

► 年报 · 锌镍铝

巩固成果之中等待动能转换

倍特期货 · 研究发展中心

2017 年 12 月 22 日

2017年有色系列品种在年中划断下，形态振荡中轴上移，金融资本对产业定价的扰动主要通过股商联动的行情来传导，有色相对偏重新动能受益的特点初步体现。展望明年，锌镍铝供应环节边际变量调整分化加大，需求等待动能转换之中，供需平衡位偏向围绕年线巩固为主。

相关报告：

《2016年金属锌镍年报》

分析师：魏宏杰

投资咨询证号：

Z0000599

联系电话：

QQ: 375299580

要点：

- ◆ 锌关注矿产能恢复补缺过程的供需两端不确定性线索，总体参考2010-2011年的振荡修复模式
- ◆ 镍的新动能底部支持被更多认可，传统动能的压抑继续通过产能外移和原料外倚角度来体现
- ◆ 铝的供应侧线索争议集中在增量和存量的利益再平衡，铝原料成本的联动下移能力决定成本倒逼空间
- ◆ 有色系列保值策略可考虑从趋势保值转向现货季的强弱差异对冲，兼顾比价和价差锁定

观点和操作策略：锌镍铝预计进入分化整固之年。锌二季度利用现货季高点转为保值空，比例可先控制在三成内；镍保值买盘依托年线支持参与，88000-92000区域合适，98000之上不加仓；铝建议转为锁价差保值思路，大区间参考13500-14000做买保，15500-15800之上做卖保。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、走势回顾

（一）2017 年锌镍铝表现关键词：年中划断、股商联动、库存差异

2017 年商品的资金人气集中在黑色系列，并通过黑链传导波动影响有色相关品种。所以有色系列品种之中的锌镍铝走势，尤其是锌镍呈现追随黑链的年中划断特征。

这种年中划断，在上半年呈现振荡下探的偏空压制，对应的是以黑色为代表的 CTA 策略博弈过程，部分基于国内宏观预期的所谓逐季走低，并以螺纹的期现价差达到阶段峰值为博弈高潮。

下半年开启的股商联动行情，铝成为主要抓手，并以此为标志最终确立今年供应侧主旋律的产业认可。股商联动的背后，是基于转型升级的产业整合和抓龙头转方式的理念推广。两种路线之争初步尘埃落定。

图 1：以年中为形态划断，之前为 CTA 策略博弈，之后为股商联动所引导



资料来源：文华财经，倍特期货

采暖季兑现之后的沪铝跌势加重，给了社会库存积累压力和期现结构保值压力调整的集中释放，同时也引发增量与存量产能利益调整的政策争议思考。

有色系列品种隐性库存消化差异，对应了锌镍铝最终定位均衡价区的差异落差，也给了股商联动资金对有色品种期现价差互动认识的演练提升，有色系玩水的各种套路比黑色系更为细腻，期现结合的有效性也高于黑色系资金冲击的随意性。

