

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（季报）

供应缺口持续缩窄，三季度镍价继续承压

谷静

投资咨询部



## 谷静

有色高级分析师  
期货从业资格号：F3016772  
投资咨询资格号：Z0013246  
[suansuan29@126.com](mailto:suansuan29@126.com)

一德研究院

电话：(022) 58298788  
网址：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)  
地址：天津市和平区万通中心 804  
邮编：300051

### ■ 内容摘要

宏观层面：美联储降息预期提升，年内降息三次概率较大，全球主要经济体掀起降息宽松潮；中美贸易摩擦再次回到谈判桌，对商品影响逐渐弱化。

供应端：菲律宾镍矿主产区雨季结束，印尼政府将对所有拿到镍矿出口配额的矿企重新审查，若矿企没有相对应的镍冶炼产能，将收回其镍矿出口配额，消息虽未落地，但不确定性增加，虽然镍矿消耗处于近几年高位，但目前国内镍矿供应整体充裕；国内外镍铁产能持续释放，国内镍铁供应偏紧状况得到缓解；前期进口盈利窗口打开，部分电镍进入国内弥补国内低库

需求端：不锈钢持续高产量，高库存，市场持续低迷，年内新增产能释放存疑；新能源汽车补贴政策过渡期结束，硫酸镍供大于求

库存：国内外显性库存结束持续下跌状态，出现增减反复

### ■ 核心观点

产业方面，不考虑其他，根据当前国内以及印尼镍铁产能的投放情况，预计产量在三季度达到满产状态，供应缺口收缩无疑，而下游不锈钢新增产能投放存疑，所以产业层面对镍价上行将形成制约。

宏观层面，全球主要经济体进入降息通道中；G20 会议上，中美打破僵局将持续进行谈判，不确定因素依旧较大，宏观层面整体对于镍价影响利空概率较大。

综合以上因素考虑，我们认为，三季度镍价依旧以偏弱走势为主，但是国内外显性库存处于低位，给镍价带来支撑，甚至在镍主力合约连续后带来挤仓操作机会，所以下方空间不宜过度看低。

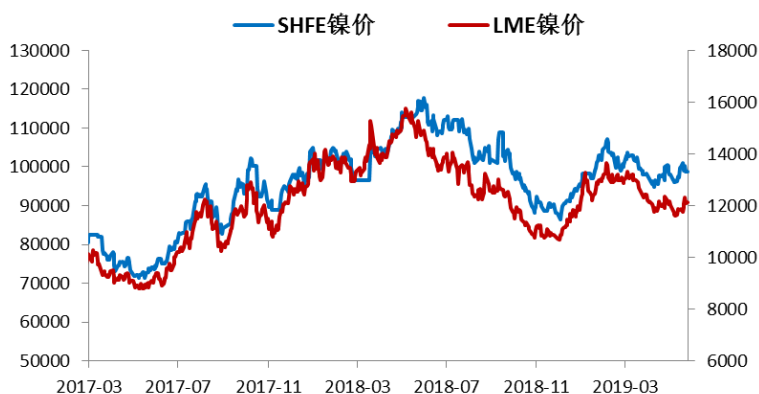
# 目 录

1. 行情回顾 .....	1
1.1 期货市场回顾：二季度镍价窄幅震荡偏弱.....	1
1.2 现货市场回顾：镍铁较电解镍深度贴水，挤占电解镍市场.....	1
2. 宏观层面分析 .....	3
2.1 外围市场：美联储带动，全球货币政策方向发生转变.....	3
2.2 中美贸易关系恶化后再次回到谈判桌，谈判进展对商品影响逐渐弱化.....	4
3. 产业链研究 .....	4
3.1 上游：菲律宾雨季结束，国内镍矿供应增量明显.....	4
3.2 中游：国内外镍铁新增产能积极释放，镍铁供应有望由紧平衡转为过剩.....	6
3.3 中游：进口盈利窗口打开，部分货源进入国内弥补国内低库.....	9
3.4 不锈钢：不锈钢高产、高库，持续疲弱.....	10
3.5 硫酸镍：政策使然，新能源汽车用镍炒作潮褪去.....	11
3.5 供需平衡分析：镍铁供应持续增加，或在三季度处于过剩状态.....	12
4. 成本分析 .....	14
4.1 镍铁：镍铁冶炼利润持续可观.....	14
4.2 不锈钢：长期处于盈亏平衡点，不锈钢企业挺价.....	14
5. 库存分析 .....	15
6. 总结与展望 .....	15
免责声明 .....	17

## 1. 行情回顾

### 1.1 期货市场回顾：二季度镍价窄幅震荡偏弱

图 1.1：期价走势图

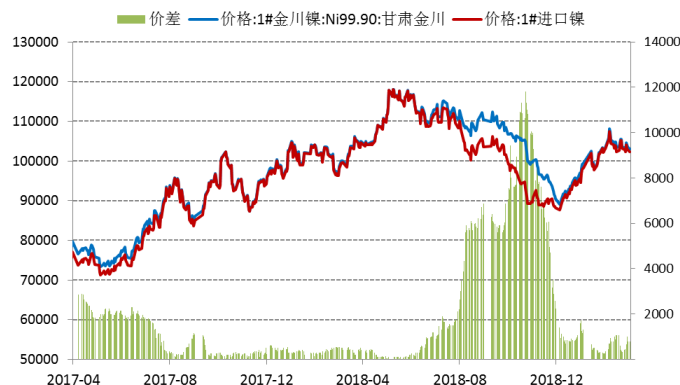


来源：Wind，一德研究院有色金属研发中心

整个二季度，镍价呈现区间弱势震荡走势，期间有几次脉冲式走势，多是由于事件刺激，5月底传出印尼暴动，拉涨停，且不论根本原因是什么，6月先后两次传出对于印尼地震、印尼洪水可能对镍矿、镍铁供应造成影响，以及宏观因素提振拉升，整个二季度镍价走的比较纠结但总体表现的很坚挺，三季度，对于镍价而言，主逻辑依旧是供需缺口缩窄，降库速度放缓，镍价重心下移。

