量的下降超预期。此外，近期菲律宾受雨季影响镍矿出口有所减少，关注年末港口镍矿垒库情况。

图表 13：中国镍矿港口库存



数据来源：SMM

图表 14：中国镍矿港口库存分国家占比



数据来源：Mysteel

3.2 印尼镍铁回流弥补国内减量

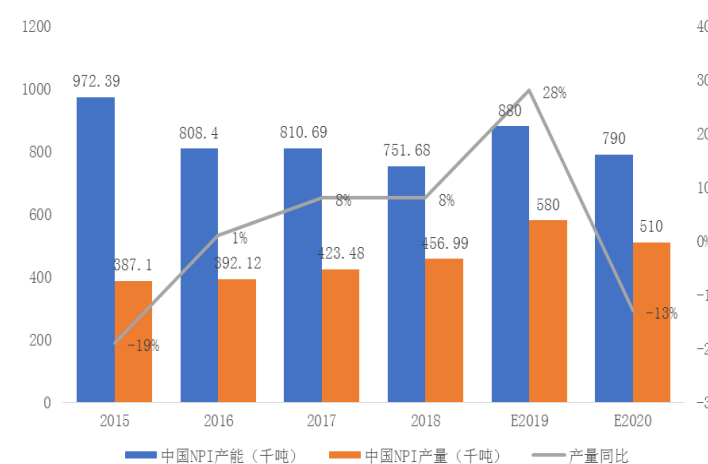
3.2.1 2019 年中国镍生铁产量同比继续增加

根据 SMM 数据，2019 年 1-11 月镍生铁累计产量为 53.47 万吨，同比增加 28.66%，新增主要来自山东鑫海科技年内新投的 8 台机子以及扬州一川的 1 台机子。高利润刺激镍铁厂生

产，国内新增产能不断释放，预计 2019 年我国 NPI 产量将达到 58 万镍吨，同比增速或达 28%。2020 年，印尼禁矿生效之后，中国 NPI 陷入原料短缺的困境，以全年所能供应的红土镍矿数量预计，中国 NPI 产量或下滑至 51 万镍吨。中国待释放 NPI 产能还有内蒙奈曼经安和唐山凯源扩产项目，但因印尼禁矿的实施，部分企业面临缺乏镍矿储备或后续投产困难的情况。

据 Mysteel 消息，春节前国内镍铁企业将集中检修。目前，山东、江苏、内蒙、辽宁、福建等地镍铁企业，已计划于春节前提前安排检修减产；其中最具市场代表性的山东、江苏两家大型镍铁厂计划近期减产 30% 左右，占全国总产能的 46.81%。据 Mysteel 产量统计，国内在产高镍铁（含自产镍铁水的钢厂）共计 31 家，总产能 71.25 万吨。国内镍铁计划检修的生产企业共 12 家，总产能 49.45 万吨，占国内总产能的 69.40%。以上 12 家企业正常生产时月产量可达 39.3 万吨，折合金属量约 3.94 万吨；计划执行后，月产量合计将减少 14.16 万吨，折合金属量 1.42 万吨，减少量约占正常月产量的 36%。随着印尼禁矿窗口的临近，部分中国镍铁厂提前减产或对镍价形成一定支撑。

图表 15：中国镍生铁产量



数据来源：SMM

图表 16：2019 年-2020 年 E 国内镍生铁新投产产能列表

公司名称	扩产设备 (台*KVA)	扩产总产能 (万吨镍)	扩产节奏 (台)	预计投产时间
营口宁丰集团有限公司	1*33000	0.6	1	2019年底
内蒙古(奈曼)经安有色金属材料有限公司	18*33000	10.8	18	2020年
唐山凯源	2*36000	1.5	2	2020年H2
大连富力镍基新材料有限公司	6*33000	3.6	6	2020年

数据来源：SMM

3.2.2 印尼镍生铁产量或迎来爆发式增长

中国镍铁进口主要来自印尼、缅甸、新喀里多尼亚等国家，印尼是最主要的进口来源国，也是未来进口增量最大的国家。中国海关数据显示，10 月中国镍铁进口总量 16.88 万吨，环比减少 18.86%，同比增加 85.83%。其中：自印尼镍铁进口量为 12.52 万吨，环比减少 21.50%，同比增加 82.39%。2019 年 1-10 月，国内累计进口镍铁 151.67 万吨，同比增加 108.38%。其中来自印尼方面的镍铁量为 103.2 万吨，占比 68.03%。

印尼施行禁矿政策的主要目的是发展当地冶炼产业，鼓励企业到印尼投资。近年来，印尼已然成为全球重要的镍铁生产国家。2019 年 1-11 月印尼镍铁累计产量 296.7 万实物吨，折合金属量 35.06 万吨。预计 2019 年印尼 NPI 产量约 38 万镍吨，同比增加 46%，印尼产量增量主要来自印尼青山、印尼德龙以及金川 WP 项目。

印尼目前在建项目或拟建项目众多，其中 2020 年主要增量来自印尼青山和印尼德龙，其余项目投产时间不明朗。据了解，青山投产的印尼瑞浦镍铬合金有限公司，预计共投产 10 台矿热炉，截止 11 月底，目前已投产 4 台矿热炉，2020 年或将继续投产。预计 2020 年印尼镍生铁产量将迎来爆发式增长，总量或增至 56 万镍吨。青山在印尼镍铁产量占比超 50%，而青山在印尼的不锈钢产能达 300 万吨，在青山和印尼德龙不锈钢产能投产后，可能会当地消化部分镍铁供应增量，预计 2020 年中国自印尼镍铁进口量增长 15 万镍吨左右。

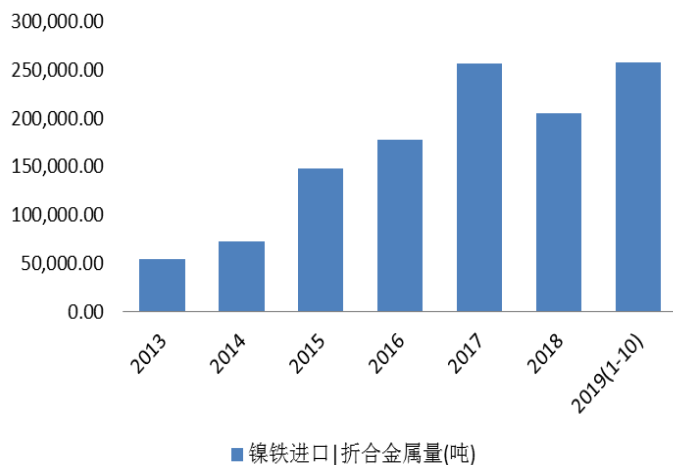
图表 17：2019 年年底-2020 年 E 青山和德龙镍生铁待投产产能

图表 18：印尼镍铁产量企业分布图（2018 年）

青山集团				
每台33000KVA产能(万吨镍)	月产量(万吨)	品位		
0.89	5500	13.50%		
每台42000KVA产能(万吨镍)	月产量(万吨)	品位		
1.13	7000	13.50%		
时间	设备台数(台)	产能(万吨/年)	当年产量	年增量(万吨)
2019年	30	26.9	22.9	6.9
2020年	52	54.1	34.7	11.7
2021年	52	54.1	46	11.3
印尼德龙				
每台33000KVA产能(万吨镍)	月产量(万吨)	品位		
0.792	5500	12%		
时间	设备台数(台)	产能(万吨/年)	当年产量	年增量(万吨)
2019年	15	11.9	8.2	4.2
2020年	27	21.4	14.9	6.7
2021年	50	39.6	27.3	12.4

