



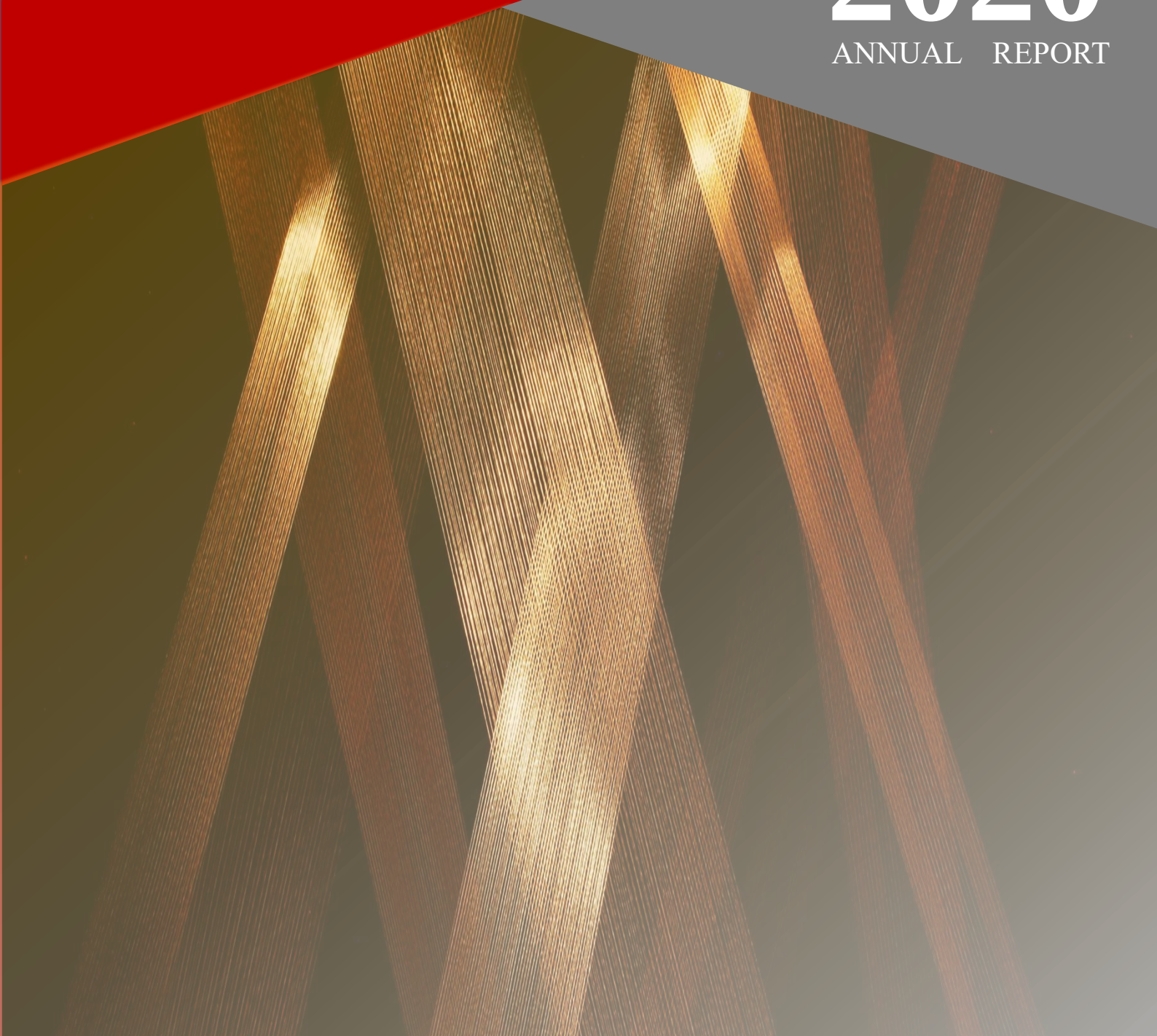
金属类

年度报告

黄金 白银 铜 铝
锌 铅 镍 不锈钢

2020

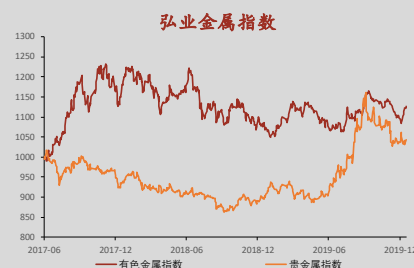
ANNUAL REPORT



趋势逐渐明朗，2020 金属行业投资机会掘金

摘要：

中美关系暂时缓和，达成第一阶段协议文本，2020 年国际宏观形势依然扑朔迷离。在全球主要经济体纷纷降息和层出不穷的经济刺激政策下，2020 中美经济可能持续复苏，欧洲经济衰退趋势有望缓解，宏观环境对金属基本面存在支撑。来年宏观形势趋于明朗之下，不同有色品种产业基本面可能成为价格走势的决定性因素，价格预期确定性明显增强。



投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1448 号

金属团队成员：

研究员：

张天骢

从业资格证号：F3002734

投资咨询资格证号：Z0012680

邮箱：zhangtianao@ftol.com.cn

蔡丽

从业资格证号：F0236769

投资咨询资格证号：Z0000716

邮箱：caili@ftol.com.cn

唐凌甄

从业资格证号：F3007722

投资咨询资格证号：Z0015049

邮箱：tanglingzhen@ftol.com.cn

研究助理：

王小云

从业资格证号：F3060517

邮箱：wangxiaoyun@ftol.com.cn

目录

贵金属：短期承压，中期仍有配置价值	1
一、 贵金属 2019 年走势回顾与 2020 年展望	1
二、 宏观面分析	3
(一) 美国	3
(二) 欧洲	9
三、 宏观事件	11
(一) 美国国债收益率倒挂	11
(二) 全球贸易摩擦	12
(三) 美国大选	13
四、 白银实物供需	14
五、 ETF&CFTC 持仓情况	16
六、 回顾与展望	18
铜：2020 铜价走势整体乐观	19
一、 行情回顾	19
二、 国内宏观经济情况	20
(一) 中央经济工作会议强调“稳”字当头	20
(二) 2018 年中国物价水平基本稳定	21
(三) 中国 2019 年制造业数据逐渐复苏	21
(四) 全国固定资产投资仍较弱	22
三、 重点相关产业分析	22
(一) 房地产行业整体较为稳定	22
(二) 家电行业同比增速收窄	23
(三) 汽车行业同比降幅收窄	23
四、 供需状况分析	24

(一) 全球铜矿产能增速回落.....	24
(二) 铜冶炼产能相对过剩，市场供应充裕.....	25
(三) 中国精炼铜进口量增加迅速.....	26
(四) 铜需求增速持续放缓.....	27
五、 2020 铜价走势整体乐观	27
铝：需求不乐观，一季度沪铝淡季依旧	29
一、 行情回顾.....	29
二、 供需状况分析.....	30
(一) 国内铝产量居高不下.....	30
(二) 铝材出口压力较大.....	31
(三) 原材料价格下行影响国内铝价.....	32
(四) 库存对铝价存在压力.....	32
(五) 升贴水暗示远期铝价信心不足.....	33
三、 铝需求端存在较大压力，供给仍然宽松.....	34
锌：过剩局面延续 锌反弹沽空	35
一、 锌市场行情回顾.....	35
二、 锌影响因素分析.....	35
(一) 全球锌精矿恢复性增长.....	35
(二) 加工费高企 国内外锌精矿供应宽松.....	37
(三) 国内锌供应量增长明显.....	38
(四) LME 锌库存低位拐点形成 国内库存累积尚未显现	40
(五) 终端消费维持负增长 基建或成需求增长点.....	42
(六) 全球供需走向过剩.....	45
三、 总结与展望.....	46
铅：铅价重心仍将下移	47
一、 铅市场行情回顾.....	47
二、 铅影响因素分析.....	47

(一) 加工费明显上涨，原料供应充裕.....	47
(二) 精炼铅的产量创新高.....	49
(三) 环保对于再生铅影响逐渐减小.....	50
(四) 国内库存累积明显.....	51
(五) 终端消费增速下降.....	52
(六) 国内铅供应领先转为过剩.....	54
三、 总结与展望.....	55
镍&不锈钢：2020 年镍价重心上移 不锈钢预期偏乐观.....	56
一、 行情回顾.....	56
(一) 期货走势回顾.....	56
(二) 期现基差走势.....	57
二、 供应存缺口提振镍价.....	60
(一) 印尼禁矿在即，镍矿缺口短期难填补.....	60
(二) 中国镍铁面临减产，印尼投产进度不及预期.....	61
(三) 精炼镍库存处于历史低位.....	65
三、 需求拉动镍价重心上移.....	66
(一) 不锈钢产能及产量保持增长.....	66
(二) 硫酸镍-三元电池产业链成新的需求增长点.....	68
四、 不锈钢需求增速放缓.....	71
(一) 房地产总量稳定，增速放缓.....	71
(二) 新国标实施小幅带动不锈钢需求.....	72
(三) 能化行业拉动不锈钢消费量增长.....	73
五、 后市展望.....	73

图表目录

图表 1 黄金价格走势	1
图表 2 白银价格走势	2
图表 3 美国新增非农情况	4
图表 4 美国失业率	4
图表 5 美国时薪同比	5
图表 6 美国 GDP 环比	6
图表 7 美国 GDP 分项拉动	6
图表 8 美国制造业&非制造业 PMI	7
图表 9 美国密歇根大学消费者信心指数	7
图表 10 美国联邦基金利率&实际利率	8
图表 11 欧元区 GDP	9
图表 12 欧元区 PMI	10
图表 13 美国国债收益率	12
图表 14 黄金 ETF 持有量	16
图表 15 白银 ETF 持有量	16
图表 16 黄金 CFTC 持仓	17
图表 17 白银 CFTC 持仓	17
图表 18 沪铜价格走势	19
图表 19 伦铜价格走势	20
图表 20 中国通胀	21
图表 21 中国 PMI	21
图表 22 中国固定资产投资	22

图表 23 中国房地产开工数据	23
图表 24 中国家电产量	23
图表 25 中国汽车销量	24
图表 26 全球铜矿产量	25
图表 27 铜产能	25
图表 28 中国精炼铜产量	26
图表 29 中国精炼铜进出口	26
图表 30 ICSG 全球精炼铜供需	27
图表 31 沪铝价格走势	29
图表 32 伦铝价格走势	30
图表 33 中国原铝月度产量	31
图表 34 中国铝材净出口情况	31
图表 35 铝原材料价格走势	32
图表 36 沪铝&伦铝库存情况	33
图表 37 沪铝升贴水	33
图表 38 图 1 LME 锌日线图	35
图表 39 全球各地区锌精矿的产量累计同比	36
图表 40 国内内锌精矿累计产量及同比	37
图表 41 锌精矿累计进口量及同比	37
图表 42 进口锌精矿加工费	38
图表 43 国内锌精矿的加工费	38
图表 44 全球精炼锌累计产量及同比	39
图表 45 国内精炼锌的累计产量及同比	39
图表 46 精炼锌累计进口量及同比	40

图表 47 LME 锌锭库存	41
图表 48 LME 锌升贴水	41
图表 49 上期所锌库存	42
图表 50 国内锌锭社会库存	42
图表 51 重点企业：镀锌板累计产量及同比	43
图表 52 重点企业：镀锌板累计销量及同比	43
图表 53 镀锌板带的库存及同比	44
图表 54 房地产行业累计同比增速	44
图表 55 汽车累计产量及同比	45
图表 56 ILZSG:全球精炼锌过剩/缺口	46
图表 57 沪铅价格走势	47
图表 58 全球铅精矿累计产量及同比	48
图表 59 国内铅精矿的累计产量及同比	48
图表 60 国内铅精矿加工费	49
图表 61 全球精炼铅的产量	50
图表 62 国内精炼铅产量	50
图表 63 国内再生铅产量	50
图表 64 废电瓶价格	51
图表 65 LME 铅库存	52
图表 66 上期所铅库存	52
图表 67 铅蓄电池净出口量	53
图表 68 汽车产销量及同比	53
图表 69 全球精铅供需平衡	54
图表 70 国内精炼铅供需平衡	55

图表 71 镍价格走势	56
图表 72 镍和不锈钢期价走势	57
图表 73 沪镍升贴水	58
图表 74 不锈钢期货升贴水	58
图表 75 中国从菲律宾&印尼进口镍矿量及占比	60
图表 76 印尼&菲律宾矿产量及增长率	61
图表 77 全球镍供应情况	62
图表 78 中国镍供应情况	62
图表 79 2015-2020 年 E 中国 NPI 产量	63
图表 80 沪伦交易所镍库存	66
图表 81 中国不锈钢产量	66
图表 82 2011-2018 全球锂电材料产量	69
图表 83 新能源汽车销量	70
图表 84 全球新能源骑车销量及预测	71
图表 85 房地产开发投资额	72
表格 1 美联储议息会议时间表（北京时间）	8
表格 2 欧洲央行议息会议时间表	10
表格 3 白银供需平衡表	15
表格 4 2019-2021 年 E 全球镍需求增量预测	61
表格 5 2019-2020 年 E 中国 NPI 新投建产能列表	63
表格 6 2015 年 2020 年 E 印尼 NPI 产量	64
表格 7 2019-2020 年 E 印尼 NPI 新投建产能列表	64
表格 8 2019-2020 年 E 世界主要国家镍铁供应预测	65

表格 9 2019-2021 年 E 中国不锈钢投产计划.....	67
表格 10 2019-2021 年 E 印尼不锈钢投产计划.....	67
表格 11 硫酸镍需求增量预测.....	68

贵金属：短期承压，中期仍有配置价值

一、 贵金属 2019 年走势回顾与 2020 年展望

2019 年注定是不平凡的一年，以中美贸易摩擦为代表的地缘政治事件叠加全球进入宽松期对贵金属产生了很大的正面影响。两个大国间持续变化的贸易问题对市场风险情绪不断产生刺激，助推了年中开始的贵金属快速上涨。美国方面，美联储在三次降息后，完成了对前期快速收紧货币政策的修复，短期美联储暂停市场操作，重新回到数据依赖。在进入四季度，市场对美联储降息的预期逐渐减弱，这也带动贵金属出现了一定程度的回落。欧洲方面，欧洲央行继续维持着较为宽松的货币政策，但是从央行官员的发言中不难看出对于未来的欧洲经济依然有较深的担忧，这对贵金属的上涨也提供了很大的帮助。贵金属 2019 年展现出了两头弱中间强的走势，虽然金银同步上涨，但是涨幅却不尽相同，黄金截至 12 月 2 日上涨 14.05%，白银仅上涨 9.20%，这也造成了 2019 年上半年金银比持续走高的情况。

图表 1 黄金价格走势



细分来看，2019 年黄金价格的波动可以分成三个部分。首先上半年黄金价格维持较为窄幅的震荡，直到 6 月初美联储的降息预期开始发酵，叠加欧洲央行持续宽松的货币政策给与黄金很大的上行动能，金价在 6 月至 9 月期间上涨近 20%。来到第四季度，COMEX 金价从年内最高点 1566.2 美元回落至 1450 美元上方，再次出现一个震荡偏弱的走势。

图表 2 白银价格走势



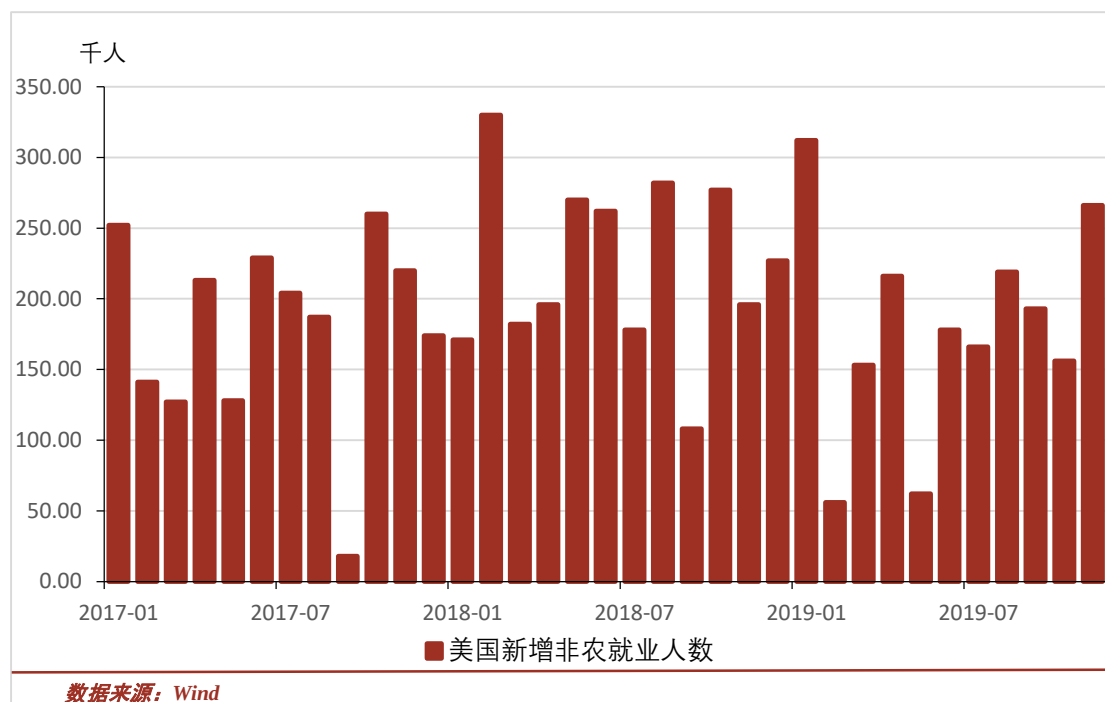
白银方面走势与黄金相近，但是波动幅度远超黄金。白银从6月初至9月初累计涨幅超过35%，但随后同样开启回调，截至12月初已经回落到16.5美元附近。

二、 宏观面分析

(一) 美国

在全球经济下行压力的背景下，美国经济依然维持着相对强劲的水平。就业市场数据依然靓丽，从最新的数据可以看出，美国失业率一直维持在 4% 的下方，这是历史上较低的水平。同时美国时薪增速已连续 10 个月位于 3% 以上，稳定上涨的工资收入是消费增长的基础，良好的消费会带动经济的稳步发展。从美联储最新的十月利率决议和会议纪要中不难看出，美联储认为近期就业市场数据依然稳固，经济活动维持着温和增长，居民消费在稳定工资增速的支撑下短期继续维持较强水平。

图表 3 美国新增非农情况



图表 4 美国失业率



图表 5 美国时薪同比

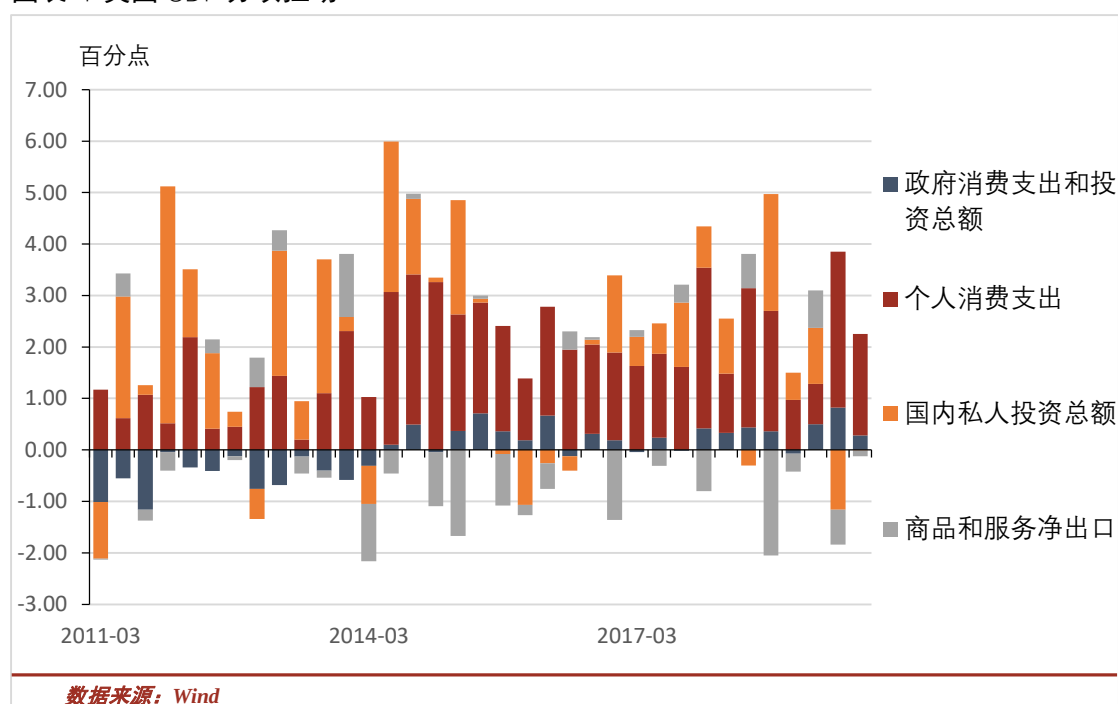


稍早公布的三季度美国实际 GDP 环比折年增速为 2.1%，相较于二季度小幅增加 0.1 个百分点，好于市场预期的 1.9%。分项来看，个人消费支出依然提供了最大的贡献，对 GDP 环比拉动 1.97 个百分点，但是拉动幅度相较二季度还是有所收窄。三季度的私人投资和商品净出口依然对 GDP 起到了反向拉动作用，分别拖累经济增速 0.01 和 0.11 个百分点。中美之间的贸易摩擦对于美国经济增长产生了较大的影响，但相比上半年影响程度有所减轻。PMI 数据方面，整个 2019 年美国制造业和非制造业 PMI 数据持续下降，尤其是制造业 PMI 数据已经下降至 2010 年来最低水平，这同样是受到贸易争端的影响。综合来看美国经济情况虽然有所回升，但是反弹并不强烈。

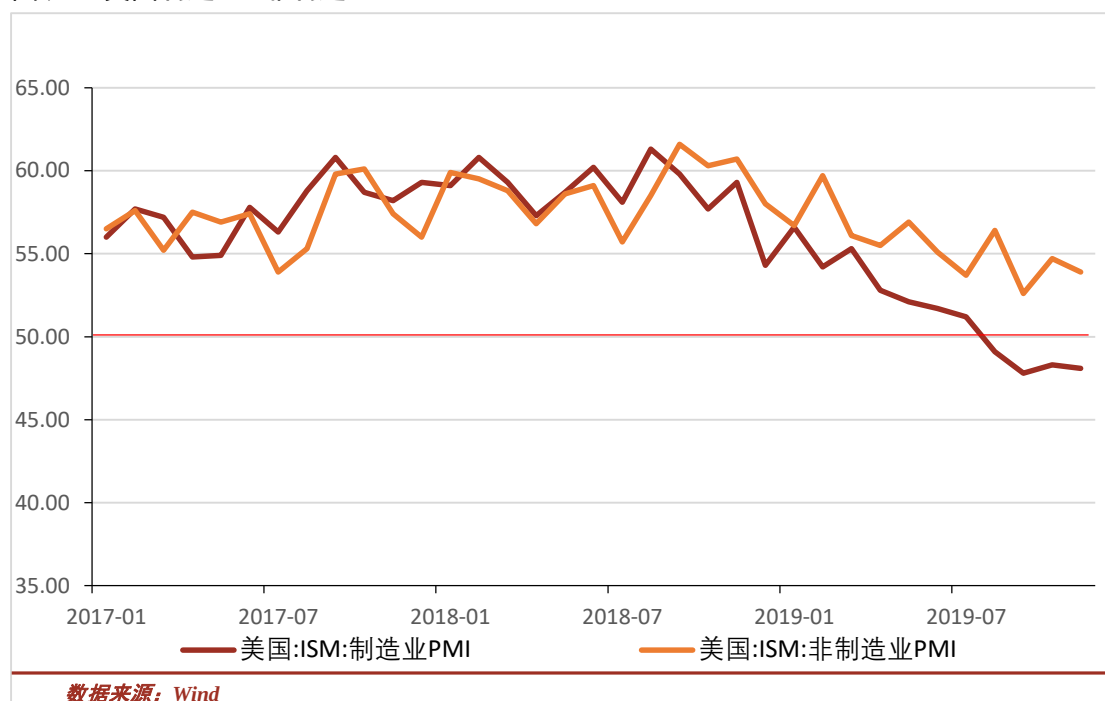
图表 6 美国 GDP 环比



图表 7 美国 GDP 分项拉动



图表 8 美国制造业&非制造业 PMI



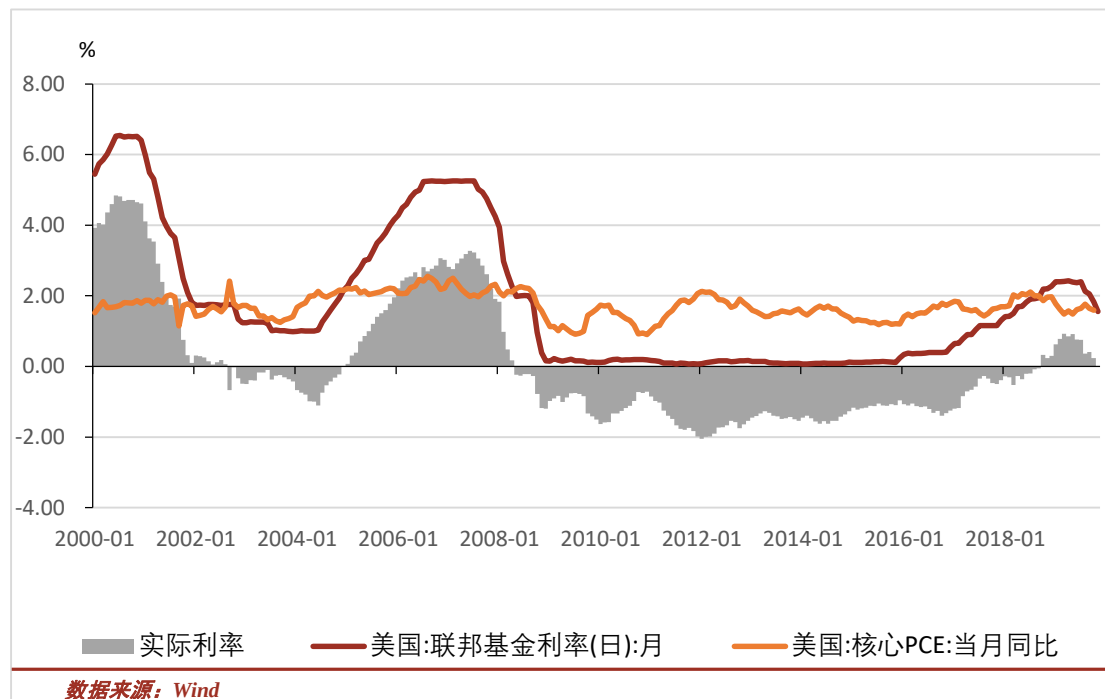
图表 9 美国密歇根大学消费者信心指数



美联储在 2019 年已经进行了三次降息, 联邦基金利率已经从年初的 2.5% 下调至 1.75%。在经过 2018 年的快速加息后, 美国货币政策快速收紧, 叠加中美贸易摩擦加剧及全球经济回落的拖累, 美国经济在 2018 年末承压下行。进入 2019 年, 美联储充分意识到了快速降息带来的压力, 首先是在年初将加息指引去除, 然后在 7 月开始降息、8 月提前停止缩表、10 月再次扩表。经过降息后的美国联邦基金利率维持在 1.5%-1.75%, 以对冲全球经济的回落和中美贸易摩