### 1.2 现货市场回顾：镍铁较电解镍深度贴水，挤占电解镍市场

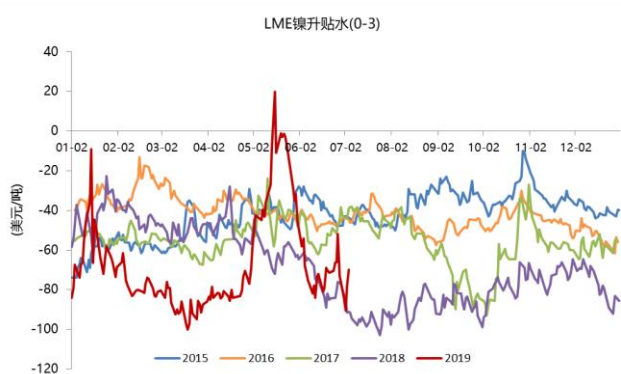
图 1.2：国内现货价格走势



来源：Wind，一德研究院有色金属研发中心

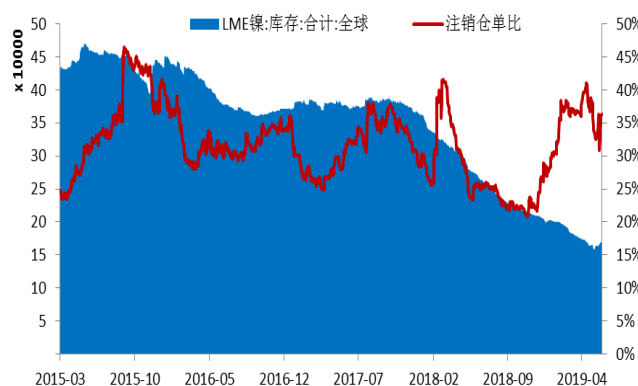
5月底消息层面印尼暴动刺激，沪镍盘面瞬间涨停，伴随着盘面涨停前后几个交易日，LME 库存注销仓单比大幅走升，且 LME 现货升贴水由深贴水转为升水 20 美金，同时大户持仓数据显示有 30-39%的持仓集中在一个大户手中，这引发了市场对 LME 挤仓的猜测，而后随着国外挤仓结束，库存开始有日内大幅增加，升贴水再度回归至贴水状态之后，国内市场开始扰动，7-8 月差一度升至千元以上，同时保税区溢价以及 CIF 报价从 250 美金一度攀升至 500 美金，进口盈利窗口关闭，不难看出，国内市场结构的交易是有外围市场的配合。当然，尽管月差攀升，但是由于替代品镍豆以及镍铁的存在，现货市场升贴水并未产生大的波动，最终伴随着 07 持仓的大幅减少而终结。此次挤仓貌似无疾而终，但留给了我们一个信号，就是伴随着沪镍主力合约连续后，借鉴锌、铅之前的挤仓操作，投资者在镍上的操作有了更多种机会。

图 1.3: LME 镍升贴水 (0-3M)



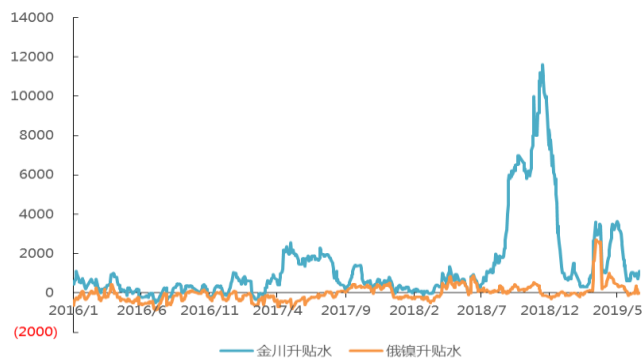
资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

图 1.4: LME 镍库存及注销仓单比



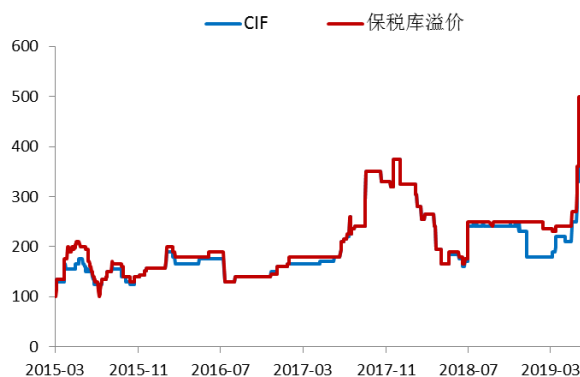
资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

图 1.5: 国内现货升贴水



资料来源: Wind, 一德研究院有色金属研发中心

图 1.6: 美金货报价



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

## 2. 宏观层面分析

### 2.1 外围市场：美联储带动，全球货币政策方向发生转变

自今年 3 月美联储议息会议决定不加息，且提出 5 月起缩减资产负债表计划，美联储公布的点阵图显示美联储下调未来三年的利率预期开始，市场对于美联储的降息预期就在逐渐加强，6 月非农数据公布前，联邦基金利率期货暗示市场预计美联储 7 月降息概率为 100%，加息概率为 0%；但是，美国 6 月非农就业人口增加 22.4 万，大幅好于预期，但 5 月非农就业人数小幅下修至 8.3 万，失业率回升至 3.7%，薪资年率持稳在 3.1%；本次非农报告是美联储 7 月会议前的最后一次，该数据好于市场预期，将给美联储一定的喘息空间，此次非农数据公布后，市场预计美联储 7 月降息 25 基点概率上升，直接降息 50 基点概率回落，年内仍旧可能降息三次。

图 2.1：美联储降息

当前隐含概率		添加/删除利率							远期利率
日期	会议	加息概率	减息概率	1-1.25	1.25-1.5	1.5-1.75	1.75-2	2-2.25	基于利率 2.25-2.50
07/31/2019		0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	87.5%	2.11
09/18/2019		0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	8.6%	64.0%	27.4%	1.94
10/30/2019		0.0%	100.0%	0.0%	3.1%	28.7%	50.7%	17.5%	1.84
12/11/2019		0.0%	100.0%	1.5%	15.2%	39.1%	35.0%	9.2%	1.73
01/29/2020		0.0%	100.0%	5.7%	22.6%	37.8%	27.1%	6.4%	1.65
03/18/2020		0.0%	100.0%	9.5%	26.0%	35.4%	22.4%	4.9%	1.59
04/29/2020		0.0%	100.0%	12.5%	27.7%	33.0%	19.2%	4.0%	1.55

来源：网络信息整理，一德研究院有色金属研发中心

在关注美联储动作的同时，我们还需关注其他央行，包括欧洲央行、日本央行及澳洲联储是否会进一步释放宽松的信号以提振经济。目前德国 10 年期国债收益率，跌到低于欧洲央行-0.40%存款机制利率的水平。这促使投资者转向风险更高的资产，例如意大利和希腊债券，西班牙和法国近期以创纪录的低借贷成本招标债券。市场预期欧洲央行将在 7 月恢复宽松立场，可能在 12 月底前宣布新的量化宽松政策。另一方面，交易商也认为英国央行将无法排拒放宽政策的压力，英国央行一直到最近都还暗示接下来将会收紧政策。英国央行行长卡尼本周的一场演说，已说服货币市场反映未来 12 个月英国降息的可能性。英国疲弱的经济数据让投资者愈发认为英国央行将下调利率。整体来看，全球货币政策发生了转变，宽松成为各国央行应对经济下行压力的首选。

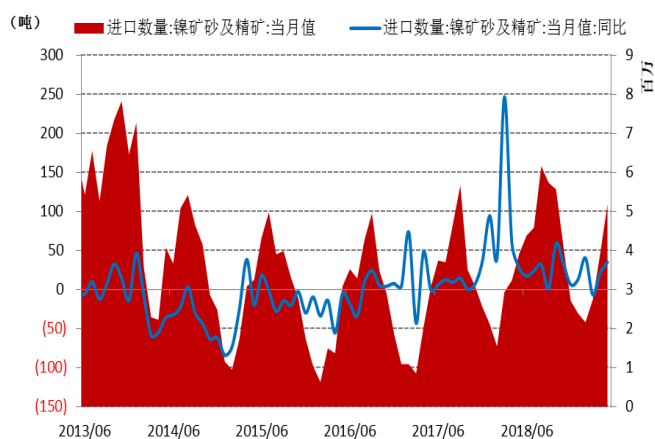
## 2.2 中美贸易关系恶化后再次回到谈判桌，谈判进展对商品影响逐渐弱化

6月29日，中国国家主席习近平同美国总统特朗普在日本大阪举行会晤。两国元首就事关中美关系发展的根本性问题、当前中美经贸摩擦以及共同关心的国际和地区问题深入交换意见，为下阶段两国关系发展定向把舵，同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系，此次中美两国为贸易战按下了“暂停键”，双方至少同意恢复贸易磋商并暂停威胁加征关税。当前对于何时结束贸易摩擦，进展会是如何，我们无法预估，但是随着谈判的一步步深入，随着事件的长期的反复不定，此事件对于商品走势的影响会逐渐弱化。