数据来源: SMM

图表 19: 中国镍生铁进口量



数据来源: SMM

3.3 电解镍产量整体维持平稳

3.3.1 中国电解镍产量稳中有增

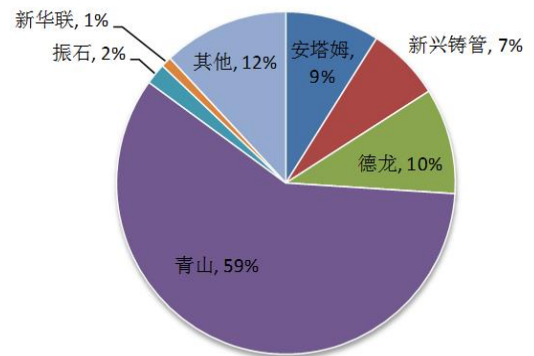
据我的有色数据, 11 月全国电解镍产量 1.46 万吨, 环比 10 月上涨 4.05%, 同比下跌 1.18%。甘肃地区产量小幅增加, 吉林地区尚在检修, 广西地区转产硫酸镍, 暂未恢复电解镍生产, 新疆、天津、山东等地维持正常生产。1-11 月份国内共生产 14.68 万吨, 同比增加 19.94%。12 月份, 甘肃地区产量将有所增加, 其他地区将维持当前生产水平, 预计国内产量将小幅上涨, 预估产量为 1.49 万吨, 环比 11 月增加 1.87%。预计 2019 年我国电解镍产量 16.17 万吨。

海外方面, 部分项目受高镍价刺激复产, 据了解, BHP 计划于 2020 年二季度投产硫酸镍并减少电解镍产量。预计 2020 年全球电解镍产量整体平稳。

国内方面, 主要的电解镍企业包括金川集团和新疆新鑫。其中金川集团产量小幅增加, 新疆新鑫产量则较为稳定, 月产量在 800-1000 吨左右。预计 2020 年全国电解镍产量稳中有增。

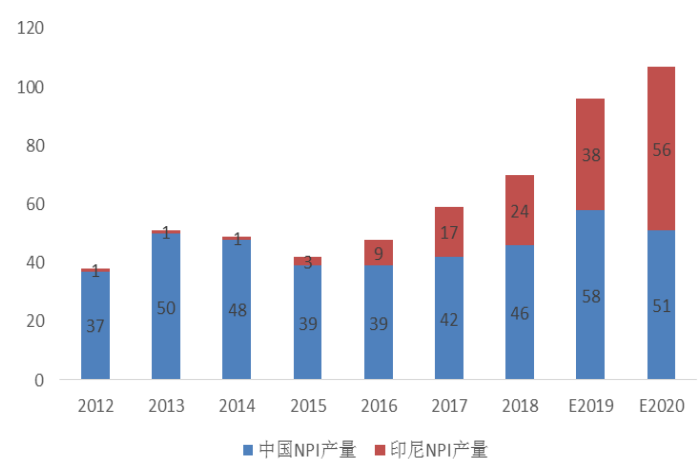
图表 21: 全球精炼镍产量(万吨)

图表 22: 中国电解镍产量

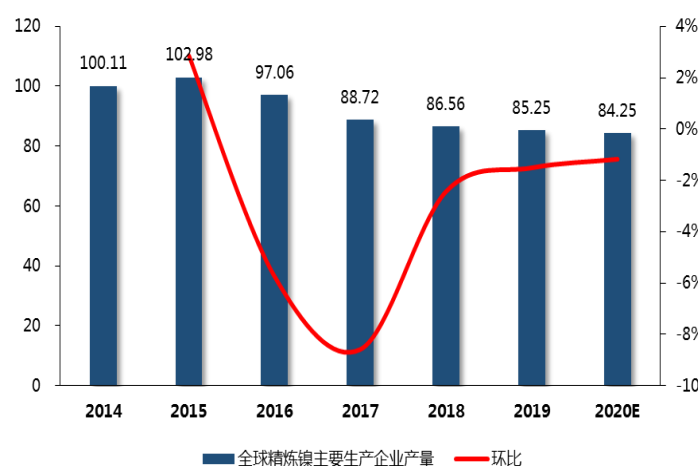


数据来源: SMM

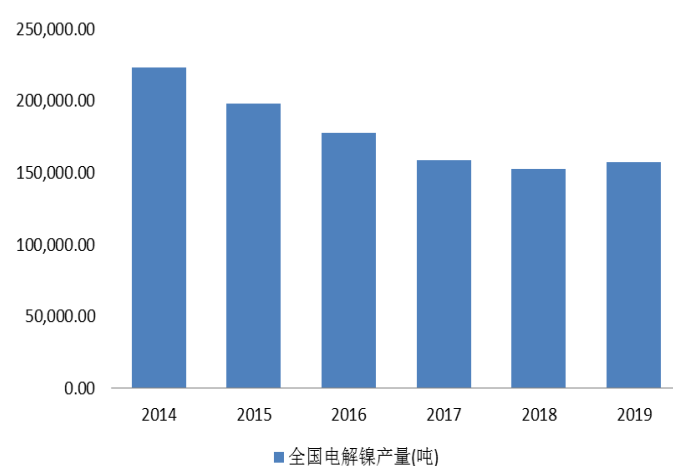
图表 20: 印尼镍生铁产量(万吨)



数据来源: SMM



数据来源: Mysteel



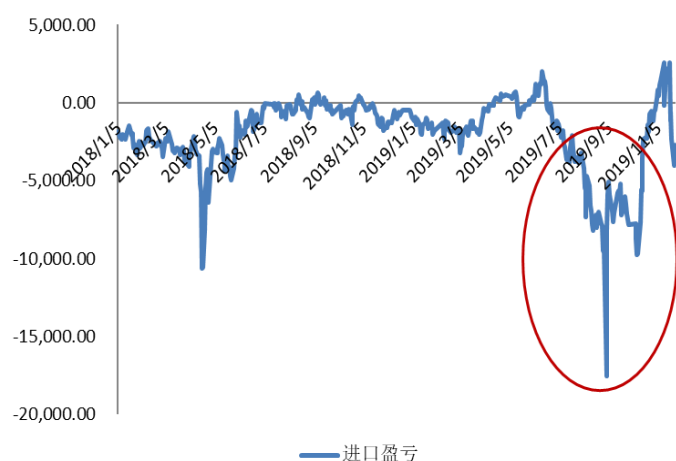
数据来源: SMM

3.3.2 进口窗口深关影响电解镍进口量

据海关数据显示, 2019 年 10 月精炼镍及合金进口量为 12229.81 吨, 环比减少 1665.64 吨, 降幅 11.99%, 同比减少 3754.92 吨, 降幅 23.49%, 1-10 月份累积共进口 176680.52 吨, 同比下跌 5.34%。

