

黔驴未到技穷时

摘要

- 宏观：美联储加息之后，全球大宗商品在跌跌不休中度过了 2015 年。2016 年 1 季度受到外围影响，美联储加息步调放缓，同时其他主要经济体加速了宽松步伐，继续为整个市场注入流动性，为全球大宗商品迎来喘息之机。预期 2 季度仍将保持利多环境，但是边际效应将会递减。
- 铜：需求端受到 2015 年需求基数较低和铜需求季节性转暖预期的影响，而供应端逐步兑现产能退出和延迟投产的效应，再加上空头回补，铜价在 2016 年 1 季度迎来弱势反弹。尽管我们团队在中长期继续看淡铜市，但是短期市场的利多因素仍在，铜价上升空间尚未关闭，不过空间有限，反弹高点在 40000 点。
- 锌：在经历 2015 年锌价下跌之后，2016 年锌价迎来反弹，成为带动整个有色金属反弹的领头羊。下游季节性需求预期回暖是本轮反弹的核心逻辑，而锌精矿产能的萎缩，美元指数的回落，以及国内冶炼企业加工费的大幅走低，是直接或者间接促成了此轮反弹。预期 2 季度，我们团队认为，锌价仍然有继续上升的空间，不过空间或将有限，总体维持在 13500-15500 之间震荡。
- 镍：已处于紧平衡镍市，二季度基本面将继续改善。当镍市从微过剩向短缺质变时，全球镍库存将成为关键指标，从历史高位趋势性回落，此时镍的底部或真正来临。当然，当下全球供需都处于缓慢变化之际，镍市底部将更加倾向周期更长的 U 型底。近期需密切关注沪镍月线能否有效收于 70000 上方，突破后则可继续看高至 75000。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

方森宇 0571-87839265

fsy@nawaa.com

夏莹莹 0571-87830532

xiayingying@nawaa.com

助理研究员：

杨龙 0571-87839265

yanglong@nawaa.com

目录

第 1 章	2016 年 1 季度行情回顾.....	7
第 2 章	宏观：喘息之机.....	7
2.1.	前狼后虎，美联储延缓加息	8
2.2.	经济稳发展，楼市去库存	9
2.3.	大宗商品悉数迎来反弹.....	10
第 3 章	铜：反弹未完待续.....	12
3.1.	供应增速保持平稳	13
3.1.1.	减产热潮已过，反弹后继续减产动力下降.....	13
3.1.2.	TC 费用跌势料止 精铜供应料仍充分.....	14
3.1.3.	进口增加或因套利需求所致	15
3.1.4.	库存维持低位 或削弱减产动力	16
3.2.	低基数及季节性旺季料促铜市需求回升	17
3.2.1.	电网投资将继续发力	18
3.2.2.	房地产市场保持中低速增长	18
3.2.3.	白色家电进入消费旺季.....	19
3.3.	小结.....	20
第 4 章	锌：百尺竿头	21
4.1.	需求端预期改善明显	21
4.2.	供应端收缩或是未来驱动力	23
4.3.	汇率是库存大挪移的推手？	24
4.4.	2 季度锌价走势展望	25
第 5 章	镍：等待变盘	25
5.1.	全球原镍供应前高后低 国内进口将放缓	26
5.1.1.	原镍供应仍将微降 二季度难有亮点.....	26
5.1.2.	国内：进口放缓将缓解过剩局面	28
5.2.	镍消费：增速放缓下 房市促反弹	30
5.2.1.	中国镍消费占全球总消费量半壁江山.....	30
5.2.2.	全球不锈钢产量增幅明显放缓.....	30
5.2.3.	房市回暖将促中国不锈钢消费弱反弹.....	31
5.2.4.	产业结构调整将促镍长期消费.....	32
5.3.	库存涨势暂缓 但仍居高不下.....	32
5.4.	小结.....	34

第 6 章 2016 年基金属走势波动预期..... 34

南华期货分支机构 35

免责声明..... 37

图表目录

图 2.1.1: 美联储 3 月议息会议点阵图	8
图 2.1.2: 欧洲央行加码负利率政策	8
图 2.1.3: 美国 2 月非农就业人数维持高位	9
图 2.1.4: 美国 1 季度通胀增幅明显	9
图 2.2.1: 国内房地产销售量持续回升	10
图 2.2.2: 国内一二三线城市房价回升	10
图 2.3.1: 美元指数阶段性回落	11
图 2.3.2: 美原油连续继续探新低	11
图 2.3.3: 螺纹钢主力合约强势反弹	11
图 2.3.4: 铁矿石主力强势反弹	11
图 3.1 供应端减产促铜市基本面供不应求	12
图 3.2: 铜企减产加快铜市再平衡过程	12
图 3.1.1.1: 铜矿供应增速在 5% 左右	13
图 3.1.1.2: 全球精炼铜产量同比增速	13
图 3.1.1.3: 大于 10 万吨的在建铜矿项目	14
图 3.1.2.1: 一季度 TC 费用重心下移(美元/吨)	15
图 3.1.2.2: 中国精铜产量有望止跌回升	15
图 3.1.3.1: 未锻造铜进口亦跳增	16
图 3.1.3.2: 中国铜精矿进口上升, 废铜进口下降	16
图 3.1.4.1: 全球铜库存总体维持稳定, LME 转移上海市场明显	16
图 3.2. 1: 2016 年全球精炼铜需求预期小增	17
图 3.2. 2: 全球精炼铜消费年度增速回升	17
图 3.2. 3: 全球精炼铜消费增量绝对值 (5 年期), Mt	17
图 3.2.1.1: 低基数下, 上半年电网投资同比料较高	18
图 3.2.1.2: 今年国网投资计划 4390 亿, 计划增速 4.47%	18
图 3.2.2.1: 新屋开工面积同比转正	19
图 3.2.2.2: 房地产开发投资额止跌反弹	19
图 3.2.3.1: 空调产量止跌反弹	19
图 3.2.3.2: 冰箱产量仍维持负增长	19
图 4.1: 伦锌全年维持震荡下行走势	21
图 4.2: 沪锌全年维持震荡下行走势	21
图 4.1.1: 镀锌板 (带) 出口量价回落	22
图 4.1.2: 国内企业囤货意愿不强	22
图 4.1.3: 房地产开发累计投资额增速有所回升	22

图 4.1.4: 国内汽车累计产量重拾升势	22
图 4.2.1: 国内锌精矿产量料将维持负增长	23
图 4.2.2: 国内锌精矿进口也不及去年同期	23
图 4.2.3: 国内精炼锌大幅进口抵补开工率下行	23
图 4.2.4: 2016 年 TC 费用持续走低	23
图 4.3.1: 现货市场升贴水基本保持稳定	24
图 4.3.2: 国内精炼锌显性库存保持较高水平	24
图 4.3.3: 人民币贬值预期打开贸易盈利窗口	25
图 4.3.4: 去年下半年到今年年初国内锌贸易保持盈利	25
图 5.1.1.1: 全球矿镍月产量同比止跌微升	26
图 5.1.1.2: 印尼矿镍产量回升, 月度同比增速升至 20%	26
图 5.1.1.3: 菲律宾出口至中国的镍矿大幅回落	27
图 5.1.1.4: 菲律宾占我国镍矿进口比重略有回落	27
图 5.1.2.1: NPI 价格优势消失	28
图 5.1.2.2: 中国 NPI 产量同比明显回落	28
图 5.1.2.3: 我国精镍产量呈现萎缩	28
图 5.1.2.4: 资源国货币汇率贬值	28
图 5.1.2.5: 今年以来, 我国精镍和镍铁进口飙升	29
图 5.1.2.6: 今年镍进口套利窗口常打开	29
图 5.2.1.1: 中国和全球月度精炼镍消费量 (单位: 千吨)	30
图 5.2.2.1: 全球镍消费结构	30
图 5.2.2.2: 中国镍消费结构	30
图 5.2.2.3: 全球不锈钢产量同比增幅降至 0 附近	31
图 5.2.2.4: 中国不锈钢出口跌幅缩窄, 但仍难转正	31
图 5.2.4.1: 中国不锈钢下游消费结构	32
图 5.2.4.2: 中国不锈钢各系列产量走势 (单位: 万吨)	32
图 5.3.1: LME 镍库存自高位回落	33
图 5.3.2: 上期所镍库存继续增加	33
图 5.3.3: 我国镍矿进口下降	33
图 5.3.4: 我国镍矿及红土镍矿港口库存下降	33
表 1.1: 2016 年 1 季度基金属价格走势	7
表 3.1.1.1: 2015 年宣布减产的主要铜矿企减产信息表	14
表 5.1: 2012-2016 (e) 镍供需平衡表	25
表 5.1.1.1: 2015 年印尼镍生铁新增项目状况	27

第1章 2016 年 1 季度行情回顾

2016 年伊始，基金属趁 2015 年年底大宗商品触底之余威继续反弹，尽管在全部大宗商品中，并不是反弹最为犀利的，期间也伴随着震荡回调，但终究还是延续了反弹的走势，提振整个市场投资者的信心。我们认为，1 季度的反弹主要是三方面的原因：一是宏观面的相对宽松，美联储继续节奏的放缓和中国供给侧结构性改革的提振功不可没；二是大宗商品的反弹带动投资者风险偏好的改善，尤其是以铁矿石和螺纹钢为代表的黑色金属的反弹，成为带动整个商品期货市场价格走高的动力；三是下游市场的逐步回暖，带动整个下游开工率的走高，基金属需求预期得到改善。展望 2016 年 2 季度，我们金属团队认为，1 季度基金属的三大支撑仍在，短期仍然有上升的空间，不过鉴于需求回暖是季节性的需求，而供给侧结构性改革也不可能一蹴而就，黑色系冲高也终将回落，基金属上涨空间还是较为有限的，这是 2016 年 2 季度需要特别关注的焦点。

从下表中可以看出，截止 3 月 18 日，基金属悉数反弹，其中锡金属反弹幅度最大，沪锡反弹超高 25%，不过伦锡反弹较为逊色，只有 17% 多。内外盘差异最大的是金属锌，伦锌反弹接近 17.5%，而沪锌反弹只有 8% 左右，涨幅只有伦锌的一半，国内锌相对过剩以及锌出口贸易的门槛较高是主要原因。外盘最弱的是伦铝，而内盘最弱的是沪镍，涨幅都在 1% 附近。总体而言，1 季度基金属悉数反弹较为明显。

表 1.1: 2016 年 1 季度基金属价格走势

品种	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	涨跌幅[%]
LME 铜	4716.00	5131.00	4318.00	5048.00	332.00	7.04
LME 铝	1510.00	1605.00	1449.00	1519.50	9.50	0.63
LME 铅	1745.75	1872.00	1597.15	1808.00	62.25	3.57
LME 锌	1569.25	1858.00	1466.25	1843.00	273.75	17.44
LME 镍	8504.00	9380.00	7594.00	8653.00	149.00	1.75
LME 锡	14399.00	17350.00	13299.00	16900.00	2501.00	17.37
沪铜连三	36280.00	39500.00	34300.00	38550.00	2270.00	6.26
沪铝连三	10765.00	11685.00	10400.00	11475.00	710.00	6.60
沪铅连三	13005.00	14200.00	12495.00	13635.00	630.00	4.84
沪锌连三	13400.00	14820.00	12345.00	14480.00	1080.00	8.06
沪镍连三	69960.00	76060.00	64280.00	70720.00	760.00	1.09
沪锡连三	91310.00	115110.00	90360.00	114460.00	23150.00	25.35

资料来源：博易大师 南华研究

第2章 宏观：喘息之机

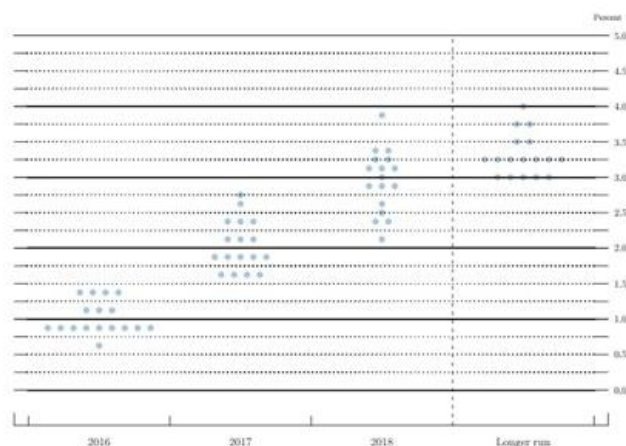
自去年下半年以来，全球资本市场重新受到美联储加息预期的压制，加剧了对美国以外其他国家的资本流出，引发全球多个国家的经济增长放缓的担忧，大宗商品也在这波洪流中跌跌不休。去年年底美联储加息靴子落地之后，尽管国内经济数据逐步改善，

但是对外部市场的担忧加剧，特别是欧洲和日本央行的继续 QE，也变相让美国加息，致使美联储在加息节奏上趋向谨慎，而中国在推进供给侧结构性改革也强调继续保持经济增长稳定，使得 1 季度全球市场迎来喘息之机，为基金金属创造了一个良好的宏观环境。

2.1. 前狼后虎，美联储延缓加息

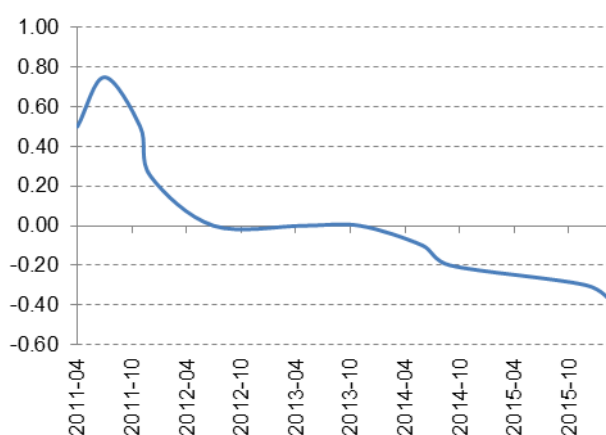
2016 年 1 季度国际宏观主要关注美联储。2016 年 3 月 FOMC 会议刚刚落下帷幕，与此前市场预期的相同，美联储维持联邦基金利率 0.25%~0.5% 不变，并且没有对下次加息做出暗示，不过美联储将重点关注海外经济疲软和金融市场的波动对美国经济前景带来的影响，重申加息过程是缓慢的。从美联储最新提供的点阵图显示，美联储官员全线下调了未来利率预测。美联储官员们预计 2016 年底时联邦基金利率中值为 0.875%，较去年 12 月份预期的 1.375% 有显著回落，这意味着 2016 年的加息次数或将由 4 次降为 2 次，同时 2017 年年底联邦基金利率中值降至 1.875%，2018 年年底以及长期联邦基金利率也都要低于去年 12 月份时的预期。美联储放缓加息节奏的背后，更多是基于外部因素的考虑。