## 3. 产业链研究

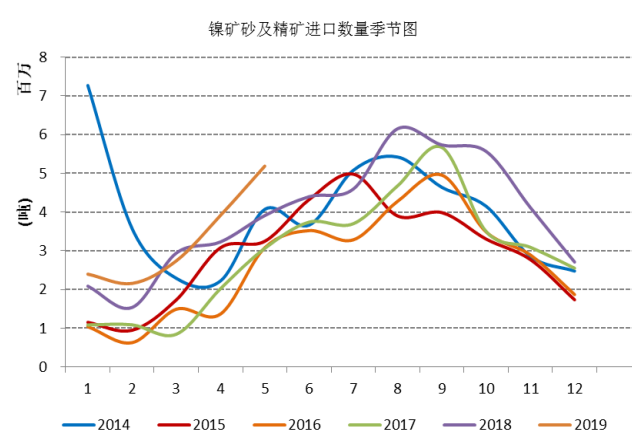
### 3.1 上游：菲律宾雨季结束，国内镍矿供应增量明显

图 3.1：进口镍矿量



资料来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

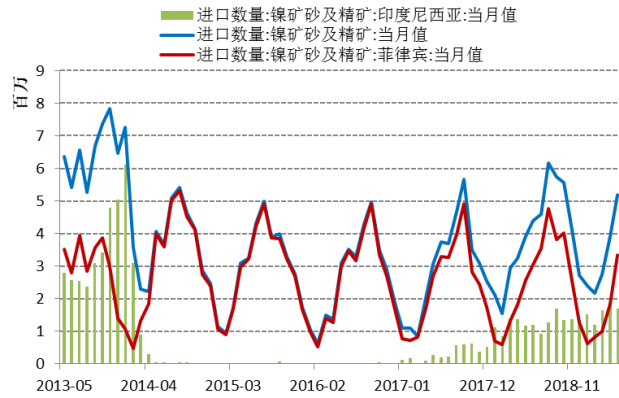
图 3.2：镍矿进口量季节图



资料来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

据海关数据显示，我国 5 月进口镍矿 518.92 万吨，较 4 月增加 127.26 万吨，环比增幅 32.49%；较去年同期增加 134.86 万吨，同比增幅 35.11%。1-5 月累计进口镍矿 1637.09 万吨，较去年同期的 1363.92 万吨，增加 273.17 万吨，同比增幅 20.03%。其中来自菲律宾的镍矿进口量为 333.976 万吨，占比 64.36%；来自印尼的镍矿进口量为 168.66 万吨，占比 32.50%。

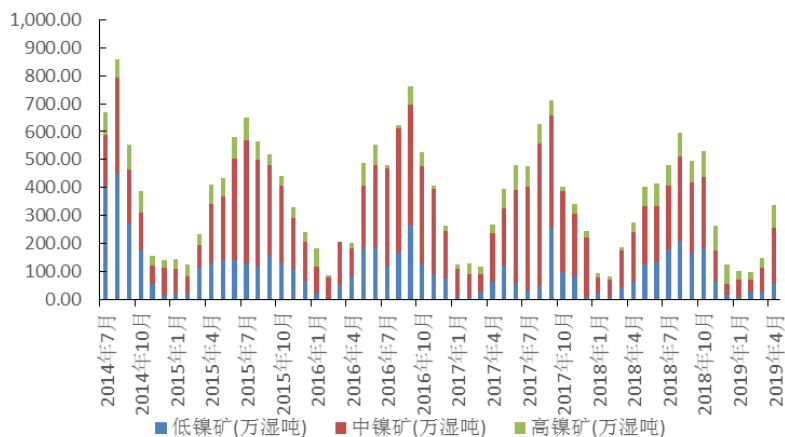
图 3.3：镍矿进口量（分国别）



来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

菲律宾方面，进入4月份之后，菲律宾镍矿主产区雨季结束，正常供应。据统计数据，2019年Q1菲律宾各主要矿区镍矿开采量297万吨，较2018年同期镍矿开采量290万吨，增加7万吨，同比增幅2.41%。因菲律宾TAWI-TAWI地区属于自治区，位于该地区的4家镍矿山未在统计范围内。其中，SURIGAO地区开采量44万吨，较2018年同期减少6万吨，减幅12.00%。PALAWAN地区镍矿开采量192万吨，较2018年同期增加40万吨，增幅26.32%。TUBAY地区镍矿开采量32万吨，较2018年同期减少78万吨，减幅46%。DINAGAT地区镍矿开采量29万吨，较2018年同期增加9万吨，增幅190.00%。ZAMBALES地区镍矿开采量0万吨，较2018年同期持平。

图 3.4：菲律宾出矿情况



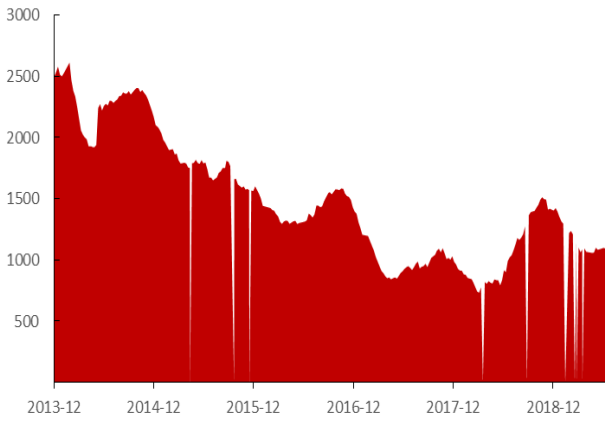
来源：SMM，一德研究院有色金属研发中心

印尼方面，据外媒市场消息，印尼政府将对所有拿到镍矿出口配额的矿企重新审查，若矿企没有相对应的镍冶炼产能，将收回其镍矿出口配额。印尼目前在出货的矿企配额总数为2739万湿吨，目前均在出货。其中TPI、



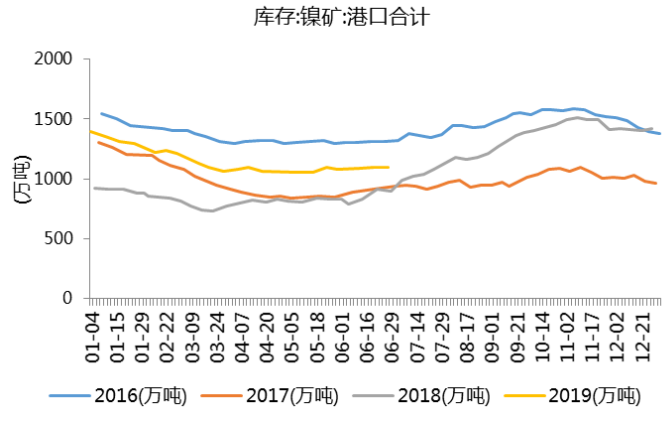
Tiran、ACM、Solway、Ceria 等矿企均没有配套的冶炼项目，涉及的配额数量约 1000 万湿吨。2019 年上半年，印尼新批镍矿配额 1570 万吨，出口镍矿 1387 万吨。据不完全统计，5 月印尼镍矿主产地离港镍矿约 243.03 万吨，较 4 月离港镍矿数量 245.98 万吨，减少 2.95 万吨，环比减幅 1.20%。

