

封面文章

深化改革，加大开放，努力建设
具有重要国际影响力的期货市场

服务·实体

产融深度融合
助力鞍钢集团转型升级

人物·对话

热联集团劳洪波：
期货初心的守护者

文化·生活

走近科创·共享未来

创新·探索

浅析期货投资者适当性的
法律问题

中国期货

CHINA FUTURES



中国期货业协会
China Futures Association

自律·服务·传导

准印证号：京内资准字 0719—L0173 号

www.cfachina.org （内部资料 免费交流）

2019年第6期 总第72期

**深化改革谋发展
服务实体守初心**

2019年第 **15** 届
中国（深圳）国际期货大会



展大鹏

中科院硕士，现任光大期货研究所有色金属与贵金属高级分析师。多次担任产业链相关会议演讲嘉宾和参与大型投资公司路演等活动，长期接受中证报、期货日报、华夏时报、彭博等专业财经新闻类机构采访，所在团队曾荣获上期所“优秀有色金属团队”称号。

印尼禁矿得与失 镍价影响几何？

■ 文/ 展大鹏

三季度以来镍价走势扑朔迷离，行情从温和上涨到快速拉升，之后迅速转为震荡下跌，“过山车”走势无论对于基本面研究还是技术面分析都提出很大考验。尽管行情存在较大不确定性，但不确定性造就的高波动率却吸引着越来越多的投资者参与。与此同时，市场投资者也在关注同一个问题，未来镍价将继续走牛还是就此转熊？本报告通过今年下半年以来镍价走势回顾、市场焦点性问题分析、短期和未来博弈的主要因素等四部分内容对镍产业链进行梳理，最后提出可能性的价格运行逻辑。

一、价格走势回顾

7月至9月初，镍价展开一轮脉冲式上涨行情。本轮上涨可大体

分两个阶段：第一阶段是7至8月理性上涨期，SHFE镍价从97000元/吨左右温和上涨至118000元/吨左右，涨幅接近22%，该阶段上涨的核心是市场错误预估了不锈钢产量变化，不锈钢排产计划的意外提升对镍需求的拉动最终反馈在价格上；第二阶段是8至9月多空资金博弈下的快速拉升期，主因是印尼提前禁止镍矿出口政策从酝酿到落地事发突然，引发市场强烈的看涨情绪，镍价快速拉升至年内最高点149000元/吨，相比97000元/吨的低点，涨幅最终达到54%。

9月中下旬，镍价陷入震荡调整阶段，印尼禁矿落地后市场情绪逐渐转向理性期，基本面也同时面临着短线与长期、静态与动态的矛盾，市场改变一味追涨的交

易思路，镍价从最高点缓慢跌至目前的113000元/吨，跌幅达到24%，超过本轮上涨幅度的60%。

二、印尼禁矿后市场焦点分析

从市场信息反馈来看，印尼禁矿后多空存在两大焦点问题，也是市场后续分析研究的两大出发点。

1. 库存问题——挤仓风险增加

今年以来，上期所镍库存持续去化，最低至8821吨（2016年最高11.2万吨），再次将交割品不足问题凸显出来。

沪镍期货交割有两大主力品牌——金川镍和俄镍，而镍豆、镍铁等常见含镍品种并不能参与交割。由于金川镍品质较高，现货市场升水于俄镍，上期所设置两大品牌平水交割导致主力交割品牌实际

是俄镍。俄镍来源主要有两部分，一是企业直接供货，二是 LME 库存里的镍板作为重要补充。

LME 库存与国内库存一度相互联动，防止因短期供求问题引起镍市异常波动，对于市场过度炒作起到较好的抑制作用。但国内镍库存去化的同时，LME 库存也在“西库东移”，总库存从最高 47 万吨下降至 6.4 万吨，其中镍板仅余 1.4 万吨。双方库存同时降至低位，对于投机资金的约束性就会下降，一旦沪镍期货增仓上行，库存持仓比快速下降，挤仓风险也就随之而来。