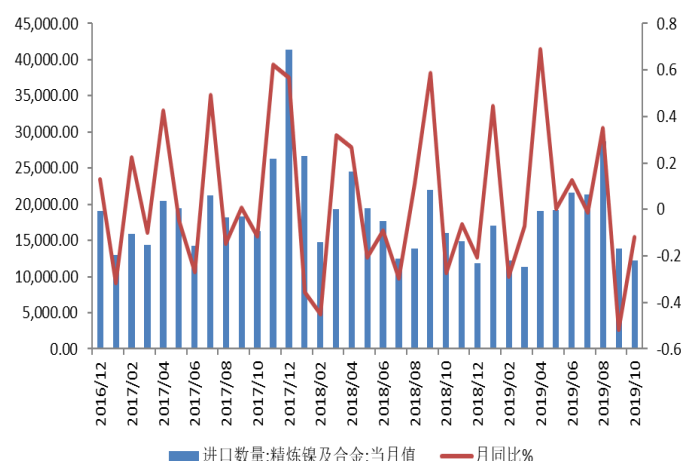
中国不锈钢对电解镍需求的缩减, 导致国内进口量出现滑坡。2019 年中国精炼镍净进口量预计为 20 万吨, 较 2018 年的 22 万吨下降 2 万吨, 主要因三季度进口窗口长时间深关。

图表 23: 进口盈亏



数据来源: SMM, 国贸期货研发整理

图表 24: 精炼镍进口量



数据来源: Wind

3.3.3 库存变化扰动市场, 现货升贴水波动加剧

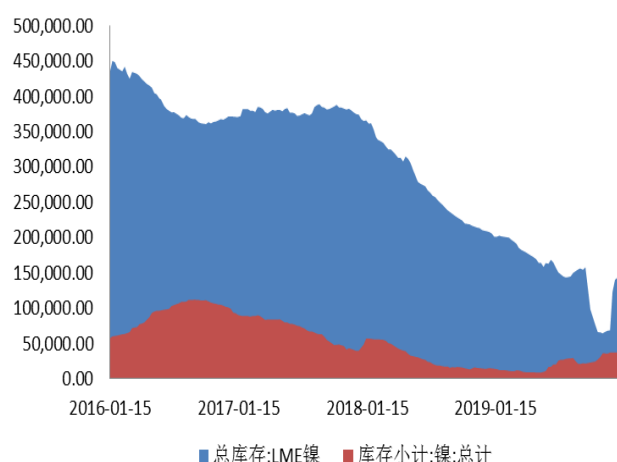
自十月初以来, LME 库存先抑后扬, 最低降至 7 万吨, 达到了 2009 年以来的低位, 市场推断 LME 减少的镍豆库存很大概率是转移到了海外进行储存。12 月以来, 伦镍库存大幅回升, 目前在 14 万吨左右。国内纯镍库存整体从低为回升, 消费略显疲弱。中国作为全球精炼镍消费的主要市场, 其精炼镍消费疲弱也反映出了全球精炼镍需求的下滑。

2019 年, LME 升贴水时隔多年出现了大幅升水, 受印尼禁矿叠加市场参与者大幅采购纯镍影响, LME 镍升贴水一度涨至 200 美元, 后随着库存的止跌回升, LME 镍升贴水回落至 -50 美元左右。

2019 年, 国内现货市场升贴水亦波动剧烈。四季度金川镍升水一度涨至 12000 元以上, 俄镍升水亦达万元。沪镍合约 back 价差一度扩大至 5000 元以上, 直到 1911 合约交割后, 现货升贴水逐渐回落, 盘面 back 价差迅速收窄。