图 3.5：镍矿港口库存数据



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 3.6：镍矿港口库存季节图

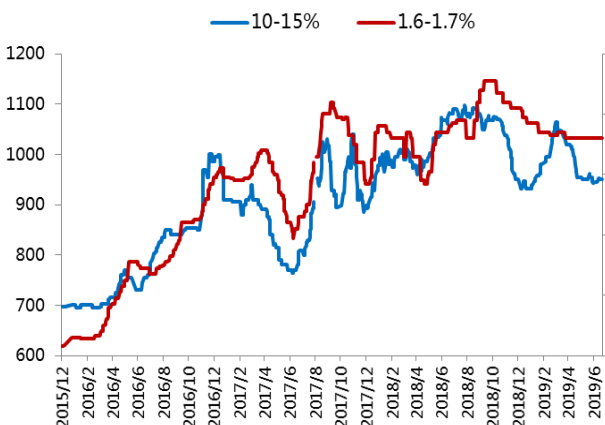


资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

截止 6 月底，国内港口镍矿库存目前有 1096 万吨，整体比去年同期的港口库存高，虽然进口量较去年同期有较大增量，但是由于国内镍铁企业新增产能较多，消耗镍矿量较多，港口库存并未出现累库情况，所以在菲律宾以及印尼两国未出现大的政治事件以及自然灾害影响的前提下，国内镍矿供应相对充裕；但是由于目前累库并不明显，两国内的异动也会使得市场对于镍矿供应产生担忧。

### 3.2 中游：国内外镍铁新增产能积极释放，镍铁供应有望由紧平衡转为过剩

图 3.7：国内镍铁价格



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 3.8：镍铁-电解镍溢价

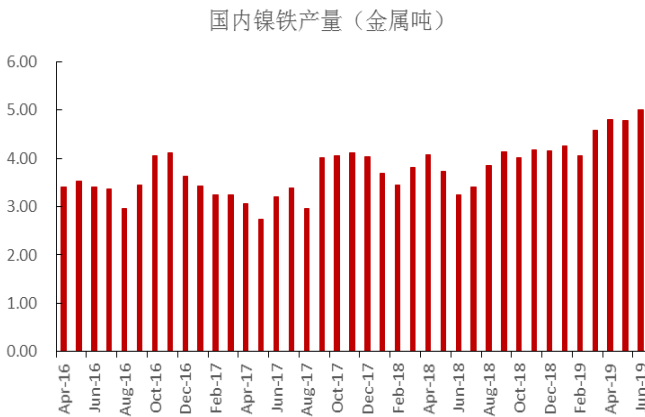


资料来源：Wind，一德研究院有色金属研发中心

二季度，国内高镍铁报价持续在 950 元/镍上下，二季度开始，国内镍铁供应紧张格局有了很大的缓解，高

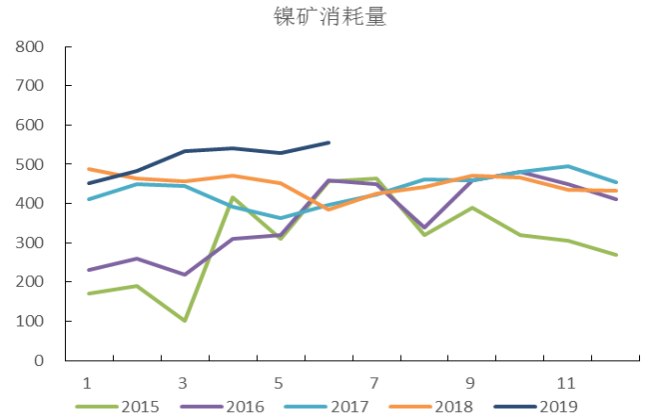
镍铁较电解镍持续贴水；低镍铁报价持续在 3300 元/吨的，目前国内镍铁冶炼利润较为可观，国内镍铁冶炼企业开工率较前期有明显的改观，随着新增产能的持续释放，镍铁价格支撑强度减弱。当前镍铁较电解镍处于贴水状态，贴水持续扩大，这使得镍铁挤占了一部分电镍消费市场。

图 3.9：国内镍铁产量



资料来源：SMM，一德研究院有色金属研发中心

图 3.10：国内镍矿消耗状况

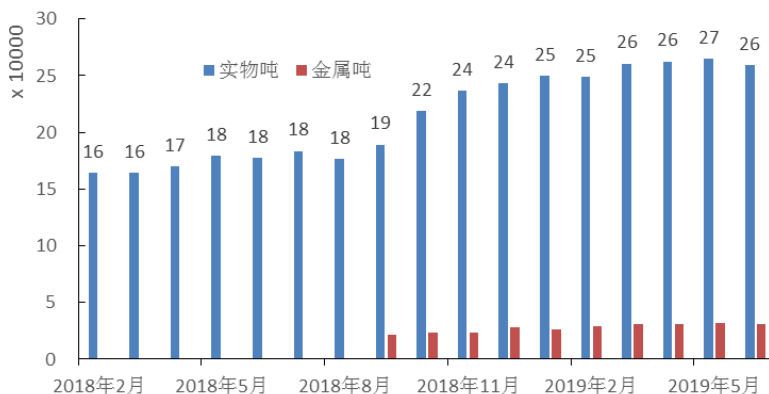


资料来源：铁合金在线，一德研究院有色金属研发中心

国内生产情况来看，尽管山东地区鑫海科技老厂受环保因素影响，关停几日，但整体影响较小。6月江苏扬州一川新投产矿热炉已出铁，另有某高镍铁厂恢复一台矿热炉生产，产量略有增加；广西某镍铁厂本月也恢复至 2 台矿热炉生产；内蒙因限电取消，部分工厂产量有所上调；山东鑫海新型材料前期投产矿热炉产量继续增加释放；河南某钢厂检修的 1 台高炉 5 月下旬复产，6 月产量增加。由于新增产能释放以及部分产能复产，国内消耗镍矿量也达到了 544 万吨，创近 5 年来新高。据统计，1-6 月国内镍矿消耗量约 3119.13 万吨，其中中高镍矿消耗量约 2381.19 万吨；1-6 月印尼镍矿消耗量约 1134.72 万吨，均为中高镍矿消耗量，1-6 月印尼镍矿消耗量与中国中高镍矿消耗量，印尼约占中国消耗量的 47.65%。根据钢联数据，7 月镍铁因投、复产计划产量预计增加约 2955 金属吨。辽宁某高镍铁厂一条 RKEF 镍铁产线出铁时间延迟至 7 月。

据铁合金在线统计，6 月印尼镍铁产量约 259083 实物吨（31318 金属吨），其中，中国企业投建的工厂产量约有 243457 实物吨（28554 金属吨），印尼本土企业镍铁产量约有 15626 实物吨（2765 金属吨）。尼方面，据悉，印尼德龙新建的 15 条镍铁生产线中的第 12 条于 4 月中旬出铁，第 13 台炉子于 5 月中旬送电并出铁，第 14 台炉子于 6 月下旬烘炉，由于印尼德龙洪水因素影响，其出铁预计推迟至 7 月，第 15 台炉子目前进行设备安装中；恒嘉镍业新增的三台炉子未全部达产；金川目前已经投产一台，目前未达产，第二台炉子预计 7 月份投产。从印尼方面来看，后期镍铁供应也会持续增加。