图 2.1.1：美联储 3 月议息会议点阵图



资料来源：美联储 南华研究

图 2.1.2：欧洲央行加码负利率政策

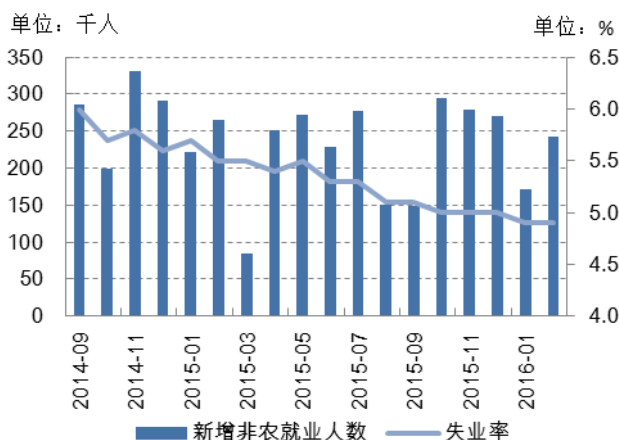


资料来源：美国经济分析局 南华研究

受到经济负增长和通缩的持续困扰，欧洲与日本继续加码量化宽松的政策。在日本实施 QQE 的基础上，今年 1 月末，日本央行宣布推出负利率，令市场大跌眼镜，日本央行将引入三级利率体系，用负利率管理超额准备金，以鼓励金融机构借出更多资金，并且日本央行还表示，如有必要，还将进一步降低负利率，日元应声而下。这在一定程度上增加了包括中国央行，欧洲央行在内的其他央行进一步放宽货币政策的压力。虽然中国央行在春节前“死扛”着不降准，但已经通过各种工具释放流动性，改善市场的资金面，并且在节后宣布下调存准率 0.5 个百分点。2016 年 1 季度全球市场宽松的盛宴并没有到此结束，欧洲央行也不甘落后，在 3 月中旬的议息会议上，扩大 QE 规模至 800 亿欧元的同时，下调三大利率，以应对不断上升的经济增长和通胀下行风险。尽管美联储放缓了加息的节奏，但是除了美国以外其他主要经济体实施的宽松政策也会导致美联储的变相加息，会在一定程度上影响美国经济的复苏。正是考虑到外部市场的影响和国内经济的增长，美联储才延缓了继续的节奏。

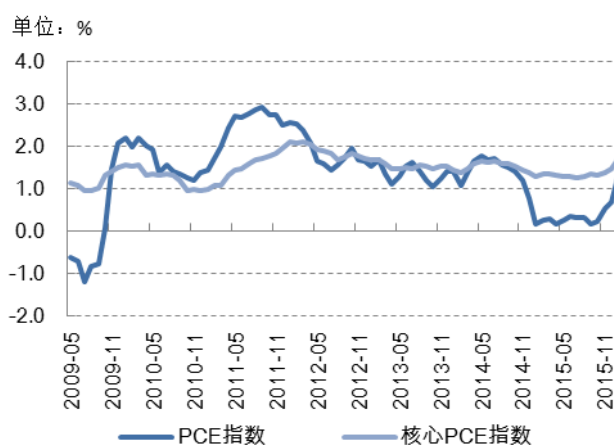
当然，美元依然处在加息通道中。尽管美联储放缓了加息的节奏，但是国内就业市场的改善以及通胀的抬头使得美联储面临加息的压力。美国就业市场方面，2 月季调后非农就业人数维持在 20 万人以上，同时 2 月份失业率保持在 4.9%，就业市场的改善已经为美联储持续加息提供了可能。同时需要面临一个更为严峻的问题是通胀的抬头，受到基数较低以及原油价格反弹的影响，美国 1 月份 PCE 指数显著回升，核心 PCE 指数逼近 2%，并且仍然有上升的动力，这也是美联储推进加息政策的重要基石。

图 2.1.3：美国 2 月非农就业人数维持高位



资料来源：美国劳工部 南华研究

图 2.1.4：美国 1 季度通胀增幅明显



资料来源：美国经济分析局 南华研究

综合欧美市场宏观情况来看，尽管政策分化的基调没有改变，但是在 1 季度迎来短暂的步调一致的局面，使得市场迎来难得的喘息之机，美指高位回落，整个大宗商品也有所反弹。

2.2. 经济稳发展，楼市去库存

2016 年 1 季度国内宏观主要关注经济政策和楼市。3 月上旬正值全国“两会”期间，李克强总理在做政府报告时指出，“保持经济中高速增长，推动产业迈向中高端水平。实现全面建成小康社会目标，到 2020 年国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番，“十三五”时期经济年均增长保持在 6.5%以上。”全国两会，无疑向全世界传递了中国经济增长的信心，中国经济不会出现“硬着陆”，同时强调通过放宽政府限制，减免税收以及供给侧结构性改革等手段，激发企业和市场的活力，保证经济增长的数量和质量。同时今年也是“十三五”规划开局之年，17 日新华社全文刊发了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，为“十三五”期间设置“经济发展”，“创新驱动”，“民生福祉”和“资源环境”等四大主要指标，为转变经济发展方式，破解经济放缓瓶颈指明道路。因此，我们认为，虽然经济结构调整使中国迈入中高速增长，但是赋予了经济中长期持续增长的内生动力，我们有理由继续看好中国经济稳增长的预期。

保持经济增长预期的同时，楼市反弹已经率先启动。楼市新政从去年 10 月份取消“限购”和“限贷”时已经启动，在央行、财政部等多部门鼓励加杠杆、减税费购房之下，各地方政府纷纷出台房地产救市新政。而此前推行的一系列政策目前已经逐步传导

到市场，国内房地产销售面积持续回升，尽管存在基数低，新增库存更高等一系列问题，但是销售面积的增长真实地反映出投资者预期的改变，1-2 月份累计销售面积增幅逼近 30%，而目前股票市场总体表现低迷，在一定程度上也会加大投资者把资金往固定资产投资方向转移。国内房地产市场价格也持续走高，国内百城样本住宅平均价格呈现持续回升的格局，当然这其中也受到北上广深等一线城市房价大幅拉升的影响，二三线城市的房价涨幅相对有限，但是这往往是一种重要的信号，是带动整个楼市反弹的主要动力，反映了当下宽松的货币政策和房地产政策下，房地产去库存的政策意愿与投资者的投资意愿的错配，一线城市涨幅快，二线和三线城市涨幅慢，而国内房地产库存主要存在与二线和三线城市，未来一线与二三线城市的房地产政策走向或许会分道扬镳，一线城市在保持原有限购的基础上，继续收紧，而二三线城市继续保持宽松的态势，这样房地产市场去库存才能真正落实到位。

图 2.2.1：国内房地产销售量持续回升

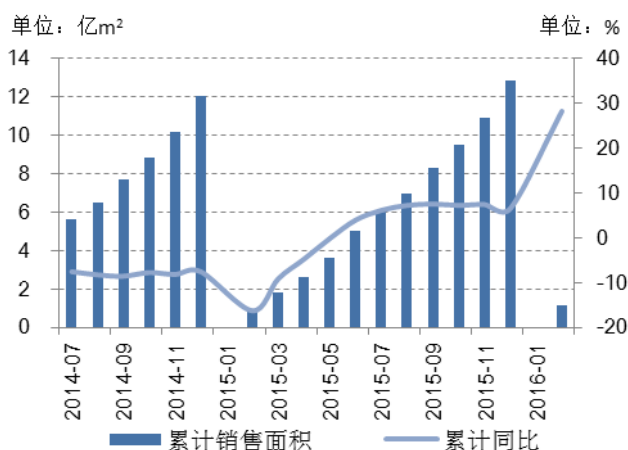
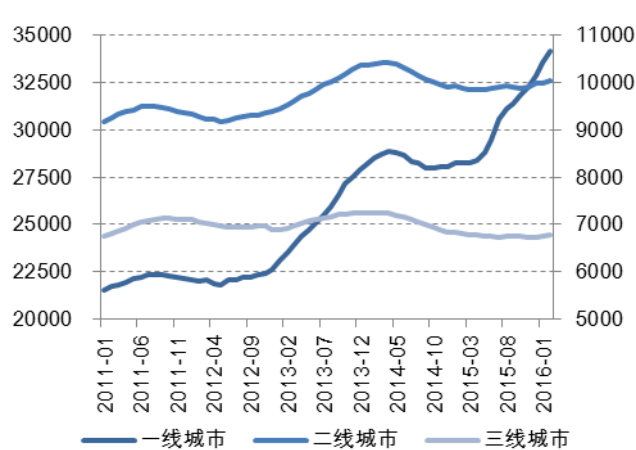


图 2.2.2：国内一二三线城市房价回升



资料来源：国家统计局 南华研究

资料来源：国家统计局 南华研究

综合国内市场宏观情况来看，经济增长“硬着陆”是杞人忧天，中国政府有足够的实力和能力解决当前经济结构性调整带来的增速下滑的压力，我们对此保持十足的信心，而当前国内房地产市场去库存也有利于稳定经济增长。

2.3. 大宗商品悉数迎来反弹

在 2015 年国际大宗商品的跌跌不休，也为 2016 年 1 季度大宗商品的大幅反弹创造了条件。本轮大宗商品的反弹，既有美元指数回落、外盘原油价格大幅反弹的影响，也有内盘黑色产业链供应侧结构性改革带来的提振。

2016 年 1 季度，美元指数从 100 点附近跌至 95 点左右，跌幅在 5% 左右。美联储考虑到外部经济和金融市场动荡对美国的影响，放缓了加息节奏，这是美元指数阶段性回落的主要原因，也使得大宗商品价格承压得到一定的缓解。而 1 季度，原油价格先抑后扬，在收复前期跌幅的基础上，涨幅超过 10%。原油价格的反弹则是收益于 OPEC 冻产计划以及与非 OPEC 国家的协商，而中国原油进口的增长也是原油反弹的有力支撑。美元指数的下跌和原油价格的反弹为其他大宗商品提供了一个很好的反弹基础。

图 2.3.1：美元指数阶段性回落



资料来源：博易大师 南华研究

图 2.3.2：美原油连续继续探新低



资料来源：博易大师 南华研究

国内期货品种主要是关注螺纹钢和铁矿石。由于国内市场煤炭和钢铁面临非常严重的过剩问题，去产能刻不容缓，也是政府报告中提出的供应侧结构性改革的内容之一，是提振黑色系产业链的重要基石。1 季度以来，螺纹钢主力强势上扬，涨幅超过 20%，铁矿石后来居上，涨幅超过 40%，成为本轮引领大宗商品反弹的领头羊。

图 2.3.3：螺纹钢主力合约强势反弹



资料来源：博易大师 南华研究

图 2.3.4：铁矿石主力强势反弹



资料来源：博易大师 南华研究

从目前大宗商品的走势来看，在略显宽松的宏观背景下，大宗商品的悉数反弹会继续影响投资者的短期风险偏好，大宗商品仍然有继续反弹的可能，有色金属也不例外，不过鉴于宏观面改善时中长期的谨慎预期，短期仍然难以摆脱全球经济增长放缓的格局，有色金属也将会回归其基本面，1 季度的反弹也就仅仅是反弹而已。

第3章 铜：反弹未完待续

在铜市经历长达 5 年漫漫熊途之路中，铜价于去年年底展开一波反弹行情。应该说，本轮反弹结合了诸多利多因素的叠加，美元指数的冲高回落、供应端高成本产能的退出、央行铜收储行为、原油价格反弹抬升铜成本支撑、全球央行宽松货币政策下的流动性释放、以及国内房地产新政下房市的止跌反弹等，都为铜市在本轮熊市中的反弹奠定基础。

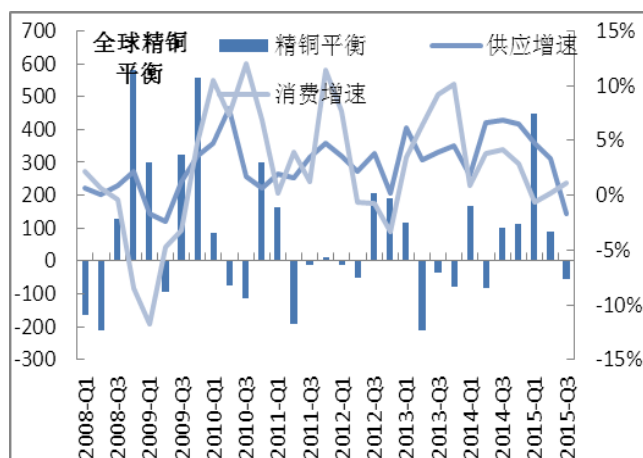
从铜价走势来看，去年 11 月下旬以来，铜价明显进入反弹周期，但若与去年年底沪铜主力合约 36650 元/吨收盘价相比，截止 3 月 16 日，沪铜主力收 37570 元/吨，截止目前的今年铜价涨幅不足 1000 元/吨或 3%，主要因年初国内股市新的熔断机制下股市暴跌引发的市场恐慌而导致铜市重挫逾 2000 元/吨，而本轮反弹周期已经持续接近 4 个月，期间反弹最大波幅则超过了 18%。

随着消费旺季的来临，以及 2015 年上半年低基数影响，今年铜市需求有望继续获益，铜价反弹亦有望延续。但从中长期需求面来看，全球最大铜消费国——中国的经济面临转型，第三产业对 GDP 的贡献率已经超过工业跃居首位，而铜消费需求增速，已经呈现明显下滑走势。后期铜消费增速料继续下滑，直至维持在一个较低的水平运行。而其发达国家经济增速或维持中低速，或面临衰退风险，难以担当推动铜市需求主角重任，尽管诸如印度等发展中国家在工业化道路上后发力量可畏，但由于基数较低，因此预计近几年对铜市需求的贡献率仍较低，亦仍难以影响铜市总体供需格局。

供应端，新建铜矿投资项目已经受到前期铜价暴跌影响而延迟投产，后市仍将择机释放产能，同时去年高成本退出产能效应将明显放缓，中短周期看，供应端减产压力降明显缩小。但长期看，铜价的任何持续性抗跌，只会引发前期中止及延后投产部门产能提前集中释放，从而引发铜市的续跌，我们预期铜市大的下跌周期恐怕仍难以扭转。

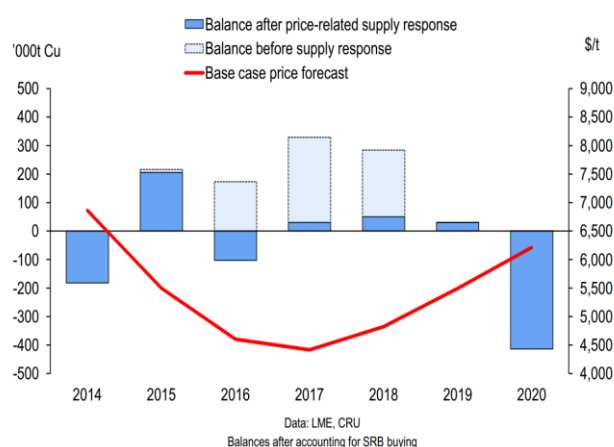
综合来看，目前全球铜库存水平变化微弱，或预示全球铜供需短期维持基本平衡，而二季度在低基数及消费旺季利好下，或带动铜市短暂出现供不应求局面，铜市二季度反弹仍可期。但中长期看，新建产能的陆续释放需求，加之全球铜消费增速进入低速新常态，铜市总体弱势格局恐延续。