年终盘点，锌镍铝在供应周期末段开启的新征程，需求对接新动能，供应立足高基础，多反复。

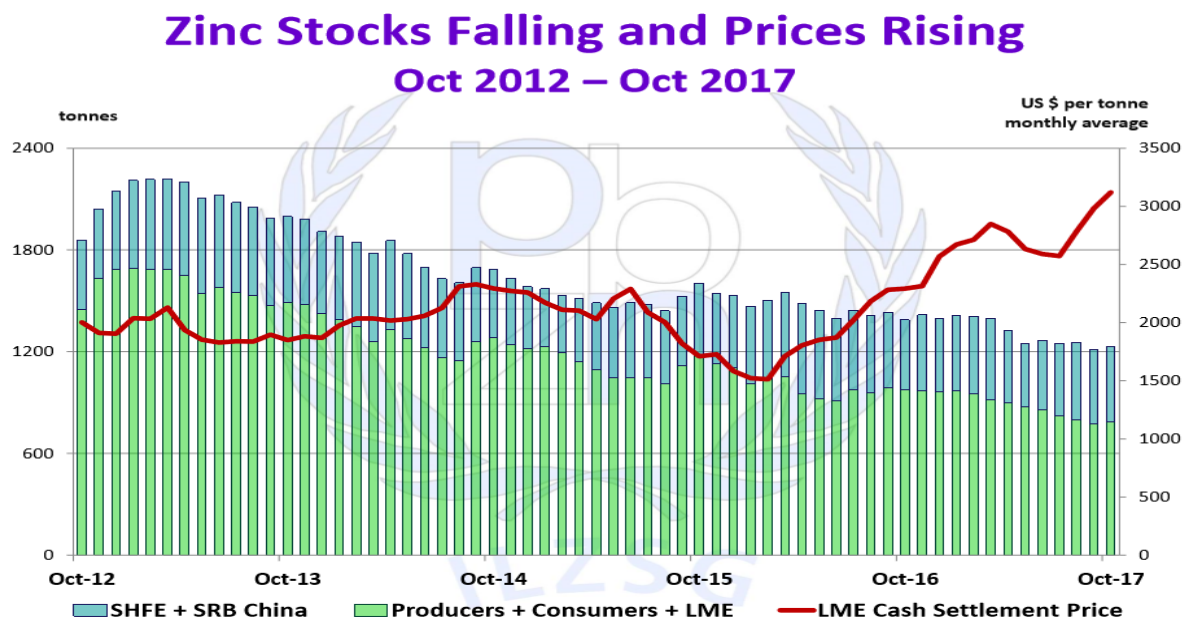
二、锌镍铝市场主要影响因素分析

（一） 锌的矿产能恢复补缺过程，振荡中轴下移是合理预期

1、国际铅锌研究小组跟踪统计的全球锌库存消耗近半，隐性库存消化基本完成

包括生产商和消费商库存、国储库存以及沪伦两地的显性库存在内，国际铅锌研究小组评估的全球锌库存自 2012 年以来已经下降近一半，且该库存消耗主要集中在境外及隐形库存环节。但值得注意的是，国内库存还有老底，这部分老底的消耗幅度明显低于境外隐形环节。隐性库存具有产业调剂余缺蓄水池的作用，经过近两年的隐形库存消耗，全球隐性库存去化的基本目标初步完成了。