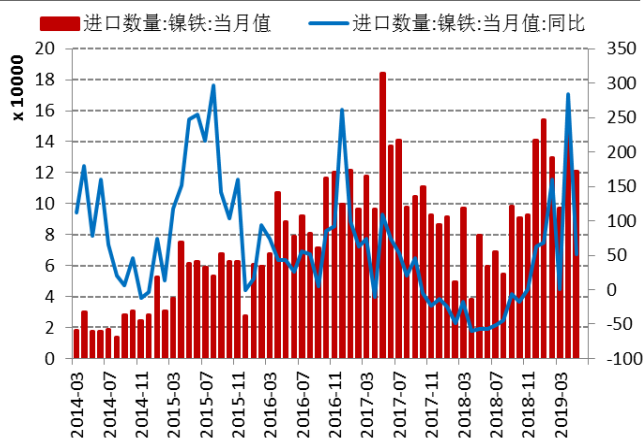
图 3.11：印尼镍铁产量



来源：铁合金在线，一德研究院有色金属研发中心

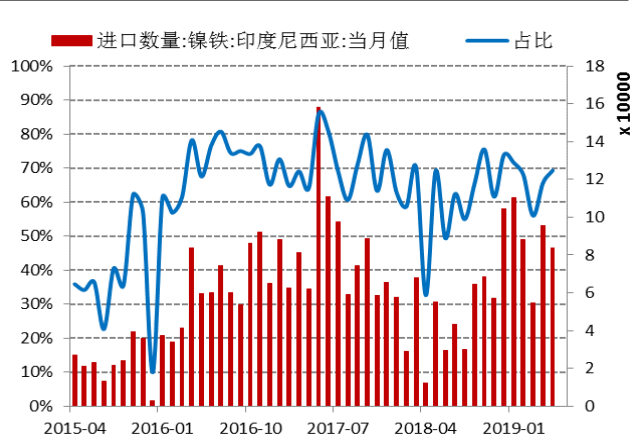
进口方面，据海关数据统计，5月我国镍铁进口量约有12.09万吨，相比4月镍铁进口量减少约2.47万吨，环比减少约16.94%。相比去年同期（7.98万吨）增加约4.11万吨，同比增加约51.47%。6月印尼镍铁进口量预估依旧以6月印尼镍铁工厂生产情况为主要依据，据市场了解，印尼青山集团6月有4万吨印尼镍铁进口。印尼德龙6月镍铁生产因洪水原因影响，产量减少一万多实物吨，6月预估进口仅有5.3万实物吨左右。印尼部分镍铁货源销往印度，因此部分工厂产量并未全部进口到国内。印尼金川虽然5月底已投产出铁，但6月暂无进口计划。个别工厂因5月6月期间放假原因，产量有所减少。

图 3.12: 镍铁进口量



资料来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

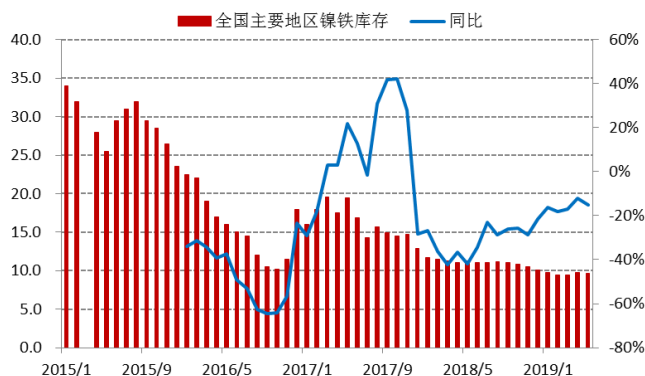
图 3.13: 镍铁进口量（分国别：印尼）



资料来源：中国海关总署，一德研究院有色金属研发中心

目前来看，在国内外镍铁供应增加的前提下，国内镍铁供应紧张的局面有所缓解，但是由于印尼方面洪水影响产量以及部分镍铁货源销往印度，使得印尼回流国内镍铁比预期的少，国内供应依旧处于紧平衡状态，目前国内镍铁企业利润虽然随着中高镍矿价格的小幅走高有所提升，但利润依旧可观，冶炼激进性较高，所以其价格较电解镍一直处于贴水状态，库存也低位企稳。

图 3.14：全国主要地区镍铁库存

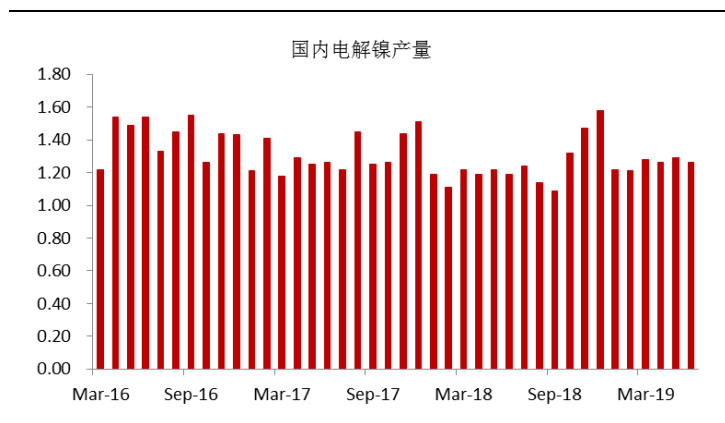


来源：Mysteel，一德研究院有色金属研发中心

### 3.3 中游：进口盈利窗口打开，部分货源进入国内弥补国内低库

国内电解镍产量近期较为稳定，持续在 13000 吨上下，国内镍板需求主要靠进口来弥补。

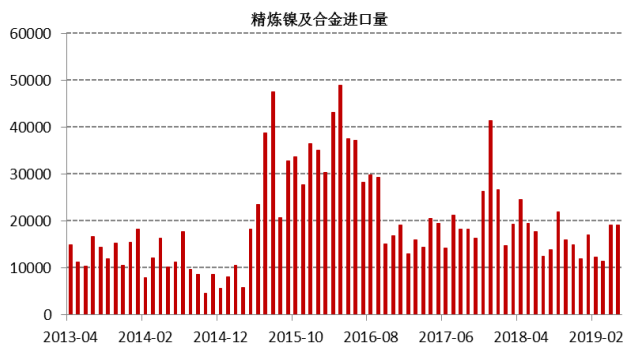
图 3.15：国内电解镍生产情况



来源：SMM，一德研究院有色金属研发中心

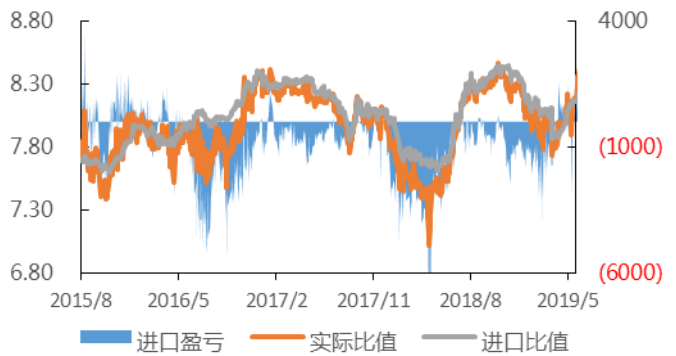
进口方面，海关最新数据显示，5月我国其他未锻轧非合金镍进口量约有18523.6吨，相比4月进口量增加约0.057万吨，环比增加约3.17%。其中来自俄罗斯的8715.853吨，占比47.05%；来自澳大利亚的3956.466吨，占比21.36%。今年4月中旬以来，进口盈利窗口打开持续至6月中旬，在汇率扰动以及国内外挤仓轮动作用下结束，自4月份开始，国内进口其他未锻轧非合金镍进口量有明显增加，根据进口盈利窗口关闭时间节点，预计6月份进口量依旧持续高位。