图 3.1 供应端减产促铜市基本面供不应求



资料来源：CRU 南华研究

图 3.2：铜企减产加快铜市再平衡过程



资料来源：CRU 南华研究

3.1. 供应增速保持平稳

3.1.1. 减产热潮已过，反弹后继续减产动力下降

铜价在遭遇漫漫熊市之后，部分矿企终于按耐不住，于去年爆发一部分减产风波。然而，去年减产的部分，大多数来自中小型低成本生产企业的淘汰，以及诸如嘉能可等资金链问题引发的被动性减产。事实上，去年一些大的铜矿企业，在面临低铜价困难时，更多的是降低生产成本，而非通过减产方式控制损失，并且他们反而利用了这次铜价大跌对行业的洗牌，进一步扩大产能，并以低廉价格收购兼并了一部分中小矿企，而这样的方式对这些大型矿企扩大市场份额、提高市场竞争力和竞争优势具有长远的战略意义。

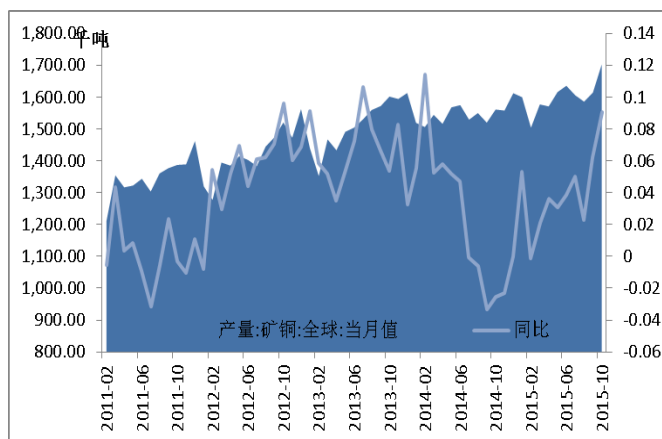
具体来看，去年以来，铜矿企减产力度并不给力，力拓集团、必和必拓、淡水河谷这三大铁矿石巨头态度截然相反，面对铜价低迷的状况，坚持“份额为王”不减产的策略。其中，力拓集团铜生产业务仍然在扩大当中，力拓集团计划今年生产逾 5 亿吨铜。

我们预计今年铜精矿减产很难超预期。据 CRU 预测数据显示，今年海外铜矿减产规模预期在 45 万吨以内，而去年年底国内十家铜冶炼商宣布的联合减产规模为 35 万吨，但这些减产规模依旧不能缓解过剩压力。根据 CRU 数据显示，2015 年全球铜矿产量在 2200 万吨左右，因此 2016 年铜矿预计减产规模仅 2% 左右，这也从侧面反映了铜矿商减产意愿并不强烈。

除了不减产外，甚至还有扩建铜矿山逆势增产，厄瓜多尔政府今年将重点建设矿业项目，加快铜矿等大型矿山建设。近期 OZ Minerals 也宣布，计划在南澳大利亚建设一座价值 7.7 亿澳元的铜金矿。

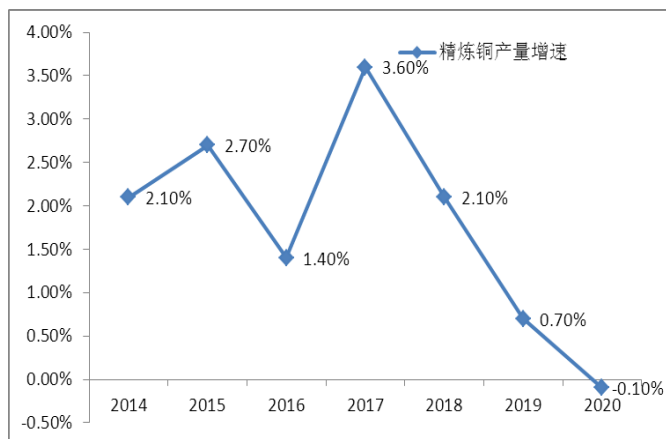
国际铜业研究组织(ICSG)预估，今年全球铜矿产能将达到 2420 万吨，同比增幅为 6.31%，创 5 年来年增速最高，铜精矿产能增加 110 万吨至 1900 万吨。除此之外，ICSG 还预计 2017—2019 年铜矿产能还将以 5% 年增速维持上升态势，到 2019 年是则有望达到 2700 万吨。全球矿业巨擘必和必拓公司亦表示到本个十年结束以前，铜市将保持供给过剩格局。

图 3.1.1.1: 铜矿供应增速在 5% 左右



资料来源：Wind 南华研究

图 3.1.1.2: 全球精炼铜产量同比增速



资料来源：CRU 南华研究

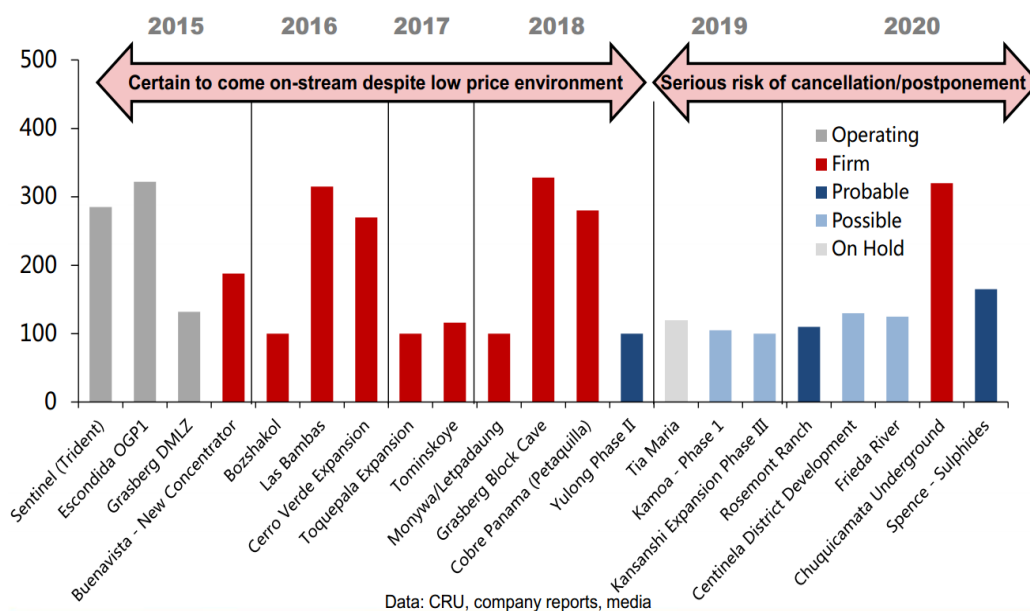
表 3.1.1.1: 2015 年宣布减产的主要铜矿企减产信息表

铜矿	所属公司	产量说明
Miami SXEW	Freeport McMoRan	停产至 2017 年年底
Tyrone SXEW	Freeport McMoRan	减产 50%
El Abra SXEW	Codelco/Freeport JV	减产 25%
Ray SXEW&concs	Asarco	减产 50%并无限期关闭铜选矿厂
Katanga SXEW	Glencore	停产 18 个月
Mopani mines and smelter	Glencore	停产 18 个月
Small Chilean Mines	Various	关闭 200 个小铜矿

资料来源: CRU 南华研究

根据 CRU 预测, 2015-2018 年铜矿项目投产仍将正常进行, 即使价格继续下跌, 由于前期投资已经大部分投入, 投产时间较难后移。因此即使有部分铜矿企减产或关闭的消息, 但由于 2015-2018 年期间仍处于新增产能投放密集期, 近几年铜矿和冶炼产能仍将维持上升态势。但 2019-2020 年期间预期的投产的项目, 则灵活性相对强很多, 如果近几年铜价继续维持在低位运行, 这些新建项目可能面临延后或取消的可能性。

图 3.1.1.3: 大于 10 万吨的在建铜矿项目



资料来源: Wind 南华研究

3.1.2. TC 费用跌势料止 精铜供应料仍充分

去年年底时, 铜矿供应商和冶炼商已就 2016 年加工冶炼费谈判进行布局, 双方纷纷表示 2016 年将减产, 而其中一大意图就是希望在年底加工费用谈判中获得更多的主动权。

最终, 江西铜业 12 月 15 日与智利矿业巨头安托法加斯塔矿业达成 2016 年全球铜加工费长单协议价, TC/RC 分别为 97.35 美元/吨和 9.735 美分/磅, 基本符合市场预期。

这比 2015 年铜加工费分别下降 9.65 美元/吨和 0.965 美分/磅，降幅约 9%。

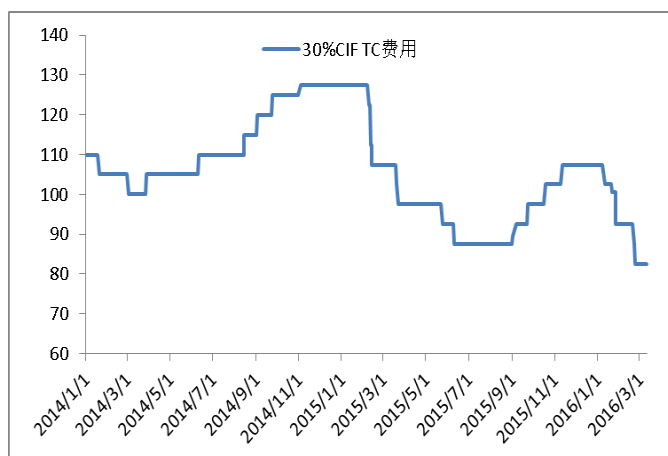
此前三年，江铜与国际矿业公司达成的长期协议价都成为下一年度的全球铜加工费标准基础。国内其它铜冶炼厂将以此作为参考价与矿商开展谈判。

今年以来，中国冶炼商 TC/RC 月度价格呈现回落走势，部分受铜矿商在铜价大跌后利润缩减，高成本铜矿减产，导致下跌价格进一步转移至冶炼企业所致；其次，进口电解铜长单溢价已较去年同期大幅下跌，矿山再次让步的意愿较低；最后，国内冶炼企业低库存下，年初补库行为也打压 TC/RC 下行。

然而年初的 TC 下行趋势，恐怕难以维系。主要因 2015 年高成本矿企已经基本遭遇洗牌，而在一季度铜价止跌反弹过后，剩余的小部分高成本矿企推出意愿进一步下降，因此除非铜价继续跌至新低，否则铜矿供应在二季度难有减产，相反，原有增产计划的投产部分仍将继续释放，铜矿供应料维持宽松环境，这将抑制 TC/RC 的进一步走低。

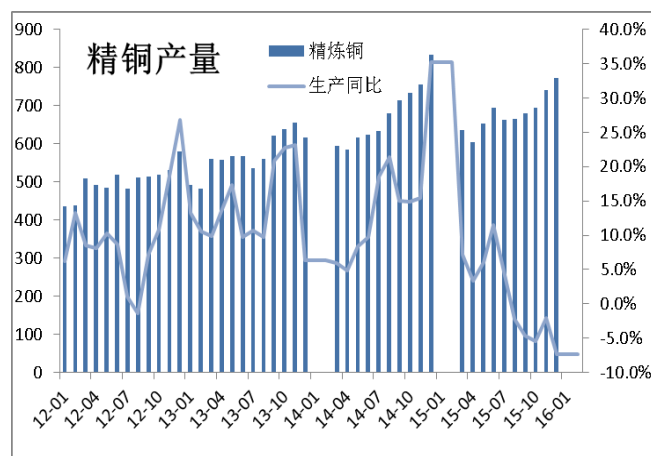
对于国内冶炼企业而言，在当前下降的 TC 冶炼价格，仍有利可图。相较于国内传统工业增速和利润下降，当前的冶炼费用仍不至于削弱 2016 年冶炼企业生产的积极性，而 2015 年年底的联合减产声明对于 TC 谈判的挺价成效已经显现，因此 2016 年上半年料难有继续减产现象可能性，我们预期二季度国内精铜供应将呈现止跌回升的状态。

图 3.1.2.1：一季度 TC 费用重心下移(美元/吨)



资料来源：Reuters 南华研究

图 3.1.2.2：中国精铜产量有望止跌回升

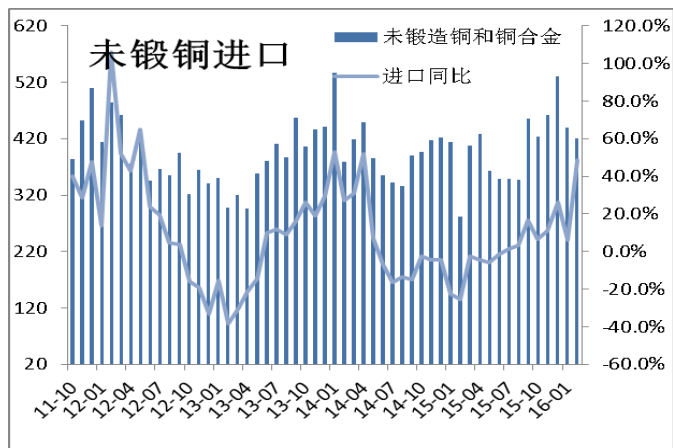


资料来源：海关总署 南华研究

3.1.3. 进口增加或因套利需求所致

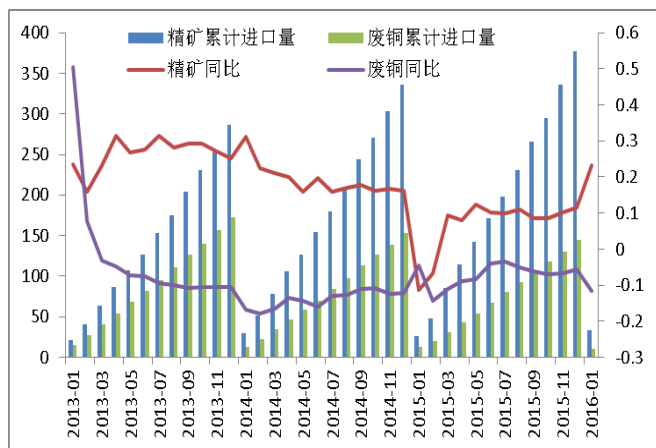
从进口数据来看，今年 1 月份我国铜精矿进口快速反弹，同比增速超过 20%，而去年全年同比增速在 10%左右。我们认为，1 月份冶炼企业在低库存下的补库行为可能是导致铜精矿进口回升的原因之一。另外，铜价持续下跌后，自去年开始，国内部分高成本铜精矿企退出，导致国内铜精矿供应趋紧，也一定程度助推铜精矿进口需求。尽管自去年年底以来，中国精铜进口同比增速快速抬头，但我们并不认同来自需求复苏的判断，这种行为可能更多的是国家收储以及资本逐利的结果。我们认为，投机者对于人民币贬值预期下，增加铜精矿和精铜进口需求，可能才是铜精矿和精铜进口双双飙升的主因，但随着人民币贬值预期的下降，后期铜精矿和精铜进口增速可能回落。与精矿进口相异的是，1 月份中国废铜进口同比呈现下滑并且降至负值。