擦带来的风险。美联储认为 10 月降息后货币政策将得到很好的校准，足以“支持温和增长、强劲劳动力市场和接近委员会对称目标 2% 的通胀前景”。短期预计美联储接下来的操作将继续依赖于经济数据的表现，如果未来关税问题叠加财政刺激的边际效应减弱导致消费回落，美国经济或将再度面临一些压力。

图表 10 美国联邦基金利率&实际利率



最后再看美元指数。美元指数在 2019 年波动并不大，年内最低回落至 95 点附近，最高上行至 100 点附近。中美贸易摩擦导致了全球市场风险偏好降低是今年美元维持高点的一个重要原因。临近年尾，中美第一阶段贸易协定已经达成，市场情绪越来越偏向风险偏好，这将会推动市场对美国以外资产的需求，从而限制美元的上涨。另一方面，我们前文中说到美国在此轮经济回落中经济表现是相对较好的，但是随着全球央行在 2019 年快速放宽货币政策，全球经济与美国的增长差预计不会继续增大，再度限制美元的走强。综合来看，在贸易摩擦影响减弱和全球经济增长差不再扩大的背景下，叠加美联储的降息，我们认为 2020 年美元指数预计会维持较高位置的偏弱震荡。但是如果全球贸易摩擦再度出现加剧的情况美元可能再度走强。

综上所述，美国经济在今年的连续降息的刺激下有所反弹，但是来年随着关税问题的逐渐显现叠加财政刺激的边际效应减弱导致消费回落，美国经济或将再度面临一些压力。

表格 1 美联储议息会议时间表（北京时间）

议息会议	会议纪要
1 月 30 日	2 月 20 日
3 月 19 日	4 月 9 日
4 月 30 日	5 月 21 日
6 月 11 日	7 月 2 日

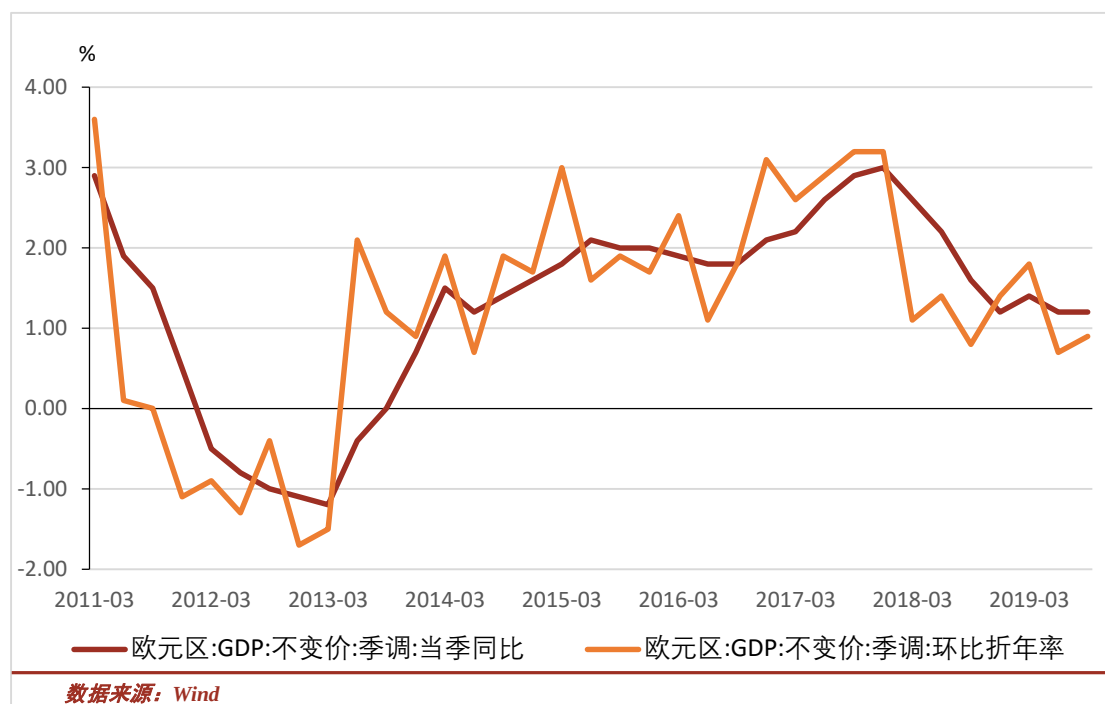
7 月 30 日	8 月 20 日
9 月 17 日	10 月 8 日
11 月 6 日	11 月 27 日
12 月 17 日	

资料来源：美联储

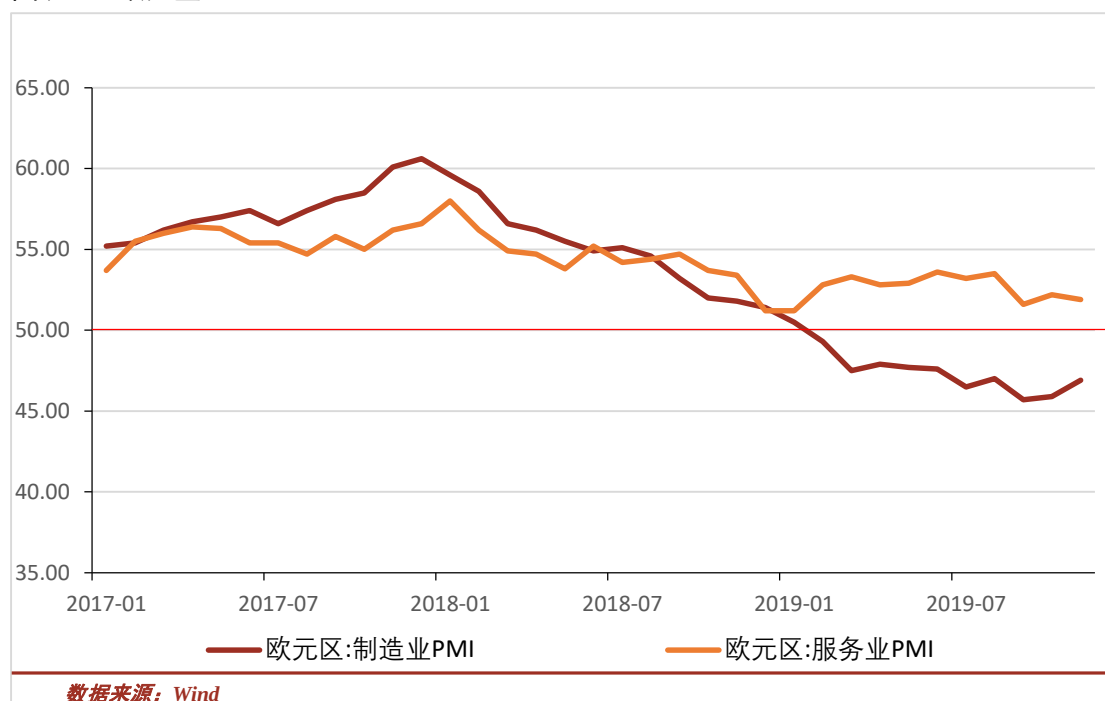
(二) 欧洲

从经济数据上可以看出，欧洲的经济继续处于较弱水平。最新公布的三季度 GDP 显示同比上涨 1.2%，虽然这个数据好于预期并且持平于前值，但是依然是近年来的最低水平。PMI 数据方面，制造业和非制造业 PMI 纷纷回落，尤其是制造业 PMI 数据，已经回落至 2012 年欧洲债务危机最低点相近的水平。较弱的经济情况导致欧央行官员们都对未来经济发展有着较大的担忧。所以在 2019 年三季度，欧洲央行再度降息，并且宣布重启自 2018 年底停止的 QE。

图表 11 欧元区 GDP



图表 12 欧元区 PMI



欧洲央行在 2018 年经历了行长的换届，新行长拉加德在上任前普遍被市场认为可能会加大宽松的力度，但是在最近一次议息会议上欧洲央行展现出了较为中性的态度，短期内采取按兵不动的姿态。

展望 2020 年，欧洲预计将会维持较为宽松的政策。在存款利率已经降至 -0.5 的水平下，未来可供其下降的深度已经不多，因为利率如果下降至较低的负值容易导致银行盈利压力增大，逐渐不堪重负。而压力逐渐增大的银行或提高贷款利率来维持正常收益水平，这将会产生与宽松政策的刺激需求相反的作用。所以我们认为欧洲央行未来继续宽松的空间有限。

表格 2 欧洲央行议息会议时间表

议息会议	会议纪要
1 月 23 日	2 月 20 日
3 月 12 日	4 月 9 日
4 月 30 日	5 月 28 日
6 月 4 日	7 月 2 日
7 月 16 日	8 月 13 日
9 月 10 日	10 月 8 日
10 月 29 日	11 月 26 日
12 月 10 日	

资料来源：欧洲中央银行

三、 宏观事件

(一) 美国国债收益率倒挂

2019 年，美国经济的先行指标亮起红灯。10 年期和 3 个月期美债从 5 月持续倒挂逾两个月后，10 年期和 2 年期美债也自金融危机以来首次出现倒挂。美国国债收益率的倒挂被市场广泛认为是一种预警信号，预示着即将到来的经济衰退甚至经济危机。10 年期和 2 年期形成倒挂后，市场避险情绪高企，资金疯狂涌入避险资产，贵金属价格快速上涨。

从 1988 年至今，美债曾经在三个时段出现过 2 年期与 10 年期收益率倒挂的期限结构。第一次为 1988 年 12 月至 1990 年 6 月。在此阶段中，美国 10 年期国债收益率震荡下行，而 2 年期国债收益率高位上行，最高突破 9%，使得美国长短期债券收益率出现倒挂，最终随着短期国债收益率的下行，国债收益率曲线恢复陡峭。此阶段，虽然美国并未出现大的经济危机，但其经济增速也出现了大幅的下滑。第二次倒挂间开始于 1998 年 6 月，至 2000 年 12 月底结束。在此期间倒挂呈现不同特点。开始阶段 2 年期国债收益率与 10 年期国债收益率均呈下行态势，但长端利率下行幅度较大，导致长短期利差逐步收窄。而 2000 年初，短期债券收益率上行，而长端债券收益率则相对平稳甚至下行，导致二者利差收窄并再次出现倒挂。随后，随着长短期债券收益率的下行，其中短期下行较快，国债收益率曲线逐步恢复陡峭。此次债券收益率曲线趋平先于 2000 年初美国爆发的互联网投机泡沫破裂危机。第三次倒挂始于 2005 年 12 月底，间断式持续至 2007 年 6 月，本次收益率曲线倒挂主要源自于美联储加息导致的短端债券收益率的迅速上行。若以 10 年期和 2 年期美债利差低于 100BP 作为长短端利率曲线趋平的划分，则此次收益率曲线平坦化的持续时间较此前两次更长，收益率曲线趋平提前于美国次贷危机的爆发 1 年多时间。如果长期利率市场对经济的预期是正确的，那么利差倒挂就是对经济衰退即将来临的准确预警信号。从布雷顿森林体系解体后的历史（1971 年之后）来看，长期利率市场对经济衰退所做出的历次预言都实现了。在美联储持续降息后，短端利率快速降低，长端利率的走低远不及短期利率来得快。自 10 月初开始美国国债长短端利率倒挂的情况已经完全修复，现在短端利率维持在 1.6% 下方，而 10 年期长端利率处于 1.7% 上方。展望 2020 年，美联储在最近的一次会议中表示并不会急于继续采取降息操作，但是在来年大概率继续采用较为宽松的货币政策，长短期利率倒挂的情况应该不容易再次出现。

图表 13 美国国债收益率



(二) 全球贸易摩擦

2019 年全球贸易摩擦的持续发酵对贵金属市场产生了很大的影响，而这其中最主要的两国便是中国与美国。在中美两国的贸易摩擦中美方主要观点有四条：

- 美国对华贸易逆差过大，冲击美国国内就业和制造业。
- 美方认为中国未能履行加入 WTO 时的承诺，长期侵犯美国企业知识产权。
- 美方认为中国在多个领域实施产业政策，提供政府引导。
- 中国并没有按照美国设想的那样走向西方式的市场经济和民主道路，反而沿着自己的道路越走越远。中美经贸关系从互补走向竞争。

然而中国表示：

- 中美贸易关系本质上是互利共赢的，中国处于产业链的中低端，形成了“顺差在中国、利润在美国”的局面；
- 中国认真履行了加入 WTO 时的承诺，大幅削减关税至世界范围内的较低水平；
- 美国对中国在高科技领域长期封锁，对中国企业赴美投资歧视性审查，这些都是不公平的。
- 美方滥用贸易救济措施，自 80 年代以来至 2018 年 6 月，美国对中国正在执行的“双反禁令”多达 164 个，是遭受美国双反最多的国家，

超过第二名到第八名国家遭受禁令之和。

客观上看来，中美贸易摩擦一方面是由于巨大的贸易逆差和现有的产业链结构导致的分歧；另一方面是美国霸权主义对新兴崛起大国的遏制。自从 2017 年 8 月美国对中国发起 301 调查至今，贸易摩擦已经持续超过两年时间，市场消息时好时坏可谓是波折不断。2019 年 5 月美国再次对中国施压，将关税提高，中方也给予了快速的回应，提高了对美关税。截至 12 月初，市场再度传出贸易摩擦缓和的消息，市场反应也十分明显，当天以股票为首的风险市场快速走强，贵金属回落。展望未来，我们认为在 2020 年中美两大国之间的贸易摩擦问题依然会影响着全球金融市场，从避险角度来看贵金属依然有配置的价值。

(三) 美国大选

2020 年美国将进行 4 年一度的大选。4 年前美国现任总统特朗普成功当选的，当时贵金属价格产生了较大的波动。此次大选是否会对金融市场产生较大的影响，投资者应给与较高的关注。2020 年美国大选时间为 11 月 3 日。

四、 白银实物供需

虽然白银与黄金统称为贵金属，且其都具有较高的金融属性，但是白银相比黄金具有更高的商品属性。在全球，白银的实物需求包括工业需求，偏向消费的银饰需求和偏向投资的银币银条需求。工业需求无疑是需求量最大的，较大的工业需求将白银价格与世界经济情况更加紧密连接在一起。当经济情况走弱时，白银工业需求下降会导致白银价格支撑减弱。银饰是第二大领域，占比约为 20%。偏投资的银币银条占比约 18%，位居第三大领域。根据 Metals Focus 预测，2019 年全球银需求量预计维持稳定，其中银制品投资和银饰银器需求将会分别增加 3%和 4%，但是工业需求将会降低。

白银工业领域的应用较多，其中电子电气、焊料、影像和光伏是主要的领域，分别占全球白银 2018 年工业消费量的 43%、10%、7%和 14%。由于受到中美贸易摩擦升级的影响，电子电气的消费在 2019 年预计小幅减少，这也与全球经济增长放缓的节奏相符。虽然白银在电子工业上的需求有所减少，但是在汽车领域白银的需求值得关注。随着汽车技术的发展，车上传感器的需求出现了较大幅度的增长，这提高了白银的需求量，同时新能源汽车的崛起也带动了白银的使用量。光伏领域作为未来能源发展的重要方向，在 2019 年对白银的需求预计增加。2010 年-2018 年全球光伏发电总装机容量复合增速为 25%，在 2018 年底达到了 103GW，并且在 2019 年有望实现超过 10%的增长。这对白银需求无疑起到了持续的支撑。但是值得注意的是，白银作为贵金属，价格相比其他金属较高，所以在工业使用中的边际使用量呈现出逐渐减少的情况。Metals Focus 也表示，现有每瓦特的光伏发电量所需求的白银数量在近年来呈现稳步减少的趋势。作为白银需求的另一个分支，影像需求预计在 2019 年也会出现减弱。白银是制造胶片的重要感光材料，但是随着数码摄影器材的逐渐普及，白银在影像方面的需求持续萎缩，从 2010 年至 2018 年需求量几乎腰斩，预计未来仍不乐观。

白银的其他需求还有银饰和银币银条。银饰消费的情况会受到消费习惯和银价的影响，Metals Focus 预计 2019 年全球白银饰品的需求会达到 209.5Moz，相比 2018 年微升 3%。作为贵金属实物传统消费大国的印度在全球银饰消费站占比超过 30%，紧随其后的是泰国和中国，可以说亚洲对于贵金属饰品有着特殊的偏好。同时影响银饰的消费数量的还有价格。与其他商品一样，当价格上涨时需求量将会降低。银币银条方面，预计需求将会增长 7%达到 178.1Moz，这也是近三年来的最快增长水平。由于今年银价的增长，预计白银实物的投资在美国出现近四年来的首次增长。尽管以卢比计价时白银的涨幅较大导致印度方面的银币银条销售放缓，但是印度的白银实物投资需求依然展现出从 2017 年开始的持续复苏。

在 2019 年初始，多家重要矿产商预计矿产白银产量两会增加，但事与愿违。受到南美主要矿产区工会抗议和罢工的影响，Peñasquito 矿场的通道被封锁，叠加 Uchucchacua 银矿的出产品位降低的冲击，白银的供应在 2019 年预计小幅下降。根据 Metals Focus 的预测，总供给预计为 1,018.9Moz。供给方面最为重要的两个方面分别是矿产和回收银，矿产银在 2019 年预计减少 0.7%至

849.3Moz，而回收银预计产量增加 0.5%至 168.2Moz。可以说矿产银占据了白银产量的主导地位。

表格 3 白银供需平衡表

单位：百万盎司	2016	2017	2018	2019E	2018 同比	2019E 同比
供给						
矿产银	883.1	869.2	855.1	849.3	-2%	-0.7%
再生银	164.5	167.1	167.4	168.2	0.2%	0.5%
套保净供给额	-	-	-	0.3	NA	NA
国家央行净销售	1.1	1.0	1.1	1.1	2%	0%
总供给	1,048.7	1,037.3	1,023.7	1,018.9	-1%	0%
需求						
工业	490.3	515.7	514.0	513.5	-0.3%	-0.1%
影像	37.8	35.1	34.2	33.0	-3%	-3%
银饰	189.2	196.2	203.7	209.5	4%	3%
银器	52.3	57.7	65.4	67.9	13%	4%
实物投资	213.2	155.6	165.8	178.1	7%	7%
套保净需求额	12.0	2.1	8.7	-	310%	NA
总需求	994.7	962.6	991.7	1,002.1	3%	1%
供需缺口	54.0	74.7	32.0	16.5	-57%	-48%

数据来源：Metals Focus

五、ETF&CFTC 持仓情况

图表 14 黄金 ETF 持有量

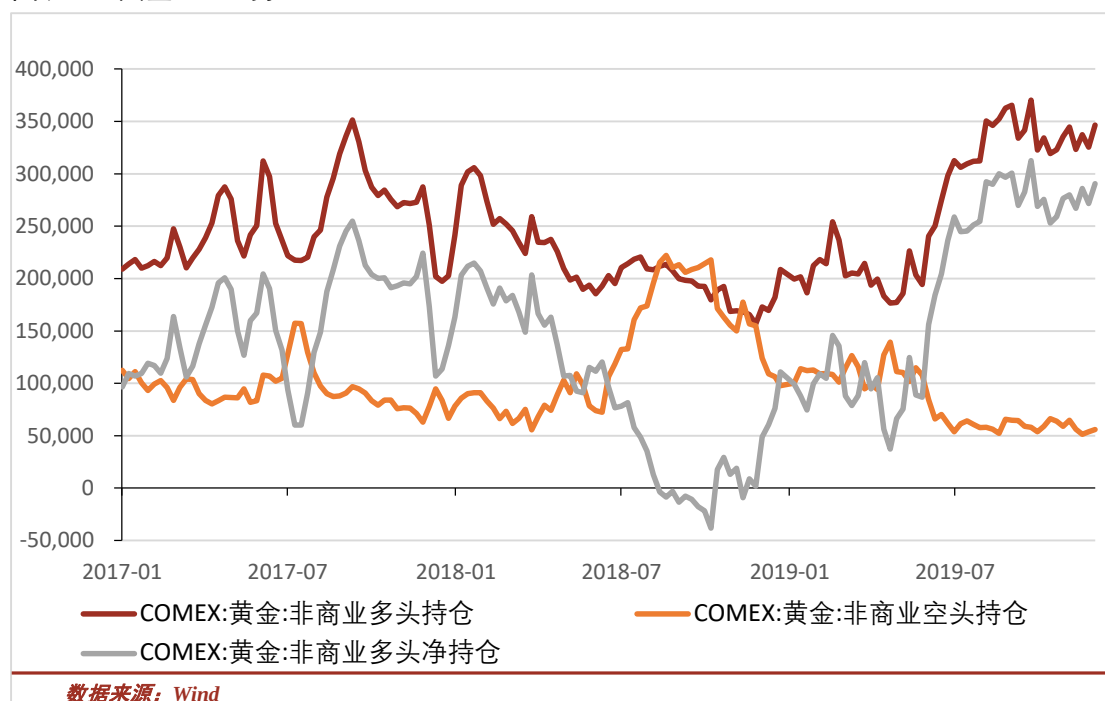


图表 15 白银 ETF 持有量

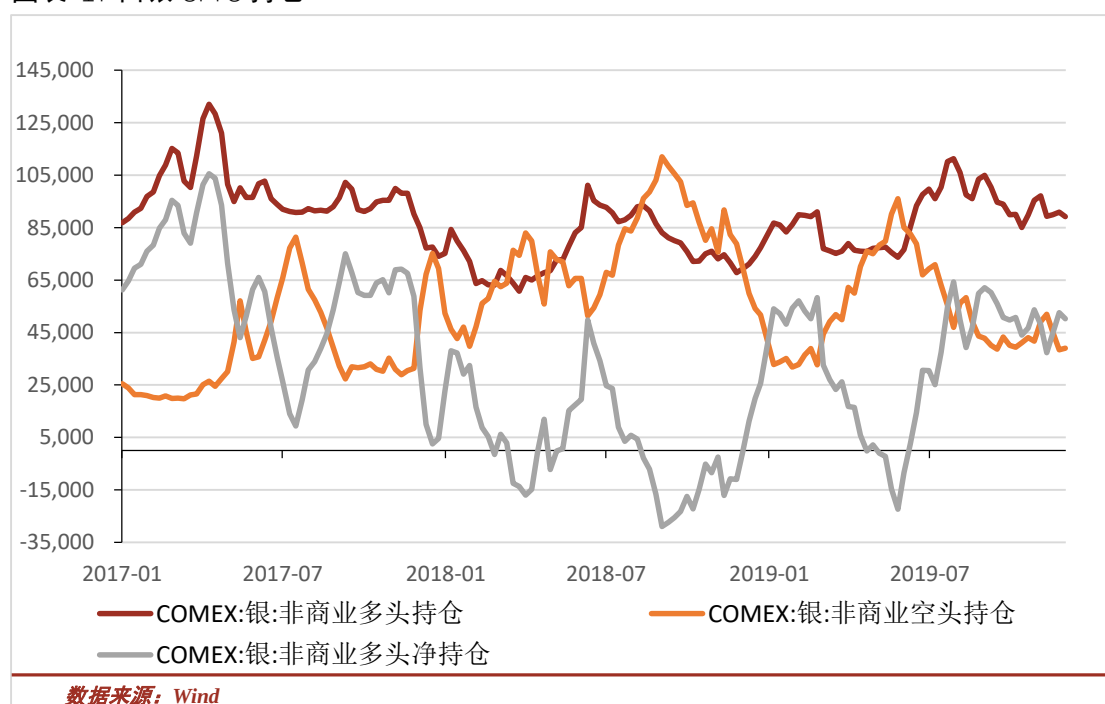


随着快速上涨的贵金属价格，黄金和白银 ETF 的持有量也快速攀升，今年 9 月 25 日达到近两年的最高点 924.94 吨。截至 12 月 11 日 SPDR 黄金 ETF 持有量为 886.22 吨，相比去年年末上涨 12.52%；白银 ETF 持有量也是同样增加，截至 12 月 11 日 SLV 白银 ETF 持有量为 11,371.61 吨，同比上涨 15.25%。

图表 16 黄金 CFTC 持仓



图表 17 白银 CFTC 持仓



CFTC 报告显示, 截止 12 月 3 日 CFTC 黄金非商业净多持仓为 290,705 手, 同比增长 161.93%; 多头相比去年同期增加 66.10%至 346,525 手, 空头减少 42.83%至 55,820 手。整个 2019 年黄金 CFTC 多头呈现出了快速增加的走势, 空头持仓持续减少, 净多头持仓达到了近几年的最高点。白银多头持仓虽然有所增加但是净多头却维持在了年初水平。综合来看, 期货市场上的投机资金绝大部分都看多黄金, 黄金的看多的市场氛围达到了近年来的最高点。

六、 回顾与展望

回顾 2019，贵金属价格在年中开启快速上行，我们认为一方面是因为全球经济增长放缓，美国经济在去年加息后增速同样降低，美联储在开启降息后货币边际宽松帮助贵金属价格上涨。另一方面中美贸易摩擦一度较为激烈，也带动了市场的避险情绪。

预计 2020 年金价将持续上涨，白银更具价格弹性。全球经济增长放缓已经是不争的事实，全球各国尤其是新兴国家在今年下半年进入快速宽松期。在持续宽松的货币政策下欧洲经济预计企稳，美国经济在今年的连续降息的刺激下有所反弹，但是来年随着关税问题的继续影响叠加财政刺激的边际效应减弱或将导致消费回落，美国经济或将再度面临一些压力。在全球央行降息的背景下预计 2020 年维持流动性宽松，再加上全球贸易争端的影响，预计贵金属价格维持强势。金银比可能从高位回落，白银具有更大的韧性。

铜：2020 铜价走势整体乐观

一、行情回顾

2019 年沪铜整体处于 2017 年以来的下行趋势之中。上半年铜价持续走低，震荡下行，直到 7 月初创下 45640 的低点后，沪铜进入区间震荡行情。下方 46000 存在明显支撑，每当跌破 46000 点支撑后，均会快速反弹。下半年沪铜在 46000-48000 之间持续震荡。直到 12 月，在美国经济数据好转和中美谈判出现曙光的支撑下，沪铜快速上涨，一周内暴涨 1700 点，站上 49000 点，至此，沪铜完全突破下行趋势。

中长期来看，自从 2011 年跌破 55 周均线后，55 周均线就成为沪铜反弹行情的临界点。19 年 4 月、7 月和 9 月中旬沪铜一度接近 55 周均线，但最终都在均线附近受阻回落。国庆节后沪铜震荡走高，12 月 9 日破位上涨创 7 月以来新高。中期受到中国基建投资和智利暴乱预期支撑，铜价易涨难跌。若有中美谈判消息配合，有望形成中期上行趋势。

图表 18 沪铜价格走势



资料来源：文华财经

而 2019 年全球宏观经济形势动荡，汇率波动较大。在汇率的影响下，伦铜波动幅度大于沪铜。2019 年上半年伦铜大幅震荡，冲高回落。而 4 月-9 月持续下行，晚于沪铜见底，9 月创出 5518 美元的低点。此后一路震荡上行，至 12 月回到 6100 美元上方。

图表 19 伦铜价格走势



资料来源：文华财经

伦沪铜走势分歧的主要原因有两点：首先，2019 年人民币大幅波动，汇率因素对铜价造成较大影响。其次 5700-5800 美元达到欧美炼厂的成本区间，伦铜走势在 5700 美元附近受到较强支撑。5700 附近成本支撑和国内沪铜的 46000 点支撑存在较大升贴水。

但需要注意的是，19 年 12 月伦沪铜大涨后，都站上了 55 周和 89 周的中期强弱分界线，沪铜的技术形态更为鲜明。预期 2020 年沪铜大概率从当前的弱势行情中走出，进入震荡抬升的慢牛行情。