低库存与交割品不足问题成为研判行情必须考虑因素之一，在镍市热度不断增加，期货成交持仓承载量不断提升之际，市场也在呼吁上期所尽快扩容交割品牌以及增补镍豆作为交割品。

2. 现实问题——矿储备不足

与 2013 年印尼禁矿相比，本次禁矿国内镍铁冶炼企业应对明显不足，表现在两个方面，一是储备，二是品味。

储备方面。2013 年印尼禁矿国内预期比较充分，禁矿实施前国内港口镍矿库存高达 2400 万吨；2019 年印尼禁矿事发突然，国内企业准备不足，港口镍矿库存仅存 1260 万吨左右。虽然菲律宾镍矿商因矿价上涨有意愿提升镍矿出口，但随着 Tawi-Tawi 高品质资源枯竭以及最大矿区 SR

表 1 镍显性库存统计（单位：万吨）

	2018 年 12 月	2019 年 11 月	库存变化
LME 库存	20.73	6.48	-69%
上期所仓单	1.25	3.55	184%
社会库存（含镍铁、镍豆、保税区）	5.93	3.76	-37%
合计	27.91	13.79	-51%

数据来源：Wind，光大期货研究所

LANGUYAN 的停产，其他有潜力的镍矿区产出量也只能大体弥补停产的空缺。其他国家，如新喀里多尼亚、危地马拉和土耳其等地对华扩大出口进展缓慢，量也有限，比如从新喀里多尼亚月进口量仅 20 万吨，即使开采和运力加倍也只能达到 40 万吨，远不能弥补印尼每月高达 200 万吨的出口能力。

品味方面。印尼镍矿主要是高品位矿，菲律宾镍矿主要是中低品位矿。2013 年年底的港口镍矿库存结构中，印尼镍矿占比高达 61%，菲律宾镍矿仅占 38%；当前港口库存，印尼镍矿仅占 22%，其余则为菲律宾中低品位矿。镍矿品位高低会直接影响到镍铁品位，比如 1.5% 以下镍矿大多生产 8% 以下的镍铁，1.7% 以上的镍矿却能生产出 10% 以上的镍铁。同样应用于不锈钢冶炼，10% 至 12% 品位的镍铁需要搭配的镍板比例较低，而中低品位镍铁却需要较高的镍板量配比。因此很多投资者没有意识到的是，一旦印尼镍矿供给不足，国内镍

铁平均品位就会下降，即使能够供给比今年超量的镍铁，镍板需求比例也会不降反增。

印尼禁矿政策落地后，挤仓风险和矿储备不足风险成为市场研讨的热点问题，也一度成为镍价快速上涨的助力。不过，明年或未来镍价如何演绎，我们仍然需要从印尼禁矿对产业链深度影响的角度去思考。

三、未来镍供求预期发生转变

1. 矿储备不足造成国内镍铁减量预期

前面提到，印尼禁矿国内镍铁冶炼企业准备并不充分，部分企业明年或面临“无米可炊”的尴尬。当前国内镍铁企业产能已达 70 万镍金属吨，产量也有望超 60 万金属吨，若保持产量则镍矿表观需求将超 5000 万吨。2018 年国内镍矿进口量 4698 万（实物吨），其中菲律宾镍矿进口量约 3000 万吨，印尼镍矿进口量约 1500 万吨；2019 年菲律宾累计进口量同比大体持平，印尼同比

增长约 36%，由此推测印尼年内进口量有望增至 2100 万吨左右，二者合计约 5100 万吨。国内当前港口库存约 1300 万吨，相比年初反而下降了 400 万吨，因此可以推测国内镍矿实际处于紧平衡状态。明年如果按照消耗掉 60% 的港口库存、菲律宾对华出口略增以及其他主产国对华出口翻倍计算，印尼禁矿产生的缺口仍将达到 800 万至 1000 万吨左右，合计约 10 万至 15 万镍金属吨，我们只能按照减量进行计算。