图 3.1.3.1: 未锻造铜进口亦跳增



资料来源: Wind 南华研究

图 3.1.3.2: 中国铜精矿进口上升, 废铜进口下降

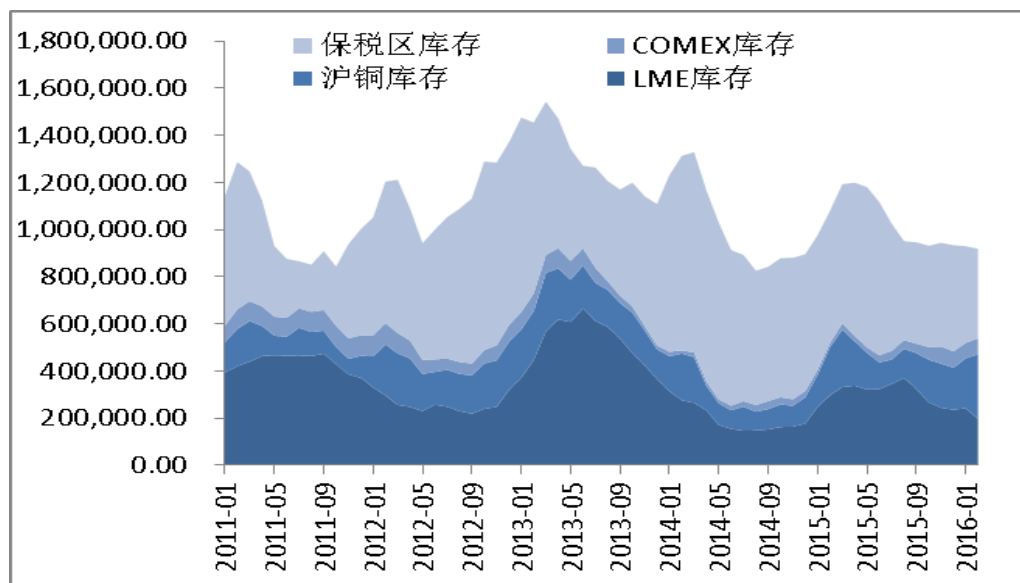


资料来源: Wind 南华研究

3.1.4. 库存维持低位 或削弱减产动力

去年9月份以来, 包括 LME、COMEX、SHFE 以及保税区在内的显性铜库存量总体保持小幅度微弱下滑, 总降幅仅为 3.4%, 或表明该期间全球铜供需面总体仍保持基本平衡。但从各仓库库存的变化来看, 全球铜库存出现明显的转移现象。其中 LME 铜库存自去年8月的峰值 37.1 万吨, 下降至 2 月份的 19.6 万吨, 降幅月 17.5 万吨; 而 SHFE 铜库存则至去年 8 月 12.3 万吨, 增至目前的 27.6 万吨, 增幅接近 15.3 万吨。另外, 我国保税区铜库存明显下降, 从去年 6 月份峰值的 68 万吨, 降至 2 月份的 38 万吨, 跨市场间套利行为, 可能是导致铜库存转移的主因。

图 3.1.4.1: 全球铜库存总体维持稳定,LME 转移上海市场明显



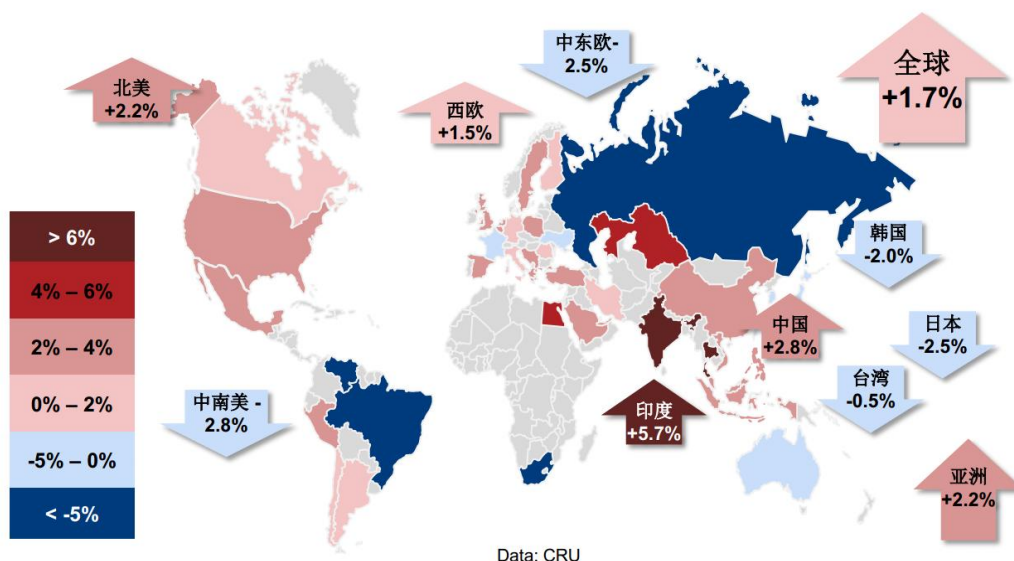
资料来源: CRU 南华研究

若与前几年全球铜库存水平相比，目前全球铜库存量已经处于较低水平，因此当前库存水平也让我们相信，后期铜矿企及冶炼企业继续减产动力将明显下降。

3.2. 低基数及季节性旺季料促铜市需求回升

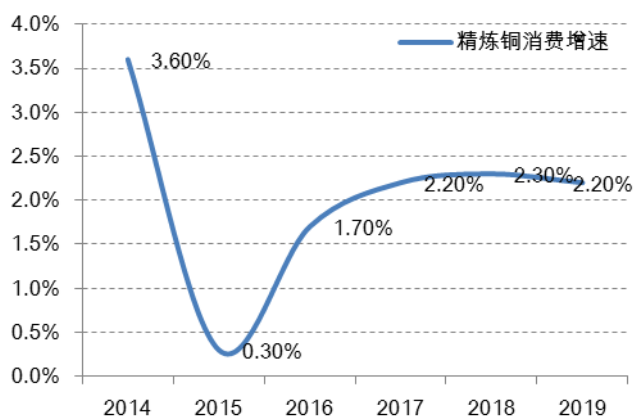
受全球经济体经济增速放缓影响，特别是中国经济在经济转型期增速放缓下，全球铜需求增速料进入低速增长新常态。根据 CRU 统计的数据显示，2015 年全球精铜消费增速降至 0.3%，但 2016 年有望回升至 1.7%，而 2017-2019 年期间的平均增速或回升至较为平稳的 2.2% 左右。

图 3.2. 1：2016 年全球精炼铜需求预期小增



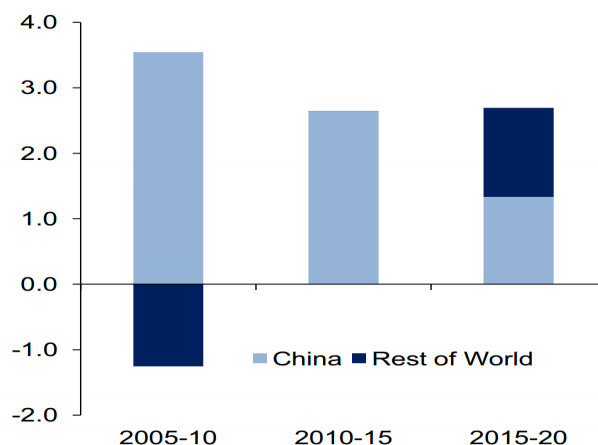
资料来源：CRU 南华研究

图 3.2. 2：全球精炼铜消费年度增速回升



资料来源：CRU 南华研究

图 3.2. 3：全球精炼铜消费增量绝对值（5 年期），Mt



资料来源：CRU 南华研究

铜市即将进入二季度传统铜消费旺季，有望对二季度铜价走势带来明显支撑。另外，去年上半年我国在电网、房地产市场等投资皆处于较低基准水平，因此低基数下亦有望提升本年度二季度消费同比增速。

3.2.1. 电网投资将继续发力

受中国经济增速放缓以及经济结构转型等因素影响，中国铜消费量明显受到影响。但中国政府为保经济稳增长，中国固定资产投资增幅依然较大。根据统计局公布的数据显示。2015 年我国固定资产投资增速 10%，今年 1-2 月份，全国固定资产投资增速小幅回升至 10.2%，主要因：（一）、稳增长策略措施的效果不断显现；（二）、房地产开发投资增速回升。我们预期 2016 年全国固定资产投资增速将维持在 10% 左右，其中电网投资保持中高速，呈现先高后低特点，制造业和房地产投资维持中低速。

2015 年我国电网投资呈现前低后高走势，下半年在受出台的新增农村电网改造升级近千亿元投资项目和加快推进全国配电网建设改造等工作推动下，电网投资加速，最终全年实现电网投资 4521 亿元，超过年初 4202 亿元计划目标 7.6%，年实际增速超过 33%。2016 年，国家电网计划固定资产投资 4695 亿元，计划增速 6.8%，其中电网投资计划 4390 亿元，计划增速为 4.47%。2016 年配电网和智能电网建设将迎来新高潮，特别是在去年上半年低基数基础上，上半年则有望成为增速高峰期。

图 3.2.1.1：低基数下，上半年电网投资同比料较高

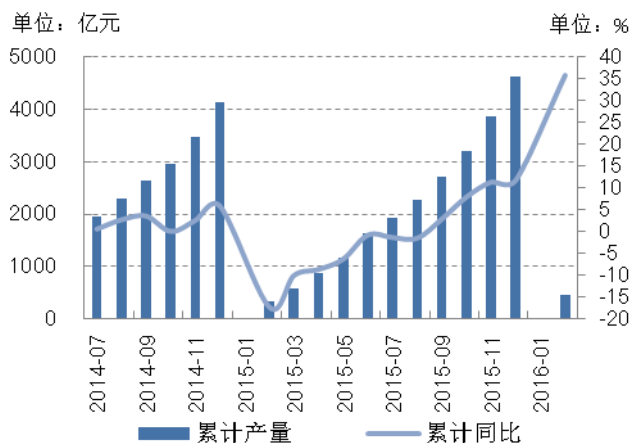
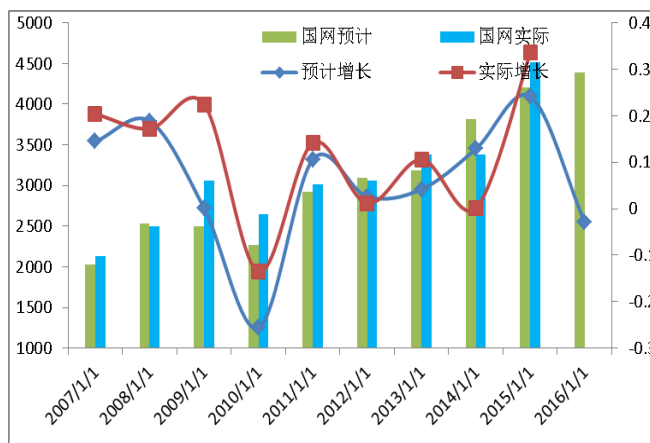


图 3.2.1.2：今年国网投资计划 4390 亿，计划增速 4.47%



资料来源：国家统计局 南华研究

资料来源：国家统计局 南华研究

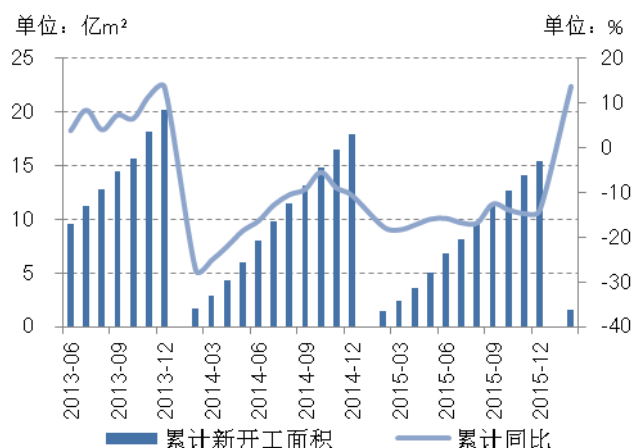
电力电缆产量方面，截止去年 10 月份，我国电力电缆累计产量增速却仅为 0.66%，这可能受上半年电网投资增速负增长，以及去库存等因素影响。随着电网投资维持中高速增长，企业去库存阶段也将接近尾声，我们有理由相信，2016 年上半年我国电力电缆产量有望明显幅度，并带动二季度铜需求。

3.2.2. 房地产市场保持中低速增长

近几年来我国房地产市场的萧条，严重制约了我国 GDP 的增长。2015 年以来，中国已经连续出台包括降息降准、降低首付，鼓励自住和改善需求、公积金支持力度、调整契税营业税等政策，来支撑房地产市场复苏。从市场反应来看，自去年以来，我国房地产市场库存出清有加速迹象，一线城市房价反弹明显，但三、四线城市去库存形势依

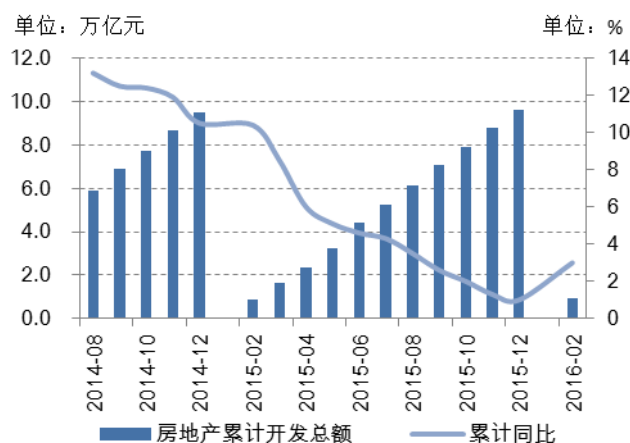
旧严峻。我们预计，随着近几个月楼市的回暖，二季度楼市去库存效应将进一步巩固，楼市亦将进一步复苏，但中国房地产市场已经进入“白银十年”时代，快速扩张的市场基础已经不复存在。由于去年同期基数较低，预计上半年我国房地产市场将扭转去年的疲态，呈现中低速增长新常态。房地产市场的回暖有望支撑我国二季度铜消费需求。