图 3.16: 国内电解镍进口量



资料来源: 中国海关总署, 一德研究院有色金属研发中心

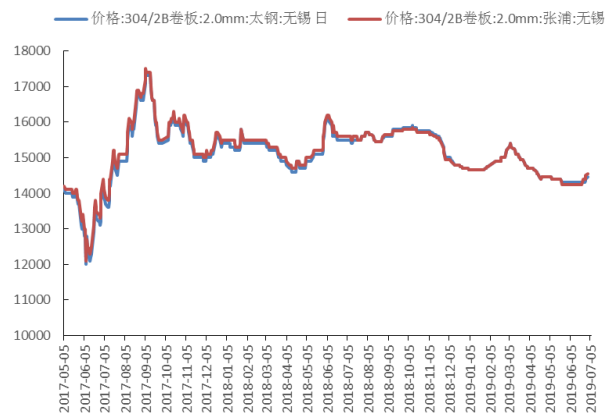
图 3.17: 精炼镍进口盈亏数据追踪



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

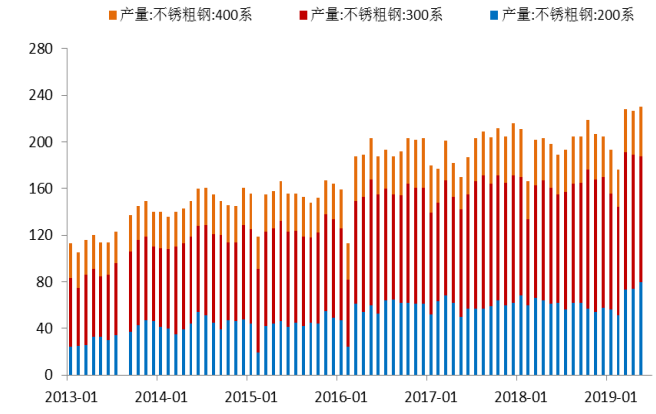
### 3.4 不锈钢: 不锈钢高产、高库, 持续疲弱

图 3.18: 300 系不锈钢价格走势



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

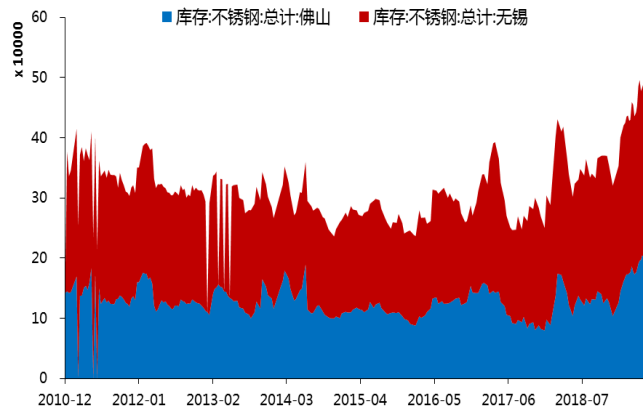
图 3.19: 国内不锈钢产量



资料来源: wind, 一德研究院有色金属研发中心

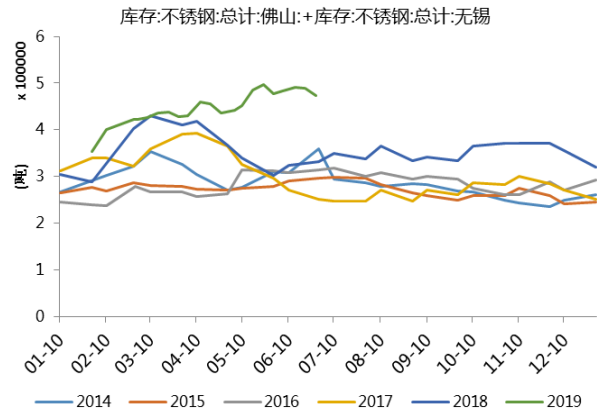
去年四季度以来不锈钢市场持续疲弱, 今年整个上半年, 不锈钢库存一直高库存, 即使是进入消费旺季的二季度库高价跌的格局也没有被打破, 钢厂利润被压缩到甚至亏损状态, 但是, 在这种背景下, 钢厂减产积极性并不高, 除了常规性检修减产, 并未出现大规模亏损性减产, 六月底, 钢厂挺价明显, 价格微幅向上调整, 钢厂利润得到一定修复, 库存也有向下态势, 整体来看, 前期不锈钢长期高库并非消费差导致, 一部分归因于钢厂的高产量。后期由于钢厂高产量的持续, 预计不锈钢维持高库状态的时间会拉长。

图 3. 20: 佛山无锡不锈钢库存



资料来源: Wind, 一德研究院有色金属研发中心

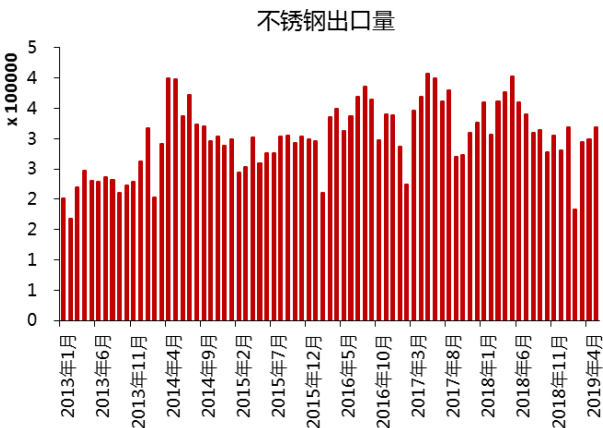
图 3. 21: 不锈钢社会库存季节图



资料来源: Wind, 一德研究院有色金属研发中心

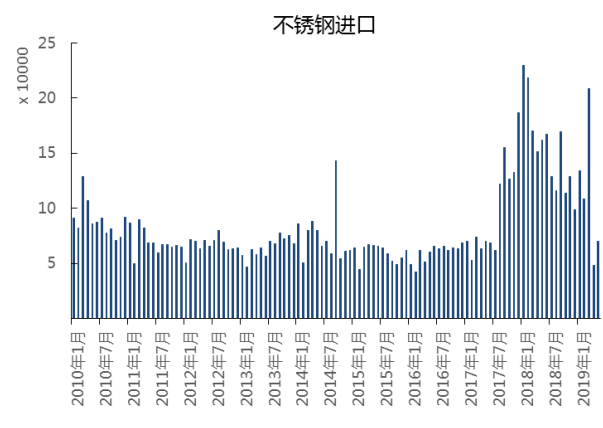
进出口方面，海关最新数据显示，2019年5月中国不锈钢出口总量31.92万吨，环比4月增加2.06万吨，增幅6.90%，同比去年减少13.49万吨，降幅29.71%。进口总量7.04万吨，环比4月增加2.25万吨，增幅46.91%，同比去年减15.4万吨，降幅68.75%。2019年5月印尼进口不锈钢总量2.52万吨，环比4月增加500%，同比去年5月减少73.47%。5月份印尼不锈钢进口量回升，主要因钢坯进口由4月的零进口增至5月份的1.96万吨，热板及冷轧的进口量仍保持少量。其中，5月份进口热轧产品162吨，环比4月的0.05万吨减少60.00%；冷轧进口0.54万吨，环比4月的0.37万吨增加45.95%；5月份半成品钢坯进口1.96万吨，其中板坯0.96万吨。