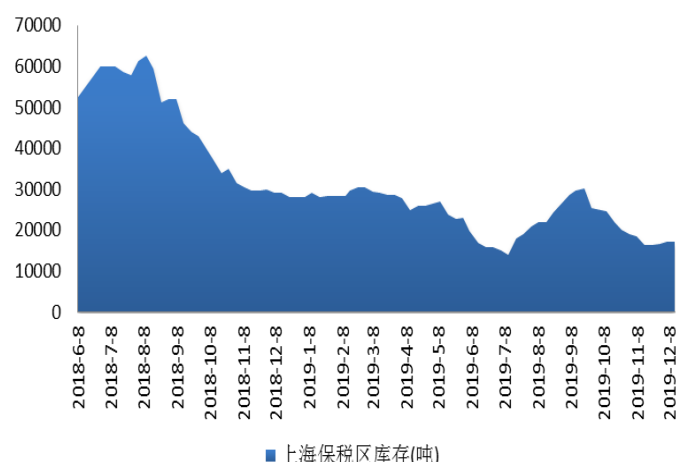
预计 2020 年，现货升贴水的波动仍维持较高水平，关注沪镍合约正向套利机会。

图表 25: SHFE&LME 镍库存



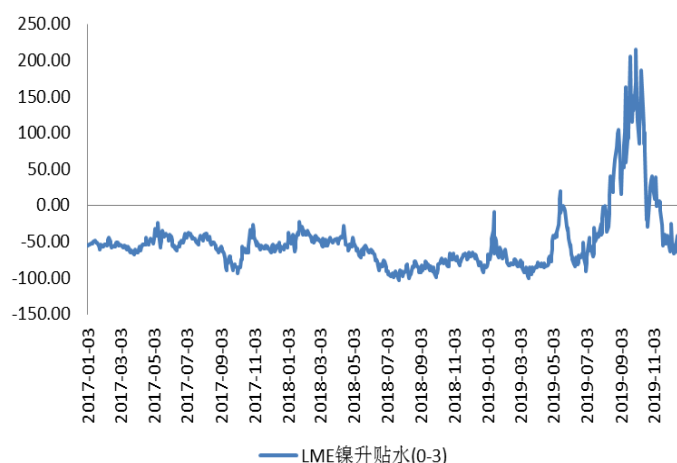
数据来源: Wind

图表 26: 上海保税区库存



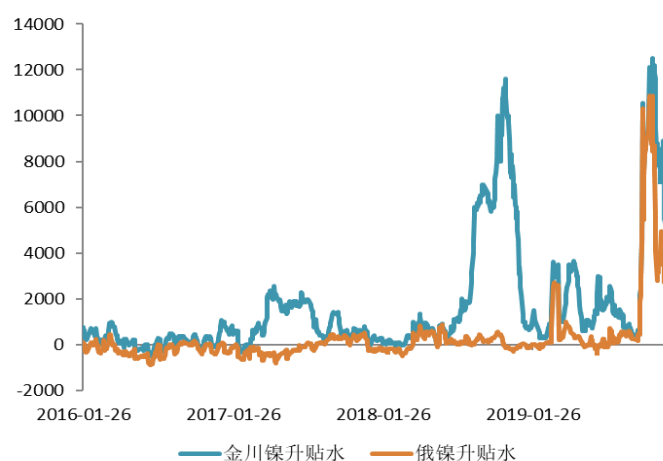
数据来源: SMM

图表 27: LME 镍升贴水



数据来源: SMM, 国贸期货研发整理

图表 28: 金川镍&俄镍升贴水



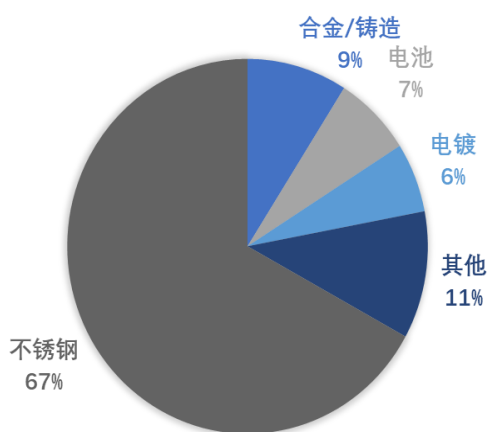
数据来源: Wind

3.4 不锈钢产量攀升，消费增速小幅放缓

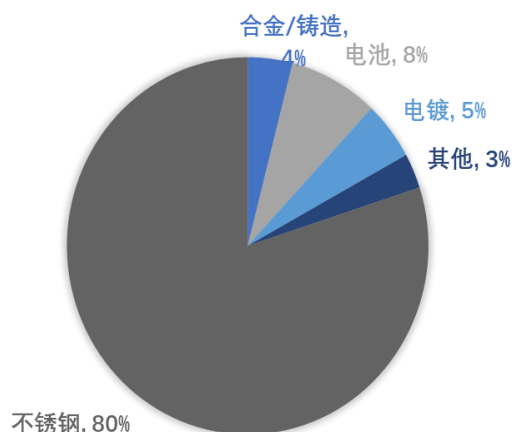
2019 年，从全球镍消费结构来看，不锈钢约占原生镍下游消费的 67%，从中国镍消费结构来看，不锈钢约占原生镍下游消费的 80%。随着新能源汽车的发展，动力电池对镍的需求逐渐增长，但不锈钢对原生镍需求的拉动仍占产业链主导地位，是我们关注的重点。

图表 29: 2019E 全球镍消费结构

图表 30: 2019E 中国镍消费结构



数据来源：SMM



数据来源：SMM

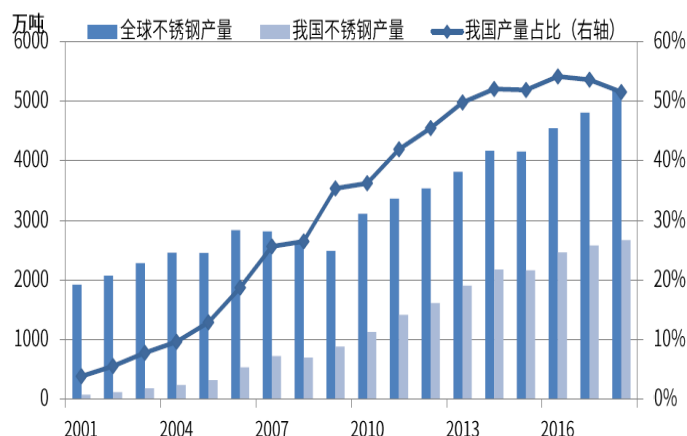
3.4.1 预计未来中国及印尼不锈钢产量持续增长

2000 年以前，欧洲地区长期主导全球不锈钢产量，权重位居产业格局之首。此后亚洲地区不锈钢产能与产量开始上涨，而欧美等传统不锈钢产区占世界总产量的比值持续下滑，其中 2013 年中国产量所占世界比例首次突破 50%。

中国不锈钢产量持续攀升，根据中联钢数据，2019 年 1-11 月中国不锈钢产量约 2618 万吨，其中 300 系累计产量 1108 万吨，同比增加 9.10%。预计 2019 年产量增至 2862 万吨，增幅 12.7% 左右。2018 年中国不锈钢产能 3800 万吨，当前产能利用率在 77% 左右，未来中国仍有 1000 万吨以上的置换产能，故预计 2020 年中国不锈钢产量持续增加。印尼方面，由于各国家地区对印尼不锈钢发起反倾销，印尼不锈钢厂短期难以打开海外市场，预计 2019 年印尼不锈钢产量在 220 万吨左右，2020 年印尼不锈钢产量在 260 万吨左右。

近几年，全球不锈钢增量主要来自中国和印尼，我们分别梳理了中国及印尼不锈钢新增产能投产情况（图表 34）。2020 年将落地的产能为印尼德龙 100 万吨不锈钢产能和鑫海 100 万吨不锈钢产能（鑫海不锈钢曾于 2019 年 7 月计划投产，但受制于指标尚未批复，一旦产能指标批复，投产较快），其余列表中产能不确定性较大。印尼当前产能主要为青山的 300 万吨，印尼不锈钢受反倾销影响成本优势不再，印尼德龙的 100 万吨不锈钢投产预期不宜过高。

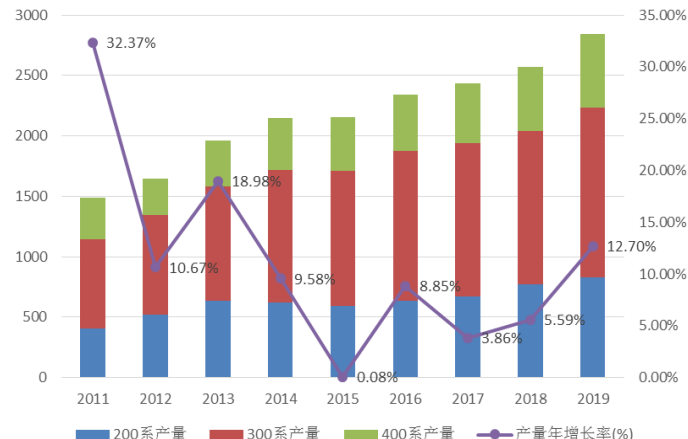
图表 31：全球不锈钢产量



数据来源：不锈钢协会

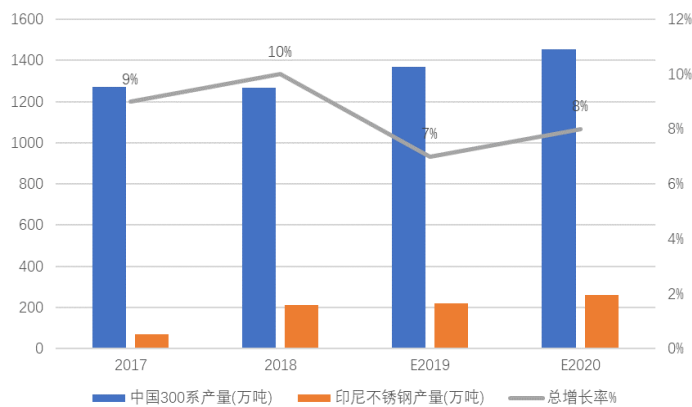
图表 33：中国&印尼不锈钢产量（万吨）

图表 32：中国不锈钢产量分系别（万吨）



数据来源：中联钢

图表 34：2020 年中国&印尼不锈钢新产能扩建列表（万吨）



数据来源：SMM

国别	不锈钢厂	炼钢产能	系别	预计投产时间	备注
中国	宝钢德盛	150	200系/400系	2020年二季度	产能已置换
	太钢不锈	100	400系	2020年二季度	产能已置换
	山东鑫海	100	300系	2020年一季度	产能需置换
	明拓集团	80	400系	2020年二季度	新增产能
	德龙镍业	136	300系	2020年12月	产能已置换
	柳钢中金	146	200系/300系	2020年二季度	产能置换
	临沂钢铁投资集团	70	200系	2020年二季度	产能置换
合计		782			
印尼	印尼德龙	100	300系	2020年二季度	
	合计	100			