图 3.2.2.1：新屋开工面积同比转正



资料来源：Wind 南华研究

图 3.2.2.2：房地产开发投资额止跌反弹

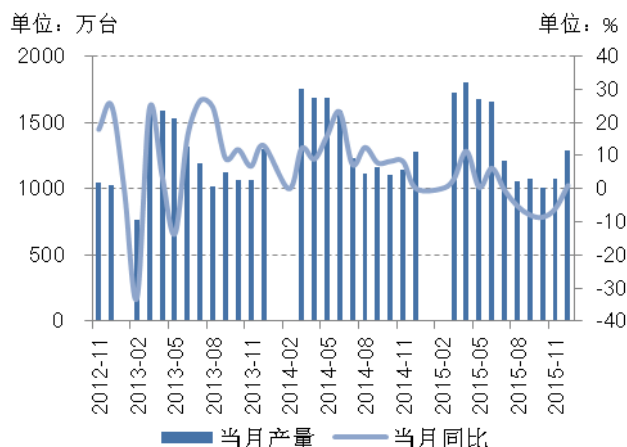


资料来源：国家统计局 南华研究

3.2.3. 白色家电进入消费旺季

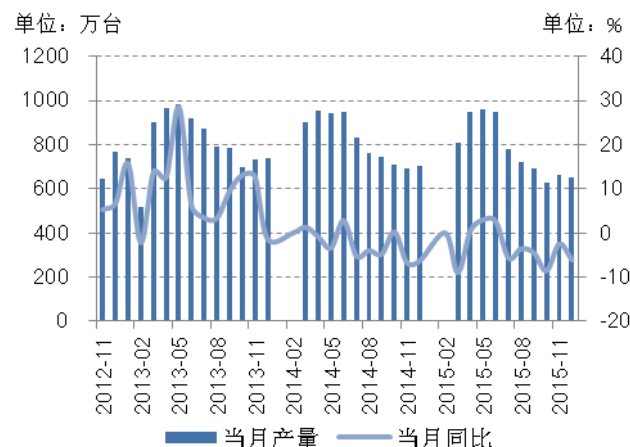
白色家电生产具有明显的季节性特征，空调以及冰箱两大行业在 2-6 月期间为传统生产旺季，因此也带动该时期铜消费量。去年全年我国空调产量与 2014 年基本持平，冰箱全年产量则同比出现 2% 降幅。房地产市场的低迷以及国民可支配收入增幅的放缓，皆一定程度抑制家用电器消费量。但随着我国房地产市场的止跌回稳，我国白色家电产量同比有望转负为正，回到低速增长新常态上，去年四季度以来，我国空调产量已经略有抬头。总体来说，传统消费旺季有利于带动铜季节性消费需求。

图 3.2.3.1：空调产量止跌反弹



资料来源：Wind 南华研究

图 3.2.3.2：冰箱产量仍维持负增长



资料来源：国家统计局 南华研究

3.3. 小结

综上所述我们认为，铜市供应端总体将维持低速增长趋势，但上半年企业减产将相对谨慎，环比看供应有望较去年下半年略宽松，供给将保持相对充足状态。而需求端则有望受益于季节性消费旺季以及去年同期低基数影响，同比和环比皆有望走高。基于去年四季度以来全球铜库存量维持较低水平且基本稳定，我们判断该时期铜供需相对平衡。因此，我们预计，二季度铜市基本面在总体略有改善下将呈现小幅度供不应求缺口，铜市二季度仍有望继续上行。

从技术面看，长周期看，铜市仍处于 2011 年以来的大的下降通道和周期中，总体熊市格局仍为改变。但中短周期看，铜市目前处于去年 11 月份以来的反弹通道中，反弹趋势保持完好。从反弹高度看，中短周期反弹通道上沿与长周期下降通道上沿在 40000 整数关口形成交集，同时 40000 也是 2015 年 1 月底回调低点以及 2015 年 9 月反弹高点所在区域，因此我们判断本轮沪铜反弹目标位将在 40000 附近。

第4章 锌：百尺竿头

在经历了 2015 年的震荡下跌之后，2016 年 1 季度锌价迎来反弹，成为带动整个有色金属期价上涨的领头羊，尤其是伦锌反弹较为明显，尽管年初没能守住 1600 点的点位，一度跌至 1450 点以下，不过好在市场对今年季节性消费需求较为看好，并且供需平衡较 2015 年逐步趋紧，伦锌在 1 月底如愿反弹，截止 3 月 22 日，已经反弹至 1868 点，涨幅超高 15%。沪锌连三总体走势也与伦锌趋同，不过收到人民币走势、库存和升贴水的影响，反弹力度大为逊色，只上涨了 8% 左右，目前在 14500 点附近震荡。总体而言，下游季节性需求反弹是本轮反弹的核心，而锌精矿的产能收缩，美元指数的回落，以及国内冶炼企业锌精矿加工费的走低，也在直接或者间接提振锌价，因此，我们金属团队认为，作为有色金属中基本面较好的品种，锌价反弹仍有空间，所谓“百尺竿头，更进一步”。

图 4.1：伦锌全年维持震荡下行走势



资料来源：博易大师 南华研究

图 4.2：沪锌全年维持震荡下行走势



资料来源：博易大师 南华研究

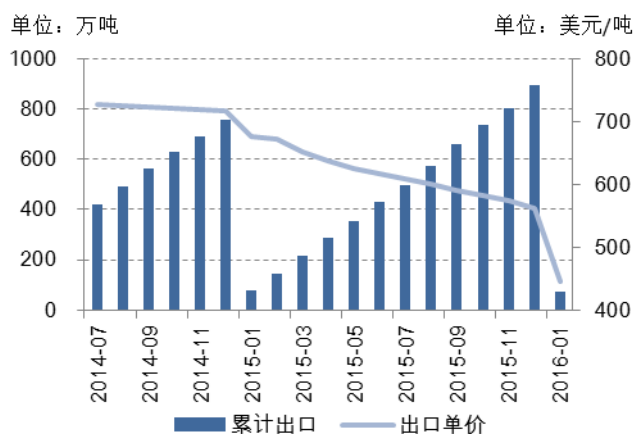
4.1. 需求端预期改善明显

随着全球经济增长的趋缓，特别是中国国内经济增长放慢脚步，全球市场的需求在整体上尚未摆脱低迷的局面，不过，冬去春来，季节性预期回暖还是能够为市场需求带来一丝暖意，也是本轮市场反弹的核心逻辑。

从精炼锌的初级需求来看，重点关注镀锌板的出口和库存。根据海关总署公布的数据显示，2016 年 1 月镀锌板的出口呈现明显的量价回落的格局，在出口量方面，在经历了 3 年两位数快速增长之后，1 月份出口量同比回落了 7.84%，而出口单价方面也降至了 445 美元/吨的低位，不过成本回落是一个原因，同时相比国内进出口情况来看，略好于总体出口状况，1-2 月份累计出口总额降了 13.10%。预期出口在 3 月份将会得到较为显著的改善。另外从企业的成品库存来看，由于前期价格下跌带来较为明显的库存压力，生产企业囤货意愿不强，普遍通过降低企业库存来减少存货贬值的压力，1 月份库存较去年同期萎缩超过 15%。因此，一旦下游外贸订单回暖，对镀锌板的需求将会

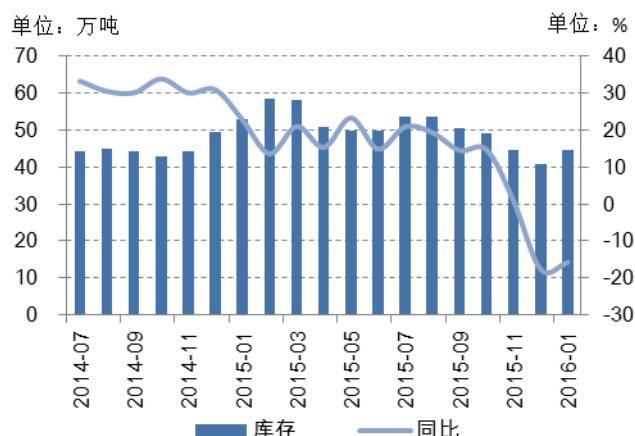
大幅走高，开工率提升将会促进精炼锌的需求上升。尽管当前外部市场需求尚未得到实质性的改善，汇率等短期性的因素对出口影响也很大，但是企业低库存的模式也为沪锌需求提供更大的爆发空间，季节性需求预期改善仍然是支撑当前锌价走势的主要逻辑，只是前期的弱势和经营风险延长了镀锌板生产商对下游市场改善的反应时间，季节性需求改善需要拭目以待。

图 4.1.1：镀锌板（带）出口量价回落



资料来源：海关总署 南华研究

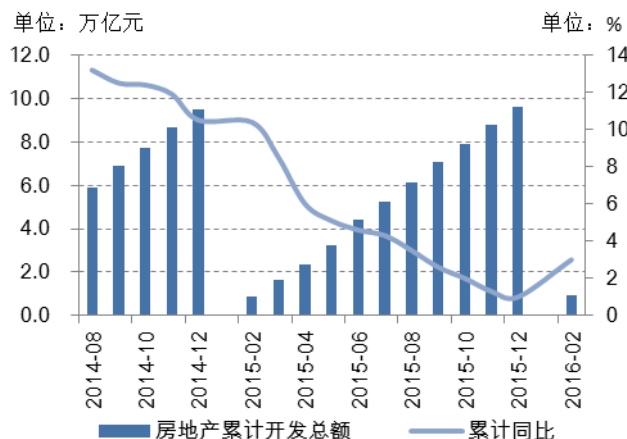
图 4.1.2：国内企业囤货意愿不强



资料来源：国家统计局 南华研究

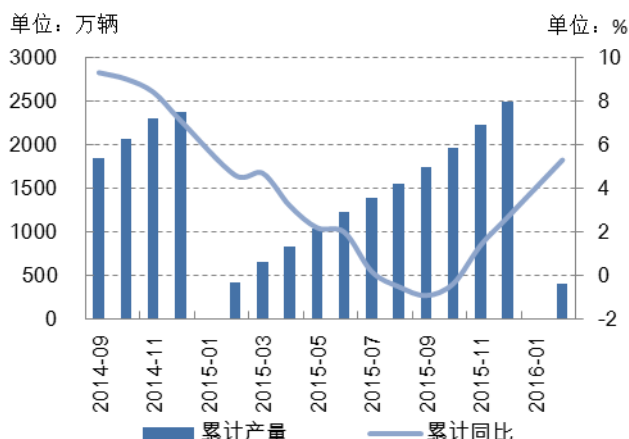
从终极消费端来看，目前房地产行业 and 汽车行业出现明显的改善。房地产市场销量的走高已经在国内宏观部分得到体现，这里不再赘述，不过从房地产开发累计投资额的情况来看，1-2 月份有显著的反弹，至少是扭转了此前的单边下行走势，或许有望在此企稳。汽车市场在 2015 年经历明显的产量同比萎缩的阶段，一直到年底才重拾升势，1-2 月份稳步增长，后期随着汽车企业开工率的走高，这种回升态势还将延续，对镀锌板以及精炼锌的需求来说，不啻为一个利好，这也是我们对下游季节性需求预期乐观的主要原因。

图 4.1.3：房地产开发累计投资额增速有所回升



资料来源：国家统计局 南华研究

图 4.1.4：国内汽车累计产量重拾升势

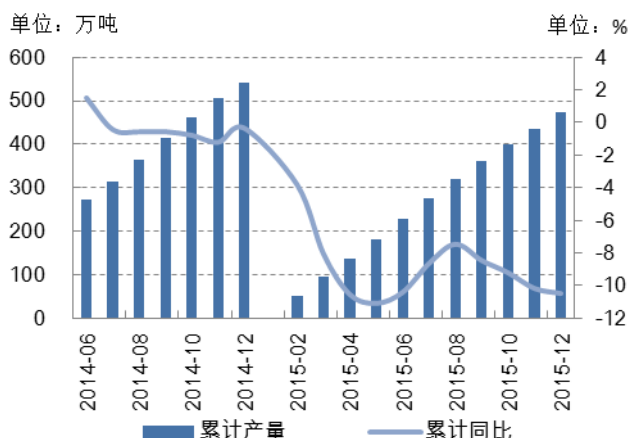


资料来源：国家统计局 南华研究

4.2. 供应端收缩或是未来驱动力

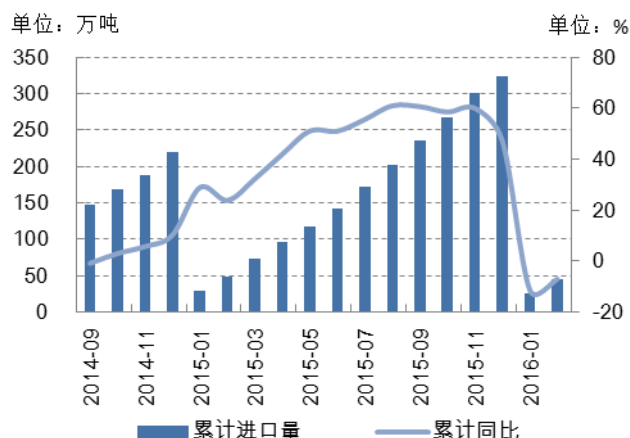
需求端的改善应该说是季节性现象，是短期行为，原因在于目前国内外经济增长亚健康的状态尚未改变，而经济要迈向持续增长也并非能够一帆风顺，因此需求端的改善目前并不具备可持续性。2016 年需要更多关注的是在供应端，这或将是未来锌价能够走出低迷的主要驱动力。