2. 印尼镍铁产能投产仍在路上

印尼镍矿无法出口势必压低本国镍矿价格，则本国镍铁冶炼企业将是最大受益者，会极大地刺激已建成但未启动的镍铁产能大幅投产并吸引越来越多的资本介入，产能利用率也会相应提高。按照印尼镍矿出口量倒推，印尼镍铁产量有望从今年 36 万吨左右大幅增至 50 万至 55 万吨（投建完成产能已高达 60 多万吨）。

3. 不锈钢新增产能提供需求增量

2020 年，国内和印尼均有不锈钢新增产能投建完成，其中印尼约 100 万吨，国内临沂钢铁投资集团和德龙镍业二期总计约 200 万吨；国内复产产能约 140 万吨。新投建产能依托上游镍冶炼成本优势，多以 300 系不锈钢为主，若全部按期投产将新增镍需求量约 20 万吨。

4. 2020 年供求平衡预测显示预期已发生转变

在印尼禁矿之前，随着印尼镍矿出口回归巅峰以及印尼青山、德龙、新兴铸管、金川和国内鑫海科技、扬州一川等企业的投复产，镍供求关系始终朝着改善的方向进行；但在印尼禁矿后，国内镍供给存在减量预期，与此同时下游不锈钢冶炼和新能源汽车对镍需求仍有较大增量预期，2020 年镍供求缺口将由收窄再度转为扩大之势。

四、不可忽视的短期“过剩”风险

尽管市场意识到印尼禁矿对镍供求预期的“重大利好”，但现实和预期之间总有个时间差，价格上涨阶段也掩盖和忽视了产业链当下存在的诸多矛盾。

1. 下游需求放缓

本轮镍价上涨起因是不锈钢排

产计划走高，但涨价不能解决不锈钢需求放缓的问题，反而起到抑制作用。镍和不锈钢涨价过程中，终端需求非但没有得到提振反而呈放缓之势，直接导致不锈钢社会累库的加快。据 WIND 数据显示，无锡和佛山两大不锈钢集散地的库存年初仅为 35.3 万吨，6 月份上升至 48.4 万吨，10 月份最高达到 62 万吨，相比年初增长 75.6%。

新能源汽车方面，因补贴政策下降，下半年新能源汽车产销大幅放缓，相应的对新能源电池需求也呈下降之势。据统计局数据显示，7 至 10 月我国新能源汽车产量 36.3 万辆，同比下降 20.7%。另外，三季度硫酸镍产量仅为 3 万吨（镍金属吨），环比下降 10%。

2. 高利润下镍供给增量显著

印尼禁矿从政策落地到实施尚有 3 个月时间，导致印尼镍矿商集中出口，我们从每月进口数据以及中印船运价格均可以看出。因此，

表 2 2020 年中国 + 印尼镍供求增减量预估（单位：万金属吨）

	镍需求增量		镍供应增量
不锈钢新增产能	20	印尼新增产量	15
新能源电池增产	5	国内镍铁减产	-10
其他	0	国内电解镍增产	2
		废镍增量	5
		镍进口量（除印尼）	5
小计	25		17
国内镍预估缺口	8		

数据来源：光大期货研究所

对于国内来说短期货源很充足。

另一方面，镍价大幅拉涨带动相关冶炼企业生产的积极性，特别是镍铁冶炼利润走高下现有企业开工意愿很高，新增产能均能按期投产。据 SMM 统计，2019 年 1 至 10 月份国内电解镍产量 14.2 万吨（金属吨），同比增加 5.4%；镍铁产量 53.5 万吨（金属吨），同比大幅增加 23.0%。

3. 供求平衡表显示四季度“过剩”