图 2：全球锌隐性库存的消耗近半

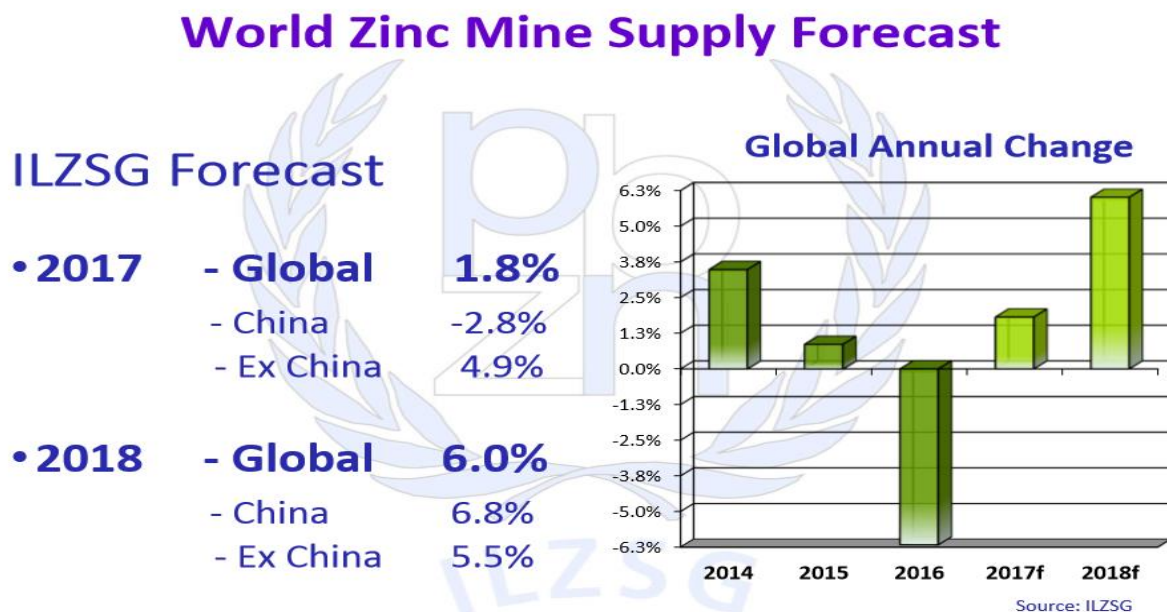


资料来源：国际铅锌研究小组，安泰科铅锌周

2、国际铅锌研究小组预估明年全球锌矿产能将呈现内外同步恢复状态，产能补缺完成

2017 全球锌矿供应内外相互抵消，根据国际铅锌小组的评估，始自 2015 年的锌矿产能衰减关停影响，将在 2018 年实现实质修复的改善过程。预估 2018 年全球锌矿供应将合计增长 6%，且这部分增长是内外同步修复，该小组预估中国的产能恢复将增长 6.8，而除中国之外的增长则达到 5.5%。这样，以 2015 年的基数为基础，以全球锌矿产能全局角度，2018 年将弥补掉 2016 年所留下的产能缺口部分，并在隐形库存消耗完成之后的低压力基础上，实现产业可持续发展的锌矿资源保障能力。这种预估的疑问可能在于国内，安泰科对国内的评估并不如铅锌小组乐观（见下文）。