二、国内宏观经济情况

(一) 中央经济工作会议强调“稳”字当头

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，是实现第一个百年奋斗目标的决胜之年，也是脱贫攻坚战的达标之年。

2019 年 12 月 10 日至 12 日，中央经济工作会议在北京召开。会议总结 2019 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2020 年经济工作。

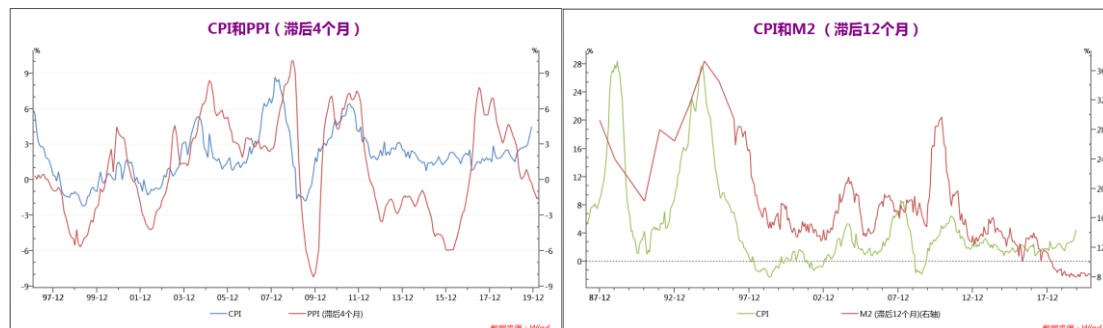
会议认为，今年以来，全党全国贯彻党中央决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，扎实做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，生态环境质量总体改善，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破，人民群众获得感、幸福感、安全感提升，“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得新的重大进展。

会议指出，实现明年预期目标，要坚持稳字当头，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。梳理发现，此次会议多次提到了“稳”，包括稳中求进、稳增长、保稳

定、稳字当头、宏观政策要稳等等。

(二) 2018 年中国物价水平基本稳定

图表 20 中国通胀

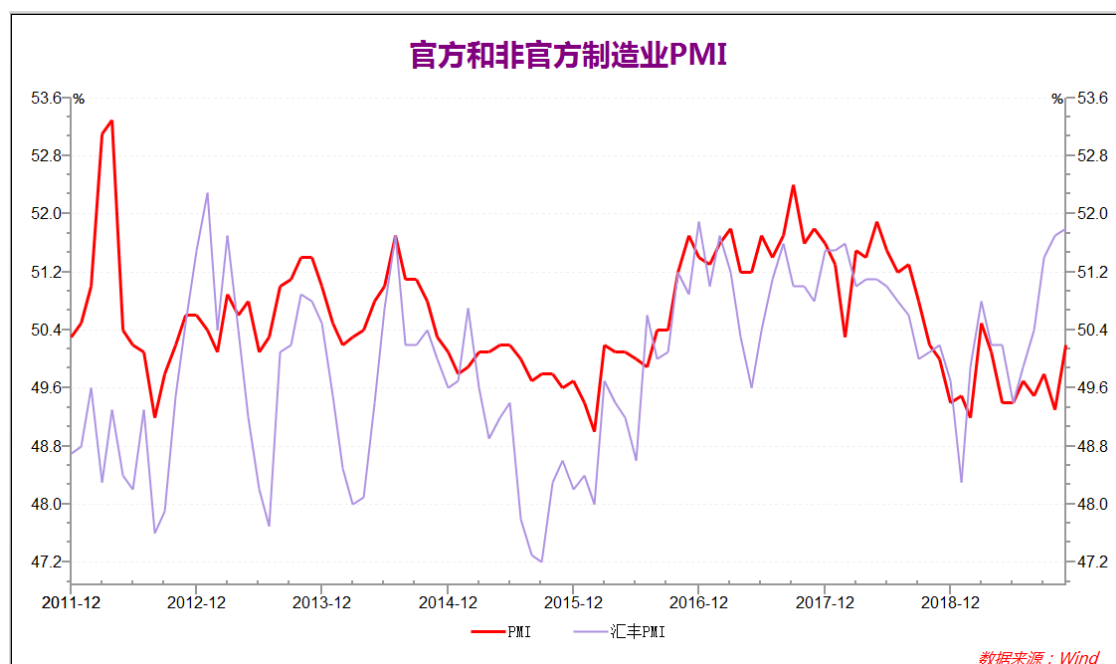


由于 2019 年国内猪肉价格暴涨，带动 CPI 物价指数大幅上涨，11 月同比上涨 4.5% 创出了 2012 年以来新高。而相对的，PPI 数据却持续走低，下半年多数时间处于同比下降状态。而国内资金面整体保持稳定，M2 数据年内均在同比增长 8.2% 附近波动。预计来年国内资金面整体延续稳定，货币政策不会大幅收紧，但也不会明显放水。

(三) 中国 2019 年制造业数据逐渐复苏

国内制造业 PMI 数据从 2018 年下半年开始持续走低，而 2019 年内上半年基本稳定。下半年财新制造业 PMI 率先走强突破 50 的临界点，至 11 月，官方制造业 PMI 也大幅走强站上 50 的临界点，国内制造业明显复苏。

图表 21 中国 PMI



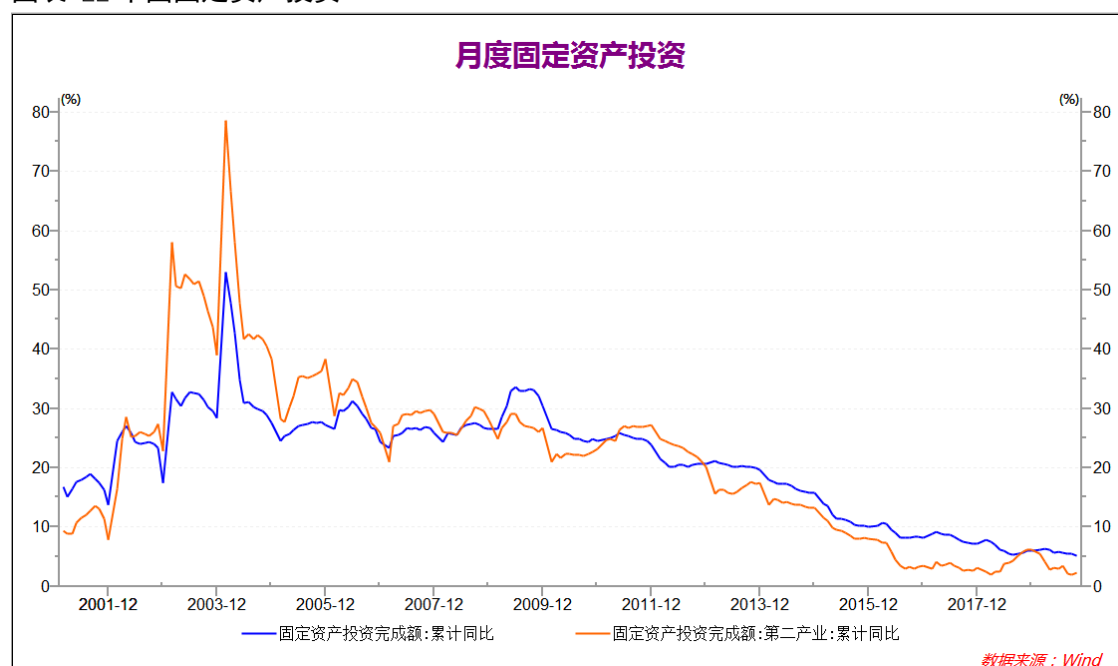
在 9 月官方和财新制造业 PMI 出现分歧的情况下，10 月差距继续扩大，官

方制造业 PMI 报 49.3，而财新制造业 PMI 报 51.7。财新制造业 PMI 大幅上行，可能预示着三季度国内经济出现好转。11 月官方制造业 PMI 大幅反弹站上 50 的临界点，而财新制造业 PMI 延续高位，国内经济复苏迹象再度确认。

预计 2020 年在人民银行通过 LPR 变相调低国内贷款利率支撑实体经济的情况下，国内制造业仍会持续当前逐渐复苏的态势，对有色金属产生正面作用。

(四) 全国固定资产投资仍较弱

图表 22 中国固定资产投资



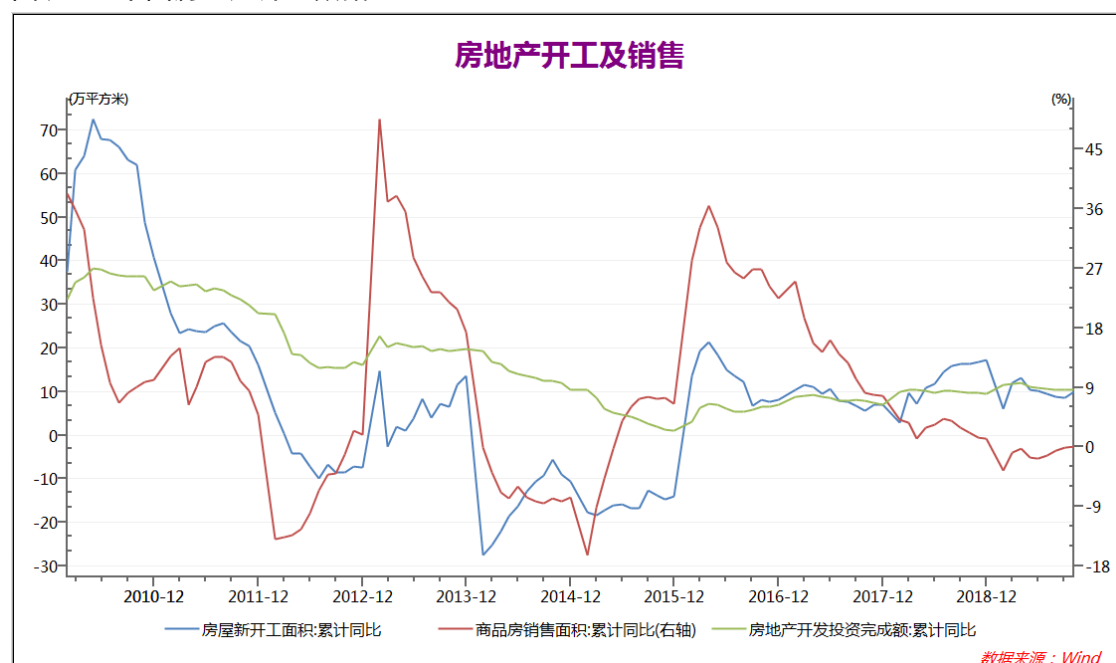
2019 年上半年，随着经济下行压力继续增大，固定资产投资增速也创下新低。固定资产投资的增速降低反应了中国企业扩大生产的动力很弱，投资拉动比较弱，中国经济转型仍处于较为脆弱的平衡之中，但下半年国内出台多项经济刺激政策，并重点推出政策支撑汽车行业，在消费带动下，下半年固定资产投资逐步走稳，预计 2020 年国内固定资产投资可能仍然较为稳定。

三、 重点相关产业分析

(一) 房地产行业整体较为稳定

在政策引导下，房地产市场基本稳定。3-4 月房地产相关数据温和回升，而 5-6 月房地产相关数据均表现出了明显的回落，7-9 月房地产开发投资和新开工面积继续回落，销售面积略有上升。10 月房地产销售和新开工面积明显回暖，而房地产开发投资基本稳定。国内房地产市场进入平稳运行状态，后市房地产行业对有色金属需求支撑力度不足。

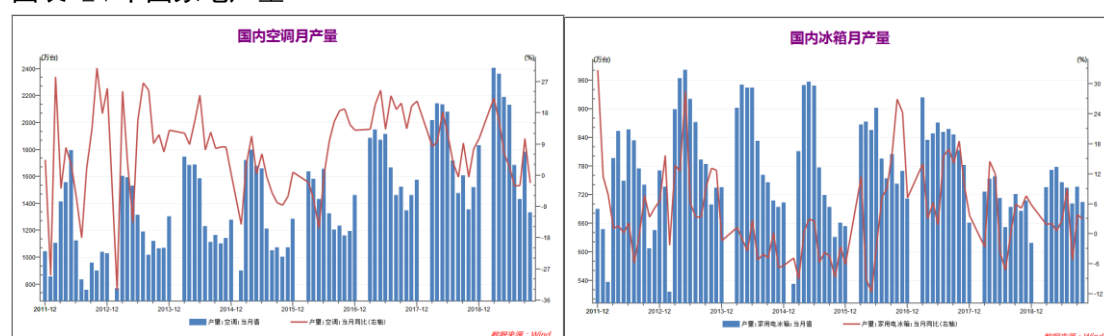
图表 23 中国房地产开工数据



(二) 家电行业同比增速收窄

2019 年国内房地产市场进入平稳运行状态, 与之对应的是, 国内家电行业也感受到明显压力。空调行业在前些年的快速持续增长后, 今年走势明显变化。上半年国内空调产量延续高增长, 但下半年销量不足之下, 国内空调产量出现了大幅的滑坡。下半年有数个月份, 国内空调产量出现了同比下降的状态。另一方面, 国内冰箱产量近些年持续走弱。2019 年国内冰箱产量仍然低迷, 同比产量较去年较为稳定。预计 2020 年国内家电行业景气程度仍然不足, 对有色金属需求产生一定影响。

图表 24 中国家电产量

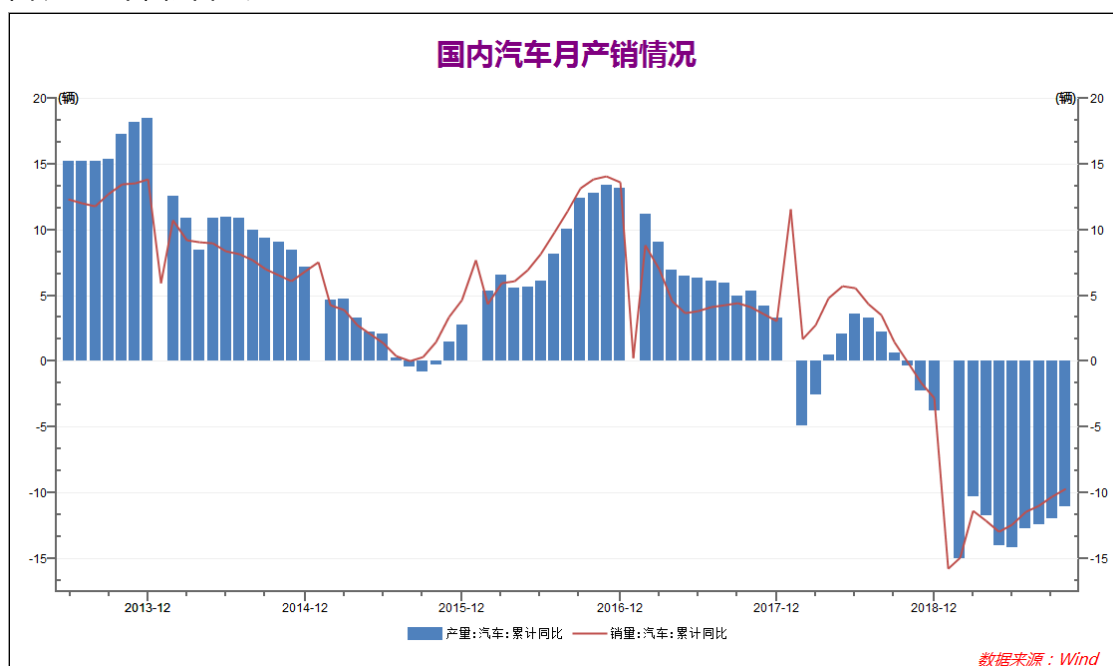


(三) 汽车行业同比降幅收窄

由于汽车购置税优惠取消, 国产汽车产量出现了明显的下滑。19 年国内汽车产量连续处于同比下跌 10% 以上的情况, 中汽协, 1-10 月汽车销量同比下降 9.7%。据乘联会数据, 中国 11 月份狭义乘用车零售销量同比减少 4.1%, 连续

第 5 个月下跌。但降幅继续收窄，政策效果显现，需求略有好转。

图表 25 中国汽车销量

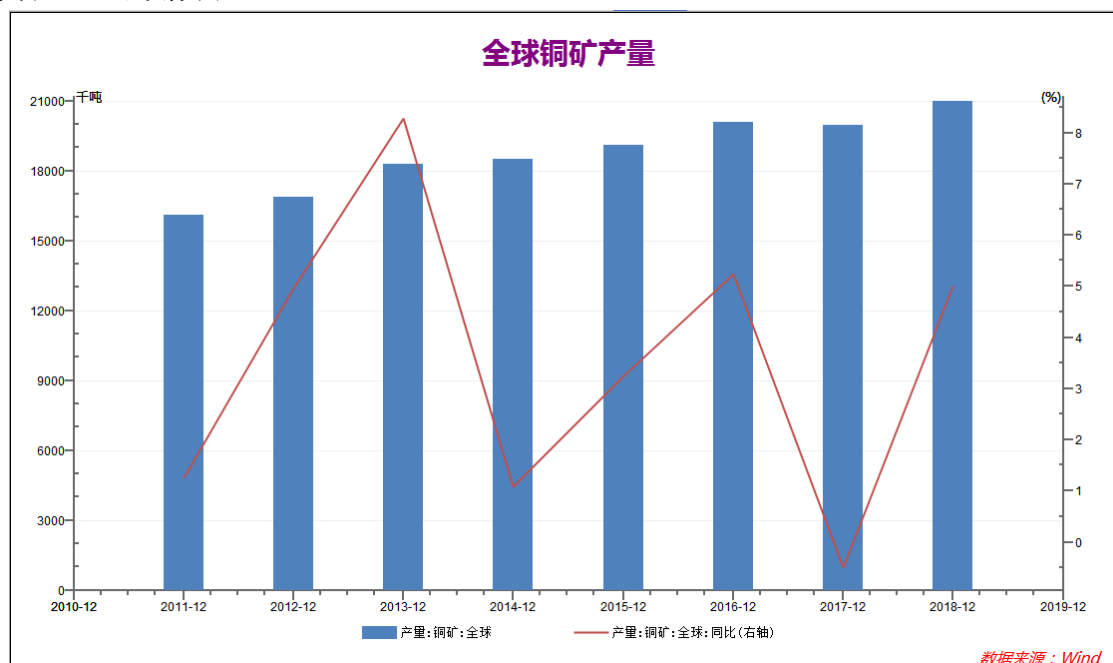


四、 供需状况分析

(一) 全球铜矿产能增速回落

本轮铜矿扩产周期已经结束。铜矿周期性特征很明显，总体看，如果需求增速快于供应，则价格上涨。2011 年-2016 年，全球铜矿石产量持续走高，每年同比上升在 5% 左右。2017 年开始，全球铜矿产量出现了一定的波动，2017 年全球铜矿产量同比下降 0.5%，而 2018 年全球铜矿产量较 2017 年同比上升近 5%。整体而言，全球铜矿石供给增长并不明显，考虑到 2017 年的增长停滞，后续全球铜矿产量存在一定不确定性，2020 年全球矿石供给整体较紧。

图表 26 全球铜矿产量



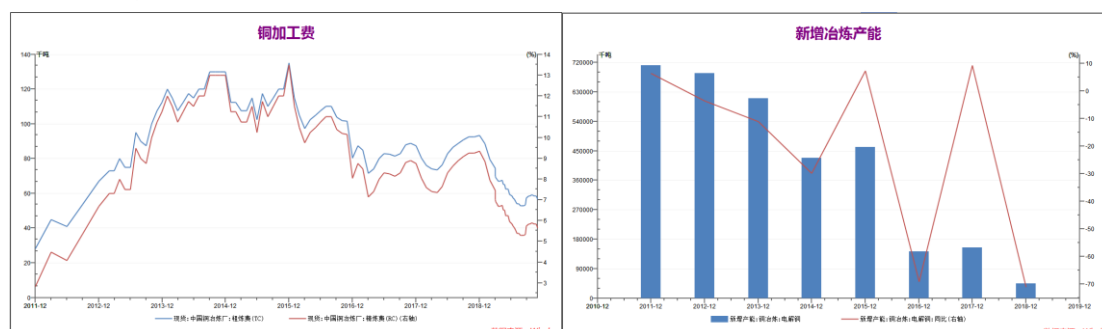
2019年下半年,全球最大铜矿石产出国——智利,出现了大范围的暴乱,对全国的社会稳定造成了巨大影响。目前智利声称暴乱并未影响到国内铜矿山生产,但11月codelco公布3季度矿山铜产量同比下降6.7%,市场对智利铜矿山生产存在忧虑。目前全球铜矿石供给保持紧平衡的情况下,一旦2020年智利铜矿石供给出现问题,将大规模影响铜价走势。

(二) 铜冶炼产能相对过剩,市场供应充裕

冶炼产能方面,2000-2016年中国铜粗炼和精炼产能增长迅速,其中粗炼产能从105万吨增加至650万吨,精炼产能从169万吨增加至1087万吨,明显精炼产能增长速度更快。2016-2020年,中国铜冶炼产能扩张速度将明显减缓。

从2016年,铜加工费达到高峰后,近年来铜加工费持续下行。今年11月的LME周上,一份对分析师、交易商、矿商和冶炼商的调查结果显示,由于精矿供应紧俏,2020年铜精矿粗炼费(TC)基准价格预计将较今年下滑至少13%,至每吨60-70美元。

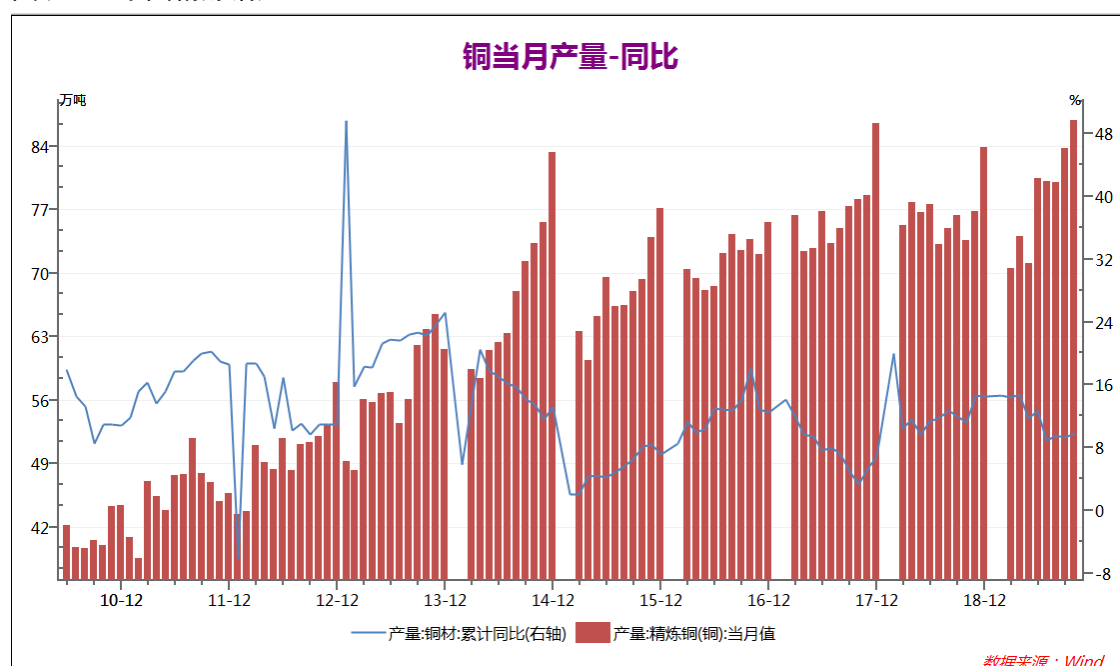
图表 27 铜产能



经过前些年的产量暴增后,17年-18年铜铝产量基本保持平稳。9月精炼铜

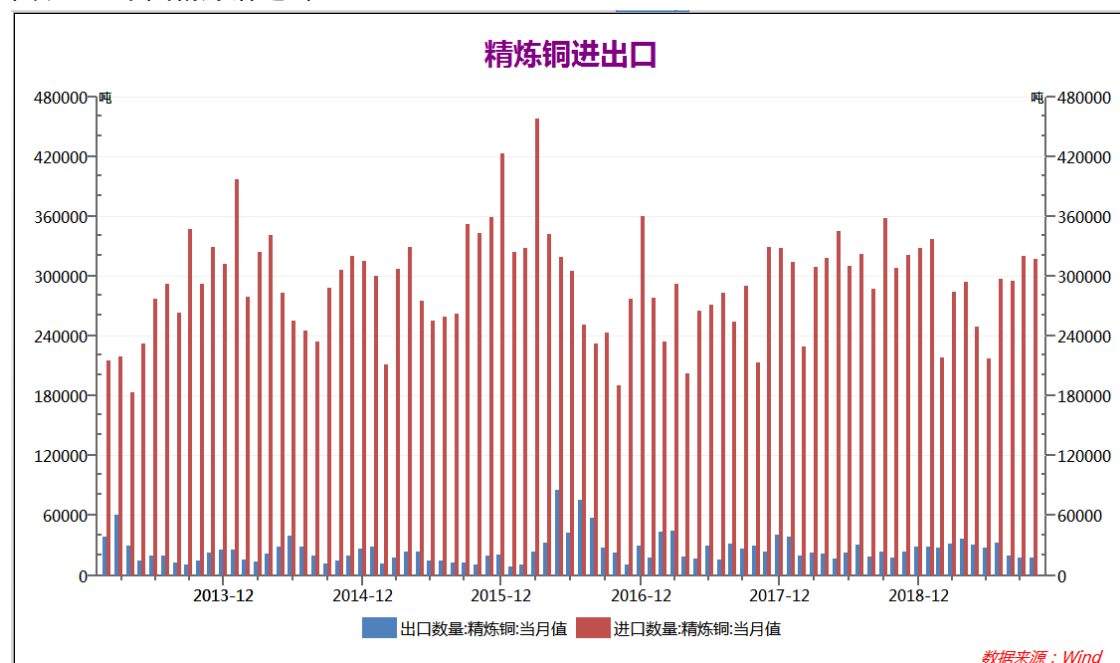
产量继续上升，1-9 月同比去年上升 9.3%，铜供应充裕。10 月国内精炼铜产量创出 18 年以来月度新高，1-10 月国内铜材产量同比上升 9.8%，铜供应仍然稳定。

图表 28 中国精炼铜产量



(三) 中国精炼铜进口量增加迅速

图表 29 中国精炼铜进出口



进口废铜在 2013 年达到峰值后逐步减少，并且根据国家最新出台的相关规定废铜进口将受到极大限制。与之对应的就是，国内铜精矿的进口出现了明显增加。2018 年铜精矿进口持续走高，并在年末达到峰值，精矿进口显示国内需

