

镍：需求回弱下的成本曲线下移

2015 年美元走强和中国转型压力是基本金属品种两个痛，隐形库存和进口原料成本曲线下移在年底发酵，镍价跌破 08 年低点之后资金弹性关注度未减。明年探底支撑看进口镍铁的成本，反弹高度限制则由国内需求主导。

要点：

- ◆ 国内投资周期去库存制约下，供需在低位寻找平衡
- ◆ 美元首加兑现后人民币贬值幅度引导比价再平衡
- ◆ 国内供应削减被部分进口所补充替代，成本曲线下移
- ◆ 镍投资品和消费品双重属性下新能源车需求有亮点
- ◆ 进口依赖加重后地缘形势是可能的异动风险点

镍市场在去库存压力引导下的探底支撑侧重看印尼镍铁的边际成本。明年镍市场国内产能供应削减将被进口替代补充，年均价格水平将比今年四季度低价提升。

明年全球产能 30% 现金成本线仍构成中期反弹的压力。08 年低点之下镍价开始触及成本曲线下移的支持区域。国内镍供应结构进口依赖加重后的地缘形势风险是主要的异动风险源。

中期摸底价区参考 7690-7800 美元区域，明年一季度末是 13 周年时空共振的敏感中期低点循环纪念。

魏宏杰 金属分析师
028- 86269250
成都倍特期货有限公司
研发中心

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特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可能承担法律责任。

镍：需求回弱下的成本曲线下移

第一部分：市场回顾

2015 年镍表现关键词：平稳上市、探底无底线

图一 赶上股牛的尾巴，震荡下行中不断刺破底线



*资料来源：文华财经

2015 年 3 月底沪镍沪锡两个品种正式挂牌上市，正好赶上了国内股市的牛尾巴。金融市场对于政策期待和中国转型改革的乐观期待，也同样传染到有色金属品种，沪镍上市初期的交割限制及产业链资金的托市护盘表现，引导沪镍期价完成了二季度平稳偏强的年内反弹波段。

6 月 12 号沪镍的破位阴线，对应国内股指的大震荡暴跌的开始。自此之后，沪镍期价在交割制度不断完善，国内期现套资金不断参与，内外套保值锁压压力之下，开始了产业成本支撑不断下移试探的过程。8 万、7 万的国内产业成本底线被相继刺破，08 年低点水平也在年底的增仓加速下跌中打破。伦镍成为有色金属品种中率先跌破 08 年低点的品种。

沪镍品种从成交活跃、持仓量与成交量比值匹配适中、交割平稳顺利、期现机制平稳衔接、持仓结构的平衡等方面来衡量，平稳上市后期货功能总体发挥正常。由于沪镍合约设计的保证金水平利于投机资金和机构对冲组合的流动性发挥，沪镍日内波动率弹性在有色金属品种中排名逐步居上，在有色金属指数的成分权重中也仅次于铜，铜镍在有色金属品种的投机联动也明显提升。