图 3：2018 年预估的全球锌矿产能恢复可实现补缺修复



资料来源：国际铅锌研究小组，安泰科铅锌周

3、安泰科方面强调明年新产能投放仍主要依靠国外，国内受环保影响程度超预期

图 4：安泰科预估今明两年外矿产能恢复接近 120 万吨，提醒关注嘉能可动向



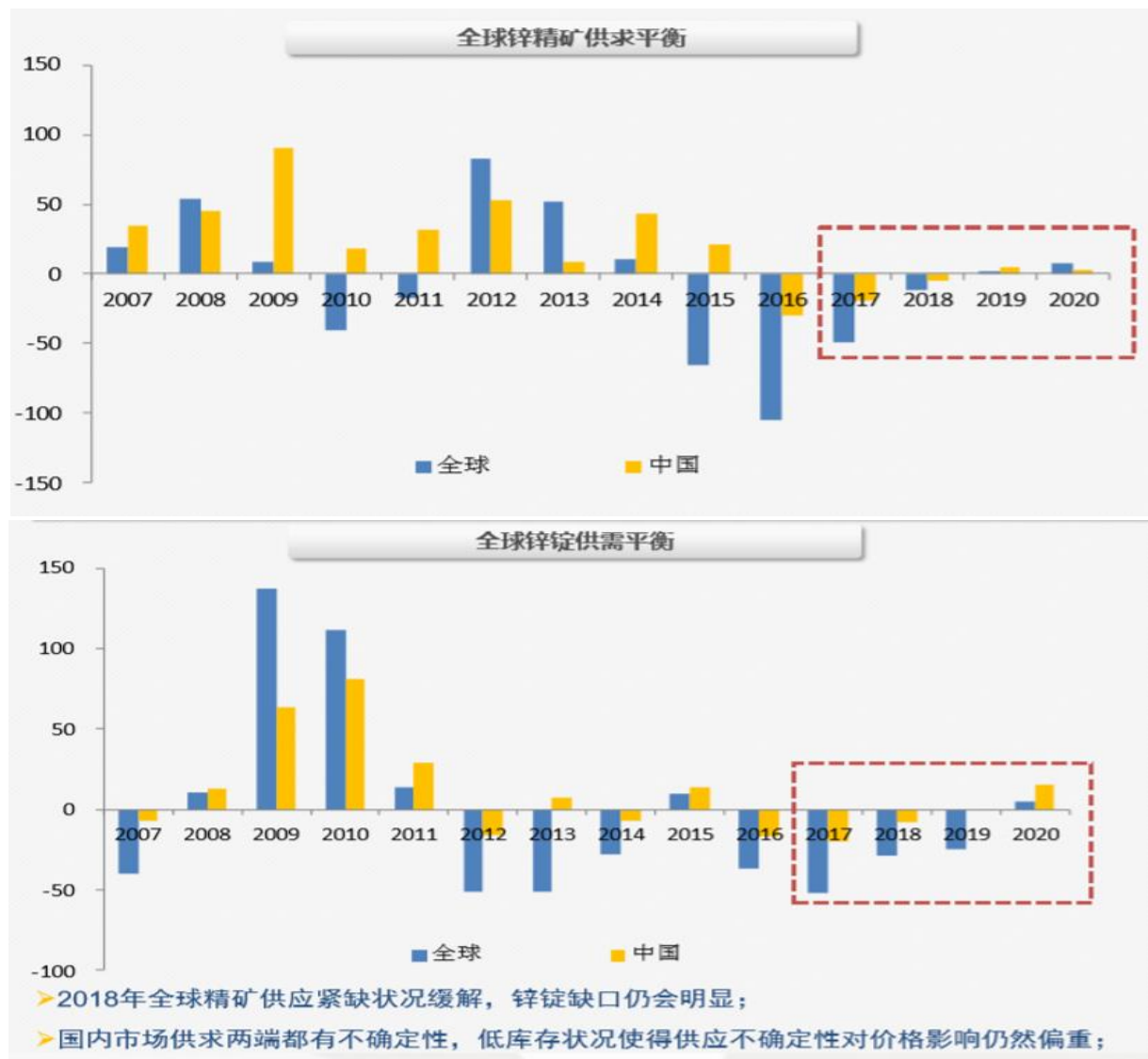
资料来源：安泰科，安泰科铅锌周

2015 年开启的外矿产能衰减周期，大概率在 2018 年将完成产能缺口的修补过程。但在国内矿山产能释放角度，安泰科方面的评估比较谨慎，认为国内 2018 年的名义矿山产能增量仅 25 万吨，环保因素对国内矿山产能的影响超出预期，导致该新增产量仍无法弥补减少的产能。

外矿供应增量的不确定环节，主要集中在嘉能可的复产规模影响，截止三季报的披露，嘉能可方面暂维持明年产量计划不变。考虑到全球隐形库存消耗完成，外矿产能恢复之后的过剩压力不重，嘉能可关停产能发挥蓄水池作用的条件有利，明年下半年之后再再看其相关动向。

4、安泰科方面认为供应端故事未了，但供应环节的确定性转向供需两端的不确定性增加。大的基本判断是，2020 年之前，锌市场供应环节的相对确定性改变仍受到低库存的支持。

图 5-6：安泰科评估 2020 年之前锌精矿维持基本平衡，精锌面对国内镀锌板需求的温和负面影响



➤ 2018 年全球精矿供应紧缺状况缓解，锌锭缺口仍会明显；
 ➤ 国内市场供求两端都有不确定性，低库存状况使得供应不确定性对价格影响仍然偏重；

从金融资金更看重投机预期变化的角度，我们总体赞同安泰科方面对供需两个环节不确定性增加的判断。锌这个全球供应侧的大旗，从供应支持的确定性博弈，开始转向供需两端的不确定增加的博弈，振荡中轴下移是合理预期。需求环节的疑问在于国内镀锌板产量和出口的增速下降、下游需求相对减弱，以及新能源汽车补贴政策调整、新动能领域轻量化需求的竞争替代。故事未了，价格振荡空间会在今年低波动率基础上加大，也是合理的心理准备。