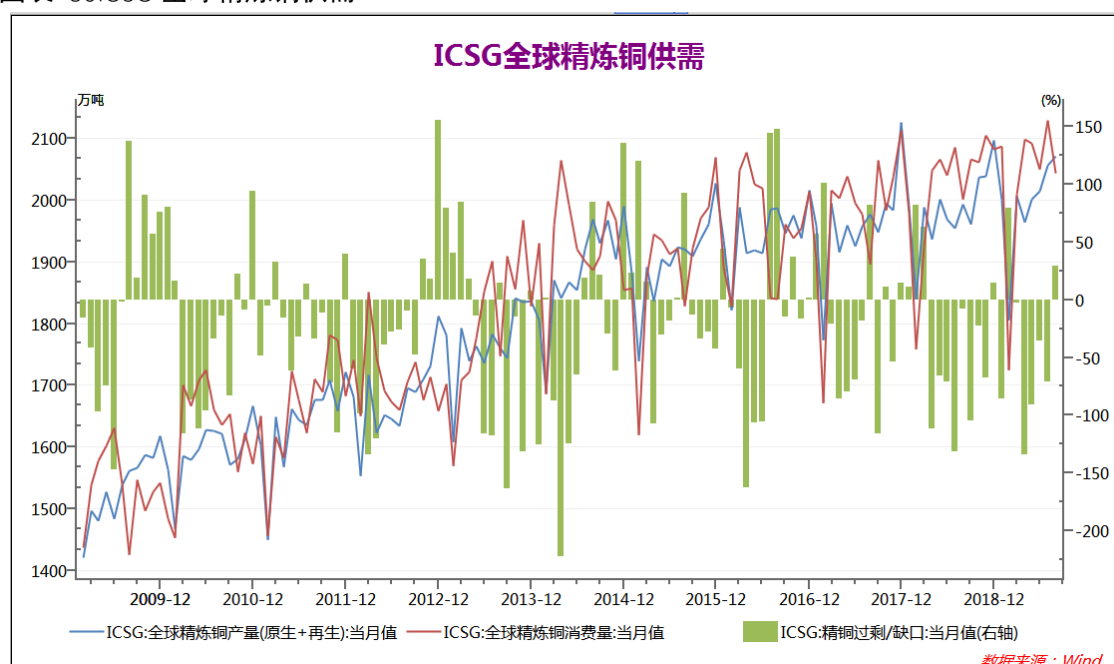
求情况较好。而 2019 年国内精炼铜进口的数据也与国内的经济情况出现明显的对应关系，上半年国内经济下行压力较大，精炼铜进口明显低迷，而下半年经济情况好转后，精炼铜进口也出现了明显增长。预计 2020 年随着国内经济复苏，国内铜需求可能逐步好转。

(四) 铜需求增速持续放缓

从全球各地区精铜消费变化看，中国是首屈一指的消费大户，占全球消费比重接近 5 成，而全球其他地区目前仍未发现新的增长点。美欧日等发达国家消费平稳，而同为人口大国的印度铜消费少的可怜，虽然印度保持较高的经济增速，但在如此低比例的铜消费下，至少 3-5 年对全球铜消费增长贡献作用依然较小，中国仍然是铜消费增长的主要拉动者。

根据 ICSG 调查的全球铜供需情况，2019 年全球共供需整体仍然较为平衡。上半年至 7 月，全球铜供需整体延续小幅缺口，而 8 月全球铜供需小幅过剩。预期 2020 年全球铜供需大概率延续当前紧平衡状态，若供需任意一端出现波动，将可能明显影响铜价。

图表 30 ICSG 全球精炼铜供需



五、 2020 铜价走势整体乐观

2020 年，中国大概率延续稳中求进总基调，中国宏观经济情况延续稳定。19 年国内资金面大概率延续中性。2020 年美国经济焦点在于：年末大选压力之下，特朗普是否会推动美国国内进一步的经济刺激行动。另一方面，美联储货币政策是否延续，20 年是否继续降息，将对全球市场产生极大影响。

2020 年中国农历新年假期在 1 月下旬结束，工地、工厂复工需要到 2 月，企业备货力度将在 1 月出现明显反应。另一方面，12 月铜价跳空快速大涨，沪铜站上 49000 点，后续需要一段时间的震荡巩固当前价格区间。预期 12 月至 1 月上旬，铜价大概率在 5 万点以下震荡运行，为来年积蓄力量。而 1 月中旬春节备货行情开启后，可能带动铜价新一轮上行走势。

铜供给方面，2020 年预计铜矿石供应仍然偏紧，更加存在智利铜矿石供应的不确定性。而精炼铜层面，国内产能仍然充足，精炼铜一端供给无忧。2020 年大概率延续 19 年格局——供给充足，但成本方面不确定性较强。

需求方面，全球需求看中国，目前需求处于高增速向低增速转变过程中，需求端仍然处于疲软的状态；2017 年由于受到空调产销两旺的推动缺乏延续性；同时新能源汽车的消费增速小有亮点但对于整体贡献极小，还不能改变需求不利格局。

综上所述，整体上我们对 2020 年全球铜价较为乐观。全球经济刺激政策频出提振基本面，2019 年铜价从上半年下行趋势到下半年 46000-48000 区间震荡行情，2020 年可能有所好转。同时在矿石供应不确定性和原材料成本提升下，对铜价下方存在支撑。预期 2020 年沪铜可能走出震荡中缓步上扬的行情，价格中枢将可能持续抬升。

铝：需求不乐观，一季度沪铝淡季依旧

一、行情回顾

2019 年沪铝整体呈现出宽幅震荡的行情。19 年 1 月沪铝走出了年内最低点 13230,2 月份快速站上 13500 后年内就再未跌破 13500。这一段弱势行情主要由人民币的持续走强和一季度的传统淡季（19 年淡季行情明显）造成。此后沪铝震荡上涨，至 5 月到达年内次高点 14420。在山东氧化铝厂被台风袭击的消息刺激下，沪铝走出前期低谷。7 月-9 月，沪铝整体延续强势行情。9 月传出印尼限制铝土矿出口的消息，以及国内可能调整绿色建筑国标，市场预计国内铝需求可能在数年内快速放大，刺激铝价一度大涨。但由于缺少后续消息，而且中国 8 月经济数据全面不及预期，沪铝震荡回落。此后，沪铝整体延续 13700-14100 区间震荡行情。

中长期来看，自从 2011 年跌破 55 周均线后，55 周均线就成为沪铝反弹行情的临界点。随着贸易纠纷持续激化，铝价再度跌破 55 周均线和 89 周均线支撑，中期沪铝略微处于弱势行情中。

图表 31 沪铝价格走势



资料来源：文华财经

而伦铝的走势略有不同，伦铝的走势明显更弱，且前三季度持续走低屡创新低。主要由于 2018 年美国制裁俄铝集团，LME 停止接受俄铝注册仓单，市场一度较为紧缺。但进入 2019 年后，美国态度松动，俄铝产品再度流入市场，外盘市场供应充裕，导致铝价持续走低。

图表 32 伦铝价格走势



伦沪铝走势分歧的主要原因有两点：首先，2018年人民币大幅波动，汇率因素对铝价造成较大影响。其次俄铝受制裁对外盘造成影响较大，2019年中国铝出口同比明显放缓。

但需要注意的是，沪铝和伦铝18年均跌破了55周/89周均线的中期强弱分界，伦铝和沪铝都进入了中期弱势行情，若无明显利好刺激，铝价可能在2020年整体延续弱势或区间震荡行情。而对于沪铝来说，一季度的传统淡季行情2020年可能再度出现，一季度铝价走势不容乐观。

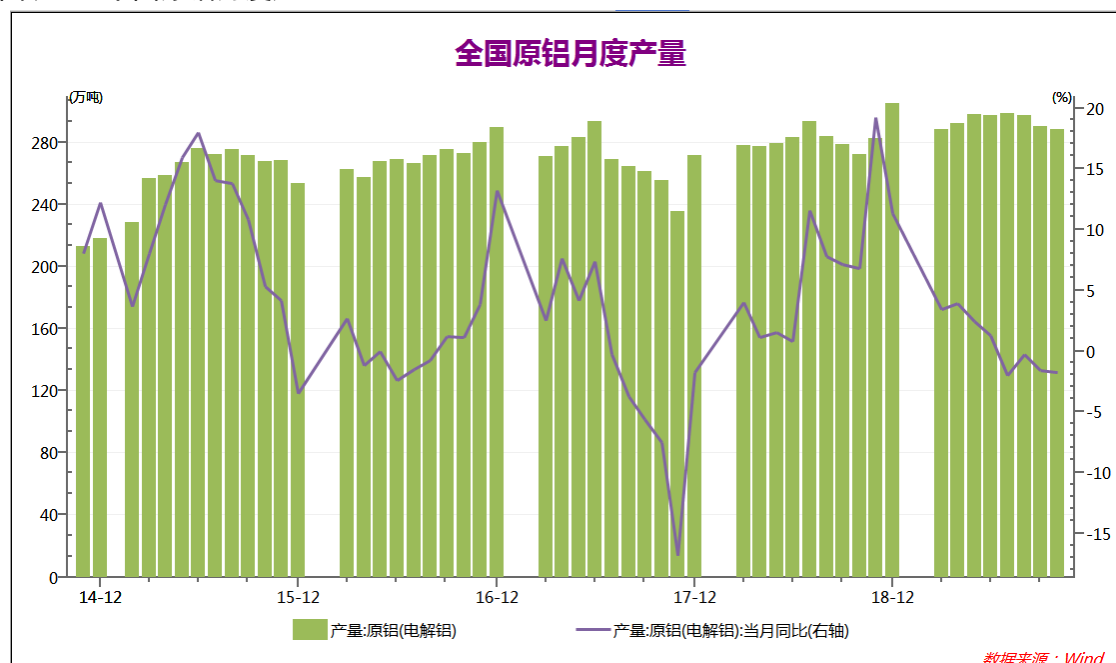
日线上，沪铝近期随铜价反弹，回到14000附近，但国内今年环保政策不足，沪铝基本面缺少明显支撑，上方14000点存在较强压力，短期上方空间有限。

二、 供需状况分析

（一） 国内铝产量居高不下

经过前些年的产量暴增和供给侧改革后，18年-19年铝产量基本保持平稳。17年末铝产量大幅波动，但减产效果不持久。18年国内铝产量全年维持在高位。2019年冬季供暖季环保力度不足，铝产量依然较高，且全年产量稳定。

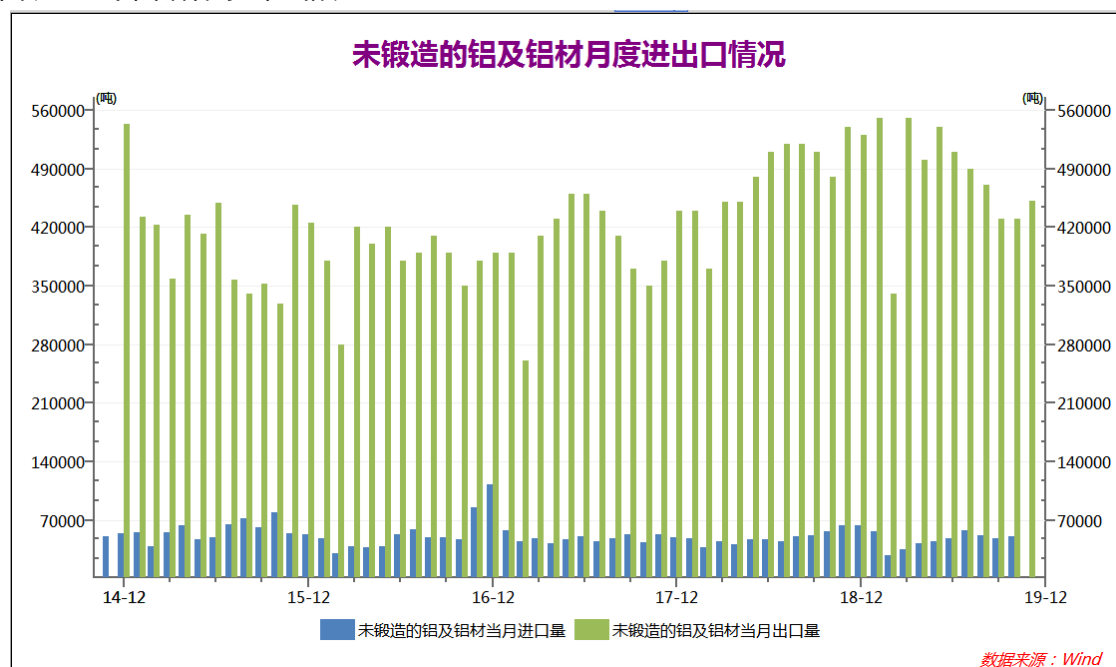
图表 33 中国原铝月度产量



(二) 铝材出口压力较大

2018 年铝出口明显上升，是铝行业的一大亮点。但今年欧亚地区、阿根廷、越南、约旦等国对中国铝材的反倾销措施较为密集，出口环境变差使今年铝材出口量难以增长，年内铝出口持续下滑，国内铝行业现状不佳。

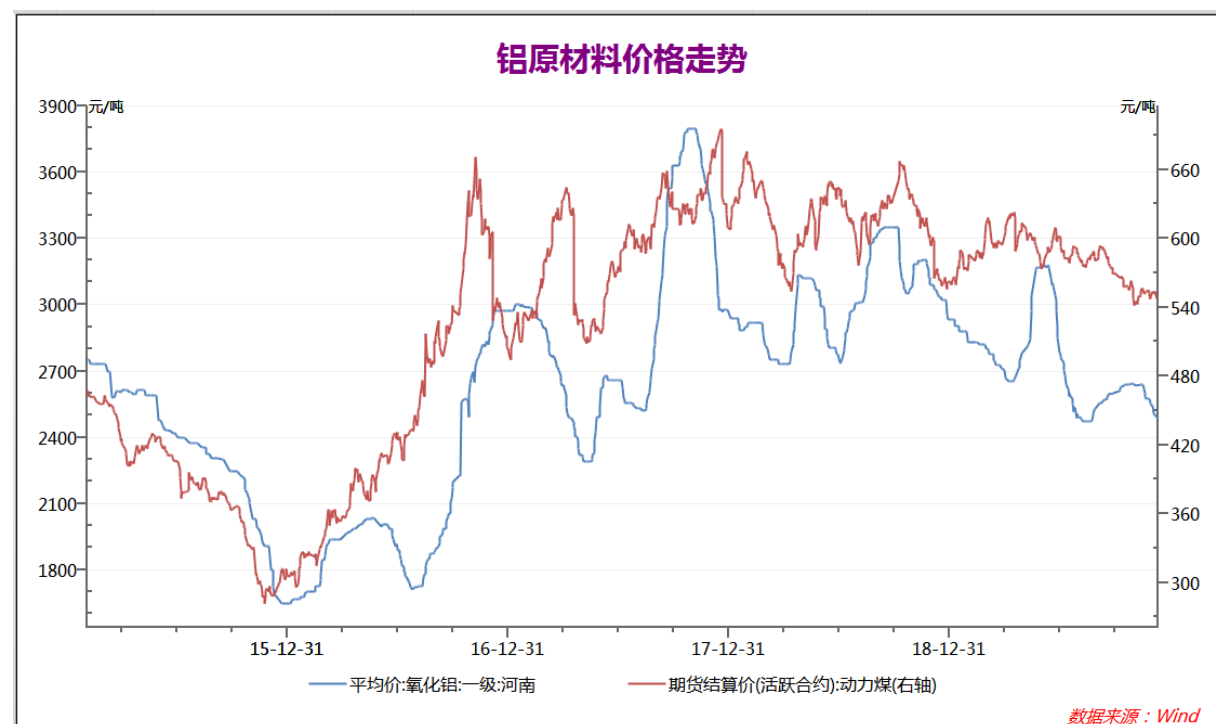
图表 34 中国铝材净出口情况



(三) 原材料价格下行影响国内铝价

由于国内外氧化铝产能扩大和复产，目前氧化铝供大于求局面明显，今年氧化铝价格震荡走低，较 17 年底的最高点已下跌超 30%。铝原材料价格持续下降对铝价也产生较大影响。

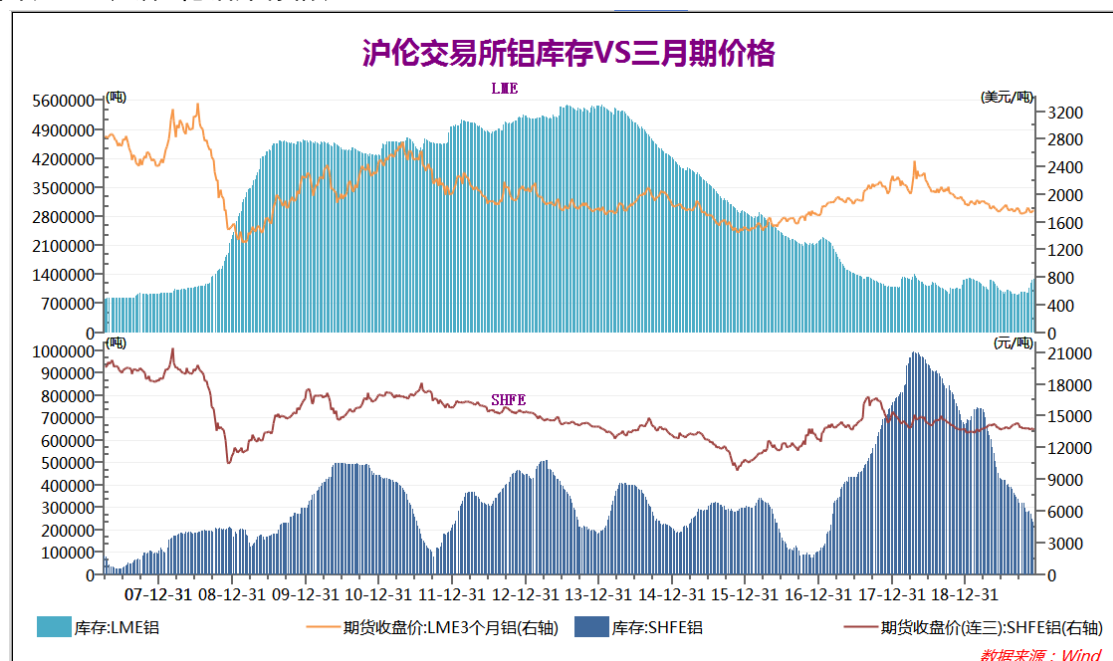
图表 35 铝原材料价格走势



(四) 库存对铝价存在压力

2018 年由于美国对俄铝的制裁，导致俄铝不能在 LME 注册仓单，所以导致了伦铝存在的快速下降，而与之对应的是，18 年下半年国内沪铝库存大幅上升。2019 年制裁解除后，国内沪铝库存快速下降。2019 年下半年，国内沪铝库存持续下降，但目前库存量较往年仍然较高。而伦铝库存从 11 月开始持续攀升，已接近 2017 年以来高位，库存对铝价影响偏负面。

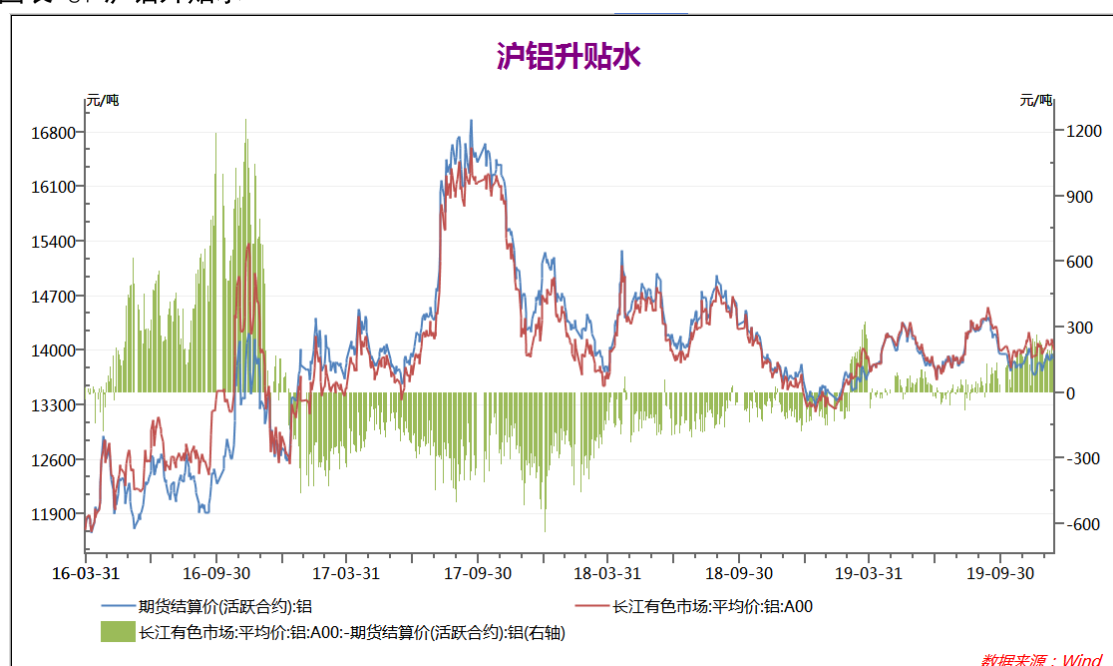
图表 36 沪铝&伦铝库存情况



(五) 升贴水暗示远期铝价信心不足

由于12月进入传统淡季，目前主力合约2002合约处于所有上市合约的最低价。近期现货铝价持续升水近200点。而2003合约开始，以后的合约呈现正向分布，表明3月开春后，市场对铝价存在信心。从升贴水看，今年春节淡季可能延续，一季度铝价走势不利。

图表 37 沪铝升贴水



三、 铝需求端存在较大压力，供给仍然宽松

2020 年，中国大概率延续稳中求进总基调，中国宏观经济情况延续稳定。19 年国内资金面大概率延续中性。2020 年美国经济焦点在于：年末大选压力之下，特朗普是否会推动美国国内进一步的经济刺激行动。另一方面，美联储货币政策是否延续，20 年是否继续降息，将对全球市场产生极大影响。

沪铝和伦铝 18 年均跌破了 55 周/89 周均线的中期强弱分界，伦铝和沪铝都进入了中期弱势行情，若无明显利好刺激，铝价可能在 2020 年整体延续弱势或区间震荡行情。而对于沪铝来说，一季度的传统淡季行情 2020 年可能再度出现，一季度铝价走势不容乐观。

锌：过剩局面延续 锌反弹沽空

一、锌市场行情回顾

图表 38 图 1 LME 锌日线图



2019 年国内外锌价整体呈下降趋势。分阶段来看：第一阶段，年初至 4 月份：年初，美联储释放鸽派信号、中国经济数据乐观。加上 LME 锌库存持续 19 以来的下降，国内也几乎没有锌库存，消费速度快于供给释放。宏观氛围向好和极低库存水平刺激锌价实现一波较大的反弹。LME 锌价从 2500 美元附近反弹至高点 2958，反弹幅度约 17%，沪锌指数从 20000 元附近涨到 23025，反弹幅度约 11%。

第二阶段，4 月份到 8 月下旬。4 月初开始，全球贸易摩擦，经济数据疲软，海外交仓情况不断，LME 库存开始连续数周上涨，锌价开始回落。5 月之后 LME 库存见顶开始缓慢下降，但国内冶炼产能的刚性约束逐渐解除，需求端未见明显好转，国内库存开始攀升，宏观面和基本面共振利空下，锌价继续下行走势，且跌破 2018 年以来的低点。LME 锌价从 2958 美元附近下跌至低点 2190，下跌幅度超过 24%，沪锌指数从 23025 元高点跌至 18415，下跌幅度超过 17%。

第三阶段，9 月上旬至 10 月底，在海外库存连续走低后，低库存给下跌后的锌价带来支撑，借势旺季需求预期的改善下，伦锌迎来一波涨势，但 10 月最终需求不及市场预期，伦锌创出下半年的高点后涨势结束。而国内锌供需面表现弱势，缺乏做多题材，在外盘带动下，沪锌仅呈现区间震荡走势。

第四阶段，11 月初开始，伦锌去库存化行为结束，伦锌库存开始低位反弹，LME 现货升水也开始回落。利多氛围消散后，投资者纷纷了结多头头寸，国内外锌价一路下行。伦锌一个月期间跌幅超过 12%，沪锌跌幅超过 7%。

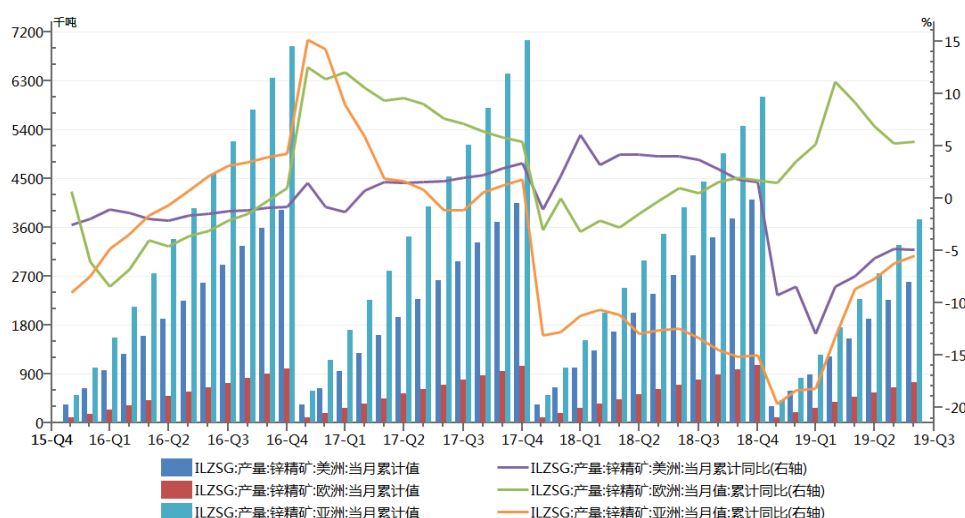
二、锌影响因素分析

(一) 全球锌精矿恢复性增长

2015-2017 年，产业矛盾主要集中在锌矿供给，导致锌价大涨，冶炼厂利润一直被压缩。随着海外矿山逐步复产、扩产，2018-2021 年锌矿供给宽松。2019 年全球矿山新增产能进入释放的高峰期，增量主要来源以下几个体量比较大矿山，包括 Vedanta 旗下的位于南非的 Gamsberg 矿山、印度的 Rampura Agucha 矿山、新世纪资源公司旗下 Century Tailings、嘉能可公司旗下 Lady Loretta 矿山以及 Boliden 公司旗下的 Garpenber。预计新增供应量在 57.5 万金属吨。2020 年仍有较多新增扩建投产，SMM 预计 2020 年海外矿山新增产能或在 64 万金属吨，新增供应量在 30-40 万吨左右。

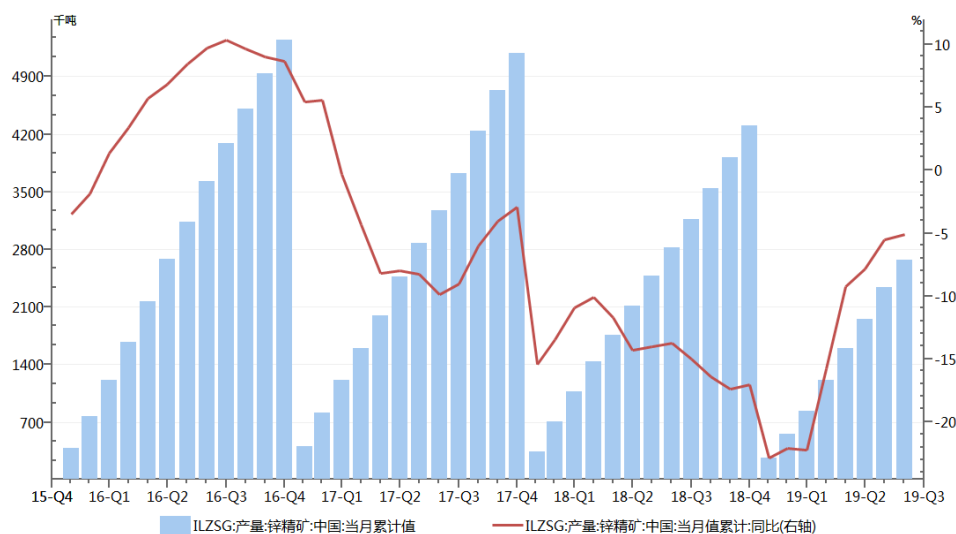
ILZSG 显示 2019 年 9 月全球锌精矿产量为 110.7 万吨，环比减少 1.2%，同比增长 1.9%。1-9 月累计产量 961.7 万吨，累计同比增长 2.4%。ILZSG 中国 1-8 月锌精矿累计产量为 267.5 万吨，累计同比跌幅收窄至 5.1%。全球锌精矿产量增量主要由亚洲贡献，而国内锌精矿增量仍将维持缓慢之势。2019 年，据 SMM 梳理下来，2019 年国内主要矿山新增产能约在 20 万吨，2020 年，不考虑减量情况下，预计增量 10 万金属吨以上，但环保安全以及矿企利润等问题仍将为限制矿山增量的重要因素。