图 3. 22: 不锈钢出口量



资料来源: 中国海关总署, 一德研究院有色金属研发中心

图 3. 23: 不锈钢进口量



资料来源: 中国海关总署, 一德研究院有色金属研发中心

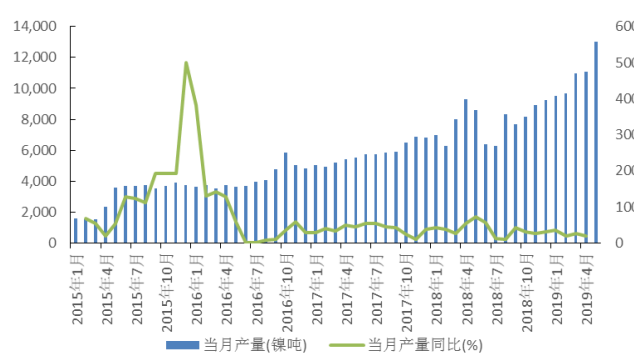
### 3.5 硫酸镍：政策使然，新能源汽车用镍炒作潮褪去

图 3.24：硫酸镍-电解镍溢价



资料来源：wind，一德研究院有色金属研发中心

图 3.25：硫酸镍产量



资料来源：SMM，一德研究院有色金属研发中心

今年的新能源汽车补贴新政中，除了继续大幅降低补贴金额和提升补贴门槛之外，备受关注的地方补贴的取消，也得到了确认。不过，新政还是给地方补贴留了3个月的缓冲期，将在6月25日之后，彻底取消。硫酸镍目前供大于求，硫酸镍是场需求疲软，据了解，近期硫酸镍企业订单接单率较差，随着新能源汽车补贴政策过渡期的结束，硫酸镍市场供大于求的状况或将延续。

### 3.5 供需平衡分析：镍铁供应持续增加，或在三季度处于过剩状态

表 3.1：印尼产量释放情况

印尼新增产能投产情况						
投建企业	1月	2月	3月	4月	5月	6月
青山集团	68	1803	6502	9862	12176	14002
德龙	0	1560	4680	9880	13720	11180
金川	0	0	0	0	287	1578

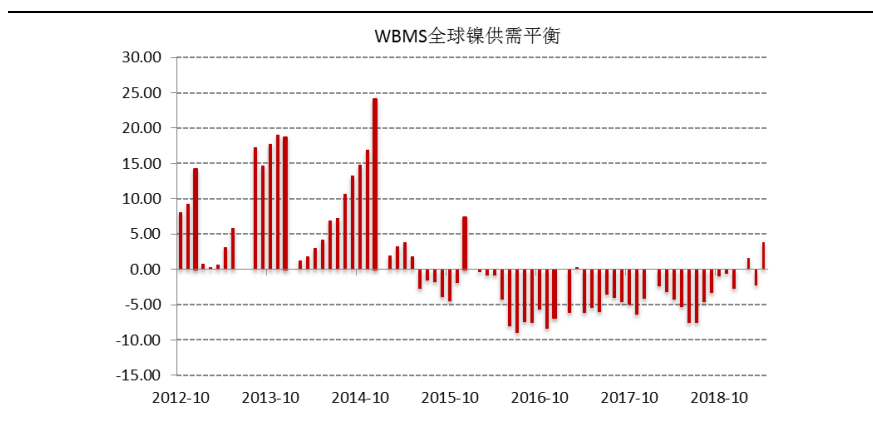
来源：铁合金在线，一德研究院有色金属研发中心

供应端，国内方面，据了解今年上半年镍铁产量增加约3万金属吨，鑫海新材料科技新投产的矿热炉，产量释放继续增加，据统计，该工厂8台48000kvaRKEF矿热炉全部达产时间约在8月；扬州一川、辽宁宝铂2家各1台矿热炉6月出铁，预计9月左右产量达产，三、四季度预计国内镍铁产量增加月6万金属吨。印尼方面，根据铁合金在线预估19年印尼高镍铁产量比18年增加约323万实物吨，金属吨增加24万吨至51万金属吨，其中上半年的增量主要有青山恒嘉、德龙1期、印尼金川三家工厂的镍铁新投产产能释放。

需求端，不锈钢新增产能，市场比较关注国内鑫海科技项目以及德龙印尼不锈钢项目，据了解印尼德龙项目方面，市场对于该不锈钢厂投产的时间已预测到4季度；国内鑫海科技项目在当前这种背景下投产预期也很弱。

所以，结合前期市场预期以及当前供需基本面运行情况来看，2019年下半年供应端增速大于需求端，镍价重心下移的中期看法维持不变。

图 3.26: 全球镍供需平衡 (WBMS)



来源: Wind, 一德研究院有色金属研发中心

世界金属统计局最新报告显示，2019年1-4月全球镍市场供应短缺3.87万吨，2018年全年供应短缺9万吨。4月末伦敦金属交易所（LME）持有的报告库存较去年年末减少3.33万吨。2019年1-4月全球精炼镍产量总计为69.76万吨，需求量为73.62万吨。2019年1-4月全球矿山镍产量为76.88万吨，较去年增加7.5万吨。中国冶炼/精炼厂产量同比增加2.5万吨，表观需求同比增加3.6万吨。全球表观需求量同比增加9,000吨。消费量统计中未计入未报告库存变动。2019年4月，镍冶炼/精炼厂产量为18.96万吨，消费量为20.78万吨。

表 3.2: 全球镍供需平衡表 (INSG)

月份	初级镍产量	消费量	供需情况
2019-04	196900	206900	-9400.00
2019-03	187200	201400	-14200.00
2019-02	185800	186800	-1000.00
2019-01	190700	194400	-3700.00
2018-12	196300	197000	-700.00
2018-11	195200	201000	-5800.00
2018-10	194500	205100	-10600.00
2018-09	184800	193800	-9000.00
2018-08	183700	191900	-8200.00
2018-07	176800	182500	-5700.00
2018-06	176500	190200	-13700.00
2018-05	181500	196900	-15400.00
2018-04	180200	193300	-13100.00
2018-03	178000	193700	-15700.00
2018-02	175800	178300	-2500.00
2018-01	180300	196100	-15800.00

来源: 网站信息整理, 一德研究院有色金属研发中心

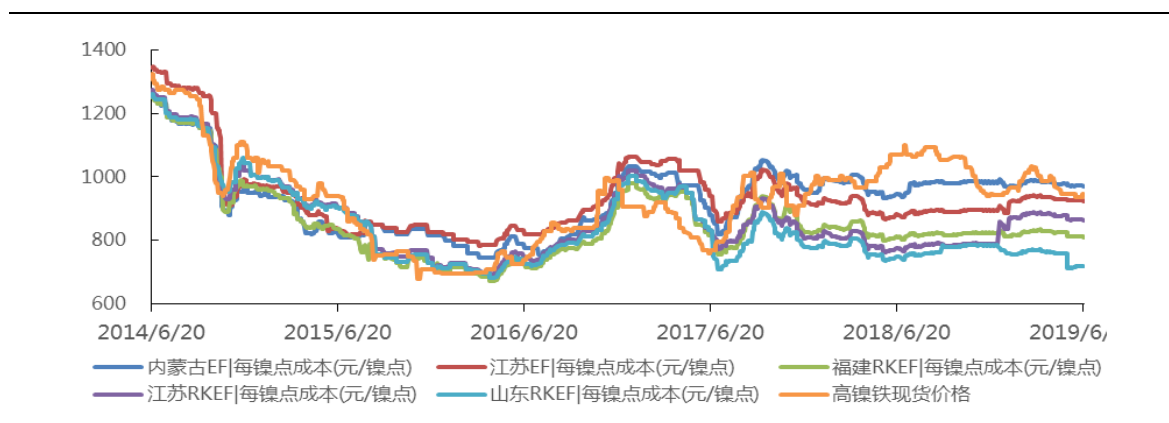


国际镍业研究组织最新数据显示，2019年4月全球镍市供应缺口缩窄至9,400吨，3月修正后短缺14,200吨。今年前四个月，全球镍市供应短缺27,200吨，去年同期短缺59,400吨