（二） 镍的新动能底部支持得到更多认可，传统动能的压抑主要看进口

1、国内镍市场原料供应产能外移和原料外倚格局进一步明确，新动能利于消耗显性库存

根据安泰科统计的 2017 年前三季度国内镍铁产量为 29.7 万吨，国内受到环保政策影响主产区增量有限。印尼在 2017 年实现镍铁产量 19 万吨基础上，预计 2018 年印尼镍铁产量将达到 29 万吨规模。目前骨干企业统计的中国在印尼镍铁项目总产能已经达到约 30 万吨。

在镍铁产能向印尼本地化转移的同时，国内镍矿供应也更加集中转向印尼和菲律宾的原料倚赖。今年前 9 个月中国从菲律宾进口红土镍矿 2214 万吨，而印尼最新批复的镍矿出口配额已经达到 1550 万吨水平，矿进口保障环节基本可实现印尼增量填补菲律宾减量的缺口。

在库存消耗的环节，国内 2017 年电解镍库存量从 23 万吨下降到 12.8 万吨，去库存取得进展。根据安泰科统计的全球隐性库存总计从 63 万吨下降到 53 万吨。在 LME 镍库存之中 75%是镍豆，该部分库存从技术路径角度可利于硫酸镍的新动能需求消耗。

在国内镍产业链条角度，一条技术路径是镍矿-镍铁-不锈钢，对应不锈钢需求主导的传统动能需求；另一条技术路径是电解镍-硫酸镍，同时国内企业也使用镍粉及镍豆来生产硫酸镍，年内已经有不低于 1 万吨镍豆用于生产硫酸镍。行业评估，硫酸镍原料这一端未来偏紧的程度可能不亚于钴。

2、镍需求中期而言仍将受不锈钢需求主导，硫酸镍需求对接的新动能增量则更为资金看好

2017 年国内镍消费结构中，不锈钢消费占 85%，增长 3.3%，电池消费占比 3%，消费增幅达到 44%。

未来不锈钢新增产能将面临印尼 400 万吨国内项目产能的进口冲击，占国内 2017 年表观消费量 2000 万吨的 20%，传统动能领域的镍需求增量受限。

市场的乐观预期集中在，新能源汽车电池用镍需求将从目前的 3%上升至 10%，新动能用镍需求的现有年均 50%增幅可以保持。

3、2018 年全球原生镍供应缺口有望维持，新动能的底部支持被更多认可

根据安泰科评估，2017 年全球原生镍产量 205.2 万吨，同比增 3.06%，消费量达到 215 万吨，同比增 5.55%，缺口由去年的 4.6 万吨扩大至今年的 9.8 万吨。展望 2018 年，由于印尼供应的增加，全球原生镍产出增长 7.5%至 220.3 万吨，而需求平稳增长 5%至 225.9 万吨，供应缺口预计收窄至 5.3 万吨。

对国内市场的评估是，2017 年产出 59 万吨，2018 年产出下滑至 56 万吨，而消费量则持续增长，2017 年消费增长 3.67%至 113 万吨，2018 年消费增长 4.4%至 118 万吨。

行业评估的总体定调是，明年由于供应缺口继续存在，新动能支持的镍显性库存消耗有利，镍价格总体的运行区间改善上移，有望冲击国内上市高点水平。

（三）存量与增量利益再平衡，铝原料成本的联动下移能力决定了成本倒逼空间

1、有色工业协会对电解铝供给侧改革取得的成效、存在的问题的小结

电解铝行业是有色金属系列推进供给侧改革的主要方向，也是国内全行业产能过剩、金融风险累积、产业布局和利益冲突调整难度较大的领域。

主要矛盾集中在国企存量规模与民企增量规模的竞争、合规产能认定置换过程的政策非对等争议、沿边产能布局优化与内地既有利益的转移协调、寡头以身作不够与只控增量不控存量的库存累积等环节，资金政策引导预期与产业期现结构的牵制压力冲突，最终在四季度以全行业亏损的倒逼方式实现压力宣泄。