图表 39 全球各地区锌精矿的产量累计同比



数据来源：Wind

图表 40 国内锌精矿累计产量及同比

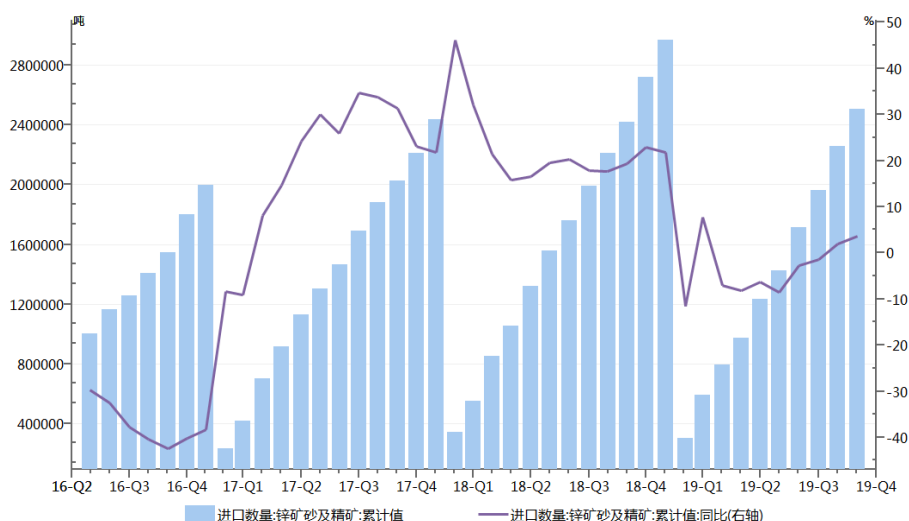


数据来源: Wind

(二) 加工费高企 国内外锌精矿供应宽松

进口方面, 锌精矿进口量恢复性增加, 弥补了国内精矿市场供应。最新海关数据显示, 10 月国内进口锌精矿为 25 万吨, 同比增加 21.4%, 环比减少 15.2%。1-10 月累计进口锌精矿 250.63 万吨, 累计同比增长 3.6%。今年年初由于锌精矿进口窗口一直关闭, 锌精矿流入受到一定程度打压, 加之澳大利亚位于昆士兰的 Mount Isa 矿区 2-3 月受到洪水冲击, 锌精矿运输受到不同程度的影响, 致使澳大利亚进口量录得直线下滑。但随着后期洪水影响消退, 矿区运输转至正常下, 澳大利亚后续进口量有集中表现。5 月中旬开始矿石进口窗口有所开启, 进口量出现明显增加, 11 月以来国内锌精矿进口利润呈改善趋势。

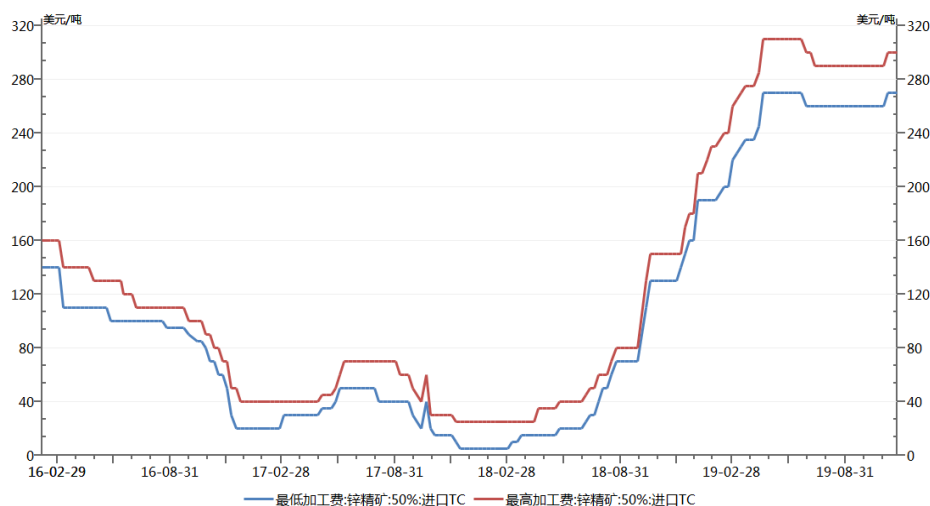
图表 41 锌精矿累计进口量及同比



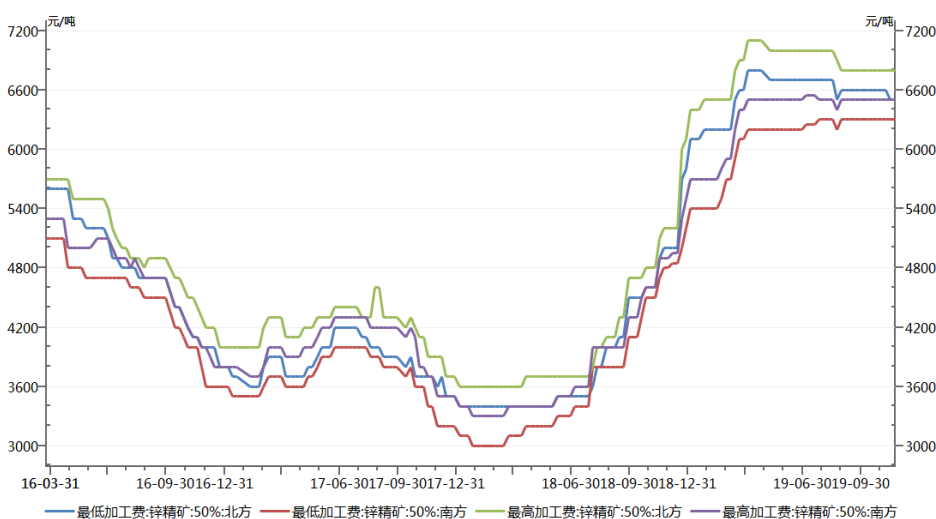
锌精矿加工费方面, 当前国内锌精矿 TC 维持在 6100—6500 元/金属吨, 较去年同期增加 3000 元/金属吨; 进口加工费报至 270-290 美元/干吨左右, 同

比增加 200 美元/干吨左右，近两月进口加工费再度突破新高。目前加工费高企下，冶炼厂产量维持历史高位，锌价重心会继续下移，而低位的锌价将使矿企利润受到挤压。一旦锌矿利润压缩殆尽但冶炼尚有利润的时候，会通过锌价继续下跌，同时 TC 下调的方式令冶炼端承担下跌损失，从而保住矿价。后期关注高位的加工费趋势的拐点变化。

图表 42 进口锌精矿加工费

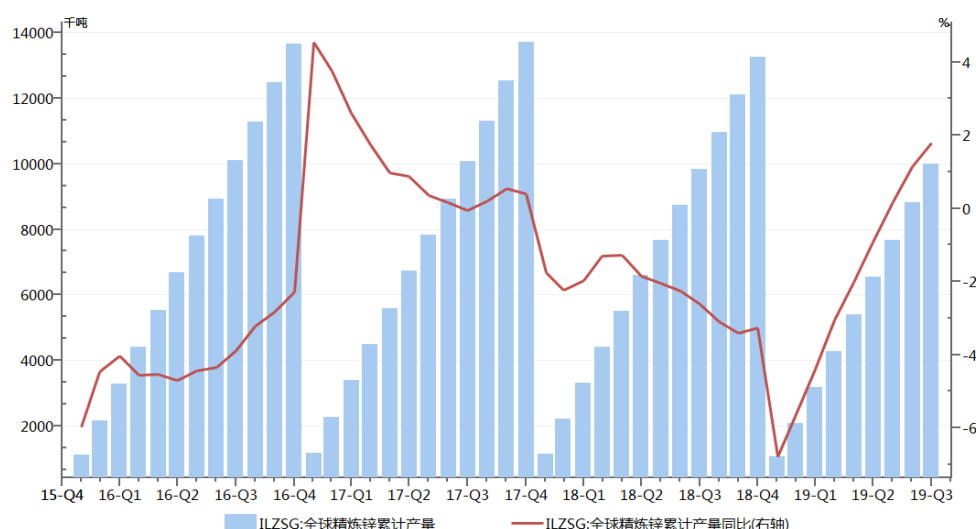


图表 43 国内锌精矿的加工费

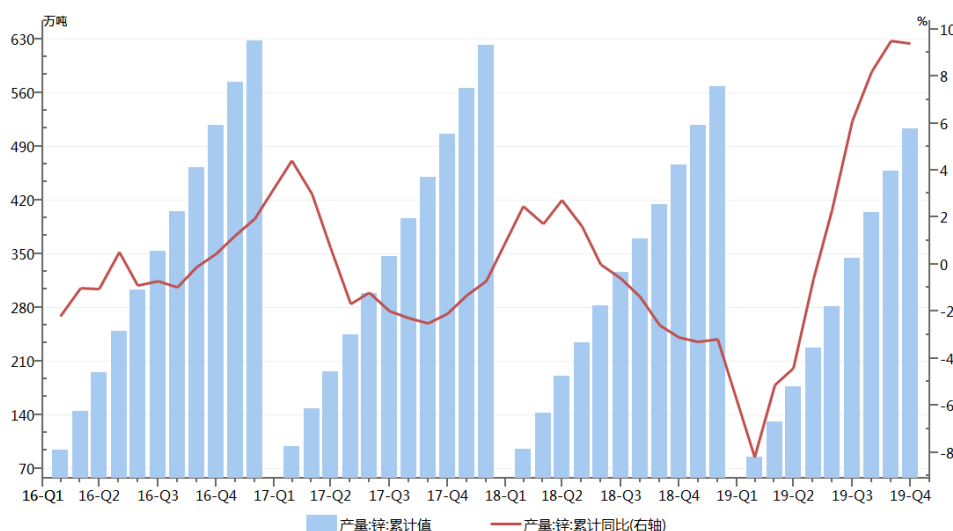


(三) 国内锌供应量增长明显

图表 44 全球精炼锌累计产量及同比



图表 45 国内精炼锌的累计产量及同比



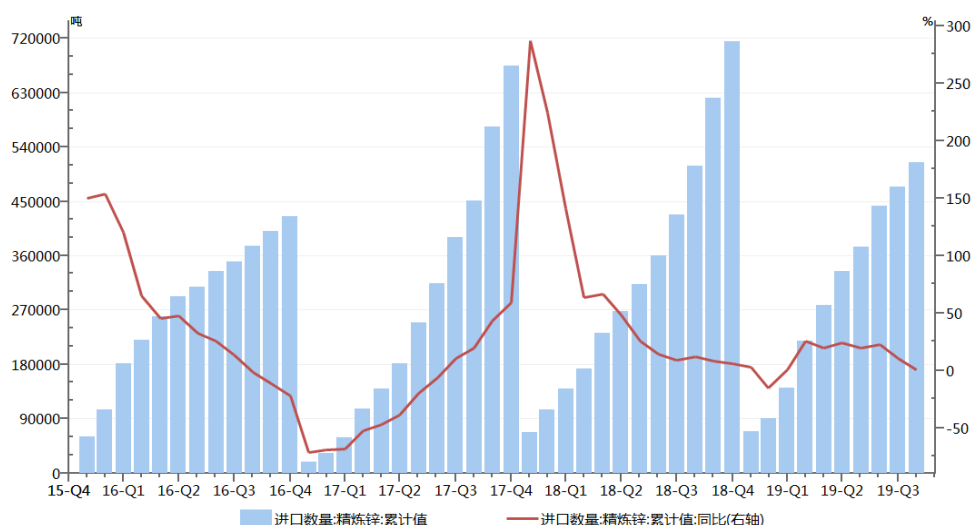
海外库存延续较低水平，海外锌冶炼厂投产量远不及去年年初预期，大多海外炼厂投产推迟至2020年，因此在2020年海外市场供给压力或逐渐显现。全球9月精炼锌产量为117.1万吨，同比增长6.9%，环比增长1.2%。1-9月全球精炼锌累计产量为999.9万吨，累计同比增长1.8%。

而国内在锌高加工费情况下，冶炼企业开工率逐步达到饱和状态。统计局数据国内10月精炼锌产量为54.8万吨，环比持平，同比增加8.3%。1-10月累计产量为512.3万吨，累计同比增长9.4%。但高加工费情况下，冶炼企业满负荷运行，原先闲置产能重新使用或者高强度使用机器，会使得设备发生故障几率提高，检修频次增多，进而在供给端变化将会影响锌锭产量释放，进而阶段性支撑锌价。后期国内冶炼厂检修风险值得关注。

不过值得关注的是，精炼锌进口量同比近来大幅下降。上半年国内精炼锌产量瓶颈未能突破下，进口精炼锌流入国内补充了国内供给，精炼锌进口量稳

步上升。不过9月份以来连续亏损，10月精炼锌进口累计同比大幅回落。2019年1-10月，进口锌锭累计51.4万吨，同比增加1.24%。

图表 46 精炼锌累计进口量及同比



(四) LME 锌库存低位拐点形成 国内库存累积尚未显现

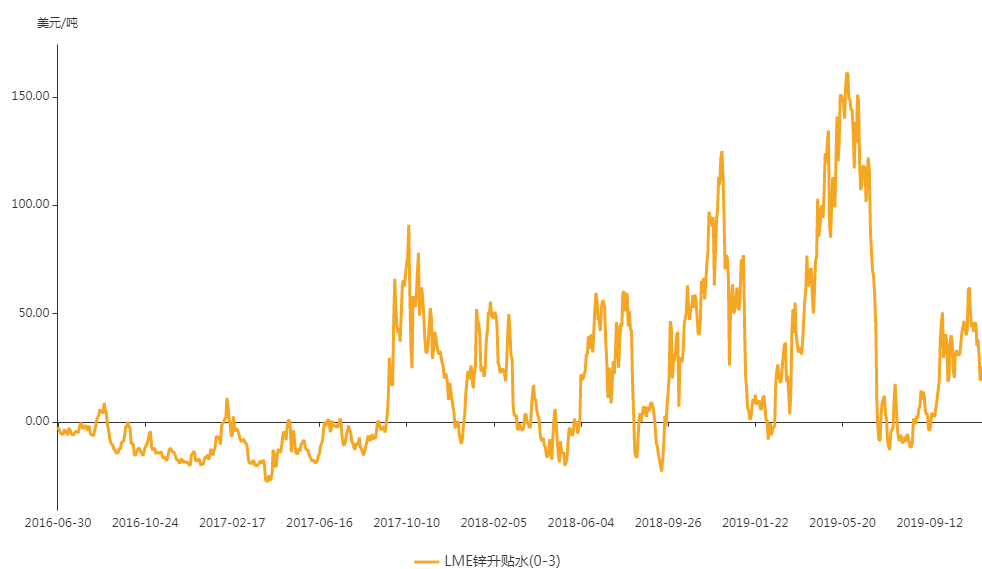
LME 锌库存从5月中旬开始去库存化，11月初库存最低降至5.08万吨。之后国外去库存化行为结束，LME 库存开始攀升。截止11月29日，LME 锌库存为5.94万吨，月内累库0.42万吨，海外库存趋势的边际变化加速了LME 锌价的走弱。LME 锌升贴水(0-3)8月份升水开始小幅反弹，但随着去库存化结束，升水也于11月初再次回调，目前处于小幅升水的状态，显示国外锌锭现货供应并不短缺。

上期所截止11月29日锌库存为4.58万吨。11月国内精锌显性库存下降4.2万吨。截止12月2日国内社会库存为11.77万吨。目前消费尚可，国内锌锭库存并未出现累积。不过考虑到国内供应将且已经恢复至较高水平，向库存累增的转化仅是时间问题。

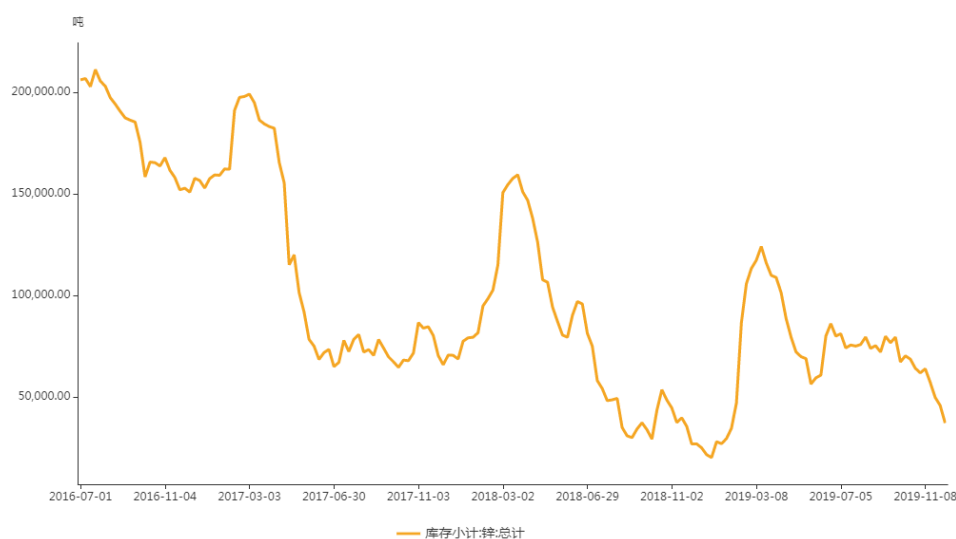
图表 47 LME 锌锭库存



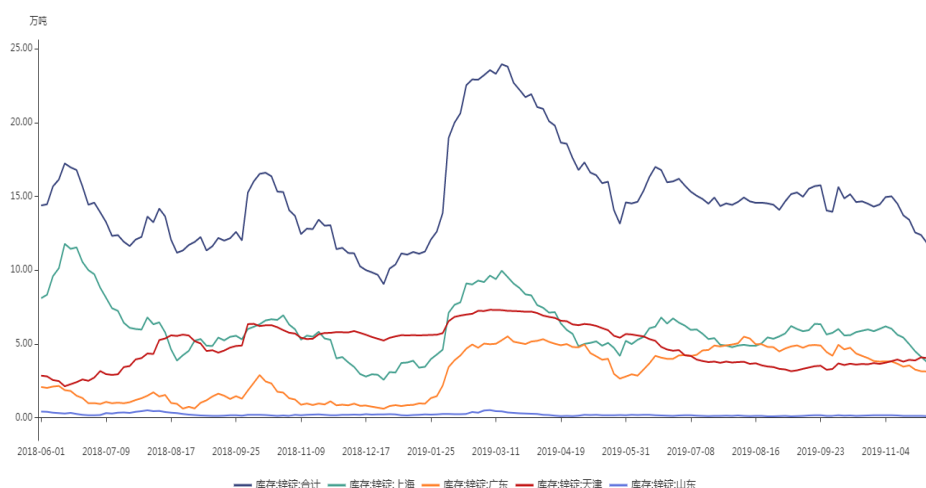
图表 48 LME 锌升贴水



图表 49 上期所锌库存



图表 50 国内锌锭社会库存

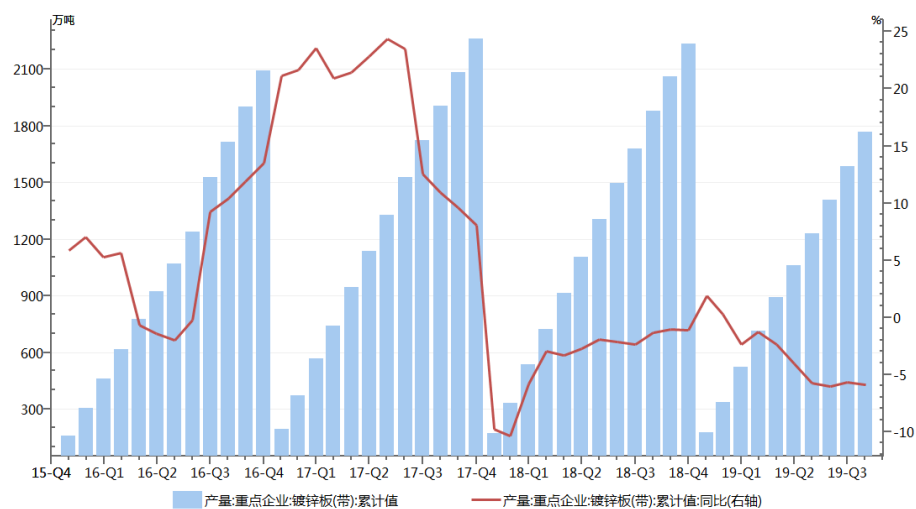


(五) 终端消费维持负增长 基建或成需求增长点

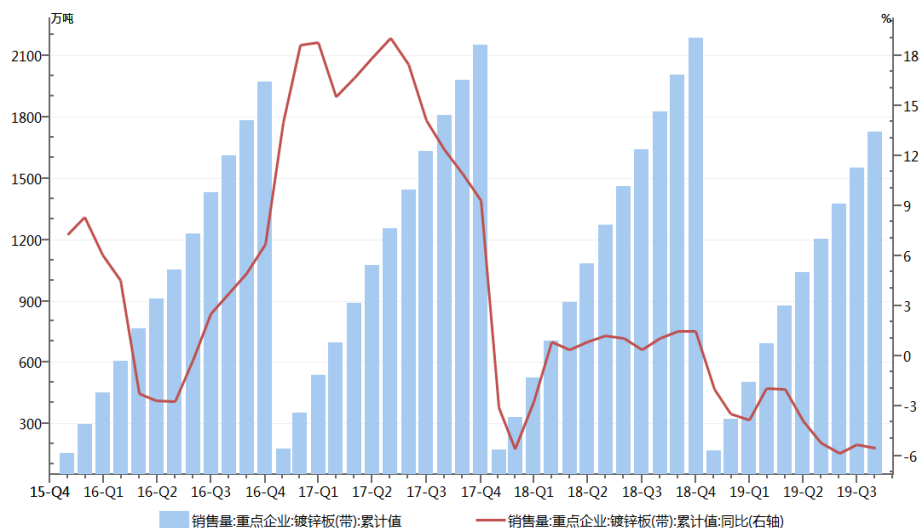
从初级消费端来看，2019 年 1-10 月份全国重点企业镀锌板累计产量 1766.8 万吨，累计同比减少 5.9%。1-10 月镀锌板累计销量为 1726.8 万吨，累计同比减少 5.5%，整体消费情况较去年同期仍存在明显的下滑。国内 10 月末重点企业镀锌板库存为 33 万吨，同比减少 32.1%。目前下游处于主动去库存后期，后期关注补库周期能否启动。

2019 年 1-10 月氧化锌平均开工率分别为 49.97%，较去年同期下降 2.4%。2019 年 1-10 月压铸锌合金平均开工率分别为 46.28%，同比去年上升 0.02 个百分点。

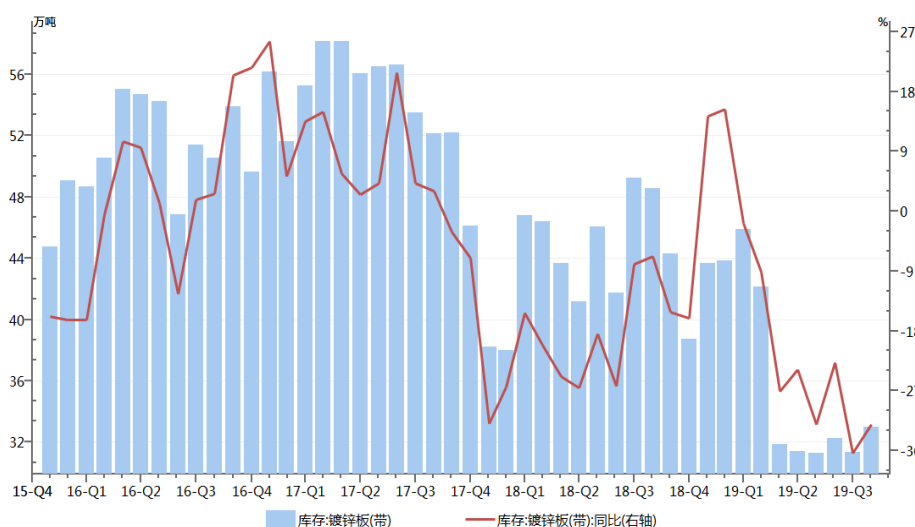
图表 51 重点企业：镀锌板累计产量及同比



图表 52 重点企业：镀锌板累计销量及同比



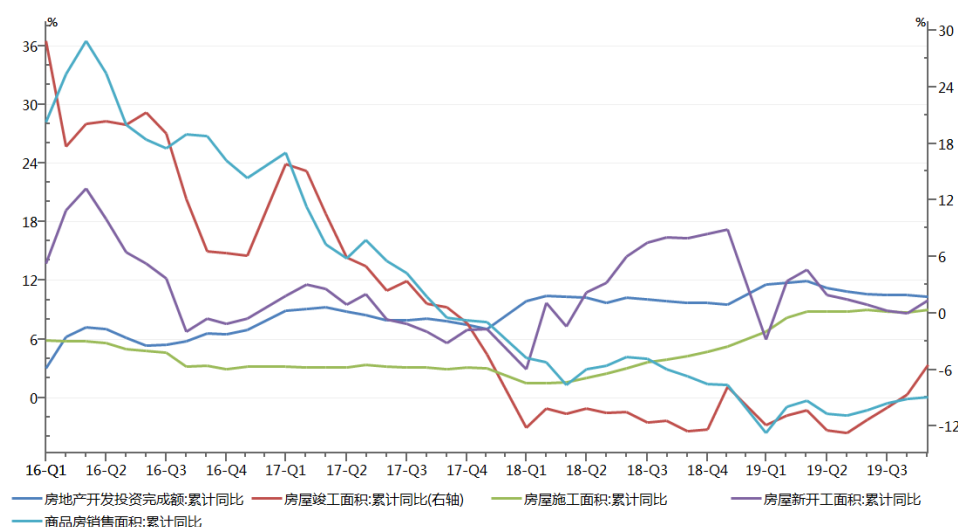
图表 53 镀锌板带的库存及同比



从终端消费来看，基建方面，基建固定资产投资 1-10 月累计同比增速 4.2%，环比 1-9 月累计增速下降 0.2%。但随着部分基建领域最低资本金比例下调和提前下达新增专项债务等政策实施，基建投资或成为明年增长的需求爆发点。