数据来源：SMM

3.4.2 受反倾销影响，中国不锈钢进出口双降

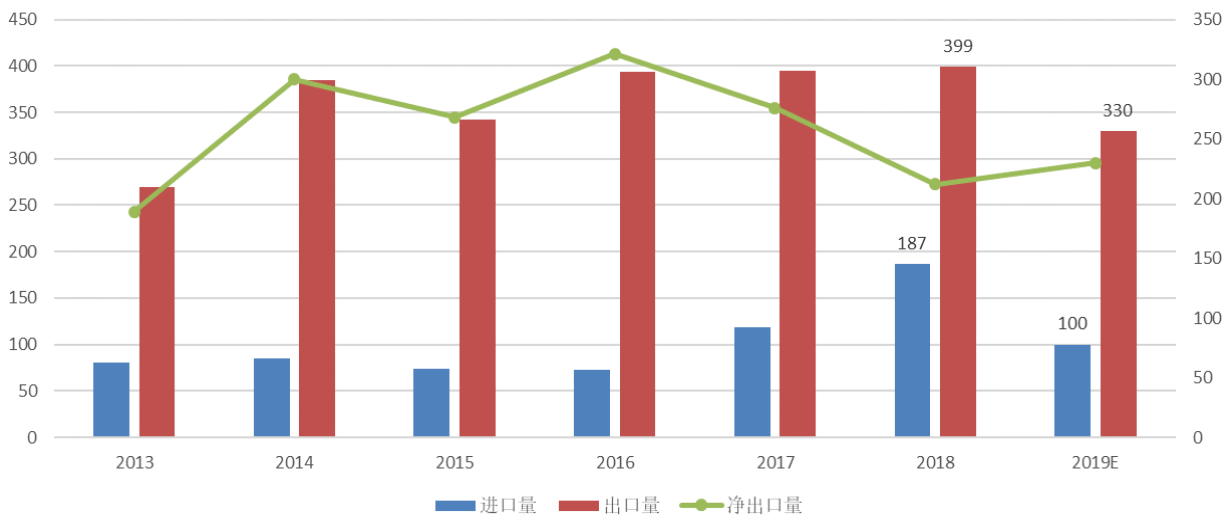
进口方面：据海关数据显示，2019年10月中国不锈钢进口总量8.761万吨，环比上月减少1.396万吨，降幅13.74%，同比去年减少8.159万吨，降幅48.22%。其中进口自印尼不锈钢3.41万吨，占比39%，环比减33%；2019年1-10月中国不锈钢进口总量97.27万吨，同比减少22.79%，其中自印尼不锈钢进口量同比减36%至44.06万吨。预计2019年中国不锈钢进口总量在100万吨左右，同比降45.96%。（主要受中国对印尼反倾销影响）

出口方面：据海关数据显示，2019年10月中国不锈钢出口总量31.48万吨，环比上月减少0.74万吨，降幅2.30%，同比去年减少0.71万吨，降幅2.21%。2019年1-10月不锈钢出口量同比减11.40%至302.13万吨。预计2019年中国不锈钢出口量在330万吨左右，同比降17.29%。

净出口：2019年10月不锈钢净出口量同比增38%至22.71万吨，2019年1-10月不锈钢净出口量同比减27.31%至178.83万吨。

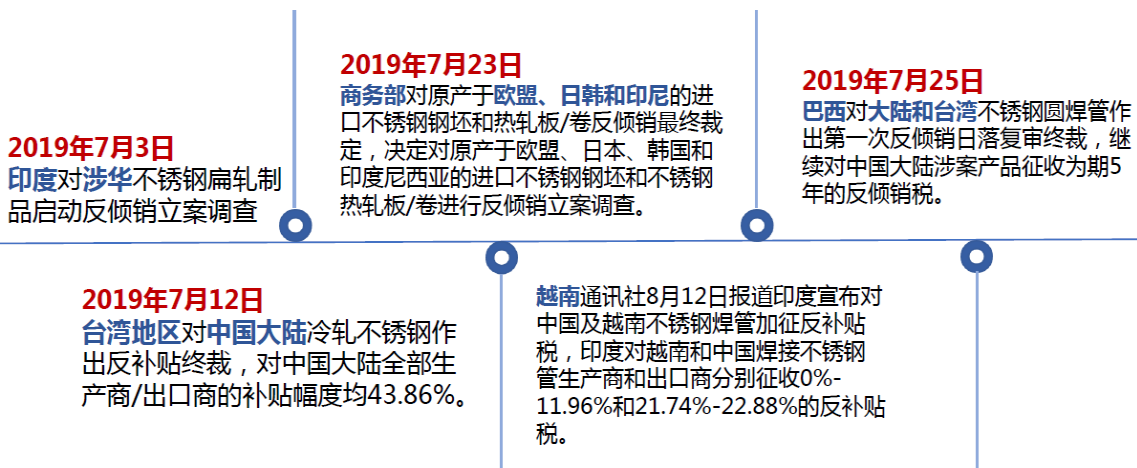
反倾销：由于印尼不锈钢成本较低，对全球低成本不锈钢形成较大冲击，中国、欧盟、越南、印度等国纷纷对原产于印尼的进口不锈钢进行反倾销调查。2019年7月22日，我国商务部最终裁定原产于欧盟、日本、韩国和印度尼西亚的进口不锈钢钢坯和不锈钢热轧板卷存在倾销，国内产业受到了实质损害，自2019年7月23日起征收反倾销税，征收期限为5年。对各公司征收的反倾销税税率具体如下：欧盟公司：43.0%；日本公司：1.日本冶金工业株式会社18.1%，2.其他日本公司29.0%；韩国公司：1.浦项制铁(POSCO)23.1%，2.其他韩国公司103.1%；印度尼西亚公司：20.2%。中国在对印尼反倾销的同时，中国也受到来自欧盟、印度、巴西、台湾地区等的反倾销调查，导致今年进出口双降。

图表 35：中国不锈钢进出口量（万吨）



数据来源: SMM

图表 36: 各国反倾销政策



数据来源: 国贸期货研发整理

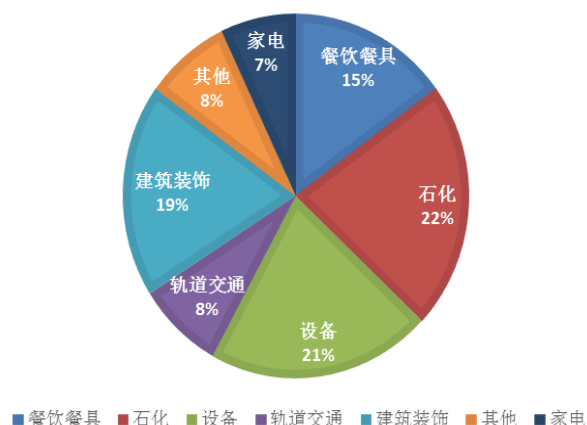
总的来看, 中国对印尼不锈钢反倾销使得中国自印尼不锈钢进口量明显下滑, 印尼不锈钢产能扩张速度整体放缓。印尼当地消费市场有限, 前期主要运回国内消化, 若 2020 年反倾销措施维持不变, 即便印尼德龙不锈钢的产能投产, 中国自印尼不锈钢进口量可能也难有增长, 整体仍维持低位。