## 4. 成本分析

### 4.1 镍铁：镍铁冶炼利润持续可观

图 4.1：国内镍铁冶炼成本

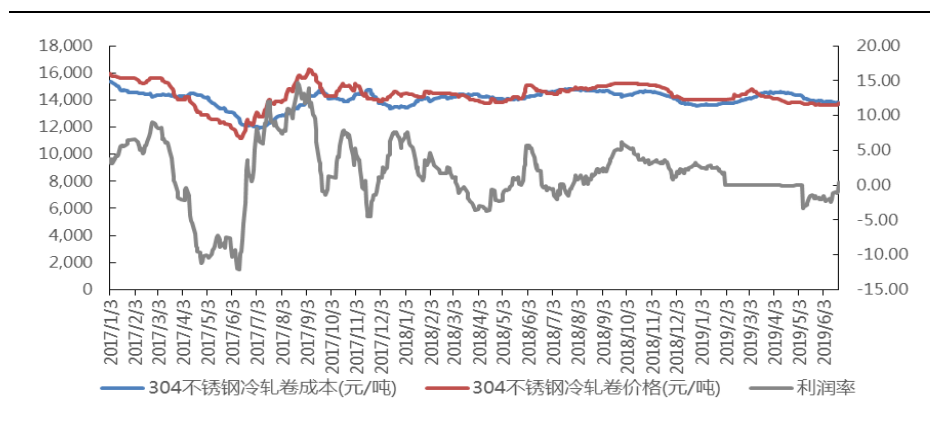


来源：一德研究院有色金属研发中心

近期国内镍铁主产区 RKEF 矿热炉的工厂高镍铁生产成本约在 760-882 元/镍，利润率约在 6%-26%，EF 工艺处于盈亏平衡点之上，目前高镍铁价格依旧坚挺，钢厂利润有支撑。

### 4.2 不锈钢：长期处于盈亏平衡点，不锈钢企业挺价

图 4.2：国内不锈钢冶炼成本

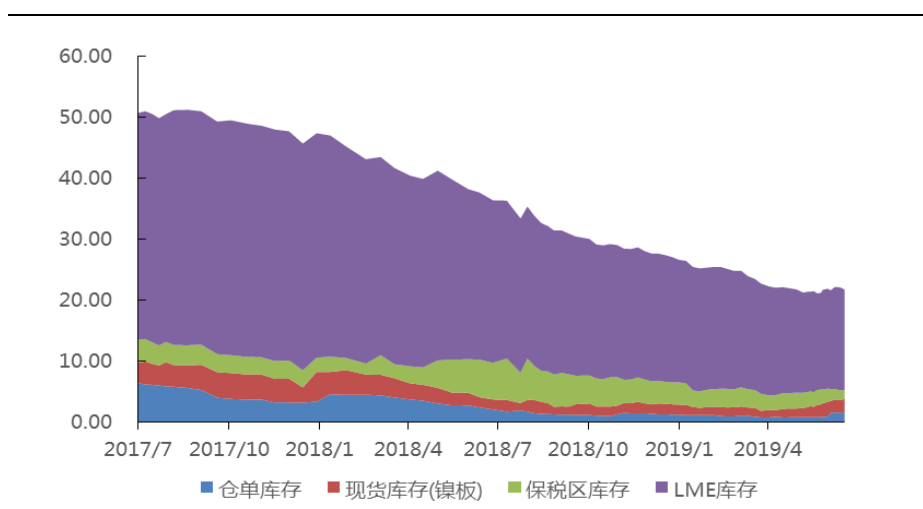


来源：SMM，一德研究院有色金属研发中心

不锈钢利润方面，对应北方钢厂当期304热轧卷成本在13100-13200元/吨，冷卷现金成本在13800-13900元/吨；南方钢厂非一体化集中热轧成本在13000-13100元/吨，冷轧集中在14000-14100元/吨。国内一体化成本低400-500元/吨左右，民营轧厂成本集中在13500-13600元/吨左右。结合当前成本以及价格来看，国内不锈钢厂整体处于盈亏平衡点附近，利润情况较差，近期不锈钢价格微幅上行，利润得到一定修复。

## 5. 库存分析

图 5.1：国内外库存



来源：Mysteel，一德研究院有色金属研发中心

国内外库存在二季度变动情况不再持续先前的持续下降状态，尤其是 LME 库存降至 16 万吨以下后一度单日增仓五千多手；国内库存在 4 月中旬进口盈利窗口打开之后，也增加到了当前的两万吨上下，同时伴随着保税区从近 3 万吨降至当前的 1.4 万吨；国内现货部分，近期镍豆现货库存有明显增加。整体看，国内外总显性库存处于低位，结合对于三季度供需情况的预期，我们认为，后期镍板显性库存大幅下降的概率不大。总而言之，低库存后续依旧是镍价的重要支撑因素，在三季度此支撑因素作用会弱化。

## 6. 总结与展望

供应端：菲律宾镍矿主产区雨季结束正常供货，印尼镍矿配额取消未落地，目前国内镍矿供应整体充裕；

国内、印尼镍铁新增产能积极释放，供应偏紧状况得到缓解；

进口盈利窗口打开，部分电镍进入国内，弥补国内较低的库存；

总结：镍铁供应增加带来的整个供应端增加（利空）

需求端：新能源汽车补贴政策过渡期结束，硫酸镍整体供大于求，订单接单情况较差；

国内不锈钢市场“旺季不旺”，持续高产量、高库存，价格低迷；

总结：整个二季度不锈钢社库持续高位，去库存压力较大（利空）

库存：LME 在二季度结束长期以来的持续去库，一度单日增库五千多吨；国内 SHEF 库存回升至两万吨以上（中性偏空）

后期逻辑推演：

二季度，整个需求旺季，市场表现差于预期，价涨主要得益于供应端的相关消息炒作，三季度，供应端新增产能持续释放，需求端目前处于消费淡季，不锈钢的低迷状态持续的概率较大，虽然近期不锈钢价格有松动，但是在低迷消费需求的影响下，涨价不可持续，三四季度不锈钢新增产能的释放并未确定，所以需求端对镍价上行将形成制约；国内外显性库存处于低位，给镍价带来支撑，甚至在镍主力合约连续后带来挤仓操作；宏观层面，全球主要经济体进入降息通道中；G20 会议上，中美打破僵局将持续进行谈判，不确定因素依旧较大，宏观层面整体对于镍价影响利空概率较大。综合以上因素考虑，我们认为，三季度镍价依旧以偏弱走势为主，但是在低库支撑下，下方空间不宜过度看低。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013  
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063  
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021  
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平  
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457  
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023  
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期  
货大厦2303、2310号房间  
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000  
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040  
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000  
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006  
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel：0535-2163353/2169678