

上游减产不足 镍价仍在寻底途中

2015年镍是有色金属中表现最弱的品种，2016年这种格局继续。在第一季度中，LME镍价多数时间受阻于2008年低点8850美元，并且在2月中旬一度下破2015年的低点8145美元，最低见到7550美元，后镍价反弹，并曾上破8500美元，最高达到9480美元，略高于2015年11月的反弹高点9330美元，但这种情况只维持了两天，很快镍价又回落到8850美元之下，并且受制于此价位。第一季度LME镍价波幅为25%。国内镍价与外盘走势相似，但波幅小于外盘，沪镍价波幅为17%，主要位于去年11月以来的区间63500-75880元之内，并且多数时间位于71000元之下。

第一季度镍价整体处于低位窄幅波动，宏观面的利好给镍价提供了支持。2016年年初全球金融市场处于恐慌之中，这包括中国汇市和股市的双降令市场担忧中国经济，全球股市和外汇市快速下跌，原油市场又因供给过剩和伊朗重归市场继续暴跌。但就是在这种背景下，各国央行政策基调开始发生转变，欧央行进行一次扩大宽松政策，美联储表示担忧外围环境影响到美国经济，并且在最新一次会议上暗示今年加息次数减少，中国在两会上表示要把经济稳定在合适区间，原油价格也因生产国讨论冻结产量止跌反弹，年初利空因素的转变给镍价的止跌提供了一定的支持。从基本面看，中国镍和镍铁企业联合减产给镍价一定的支持。

展望第二季度，我们并不乐观，从宏观看，在推行更为宽松政策后，各国央行的论调正在发生转变，如欧央行行长表示未来继续降息的可能性不大，美联储地区官员谈论四月份或者六月份加息的言论增加，宏观面的利多氛围发生转变。从基本面看，全球镍库存并未减少，而且中国减产吸引国外镍向国内流入，全球巨大的库存是镍价最大的压力。从生产计划来看，除了中国减产外，目前的镍价只是导致5%左右的上游企业退出市场，全球主要生产商仍在降低成本增加产量，从历史上看，镍价要跌到80-90%的企业成本线，大量高成本企业退出时镍价才能酝酿大的上涨动力，而从目前来看，这种动力还远远不足。不仅如此，镍价反弹吸引高成本生产商复产也将限制镍价的反弹。消费上看，中国不锈钢产能严重过剩，全球不锈钢产量增幅仍维持低速增长。

综上所述，在宏观面从利多转为利空之时，镍的基本面作用更为明显。考虑到目前镍的库存仍处于历史高位，镍的生产商仍在增产，镍价的下行压力仍会存在，我们倾向于第二季度镍价仍有下行的可能。从技术上看，镍价位于区间震荡，未来仍有下试区间低点，甚至再创新低的可能。从交易上讲，我们建议上游企业在高位积极保值，投资者以沽空为主。

图 1: 镍价仍在寻底之中



图 2: 近期现货进口利润



资料来源: WIND 资讯 银河期货有色事业部

一、全球经济增长仍然温和 政策转变成镍价压力

2016年1月19日,国际货币基金组织(IMF)发布的《世界经济展望报告》中表示,全球经济活动的回升预计将更为缓慢,特别是新兴市场和发展中经济体。全球经济前景面临的风险与新兴市场经济体增长普遍减缓、中国经济正处于再平衡调整之中、大宗商品价格下跌、美国逐步退出宽松的货币政策等因素有关。通过需求支持措施和结构性改革提高实际和潜在产出已变得更加紧迫。预测2016年和2017年全球经济将分别增长3.4%和3.6%,较2015年10月该组织发布的预测数据下调0.2个百分点。从本周期来看,经济增长低于4%表明经济增长温和,在此背景下,镍价不具备走出牛市的动力。

1、全球金融恐慌 宽松政策成镍价反弹主因

年初全球金融市场处于恐慌之中,一方面是年初人民币汇率贬值和股市暴跌,对中国经济硬着陆的担忧蔓延至全球,全球股市大跌回落,另一方面是美国放开原油出口以及西方国家解除对伊朗制裁的双重作用下,供应大幅提升的忧虑压倒性的主导原油走势,原油价格跌破30美元,最低达到28.45美元,全球恐慌指数VIX大幅飙升,远高于20的均值。正是在这种背景下,各国政策和央行的政策发生转变,这成为镍价反弹的主因。