短期而言，利润推动下镍供给量得到有效保障，终端需求未有显著改善下国内镍已有“过剩”趋势。这种情况甚至可以维持到明年一季度，也就是印尼禁矿实施后的三个月内，这是短期不可忽视的基本面风险。

印尼禁矿落地后利多已充分释放，但短期来自产业链的矛盾

并未有效解决，基本面发出的做空信号对价格产生向心力，镍价回归的过程也是非理性上涨之后市场理性思考的结果。

五、价格展望

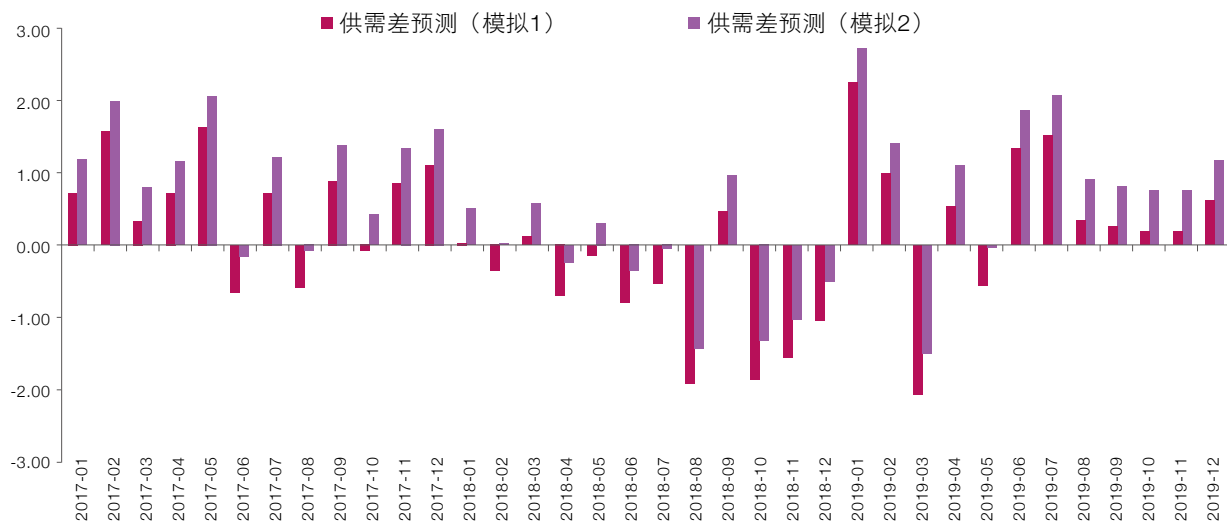
综合以上分析，在短期和中期之间，在当下和预期之间，镍供求存在着时间上的错配，如何平衡短期的“过剩”和预期的“短缺”成为行情逻辑分析最重要的因素。

不锈钢高库存最终需要市场买单，企业在恢复理性下产量高增长难以为继，镍需求必然受到抑制，四季度来自基本面信号并不乐观。不过无论如何推演，国内因缺矿预期导致的供给存在缺口扩大预期，中长期来看镍价处于逢低买入格局，特别要注意明

年二三季度，旺季下需求预期的提升、供给预期的偏弱会直接带动市场做多情绪，镍价有望发动新一轮涨价行情。若市场借此炒作交割品不足问题，不排除近月挤仓风险。从这方面来讲，建议中下游企业利用好沪镍和不锈钢期货提前部署防范工作。

另外，印尼禁矿最直接的影响就是国内镍矿供求失衡，矿价上涨最具确定性且最为坚挺。我们以当前矿价为基准测算，镍铁冶炼利润平衡点在 10 万至 11 万元/吨之间，该区域也是红土镍矿湿法冶炼电解镍的成本区域。如果市场在四季度“过剩”和未来“短缺”之间寻找平衡，这个区域将是第一平衡点，既是四季度做空的低点位置，也是明年中长期做多初始建仓的安全边际区域。■

图 1 镍四季度供求平衡预测



资料来源：光大期货研究所