图 4.2.1：国内锌精矿产量料将维持负增长



资料来源：国家统计局 南华研究

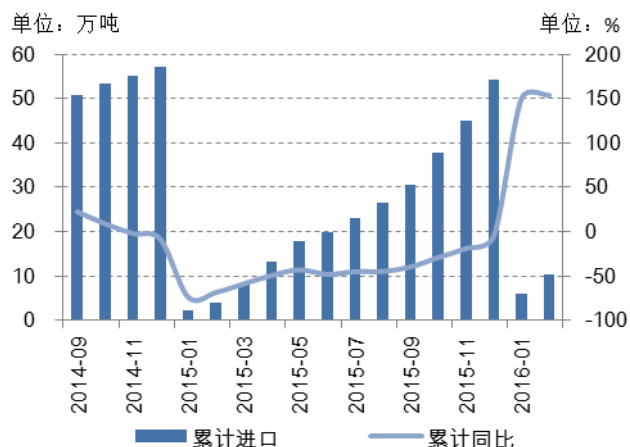
图 4.2.2：国内锌精矿进口也不及去年同期



资料来源：海关总署 南华研究

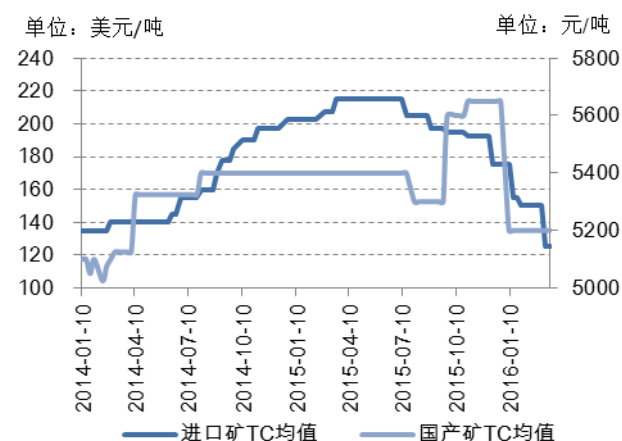
从锌精矿的供应来看，在当前锌价总体低迷背景下，低品味，高成本的国内锌精矿要想重新投产，客观条件并不具备，产量料将继续维持负增长的格局。而 1-2 月份进口锌精矿大幅回落，与去年进口量大幅上升导致的库存高企有关，也与 1-2 月份国内春节假期有关，同时也受到外矿关闭的影响。此前有报道称，“由于 Century、Lisheen, Magellan 等矿山的关停以及嘉能可的减产，专业机构预计 2016 年全球锌精矿供给减少量将扩大至 68.1 万吨。”矿山减产已经开始真正影响到整个产业链的供应端。

图 4.2.3：国内精炼锌大幅进口抵补开工率下行



资料来源：海关总署 南华研究

图 4.2.4：2016 年 TC 费用持续走低



资料来源：南华研究

从精炼锌的供应来看，尽管 2015 年国内精炼锌累计产量仍然维持约 6% 的增速增长，但是增幅却是在不断放缓，限产保价是主观意愿，而锌精矿供应萎缩也是客观事实。1-2 月份受节假日影响，精锌产量会受到一定影响，不过通过大幅增加精炼锌进口也能够缓解国内需求。根据海关数据显示，1-2 月份国内精炼锌进口量达 10.40 万吨，同比增幅超过 150%。同时国产矿 TC 费用的逐月走低也在打压冶炼企业的生产积极性。国内矿产量总体维持平稳增长，因此 TC 费用一直维持在 5400 左右的均值变化不大，而进口矿进口量波动较大，外矿减产预期也是一个重要的影响因素，进口矿 TC 费用自去年下半年以来持续回落。此前 Teck 和嘉能可已经敲定 2016 年锌精矿加工费的长协价为 188 美元/吨，较 2015 年 245 美元/吨的长协价已经大幅下调，折合人民币在 4000 元/吨左右，低于大部分冶炼企业的生产成本，这会显著降低冶炼企业的生产积极性，使得 2016 年精炼锌的供应趋紧的担忧加剧，这也是锌价能够相对乐观的原因。

4.3. 汇率是库存大挪移的推手？

单纯从显性库存的走势来看，从 LME 市场向 SHFE 市场迁移的趋势非常明显。数据显示，LME 市场库存从去年 10 月份的 56 万吨降至目前不到 45 万吨的水平，同期 SHFE 市场从 5 万吨升至目前约 17 万吨的水平，差不多刚好能够抵消，是巧合还是有意为之？

图 4.3.1：现货市场升贴水基本保持稳定

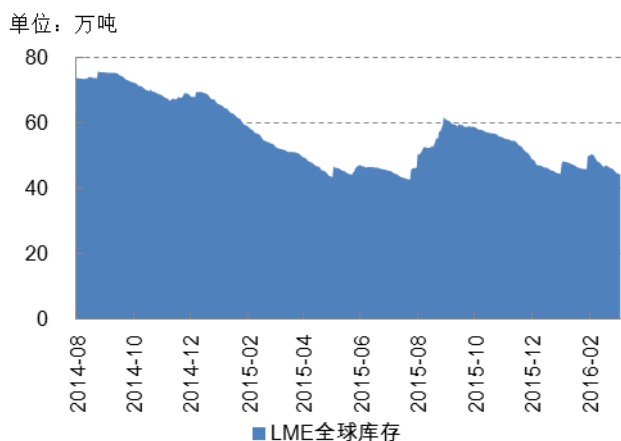
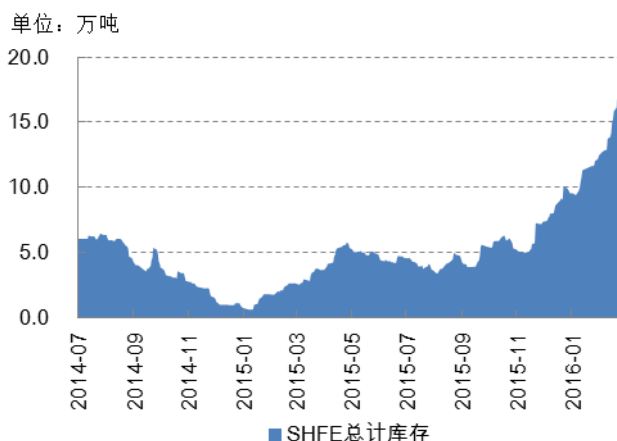


图 4.3.2：国内精炼锌显性库存保持较高水平

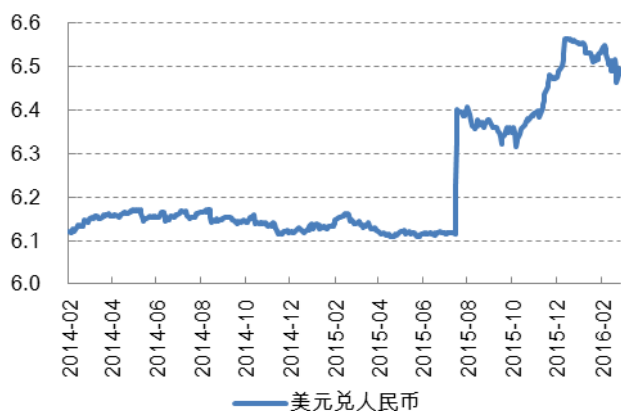


资料来源：Wind 南华研究

资料来源：Wind 南华研究

我们金属团队认为，精炼锌进口贸易，需求增量低于供应增量等都是国内精炼锌库存逐步高企的原因，其中进口贸易是主要原因。中国央行在去年 8 月份推行的人民币中间价改革引发人民币的大幅贬值，并且随着国内经济增长数据的疲软以及股市的大跌，加大了市场对人民币的预期，人民币兑美元持续走低，此时沪伦比价持续走高，一度攀升至 8.8 左右，进口贸易利润打开，从 LME 市场搬运库存到 SHFE 市场交割的套利持续展开，国内显现库存因而持续走高。直至去年 12 月底，套利窗口才关闭，库存处于持续增长之中，而年底下游企业的停产也在一定程度上增长了这种趋势。不过，随着下游市场重新复工，这种库存增加的局面有望持续缓解。

图 4.3.3：人民币贬值预期打开贸易盈利窗口



资料来源：Wind 南华研究

图 4.3.4：去年下半年到今年年初国内锌贸易保持盈利



资料来源：Wind 南华研究

4.4. 2 季度锌价走势展望

展望 2016 年 2 季度，我们认为，支撑 1 季度价格反弹的因素仍将继续影响期货价格的走势，因此 2 季度前半段仍将维持上涨的格局，考虑到后半段精炼锌的季节性需求放缓，以及其他有色金属对锌的拖累，限制了其上涨的空间，甚至会有所回调，因此我们认为上升的空间还是较为有限的，期锌价格需要在更长的时间来赢得上涨空间。从点位上来看，我们认为锌价为在冲上 15000-15500 的区间，2 季度会维持在 13500-15500 之间震荡。

第5章 镍：等待变盘

尽管自去年 11 月份以来，基本金属普遍有所反弹，但“妖镍”作为基本金属中波动率较大的品种，在本轮反弹行情中表现平平，反弹幅度跌至末位。更确切的说，沪镍在本轮基本金属反弹行情中，只在横向平台上稍作喘息；而伦镍在剔除人民币贬值因素对沪镍价格支撑后，直至 2 月上半旬之前，重心仍在下移。这种走势与其他基本金属，以及能源等大宗商品反弹走势形成反差。

截止 3 月 21 日，沪镍主力合约收报 68090 元/吨，2015 年年末沪镍收盘价 70630 元/吨，表明今年以来，沪镍价格继续下跌 2540 元/吨，跌幅 3.6%。2 月 15 日，沪镍最低下探至 64280 元/吨，随后快速反弹，并与 3 月 8 日见顶于 75840 元/吨最高位，期间最大波动区间为 11560 元/吨，波幅达到 18%，充分展现了其“妖”的特质。

镍在本轮基金属反弹走势中独树一帜，与其基本面供需格局有密切关系，特别是镍库存的居高不下，削弱市场做多信心。但目前镍供需基本面已处于紧平衡状态。另外沪镍在 65000-75000 区间已经震荡逾四个月，方向选择愈加迫切。我们认为二季度向上概率将高于向下概率。

表 5.1：2012-2016（e）镍供需平衡表

单位：千吨	2012	2013	2014	2015 (e)	2016 (e)
全球产量	1745	1962	1994	1954	1942
全球消费量	1648	1785	1863	1905	1965
供需平衡	97	177	131	49	-23
中国产量	559	700	700	620	560
中国消费量	747	867	940	960	980
价格：美元/吨	17530	15083	16935	12200	12500
万元/吨	12.8	10.6	11.6	9.37	9.6

资料来源：INSG 安泰科 南华研究

5.1. 全球原镍供应前高后低 国内进口将放缓

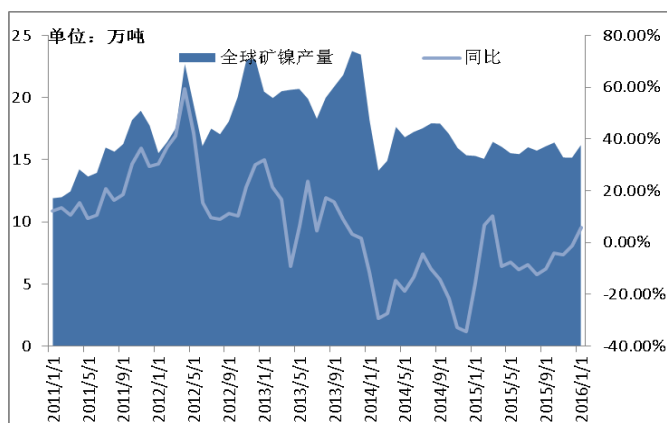
5.1.1. 原镍供应仍将微降 二季度难有亮点

2007 年以来，随着国内镍生铁企业的快速发展，红土镍矿的产量逐年攀升。2010 年时，红土镍矿已经成功取代硫化镍，成为全球镍矿最主要的组成部分。但自 2014 年全球最大镍矿生产国--印尼颁布镍矿出口禁令，加之全球镍价喋喋不休，全球红土镍矿产量大幅回落。印尼最大的红土镍矿出口国—中国为解决镍进口短缺问题，一方面加大对资源替代国—菲律宾的镍矿进口量，导致 2014 年菲律宾镍矿进口量大增，但由于菲律宾镍矿开采规模远不及印尼，因此中国不少企业选择在印尼设立镍铁加工企业，再以镍铁形势将原生镍出口至国内，以满足国内进口需求。

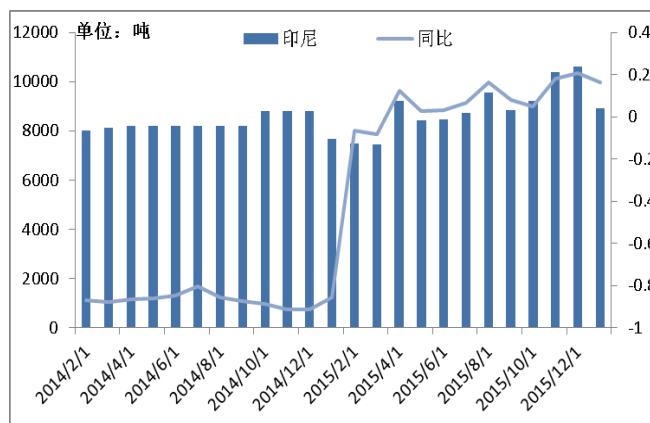
不过印尼镍铁项目的投产周期仍较长，产能释放具有前低后高的特征。因此中短线来看，对于弥补印尼红土镍矿出口缺口的作用仍微弱。另外，2015 年以来，镍价暴跌以及国内环保升级导致国内镍铁企业大幅减产，红土镍矿进口需求亦锐减，根据中国海关总署公布的数据显示，2015 年内来自，占我国镍矿进口总量逾 95% 的菲律宾的镍矿砂进口量同比大幅回落，这也导致菲律宾 2015 年镍矿产出较 2014 年明显下降。随着印尼低成本镍铁项目投产对国内镍生铁行业的冲击作用加大，以及低镍价下，镍生铁需求的萎缩，预计国内红土镍矿进口需求将进一步下滑，这恐怕继续抑制 2016 年菲律宾红土镍矿产出，但降幅较 2015 年料放缓。

图 5.1.1.1: 全球矿镍月产量同比止跌微升

图 5.1.1.2: 印尼矿镍产量回升，月度同比增速升至 20%

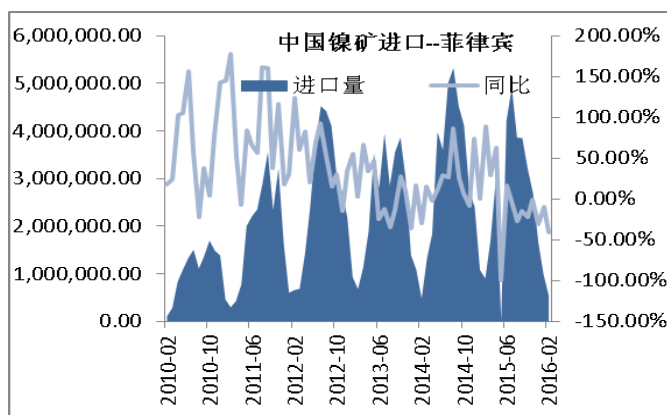


资料来源：Wind 南华研究



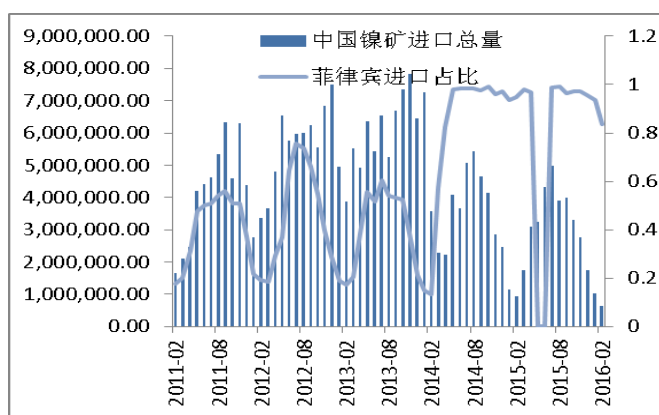
资料来源：Wind 南华研究

图 5.1.1.3: 菲律宾出口至中国的镍矿大幅回落



资料来源：Wind 南华研究

图 5.1.1.4: 菲律宾占我国镍矿进口比重略有回落



资料来源：Wind 南华研究

综合看，我们预计 2016 年全球原镍供应将小幅下降。今年一月份，全球矿镍产量同比由负转正，但我们认为这种增长趋势难以维持。一方面镍价处于低位下，矿企利润率较低，增产动力不足；另一方面，中国 NPI 企业减产对菲律宾镍矿进口需求明显回落，菲律宾镍矿产量亦明显下降，尽管印尼新建镍铁项目产能将继续释放，印尼占全球原镍供应权重也将从低位回升，但印尼 2016 年投产规模仍较小，低于 2015 年，新增产能将不及中国 NPI 减产部分。因此我们判断，2016 年全球原镍产量仍略有下滑，二季度印尼方面仅 6 月份有 4000 吨新增产量，对供应影响微弱。

