

引题 供应逻辑改变

主题 沪镍 中期承压运行

东吴期货 王志强

年初至今，镍期货价格巨幅波动。1月承接2020年以来的上涨节奏并进一步加速上涨，2月创出国内镍期货上市以来新高149350元/吨，之后急速回落近30%。近期，随着镍主要进口国菲律宾雨季结束以及该国矿业政策逐步放宽，预计中长期沪镍将维持振荡偏弱运行局面。



基本金属价格回落

一季度国内经济开局向好，近期国家统计局在回应大宗商品持续上涨问题时表示：“现在中国经济深度融入全球经济，国际大宗商品价格的上涨可能会从贸易、投资等不同渠道，对国内一些行业的价格造成影响。但是，从目前PPI上涨的结构性特征来看，主要还是影响了一些上游的行业，对下游行业的影响目前还没有显现出来。”判断全年商品价格走势，供需关系是决定价格最根本的要素。从目前的情况来看，在经济恢复的大势下，供给的质量、能力都在逐步改善；从需求来看，目前仍然处于恢复过程中。总的来看，国内上游产品的价格不具备长期上涨的基础。该消息一出，市场投机需求降温，基本金属价格回落。但是，国内一季度经济数据良好，而海外美债收益率回落，带动美元指数走弱，支撑大宗商品价格走强。不过，受到成本下移的拖累，镍价依旧承压。

镍供应端利空频现

近期镍市再出重磅消息，红土镍矿主产国菲律宾取消长达九年的新矿禁令。短期来看，该事件影响相对较小，但中长期来看，叠加青山印尼投资计划、俄镍扩产计划，镍矿供给压力明显加大。尽管从需求端来看，有新能源汽车行业的强劲拉动，但毕竟基数偏

小，一旦投产实现，镍矿供给过剩的确定性较强。近日，有色其他品种走势明显走强，镍价表现最为疲弱。短期来看，随着菲律宾镍矿的发运量逐步回升，镍矿价格存在回落的可能。同时，俄镍早于预期复产，供给逐步加大。

从中国镍矿港口库存来看，截至 2021 年 4 月 16 日，全国所有港口镍矿库存春节后首度出现回升，较 4 月 9 日增加 13.5 万吨至 561.8 万湿吨，总折合金属量 4.4 万吨，较 4 月 9 日增加 0.1 万镍吨。苏里高矿区出货月初恢复，4 月份菲律宾出货量或将超过 400 万湿吨，港口库存增加如期而至，商谈逐步活跃，镍矿港口库存将再次进入逐步累库阶段。矿价方面，上周 Mysteel 主流中高品位镍矿 CIF 价下调，国内镍铁厂刚需补库，成交价格走跌。目前 Ni:1.5%矿 65 美元/湿吨，Ni:1.8%矿 89 美元/湿吨。菲律宾雨季结束后镍矿整体供应增加，看空情绪影响下整体拿货情绪不高，询货采购仍将以压价为主。

镍铁方面，截至 4 月 16 日，SMM 统计的 8%—12%高镍生铁均价为 1085 元/镍点（出厂含税），印尼镍生铁均价 1080 元/镍点（到港含税）。上周华南钢厂 1075 元/镍点（到港含税）采购万吨印尼镍铁，除此单成交外，主流钢厂采购意向较差，几无询盘。且不锈钢上周 304 冷轧期货价格下调，下游预期走弱压制镍铁价格上行。此外，上游镍矿价格在镍铁利润倒挂的情况下持续下行，镍铁成本支撑位也跟随矿价下移。加之印尼铁出货价格较低，市场看涨情绪偏弱。在基本面无明显改变之前，镍铁价格仍有继续下行的可能性，预计本周镍铁价格运行区间为 1050—1070 元/镍点（出厂含税）。

硫酸镍紧缺格局改变

3 月初，青山实业称其高冰镍试产成功，有望改变镍的供给格局青山实业与华友钴业和中伟股份达成协议，计划一年内分别向华友钴业和中伟股份供应 6 万吨和 4 万吨高冰镍，协议将从 2021 年 10 月开始实施。这条消息引发镍市剧烈震荡，镍价自高位自 14 万元上方调整至 12 万元附近。在镍产业链条中，硫酸镍目前的售价为 33500 元/吨，折算成镍金属吨的价值约为 15.22 万元/吨（按照 22%含镍量），而镍铁国内的现货销售价格接近 11.1 万元/吨，两者价差达到 4.12 万元/吨，理论上形成了产能转移的巨大利润空间，而上述信息也令市场对于硫酸镍供应改善预期大大提前。

此前，镍市场上的供需主要分为两条产业链：一条是镍铁到不锈钢，另一条则是湿法中间品/高冰镍/镍豆(粉)到硫酸镍。过去这两条产业链难以互相转化，在镍铁到不锈钢这条产业链供应过剩，而湿法中间品/高冰镍/镍豆(粉)到硫酸镍这条产业链供应紧缺的情况下，会引发镍价的大幅上涨。而在过去一年多，全球新能源汽车发展迅速，对于硫酸镍的需求大幅增长，因此镍铁产能虽然大幅增加，但镍价依然上涨。

因此，市场将关注焦点转向了供应充足的镍铁上，用镍铁冶炼成高冰镍，进而生产硫酸镍的可行性，只要技术可行且具有成本优势的情况下，镍铁就有望打开新能源行业的通道。印尼今年上马多个湿法 HPAL 项目，就是通过 HPAL 工艺，湿法萃取硫酸镍，但是 HPAL 项目投资较大，因此新增产能有限。

而本次青山试产高冰镍成功，采用的工艺则是在镍生铁产线后端增加转炉设备来生产高冰镍。对于依然在大幅增加产能的印尼镍生铁生产线来说，这无疑是一个巨大的好消息，既可以避免未来的镍铁价格竞争，又可以生产高溢价的硫酸镍满足新能源汽车需求。同时，这也直接打通了镍铁到新能源行业的通道。对于新能源行业来说，此前困扰的镍供

应不足问题未来将有望得到解决。对于镍市场来说，过去的两条产业链未来可以相互影响、相互转化，市场的定价逻辑也发生了改变。因此，镍价在这则消息出台之后，此前的看涨逻辑崩塌，价格一落千丈。

未来需要思考的问题是镍价下跌后的支撑位置在哪里。我们认为可以初步根据红土镍矿到硫酸镍的成本来确定。依据 RKEF 成熟的生产工艺，镍铁的生产中，每金属吨镍生产成本约 9000-10000 美金。而镍铁到高冰镍的生产成本在 1000—1500 美元/吨之间。最后是高冰镍到硫酸镍的生产成本。目前，通过红土镍矿湿法冶金技术产出的硫酸镍，它的生产成本大概在 2 万元左右。而高冰镍生产硫酸镍的成本预计会更高，尤其是前期算上固定投入的情况下。因此，按高镍铁 1100 元/吨假定粗略估算，如果再考虑到环保成本的话，在镍期货价格跌至 11.5-12 万元/吨时，我们认为这一线会有一定的成本支撑。

综合以上各种影响因素，我们认为随着印尼青山集团高冰镍项目的成功投产，镍期货价格将逐步向二级镍成本看齐，价格承压明显。短期来看，镍豆进口增加缓解硫酸镍原料供应紧张，而预计新能源市场硫酸镍供应偏紧格局难改，对镍价起到一定支撑；中长期来看，镍价回归原生镍定价体系之后，后市难言乐观，菲律宾雨季结束后，国内镍铁价格重心还将下移，镍维持对镍铁的合理溢价随之弱势振荡。