欧洲央行方面,1月21日欧央行暗示其能早至3月份开启进一步刺激政策,3月10日欧央行宣布全面下调三大利率,其中下调主要再融资利率5个基点至0%,预期为维持0.05%不变;下调隔夜存款利率10个基点至-0.4%,符合预期;下调隔夜贷款利率5个基点至0.25%,预期为维持0.3%不变。而且,欧央行增加购买规模200亿欧元至每月800亿欧元,并扩大QE购买范围至包括非银行企业债券。同时,欧央行启动新一轮长期再融资操作(TLTRO),开始时间为2016年6月,持续时间为4年,长期再融资操作的最低利率可以与存款利率一致。

美联储方面，1月27日美联储会议中维持利率不变，但会后声明中对于经济形势、海外局势、劳动力市场、通胀的表述均出现重要变化，美联储阐述了当前经济放缓的客观现状并且强化了对海外局势的担忧。这使市场对全年加息的时点往后延。3月16日的利率会议仍然偏鸽派，点阵图暗示2016年将加息2次，这样的表述，低于市场预期的加息3次和去年年底对2016年加息4次的预期。

中国方面，从2015年3月30日开始，中国不断对房地产进行刺激，包括首付会回到20%；契税营业税的减免、公积金政策的调整等等都已经全部兑现，中国房地产现止跌回升之势，这给市场带来很大信心。在两会上，兼顾稳增长和结构性改革的需要，中国明确2016年国内生产总值增长目标为6.5%-7%。

2、全球经济恐慌散去 美国加息时点再成压力

随着恐慌氛围逝去，政策性利好的氛围也将不再。除了欧央行表示未来没有进一步加息的必要外，美联储在第二季度加息的时点将再次成为市场的压力。3月21日一周里，有三位美联储决策者均发表偏鹰派的讲话，暗示美国仍有可能最在下个月升息。

亚特兰大联储主席洛克哈特称，联储在3月份政策会议上决定维持利率不变，更多是为了确保最近的全球金融市场动荡已经平息，他对这一“耐心”之举表示支持，他现在认为，美国可能最早4月就升息，

旧金山联储主席威廉姆斯(John Williams)也表示，“在所有其他条件均等的情况下，假设所有其他条件基本不变并且数据继续按我所希望和预期的那样发展，那么4月份或6月份肯定将是潜在的加息时机。”

美国里奇蒙德联储主席莱克指出，美国未来几年通胀可能加速，且迈向美联储(FED)2%的通胀目标，指出物价升速存在上行风险。

美联储决策者的讲话反映出美联储内部正逐步形成共识，即虽然全球经济疲弱，但美国经济增长未受影响，今年可能再升息0.5个百分点。目前市场对4月份或者6月份加息的预期再次升温，将对第二季度的镍价形成压力。

二、镍生产商仍以增产为主 镍价下行压力仍存

2015年镍价大跌，在跌破9000美元后有70%企业处于亏损状态，受此影响，去年年底确实有不少小矿减产，国内镍生产商和镍铁生产商也宣布减产20%，但即使是这样，全球镍的库存并未出现减少的现象，相反，因为中国减产，镍和镍铁供应紧张引发大量进口出现，今年前2个月，中国未锻造镍进口量为65366吨，同比增加2.54倍。镍铁进口量也增加44%，达到12万吨。从全球主要库存来看，LME库存今年一直位于42-45万吨之间，3月24日为43.27万吨，较2015年12月底的44.13万吨只减了8600吨，上期所库存持续增加，3月25日为73049吨，较去年年末的48339吨增加了24710吨。可见今年第一季度显性库存不但没有减少，反而增加了3.3万吨左右，达到50.57万吨，相当于全球镍一年供应量的25%，如此大的库存成为镍价最大的压力。

1、镍价反弹吸引生产商复产

从国内市场来看，2015年镍价大跌引发国内生产商减产，12月中旬，中国镍生产企业联络小组代表及国内主要中高镍铁生产企业在北京再度聚首，与会代表积极响应11月27日在上海发出的倡议书，一致同意不参与低价竞销，同时计划2016年根据自身计划减产镍金属量不少于20%。从今年产量上看，减产得以实施，在

今年前 2 个月，中国镍铁产量为 109.57 万吨，较去年同期的 146.96 万吨减少了 25%。国内镍产量在去年 12 月份环比减产 17.3%后，2016 年 1 月份又环比减少 10.9%，只有 11538 吨。