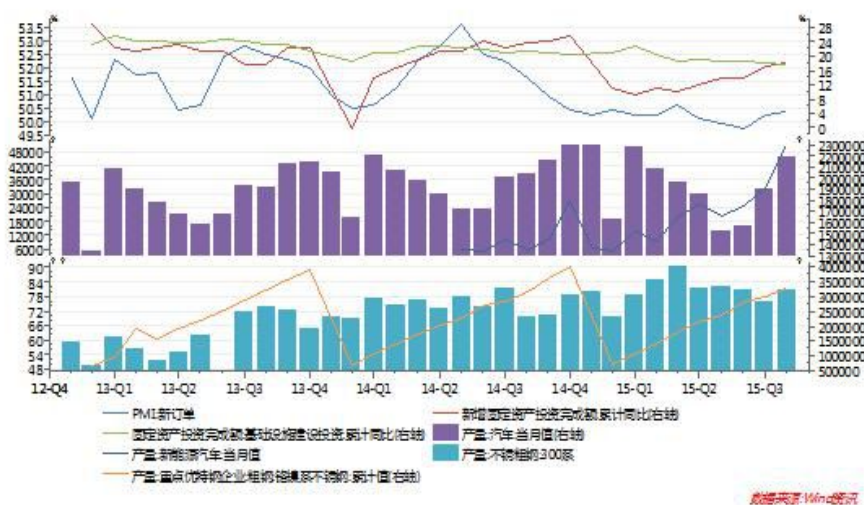
第二部分 镍市场主要影响因素分析

一、国内的投资周期去库存阶段制约下，供需在低位寻找平衡

今年三季度是商品市场和国内金融市场政策期待分化的开始。客观的说，二季度之后的股市暴跌，打破了国内转型升级调整进程中的正向反馈循环，并将调结构的利益矛盾凸显出来；打破了股市带动商品的金融人气期待，并将房地产周期下的工业品供需恶化凸显出来；打破了内外盘对供应缩减调整的平稳期待，并将隐形库存和金融属性逆转的偏空压力凸显出来。三季度之后，随着金融对冲措施的进一步落地，金融市场普遍解读，单纯的需求管理不足以改变结构调整的压力，供应端改革逐步成为政策的优先方向，结构调整的利益损失和阵痛如何分担化解，成为各方关注的焦点。

展望明年，国内固定资产投资仍将保持低增长，但消费在三驾马车中仍预期相对平稳。房地产投资在去库存周期明确下已经不会再增长，基建投资继续成为投资周期下行阶段的主要对冲手段，变数较大的是企业技改升级和装备制造投资上。镍作为兼具投资品和消费品升级受益内涵的品种，在投资周期中不是需求冲击最重的，在供应周期中不是供应压力冲击最重的，所以在 08 年低点之下的镍供需低位找平衡过程，资金对于镍的波动弹性兴趣仍然较高。从环保和行业整合的角度，镍的空头冲击线索并非主导，隐形库存和进口镍铁的低成本供应竞争压力，对于镍的低位供应支撑支持更具决定作用。

图二 PMI 指数呈弱复苏波动，新增投资增幅阶段体现托底的能力、汽车产量在 10 月份的改善回升对应新能源汽车的快速增长，300 系不锈钢产量平稳上台阶并在不锈钢体系中占比提升，综合评估镍在需求整体回弱大背景下消费支持仍有亮点



*数据来源：Wind 资讯

二、美元首加兑现后人民币贬值幅度引导比价再平衡

经过三季度的全球主要经济体复苏回弱和经济下滑风险观察期，随着美国就业数据继续向名义充分就业目标靠近，美联储内部对于年底 12 月议息会议首次加息的态度趋向统一。

很多观察者都提出，美国的经济复苏一枝独秀状态开始有弱化，经济复苏数据的瑕疵和消费者信心趋弱也开始不断体现。但在排除中美欧的经济失速风险叠加冲击担忧后，以通胀数据的基数效应为考量，美国尝试利率脱零的常态化回归举措，象征意义上也体现 08 年危机管理的脱贫。这对于全球股市和金融市场整体风险偏好的平稳是正面的。

同时内外盘各方的解读也倾向于认为，本次美元首加兑现后，不是历史上传统美元紧缩周期的翻版，所以美元首加兑现之后，对于商品汇率冲击的利空效应也就完成阶段兑现。美国经济仍需要经受中国经济下滑、美元走强、金融市场震荡对消费信心的考验。届时商品市场又会更加看重美国复苏数据的带动作用了。

从比经济复苏状态角度，美元继续相对主要非美占优；从未来半年到一年的政策差异角度，美元仍相对欧日瑞占优；从比地缘形势避险角度，美元除了对瑞郎之外仍相对占优。所以美元指数在首加兑现后的半年期，仍具有相对平稳偏强的人气基础。

这个背景预期下，国内普遍的看法期待是，人民币在加入 SDR 货币篮子之后，人民币对美元的紧跟随状态会出现放松，让市场对人民币阶段贬值的心理预期压力再释放，这也是人民币汇率形成机制更市场化的一种体现。只要不出现人民币贬值后新兴市场货币又竞相贬值的负循环风险，这个过程就可以看作是主要经济体汇率再平衡的积极一面。

图三 美元指数围绕 100 做震荡，人民币汇率 6.5 这里是个槛



*资料来源：文华财经

总体上的预估判断是，人民币对美元汇率在明年存在温和贬值的预期下，金属品种的内外比价存在重新调整的修复，今年第三季度的金属比价高值可以继续作为明年金属比价重新平衡的修复目标。从中美政策协调的角度上，如果出现人民币温和走贬后新兴市场货币恶性贬值潮，那人民币和美元的合体受限波动又会被迫重现，这也将被视作两个老大哥的道义责任。年底到明年春节前后，金属品种将先完成美元首加利空兑现过程，再进行内外比价的修复平衡过程。