3.4.3 预计未来不锈钢消费增速小幅放缓

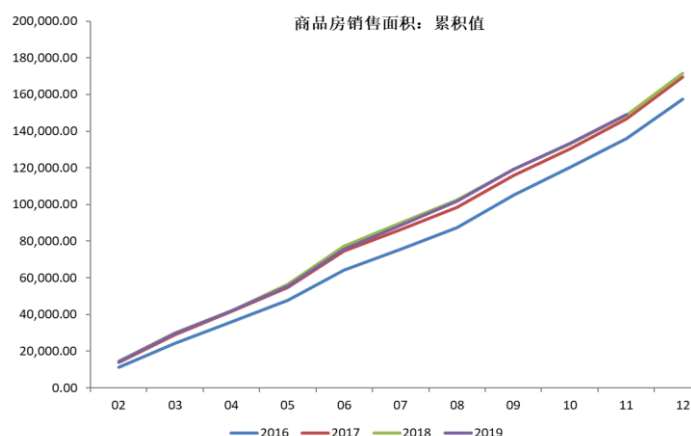
不锈钢下游消费领域众多, 主要应用于石油化工、餐饮器具、建筑装饰、家电等领域, 其中石化设备仍是未来不锈钢消费主要增长点, 但考虑到未来房地产政策仍趋紧, 故家电等需求或有所受限。根据 ISSF 数据, 2020 年中国不锈钢消费增速将达到 7.2%, 较 2019 年的 8.6% 小幅下滑。

图表 37: 2019 年不锈钢下游消费领域占比

图表 38: 商品房销售面积



数据来源: SMM

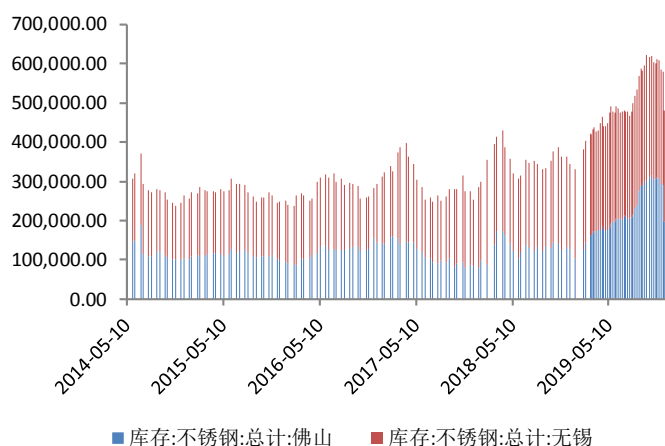


数据来源: Wind

3.4.4 短期供过于求格局难改，关注库存去化情况

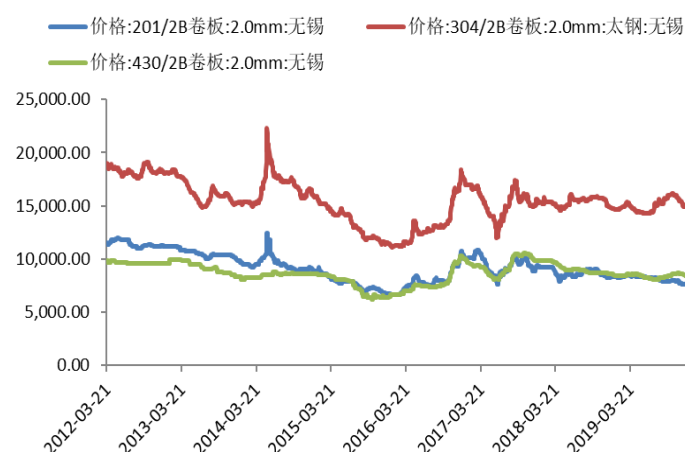
今年以来，中国不锈钢产量持续攀升，库存亦不断创历年新高。佛山、无锡两地社会库存从 2018 年底 30 万吨左右不断涨至今年三季度的 70 万吨以上。12 月以来，随着钢厂陆续减产，不锈钢库存小幅回落，截至 12 月中旬，无锡、佛山两地社会库存降至 60 余万吨，市场仍寄希望于库存的继续去化。总的来看，国内不锈钢产能过剩叠加社会库存的高位，供大于求格局短期或难改变，重点关注未来库存去化及不锈钢减产情况。

图表 39: 不锈钢库存



数据来源: Wind

图表 40: 不锈钢价格



数据来源: Wind

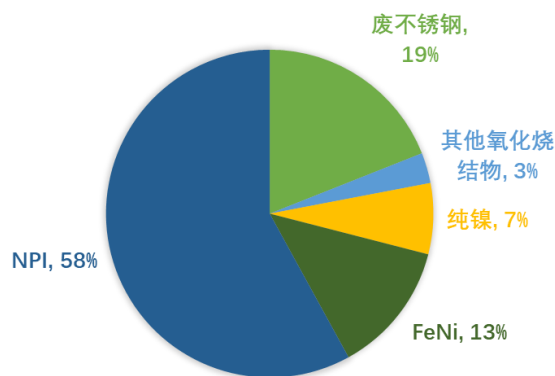
3.4.5 未来钢厂用纯镍比例或将增加

金属镍占到 304 不锈钢成本的一半以上，由于 NPI 的经济性较好，钢厂更倾向于用 NPI 代替精炼镍的使用。预计 2019 年不锈钢厂镍原料消费中 NPI 占比在 58% 左右，纯镍占比在 7% 左右。目前使用 NPI 生产仍是不锈钢厂首选。未来随着印尼禁矿政策的实施，2020 年中国 NPI 产量下滑或导致国内 NPI 供应增量不及需求增量，预计 2020 年 NPI 占比回落至 57%。

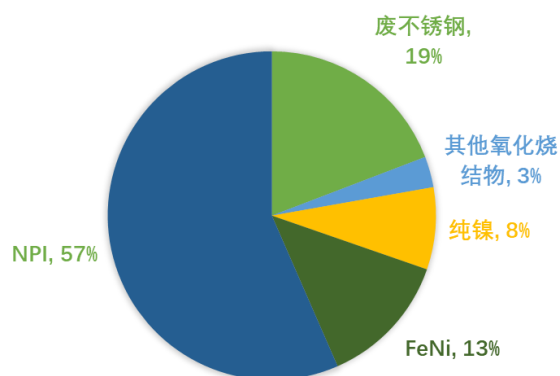
此外，在中国不锈钢生产所需的镍原料中，废钢比例一直在 20% 以内，虽远低于发达国家 50% 以上的水平，但短期增幅有限。由于 NPI 成本优势显著，电解镍的使用比例也不断下降，再降空间有限，未来电解镍用量或小幅回升。