但是随着镍价反弹到 70000 元之上，国内开始出现镍生产商复产的消息，据新镍网了解，吉恩镍业 3 月初恢复电解镍生产，计划 2016 年电解镍产量为 4000 吨。吉恩镍业电解镍年产能为 7200 吨。他们自 2015 年 8 月起因设备维护，暂停电解镍生产，但因镍价下滑，市场需求疲软，设备维护完成后，该公司并没有立刻恢复电解镍生产。2015 年底，该公司决定自 3 月初回复生产，并开始采购原材料进行复产准备。据悉，该公司目前持有 500 吨电解镍库存。另外，据新镍网了解，华泽镍钴硫酸镍生产设备正在进行技术改造，计划在 2016 年底提高硫酸镍产能至年产能 2 万吨。该公司硫酸镍生产厂位于青海省，目前硫酸镍年产能为 1.5 万吨。因国内三元材料市场走势强劲，终端用户需求积极，该公司开始进行硫酸镍生产技术改造，提高硫酸镍产量。据新镍网了解，广西银亿自 2 月中旬起恢复电解镍生产，共生产 300 吨，预计 3 月份产量 600-800 吨。该公司电解镍年产能 21000 吨，今日报价 68300 元/吨。目前无库存。广西银亿自 2015 年 12 月份开始硫酸镍生产，镍含量 24.2%。年产能 5000 吨，3 月份产量可达到 400 吨。该公司生产电解镍及硫酸镍原材料均为镍湿法冶炼中间品。

从国际市场来看，为了稳定镍矿市场价格，菲律宾镍矿协会（代表菲律宾 60% 产能的矿山）在 2 月中旬也发表声明：2016 年镍矿出口至少减少 20%。同时大多数矿山表示今年出货的时间会较往年推迟。一些生产高镍的矿山表示甚至希望通过停止高镍矿出口来稳定市场价格。

但在镍价进入 7-8 万元/吨的区间之后，镍铁产量的可能恢复成为矛盾的主导，菲律宾第二大镍矿生产商 Global Ferronickel Holdings Inc 的官员表示，若镍价呈反弹走势并持续，可能会推动菲律宾国内镍矿生产商提高产出，

2、全球镍生产商仍以增产为主

面对镍价的下跌，镍的生产商积极应对，降低成本是首选。我们根据的信息如下：

2015 全年英美资源镍铁产量 3.03 万金属吨，同比减少 18.55%。但 2015 年公司生产成本 4.31 美元/磅，折合 9502 美元/吨，同比下滑 12%，其中 BarroAlto 生产成本第四季度下滑至 3.50 美元/磅，折合 7716 美元/吨，较 2014 年下滑 30.42%，较 2012 年下滑约 44%。公司预计 2016 年镍产量为 4.5-4.7 万吨，同比增长约 50%左右，2017 年预计在 4.2-4.5 万吨，2018 年预计在 4.5-4.7 万吨。

第一量子 2015 年镍产量为 3.5472 万吨，同比 22.7%。2015 年第四季度成本为 9499 美元，2015 年为 9918。预计 2016 年成本下降 11%，为 8827 美元。

嘉能可 2014 年成本为 6832 美元/吨，2015 年下滑至 5928.76 美元/吨，2016 年预计为 6501.8 美元/吨。

淡水河谷减低镍生产成本，2012 年为 12101 美元，2013 年为 8634 美元，2014 年为 8312 美元，2015 年为 7900 美元。

世界最大镍生产商诺里尔斯克镍业 2015 年净利润下跌 13%至 17.3 亿美元。分析来看，2015 年 LME 镍现货均价为 14730 美元，俄镍 2015 年产量为 26.6 万吨，净利润为 17.3 亿美元，则每吨利润为 6503.8 美元，即成本低于 8226.2 美元，这包括三项费用和其它费用，可见诺里尔斯克镍业成本远低于 8000 美元。

镍库存居高不下，镍价下跌，但在这种情况下，国际主要镍生产商不但没有减产，反而在积极增产。我们

根据的数据显示，占全球产量 50% 的八大生产商 2016 年生产计划均是增产，总量为 101.35 万吨，较去年同期的 94.24 万吨增加 7.54% 或者 7.11 万吨。加上中国数据后，我们的数据源占全球的比重达到 82%，考虑到中国今年的产量从 62 万吨降至 56 万吨，那么总产量也会达到 157.35 万吨，较 2015 年的 156.24 万吨仍会增加 0.71%，而去年同期为减产 4.9%。