三、国内供应削减被部分进口所补充替代，成本曲线下移

2015年中国国际镍钴工业年会对于镍和不锈钢市场的基本总结是：产量逐年下降、产能替代转移；消费增速放缓、尚未达到顶峰；多数企业亏损、库存消化缓慢、价格低位徘徊。

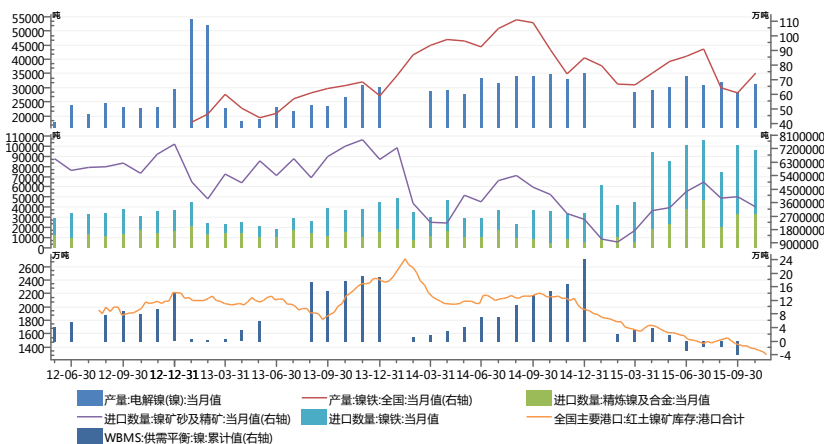
表1 印尼新建项目列表更新 单位：万吨

企业	工艺	2015年金属量 万吨	计划产能 万吨	投产时间
青山印尼	RKEF	1.8	3	2015年1月
I fishdeco	高炉	0.1	0.2	2015年12月
东方振石	高炉	0.25	0.8	2015年7月
明辉	高炉	0.1	0.2	2015年8月
金麟	高炉	0.06	0.12	2015年8月
其他	高炉	0.5	1	
合计		2.81	5.32	

数据来源：antaikel

根据安泰科的统计，随着国内环保政策的实施和印尼镍矿成本竞争优势的不断体现，国内镍铁产能向印尼转移的势头延续。今明两年国内镍铁产量预计下降12万吨，而到2018年底印尼的中国建镍铁产能将达到15万吨，印尼的低成本进口镍铁对国内的产能替代是一个确定的发展趋势。根据进口价格信息的对比，国内进口印尼镍铁的到岸价成本为700元/镍，而根据最新的菲律宾进口镍矿所换算的国内低成本镍铁成本也在800元/镍之上。

图四 国内原生镍产量放缓与进口增加并存，全球供应过剩则趋改善



数据来源: Wind资讯

*数据来源: Wind 资讯

从原生镍供应的角度，初步预计 2015 年我国原生镍产量为 60 万吨，同比下降约 12%多;其中电解镍 20 万吨,含镍生铁 38 万吨，镍盐 2 万吨。业内预计明年镍铁产量还将缩减 5 万吨，国内原生镍产量在集中减产后明年还将下滑 10%。由于镍生铁的产量已经超过电解镍一半以上，镍价格的成本曲线下移将主要由镍铁来引导决定，而镍铁的成本支持则更主要的由印尼镍铁的生产成本所决定。

从全球和中国供应变化的角度对比，供应端去库存主要看中国，中国的去产能则主要体现在镍铁。全球供需变化的对比恶化体现在产量仍保持平稳的同时，今年年中起需求出现集中放缓，主要是中国和欧盟。所以全球供应的整体过剩和镍替代原料成本曲线下移，对于今年镍价形成持续拖累和压制。

表 2 全球镍市场供需平衡表 单位: 万吨

	2011	2012	2013	2014	2015
全球产量	159.9	174.5	194	197	196
消费量	159.1	164.8	181	187	194
中国产量	44.4	55.9	70	70	60
消费量	65.5	73	87	94	96
供需平衡	0.8	9.7	17	10	2
价格(美元/吨)	23100	17530	15083	16956	14000
万元/吨	17	12	10.6	11.6	10.0