有色金属工业协会在安泰科铝业周上，对改革所取得成效总结为——

656 号文在年内基本实现了对违规增量产能的关停，共计关停违法违规建成产能 537 万吨，共计关停违法违规在建产能 619 万吨，合计实现 1156 万吨的违规增量产能的清理。

环保治污攻坚中执行特别排放限值，二氧化硫、颗粒物的排放标准提高一倍水平，严格减排。

国内电解铝日产量拐点和月产量拐点分别在 3、4 季度出现。

有色金属工业协会对于电解铝行业发展面临的问题也梳理如下——

铝社会库存持续增加势头放缓但库存拐点并未出现，库存是供需平衡的镜子，矛盾还未化解。

三季度之后行业平均完全成本快速上升至 15500 元之上，效益回升的基础不稳重回全行业亏损。

国内铝消费进入传统消费增速下降与新兴消费起步的消费换挡期，2025 年进入消费平台期。

2、国内铝土矿的资源成本上升压力增加，国内铝原料的对外依赖重新提升

据最新统计，国内铝土矿主产区山西、河南出产矿石 A/S 不断下降，从 2016 年 的 6 降到目前

4.5 左右，矿价大幅度上升，平均上升约 150 元。河南、贵州矿杂质硫问题，广西矿有机物等问题日趋严重，国内氧化铝厂开始转向进口铝土矿的使用。

目前我国的铝土矿资源主要是沉积型铝土矿床，保有资源量约 30 亿吨，储量约 7 亿吨，按照 2016 年国内氧化铝产量所消耗的国内铝土矿规模 8270 万吨计算，国内铝土矿资源保障能力只有 8 年，即便按照保有资源量的一半水平计算，国内资源保障能力也只有 16 年。

行业统计显示，目前国内氧化铝的产能原料自给率为 58%，2014 年对进口铝土矿的使用比例一度下降到 30%，而从 2015 年之后对进口矿的依赖重新提升到 40%，环保导向下该比例还会提升。

3、铝在有色品种中的循环回收绿色使用特质最好，国内远景消费保障条件有利

根据安泰科的研究统计，截止 2016 年底全球已经生产原铝 12.6 亿吨，累计开采铝土矿近 60 亿吨。巨大的存量金属废料规模，与铝材料循环回收绿色使用特质好的有点结合，使其成为可持续发展的有色资源保障条件有利品种。

70% 的原生铝可循环往复的回收使用，且熔化精炼后能得到与原生铝一样的合金品质，只有作为炼钢脱氧剂、镀层材料的铝不宜回收使用。绿色特质体现在，废铝再生的能耗、水耗都不足原铝生产的 3%，废气排放不足原铝生产的 5%，产生的固体废弃物不足原铝生产的 0.2%。

据安泰科统计，2017 年国内铝表观消费量 3900 万吨之中，回收废铝的规模在 650 万吨水平。在 15-25 年和 20-30 年两种不同回收期的情景假设之下，预计 2021-2030 年这十年中，国内废旧铝的回收量年均增速，都将达到 15% 这个增幅，这也是自 2000 年开始的四十年周期里，年均增幅最快的十年，国内循环利用的资源保障进入加速提升期。

基于 15-25 年回收期的情景假设下，到 2020 年国内铝表观消费量 4388 万吨中，回收废铝的保障供应规模将达到 790 万吨；到 2025 年，国内再生铝产量预估将达到 1200 万吨，其中国内回收的旧废铝的占比，将从 47% 增长到 64%。

因此，国内铝土矿原料资源的 8 年名义资源保障期，与 2025 年之后国内铝循环利用的废旧资源保障形成有利衔接，使得 2025 年开启的国内铝消费平台期可持续平稳发展。

4、控制增量和优化存量是行业健康发展的关键

根据有色金属行业十三五规划，2020 年我国电解铝的表观消费量预计达到 4000 万吨规模，而目前统计的国内合规产能（含部分退出产能用于置换）能够满足 2020 年电解铝消费需求，所以政策层面上预期国家不会放弃产能管控政策。