图表 41: 不锈钢厂镍原料消费情况预估

E2019中国不锈钢厂镍原料消费情况



E2020中国不锈钢厂镍原料消费情况



数据来源：SMM，国贸期货研发整理

3.5 新能源补贴退坡伴随预期修正，高镍电池仍是大势所趋

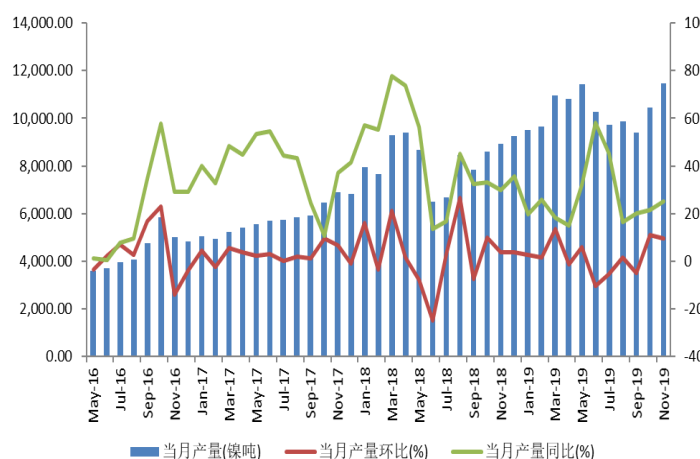
3.5.1 硫酸镍产量维持增长，但增速放缓

电池级硫酸镍是三元材料中镍金属的来源，而三元锂电池又是目前发展势头迅猛的新能源电动汽车的动力来源。由于三元锂电池含镍的高低，直接决定电池的带电量，因此发展高镍的三元锂电池是大势所趋。

2019年6月补贴政策退坡后，汽车销量出现环比下降，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，预计2019年硫酸镍产量54.5万吨，同比增长21%，增速有所下滑。预计2020年新能源对硫酸镍的需求增长较为确定，811高镍电池占比进一步提升，对硫酸镍的需求量维持增长。

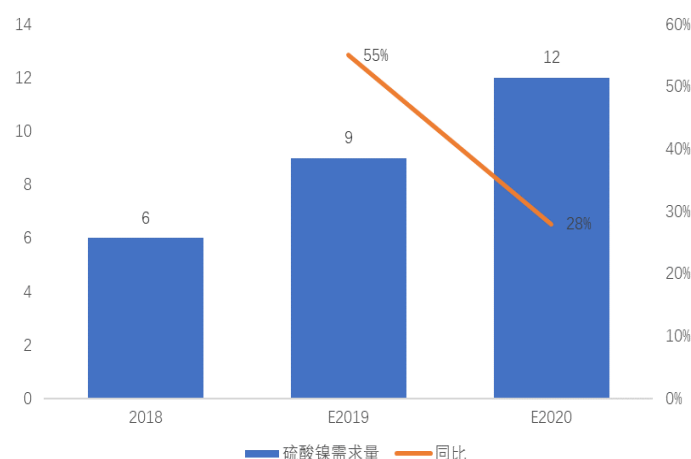
海外硫酸镍主流原料为镍豆/镍粉，2020年BHP计划于二季度投产年产能10万实物吨硫酸镍，预计产量为1.2万镍吨。预计2020年国内原生料生产的硫酸镍产量维持增长，但增速放缓，因中间品增量有限。

图表 42：中国硫酸镍产量



数据来源：Wind

图表 43：硫酸镍需求量（万镍吨）



数据来源：SMM

图表 44：全球湿法产能以外的硫酸镍产能扩建表

企业名称	企业名称英文	原有产能(万吨)	扩建产能(万吨)	投产时间	状态
金柯有色	Jinchuan Group	1	1.5	2019年底	
金柯有色	Jinchuan Group		2.5	2020年之后	
金川公司-结晶硫酸镍分厂	Jinchuan Group	4.5	3.5	2019年初	已投产
金川公司-结晶硫酸镍分厂	Jinchuan Group		2	2020年	
金川公司-液体硫酸镍分厂	Jinchuan Group		5	2020年	
住友	Sumitomo	7	0.5	2019年Q1	已投产
中冶瑞木	MCC Ramu		5	2019年年初	已投产
BHPB	BHPB		10	2020年H2	
2019年新建扩产能-国外合计			10.5		
2019年新建扩产能-中国合计			10		

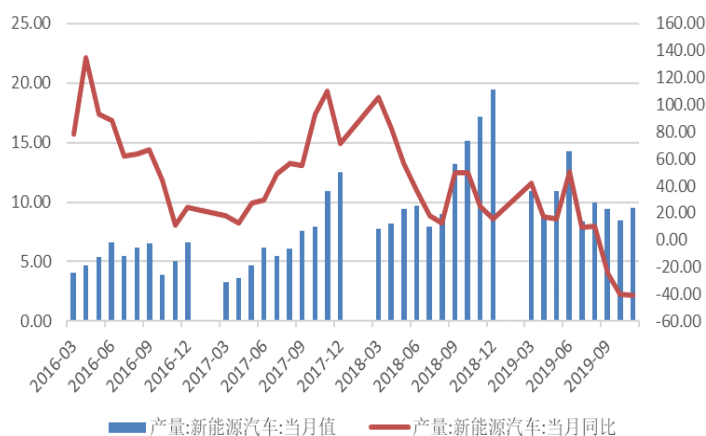
数据来源：SMM，国贸期货研发整理

3.5.2 新能源汽车产销仍受政策影响，高镍化发展趋势不变

据中国汽车工业协会统计，11月，新能源汽车产销分别完成11万辆和9.5万辆，同比分别下降36.9%和43.7%。累计方面，1-11月，新能源汽车产销分别完成109.3万辆和104.3万辆，同比分别增长3.6%和1.3%，增速有所放缓。2019年6月中国新能源汽车补贴政策退坡后，新能源汽车销量已经连续下滑，三元材料产量亦明显下滑，叠加经济整体增速放缓，汽车整体需求下滑等，退坡影响超出市场预期，低成本高安全性的磷酸铁锂电池再次挤占三元电池份额。预计2020年三元电池对镍需求推动量亦有限，其对镍需求爆发期可能到2021年以后。

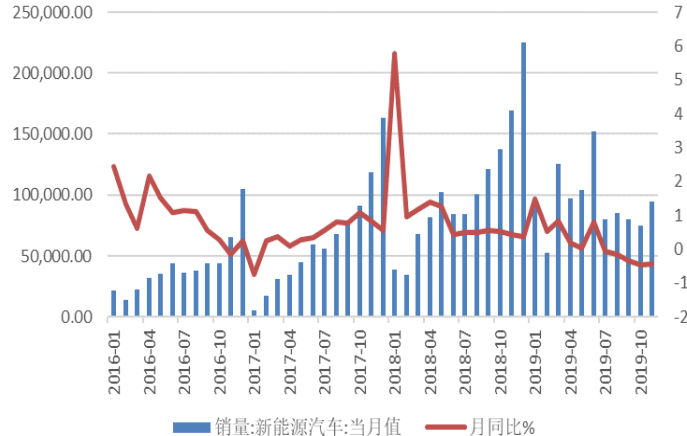
未来海外电动车或开启新一轮增长，中国电动汽车产业在全球范围已有一定影响力，行业发展亦将进一步拉动硫酸镍需求。根据IEA(国际能源署)的预测，到2030年保守估计汽车渗透率在15-20%，新能源汽车销售量为2300万辆，2030年全球新能源动力电池镍消费量将达到92.8万吨。行业增长的趋势不可避免，高镍化发展方向趋势不变。