资料来源: INSG, 安泰科

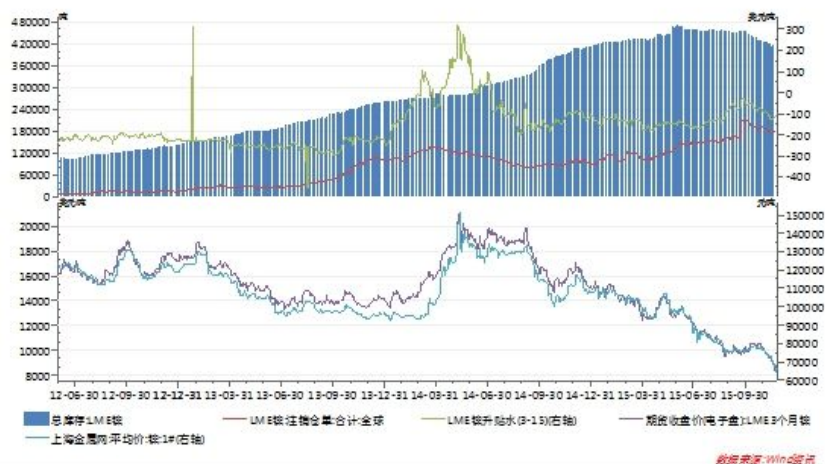
从供应成本的角度测算，行业内认为镍价处于 12000 美元/吨以下时，30%的镍生产商陷入亏损；镍价处于 10000 美元/吨以下时，60%产能陷入现金成本亏损状态。国内镍生产骨干行业的最新联合声明数据，近期低价格水平下国内 70%产能已经处于现金成本亏损状态。由此可以认为，镍价在 08 年低点之下开始触及供应端成本曲线下移的支持区域，但真正的成本底线支撑仍有待明年继续验证，一是主要镍生产国货币贬值的能力再检验，二是印尼低成本产能投产后的边际成本改善检验，三是外矿巨头产品现金流份额的损失承载能力检验。

镍供应环节的风险压力因素在于库存：

2015 年二、三季度，随着国内镍价的相对升高，镍套利窗口的打开，LME 镍库存回流至国内，镍进口快速增加。前三季度进口电镍 20 万吨，同比增加 80%，进口镍铁 50 万吨，同比增加 150%，目前国内电解镍库存约 15 万吨，其中保税区仓库将近 7 万吨。预计到 2015 年年底，全球总库存将达到 62 万吨，依然高于 2014 年同期。

由于全球镍供需动态调整后的明年当期供应过剩将继续趋于减少，而国内产能外移和进口补充依赖增加，这样造成的结果是，国内去库存幅度和 LME 库存回流国内的幅度，将是国内需求改善与否的重要指标参考。镍比价倒挂的时间将明显减少，而相当一批高位锁死库存则不会在低位震荡中释放出来，实际可流通的活库存在明年将相应减少。

图五 LME 库存持续处于高位且回落缓慢，近远月价差结构重新弱化，伦镍价格前两年对于国内镍价的持续升水状况开始逆转



*数据来源：Wind 资讯

小结供应端变化的预期，明年镍市场国内产能供应削减将被进口替代补充，去库存幅度仍受制于需求，镍价格整体维持低位徘徊可能性大，但年均价格水平将比今年四季度低价提升，市场关注的明年反弹窗口期为春节前后、三季度金九需求期。

四、镍投资品和消费品双重属性下消费结构升级和新能源车需求有亮点

消费方面，安泰科预计，2015 年我国镍消费总量为 96 万吨，同比增 2.1%，其中不锈钢行业镍消费量达到 78.8 万吨，同比增加 2.3%。而 2015 年中国不锈钢产量达到 2144 万吨，同比下降 2%。其中，300 系产量 10.5 百万吨，同比增加 3%；200 系产量 6.92 百万吨，同比下降 4%；400 系产量 3.97 百万吨，同比下降 10%。二者之间一增一减的差异在于，今年较低的镍价刺激了 300 系不锈钢产量增加，同时镍价较低也增加了电解镍对镍铁的竞争替代需求。业内预计明年 300 系不锈钢产量和份额占比还将增长，这体现镍消费属性的结构升级，对于镍市场需求的平稳有利。