优化存量的关键则在于放开产能置换政策，先解决集团内异地产能置换问题，再推进非集团之

间跨省异地置换，进而解决铝冶炼产能区域发展不平衡、部分高耗能地区产能退出不畅的问题。

在国内电解铝新增产能整装技术水平、环保水平跃上新台阶的基础上，引导电解铝产能向沿边、资源富集、上中游一体化承载能力高的区域转移，优化存量区域布局结构，提高全行业竞争力。

5、氧化铝新增产能投放规模低于电解铝新增规模，全球紧平衡，成本高位下行有限

根据安泰科统计，2017-2018 年国内氧化铝新增产能合计约 1000 万吨，其中 2018 年预计项目投产产能为 400 万吨。2017 年氧化铝企业开工率维持在 88% 的高位。

图 7：安泰科统计今明两年氧化铝新增产能 1000 万吨



资料来源：安泰科，安泰科铝业周

图 8：尽管增速放缓但电解铝产量增量高于氧化铝增量，总体维持紧平衡



资料来源：安泰科，安泰科铝业周

图 9：受原辅料环保刚性支持，叠加氧化铝需求紧平衡，氧化铝成本倒逼空间受限



国内氧化铝平均完全成本接近 2650 元/吨，今年四季度随着电解铝价格下行，氧化铝的高利润被压缩倒逼合理，但是在明年国内电解铝产能峰值没有释放完毕的情况下，电解铝倒逼氧化铝靠近完全成本价位水平的能力有限。我们保守按照氧化铝价格 2800 元来倒推，国内电解铝的生产成本倒逼空间限于 12500 水平之上。

6、乐观预期下国内铝锭库存拐点将在春节后出现，悲观预期下国内明年过剩 40 万吨

目前国外电解铝产量增长缓慢，基本进入产量平台期，全球明年电解铝的增量仍主要集中在中。安泰科基于明年采暖季限产措施执行的两种不同情景，预估国内电解铝明年产量增量约为 150 万吨-200 万吨的区间。

在前一种乐观预期下的国内电解铝供需将重回短缺 10 万吨，而在后一种谨慎预期下的国内电解铝供需平衡仍保持 40 万吨的过剩状态。全球供需平衡的预期则在明年进一步收紧。

图 10：乐观预期下国内重回短缺，全球短缺增加趋紧

中国	万吨	2015年	2016年	2017年e	2018年f	18/17
	产量	3080	3265	3675	3820	3.9%
	净进口量	3	3	5	3	—
	供应量	3083	3268	3680	3823	3.9%
	消费量	3031	3280	3570	3833	7.4%
	平衡	52	-12	110	-10	—
中国之外	万吨	2015年	2016年	2017年e	2018年f	18/17
	产量	2630	2700	2730	2850	4.4%
	供应	2627	2697	2725	2847	4.5%
	消费	2725	2790	2880	2970	3.1%
	平衡	-98	-93	-155	-123	—
全球	万吨	2015年	2016年	2017年E	2018年f	18/17
	供应	5710	5965	6405	6670	4.1%
	消费	5756	6070	6450	6803	5.5%
	平衡	-46	-105	-45	-133	—

资料来源：安泰科，安泰科铝业周

（四）金融氛围的传导线索中性，但低波动率易造成振荡兑现的担忧

根据最新的国际组织机构对于全球经济的中期展望评估，2018 年从全球经济增长角度整体延续复苏外溢的平稳增长状态，宏观形势总体预期稳定，对于金融市场的风险偏好支持不改，通俗的说就是出不了大事，前些年国内媒体宣传的经济最困难一年的说法也不容易重现。