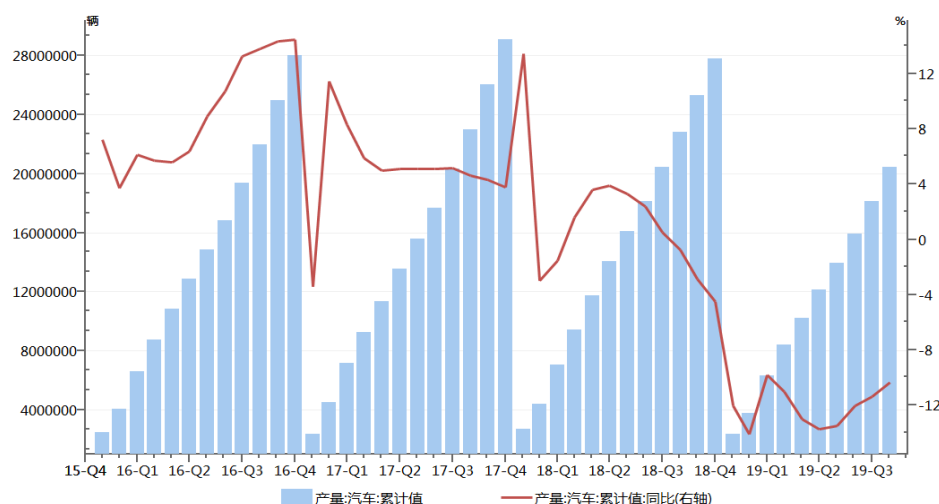
房地产方面，2019 年 1-10 月房地产开发投资完成额累计同比增加 10.3%，国内房地产新开工面积累计同比增长 10%，竣工面积继续改善，虽然同比仍在下降，但降幅从 6 月份开始不断收窄，1-10 月累计同比降幅收窄至 5.5%，1-10 月销售面积累计同比增速由负转正至 0.1%。房地产投资短期仍有较强韧性，将缓和经济下行压力。但房地产调控仍将继续，房地产企业融资不断收紧，未来房地产形势依然严峻。

图表 54 房地产行业累计同比增速



2019 年 10 月汽车企业产销量分别为 227.9 万辆和 228.4 万辆，环比分别增长 2.7% 和 0.6%，同比分别下降 2.1% 和 4%。1-10 月汽车累计产量为 2029.3 万辆，累计同比下降 11.1%，累计跌幅进一步收窄。目前汽车产销同比已持续近一年收缩。尽管今年陆续出台一系列汽车消费刺激政策，但其效果始终不明朗。目前汽车消费市场企稳迹象明显，不过目前汽车行业仍处于低迷态势。

图表 55 汽车累计产量及同比

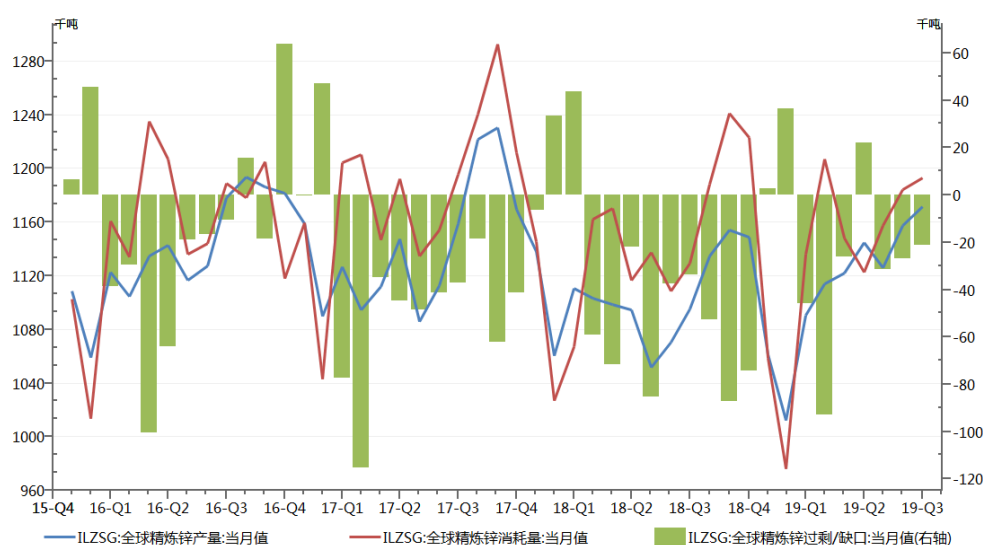


(六) 全球供需走向过剩

ILZSG 数据显示全球精炼锌 9 月短缺 2.14 万吨，环比 8 月缺口收窄 0.56 万吨。2019 年 1-9 月锌市短缺 18.5 万吨，而去年同期全球锌市供应短缺 24 万吨。WBMS 数据显示全球锌市今年 1-9 月累计短缺 9.3 万吨，环比 1-8 月累计缺口收窄 9.6 万吨。全球精炼锌缺口呈现明显收窄态势。

2019 年国内冶炼产能得到释放，高开工率下锌锭产量累计同比大幅增加，预计 2019 年国内锌锭供需缺口缩窄至平衡阶段。相比之下，国外冶炼产量释放较为缓慢，2019 年仍将维持小幅短缺格局。2020 年随着中国产量的大幅释放，全球锌供应走向全面过剩格局。

图表 56 ILZSG:全球精炼锌过剩/缺口



三、 总结与展望

全球锌矿供应恢复大格局不变，国内外实际加工费维持较高水平。目前高利润刺激下，国内锌冶炼企业产能利用率已接近饱和，后期在高加工费利润刺激下供应会保持高速增长。预期 2020 年国内锌锭供应缺口将有所收窄甚至全年锌锭由供需平衡走向供应过剩。目前在全球锌锭低库存基数情况下，加之全球宏观政策调节，短期将给到锌价下方低位一定支撑。但是，在消费保持稳定低增长，供给稳定增长的态势下，国内锌锭或再次出现累库迹象，届时锌价或再次面临下跌。

值得关注的是，宏观层面要关注中美关系进展，由于其变数较大，或对市场情绪和价格带来一定扰动影响。同时还需注意冶炼产能饱和状态下，冶炼厂集中检修减产对于锌价造成的波动。

此外，现阶段冶炼端利润处于历史峰值，而随着国内外锌价的大幅下跌，矿山端的利润实际上相对较为薄弱。后期矿山端几乎无利润时将不会持续让渡利润给冶炼厂，很可能通过 TC 下调的方式进行利润重新分配，届时锌精矿加工费将开始拐头向下。一旦冶炼加工费利润明显下降后，冶炼端供应必将大幅下滑，锌价下跌也将进入尾声。

铅：铅价重心仍将下移

一、铅市场行情回顾

2019 年国内外铅价走势较为分化。国内弱势格局明显，整体维持下降走势，重心不断下移。伦铅 6 月份开始一波较为凌厉的反弹，持续时间长达数月，且反弹高点超过年初的高点。伦铅整体呈现宽幅震荡走势。分阶段来看。

第一阶段，1 月-3 月初，美联储释放鸽派信号、中国经济数据好转等因素，国内外铅价反弹。伦铅期价则从年初的 2000 美元/吨，抬升至 2 月底的 2179.5 美元/吨，反弹幅度约 6%。沪铅基本面偏弱，铅价只小幅反弹至 1 月份高位。

第二阶段，3 月-6 月份，全球贸易局势紧张，经济下行压力加大。加上且国内供应转向过剩。环保干扰降低，原生铅与再生铅产量都有提升，而需求方面，二季度是汽车蓄电池的消费旺季，旺季不旺。宏观面和基本面共振下，国内外铅价几乎呈单边下跌之势。伦铅下跌幅度超过 16%，国内下跌 9%。

第三阶段，7 月份-10 月底，全球贸易局势缓和，各国宽松货币信号下，国内外铅价开始反弹。国内方面，三季度是动力型铅蓄电池的传统旺季，今年整体销售情况良好。不过 9 月以后，旺季需求开始回落，多头平仓后铅价开始下跌。伦强沪弱格局明显，伦铅涨势一直持续至 10 月底。

第四阶段，11 月-至今，中国公布的制造业数据较弱，且中美贸易协议的前景再度充满不确定性。基本面上，环保对供应冲击减弱，冶炼环节产量增加，国内外铅价再次呈现单边下跌行情。沪铅目前已经跌至年内新低，而伦铅并未跌破 5 月底的低点。

图表 57 沪铅价格走势



二、铅影响因素分析

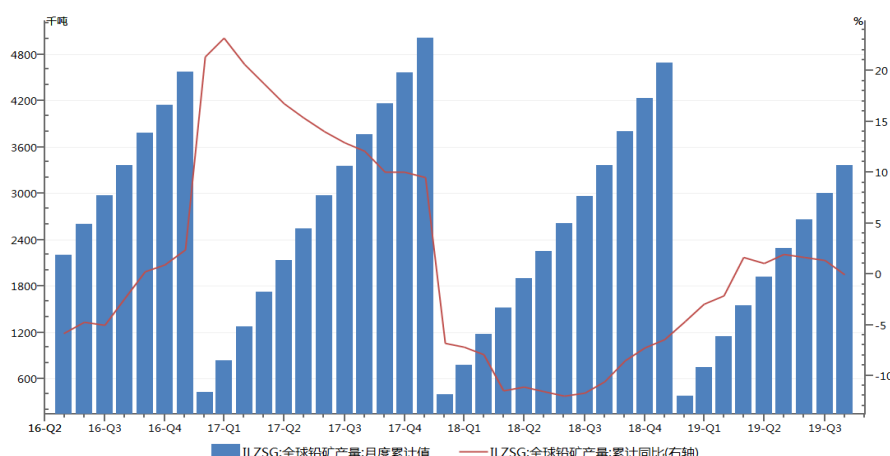
(一) 加工费明显上涨，原料供应充裕

ILZSG 数据全球铅精矿 9 月产量为 36.2 万吨，同比减少 10%。1-9 月全球累计铅精矿产量为 336.3 万吨，同比减少 0.06%。新增矿产主要来自于海外，全球铅精矿供应能力增强。2019 年海外矿山主要来自于澳大利亚，哈萨克斯坦，秘鲁等新增，预计达 12 万吨，2020 年则继续增加 14 万吨。预计 2019 年全球铅精矿产量为 465.3 万吨，同比增长 1%；特别是海外产量同比增长 2.3%至 263.5 万吨。

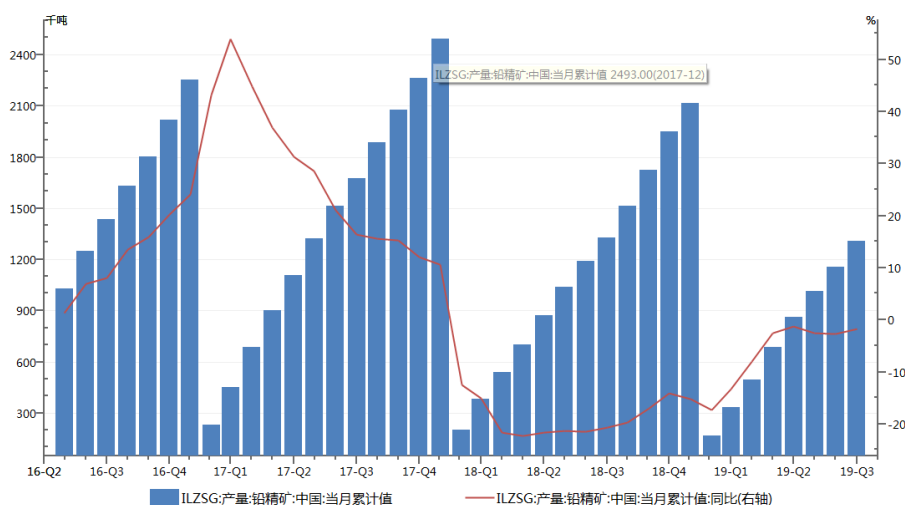
据统计局数据显示，中国 1-10 月铅精矿产量为 97.5 万吨，同比下降 4.8%，主因是年初内蒙安全事故，拖累新增延后，在产企业安全大检查。目前中国铅精矿产能大幅萎缩的局面已经基本结束，叠加新建矿山产能的逐渐释放，预计 2019 年铅精矿产量基本持平。

今年海外市场铅锌矿进口矿冲击国内市场。2019 年 10 月国内铅精矿进口量为 14.6 万吨，环比减少 12.9%，同比增长 44.2%；1-10 月铅精矿累计进口量为 135.48 万吨，累计同比增长 37.2%。

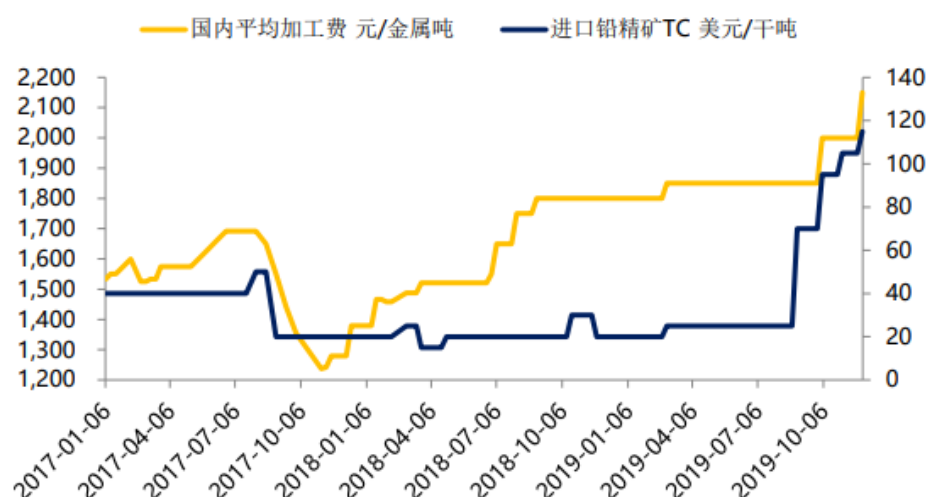
图表 58 全球铅精矿累计产量及同比



图表 59 国内铅精矿的累计产量及同比



图表 60 国内铅精矿加工费



进口矿的进口弥补了国内矿的供应短缺，随着矿原料的供应充裕，国内外加工费 TC 持续上涨，并刷新了 3 年来历史高位。2019 年前三季度，国内铅精矿的加工费几乎无任何变化。自三季度开始，加工费明显上调。因矿山季节性旺季，加上由于 7、8 月间，大型炼厂存在一些检修的情况，TC 开始上调。截止 12 月份，精矿加工费继续上调，国产精矿 TC 报 2000-2300 元/金属吨，60 度进口矿 TC 报 110/140 美元/吨，目前来看进口矿盈利上升且国内炼厂库存上升导致加工费易涨难跌。从市场预期来看，2020 年长单加工费预期向 150 美元上方靠拢，未来加工费仍然处于上涨趋势。

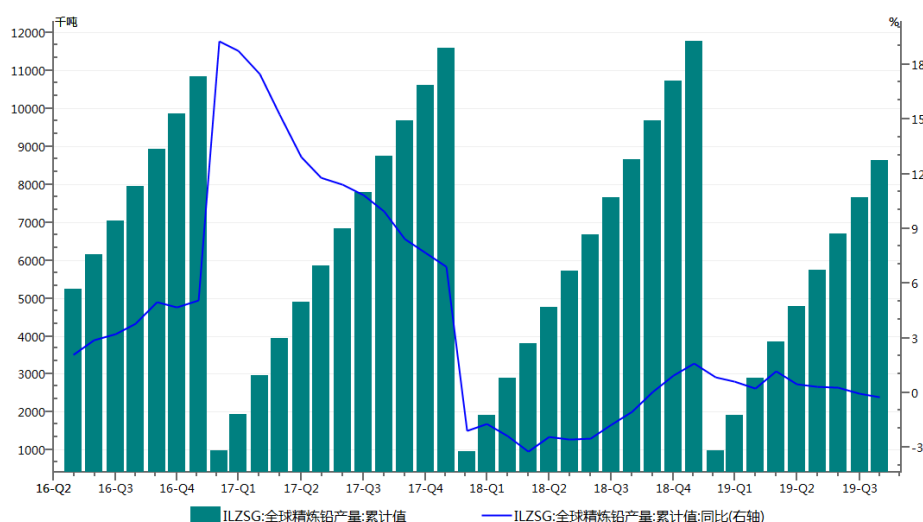
(二) 精炼铅的产量创新高

ILZSG 数据显示全球 9 月精炼铅产量为 97 万吨，同比减少 1.7%。1-9 月全球累计产量为 862.2 万吨，累计同比减少 0.25%。2019 年 1-10 月精炼铅产量 461.9 万吨，同比增 17.4%，

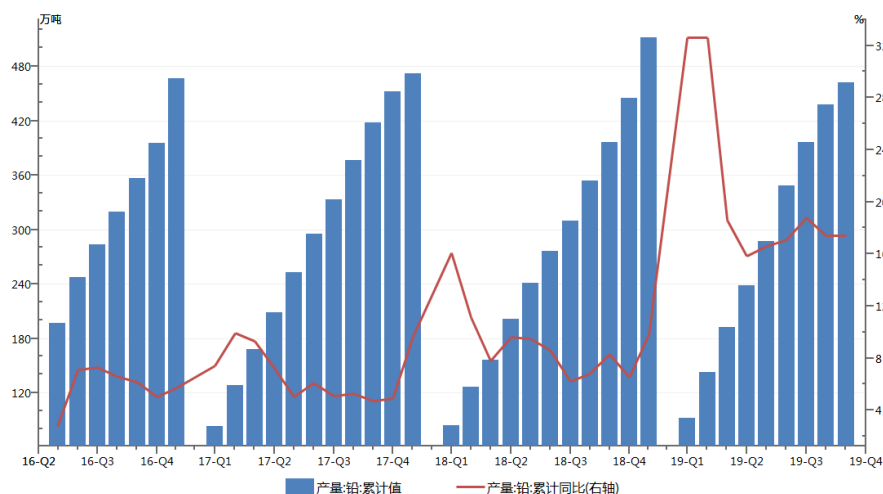
基本抵消 2019 年个旧鼓风机等淘汰产能。截止 11 月 29 日，河南、湖南、云南三省原生铅主要冶炼厂开工率为 57.9%，目前部分地区橙色预警对精炼铅生产影响有限。今年在铅精矿加工费上涨，助推原生铅开工率上升，原生铅企业生产积极普遍高于去年，原生铅炼厂原料供应充足，高利润刺激生产，总体来说，2019 年中国供应较去年宽裕。

2019 年 10 月精炼铅进口 0.23 万吨，同比减少 88.9%，1-10 月精炼铅累计进口 8.73 万吨，累计同比增长收窄至 19%。

图表 61 全球精炼铅的产量

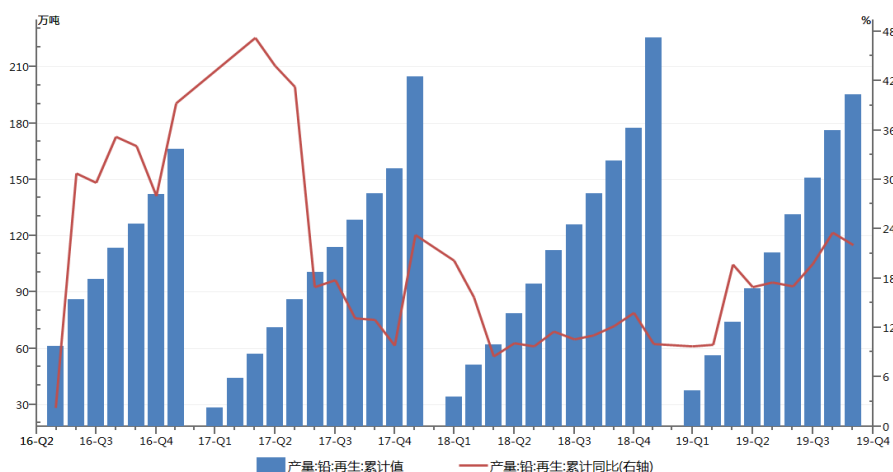


图表 62 国内精炼铅产量



(三) 环保对于再生铅影响逐渐减小

图表 63 国内再生铅产量



再生铅新建产能集中在释放，2018-2020 年再生铅产能均呈上升趋势，尤其是持证企业的产能急剧扩张，再生精铅占总体产能比重不断上升。从全年看，2019 上半年亏损，产量释放有限，下半年利润修复，提振再生铅企业生产积极性，加上新扩建继续投产，再生铅产量转为正增长。统计局数据显示国内 10 月再生铅产量为 21.53 万吨，同比大幅增长 23.71%。1-10 月国内再生铅累计产量 195.1 万吨，同比增长 22.03%。

过去几年，环保问题影响精铅供应，进而导致铅价走强。但今年环保对于冶炼端影响力逐渐下降。比如，今年 10 月份，各地环保对于供应并没有造成较大的影响，铅价也没有随着环保的推进形成像样的反弹。根据 SMM 预计，再生铅不合规产能数量从 2015 年的 100 万吨降至 2018 年 20 万吨，预估今年“三无”冶炼厂产能规模降至 15 万吨，后期环保启动对再生铅产量的影响微乎其微。从 2019 年的行情走势中也可以发现，即便在环保稽查启动的情况下，铅产能的受限情况较此前呈现出了明显的改观，后期环保因素对于铅供给的影响已经大幅减弱，环保对于铅价很难有实质性的支撑。

此外，过去废旧电瓶的回升渠道仍然相对混乱，正规大型企业由所谓正规收购废旧电瓶相对困难，废电瓶的原料供应瓶颈会阶段性的影响再生铅产量的释放，进而造成铅价的波动。但当前废电瓶跟随铅价调整节奏愈加迅速，且调价周期明显缩短，一定程度上反映了再生铅原料供应短缺问题已有所解决，后期原料废电瓶供应瓶颈很难对再生铅产能的释放形成明显的压制。

图表 64 废电瓶价格

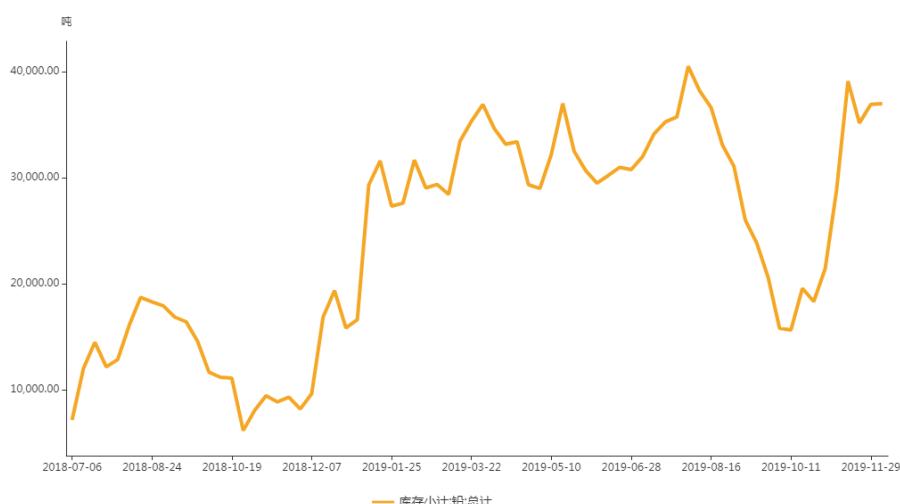


(四) 国内库存累积明显

图表 65 LME 铅库存



图表 66 上期所铅库存



2019 年全球铅库存一直在低位震荡。年初全球库存小幅攀升后就开始连续下跌，直至 7 月下旬，全球库存曾下滑到年内最低点，也是近几年的新低。7 月底开始库存开始急速攀升，8 月初库存达到年内峰值，之后一路下滑。截止 12 月 6 号，LME 库存为 6.71 万吨，注销仓单占比处于低位。上期所铅库存截止 12 月 6 日为 3.69 万吨。目前上期所库存攀升至相对高位。

(五) 终端消费增速下降

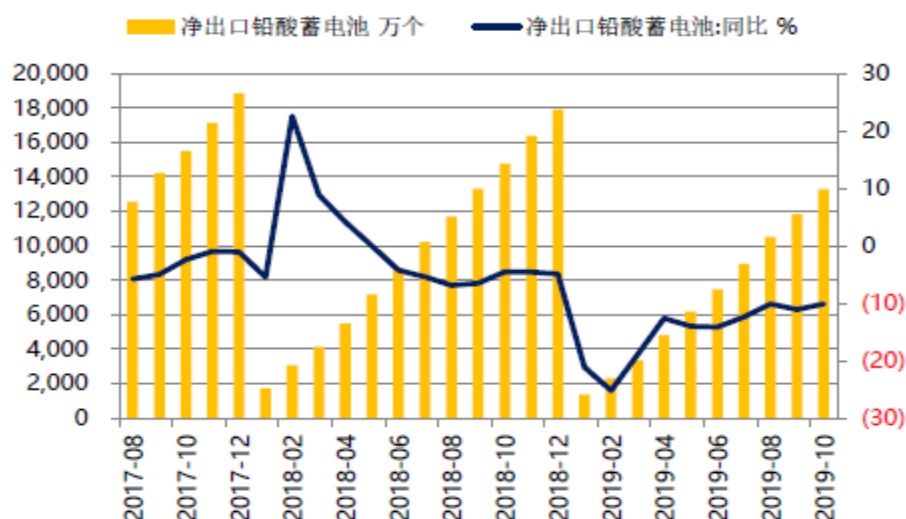
(1) 蓄电池市场前景不乐观

国内 1-9 月铅蓄电池累计产量为 14881 万千伏安时，累计同比增加 5.2%。国家及相关部门公布一些政策，规范铅蓄电池行业的发展。其中，“新国标”引发电池“轻量化”，直接减少对铅的用量。而，铁塔公司动力蓄电池梯次利用加速，锂电梯次电池逐渐替代铅蓄电池，2020 年中国铁塔将完全不使用铅蓄电池。2020 年蓄电池企业轻量化技改基本可完成，预计用铅量将继续下降 5 万

吨。未来铅消费结构将发生根本性转变，政策利空铅价

1-10 月国内铅酸蓄电池净出口为 13279 万个，累计同比下降 10.1%，累计进出口跌幅环比 1-9 月收窄 0.9%。中美贸易摩擦的原因，出口市场受到冲击，导致铅蓄电池出口量有较为明显的下滑，从而降低了国内铅的市场需求。

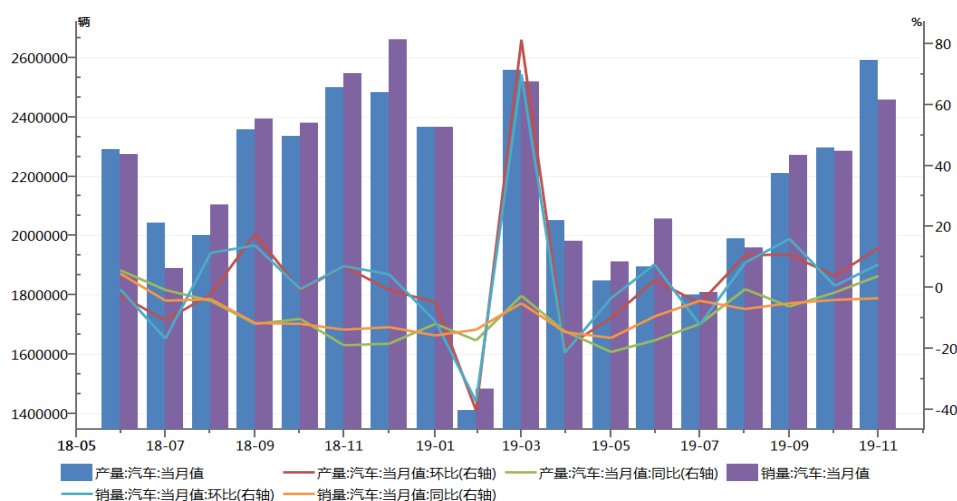
图表 67 铅蓄电池净出口量



(2) 汽车产销量同比继续下滑

汽车市场占比铅蓄电池消费的 30%，截止 10 月的数据，国内汽车产销量已经连续第 11 个月呈现累计同比负增长的情况。今年 1-10 汽车总产量为 2029.30 万辆，同比下降 11%，销量则为 2065.20 万辆较去年同期相比同样呈现出了 9.7% 的下降。而相比之下，前期政策补贴增加了消费者对于购置新能源汽车的热情。1-10 月新能源汽车产量累计达到 96.10 万辆，较去年同比上涨 11.5%，销量为 94.7 万辆，同比上涨 10.10%。目前政策补贴利好已经褪去，后期新能源汽车的冲击力度会有所减轻，汽车行业整体仍处于低迷增长态势。不过近两月国内汽车产量销量环比有上升，这将对需求有支撑，但汽车行业能否持续转好还有待关注。