今年电池行业是镍消费增量的亮点。全年预计镍消费量为 2.2 万吨，同比增加 16%，2015 新能源汽车的产销大增，是动力电池及相关材料需求上升的主要刺激因素。2014 年以来，在国家有关政策的引导下，我国新能源汽车迅猛发展，2014 年产量 14 万辆，2015 年有望超过 20 万辆。安泰科预计，2010-2015 年电池行业用镍增速为 3.8%，2015-2020 年年均增速有望达到 15%的高水平。

业内有专家提出，镍虽然属于有色品种，但实际上更应该归类到黑色系，因为镍需求占比的 85%左右是不锈钢，包括镍的主力合约换月也不同于有色系，而更接近矿石和钢材的主力合约衔接序列。黑色系包括钢铁行业的不景气

会传导到不锈钢价格上，不锈钢价格则会对原料镍的价格形成压制引导，这是与二者行业集中度的差异和定价能力相对应的。

不锈钢的终端消费从房地产产业链的角度，处于房屋建设周期的后端，如后期装修装饰、居家生活等方面，从这个角度来说，房地产去库存周期，对于镍的需求冲击效应更小，因为去库存不会增加新开工投资品种的需求，却会增加消费类的购房后需求。伴随未来社会发展和人均收入的提高，将会有更多人有能力选择品质更好的不锈钢产品，因此较低的镍和不锈钢价格有利于替代其他材料，而不是被替代，镍和 300 系不锈钢的需求将受益于产业结构调整 and 消费升级，这是镍消费品属性方面的小亮点，但这是一个长期的过程。

明年不锈钢需求环节的风险在于：

中国不锈钢产能利用率还将温和走低，2015 年利用率达 63%左右，2016 年预计将降至 61%；

中国不锈钢粗钢产量预计 2016 年将出现负增长，按月度产量统计，今年 16 家主流大型钢厂产量 6 月份以来同比增幅明显减少，且连续 4 个月低于去年同期水平；

2015 年不锈钢材出口量将现负增长；预计 2016 年负增长状况将持续，因反倾销制约、低附加值产品出口难等因素；

不锈钢企业的隐形库存仍然偏高，明年如果消费增量不如预期，则库存量还将面临攀升的风险。

五、进口依赖加重后地缘形势是可能的异动风险点

国内镍市场目前供需结构的变化是，需求内弱、产能外移、原料外倚。镍铁产能将向印尼等低成本原料地转移，镍矿原料高度依赖印尼和菲律宾，明年新增的新喀里多尼亚镍矿来源也没有分散东南亚和南海的地缘风险。所以在未来南海争端中期未能有效化解背景下，则国内镍产业进口依赖加重后的地缘形势风险可能是主要的异动风险源。

镍资金弹性较好有“妖镍”的名号，沪镍上市后镍品种的日内波动率逐步排升有色金属系列的头名。明年在镍市场寻求低位平衡和低成本进口支撑探明的过程中，资金对于镍的中期抄底机会将保持较高的关注，其模式或将类似证券市场两市本地股的博弈题材方式。

图六 伦镍期价率先破 08 年低点后，大周期级别的中期摸底价区参考 7690-7800 美元，这里对应的也是 03 年之前镍市场波动的价格中枢，同时也是上一轮镍价格牛市的形态确认启动价区。时间周期的角度上在明年一季度末也是镍牛市启动的 13 年周期纪念窗口，是投机资金关注的时空共振的敏感中期低点循环纪念点。明年反弹的中期形态压力区对应在 13500 美元一线。



图七 沪镍指数对应的中期下降通道开始进入震荡收敛衰减期，中期低点连线对应的下沿支持参考对应在 61000 元一线



*资料来源：文华财经，倍特期货

第三部分 结论

镍市场在去库存压力引导下的探底支撑侧重看印尼镍铁的边际成本。国内需求改善重点关注 300 系不锈钢消费升级支持和新能源汽车的电池材料需求。

从谨慎看待镍需求回升幅度和去库存进展角度，明年全球产能 30% 现金成本线仍构成中期反弹的压力。08 年低点之下镍价开始触及成本曲线下移的支持区域。国内镍供应结构进口依赖加重后的地缘形势风险是主要的异动风险源。

中期摸底价区参考 7690-7800 美元区域，明年一季度末是 13 周年时空共振的敏感中期低点循环纪念。