图表 45：新能源汽车产量



数据来源：Wind

图表 46：新能源汽车销量



数据来源：Wind

3.6 2020 年中国原生镍供需缺口仍存，关注印尼镍生铁回流情况

3.6.1 全球镍供需缺口缩窄

世界金属统计局(WBMS)数据显示，2019年1-10月全球镍市出现供应短缺，表观需求超出产量4.04万吨。2018年全年为短缺10.29万吨。1-10月期间，精炼镍产量总计为197.17万吨，需求为201.21万吨。今年1-10月期间，

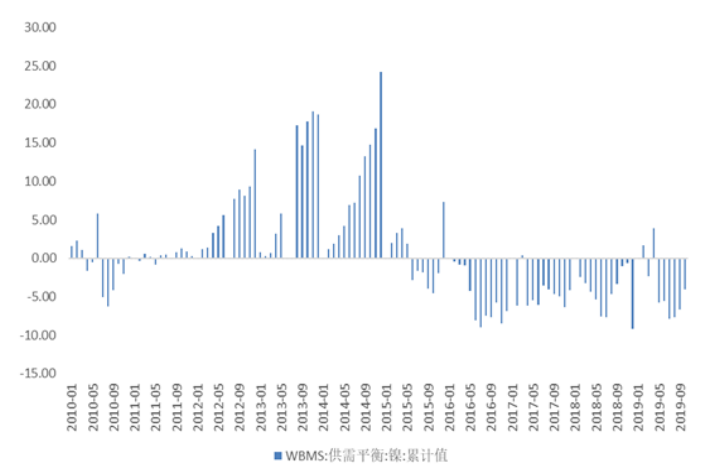
专业·诚信·进取·共赢

矿山产量为 209.19 万吨，较 2018 年同期高出 12.3 万吨。中国冶炼厂/精炼厂产量同比增加 8.8 万吨，表观需求为 107.74 万吨，较上年同期增长 16.1 万吨。在此期间全球表观需求同比上升 3.8 万吨。2019 年 10 月，镍产量为 22.95 万吨，消费量为 20.45 万吨。国际镍业研究小组 (INSG) 12 月 17 日称，1-10 月全球镍市供应短缺 52200 吨，去年同期缺口为 134200 吨。

2019 年中国原生镍产量稳步增长，其中产量增量主要来自山东鑫海新投产镍生铁产能。据安泰科数据，预计 2019 年全球原生镍产量 242 万吨，同比增加 9.7%，其中中国产量 80.5 万吨，同比增加 15.8%，2019 年中国原生镍产量全球占比将达到 33.3%。2019 年全年不锈钢维持高排产，对原生镍需求贡献较大，预计 2019 年全球原生镍消费量 246 万吨，同比增加 5.4%，其中中国消费量 130.7 万吨，同比增加 11.0%，2019 年中国原生镍消费全球占比将达到 53.1%。总的来看，2019 年全球镍供需缺口缩窄至 4 万吨左右。

展望 2020 年，印尼禁矿将导致国内镍矿供应量减少，进一步影响国内镍生铁产量，预计 2020 年中国原生镍产量占比将逐渐降低。此外，随着中国新增不锈钢产能的释放，中国原生镍消费量占比将进一步提高。2020 年全球镍供应缺口或继续缩窄至 2 万吨左右，中国镍供需维持短缺，关注印尼镍生铁回流对国内供需结构的影响。

图表 47：全球供需平衡



数据来源：Wind

图表 48：原生镍供需平衡表（万吨）

	2015	2016	2017	2018	E2019	E2020
全球原生镍产量	195	198.9	207	220.5	242	255
全球原生镍消费量	190	202.7	218.4	233.3	246	257
全球供需平衡	5	-3.8	-11.4	-12.8	-4	-2
中国原生镍产量	62	60	63.5	69.5	80.5	74.5
中国原生镍消费量	98	109	118	117.7	130.7	136.5
中国供需平衡	-36	-49	-54.5	-48.2	-50.2	-62

数据来源：安泰科，国贸期货研发整理

四、总结与展望

宏观面：全球经济增速整体放缓，今年以来美联储在内的全球央行积极采取宽松的货币政策。国内经济增速下滑，国家通过减税降费、提振基建、逆周期调节等宏观调控或将边际改善未来经济下行的压力，随着中美贸易摩擦第一阶段的缓和，2020 年上半年经济形势有望得到好转。但前期全球经贸局势的持续升级已对经济造成不可逆影响，且中美贸易争端的解决并非一朝一夕，预计 2020 年全球经济整体上继续下行，但降幅较 2019 年收窄。

供应端：预计 2020 年印尼禁矿之后，由于菲律宾镍矿储量及品位均在下降，其他国家镍矿难以弥补缺口，国内镍矿供应面临短缺；全球主要精炼镍生产企业产量较为稳定，关注可交割品库存的变动；全球镍生铁产量维持增长，国内镍生铁产量则将受印尼禁矿影响减少，印尼镍生铁新增产能的投放将弥补中国的减量，未来重点关注印尼镍生铁的投放进度，若投放不及预期，将进一步影响国内原生镍的供应。

需求端：预计 2020 年不锈钢消费稳步上涨，国内外不锈钢新增产能陆续投放，且镍生铁供应增量不及需求增量，不锈钢厂电解镍用量或将回升；新能源电池发展加快，未来印尼湿法冶炼项目对镍消费持续增长，高镍化发展趋势不变，但 2020 年镍在电池领域的需求增量或有限。

专业·诚信·进取·共赢

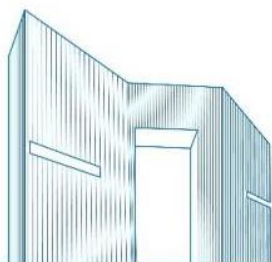
展望 2020 年，印尼禁矿将导致国内镍矿供应量减少，进一步影响国内镍生铁产量，预计 2020 年中国原生镍产量占比将逐渐降低。此外，随着中国新增不锈钢产能的释放，中国原生镍消费量占比将进一步提高。2020 年全球镍供应缺口或继续缩窄至 2 万吨左右，中国镍供需维持短缺，在印尼禁矿政策的影响之下，镍价重心或有望重拾上移。未来重点关注印尼镍生铁项目投放进度及下游需求情况。

风险关注：国内外镍生铁项目投产快于预期，不锈钢的实际需求增长不及预期，可交割品库存变化，不锈钢库存压力等。

以上观点，仅供参考。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货研发中心力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24 小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序

专业·诚信·进取·共赢