表 5.1.1.1: 2015 年印尼镍生铁新增项目状况

Owner	合作方	NPI grade %	位置	月产量(t)	投产期
Indoferro	Indoferro	5-6	Cilagon	12000	2012.10
Morden Group		8-15	Konawe	1000	2013.12
青山（1）	PT.BDM	11	Morowali	20000	2014.1
Century Metallurgy		15	Serang	2000	2015.3

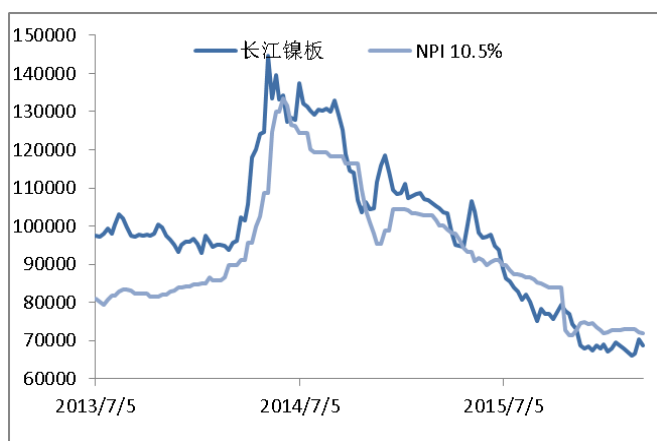
金麟		9	Palanga	1000	2015.8
东方特钢	PT.Fajar	9	Gebe Island	8000	2015.8
恒泰园		9	Cilagon	2000	2015.8
Pt Bintang Timur steel	PT.TDJ	12	Serang	3000	2015.9
明辉	PT.Maciga	9	Palanga	2000	2015.9
青山（2）	PT.BDM	11	Morowali	40000	2015.12
Ifishdecol		9	Palanga	4000	2015.12
华迪	PT.AMI	11	Bantaeng	5000	2016.6
Huayuan Metallurgy	PT.JAGAR	9	Palanga	4000	2016.12
吴航钢铁		9	WEDA	12000	2016.12
大丰港		9	Pomalaa	4000	2016.12
恒顺众昇		9	Laronai	40000	2017
新华联	PT.Century	9	Koronodalen	8000	2017
罕王		11	Marombo	20000	2018
德龙		11	Morosi	25000	2018

资料来源：安泰科 招商银行 南华研究

5.1.2. 国内：进口放缓将缓解过剩局面

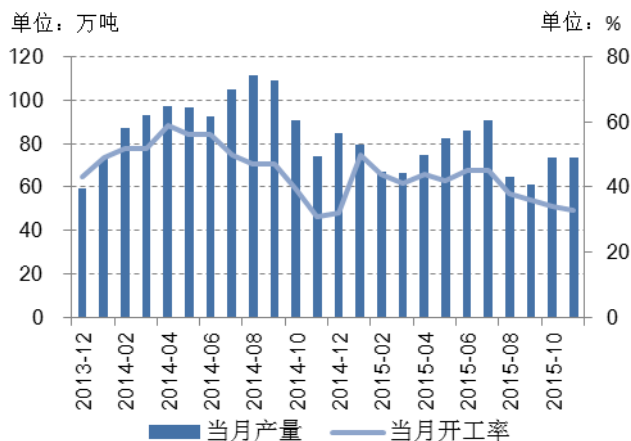
国内原镍供应呈现出明显的替代特征。镍价持续性暴跌下，镍生铁生产则因成本较高，价格跌幅相对较小，而其价格优势消失。国内下游不锈钢生产企业，开启替代模式，用价格更加低廉的精镍替代镍生铁进行生产加工。国内 NPI 产量快速下降。

图 5.1.2.1： NPI 价格优势消失



资料来源：海关总署 南华研究

图 5.1.2.2：中国 NPI 产量同比明显回落

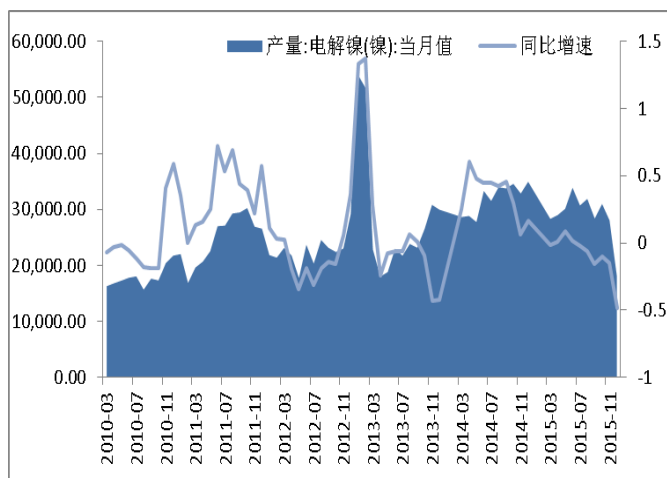


资料来源：Wind 南华研究

但国内精镍生产企业在镍价持续下跌下，利润率下降，生产积极性亦不足。2015 年 7 月以来，我国电解镍月度产量呈现萎缩。相比之下，俄罗斯等精镍生产大国在本币大幅贬值下，出口竞争力大增，进口镍成为国内精镍供应增长主要驱动力。

图 5.1.2.3：我国精镍产量呈现萎缩

图 5.1.2.4：资源国货币汇率贬值



资料来源：海关总署 南华研究



资料来源：Wind 南华研究

镍铁方面，自去年以来，国内已经有大量高成本低环保镍生铁企业退出市场，镍生铁开工率和产量直线下降，截止今年 1 月份，国内镍铁企业开工率已经降至 32%，镍铁月度产量亦降至 70 万吨，较 14 年 8 月份峰值的 110 万吨下降近 40 万吨。

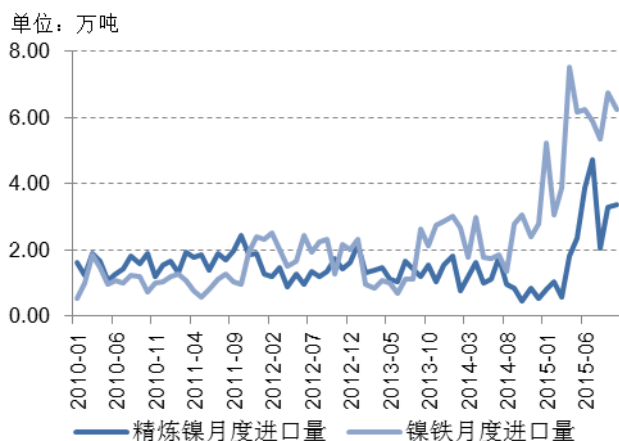
印尼新建镍项目以生产镍铁为主，2016 年投放规模较 2015 年减弱，但后期投放规模将加速，这恐怕进一步加剧国内镍生铁企业生存压力。2015 年，中国对镍铁进口关税由 2014 年的 1% 降至 0。后期看，国内镍生铁产量仍有进一步萎缩压力，进口对国产的挤压作用仍将继续，但挤压力正在趋弱。

镍进口贸易套利窗口在 2015 年以来经常性打开，加之人民币的大幅贬值，也刺激 2015 年我国镍进口维持高位。2015 年以来，国外精镍大量流入国内市场，加剧国内原镍市场供过于求局面。但随着人民币贬值预期的消退，二季度我国精镍和镍铁进口增速料放缓，这或稍稍缓解国内原镍供应过剩格局。

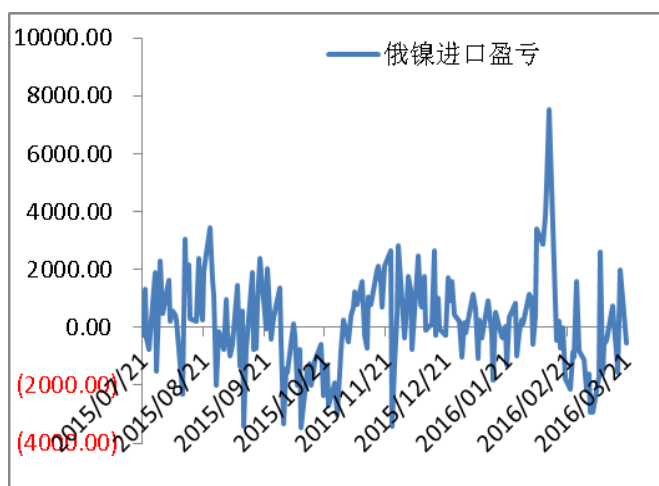
同比看，去年我国上半年高精镍和镍铁进口基数下，二季度进口量同比将下降。

图 5.1.2.5： 今年以来，我国精镍和镍铁进口飙升

图 5.1.2.6： 今年镍进口套利窗口常打开



资料来源：海关总署 南华研究



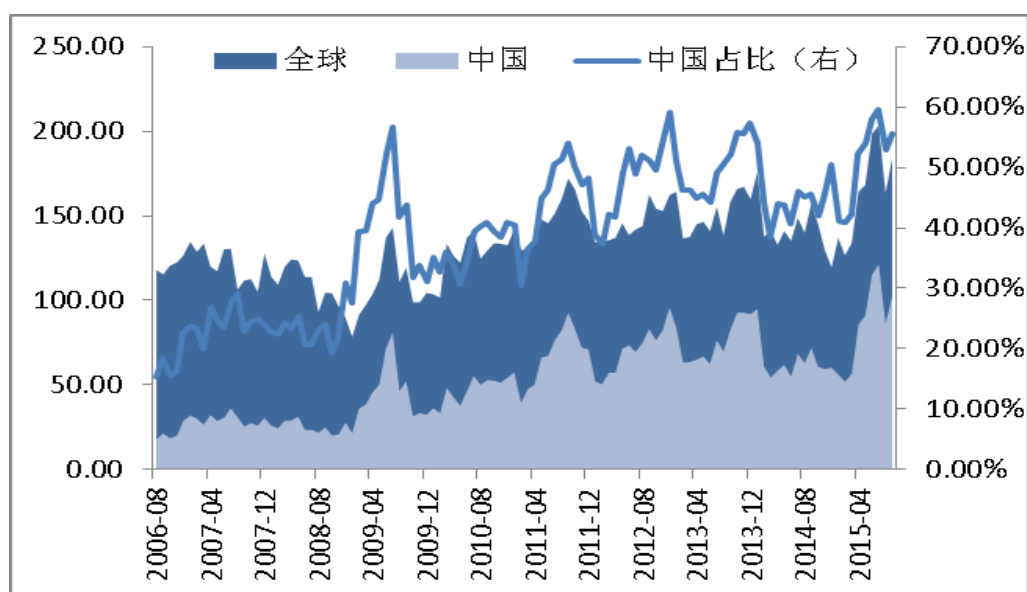
资料来源：Wind 南华研究

5.2. 镍消费：增速放缓下 房市促反弹

5.2.1. 中国镍消费占全球总消费量半壁江山

中国作为全球最大镍消费国，对全球镍需求影响巨大。中国对原镍的消费需求主要分为精镍和镍铁两部分。从精镍市场来看，近几年来，中国精镍消费比重维持在 40% 以上，最高时则接近 60%，但 2014 年时，曾一度大幅回落，主要受国内经济增速放缓以及消费结构转变，NPI 消费替代精镍消费影响。但进入 2015 年之后，镍价暴跌导致 NPI 价格优势丧失，中国精炼镍消费需求重新回升。截止 2015 年 9 月，全球精炼镍消费量 18.4 万吨，其中中国精炼镍消费 10.24 万吨，中国消费占比上升至 55.6%。

图 5.2.1.1：中国和全球月度精炼镍消费量（单位：千吨）



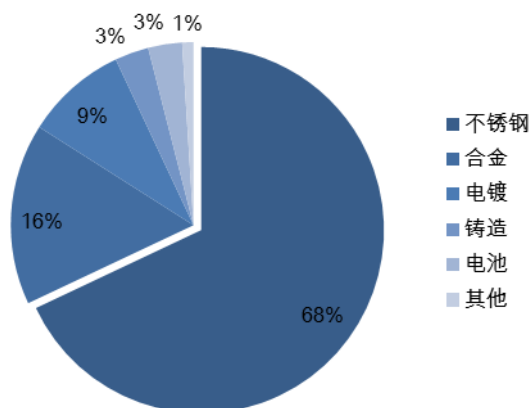
资料来源：Wind 南华研究

5.2.2. 全球不锈钢产量增幅明显放缓

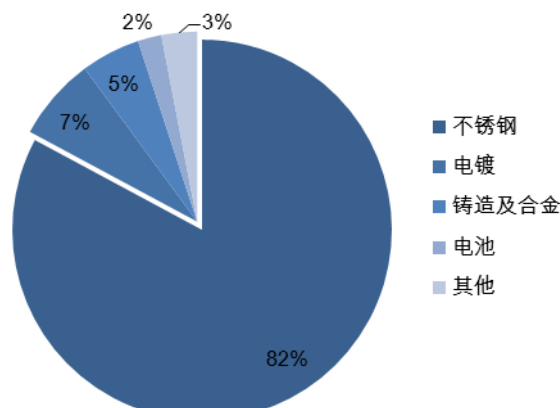
从消费结构来看，不锈钢是全球原生镍最主要的生产用途。根据 INSG 公布的数据显示，2015 年全球 68% 的镍用于生产不锈钢，用于合金的比重次之，为 16%，电镀占比为 9%，其他还用于电镀、电池、铸造等。相比之下，我国镍消费集中度更高。根据安泰科统计的数据，我国不锈钢消费占原镍消费需求的 82%，其次为电镀，占比为 7%，而合金用途相对较低，电池占比亦仅为 2%。