有色系列总体属于金融属性和商品属性结合紧密的品种，对于外围金融市场的波动变化的敏感度较高，对于股汇联动、股商联动的资金情绪的传导敏感度也较高。所以我们在展望新年形势的时候，也需要对于金融氛围的传导线索进行梳理评估，以便在商品属性基本分的基础上，增加金融属性的加减分。

主要股指的低波动率造成的振荡兑现的担忧，这是明年一季度可能面临的考验。股指是经济的晴雨表，但总是艳阳天也会让人烦躁紧绷。技术派根据美股形态变异强化的时间窗口的推演预估是，明年一季度初和二季度初，是需要警惕关注的金融线索传导振荡窗口期。对应在有色系列的现货季节考虑，一季度初容易打出传统淡季的区间振荡低点，而二季度初则对应的是传统现货季的相对高点。考虑到主要股指也是经济复苏的人气情绪指标，所以股指在明年上半年的振荡兑现担忧线索，可能会被借机夸大，转为人气传导的中性线索。

主要汇市的传导中性体现在，汇市机构普遍认为，美元指数面临欧元和日元这两个最大权重的制约，纠缠横盘平稳的可能性大，传统的股汇联动在明年上半年可能让位于股商联动的传导波动。做比价的可能相对轻松，利用进口窗口打开的时点锁价即可，不必太在意汇率的风险防范。

债市的风险传导主要通过降杠杆风险释放来体现，同时，市场系统风险的及时化解也会降低货币政策收紧的压力，主要央行的宽松政策边际收紧是方向，但节奏上又都控制在不伤实体复苏的保驾幅度内。

科技进步叠加效应继续利于压低通胀，明年农周期的清算白热化和油周期的制衡、商品整体的基数效应等，可能继续困扰通胀迷思的争议。

基本的小结是，边际变量的预期改变角度，金融线索的传导影响都逐步转为中性，但全球复苏的叠加红利支持，在明年对于基本盘的巩固有利。相对而言，风险偏好情绪更容易受到主要股指的兑现振荡的夸大影响，特别是在紧绷期向释放期转变的开始阶段，这是心态方面的扰动担忧。

三、锌镍铝品种走势形态分析对比

（一）锌的挤空波段趋于结束，振荡中轴下移是合理预期

图 11：伦锌挤空之后是否复制 2010-2011 年那种中期宽幅振荡模式



资料来源：文华财经，倍特期货

图 12：沪锌振荡中轴下移到年线准备合理，2 万不破？



资料来源：文华财经，倍特期货

(二) 镍的新动能底部支持抬高，14500 美元是中期形态弱转强的分水门槛

图 13：伦镍 1 万美元的中期底部继续巩固上移，14500 美元是形态压力



资料来源：文华财经，倍特期货

图 14：沪镍依托年线支持，振荡上移挑战上市高点？



资料来源：文华财经，倍特期货

（三）铝等待产量峰值与库存拐点的匹配过程，反弹通道转入横向区间整固阶段

图 15：区间整固下沿参考 13500，区间反弹的形态反压参考 15800



资料来源：文华财经，倍特期货

四、结论与操作建议

在宏观形势总体平稳有利下，金融氛围的传导线索转为中性，有色系列品种锌镍铝的金融属性加分项减低，明年一季度留心主要股指振荡兑现波动的投机情绪冲击担忧，有色系列的新动能资金偏好转向镍，整体走势进入供需再平衡的巩固阶段，锌的商品属性加分项逐步扣减。

操作建议：

锌二季度利用现货季高点转为保值空，比例可先控制在三成内；

镍保值买盘依托年线支持参与，88000-92000 区域合适，98000 之上不加仓；

铝建议转为锁价差保值思路，大区间参考 13500-14000 做买保，15500-15800 之上做卖保。

镍投机参与的客户，在镍价没有有效站稳 10 万关口前，继续采取波段划船用好锁单的跟随模式，待镍价站稳 10 万关口后，再考虑单边跟随的模式。

锌投机摸顶客户，原则上等 60 天线和半年线跌破后再试，站上 60 天线止损。

❖ 免责声明

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。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com