图表 68 汽车产销量及同比



(3) 电动自行车等低速交通工具逐年下降

电动自行车新国标自 2019 年 4 月 15 日起开始强制实施的冲击，电动自行车轻量化令电池减重约 5%-10%，电池轻量化成趋势令消费下降。调研显示，当前，电动自行车市场保有量约在 2.5 亿辆，电动自行车主要使用的电池型号为 48v12Ah 和 48v20Ah，根据其使用占比，预计 2019 电动自行车蓄电池用铅量将下降 5 至 8 万吨。且目前电池企业都在加大钴锂电池的研发，更是会侵蚀铅蓄电池市场。。

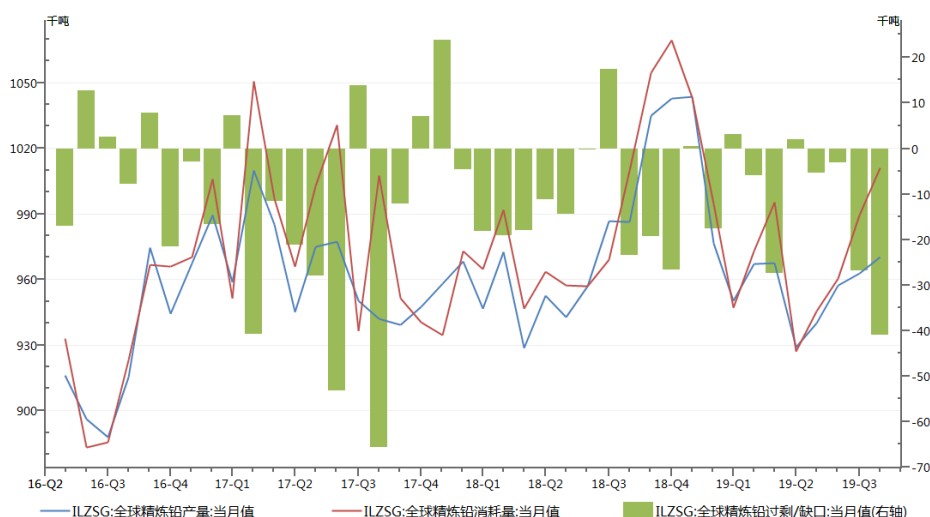
2019 年 10 月的数据，国内摩托车产量累计达 633.50 万辆，较去年同期下降 6.1%。而销量则是累计达到 629.70 万辆，较去年同期下降 5.6%。总体来看，摩托车年产量也始终处于逐年下降的趋势。而随着各地政府陆续出台的禁止或是不提倡摩托车上路的政策，预计 2020 年间其对于铅品种需求的贡献预计也仍会处于逐渐下降的格局。

(4) 移动通信基站蓄电池份额减少

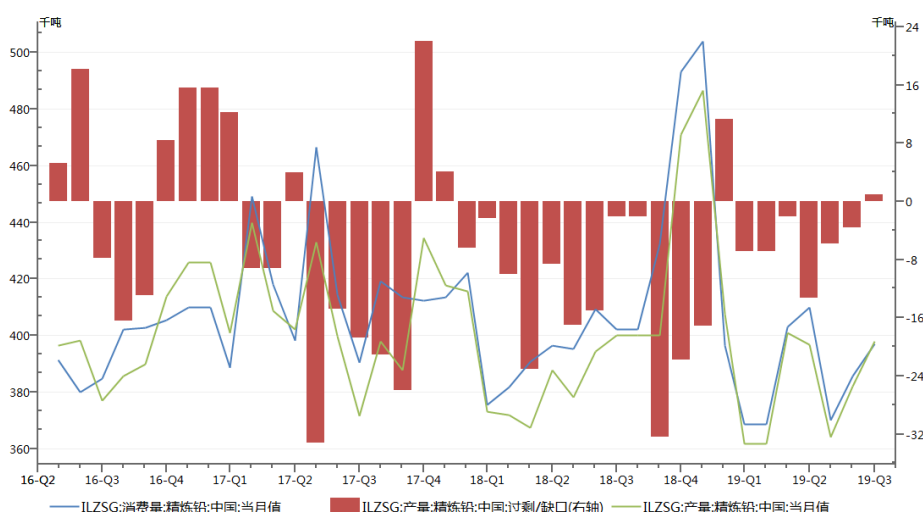
国家统计局的统计数据显示，1-10 月移动通信基站设备产量为 30,919 万信道，比去年同期累计增长 16.3%。但铁塔公司动力蓄电池梯次利用加速，中国铁塔公司规划 2018 年减少铅酸电池采购约 4.5 万吨，2019 年这一目标提高至削减铅酸电池采购约 15 万吨。铅蓄电池与梯次锂电相比，存在使用寿命短、性能低、含有大量重金属铅的缺点。虽然目前梯次锂电池价格仍然高于铅蓄电池，但其充放电次数、使用寿命，以及体积重量优势可以弥补价格高的缺陷，综合使用成本好于铅蓄电池。长期来看，通信基站领域铅蓄电池份额不断减少，逐渐向梯次锂电转换。

(六) 国内铅供应领先转为过剩

图表 69 全球精铅供需平衡



图表 70 国内精炼铅供需平衡



国际铅锌小组最新数据 9 月全球精炼铅短缺扩大 1.42 万吨至 4.1 万吨，国内 8 月精炼铅转为小幅过剩 0.09 万吨。中国 2019 年中国铅供应转为小幅过剩，预计 2020 年过剩幅度将扩大。从全球供需平衡看，明年供应过剩量会小幅上升。

三、 总结与展望

全球范围内，2019 年铅精矿的供应相较 2018 年将有小幅增长，国内外加工费下半年都大幅回升，铅精矿原料供应充裕。随着加工费上涨，利润有所恢复，原生铅供应有所增加。再生铅方面，废旧电池拆解能力增加很快，后期废电瓶供应相对紧张很难导致再生铅利润长期处于低迷态势，进而影响到再生铅产量释放的局面。另外，再生铅三无企业规模已经大幅缩小，环保也对再生铅的产量影响力逐渐减弱。预计未来再生精铅的产量及占比将会维持增长态势。而消费方面，电动自行车和摩托车等消费领域需求逐年下降；汽车行业整体处于负增长态势，汽车保有量很难给铅消费带来新的增长点；通信基站由铅蓄电池向梯次锂电转换。未来铅消费结构将发生根本性转变，铅蓄电池市场份额持续遭到吞噬。2020 年，我们认为供应预期增加及需求转弱前景将令铅基本面越发过剩，未来铅价重心仍将下移。

镍&不锈钢：2020 年镍价重心上移 不锈钢预期乐观

一、行情回顾

(一) 期货走势回顾

图表 71 镍价格走势



镍：2019 年初至 3 月，国内宏观环境好转，前期对镍生铁投产和不锈钢疲软的悲观预期导致的超跌逐渐修复；节后不锈钢逐渐复产、NPI 增量尚未显现。

2019 年 4 月-6 月，由于不锈钢供大于求，其行情、库存及利润表现均疲软，令镍价整体呈现承压回调态势，且业者对后市仍偏悲观。

2019 年 7 月-9 月，受印尼提前禁矿的消息扰动，镍妖风盛行，一路飙升，直至 2019 年 8 月 30 日，印尼方确认将禁矿令提前至 2020 年 1 月 1 日执行，将镍价推向高潮。宣布禁矿的第一个交易日，沪镍直接封一字板涨停，第二个交易日仍一度逼近 9% 涨停限制，两天内妖镍疯涨逾 12%，一度逼近 15 万高位。

2019 年 10 月以来，由于我国镍矿港口库存高企，进口量连连攀升，加上下游不锈钢需求疲软，镍价进入回调周期，11 月份跌去 17.33%，较 9 月最高点跌去 26.49%。

进入 12 月份后，镍价在触及 7 月来最低点后开始反弹。随着印尼禁矿在即，市场或又陷入对镍矿供应的担忧情绪中，12 月 10 日至 12 月 12 日三个交易日内，镍价反弹逾 5%。经历过暴涨暴跌后，镍金属仍然是今年表现最好的基本金属，涨幅超过 25%。

随着 2020 年印尼禁止红土镍矿出口，全球镍矿供应可能出现 12-18 万金属

吨的供应缺口，加之下游需求拉动，预计 2020 年镍价重心上移。

图表 72 镍和不锈钢期价走势



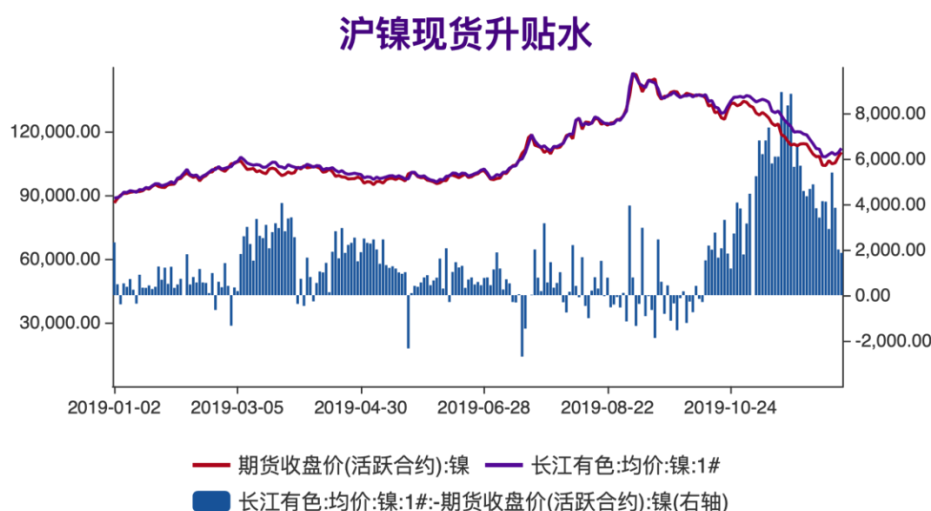
数据来源: Wind

不锈钢：自 2019 年 9 月 25 日上市以来，不锈钢价格走势与镍价波动紧密相关。上市日至 10 月中上旬，不锈钢价格微幅上扬；之后随原料端价格不断向下回调，加之不锈钢库存高企，需求疲软，不锈钢也持续跳水，当前不锈钢价格已部分反映该利空因素。近期不锈钢受镍价上调影响，逐步进入回升阶段，站稳 14000 点上方。

目前部分钢厂检修减产，304 不锈钢冷轧库存处于低位，下游亦处于空仓状态，不锈钢价存在一定支撑；且当前不锈钢价格长期处于成本下方，预计后市弱势震荡为主，建议投资者谨慎看空。

(二) 期现基差走势

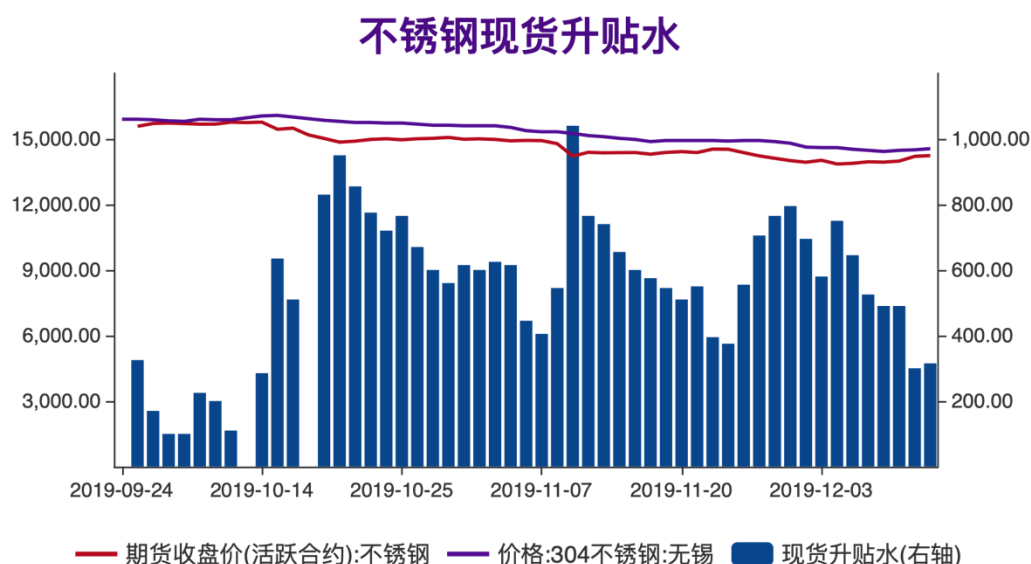
图表 73 沪镍升贴水



数据来源: Wind

自 2015 年底以来, 大部分时间沪镍现货出现贴水状态。2018 年 6 月中旬开始, 沪镍现货进入持续性升水状态, 近期沪镍现货绝大多数时间在升水状态, 本周前两天随着镍价大涨, 出现大幅升水 3000 元; 近期镍期价大幅回调, 现货价格回调幅度相对较小, 又出现大幅升水状态, 短期无明显方向。

图表 74 不锈钢期货升贴水



数据来源: Wind

自 2019 年 9 月 25 日不锈钢期货合约上市以来, 不锈钢均处于升水状态。不锈钢期货合约上市日至 10 月上旬, 沪镍强势带动不锈钢期价稳中上行, 现货升水较少。10 月中旬开始, 沪镍进入下行周期, 不锈钢期价也随着原料价格波动而开始走下坡路; 但由于不锈钢厂家挺价意愿强烈, 现货报价较为稳定, 因此现货升水逐步扩大, 最高升水达到 1050 元。进入 12 月以来, 不锈钢期价小

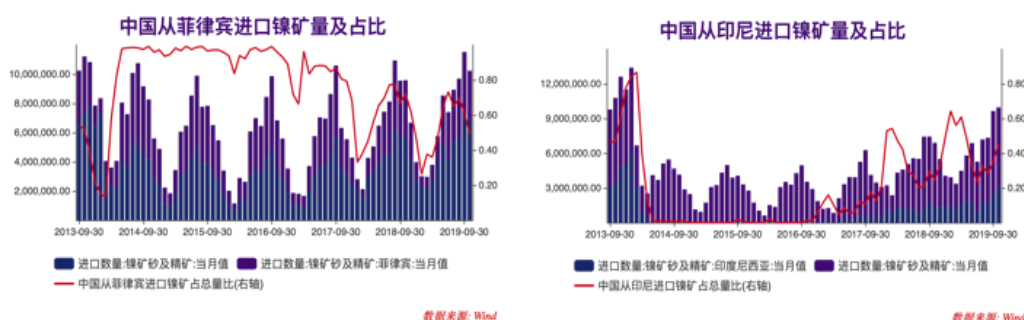
幅上升，现货升水又开始下降。

二、 供应存缺口提振镍价

(一) 印尼禁矿在即，镍矿缺口短期难填补

今年以来，镍价上涨的核心驱动为印尼将提前执行镍矿出口禁令。2009年，印尼通过了《煤炭与矿物法》，规定从2014年1月12日起禁止原矿出口，旨在迫使矿业公司在印尼国内建设精炼加工厂，以增加矿产品的出口附加值。2014年1月12日，印尼原矿出口禁令正式生效，严格禁止红土镍矿出口，引发国际镍价大幅上涨。而后在2017年以配额形式放开1.7%以下镍矿出口，有效期为5年，即2022年开始再次关闭镍矿出口。而2019年8月30日，印尼矿业部主管煤炭和矿产品的负责人Ariyono发布消息称，印尼将从2020年1月1日起停止出口镍矿石，将更多的矿产资源在国内加工，提前实施禁矿令较原计划提前了2年。此消息一出，便刺激伦镍疯涨8.8%，创下2009年以来最大单日涨幅。沪镍则封一字板涨停，第二日仍一度逼近9%涨停限制，最高触及149,190元/吨，两天内妖镍疯涨逾12%。近期印尼禁矿在即，镍价经过11月份大幅回调后触底反弹。

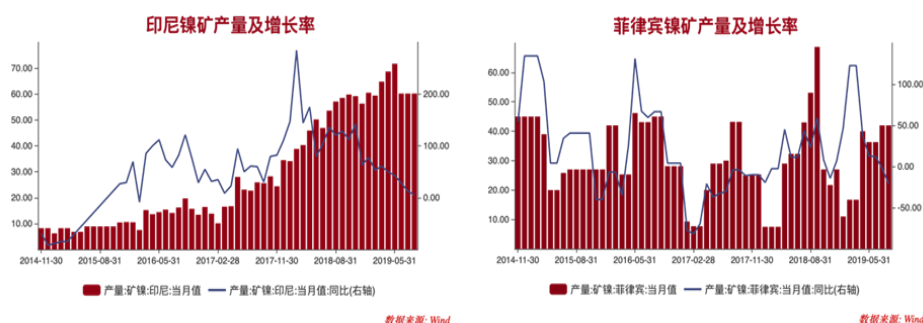
图表 75 中国从菲律宾&印尼进口镍矿量及占比



目前国内镍矿两大最重要的来源国分别为印尼和菲律宾，我国99%的镍矿均从印尼和菲律宾进口。我国2018年从印尼进口镍矿数量为1500万吨，2019年1-10月合计从印尼进口镍矿1804万吨，保守估计2019年全年进口量将超过2000万吨。若印尼提前禁矿令严格执行，至少导致2020年出现2000万实物吨的镍矿供应缺口。

2014年1月12日，印尼原矿出口禁令正式生效，但当时全球实际整体镍矿供应较为充裕，印尼禁矿所造成的缺口能通过菲律宾等国扩大生产来填补。但2020年禁矿面临的情况与2014年大相径庭。

图表 76 印尼&菲律宾矿产量及增长率



一方面，菲律宾由于近些年的大量出口，其镍矿的储量和品位均在下降，镍矿供应增量十分有限。今年以来，菲律宾镍矿枯竭、镍矿品位下降的消息不断，其中包括位于 Tawi-Tawi 省出货量最大的高品位镍矿山 SRLANGUYAN 停止开采的消息。从图中可以看出，自 2019 年 2 月以来，菲律宾产量增速放缓，且近两个月供应已经出现了负增长。可见，菲律宾扩大生产及出口量情况不容乐观，印尼禁矿之后，菲律宾 2020 年所能弥补的量预计不会超过 300 万吨。

从其他地区来看，新喀里多尼亚为出口配额制度，当前总共拥有的出口配额约为 550 万实物吨，2019 年约出口了 150 万吨，假设 2020 年将配额全部使用完，最多可弥补 400 万吨的缺口。其他地区如危地马拉、俄罗斯等带来的增量则十分有限。

综上所述，印尼提前禁矿将导致 2020 年至少出现 2000 万实物吨的镍矿供应缺口，菲律宾及其他地区所能弥补的量不超过 800 万吨，仍存在 1200 万吨的缺口难以弥补，折合约 12-18 万金属吨。明年国内镍铁企业的原料将出现紧缺，利好镍价。

表格 4 2019-2021 年 E 全球镍需求增量预测

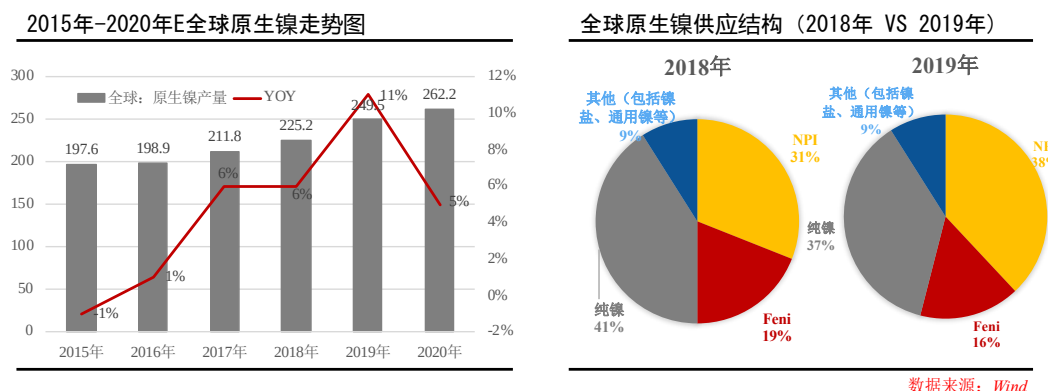
	中国不锈钢产量	印尼不锈钢产量	全球不锈钢产量	镍总需求增量	其中：镍铁增量
2016	2221	0	4578	15	12
2017	2472	70	4808	16	14
2018	2579	210	5073	18	15
2019E	2845	222	5350	27	25
2020E	3000	250	5520	17	14
2021E	3230	300	5810	18	16

另一方面，镍矿需求端面临历史高位。2018 年全球不锈钢产量突破 5000 万大关，达到 5070 万吨。中国不锈钢产量猛增到 2670.68 万吨，年均复合增长率 14.43%，占全球不锈钢产量 50% 以上，其中 300 系不锈钢产量 2014 年 1097 万吨，2019 年 1368 万。预计未来我国不锈钢产能和产量仍将持续增长，只是增速会放缓。

(二) 中国镍铁面临减产，印尼投产进度不及预期

1、全球原生镍供应情况

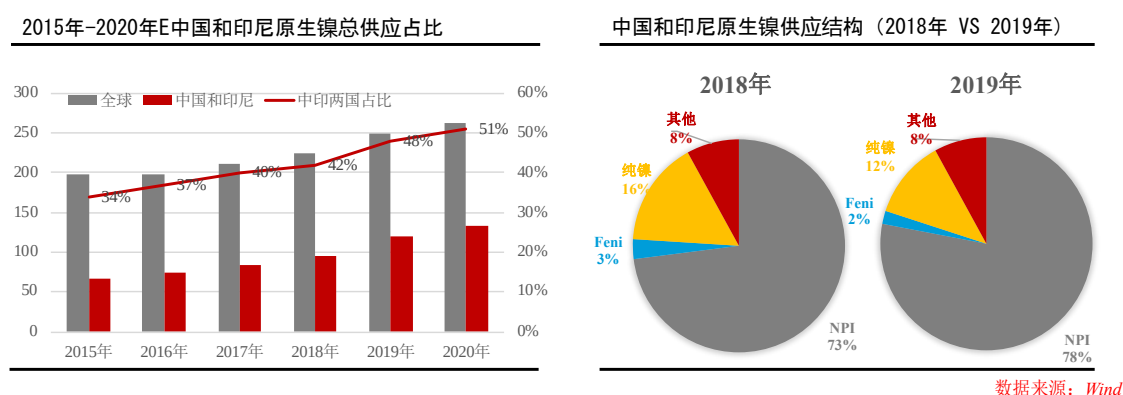
图表 77 全球镍供应情况



2015 年以来，全球原生镍供应量稳步增长。2019 年全球原生镍产量为 249 万镍吨，同比增 11%，增量来自中国和印尼的 NPI。2020 年，印尼禁矿将导致中国镍铁原料短缺，中国 NPI 面临减产。预计 2020 年全球原生镍产量增长至 262 万镍吨，受中国 NPI 大幅减产影响，产量增速下滑。

全球原生镍供应结构中，二级镍在 NPI 的带动下占比继续上升，其中 NPI 占比由 31% 上升至 38%，Feni 占比由 19% 下降至 16%，整体占比上升 4 个百分点；一级镍占比下降。

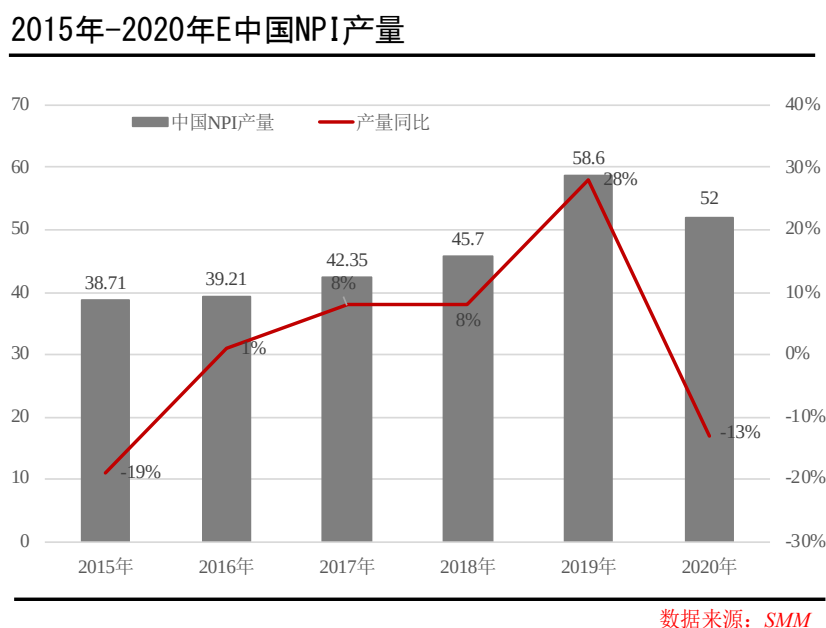
图表 78 中国镍供应情况



中国和印尼两国为全球原生镍主要供应国。2015 年以来，中国和印尼原生镍供应占全球比例越来越高，预计到 2020 年，中印两国将占全球供应的 51%。从原生镍供应结构来看，中印两国主要为 NPI 供应，占比高达 70% 以上。

2、中国镍铁供应减产

图表 79 2015-2020 年 E 中国 NPI 产量



2018-2019 年 RKEF 工艺的镍铁产能长期维持着丰厚的利润水平，在印尼镍矿出口增长与镍铁高额生产利润刺激下，国内产量出现较大幅度增长，2019 年中国 NPI 产量增长至 58 万吨，叠加新增产能释放的增量，同比增速达 28%。

2020 年印尼禁止镍矿出口后，中国 NPI 陷入原料短缺的困境，以全年所能供应的红土镍矿数量预计，中国 NPI 将大幅下滑至 52 万吨，中国 NPI 产量将转为负增长。

表格 5 2019-2020 年 E 中国 NPI 新投建产能列表

公司名称	产能(万镍吨/年)	工艺	投产时间	投产炉子(台)
山东鑫海科技有限公司	6	RKEF	2018 年底/2019 年 1/3/4 月已投	8*48000
扬州一川	0.6	RKEF	2019 年 6 月已投	1*33000
营口宁丰集团有限公司	0.6	RKEF	2019 年底	1*33000
内蒙古(奈曼)经安一期	10.8	RKEF	2020 年	18*33000
大连富力镍基新材料有限公司	3.6	RKEF	2020 年	6*33000
唐山凯源	1.5	RKEF	2020 年 H2	2*36000

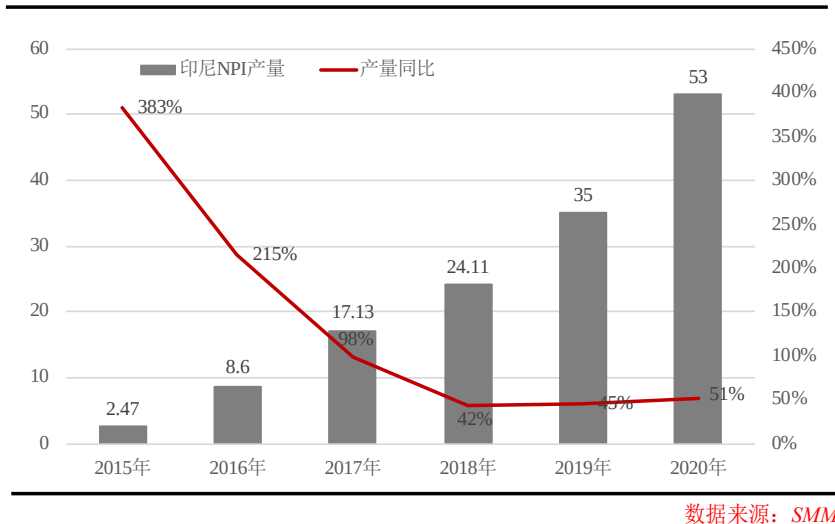
随着高利润和环保影响的消退，2019 年国内迎来镍铁增产高峰。但在印尼 2020 年初禁矿的消息公布后，中国未投产的 NPI 产能大面积延后。上表中增量