图 5.2.2.1：全球镍消费结构

图 5.2.2.2：中国镍消费结构



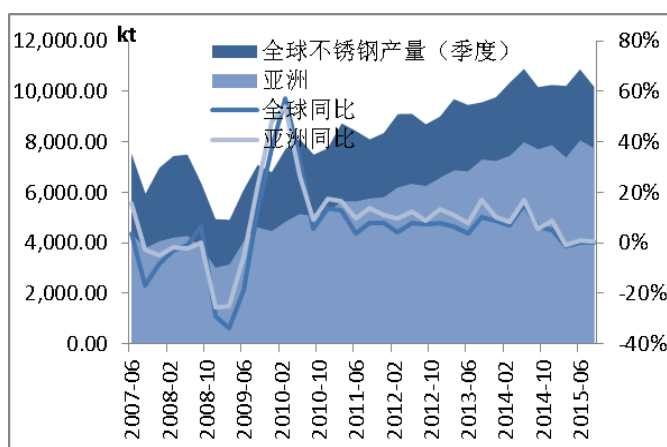
资料来源： INSG 南华研究



资料来源： 安泰科 南华研究

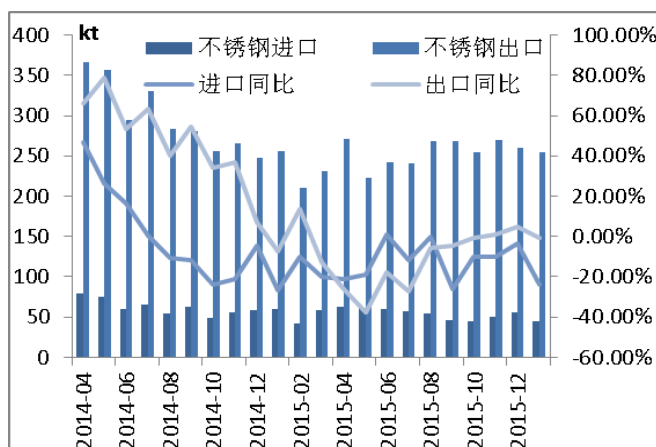
受全球经济，特别是中国经济增速放缓影响，2014 年以来，全球不锈钢消费增速大幅放缓。截止 2015 年 9 月当季，全球不锈钢粗钢产量 1018.3 万吨，同比仅微增 0.1%；其中亚洲市场不锈钢产量 775.6 万吨，占比超 70%，同比增幅降至 0.6%。亚洲市场中，中国不锈钢产量则绝对优势。中国不锈钢产量增速的下滑，对全球不锈钢产量以及全球原镍需求造成明显影响。中国市场不锈钢行业产量增速的下降，还受到不锈钢价格的下跌，原先重要的出口市场—欧盟实施反倾销政策、镍原料优势减弱以及环保成本增加等因素影响。2015 年年中以来，我国不锈钢出口量同比降幅有所缩窄，但受制于反倾销制约以及低附加值产品出口难得问题，预计我国二季度不锈钢出口同比仍难转正。

图 5.2.2.3：全球不锈钢产量同比增幅降至 0 附近



资料来源： Wind 南华研究

图 5.2.2.4：中国不锈钢出口跌幅缩窄，但仍难转正



资料来源： Wind 南华研究

5.2.3. 房市回暖将促中国不锈钢消费弱反弹

中国不锈钢新增产能供应料呈现递减趋势，主要受不锈钢价格低迷，以及达产周期严重拉长等因素影响。2015 年，我国不锈钢新增产能增速已经降至个位数，预计 2016 年增幅将进一步放缓至 3%，新增产能预估 100 万吨，可释放的产能微增至 590 万吨。但产能利用率可能从 2015 年的 63%降至今年的 61%。

据不锈钢行业网站统计，2015 年中国不锈钢粗钢产量约为 2218 万吨，同比增幅仅为 0.41%，预计 2016 年产量将出现负增长，至-0.81%左右。

从国内不锈钢三个系列消费变化来看，结构调整继续，但总量仍不温不火。其中 200 系产量同比降幅明显，因 300 系替代 200 系压缩需求空间所致；300 系产量保持微增长，新产能释放，及 200 系、400 系产能转产 300 系；400 系保持平稳，供需相对平衡，且行业集中度高，大钢厂间存在相互协调现象。

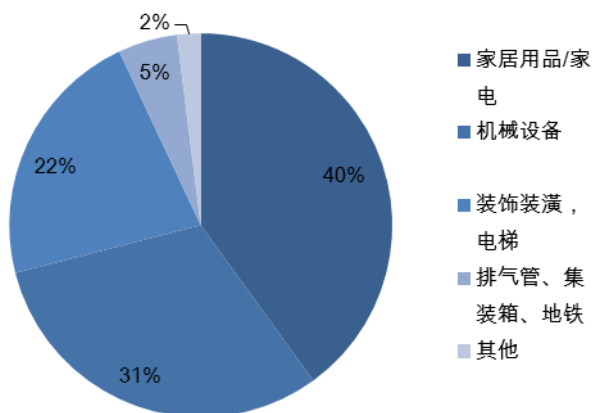
但我们预计二季度中，我国不锈钢消费量将有所回升，主要基于今年以来国内一线以及部分二线城市房地产市场销售量明显回升的判断。不锈钢下游消费约 62%与房地产相关。但不锈钢内消费主要体现在产业的后端，如后期装修装饰、居家生活等方面，而不仅仅是前期的基建阶段，因此近期的房价反弹对不锈钢消费的带动影响滞后期或较长，二季度不锈钢消费回升力度料微弱。

5.2.4. 产业结构调整将促镍长期消费

尽管 2015 年以来全球以及中国市场不锈钢产量接近 0 增长，但不锈钢市场产业和消费结构正在发生发生改变。特别是镍价跌至当前低位后，200 系低含镍不锈钢价格优势逐渐消失，300 系高含镍不锈钢性价比大幅提高，产量亦略有回升，并从而带动镍消费量。另外，随着人们生活水平的提高，不锈钢制成品有望凭借其优越的品质，逐渐增加其在房地产市场后端的替代使用率。目前已有企业放弃 200 系，转产 300 系。

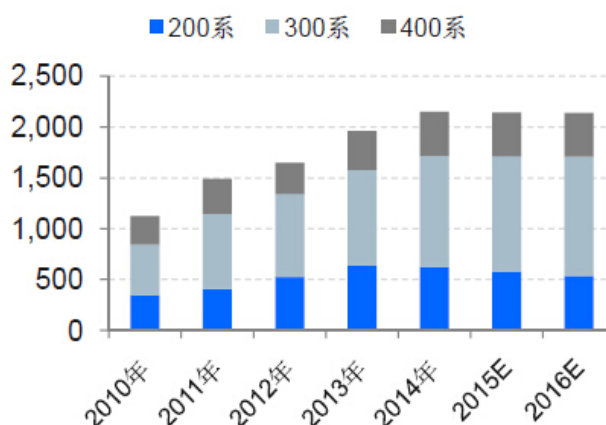
我们预期，2016 年 300 系不锈钢产量将继续增长，并带动镍消费需求量。但产业升级和消费结构的调整也将是循序渐进的过程，镍市需求在全球经济低速增长下，料难以快速增长。

图 5.2.4.1：中国不锈钢下游消费结构



资料来源：安泰科 南华研究

图 5.2.4.2：中国不锈钢各系列产量走势（单位：万吨）



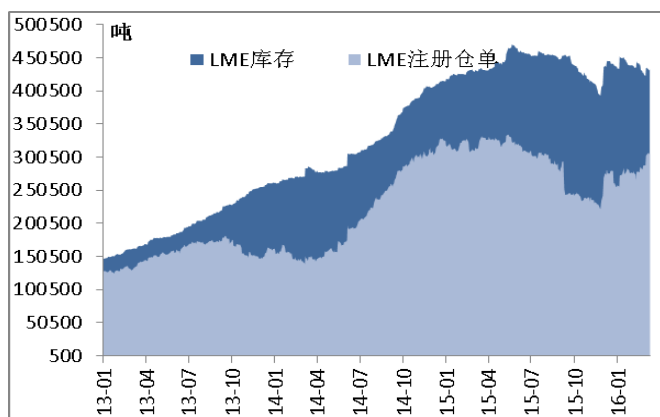
资料来源：SMM 南华研究

5.3. 库存涨势暂缓 但仍居高不下

近几年来，LME 镍库存水涨船高，2015 年 9 月份曾达到 45.48 万吨新高，随后自高位回落，去年年底时曾一度跌破 40 万吨大关。但很快注册仓单激增，LME 库存亦重新升破 40 万，截止 3 月 23 日，LME 镍库存仍达到 43.3 万吨。国内方面，俄镍的流入，

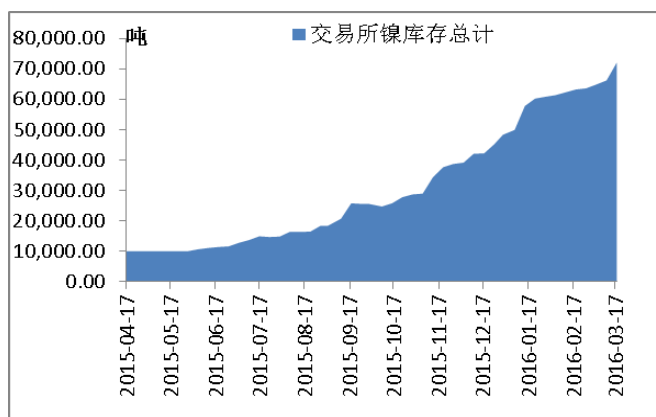
以及下游消费的不振，导致上期所镍库存继续增加。高库存严重打压镍市做多人气。在本轮基本金属反弹过程中，金属镍由于高库存影响，反弹力度垫底。

图 5.3.1: LME 镍库存自高位回落



资料来源：LME 南华研究

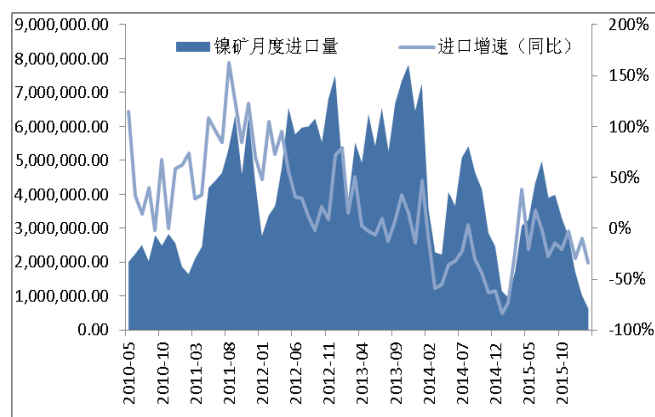
图 5.3.2: 上期所镍库存继续增加



资料来源：SHFE 南华研究

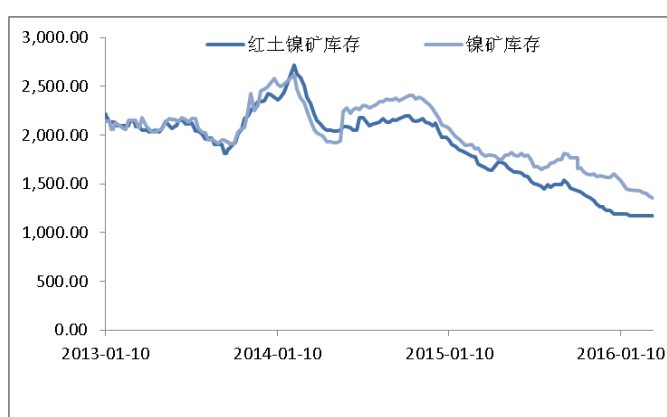
从港口镍矿库存走势来看，今年以来，我国港口的镍矿库存继续回落。据统计，截止3月18日当周，我国港口镍矿库存降至1356万吨，同比减少25%，较年初减少14%；截止1月29日当周，红土镍矿库存减少至1170万吨，较去年同期减少36%，较年初减少1.6%。截止12月4号，该库存水平已经大度削减至1245万吨，降幅接近40%。在中国镍矿进口数量持续下降之际，我国港口镍矿及红土镍矿库存皆下降，反映出国内镍矿需求的疲态以及降库存的偏好。

图 5.3.3: 我国镍矿进口下降



资料来源：LME 南华研究

图 5.3.4: 我国镍矿及红土镍矿港口库存下降



资料来源：SHFE 南华研究

我们认为，在国内镍铁企业产量大幅下降影响下，后期港口红土镍矿库存的消化将趋缓，而可利用库存则已经有限，因部分高价镍矿和多次抵押产权不明晰镍矿沉底，也将导致港口镍矿将保留一定的“僵尸库存”水平。随着港口可消耗库存降至低位，预计后期我国镍矿进口增速降幅将缩窄

5.4. 小结

综上所述，我们预计 2016 年全球原镍供应将小幅下降。一方面镍价处于低位下，矿企利润率较低，增产动力不足；另一方面，印尼 2016 年投产规模仍较小，低于 2015 年，新增产能将不及中国 NPI 减产部分。因此我们判断，2016 年全球原镍产量仍略有下滑，二季度印尼方面仅 6 月份有 4000 吨新增产量，对供应影响微弱。

中国市场，随着人民币贬值预期的消退，二季度我国精镍和镍铁进口增速料放缓，这或稍稍缓解国内原镍供应过剩格局。

需求端，尽管 NPI 产量的下滑以及镍价下跌提振精镍相对需求量，但全球经济增幅放缓，特别是中国经济新常态下，全球下游市场不锈钢市场产量增速持续放缓，这抑制了原镍市场总的消费需求增速。2016 年全球精镍消费增速料保持低速。但近期中国房地产市场的复苏或提振二季度国内不锈钢需求量，二季度镍市供需基本面将继续好转。

因此我们认为，二季度全球精镍市场处于紧平衡的供需基本面将继续改善。而当镍市小幅过剩逐渐向短缺质变时，全球镍库存则将成为关键指标，若镍库存从高位回落趋势加重，镍的底部或真正来临。当然，在当下全球供需都处于缓慢变化之际，镍市底部将更加倾向周期更长的 U 型底。

技术面来看，沪镍在 65000-75000 之间震荡逾四月，多空在此区间基本形成平衡力量，但月线看，沪镍上影线较长，预示上方抛压压力仍较大，而下方 65000 附近支撑亦强劲。近期需密切关注沪镍月线能否有效收于 70000 上方，突破后则可继续看高至 75000。

第6章 2016 年基金属走势波动预期

表 7.1：基本金属波动率和趋势预期

		波动性		
		波动率增加	波动率平稳	波动率下降
趋势	强烈看涨			
	看涨	镍	锌、铜	
	中性			
	看跌			
	强烈看跌			

数据来源：南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88200279

温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室
电话：0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话：0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话：022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话：021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话：020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话：0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703002

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

浙江南华资本管理有限公司

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

横华国际金融股份有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net