不仅如此，印尼的镍铁产量也在释放，据新镍网了解，振石集团印尼镍铁项目 4 月份将再开启 2 台 80 立方米高炉，月产量将由目前 4000 吨增加至 8000-10000 吨。青山印尼二期年产 60 万吨镍铁项目也将于 3 月 22 日投产。Antam 公司宣布旗下在东南苏拉威西省 Pomalaa 镍铁厂扩建工程将于今年 3 月完成。建成后，公司镍铁年产量预计将从 1.8-2.0 万吨提升至 2.7-3.0 万吨。

从镍价长达 30 年的历史来看的话，可以看到，每次镍价处于下行周期时，真正的低点会出现在 80-90% 的企业亏损时，即不是企业亏损时镍价就要止跌，而是要在 80% 的企业亏损时，生产商无望而减产时，镍价才能止跌。因此，低成本以及减产的乏力将持续对第二季度的镍价形成压力。

表 1: 全球镍主要企业纷纷减成本，2016 年生产计划多增产

	2014	2015	2016
全球产量WBMS	194.5702	192.06	
增幅		-1.29%	
银河跟踪数据			
诺里尔斯克镍业	27.42	26.6	26.6
淡水河谷	27.51	29.1	32
必和必拓	13.62	8.91	8.91
嘉能可	10.03	9.62	11.6
埃赫曼	5.5	5.34	5.34
英美资源	8.16	3.03	4.6
第一量子	4.59	3.55	4
谢理特	3.12	8.09	8.3
中国	64.39	62	56
合计	164.34	156.24	157.35
增幅	-4.12%	-4.93%	0.71%

资料来源: 银河有色事业部

3、全球不锈钢产量低速增长

MEPS 发布数据预测，2016 年全球不锈钢产量将增长 2% 左右，产量达到历史新高的 4230 万吨。此前，MEPS 预计 2015 年全球不锈钢总产量将低于 4150 万吨。MEPS 预测，中国 2015 年的不锈钢产量较 2014 年的产量小幅下降，2016 年的产量同比将温和增长 1.7% 左右；2015 年日本的不锈钢产量可能将超过 300 万吨，预计 2016 年日本的不锈钢产量同比将增长 5% 以上；虽然 2015 年韩国的不锈钢产量同比强劲增长了 9% 左右，MEPS 预计在 2016 年韩国的不锈钢产量不可能继续大幅增加；2015 年中国台湾的不锈钢产量小幅下降，预计其 2016 年的不锈钢产量较 2015 年将小幅增长 2.7% 左右；虽然 2015 年美国的不锈钢生产企业生产的不锈钢较之前一年出现了小幅下降，但预计 2016 年将温和回升至大约 240 万吨。MEPS 预计 2016 年欧盟的不锈钢产量将回升到 2014 年 725 万吨的水平。

从2016年中国不锈钢年产量计划来看,2016年不锈钢预计产量在2100-2200万之间,较2015年增长2.5%。2016年第一季度,国内不锈钢产量同比出现下滑迹象。2月国内不锈钢产量为1051440吨,同比下滑12.04%,3月份在金属价格回升之时,不锈钢价格也出现回升,钢厂开始满负荷的运转,月底大量钢厂到货导致不锈钢价格再次回落。

三、供应压力仍在 镍价仍会探底

整体来看,2016年全球镍产量将维持平稳或略有增长,好于2015年增幅下降1%的情况。全球消费仍会微增2%,这会使全球过剩量从2015年8万吨缩小到4万吨。再考虑到50万吨的显性库存,镍价重心仍会下移。从历史上看,在下行周期中,镍价只有跌到80-90%的成本线才能有效激发企业减产,镍价的低点再会出现,而从目前来看,这一成本线要低于目前的低点7550美元,因此镍价仍有再创低点的可能。

从技术上看,今年第一季度镍价维持区间震荡,LME在7500-9500美元,国内镍价在63500-76000元,近期镍价处于中线位置,我们倾向于第二季度镍价会再试区间低点,并且不排除再创新低可能。从操作上讲,我们建议上游积极保值,交易上以沽空为主。