最大的内蒙古奈曼经安产能已经延后，且暂未有确切的投产计划。在镍矿供应问题解决之前，国内镍铁新增产能可能非常有限，甚至 2020-2021 年我国镍铁产量将持续下降。

3、印尼投产进度不及预期

表格 6 2015 年 2020 年 E 印尼 NPI 产量

2015年-2020年E印尼NPI产量



2019 年 NPI 印尼产量增量主要来自：印尼德龙预计从 2018 年 4 万吨镍增长至 8-8.5 万吨镍，印尼青山从 16 万吨镍增长至 22-23 万吨镍，金川从无产出到 2-3 万吨镍；印尼高炉项目由于焦炭价格高企，目前全部停产。2020 年，印尼 NPI 产量迎来爆发式增长，预计总量增至 53 万吨镍，主要增量由印尼青山和德龙供应；另外，镍价若持续高位，停产的高炉项目有望复产。2020 年印尼 NPI 产量将持续大增预计增加 51%。

表格 7 2019-2020 年 E 印尼 NPI 新投建产能列表

公司名称	产能(万吨/年)	工艺	投产时间	投产炉子(台)
青山印尼	4.4	RKEF	2019 年 1/3/5/6 月已投	4*42000
德龙印尼一期	4	RKEF	2019 年 3/4/5/7/8 月已投	5*33000
金川 WP	3.2	RKEF	2019 年 5/7/9/10 已投	4*33000
青山印尼	4.4	RKEF	2020 年 Q1	4*42000
德龙印尼二期	12	RKEF	2020 年	15*33000
Weda Bay	13.2	RKEF	2020 年	12*33000
青山印尼	13.2	RKEF	2020 年及以后	12*42000
德龙印尼	12	RKEF	2020 年及以后	15*33000

2019 年印尼镍铁已经投产的产能约为 11.6 万吨/年，投产速度低于预期。目前新增镍铁产能主要以德龙、青山、金川、Weda Bay 项目等企业为主，其中金川 WP 项目已全部投产。

印尼目前在建项目或拟建项目众多，但除青山和德龙外，具体投产时间不明朗。青山计划于 2020 年底前投产完剩余 12 条线，总产线达到 40 条；德龙二期共 35 条线，预计投产 15 条线；Weda Bay 计划 2019 年 Q4 投产 2 条线，2020 年投产完剩余的 10 条线。2020 年，主要增量仍然来自印尼青山和印尼德龙。

4、全球镍铁供应增速下滑

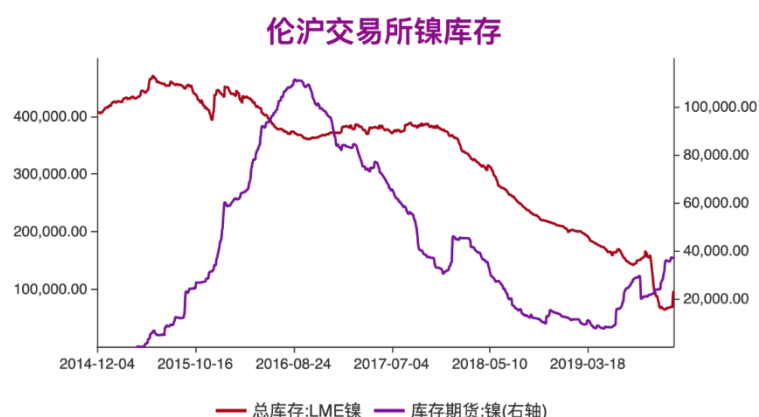
表格 8 2019-2020 年 E 世界主要国家镍铁供应预测

	中国	印尼	缅甸	新喀里多尼亚	全球镍铁增量
2016	0.5	6	-0.9	0	5.6
2017	3	8.5	2	0	13.5
2018	3.5	7	-0.77	0	9.73
2019E	13	11	0.5	0	24.5
2020E	-6.5	18	0.5	0	12
2021E	-5	21	0	0	16

从 2020 年开始，中国 NPI 由于印尼禁矿影响大幅减产，出现负增长。印尼镍铁项目投产进度不及预期，但在高利润刺激下，2020 年印尼项目建设进度加快，中国镍铁的减量将通过印尼 NPI 的增量弥补，全球镍铁总供应量仍保持增长趋势，但增速下滑至 10%。到 2020 年，预计印尼 NPI 产量将首次超越中国，成为 NPI 第一大生产国，NPI 产业向印尼转移的大趋势将延续。

(三) 精炼镍库存处于历史低位

图表 80 沪伦交易所镍库存



数据来源: Wind

2019 年以来伦镍和沪镍库存均处于历史低位。6 月中旬开始, 沪镍库存开始回升, 7 月初开始超过去年同期水平。之后伦镍库存持续走低, 从 9 月 30 日至 10 月 11 日短短 12 天内, 伦镍库存从 157986 吨降至 98562 吨, 降幅为 37.6%。近期镍库存开始回升, 截至 12 月 11 日, LME 镍库存增加 16%, 为 2 个月以来最高水平, 但仍处于历史低位。

三、需求拉动镍价重心上移

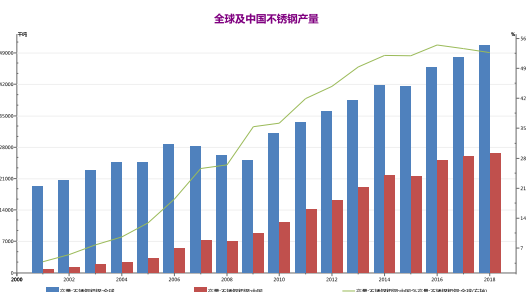
(一) 不锈钢产能及产量保持增长

1、不锈钢产量增速放缓

2019 年, 全球原生镍消费量增长至 252 万金属吨, 其中中国原生镍消费占全球消费的 50%以上。全球范围内, 不锈钢约占原生镍下游消费的 67%; 而中国, 不锈钢约占原生镍下游消费的 80%, 所以不论是在中国市场, 还是在全球范围来看, 原生镍的主要下游消费都是不锈钢产业。

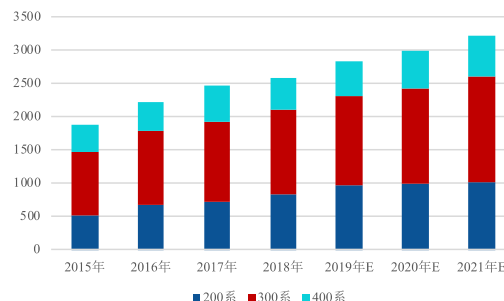
图表 81 中国不锈钢产量

不锈钢全球及中国产量



数据来源: Wind

我国不锈钢各钢种粗钢产量(万吨)



数据来源: Mysteel

2018 年全球不锈钢产量突破 5000 万大关, 达到 5070 万吨。2018 年我国不锈钢粗钢产量为 2809.1 万吨左右, 年均复合增长率 14.43%, 占全球不锈钢产量

的 53%，平均产能利用率约 71%。整个亚洲地区不锈钢产量占比接近 70%，对全球供应影响重大。2009 年，不锈钢产量 1140 万吨，其中 300 系 46%，400 系 21%，200 系 33%；2018 年，不锈钢产量 2809 万吨，其中 300 系 50%，400 系 17%，200 系 33%。十年不锈钢的发展，300 系牢牢占据了半壁江山。

2019 年 1-7 月不锈钢产量 1614 万吨，同比 2018 年增长 12.61%，其中 300 系 782.49 万吨，同比增长 14.55%。预计 2020 年-2021 年，不锈钢产量将持续增长，我国不锈钢厂家因生产利润受到挤压，预计未来增速将有所放缓。

2、全球不锈钢产能持续扩张

全球不锈钢产量增长主要集中在北美、中国和印尼，其余地区稳中甚至略有下降。近两年内，印度及越南不锈钢有扩产计划。

表格 9 2019-2021 年 E 中国不锈钢投产计划

公司名称	投产产能(万吨)	预计投产时间
山东盛阳金汇	70	原 2019 年/推迟至 2020 年
柳钢集团	146	2020 年 4 月份
江苏德龙	135	2020 年 12 月份
太钢不锈钢	100	原 2020 年/推迟至 2021 年
山东鑫海	100	原 2020 年 Q1/推迟不定
临沂金海汇	50	原 2020 年/推迟不定
山东盛阳金汇	50	原 2020 年/推迟不定
内蒙古明拓	80	原 2020 年/推迟不定
内蒙古毕氏	100	原 2020 年/推迟不定
山东鑫海	200	2021 年或推迟
宝钢盛德	270	2021 年或推迟
临沂钢铁投资集团	170	2021 年或推迟

表格 10 2019-2021 年 E 印尼不锈钢投产计划

公司名称	投产产能(万吨)	预计投产时间
青山印尼	300	已全部投产
德龙印尼	100	2020 年 Q1
山东鑫海	100	2020 年
德龙印尼	200	2020 年或以后

德龙控股&青山

350

2020 年以后

2018-2019 年中国的不锈钢产能增量较小，但产量仍在持续攀升。预计 2020 年我国不锈钢产量和产能将继续上升。不过印尼提前禁矿印发了市场对后市供应的担忧，2020 年不锈钢投产高峰可能要延后，产能增量存在较大不确定性。另外，由于当前不锈钢市场供过于求，生产利润遭到挤压，可能会有一些小型高成本生产被淘汰，国内的不锈钢产量增速也会放缓。

印尼方面，2020 年确定将落地的产能为印尼德龙 100 万吨不锈钢产能和鑫海 100 万吨不锈钢产能。其余投产计划都存在较大不确定性。但从今年 3 月底开始，中国对印尼不锈钢实施反倾销措施，印尼不锈钢不再具备成本优势，所以印尼不锈钢的投产计划可能会比较谨慎，预期不宜过高。

其他国家方面，青山集团开始布局非洲市场，与津巴布韦政府达成合作协议，计划建设 100 万吨产能的不锈钢厂；Lamergyre 布局南非市场，计划于 2021 年开始建设总产能 650 万吨的新型不锈钢厂，预计于 2026 年正式投产；越南和发集团进军不锈钢领域，预计投产产能 60-100 万吨；中国明拓集团也计划进军越南市场，投建产能约 100 万吨的不锈钢和有色金属工厂。

总的来说，2010-2021 年全球不锈钢镍需求主要以中国和印尼新增产能为主，预计 2020 年印尼和中国不锈钢新产能建设进度加快，且以一体化项目为主，全球不锈钢对镍的需求仍然是一个增长的趋势。

(二) 硫酸镍-三元电池产业链成新的需求增长点

2020 年新能源对硫酸镍的需求增长较为确定，811 高镍电池因其高续航里程等优势占比进一步提升，对硫酸镍的需求量维持增长。

1、全球主要镍企业布局硫酸镍产业

随着新能源汽车补贴政策退坡，2019 年 7 月开始，新能源汽车产销量均严重下滑，用于新能源汽车的三元材料产量也受到影响，对镍的需求增量出现下滑。

表格 11 硫酸镍需求增量预测

硫酸镍需求增量 (万镍吨)	
2016	0.6
2017	1.0
2018	2.1
2019E	1.4
2020E	2.0
2021E	2.6

但从全球主要镍供应企业的产能部署中可以看出，各企业对三元材料领域

仍保持乐观预期。当前行业重心逐步向硫酸镍-新能源产业链转移，硫酸镍的供需平衡仍然是未来的市场焦点。

中冶瑞木扩建 5 万吨硫酸镍产能已于 2019 年年初投产，日本住友于 2019 年一季度将原有 7 万吨硫酸镍产能扩至 7.5 万吨，金川集团扩建的 3.5 万吨硫酸镍产能已于 2019 年年初投产。

未来投资计划来看，印尼淡水河谷计划未来几年与日本住友金属共同投资 25 亿美元，建设电池级镍厂；并计划与青山集团在印尼合作建设电池级镍厂，共同出资 7 亿美元，预估产能为 5 万吨/年，该项目已于 2019 年 1 月启动，预计于 2020 年上半年完工。

金川集团正投资建设液体硫酸镍分厂及结晶硫酸镍分厂，预计投产产能分别为 5 万吨及 2 万吨，计划于 2020 年投产。

必和必拓已计划于 2019 年将部分精炼镍冶炼产能转产至硫酸镍，具体实施方案为将公司旗下位于西澳洲的镍冶炼厂转产硫酸镍，目前正在制定计划将产出增加一倍。必和必拓 2018 年 65%-70% 的镍产出预计将被销售给电池行业，相当于 4.5-5 万吨镍。这意味着未来必和必拓最终以硫酸镍的形式供应，精炼镍供应逐步退出。

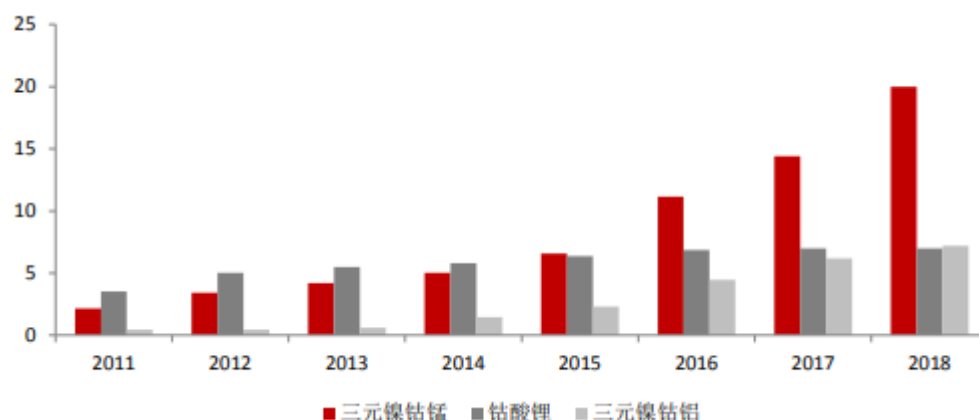
诺里尔斯克镍业因看好电动汽车需求，计划未来 5 年提升镍产量。到 2025 年，其电池级镍产能将提高 50%，镍总产量可能从 2017 年的 21 万吨增加到 24 万吨，预计增量主要在硫酸镍板块。

巴西矿业巨头淡水河谷计划在退出陷入困境的新喀里多尼亚资产之前，仍然打算提高镍产量来为未来电池的需求增长做准备。淡水河谷将关闭其镍精炼厂并停止其钴生产，工厂将专注于生产用于电动汽车电池的氢氧化镍饼。

2、新能源对镍需求增长

图表 82 2011-2018 全球锂电材料产量

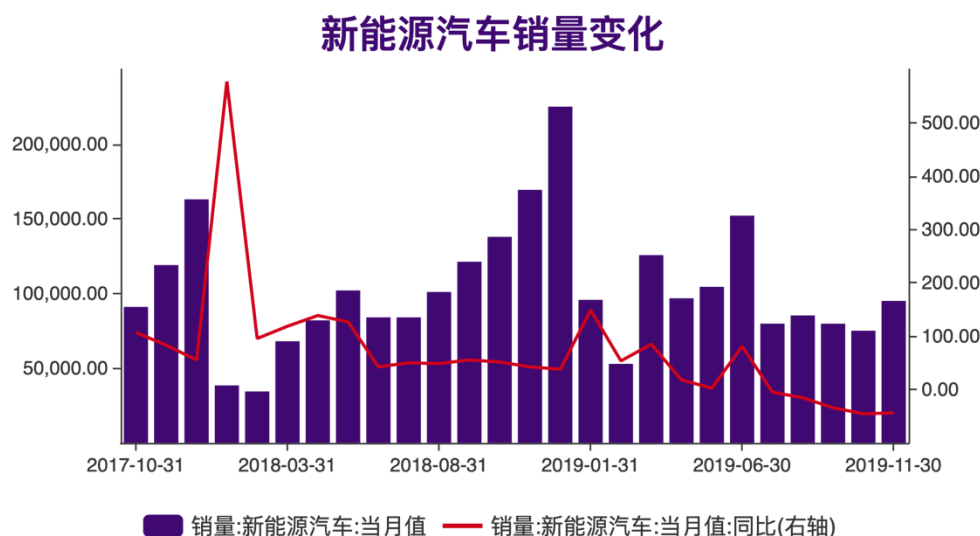
2011-2018 全球锂电材料产量（万吨）



电池对镍的需求占比正逐年上升，其中三元镍钴锰和三元镍钴铝电池是主要的镍消耗产品。2018 年全球三元 NCM 材料产量 20 万吨，折合镍金属 6 万吨

(按含镍量 30%计算);三元 NCA 材料产量 7 万吨,折合镍金属 0.88 万吨(按含镍量 12.5%计算),主要用于新能源动力电池,电动汽车龙头企业特斯拉即选用三元 NCA 锂电材料。2018 年电池领域对镍的需求量合计 6.88 万吨,约占我国镍总消耗量的 5.7%。

图表 83 新能源汽车销量



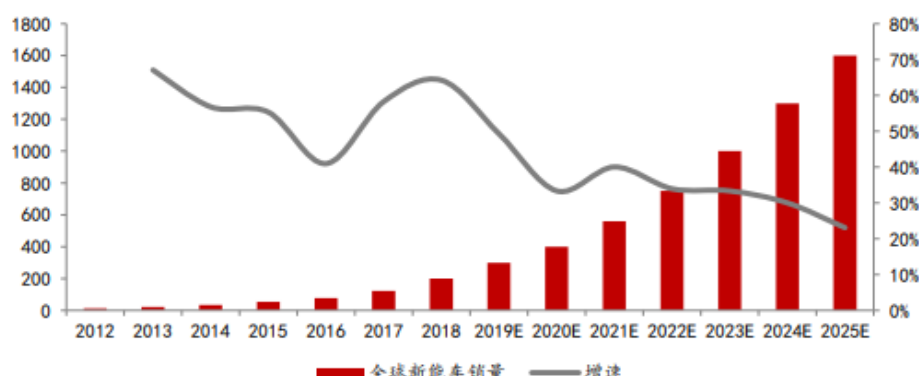
数据来源: Wind

根据中汽协数据,2019 年年初至 6 月,国内新能源乘用车完成销量 63.4 万辆,同比增长 46.2%。但随着中国新能源汽车补贴政策退坡后,新能源汽车增速明显放缓。2019 年 7 月开始,新能源汽车产量及销量均出现负增长,10 月份销量一度出现同比 45% 的下滑,退坡影响超出市场预期。

但国家对新能源汽车的扶持决策不会改变。2019 年 8 月,国务院办公厅促消费“国 20 条”发布,明确指出要释放汽车消费潜力,强调有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。12 月 6 日,工信部发布《新能源汽车推广应用推荐车型目录(2019 年第 11 批)》,共包括 61 户企业的 146 个车型。这将此前对符合汽车产品公告要求但达不到补贴技术门槛的产品,纳入到了推荐目录,相当于再一次加大了补贴范围。

图表 84 全球新能源骑车销量及预测

全球新能源汽车销量及预测（万辆）



12月3日，工信部发布对《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿）公开征求意见，具体做法是，到2025年，中国将新能源汽车的销量占比从2017年公布的20%提高到25%，约850万辆；彭博新能源财经预计届时全球销量将超过1000万辆。

除中国外，欧洲各国也纷纷出台补贴政策，扶持力度加大。以德国为例，其政府规定自2020年开始的5年内，对插电混动车的补贴从3000欧元提升至4500欧元，针对每辆价格高于4万欧元的电动汽车补贴升至5000欧元。

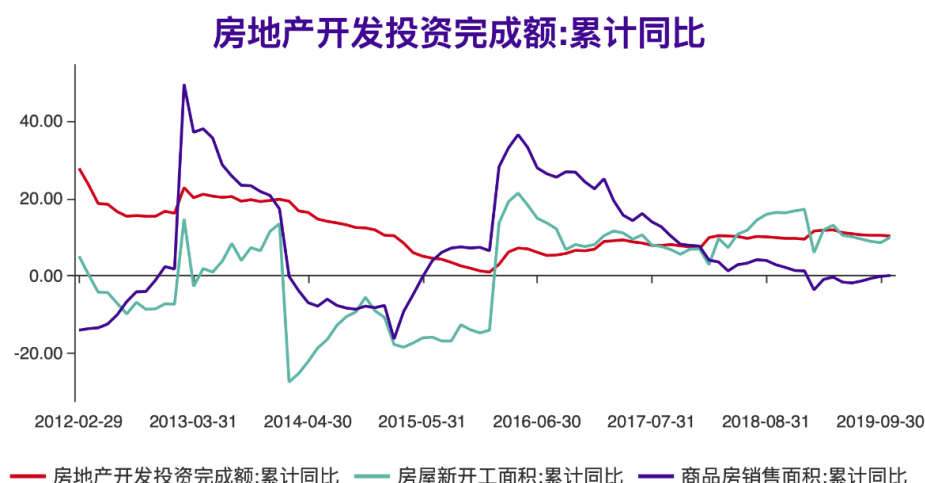
全球传统主流车企积极发展新能源汽车业务。宝马、大众等欧洲传统车企2019年纷纷披露新能源汽车发展规划，电动车销量占比或将高速提升。宝马集团到2025年，计划推出的新能源车型不低于25款，且新能源汽车销量占比15%-25%；梅赛德斯奔驰到2020年，新能源汽车销量达到10万辆，2025年新能源汽车销量为总销量的25%；沃尔沃预计到2025年其纯电动车销量为总销量的50%。庞大的体量和高额的增速大幅提升了对上游原材料的需求，电池领域对镍原料的需求将进一步提升，对镍价形成支撑。

除新能源汽车外，三元电池还用在3C电池、笔记本电脑、移动电源等领域。受益于5G投资加速、TWS放量等因素，3C及其他应用领域镍需求增速回升，未来电池用镍造成的结构性缺口仍然值得期待。

四、 不锈钢需求增速放缓

（一） 房地产总量稳定，增速放缓

图表 85 房地产开发投资额



数据来源: Wind

在政策引导下,房地产市场基本稳定。3-4月房地产相关数据温和回升,而5-6月房地产相关数据均表现出了明显的回落,7月房地产开发投资和新开工面积继续回落,销售面积略有上升。

我国目前城镇化率仍处于较低水平。2018年我国常驻人口城镇化率59.6%,仅相当于1868年的英国,1910年的德国,1945年的美国,1958年的日本。我国城镇化仍处于快速发展阶段,房地产市场仍将受益于城镇化推进和城市间人口迁移增加。此外,随着国内经济发展及人民生活水平的提高,经济增长将带动住房消费升级及住房质量提升。

整体而言,国内房地产市场进入平稳运行状态,受益于城镇常住人口增加、城市更新和住房条件改善需求,未来我国房地产市场仍然有巨大潜力。房地产对不锈钢需求仍然保持乐观预期。

(二) 新国标实施小幅带动不锈钢需求

我国住房和城乡建设部、国家市场监督管理总局联合发布的《绿色建筑评价标准》(GB/T 50378-2019)于8月1日起全面实施。新标准要求室内给水系统采用铜管或不锈钢管。

在发改委发布的“十三五”规划中,计划到2020年绿色建筑比值达到50%。那么我们根据现有数据估算一下对不锈钢管的需求。

由查询文献和咨询专家可知,以国内商品房平均面积100平方米进行计算。每户室内水管大概需要约15米入户水管(直径25mm,管壁厚1mm)和50米室内水管(直径15mm,管壁厚0.6-1mm,平均0.8mm)。304不锈钢的密度是7.93g/立方厘米,每户100平米室内水管用304不锈钢量约为14kg。

以2019年上半年国内房地产竣工面积22929万平方米(国家统计局)计算,按照目标50%为绿色建筑,室内水管用304不锈钢量为:

$22929 \times 10000 \times 50\% / 100 \times 14 / 1000 = 1.6$ 万吨。

考虑到铜价为 47000/吨，而 304 不锈钢价格为 15800/吨，铜管成本接近不锈钢管成本 3 倍，申请绿色建筑标准的住宅采用不锈钢管的比例应占多数，若除去 30% 的高端住宅采用铜制室内水管，大约每半年住宅建筑室内水管不锈钢需求 1.12 万吨，即年化 2.24 万吨。

(三) 能化行业拉动不锈钢消费量增长

2019 年中国不锈钢消费量增速为 6.5%，主要在于民生工程、能源石化行业、环保等带来了不锈钢需求的增长。预计 2020 年中国不锈钢消费增速 6%，重点关注下游石化、设备、轨道交通等领域。

其中，能源石化行业新项目密集投产：中科乙烯汽油加氢装置两项安装基本完成；扬子石化 30 万吨/年烷基化装置及系统配套项目建成中交，进入生产准备阶段；镇海炼化 260 万吨/年沸腾床渣油加氢装置举行工程中交仪式，标志着中国石化首套大型化沸腾床渣油加氢装置在镇海炼化建成；茂名石化 260 万吨/年浆态床渣油加氢裂化装置项目反应框架 A 轴钢结构首根大梁的安全起吊，精准就位，标志着项目钢结构施工的全面展开。

化工行业环保席卷全国，环保设备升级，对耐腐蚀性好的不锈钢材料需求增加。

民生工程消费升级：6 月 19 日的国务院会议研究推进的城镇老旧小区改造是一项惠民工程。据报道，涉及居民超过 4200 万户、建筑面积约为 40 亿平方米的老旧小区改造，是一项投资总额高达 4 万亿元的民生工程。

总体而言，我国原本计划 2020 年投产的不锈钢产能或因印尼禁矿而延后，2020 年不锈钢投产计划存在较大不确定性。但从上述分析中可以看出，2020 年仍然有约 300 万吨新增产能。目前我国不锈钢产量稳步上升，库存长期维持高位，2020 年供应压力仍存。不锈钢需求虽增速有所放缓，但仍处于平稳增长状态，未来不锈钢需求前景较好。

五、 后市展望

2016-2019 年全球原生镍供应增量主要来自于镍铁供应，2020 年后精炼镍供应可能开始出现小幅回升，硫酸镍供应出现明显增长，但镍铁依然是原生镍供应增量的主力。2020 年印尼禁止红土镍矿出口，将导致中国镍生铁原料短缺，面临大幅减产，但印尼镍生铁项目建设进度加快，能够弥补中国的减量，全球镍生铁产量维持增长。

2020 年原生镍消费增量主要来自不锈钢、新能源电池等。印尼和中国不锈钢诸多新产能投放，产量增速维持在较高水平，对一级镍的消费维持增长；2020 年高镍电池发展加快，对原生镍消费较 2019 年增 3 万镍吨至 9 万镍吨。

2020 年印尼禁止红土镍矿出口，全球镍矿供应可能出现 12-18 万金属吨的供应缺口。但未来这个缺口可通过印尼镍铁和湿法产能填补，预计在 2021 年能

够达到供需平衡。

2019 年不锈钢产量及产能仍保持增长，库存连连累积，且四季度去库缓慢，供应压力仍存。但受房地产、能化、环保产业等的需求拉动，未来不锈钢需求仍保持乐观预期。

总的来说，2020 年全球原生镍供应缺口较 2019 扩大，配合低库存，预计镍价重心上移。但随着印尼镍铁项目陆续投产，供应缺口将逐步缩窄，镍价后期可能会承压运行。需求端来说的话，关注不锈钢的实际需求增长，以及纯镍隐性库存的流出。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。